유진투자증권

한독(002390.KS)



바이오 한병화
Tel. 02)368-6171 / bhh1026@eugenefn.com

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지)	45,000원
현재주가(4/30)	31,050원

Key Data	(기준일: 2019.04.30)
KOSPI(pt)	2,204
KOSDAQ(pt)	755
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	427
52주 최고/최저(원)	34,400 / 20,450
52주 일간 Beta	1.55
발행주식수(천주)	13,764
평균거래량(3M,천주)	115
평균거래대금(3M,백만원)	3,494
배당수익률(19F, %)	0.9
외국인 지분율(%)	5.4
주요주주 지분율(%)	
김영진 외 10인	43.4

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.5	19.0	41.8	-5.5
KOSPI 대비상대수익률	0.6	19.1	32.4	6.9

Financial Data

결산기(12월)	2017A	2018A	2019F
매출액(십억원)	413.4	440.1	472.7
영업이익(십억원)	2.3	24.5	27.3
세전계속사업손익(십억원)	19.4	25.5	22.3
당기순이익(십억원)	16.3	19.6	17.7
EPS(원)	1,298	1,427	1,288
증감률(%)	316.6	9.9	-9.7
PER(배)	25.4	21.8	24.1
ROE(%)	5.0	5.6	4.7
PBR(배)	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	32.1	13.1	12.7

자료: 유진투자증권(별도기준)

연속되는 실적 호전, 근본적으로 좋아지고 있다

▪ 1분기 영업이익 80% 증가, 핵심 전문의약품 매출 증가와 원가율 개선 때문

동사는 1분기 매출액 1,086억원, 영업이익 69억원으로 전년동기 대비 각각 6%, 80% 증가했다. 1분기 실적호전 이유는 핵심 전문의약품의 처방 증가 때문이다. 당뇨병 치료제인 아마릴(125억원)과 테넬리아(81억원)의 매출액이 전년대비 각각 10%, 16% 증가했다. 또한 희귀질환 치료제인 솔리리스(97억원)도 적응증 확대에 따라 전년대비 매출액이 22% 증가했다. OTC 부문은 훼스탈 매출(41억원)이 전년대비 55% 증가했는데 이는 가격인상 전 수요가 몰렸기 때문이다. 1분기 동사의 매출원가율은 64%로 전년동기 65% 대비 1%p 감소했다. 실적 개선 전인 2016년과 2017년 매출원가율 평균은 68%였다. 전문의약품, 일반의약품, 의료기기 등 대부분의 품목들에서 마진율이 상승하고 있는 것으로 추정되기 때문에 동사의 실적 호전은 근본적인 체질개선으로 평가할 수 있다. 세전이익은 감소했는데 이는 전년동기에 제넥신 매각이익 94억원이 발생해 역기저 효과가 있었기 때문이다.

▪ 이익 정상화된 반면 기업 가치는 여전히 저평가 상태

한독의 이익 정상화는 지난해 1분기부터 시작되어서 1년 넘게 진행되고 있다. 올해에도 개선세가 유지될 것으로 판단된다. 2019년 매출액과 영업이익은 4,727억원, 273억원으로 전년대비 각각 7%, 11% 증가할 것으로 예상된다. H9(지속형 인성장호르몬)의 미국 3상을 위한 R&D 비용이 지난해 보다 55억원 증가할 것으로 추정함에도 불구하고 영업이익이 성장할 것으로 예상된다. 따라서 H9의 미국 3상 관련 비용증가를 제외하면 동사의 지속 가능한 영업이익 수준은 300억원대로 올라선 것으로 해석할 수 있다. 현재 동사의 시가총액이 약 4천억원 수준에 형성되고 있는 것을 감안하면 본업의 영업가치만으로도 이를 설명할 수 있는 수준이다. 여기에 제넥신의 지분가치(2,828억원)와 7개의 투자회사의 가치는 동사의 가치 산정에 기여되지 못하고 있는 실정이다. 중견제약사 중 동사와 같이 활발한 오픈 이노베이션을 하는 업체의 PBR이 1배 근처에 머물러 있는 곳을 찾기는 쉽지 않다.

