한독
(002390.KS)

파이프라인 가치 부각될 2021 년

BIO

2021. 02. 15



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



시장 Consensus 대비(영업이익 기준)		
Above	In-line	Below
O		

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지)	45,000원
현재주가(02/10)	29,300원

Key Data	(기준일: 2021.02.10)
KOSPI(pt)	3,101
KOSDAQ(pt)	964
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	403
52 주 최고/최저(원)	44,750 / 15,550
52 주 일간 Beta	1.07
발행주식수(천주)	13,764
평균거래량(3M,천주)	132
평균거래대금(3M,백만원)	4,296
배당수익률(20F, %)	1.5
외국인 지분율(%)	2.8
주요주주 지분율(%)	
김영진 외 10 인	43.4
국민연금공단	10.0

Company Performance				
주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.1	-5.5	-24.5	21.3
KOSPI 대비상대수익률	-7.5	-31.9	-54.4	-19.5

Financial Data			
결산기(12 월)	2019A	2020P	2021E
매출액(십억원)	466.4	497.2	519.6
영업이익(십억원)	30.0	30.5	35.4
세전계속사업손익(십억원)	16.5	20.9	27.8
당기순이익(십억원)	11.3	8.8	22.1
EPS(원)	822	638	1,609
증감률(%)	-42.9	-22.3	152.1
PER(배)	35.7	45.9	18.2
ROE(%)	3.1	2.4	5.7
PBR(배)	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	12.0	11.8	10.8

▪ 4 분기 일회성 요인으로 이익 추정치 하회

한독의 4 분기 별도기준 매출액과 영업이익은 각각 1,310 억원, 47 억원으로 당사 추정치(매출액 1,335 억원, 영업이익 92 억원)를 하회했다. (도표 1, 2 번 참조). ETC 와 OTC 부문은 선방했으나, 건기식이 포함된 기타 매출은 B2C 영역인데 코로나로 예상보다 부진했다. 기타매출에서 일부 상품은 미판매분에 대해 원가처리하면서 매출원가율이 상승한 것으로 추정된다. 판관비도 당사 예상치를 상회하였는데 일부 컨설팅 비용 등이 추가된 것으로 보인다. 특히 법인세 부과액이 65 억원으로 책정된 것은 국세청의 세무조사에 따른 일회성 비용이 대부분인 것으로 판단된다.

▪ 상대적으로 선방한 2020 년, 2021 년도 견조한 실적 예상

4 분기 예상보다 부진했지만, 2020 년 연간 실적은 제약업체들 중 상대적으로 견조했다. 매출액과 영업이익이 6%대의 성장을 기록했다. 2021 년 한독의 매출액과 영업이익은 각각 5,196 억원, 354 억원으로 전년대비 5%, 16% 증가할 것으로 추정된다. 당뇨병 치료제 테넬리아, 아마릴이 약 800~900 억원대의 매출을 견인하고, 적응증이 확대된 솔리리스도 10% 이상의 성장이 예상된다. 엑셀론(치매치료제), 트리렙탈(항전간제) 등 2020 년 도입약품의 매출 성장도 지속될 것이다. 코로나 팬데믹의 약화로 하반기로 갈수록 케토톱, 훼스탈 등의 OTC 매출도 지난해 역성장에서 2021 년에는 성장세로 전환될 것으로 판단된다.

▪ 올 해는 파이프라인에 주목할 만

Pan-TRK 저해 항암신약(HL5101, 국내 임상 1 상 진행 중), 지속형 성장호르몬(HL2356, 미국 FDA 3 상 준비, 중국 3 상 승인)은 각각 CMG 제약, 제넥신과 공동개발하고 있다. 자회사인 레졸루트의 선천성 고인슐린혈증 치료제(RZ358, 미국, 유럽 임상 2 상), 경구용 황반부종 치료제(RZ402, 미국 임상 1 상 개시)와 한독칼로스메디칼의 저항성 고혈압 치료 의료기기도 주목할 만하다. **본업의 이익정상화와 오픈이노베이션 효과로 인한 투자자산의 가치 상승에도 불구하고 2021 년 실적기준 동사의 PBR 은 1.0 배 수준에 불과하다. 중견제약사 중 가장 저평가된 상태이다. 제넥신과 위에 언급된 파이프라인 가치가 한독의 평가에 반영되지 않은 상태이다. 동사에 대해 목표주가 45,000 원을 유지한다.**

