



바이오 한병화

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

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지)	45,000원
현재주가(6/19)	28,900원

Key Data	(기준일: 2019.06.19)
KOSPI(pt)	2,125
KOSDAQ(pt)	718
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	398
52주 최고/최저(원)	33,850 / 20,450
52주 일간 Beta	1.56
발행주식수(천주)	13,764
평균거래량(3M, 천주)	84
평균거래대금(3M, 백만원)	2,468
배당수익률(19F, %)	1.6
외국인 지분율(%)	5.4
주요주주 지분율(%)	
김영진 외 10인	43.4

Company Performance	1M	3M	6M	12M
주가수익률(%)				
절대수익률	3.2	-8.4	-5.1	8.9
KOSPI 대비 상대수익률	-0.1	-6.0	-7.3	18.1

Financial Data	2018A	2019F	2020F
결산일(12월)			
매출액(십억원)	440.1	472.7	502.2
영업이익(십억원)	24.5	27.3	31.6
세전계속사업손익(십억원)	25.5	22.3	27.7
당기순이익(십억원)	19.6	17.7	22.1
EPS(원)	1,439	1,288	1,608
증감률(%)	10.9	-10.5	24.8
PER(배)	21.3	22.4	18.0
ROE(%)	5.6	4.7	5.7
PBR(배)	1.2	1.0	1.0
EV/EBITDA(배)	13.0	12.6	10.4

자료: 유진투자증권(별도기준)

## 제넥신과 툴젠의 합병으로 오픈이노베이션 가치 부각

### ■ 연결 자회사인 제넥신, 툴젠 흡수합병

한독의 연결자회사인 제넥신은 유전자기위 업체인 툴젠을 흡수합병한다고 발표했다. 주가를 기준으로 산정된 합병비율은 제넥신:툴젠 1:1.2주 이다. 당국의 결정만 남은 이번 합병은 최고경영자들간의 결정으로 전격적으로 이루어진 것으로 추정된다. 제넥신은 유전자치료제와 면역항암제를 주력으로 개발하고 있다. 여기에 툴젠의 3세대 유전자기위 기술이 더해지면 치료제 개발속도와 성공가능성이 높아지고 신규 파이프라인 개발의 폭도 넓어지는 등 시너지가 클 것으로 판단된다. 해외의 유전자기위 업체들인 CRISPR Therapeutics, Editas Medicine, Intellia Therapeutics, Sangamo Therapeutics 등의 시가총액은 8천억원~3조원이고, 툴젠은 5,337억원이다(도표2 참고).

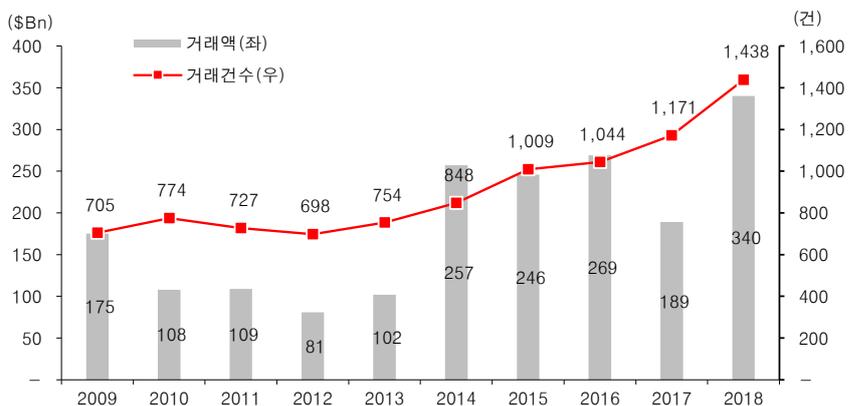
### ■ 국내 첫 의미 있는 바이오업체들간의 합병 사례로 역사적인 이벤트

지난 해 글로벌 바이오시장의 인수합병 규모는 약 3,400억달러로 사상 최대 수준을 돌파했다. 미국이나 유럽 등 선진 바이오시장을 움직이는 중요한 메커니즘은 활발한 인수합병이다. 대형 바이오업체들간의 달과 유망 바이오 스타트업들에 대한 인수는 일상화된 지 오래다. 제넥신과 툴젠의 사례는 각자 분야의 대표기업들간의 첫 인수합병으로 국내 바이오시장에서 역사적인 사례이다. 이번 달을 계기로 서로의 단점을 보완하고 시너지를 창출할 수 있는 업체들간의 합종연횡이 활성화될 것으로 예상된다.

