한독(002390.KS)



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

BUY(유지)

목표주가(12M, 하향)	33,000원
현재주가(11/1)	22,450원

Key Data	(기준일: 2019.10.31)
KOSPI(pt)	2,083
KOSDAQ(pt)	659
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	309
52주 최고/최저(원)	33,850 / 19,650
52주 일간 Beta	1.04
발행주식수(천주)	13,764
평균거래량(3M,천주)	43
평균거래대금(3M,백만원)	925
배당수익률(19F, %)	2.0
외국인 지분율(%)	6.5
주요주주 지분율(%)	
김영진 외 10인	43.4

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.7	-5.3	-27.7	-2.2
KOSPI 대비상대수익률	6.7	-8.2	-22.2	-4.8

Financial Data

결산기(12월)	2018A	2019F	2020F
매출액(십억원)	440.1	462.0	502.2
영업이익(십억원)	24.5	26.9	31.6
세전계속사업손익(십억원)	25.5	19.3	25.8
당기순이익(십억원)	19.6	14.3	20.6
EPS(원)	1,439	1,041	1,495
증감률(%)	10.9	(27.6)	43.6
PER(배)	21.3	21.6	15.0
ROE(%)	5.6	3.8	5.3
PBR(배)	1.2	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	13.0	10.2	9.5

자료: 유진투자증권(별도기준)

실적 완전정상화 불구 저평가 심화

▪ 예상 부합한 3분기 실적

한독의 3분기 별도기준 매출액과 영업이익은 각각 1,174억원, 80억원으로 매출액은 당사 추정치를 소폭 하회했으나 영업이익은 부합했다(도표 1, 2번 참조). 전년동기대비 영업이익이 26% 감소했으나 이는 2018년 3분기에 판관비 집행이 감소하면서 일시적으로 영업이익이 증가한 것 때문이다. 올 3분기에는 판관비가 321억원으로 2018년 3분기 292억원 대비 29억원 증가해 정상수준으로 집행되었다. 4분기에는 매출액 1,232억원, 영업이익 55억원으로 전년동기 대비 각각 7%, 9% 증가할 것으로 추정된다.

▪ 2020년 매출액 5,022억원, 영업이익 316억원 달성 가능할 것

동사의 2020년 실적은 당사의 기존 추정치인 매출액 5,022억원, 영업이익 316억원을 달성할수 있을 것으로 판단된다. 이 추정치는 임상관련 연구개발비가 올해 대비 55억원 증가할 것으로 계상한 것이다. 비용 중 가장 큰 비중을 차지하는 연구개발비는 2018년 201억원에서 2019년 250억원, 2020년 305억원으로 예상된다. 매년 약 50억원의 증가를 보이는 연구개발비 부담을 극복하고 이익이 턴어라운드를 하고 있어 동사의 실적정상화는 순도가 높다. 매출부분은 비중이 가장 큰 ETC 영역에서는 당뇨병치료제인 테넬리아의 성장 지속, 아마릴의 수출회복, 희귀질환 치료제인 솔리리스의 적응증 확대효과, 국내 첫 경구용 파브리병 치료제인 갈라폴드의 처방확대가 예상된다. OTC 부문도 케토톱의 라인업 확대와 훼스탈의 약가인상 효과로 견조한 성장이 이어질 것이다.

▪ 중견제약사 중 가장 저평가, 2020년 오픈이노베이션 효과 기대

한독의 내년 실적기준 PBR은 0.8배, PER도 15배 수준에 불과하다. 비교업체들 평균 PBR과PER은 2.8배, 46배 수준이다(도표 3번 참조). 동사가 투자한 제넥신 등 업체들은 모두 취득원가 또는 장부가 기준으로 계상되어 있는 것을 감안하면 저평가 상태는 더 심화된다. 이익까지 정상화된 상태라서 현재의 저평가는 논리적으로 설명되기 어렵다. 내년에는 동사가 투자한 업체들에서 긍정적인 뉴스플로우가 예상된다. CMG제약과 공동개발하고 있는 희귀항암제인 TRK억제제의 임상 1상에 대한 중간 데이터를 확인할 수 있을 것으로 보인다. 미국의 LOXO Oncology가 같은 기전의 치료제를 허가 받아 판매하고 있기 때문에 안전성 데이터만 이상 없으면 개발이 순항할 가능성이 높다. 올 초에 인수해 1대주주가 된 미국의 바이오텍 Rezolute도 선천성 고인슐린혈증 치료제의 유럽 임상 2b를 시작했다. Rezolute는 최근 다른 투자자들로부터 펀딩까지 받아서 내년에 나스닥 상장을 추진하고 있다. 동사에 대해 투자의견 BUY를 유지하고 목표주가는 33,000원으로 하향한다. 목표주가 하향은 펀더멘탈 이슈가 아니라, 목표주가와 현주가와의 괴리율이 지나치게 확대되어 조정했기 때문이다.