▪ 목표주가 45,000원 유지

한독에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 45,000원을 유지한다. 동사의 2019년 실적기준 PBR은 1.1배인데 비해 중견제약사들의 PBR 평균은 3.0배이다(도표 4번 참조). 또한, 제넥신을 비롯한 투자회사들이 모두 취득원가 또는 장부가로 평가되고 있기 때문에 실질 PBR은 이보다 훨씬 낮다. 투자회사 중 한독테바와 테라밸류즈는 흑자전환했고, 나머지 업체들은 개발 중인 약품들과 의료기기의 성과에 따라 동사의 가치 상승에 기여할 것으로 예상된다. 안정화된 실적을 바탕으로 한독의 바이오업체들에 대한 투자는 향후에도 지속될 것으로 판단된다. 또한 직접 개발하고 있는 H9의 미국 3상 신청과 TRK억제제(HL5101)의 국내 1상 데이터들도 주가 상승모멘텀으로 작용할 것이다.

도표 1 연간실적 추정(별도기준)

(십억원)	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	**327.9**	**348.3**	**358.4**	**396.3**	**413.4**	**440.1**	**472.7**	**502.2**
%YoY	4.2%	6.2%	2.9%	10.5%	4.3%	6.4%	7.4%	6.2%
ETC	221.1	`211.0	202.2	227.1	237.8	248.2	264.1	279.1
OTC	20.6	40.2	40.3	47.3	52.4	56.6	64.2	69
기타	86.2	97.1	115.9	121.9	123.2	135.3	144.4	154.1
매출원가	228.8	233.9	238.2	268.6	282.8	285.6	306.2	323.5
매출원가율	69.8%	67.2%	66.5%	67.8%	68.4%	64.9%	64.8%	64.4%
매출총이익	99.1	114.4	120.2	127.6	130.6	154.5	166.5	178.7
판매관리비	91.7	104.1	114.0	122.0	128.3	130.0	139.2	147.1
영업이익	**7.5**	**10.3**	**6.2**	**5.6**	**2.3**	**24.5**	**27.3**	**31.6**
영업이익률	2.3%	3.0%	1.7%	1.4%	0.6%	5.6%	5.8%	6.3%
%YoY	-13.4%	38.2%	-39.7%	-10.1%	-58.5%	957.0%	11.3%	15.8%
영업외손익	8.1	-6.7	-6.9	-2.0	17.0	0.9	-5.0	-3.9
세전이익	15.5	3.7	-0.7	3.6	19.4	25.5	22.3	27.7
법인세비용	3.2	2.2	1.1	-0.4	3.0	5.8	4.6	5.6
법인세율	20.7%	59.7%	-151.3%	-10.3%	15.6%	22.9%	20.5%	20.1%
당기순이익	**12.3**	**1.5**	**-1.8**	**3.9**	**16.3**	**19.6**	**17.7**	**22.1**

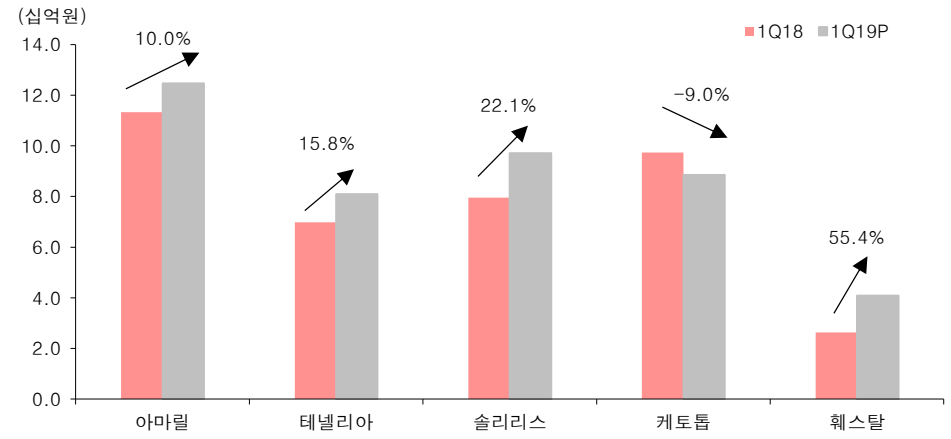
자료: 유진투자증권

도표 2 분기실적 추정(별도기준)