### ■ 한독의 오픈이노베이션 가치 부각되는 계기

한독은 제넥신과 툴젠의 합병이 완료된 후에도 최대 주주의 위치를 유지하게 된다. 높아질 합병 법인의 가치 이외에도 이번 합병건은 한독의 오픈이노베이션 가치가 부각되는 계기가 될 것으로 판단된다. 유망한 기업이나 기술에 대한 투자를 통해 성장을 추구하는 오픈이노베이션은 업체들간의 활발한 인수합병이 이루어지면 투자가치의 현실화나 상승이 조기에 달성될 수 있기 때문이다. 한독은 제넥신을 비롯한 9개의 바이오/의료기기 등의 업체에 투자하고 있다. 이 업체들에 대한 가치는 모두 장부가 또는 취득원가로 약 1,325억원으로 평가되어 있다. 현 주가 기준 PBR이 1배 수준이지만, 제넥신의 가치만 현재가 기준으로 산정해도 실질 PBR은 0.7배 수준에 불과하다. 활발한 오픈이노베이션의 결과로 향후 제 2, 제 3의 제넥신이 한독의 가치 상승에 기여할 것으로 예상된다. 본업의 실적 정상화도 활발하게 진행되고 있는 상황이라 동사의 현 주가는 절대 저평가 상태라고 판단된다. 투자의견 BUY, 목표주가 45,000원을 유지한다.

### 글로벌 제약바이오 M&A 거래액 및 거래건수



자료: Bloomberg, 유진투자증권



**도표 1 제넥신-툴젠 합병 개요**

합병방법	주식회사 제넥신이 주식회사 툴젠을 흡수합병 - 존속회사: 주식회사 제넥신 (코스닥시장 주권상장법인) - 소멸회사: 주식회사 툴젠 (코넥스시장 주권상장법인)				
합병비율	주식회사 제넥신 보통주 : 주식회사 툴젠 보통주 = 1:1.2062866				
합병신주의 종류와 수(주)	보통주식	7,821,259			
합병상대회사	회사명	주식회사 툴젠 (ToolGen Incorporated)			
	주요사업	유전자교정 제품 및 서비스 사업			
	최근 사업연도 재무내용(원)	자산총계	38,739,118,222	자본금	3,218,399,500
		부채총계	1,753,265,877	매출액	1,156,831,630
자본총계		36,985,852,345	당기순이익	-8,056,827,181	
합병일정	합병계약일	2019.06.19			
	주주확정기준일	2019.07.05			
	주주명부 폐쇄기간	시작일	2019.07.06		
		종료일	2019.07.10		
	주주총회예정일자	2019.07.30			
	매매거래 정지예정기간	시작일	2019.08.29		
		종료일	2019.09.27		
	합병기일	2019.08.31			
	신주권교부예정일	2019.09.27			
신주의 상장예정일	2019.09.30				