도표 1 별도기준 실적 추정(수정후)

(십억원)	1Q19A	2Q19A	3Q19A	4Q19A	1Q20A	2Q20A	3Q20A	4Q20P	2019A	2020P	2021F
매출액	**108.6**	**112.8**	**117.4**	**127.6**	**114.0**	**121.0**	**131.2**	**131.0**	**466.4**	**497.2**	**519.6**
%YoY	6.2%	3.8%	2.7%	11.1%	5.0%	7.3%	11.8%	2.6%	6.0%	6.6%	4.5%
ETC	62.9	64.4	68.3	75.4	69.3	70.4	83.8	81.5	271.0	305.0	314.3
OTC	15.6	16.7	16.7	17.5	13.9	17.1	14.9	19.0	66.5	64.9	70.9
기타	30.1	31.7	32.4	34.7	30.8	33.5	32.5	30.5	128.9	127.3	134.4
매출원가	69.8	72.8	77.3	83.9	75.7	81.0	88.5	88.7	303.8	333.1	345.4
매출원가율	64.3%	64.6%	65.8%	65.7%	66.4%	66.9%	67.5%	67.7%	65.1%	67.0%	66.5%
매출총이익	38.8	40.0	40.1	43.7	38.3	40.0	42.7	42.3	162.6	164.1	174.2
판매관리비	31.9	33.4	32.1	35.2	31.0	32.0	32.2	37.6	132.6	133.6	138.8
영업이익	**6.9**	**6.5**	**8.0**	**8.6**	**7.3**	**8.0**	**10.5**	**4.7**	**30.0**	**30.5**	**35.4**
영업이익률	6.3%	5.8%	6.8%	6.7%	6.4%	6.6%	8.0%	3.6%	6.4%	6.1%	6.8%
%YoY	79.8%	34.2%	-25.9%	70.1%	6.3%	23.2%	31.0%	-45.3%	22.1%	1.9%	16.1%
영업외손익	(1.7)	(1.7)	(3.1)	(7.0)	(3.9)	0.7	(0.7)	(5.7)	(13.5)	(9.6)	(7.6)
세전이익	5.2	4.8	4.9	1.5	3.4	8.7	9.8	(1.0)	16.5	20.9	27.8
법인세비용	2.6	1.5	0.8	0.3	0.7	2.6	2.2	6.5	5.2	12.1	5.7
법인세율	50.5%	31.5%	15.7%	17.6%	21.3%	30.0%	22.8%	-625.4%	31.4%	58.0%	20.5%
당기순이익	**2.6**	**3.3**	**4.2**	**1.3**	**2.7**	**6.1**	**7.6**	**(7.6)**	**11.3**	**8.8**	**22.1**

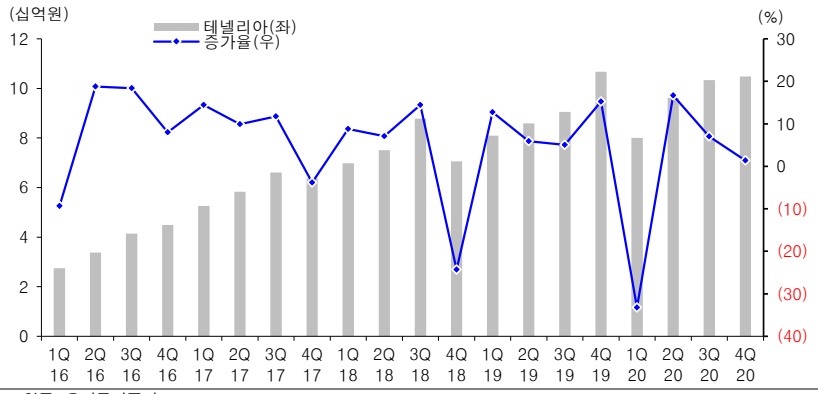
자료 : 한독,유진투자증권

도표 2 별도기준 실적 추정(수정전)