도표 1 별도기준 실적 추정(수정 후)

(십억원)	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18A	1Q19A	2Q19A	3Q19P	4Q19F	2018A	2019F	2020F
매출액	**102.2**	**108.7**	**114.3**	**114.8**	**108.6**	**112.8**	**117.4**	**123.2**	**440.1**	**462.0**	**502.2**
%YoY	-1.2%	2.8%	1.8%	25.0%	6.2%	3.8%	2.7%	7.3%	6.4%	5.0%	8.7%
ETC	58.3	60.9	64.7	64.3	62.9	64.4	68.3	69.7	248.2	265.3	279.1
OTC	13.9	15.1	13.4	14.2	15.6	16.7	16.7	16.5	56.6	65.5	69.0
기타	30.0	32.7	36.2	36.3	30.1	31.7	32.4	37.0	135.3	131.2	154.1
매출원가	66.8	70.1	74.3	74.5	69.8	72.8	77.3	79.8	285.6	299.7	323.5
매출원가율	65.3%	64.5%	65.0%	64.8%	64.3%	64.6%	65.8%	64.8%	64.9%	64.9%	64.4%
매출총이익	35.5	38.6	40.0	40.4	38.8	40.0	40.1	43.4	154.5	162.2	178.7
판매관리비	31.7	33.7	29.2	35.4	31.9	33.4	32.1	37.9	130.0	135.4	147.1
영업이익	**3.8**	**4.9**	**10.8**	**5.0**	**6.9**	**6.5**	**8.0**	**5.5**	**24.5**	**26.9**	**31.6**
영업이익률	3.7%	4.5%	9.5%	4.4%	6.3%	5.8%	6.8%	4.4%	5.6%	5.8%	6.3%
%YoY	70.1%	1407.7%	326.9%	흑자전환	79.8%	34.2%	-25.9%	8.8%	957.0%	9.6%	17.6%
영업외손익	7.8	-1.7	-1.4	-3.3	-1.7	-1.7	-3.1	-1.1	0.9	-7.5	-5.8
세전이익	11.6	3.2	9.4	1.7	5.2	4.8	5.0	4.4	25.5	19.3	25.8
법인세비용	2.8	0.8	2.2	-1.0	2.6	1.5	0.8	0.1	5.8	5.0	5.2
법인세율	24.2%	24.0%	23.9%	-56.7%	50.5%	31.5%	15.7%	2.0%	22.9%	25.9%	20.3%
당기순이익	**8.8**	**2.4**	**7.2**	**2.7**	**2.6**	**3.3**	**4.2**	**4.3**	**19.6**	**14.3**	**20.6**

자료: 유진투자증권

도표 2 별도 기준 실적 추정(수정 전)

(십억원)	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18A	1Q19A	2Q19A	3Q19F	4Q19F	2018A	2019F	2020F
매출액	**102.2**	**108.7**	**114.3**	**114.8**	**108.6**	**112.8**	**124.5**	**124.2**	**440.1**	**470.1**	**502.2**
%YoY	-1.2%	2.8%	1.8%	25.0%	6.2%	3.8%	8.9%	8.1%	6.4%	6.8%	6.8%
ETC	58.3	60.9	64.7	64.3	62.9	64.4	68.0	69.7	248.2	265.0	279.1
OTC	13.9	15.1	13.4	14.2	15.6	16.7	16.2	15.5	56.6	64.0	69.0
기타	30.0	32.7	36.2	36.3	30.1	31.7	40.3	39.0	135.3	141.1	154.1
매출원가	66.8	70.1	74.3	74.5	69.8	72.8	81.7	80.5	285.6	304.8	323.5
매출원가율	65.3%	64.5%	65.0%	64.8%	64.3%	64.6%	65.6%	64.8%	64.9%	64.8%	64.4%
매출총이익	35.5	38.6	40.0	40.4	38.8	40.0	42.8	43.7	154.5	165.3	178.7
판매관리비	31.7	33.7	29.2	35.4	31.9	33.4	34.6	37.9	130.0	137.8	147.1
영업이익	**3.8**	**4.9**	**10.8**	**5.0**	**6.9**	**6.5**	**8.2**	**5.8**	**24.5**	**27.4**	**31.6**
영업이익률	3.7%	4.5%	9.5%	4.4%	6.3%	5.8%	6.6%	4.7%	5.6%	5.8%	6.3%
%YoY	70.1%	1407.7%	326.9%	흑자전환	79.8%	34.2%	-24.0%	15.8%	957.0%	11.8%	15.2%
영업외손익	7.8	-1.7	-1.4	-3.3	-1.7	-1.7	-1.1	-1.1	0.9	-5.6	-3.9
세전이익	11.6	3.2	9.4	1.7	5.2	4.8	7.1	4.7	25.5	21.9	27.7
법인세비용	2.8	0.8	2.2	-1.0	2.6	1.5	0.5	0.1	5.8	4.7	5.6
법인세율	24.2%	24.0%	23.9%	-56.7%	50.5%	31.5%	7.0%	2.0%	22.9%	21.6%	20.1%
당기순이익	**8.8**	**2.4**	**7.2**	**2.7**	**2.6**	**3.3**	**6.6**	**4.6**	**19.6**	**17.1**	**22.1**