자료: Dart, 유진투자증권



**도표 2** 툴젠과 해외 유전자기위 업체 비교

		툴젠	CRISPR Therapeutics	Editas Medicine	Intellia Therapeutics	Sangamo Therapeutics
국가		한국	미국	미국	미국	미국
2019-06-19		81,900	48.2	23.0	15.0	9.9
통화		KRW	USD	USD	USD	USD
시가총액(백만달러, 십억원)		533.7	2,550.3	1,131.6	687.5	1,143.2
PBR(배)						
	FY17A	25.9	5.1	6.6	2.7	7.5
	FY18A	17.4	3.8	4.7	2.1	3.2
	FY19F	-	-	7.8	3.9	3.1
	FY20F	-	-	4.1	10.6	6.7
매출액(백만달러, 십억원)						
	FY17A	3.3	41.0	13.7	26.1	36.6
	FY18A	1.2	3.1	31.9	30.4	84.5
	FY19F	-	39.8	22.2	30.0	52.6
	FY20F	-	18.5	25.1	34.8	94.9
영업이익(백만달러, 십억원)						
	FY17A	-4.1	-64.6	-119.9	-69.6	-56.4
	FY18A	-8.3	-158.9	-113.7	-90.9	-77.2
	FY19F	-	-167.4	-130.0	-112.7	-162.5
	FY20F	-	-243.0	-161.5	-136.8	-138.7
영업이익률(%)						
	FY17A	-121.7	-157.7	-873.6	-266.3	-154.1
	FY18A	-720.2	-5,087.8	-356.1	-298.6	-91.4
	FY19F	-	-421.0	-584.4	-375.0	-308.8
	FY20F	-	-1,311.5	-642.4	-393.4	-146.2
순이익(백만달러, 십억원)						
	FY17A	-4.3	-68.4	-120.3	-67.5	-54.6
	FY18A	-8.1	-165.0	-110.0	-85.3	-68.3
	FY19F	-	-167.2	-131.2	-109.4	-158.8
	FY20F	-	-242.1	-156.7	-135.6	-146.2
ROE(%)						
	FY17A	-29.1	-32.5	-70.2	-26.5	-33.7
	FY18A	-32.3	-56.9	-49.5	-29.5	-24.7
	FY19F	-	-	-51.7	-	-44.0
	FY20F	-	-	-54.9	-	-63.2

자료: Bloomberg, 유진투자증권  
주: 2019.06.19 종가기준

**도표 3** 한독의 투자회사 현황

회사명	소재국가	주요사업	지분율(%)	장부가액(십억원)
(주) 한독칼로스메디칼	한국	의료기기 개발	51.0	1.0
Theravalues Corporation	일본	기능성 원료 개발 및 판매	67.9	21.4
(주) 한독테바	한국	신약 연구개발	49.0	23.5
(주) 제넥신	한국	신약 연구개발	18.4	51.9
(주) 엔비포스텍 (구, (주) 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
<b>합계</b>				<b>132.5</b>

자료: 한독, 유진투자증권  
주: 지분율 및 장부가액은 2019년 1분기말 기준, SCM생명과학은 RCPS 취득 금액 기준



도표 4 연간실적 추정(별도기준)

(십억원)	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>327.9</b>	<b>348.3</b>	<b>358.4</b>	<b>396.3</b>	<b>413.4</b>	<b>440.1</b>	<b>472.7</b>	<b>502.2</b>
%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
<b>영업이익</b>	<b>7.5</b>	<b>10.3</b>	<b>6.2</b>	<b>5.6</b>	<b>2.3</b>	<b>24.5</b>	<b>27.3</b>	<b>31.6</b>
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%
<b>당기순이익</b>	<b>12.3</b>	<b>1.5</b>	<b>-1.8</b>	<b>3.9</b>	<b>16.3</b>	<b>19.6</b>	<b>17.7</b>	<b>22.1</b>

자료: 유진투자증권

도표 5 분기실적 추정(별도기준)

(십억원)	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18A	1Q19A	2Q19F	3Q19F	4Q19F
<b>매출액</b>	<b>102.2</b>	<b>108.7</b>	<b>114.3</b>	<b>114.8</b>	<b>108.6</b>	<b>116.4</b>	<b>124.5</b>	<b>123.2</b>
%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
<b>영업이익</b>	<b>3.8</b>	<b>4.9</b>	<b>10.8</b>	<b>5.0</b>	<b>6.9</b>	<b>6.9</b>	<b>8.4</b>	<b>5.2</b>
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%
<b>당기순이익</b>	<b>8.8</b>	<b>2.4</b>	<b>7.2</b>	<b>2.7</b>	<b>2.6</b>	<b>4.4</b>	<b>6.8</b>	<b>4.0</b>