(십억원)	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18A	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F
매출액	**102.2**	**108.7**	**114.3**	**114.8**	**108.6**	**116.4**	**124.5**	**123.2**
%YoY	-1.2%	2.8%	1.8%	25.0%	6.2%	7.1%	8.9%	7.3%
ETC	58.3	60.9	64.7	64.3	62.9	64.5	68.0	68.7
OTC	13.9	15.1	13.4	14.2	15.6	16.9	16.2	15.5
기타	30.0	32.7	36.2	36.3	30.1	35.0	40.3	39.0
매출원가	66.8	70.1	74.3	74.5	69.8	74.8	81.7	79.8
매출원가율	65.3%	64.5%	65.0%	64.8%	64.3%	64.3%	65.6%	64.8%
매출총이익	35.5	38.6	40.0	40.4	38.7	41.6	42.8	43.4
판매관리비	31.7	33.7	29.2	35.4	31.9	34.7	34.4	38.2
영업이익	**3.8**	**4.9**	**10.8**	**5.0**	**6.9**	**6.9**	**8.4**	**5.2**
영업이익률	3.7%	4.5%	9.5%	4.4%	6.3%	5.9%	6.8%	4.2%
%YoY	70.1%	1407.7%	326.9%	흑자전환	79.8%	40.9%	-22.1%	2.8%
영업외손익	7.8	-1.7	-1.4	-3.3	-1.7	-1.1	-1.1	-1.1
세전이익	11.6	3.2	9.4	1.7	5.2	5.8	7.3	4.1
법인세비용	2.8	0.8	2.2	-1.0	2.6	1.4	0.5	0.1
법인세율	24.2%	24.0%	23.9%	-56.7%	50.5%	24.0%	7.0%	2.0%
당기순이익	**8.8**	**2.4**	**7.2**	**2.7**	**2.6**	**4.4**	**6.8**	**4.0**