(십억원)	1Q19A	2Q19A	3Q19A	4Q19A	1Q20A	2Q20A	3Q20A	4Q20P	2019A	2020P	2021F
매출액	**108.6**	**112.8**	**117.4**	**127.6**	**114.0**	**121.0**	**131.2**	**133.5**	**466.4**	**499.7**	**531.0**
%YoY	6.2%	3.8%	2.7%	11.1%	5.0%	7.3%	11.8%	4.6%	6.0%	7.1%	6.3%
ETC	62.9	64.4	68.3	75.4	69.3	70.4	83.8	81.0	271.0	304.5	313.3
OTC	15.6	16.7	16.7	17.5	13.9	17.1	14.9	18.5	66.5	64.4	71.9
기타	30.1	31.7	32.4	34.7	30.8	33.5	32.5	34.0	128.9	130.8	145.8
매출원가	69.8	72.8	77.3	83.9	75.7	81.0	88.5	87.4	303.8	331.8	347.9
매출원가율	64.3%	64.6%	65.8%	65.7%	66.4%	66.9%	67.5%	65.5%	65.1%	66.4%	65.5%
매출총이익	38.8	40.0	40.1	43.7	38.3	40.0	42.7	46.1	162.6	167.9	183.1
판매관리비	31.9	33.4	32.1	35.2	31.0	32.0	32.2	36.9	132.6	132.9	143.9
영업이익	**6.9**	**6.5**	**8.0**	**8.6**	**7.3**	**8.0**	**10.5**	**9.2**	**30.0**	**35.0**	**39.2**
영업이익률	6.3%	5.8%	6.8%	6.7%	6.4%	6.6%	8.0%	6.9%	6.4%	7.0%	7.4%
%YoY	79.8%	34.2%	-25.9%	70.1%	6.3%	23.2%	31.0%	7.0%	22.1%	16.8%	12.0%
영업외손익	(1.7)	(1.7)	(3.1)	(7.0)	(3.9)	0.7	(0.7)	(3.0)	(13.5)	(6.9)	(7.6)
세전이익	5.2	4.8	4.9	1.5	3.4	8.7	9.8	6.2	16.5	28.1	31.6
법인세비용	2.6	1.5	0.8	0.3	0.7	2.6	2.2	0.7	5.2	6.3	6.4
법인세율	50.5%	31.5%	15.7%	17.6%	21.3%	30.0%	22.8%	11.0%	31.4%	22.3%	20.1%
당기순이익	**2.6**	**3.3**	**4.2**	**1.3**	**2.7**	**6.1**	**7.6**	**5.5**	**11.3**	**21.9**	**25.2**