자료: 유진투자증권



## 한독(002390.KS) 재무제표

### 대차대조표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	255.5	278.0	300.5	313.7	321.4
현금성자산	29.5	30.6	19.0	18.0	9.7
매출채권	140.1	144.5	164.5	173.4	183.4
재고자산	67.7	76.5	91.5	96.5	102.1
비유동자산	408.1	411.4	440.3	456.8	476.5
투자자산	174.0	174.5	203.8	212.1	220.7
유형자산	161.1	163.6	160.5	162.4	165.0
무형자산	73.0	73.1	76.0	82.3	90.8
<b>자산총계</b>	<b>663.6</b>	<b>689.4</b>	<b>740.8</b>	<b>770.6</b>	<b>797.9</b>
유동부채	195.6	239.4	242.8	245.1	250.2
매입채무	96.7	114.9	131.2	138.4	146.4
단기차입금	83.7	108.3	98.4	93.4	90.4
유동상장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	133.5	82.8	117.0	128.5	133.1
사채및장기차입금	105.3	50.3	80.0	90.0	93.0
기타비유동부채	28.2	31.3	37.0	38.5	40.1
<b>부채총계</b>	<b>329.0</b>	<b>322.3</b>	<b>359.8</b>	<b>373.6</b>	<b>383.3</b>
자본금	6.3	6.9	6.9	6.9	6.9
자본잉여금	56.4	76.4	77.4	77.4	77.4
자본조정	(1.4)	(2.6)	(1.2)	(1.2)	(1.2)
자기주식	(2.6)	(2.6)	(1.2)	(1.2)	(1.2)
이익잉여금	273.3	286.5	297.9	313.9	331.5
<b>자본총계</b>	<b>334.6</b>	<b>367.2</b>	<b>381.0</b>	<b>397.0</b>	<b>414.6</b>
총차입금	189.0	158.6	178.4	183.4	183.4
순차입금(순현금)	159.5	128.0	159.4	165.4	173.6
투하자본	378.8	385.8	407.8	424.4	444.6

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>9.2</b>	<b>30.1</b>	<b>(26.7)</b>	<b>34.9</b>	<b>36.1</b>
당기순이익	19.4	25.5	20.3	22.1	23.8
유무형자산상각비	15.6	17.8	18.2	18.2	18.5
기타비현금손익가감	(19.3)	(6.6)	(38.3)	1.5	1.6
운전자본의변동	(13.3)	(12.9)	(25.8)	(6.9)	(7.7)
매출채권감소(증가)	(0.9)	(6.7)	(17.3)	(8.9)	(10.0)
재고자산감소(증가)	3.9	(8.9)	(15.0)	(5.0)	(5.6)
매입채무증가(감소)	(2.3)	17.3	13.1	7.1	8.0
기타	(13.9)	(14.6)	(6.5)	(0.1)	(0.1)
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>(3.3)</b>	<b>(17.3)</b>	<b>(45.9)</b>	<b>(34.8)</b>	<b>(38.2)</b>
단기투자자산처분(취득)	(1.4)	(2.8)	(0.3)	(0.1)	(0.1)
장기투자증권처분(취득)	0.2	0.0	(3.9)	(5.4)	(5.6)
설비투자	(28.8)	(15.4)	(17.2)	(20.1)	(21.0)
유형자산처분	13.8	0.3	0.0	0.0	0.0
무형자산감소(증가)	(11.5)	(5.8)	(4.1)	(6.3)	(8.5)
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>18.7</b>	<b>(13.5)</b>	<b>61.2</b>	<b>(1.2)</b>	<b>(6.2)</b>
차입금증가(감소)	20.8	(10.2)	58.8	5.0	0.0
자본증가(감소)	(1.6)	(3.3)	(3.7)	(6.2)	(6.2)
배당금지급	1.6	3.3	6.1	6.2	6.2
<b>현금의 증가(감소)</b>	<b>24.6</b>	<b>(0.7)</b>	<b>(11.5)</b>	<b>(1.1)</b>	<b>(8.3)</b>
기초현금	3.8	28.4	27.7	16.3	15.2
기말현금	28.4	27.7	16.3	15.2	6.8
Gross cash flow	28.1	52.6	0.3	41.8	43.8
Gross investment	15.1	27.3	71.4	41.6	45.9
<b>Free cash flow</b>	<b>13.0</b>	<b>25.3</b>	<b>(71.2)</b>	<b>0.2</b>	<b>(2.0)</b>