자료: 유진투자증권

도표 3 한독 주요 제품 매출 추이



자료: 한독, 유진투자증권

도표 4 한독, 중견제약사 중 가장 저평가된 업체

	한독	평균	부광약품	삼천당제약	삼진제약	일양약품	보령제약	JW중외제약	일동제약
국가	한국		한국	한국	한국	한국	한국	한국	한국
2019-04-30	31,050		18,350	45,750	39,050	28,050	13,050	36,700	22,300
통화	KRW		KRW	KRW	KRW	KRW	KRW	KRW	KRW
시가총액(십억원)	427.4		1,165.8	1,011.3	542.8	535.4	576.8	745.7	505.6
PER(배)									
FY17A	25.4	46.8	97.2	26.4	12.4	112.1	7.2	-	25.5
FY18A	21.8	50.2	10.7	92.9	19.3	-	20.7	121.2	36.5
FY19F	**24.1**	**69.6**	**172.8**	**47.0**	**-**	**79.4**	**25.1**	**-**	**23.5**
PBR(배)									
FY17A	1.2	2.9	5.3	2.3	2.3	3.7	1.6	3.3	1.8
FY18A	1.2	3.0	3.8	5.5	2.3	2.7	1.6	3.2	1.7
FY19F	**1.1**	**3.0**	**2.9**	**5.7**	**-**	**2.6**	**2.1**	**-**	**1.7**
매출액(십억원)									
FY17A	413.4		150.7	160.6	245.3	269.8	422.7	502.9	460.7
FY18A	440.1		194.2	160.0	260.0	300.0	460.4	537.2	503.9
FY19F	472.7		168.3	174.3	-	322.9	485.2	569.7	557.7
영업이익(십억원)									
FY17A	2.3		7.7	24.0	46.9	24.4	1.0	21.7	25.4
FY18A	24.5		35.1	15.5	59.5	16.7	25.0	21.6	28.3
FY19F	27.3		7.9	34.8	-	27.6	29.5	30.6	29.8
영업이익률(%)									
FY17A	0.6		5.1	14.9	19.1	9.1	0.2	4.3	5.5
FY18A	5.6		18.1	9.7	22.9	5.6	5.4	4.0	5.6
FY19F	5.8		4.7	20.0	-	8.5	6.1	5.4	5.3
순이익(십억원)									
FY17A	16.3		11.1	12.5	35.8	6.3	56.7	-0.7	19.8
FY18A	19.6		145.7	8.8	25.5	-4.9	20.3	8.1	12.7
FY19F	17.7		6.8	21.5	-	6.8	23.2	-	21.3
EV/EBITDA(배)									
FY17A	32.1		77.5	10.6	7.8	23.4	26.5	27.5	13.5
FY18A	13.1		32.8	37.1	6.6	22.3	12.1	24.9	9.9
FY19F	12.7		56.9	24.4	-	17.2	17.2	-	11.3
ROE(%)									
FY17A	5.0		5.2	9.4	19.7	3.2	25.5	-0.5	7.2
FY18A	5.6		46.6	6.0	12.8	-2.6	8.0	2.6	4.5
FY19F	4.7		1.7	13.1	-	3.5	8.7	-	7.5

참고: 2019.04.30 종가 기준, 컨센서스 적용
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 5 **한독과 투자회사 주요 Pipeline**

개발	영역	프로젝트	구분	적응증	기초연구	전임상	임상1상	임상2상	임상3상	비고
한독, 제넥신	희귀	HL2356 (GX-H9)	바이오신약	성인 성장호르몬 결핍증				●		제넥신과 공동개발, 범부처신약개발단 지원
				소아 성장호르몬 결핍증				●		
한독, CMG제약	희귀 항암	CHC2014	바이오신약	항암		●				CMG제약과 공동개발
한독	안과	HL3501	합성신약	녹내장	●					범부처 전주기 신약개발사업지원 (완료)
한독	당뇨/대사	HL1550	개량신약	당뇨 + 고지혈 복합제		●				
		HD-C715	합성신약	당뇨	●					
한독	심혈관	DENEX	의료기기	난치성 고혈압			●			유럽 CE 인증(2016년)
한독	심혈관/감염성	나노콘 RST Kit	의료기기	심혈관계/ 감염성 질환		●				
TRIGR Therapeutics	항암	TR009	바이오신약	위암			●			
TRIGR Therapeutics	항암	TRIO2-01	바이오신약	고형암	●					
TRIGR Therapeutics	항암	TRIA001	바이오신약	다발성 골수증	●					
TRIGR Therapeutics	항암	TRIA002	바이오신약	고형암	●					
Rezolute	희귀	RZ358	바이오신약	선천성 고인슐린증				●		
Rezolute	당뇨/대사	RZ402	바이오신약	당뇨성 황반변성		●				
Rezolute	당뇨/대사	AB101	바이오신약	제1형 당뇨병, 제 2형 당뇨병			●			

자료: 한독, TRIGR Therapeutics, Rezolute, 유진투자증권

도표 6 한독의 투자회사 현황

회사명	소재국가	주요사업	지분율(%)	장부가액(십억원)
㈜ 한독칼로스메디칼	한국	의료기기 개발	51.0	1.0
Theravalues Corporation	일본	기능성 원료 개발 및 판매	67.9	21.4
㈜ 한독테바	한국	신약 연구개발	49.0	23.5
㈜ 제넥신	한국	신약 연구개발	18.5	51.9
㈜ 엔비포스텍 (구, ㈜ 엔에스비포스텍)	한국	면역진단 의료기기 개발	35.8	9.9
JUST-C, INC.	미국	기능성 식품 판매	41.4	1.2
Rezolute, Inc.	미국	신약 연구개발	27.0	14.0
TRIGR Therapeutics	미국	신약 연구개발	10.0	5.8
합계				128.8