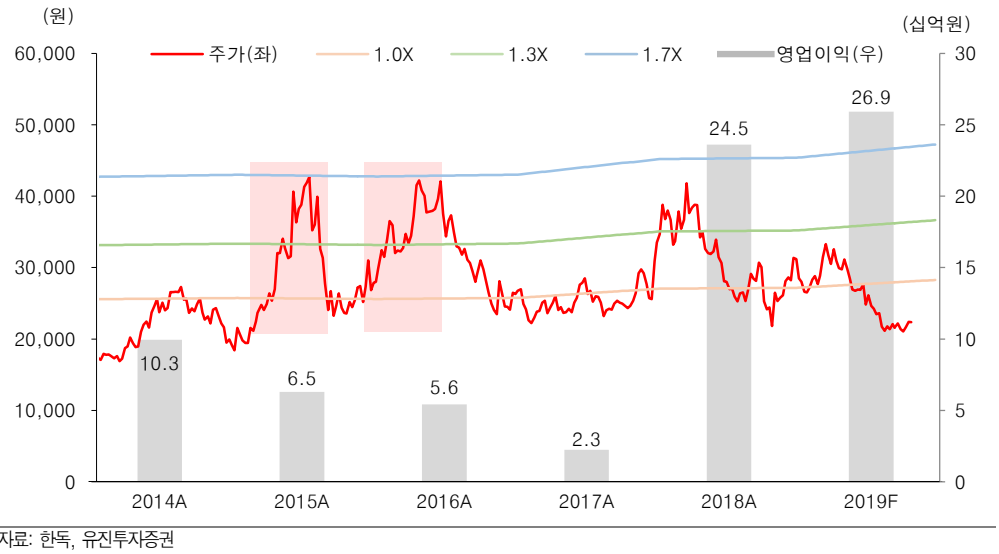
자료: 유진투자증권

도표 3 한독, 중견제약사 중 가장 저평가된 업체

	한독	평균	부광약품	일동제약	삼천당제약	일양약품	보령제약
현재주가(2019-10-31)	22,450		14,600	16,850	33,600	21,800	13,450
통화	KRW		KRW	KRW	KRW	KRW	KRW
시가총액(십억원)	309.0		927.6	382.0	742.8	416.1	594.5
PER(배)							
FY17A	25.4	53.7	97.2	25.5	26.4	112.1	7.2
FY18A	21.3	56.4	10.7	36.5	92.9	-	20.7
FY19F	**21.6**	**24.1**	**-**	**17.4**	**30.9**	**-**	**-**
FY20F	**15.0**	**46.5**	**78.7**	**16.4**	**44.3**	**-**	**-**
PBR(배)							
FY17A	1.2	3.0	5.3	1.8	2.3	3.7	1.6
FY18A	1.2	3.1	3.8	1.7	5.5	2.7	1.6
FY19F	**0.8**	**3.0**	**2.5**	**1.3**	**5.1**	**-**	**-**
FY20F	**0.8**	**2.8**	**2.5**	**1.2**	**4.8**	**-**	**-**
매출액(십억원)							
FY17A	413.4		150.7	460.7	160.6	269.8	422.7
FY18A	440.1		194.2	503.9	160.0	300.0	460.4
FY19F	462.0		166.4	539.6	189.4	-	-
FY20F	502.2		175.7	576.9	194.4	-	-
영업이익(십억원)							
FY17A	2.3		7.7	25.4	24.0	24.4	1.0
FY18A	24.5		35.1	28.3	15.5	16.7	25.0
FY19F	26.9		12.2	28.4	37.0	-	-
FY20F	31.6		12.9	30.0	28.4	-	-
영업이익률(%)							
FY17A	0.6		5.1	5.5	14.9	9.1	0.2
FY18A	5.6		18.1	5.6	9.7	5.6	5.4
FY19F	5.8		7.3	5.3	19.5	-	-
FY20F	6.3		7.3	5.2	14.6	-	-
순이익(십억원)							
FY17A	16.3		11.1	19.8	12.5	6.3	56.7
FY18A	19.6		145.7	12.7	8.8	-4.9	20.3
FY19F	14.3		-3.5	21.5	23.9	-	-
FY20F	20.6		11.7	22.7	16.8	-	-
EV/EBITDA(배)							
FY17A	32.1	29.8	77.5	13.5	10.6	23.4	26.5
FY18A	13.0	23.2	32.8	9.9	37.1	22.3	12.1
FY19F	10.2	24.7	49.2	7.6	17.5	-	-
FY20F	9.4	22.0	37.5	7.1	21.5	-	-
ROE(%)							
FY17A	5.0	8.3	5.2	7.2	9.4	3.2	25.5
FY18A	5.6	10.9	46.6	4.5	6.0	-2.6	8.0
FY19F	3.8	6.7	-0.9	7.6	13.3	-	-
FY20F	5.3	6.9	3.4	7.6	9.7	-	-