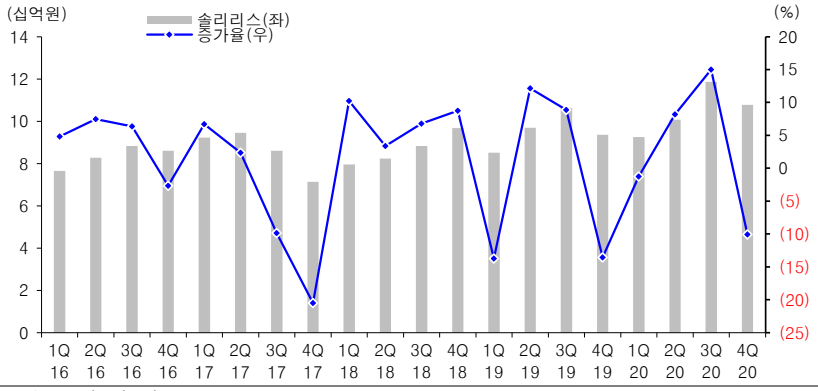
자료 : 한독,유진투자증권

도표 3 테넬리아 분기별 매출액



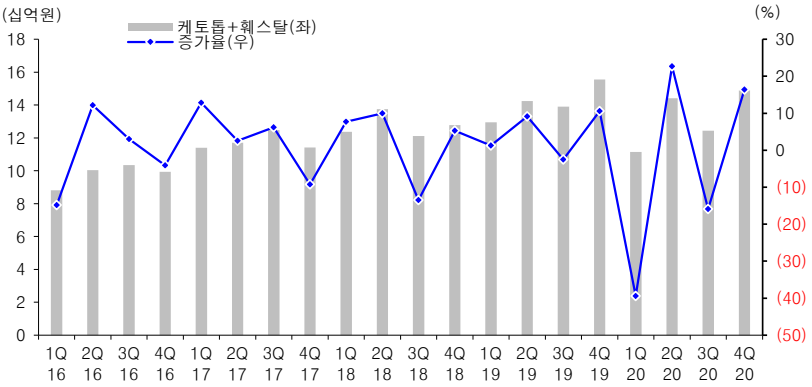
자료: 한독, 유진투자증권

도표 4 솔라리스 분기별 매출액



자료: 한독, 유진투자증권

도표 5 케토톱+훼스탈 분기별 매출액



자료: 한독, 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	15.9	51.9
㈜ 엔비포스텍 (구, ㈜ 엔에스비포스텍)	한국	면역진단 의료기기 개발	34.9	6.6
JUST-C, INC.	미국	기능성 식품 판매	89.1	0.6
Rezolute, Inc.	미국	신약 연구개발	31.1	25.8
TRIGR Therapeutics	미국	신약 연구개발	14.8	5.7
SCM생명과학	한국	줄기세포치료제 개발	-	4.0
BiomX Ltd.	이스라엘	마이크로바이옴 치료제 개발	-	3.4
합계				**144.4**

자료: 한독, 유진투자증권
주: 지분율 및 장부가액은 2020년 1분기말 기준

한독(002390.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019A	2020P	2021F
유동자산	**255.5**	**278.0**	**305.4**	**294.7**	**306.2**
현금및 현금성자산	28.4	27.7	16.3	16.7	15.7
단기금융상품	1.1	2.9	14.5	15.1	15.7
매출채권	140.1	144.5	158.7	159.5	167.2
재고자산	67.7	76.5	93.8	81.0	85.0
기타	18.3	25.3	22.1	22.3	22.5
비유동자산	**408.1**	**411.4**	**449.3**	**461.1**	**475.1**
투자자산	174.0	174.5	210.7	219.3	228.2
유형자산	161.1	163.6	167.3	163.7	161.2
무형자산	73.0	73.1	71.3	78.1	85.7
자산총계	**663.6**	**689.4**	**754.7**	**755.8**	**781.4**
유동부채	**195.6**	**239.4**	**252.8**	**255.3**	**258.4**
매입채무	96.7	114.9	117.7	125.0	131.0
단기차입금	83.7	108.3	120.8	115.8	112.8
기타유동부채	15.1	13.1	14.3	14.5	14.6
비유동성부채	**133.5**	**82.8**	**127.5**	**124.4**	**128.8**
장기금융부채	105.3	50.3	94.4	90.0	93.0
기타	28.2	31.3	33.1	34.4	35.8
부채총계	**329.0**	**322.3**	**380.3**	**379.7**	**387.2**
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
기타포괄손익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	273.3	286.5	286.1	291.1	309.1
자본총계	**334.6**	**367.2**	**371.1**	**376.1**	**394.1**
순차입금	**159.5**	**128.0**	**184.4**	**174.0**	**174.4**

손익계산서

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019A	2020P	2021F
매출액	**413.4**	**440.1**	**466.4**	**497.2**	**519.6**
매출원가	282.8	285.6	303.8	333.1	345.4
매출총이익	**130.6**	**154.5**	**162.6**	**164.1**	**174.2**
판매비및관리비	128.3	130.0	132.6	133.6	138.8
영업이익	**2.3**	**24.5**	**30.0**	**30.5**	**35.4**
영업외손익	**17.0**	**0.9**	**-13.5**	**-9.6**	**-7.6**
이자수익	0.2	0.6	0.6	0.7	0.8
이자비용	5.2	5.4	6.2	6.8	7.0
외환손익	1.0	-0.4	-0.3	0.4	0.5
지분법평가손익	19.9	5.9	-4.5	-4.0	-4.0
자산처분손익	4.2	0.0	0.1	0.0	0.0
기타	-13.5	-10.7	-15.5	-13.5	-11.8
세전계속사업손익	**19.4**	**25.5**	**16.5**	**20.9**	**27.8**
계속사업법인세비용	3.0	5.8	5.2	12.1	5.7
계속사업이익	16.3	19.6	11.3	8.8	22.1
중단사업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**16.3**	**19.6**	**11.3**	**8.8**	**22.1**
(포괄손익)	16.3	19.6	11.3	8.8	22.1
EBITDA	17.9	42.2	49.0	49.0	53.5
매출총이익률	31.6	35.1	34.9	33.0	33.5
EBITDA마진율(%)	4.3	9.6	10.5	9.8	10.3
영업이익률(%)	0.6	5.6	6.4	6.1	6.8
세전계속사업이익률(%)	4.7	5.8	3.5	4.2	5.4
ROA(%)	2.5	2.9	1.6	1.2	2.9
ROE(%)	5.0	5.6	3.1	2.4	5.7
수정ROE*(%)	5.0	5.6	3.06	2.35	5.75