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	<b>413.4</b>	<b>440.1</b>	<b>472.7</b>	<b>502.2</b>	<b>525.1</b>
증가율 (%)	4.3	6.4	7.4	6.2	4.6
매출총이익	130.6	154.5	166.5	178.7	187.5
매출총이익율 (%)	31.6	35.1	35.2	35.6	35.7
판매비와관리비	128.3	130.0	139.2	147.1	153.7
증가율 (%)	5.2	1.3	7.1	5.7	4.5
<b>영업이익</b>	<b>2.3</b>	<b>24.5</b>	<b>27.3</b>	<b>31.6</b>	<b>33.8</b>
증가율 (%)	(58.5)	957.4	11.3	15.8	6.9
<b>EBITDA</b>	<b>17.9</b>	<b>42.3</b>	<b>45.5</b>	<b>49.8</b>	<b>52.3</b>
증가율 (%)	(11.2)	136.4	7.5	9.4	4.9
<b>영업외손익</b>	<b>17.0</b>	<b>0.9</b>	<b>(5.0)</b>	<b>(3.9)</b>	<b>(4.1)</b>
이자수익	0.2	0.6	0.6	0.7	0.8
이자비용	5.2	5.4	5.9	6.0	6.1
외화관련손익	1.0	(0.4)	(0.2)	0.0	0.0
지분법손익	19.9	5.9	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.2	0.2	0.5	1.3	1.3
<b>세전계속사업손익</b>	<b>19.4</b>	<b>25.5</b>	<b>22.3</b>	<b>27.7</b>	<b>29.7</b>
법인세비용	3.0	5.8	4.6	5.6	5.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>16.3</b>	<b>19.6</b>	<b>17.7</b>	<b>22.1</b>	<b>23.8</b>
증가율 (%)	316.6	20.1	(9.7)	24.8	7.6
당기순이익률 (%)	4.0	4.5	3.8	4.4	4.5
<b>EPS</b>	<b>1,298</b>	<b>1,439</b>	<b>1,288</b>	<b>1,608</b>	<b>1,730</b>
증가율 (%)	317	10.9	(10.5)	24.8	8
완전희석EPS	1,298	1,439	1,288	1,608	1,730
증가율 (%)	317	11	(10)	25	8

### 주요투자지표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>주요지표(원)</b>					
EPS	1,298	1,439	1,288	1,608	1,730
BPS	26,569	26,676	27,683	28,841	30,121
DPS	265	450	450	450	450
<b>밸류에이션(배,%)</b>					
PER	25.4	21.3	22.4	18.0	16.7
PBR	1.2	1.2	1.0	1.0	1.0
PCR	14.8	8.0	1,507.7	9.5	9.1
EV/ EBITDA	32.1	13.0	12.2	11.3	10.9
배당수익률	0.8	1.5	1.6	1.6	1.6
<b>수익성 (%)</b>					
영업이익률	0.6	5.6	5.8	6.3	6.4
EBITDA이익률	4.3	9.6	9.6	9.9	10.0
순이익률	4.0	4.5	3.8	4.4	4.5
ROE	5.0	5.6	4.7	5.7	5.9
ROIC	0.5	5.0	5.5	6.1	6.2
<b>안정성(%,배)</b>					
순차입금/자기자본	47.7	34.9	41.8	41.7	41.9
유동비율	1.3	1.2	1.2	1.3	1.3
이자보상배율	0.4	4.5	4.6	5.3	5.5
<b>활동성 (회)</b>					
총자산회전율	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
매출채권회전율	3.0	3.1	3.1	3.0	2.9
재고자산회전율	5.9	6.1	5.6	5.3	5.3
매입채무회전율	4.2	4.2	3.8	3.7	3.7



**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 기관투자자 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 저작물로서 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/투자 의견 비율**

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

당사 투자 의견 비율(%)

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

(2019.03.31 기준)