참고: 2019.10.31 종가 기준, 컨센서스 적용
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 4 한독 PBR 및 영업이익 추이



자료: 한독, 유진투자증권

도표 5 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	18.4	51.8
㈜ 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	14.8	5.7
SCM생명과학	한국	줄기세포치료제 개발	-	4.0
BiomX Ltd.	이스라엘	마이크로바이옴 치료제 개발	-	2.3
합계				**134.8**

자료: 한독, 유진투자증권
주: 지분율 및 장부가액은 2019년 2분기말 기준, SCM생명과학은 RCPS 취득 금액 기준

한독(002390.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	255.5	278.0	303.5	311.8	315.4
현금성자산	29.5	30.6	44.4	36.8	25.8
매출채권	140.1	144.5	148.5	156.6	165.6
재고자산	67.7	76.5	85.0	92.5	97.9
비유동자산	408.1	411.4	444.8	461.5	481.7
투자자산	174.0	174.5	205.0	213.3	222.0
유형자산	161.1	163.6	164.9	166.3	168.5
무형자산	73.0	73.1	75.0	81.9	91.3
자산총계	**663.6**	**689.4**	**748.3**	**773.3**	**797.1**
유동부채	195.6	239.4	251.7	250.8	254.0
매입채무	96.7	114.9	121.0	125.0	131.0
단기차입금	83.7	108.3	117.5	112.5	109.5
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	133.5	82.8	117.1	128.6	133.1
사채및장기차입금	105.3	50.3	80.0	90.0	93.0
기타비유동부채	28.2	31.3	37.1	38.6	40.1
부채총계	**329.0**	**322.3**	**368.8**	**379.4**	**387.1**
자본금	6.3	6.9	6.9	6.9	6.9
자본잉여금	56.4	76.4	78.2	78.2	78.2
자본조정	(1.4)	(2.6)	0.0	0.0	0.0
자기주식	(2.6)	(2.6)	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	273.3	286.5	294.5	308.9	324.9
자본총계	**334.6**	**367.2**	**379.5**	**393.9**	**410.0**
총차입금	189.0	158.6	197.5	202.5	202.5
순차입금(순현금)	159.5	128.0	153.1	165.6	176.7
투하자본	378.8	385.8	401.3	422.9	444.5

손익계산서

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	**413.4**	**440.1**	**462.0**	**502.2**	**525.1**
증가율 (%)	4.3	6.4	5.0	8.7	4.6
매출총이익	130.6	154.5	162.2	178.7	187.5
매출총이익율 (%)	31.6	35.1	35.1	35.6	35.7
판매비와관리비	128.3	130.0	135.4	147.1	153.7
증가율 (%)	5.2	1.3	4.2	8.7	4.5
영업이익	**2.3**	**24.5**	**26.9**	**31.6**	**33.8**
증가율 (%)	(58.5)	957.4	9.5	17.6	6.9
EBITDA	**17.9**	**42.3**	**45.5**	**50.3**	**52.7**
증가율 (%)	(11.2)	136.4	7.4	10.5	4.8
영업외손익	**17.0**	**0.9**	**(7.5)**	**(5.8)**	**(6.0)**
이자수익	0.2	0.6	0.7	0.7	0.8
이자비용	5.2	5.4	5.7	6.3	6.4
외화관련손익	1.0	(0.4)	(0.5)	0.0	0.0
지분법손익	19.9	5.9	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.2	0.2	(2.0)	(0.3)	(0.3)
세전계속사업손익	**19.4**	**25.5**	**19.3**	**25.8**	**27.8**
법인세비용	3.0	5.8	5.0	5.2	5.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**16.3**	**19.6**	**14.3**	**20.6**	**22.3**
증가율 (%)	316.6	20.1	(27.0)	43.6	8.1
당기순이익률 (%)	4.0	4.5	3.1	4.1	4.2
EPS	**1,298**	**1,439**	**1,041**	**1,495**	**1,617**
증가율 (%)	317	10.9	(27.6)	43.6	8
완전희석EPS	1,298	1,439	1,041	1,495	1,617
증가율 (%)	317	11	(28)	44	8