현금흐름표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019A	2020P	2021F
영업활동 현금	**9.2**	**30.1**	**9.2**	**34.0**	**39.9**
당기순이익	19.4	25.5	16.5	8.8	22.1
비현금수익비용가감	8.8	27.2	41.7	6.1	23.5
유형자산감가상각비	15.6	17.7	19.0	18.4	18.1
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금수익비용	-19.3	-6.6	22.7	-12.4	5.4
영업활동자산부채변동	-13.3	-12.9	-39.1	19.2	-5.8
매출채권 감소(증가)	-0.9	-6.7	-14.9	-0.9	-7.7
재고자산 감소(증가)	3.9	-8.9	-15.6	12.8	-4.0
매입채무 증가(감소)	-2.3	17.3	3.3	7.3	6.0
기타자산,부채변동	-13.9	-14.6	-11.8	-0.1	-0.1
투자활동 현금	**-3.3**	**-17.3**	**-73.8**	**-34.8**	**-36.7**
유형자산처분(취득)	-15.0	-15.2	-17.5	-14.9	-15.6
무형자산감소(증가)	-11.5	-5.8	-3.8	-6.8	-7.6
투자자산감소(증가)	-1.2	-2.8	-9.7	-10.1	-10.4
기타투자활동	24.3	6.6	-42.9	-3.0	-3.2
재무활동 현금	**18.7**	**-13.5**	**53.2**	**1.2**	**-4.1**
차입금의 증가(감소)	20.8	-10.2	54.9	5.0	0.0
자본의 증가(감소)	-1.6	-3.3	-1.8	-3.8	-4.1
배당금의 지급	1.6	3.3	6.1	3.8	4.1
기타재무활동	-0.5	0.0	0.1	0.0	0.0
현금의 증가	**24.6**	**-0.7**	**-11.4**	**0.4**	**-1.0**
기초현금	3.8	28.4	27.7	16.3	16.7
기말현금	28.4	27.7	16.3	16.7	15.7

주요투자지표

	2017A	2018A	2019A	2020P	2021F
투자지표					
PER(배)	25.4	21.3	35.7	45.9	18.2
수정 PER(배)	25.4	21.3	35.7	45.9	18.2
PBR(배)	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0
배당수익율(%)	0.8	1.5	0.9	1.0	1.1
EV/ EBITDA(배)	32.1	13.0	12.0	11.8	10.8
성장성(%,YOY)					
매출액	4.3	6.4	6.0	6.6	4.5
영업이익	-58.5	957.4	22.1	1.9	16.1
세전계속사업손익	444.0	31.5	-35.2	26.8	33.1
포괄손익	316.6	20.1	-42.4	-22.3	152.1
EPS	316.6	10.9	-42.9	-22.3	152.1
안정성(배,%)					
유동비율	130.7	116.1	120.8	115.4	118.5
부채비율	98.3	87.8	102.5	101.0	98.3
이자보상배율	0.4	4.5	4.8	4.5	5.1
순차입금/자기자본	0.5	0.3	0.5	0.5	0.4
주당지표(원)					
EPS	1,298	1,439	822	638	1,609
수정EPS	1,298	1,439	822	638	1,609
BPS	26,569	26,676	26,962	27,326	28,634
EBITDA/Share	1,422	3,092	3,559	3,557	3,890
CFPS	2,234	3,857	4,227	1,079	3,316
DPS	265	450	275	300	325

자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 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 제 3 자에게 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 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 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: 12 개월 (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	93%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	7%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2020.12.31 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가 대비
2019-04-04	Buy	45,000	1 년	-39.8	-28.8
2019-05-02	Buy	45,000	1 년	-42	-31.4
2019-06-20	Buy	45,000	1 년	-45.5	-39.4
2019-07-31	Buy	38,000	1 년	-43.5	-37.4
2019-11-01	Buy	33,000	1 년	-27	9.8
2020-02-04	Buy	33,000	1 년	-24.5	9.8
2020-05-04	Buy	33,000	1 년	-14.9	9.8
2020-07-30	Buy	45,000	1 년	-26.2	-9.2
2020-10-30	Buy	45,000	1 년	-29.5	-21.3
2021-02-15	Buy	45,000	1 년		

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