자료: 한독, 유진투자증권
주: 장부가액은 2018년말 기준. Rezolute와 TRIGR Therapeutics 는 인수가액 기준

한독(002390.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
유동자산	233.9	255.5	276.9	324.4	336.8
현금성자산	3.8	29.5	30.6	62.8	62.2
매출채권	138.8	140.1	144.5	154.0	162.4
재고자산	71.5	67.7	76.5	81.9	86.4
비유동자산	399.5	408.1	403.3	415.0	428.9
투자자산	177.8	174.0	166.6	173.4	180.4
유형자산	153.5	161.1	163.6	165.7	168.8
무형자산	68.3	73.0	73.1	75.9	79.7
자산총계	**633.5**	**663.6**	**680.2**	**739.4**	**765.7**
유동부채	191.3	195.6	236.3	235.6	239.2
매입채무	100.7	96.7	114.9	119.1	125.5
단기차입금	78.2	83.7	108.3	103.3	100.3
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	123.8	133.5	81.6	122.6	126.9
사채및장기차입금	90.3	105.3	50.3	90.0	93.0
기타비유동부채	33.5	28.2	31.3	32.6	33.9
부채총계	**315.1**	**329.0**	**318.0**	**358.1**	**366.1**
자본금	6.3	6.3	6.9	6.9	6.9
자본잉여금	56.4	56.4	76.4	76.4	76.4
자본조정	(1.8)	(1.4)	(2.6)	(2.6)	(2.6)
자기주식	(2.6)	(2.6)	(2.6)	(2.6)	(2.6)
이익잉여금	257.3	273.3	286.5	300.6	319.0
자본총계	**318.3**	**334.6**	**367.2**	**381.2**	**399.7**
총차입금	168.5	189.0	158.6	193.3	193.3
순차입금(순현금)	164.7	159.5	128.0	130.5	131.1
투하자본	361.2	378.8	381.2	398.2	412.7

손익계산서

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	**396.3**	**413.4**	**440.1**	**472.7**	**502.2**
증가율 (%)	10.5	4.3	6.4	7.4	6.2
매출총이익	127.6	130.6	154.5	166.5	178.7
매출총이익율 (%)	32.2	31.6	35.1	35.2	35.6
판매비와관리비	122.0	128.3	130.0	139.2	147.1
증가율 (%)	7.3	5.2	1.3	7.1	5.7
영업이익	**5.6**	**2.3**	**24.5**	**27.3**	**31.6**
증가율 (%)	(14.4)	(58.5)	957.4	11.3	15.8
EBITDA	**20.2**	**17.9**	**42.3**	**44.0**	**48.6**
증가율 (%)	(2.4)	(11.2)	136.4	4.1	10.4
영업외손익	**(2.0)**	**17.0**	**0.9**	**(5.0)**	**(3.9)**
이자수익	0.0	0.2	0.6	0.3	0.3
이자비용	2.9	5.2	5.4	5.7	5.8
외화관련손익	(0.3)	1.0	(0.4)	0.0	0.0
지분법손익	0.4	19.9	5.9	0.0	0.0
기타영업외손익	0.8	1.2	0.2	0.4	1.6
세전계속사업손익	**3.6**	**19.4**	**25.5**	**22.3**	**27.7**
법인세비용	(0.4)	3.0	5.8	4.6	5.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**3.9**	**16.3**	**19.6**	**17.7**	**22.1**
증가율 (%)	81.9	316.6	20.1	(9.7)	24.8
당기순이익률 (%)	1.0	4.0	4.5	3.8	4.4
EPS	**312**	**1,298**	**1,427**	**1,288**	**1,608**
증가율 (%)	82	316.6	9.9	(9.7)	25
완전희석EPS	312	1,298	1,427	1,288	1,608
증가율 (%)	82	317	10	(10)	25