현금흐름표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	**9.2**	**30.1**	**20.2**	**29.0**	**34.2**
당기순이익	19.4	25.5	18.5	20.6	22.3
유무형자산상각비	15.6	17.8	18.6	18.6	18.9
기타비현금손익가감	(19.3)	(6.6)	0.2	1.5	1.6
운전자본의변동	(13.3)	(12.9)	(11.6)	(11.7)	(8.5)
매출채권감소(증가)	(0.9)	(6.7)	(5.8)	(8.1)	(9.0)
재고자산감소(증가)	3.9	(8.9)	(8.3)	(7.5)	(5.3)
매입채무증가(감소)	(2.3)	17.3	6.7	4.0	6.0
기타	(13.9)	(14.6)	(4.2)	(0.1)	(0.1)
투자활동현금흐름	**(3.3)**	**(17.3)**	**(47.1)**	**(35.5)**	**(39.1)**
단기투자자산처분(취득)	(1.4)	(2.8)	(4.7)	(0.1)	(0.1)
장기투자증권처분(취득)	0.2	0.0	(2.6)	(5.3)	(5.5)
설비투자	(28.8)	(15.4)	(19.5)	(20.1)	(21.0)
유형자산처분	13.8	0.3	3.9	0.0	0.0
무형자산감소(증가)	(11.5)	(5.8)	(4.4)	(7.0)	(9.3)
재무활동현금흐름	**18.7**	**(13.5)**	**56.2**	**(1.2)**	**(6.2)**
차입금증가(감소)	20.8	(10.2)	57.9	5.0	0.0
자본증가(감소)	(1.6)	(3.3)	(1.8)	(6.2)	(6.2)
배당금지급	1.6	3.3	6.1	6.2	6.2
현금의 증가(감소)	**24.6**	**(0.7)**	**14.0**	**(7.7)**	**(11.1)**
기초현금	3.8	28.4	27.7	41.7	34.1
기말현금	28.4	27.7	41.7	34.1	22.9
Gross cash flow	28.1	52.6	37.2	40.7	42.7
Gross investment	15.1	27.3	54.0	47.1	47.5
Free cash flow	**13.0**	**25.3**	**(16.8)**	**(6.4)**	**(4.8)**

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,298	1,439	1,041	1,495	1,617
BPS	26,569	26,676	27,574	28,620	29,787
DPS	265	450	450	450	450
밸류에이션(배,%)					
PER	25.4	21.3	21.6	15.0	13.9
PBR	1.2	1.2	0.8	0.8	0.8
PCR	14.8	8.0	8.3	7.6	7.2
EV/ EBITDA	32.1	13.0	10.2	9.4	9.2
배당수익률	0.8	1.5	2.0	2.0	2.0
수익성 (%)					
영업이익률	0.6	5.6	5.8	6.3	6.4
EBITDA이익률	4.3	9.6	9.8	10.0	10.0
순이익률	4.0	4.5	3.1	4.1	4.2
ROE	5.0	5.6	3.8	5.3	5.5
ROIC	0.5	5.0	5.1	6.1	6.2
안정성(%,배)					
순차입금/자기자본	47.7	34.9	40.3	42.1	43.1
유동비율	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
이자보상배율	0.4	4.5	4.7	5.0	5.3
활동성 (회)					
총자산회전율	0.6	0.7	0.6	0.7	0.7
매출채권회전율	3.0	3.1	3.2	3.3	3.3
재고자산회전율	5.9	6.1	5.7	5.7	5.5
매입채무회전율	4.2	4.2	3.9	4.1	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	88%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	12%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2019.09.30 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	-39.8	-28.8
2019-05-02	Buy	45,000	1년	-42.0	-31.4
2019-06-20	Buy	45,000	1년	-45.5	-39.4
2019-07-31	Buy	38,000	1년	-43.6	-37.4
2019-11-01	Buy	33,000	1년		

한독(002390.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당애널리스트 한병화