현금흐름표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
영업활동현금흐름	**(6.9)**	**9.2**	**30.1**	**73.2**	**47.9**
당기순이익	3.6	19.4	25.5	17.7	22.1
유무형자산상각비	14.6	15.6	17.8	16.7	17.0
기타비현금손익가감	(1.0)	(19.3)	9.4	49.8	15.2
운전자본의변동	(33.1)	(13.3)	(12.9)	(11.0)	(6.5)
매출채권감소(증가)	(7.9)	(0.9)	(6.7)	(9.6)	(8.4)
재고자산감소(증가)	(17.7)	3.9	(8.9)	(5.4)	(4.5)
매입채무증가(감소)	20.4	(2.3)	17.3	4.1	6.5
기타	(28.0)	(13.9)	(14.6)	(0.1)	(0.1)
투자활동현금흐름	**(63.9)**	**(3.3)**	**(17.3)**	**(42.5)**	**(44.9)**
단기투자자산처분(취득)	0.0	(1.4)	(2.8)	(0.1)	(0.1)
장기투자증권처분(취득)	(0.2)	0.2	0.0	(18.3)	(18.5)
설비투자	(30.8)	(28.8)	(15.4)	(18.9)	(20.1)
유형자산처분	1.1	13.8	0.3	0.0	0.0
무형자산감소(증가)	(0.1)	(11.5)	(5.8)	(2.8)	(3.8)
재무활동현금흐름	**73.0**	**18.7**	**(13.5)**	**1.4**	**(3.7)**
차입금증가(감소)	73.6	20.8	(10.2)	5.0	0.0
자본증가(감소)	(1.2)	(1.6)	(3.3)	(3.6)	(3.7)
배당금지급	1.2	1.6	3.3	3.6	3.7
현금의 증가(감소)	**2.1**	**24.6**	**(0.7)**	**32.1**	**(0.8)**
기초현금	1.7	3.8	28.4	27.7	59.8
기말현금	3.8	28.4	27.7	59.8	59.0
Gross cash flow	29.4	28.1	52.6	84.2	54.4
Gross investment	97.1	15.1	27.3	53.4	51.3
Free cash flow	**(67.6)**	**13.0**	**25.3**	**30.9**	**3.1**

주요투자지표

	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	312	1,298	1,427	1,288	1,608
BPS	25,276	26,569	26,676	27,699	29,038
DPS	125	265	270	270	270
밸류에이션(배,%)					
PER	84.3	25.4	21.8	24.1	19.3
PBR	1.0	1.2	1.2	1.1	1.1
PCR	11.2	14.8	8.1	5.1	7.9
EV/ EBITDA	24.6	32.1	13.1	12.7	11.5
배당수익률	0.5	0.8	0.9	0.9	0.9
수익성 (%)					
영업이익률	1.4	0.6	5.6	5.8	6.3
EBITDA이익률	5.1	4.3	9.6	9.3	9.7
순이익률	1.0	4.0	4.5	3.8	4.4
ROE	1.2	5.0	5.6	4.7	5.7
ROIC	1.2	0.5	5.0	5.6	6.2
안정성(%,배)					
순차입금/자기자본	51.7	47.7	34.9	34.2	32.8
유동비율	1.2	1.3	1.2	1.4	1.4
이자보상배율	1.9	0.4	4.5	4.8	5.5
활동성 (회)					
총자산회전율	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
매출채권회전율	3.0	3.0	3.1	3.2	3.2
재고자산회전율	6.3	5.9	6.1	6.0	6.0
매입채무회전율	4.5	4.2	4.2	4.0	4.1

자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

		당사 투자의견 비율(%)
• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	87%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	13%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2019.03.31 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가대비
2019-04-04	Buy	45,000	1년	-33.0	-28.8
2019-05-02	Buy	45,000	1년		

한독(002390.KS) 주가 및 목표주가 추이

