

한독 (002390.KS)

어닝스 서프라이즈로 12년만에 영업이익 300억 달성

BIO

2020.02.04



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

노태민
02)368-6125
taam@eugenefn.com

시장 Consensus 대비(영업이익 기준)

Above	In-line	Below
0		

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지)	33,000원
현재주가(2/3)	23,150원

Key Data	(기준일: 2020.02.03)
KOSPI(pt)	2,119
KOSDAQ(pt)	647
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	319
52 주 최고/최저(원)	33,850 / 19,650
52 주 일간 Beta	0.67
발행주식수(천주)	13,764
평균거래량(3M, 천주)	46
평균거래대금(3M, 백만원)	1,041
배당수익률(20F, %)	1.9
외국인 지분율(%)	4.9
주요주주 지분율(%)	
김영진 외 10인	43.4

Company Performance	1M	3M	6M	12M
주가수익률(%)				
절대수익률	2.0	1.5	0.0	-13.3
KOSPI 대비 상대수익률	4.6	0.6	-6.0	-9.5

Financial Data	2018A	2019P	2020F
결산기(12월)			
매출액(십억원)	440.1	466.4	500.2
영업이익(십억원)	24.5	30.0	32.9
세전계속사업손익(십억원)	25.5	16.9	25.0
당기순이익(십억원)	19.6	11.6	20.2
EPS(원)	1,439	842	1,469
증감률(%)	10.9	-41.5	74.4
PER(배)	21.3	27.5	15.8
ROE(%)	5.6	3.1	5.3
PBR(배)	1.2	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	13.0	10.1	9.8



■ 4분기 영업이익 당사 추정치 대비 56% 상회

한독의 4분기 별도기준 매출액과 영업이익은 각각 1,276 억원, 86 억원으로 당사 추정치(매출액 1,232 억원, 영업이익 55 억원)를 대폭 상회했다. (도표 1, 2 번 참조). 전년동기 대비 매출액과 영업이익은 각각 11%, 70% 증가했다. 영업외손익에서는 관계회사 일부에 대한 평가손이 약 40 억원 계상되었으나 이는 현금 유출이 없는 일회성 이슈라서 의미를 부여할 필요는 없다. 동사는 2007 년 영업이익의 309 억원을 기록한 이후 2017 년 23 억원까지 하락했다가 극적으로 반전했다(도표 3 번 참조).

■ 300 억원대 이상의 영업이익 기록할 체력으로 회복

동사 실적개선의 주요인은 ETC 부문의 매출 회복과 OTC 의 이익창출 능력 확대라고 판단된다. 당뇨병 치료제인 **테넬리아**와 희귀질환치료제인 **솔리리스**의 적응증 확대효과로 연간 매출이 각각 **20%, 14%** 성장한 것으로 추정된다. 솔리리스 대비 평균 투여기간이 약 4 배가 긴 신약 울토미리스의 국내 출시도 예정하고 있다. 따라서 2023 년 이후의 바이오시밀러와의 경쟁에도 전혀 영향이 없을 것으로 판단된다. 또 다른 희귀약인 세계 최초의 경구용 파브리병 치료제인 갈라폴도도 작년 하반기부터 처방되기 시작했다. OTC 부문에서는 대표 브랜드인 **케토포**와 **퀘스탈**이 각각 **9%, 19%** 성장한 것으로 추산된다. 특히 케토포는 자체 생산설비 완공 후 마진율이 개선되면서 이익개선에 크게 기여하고 있는 것으로 보인다.

■ 오픈이노베이션 결실 커지는 중, 중견제약사 중 가장 저평가

한독은 장부가 기준 약 1,400 억원의 오픈이노베이션을 했는데, 제넥신에 이어 투자 가치가 현실화되고 있는 업체들이 늘고 있다. 투자금액이 상대적으로 컸던 테라벨류즈와 한독테바는 흑자전환한 상태이다. 테라벨류즈는 테라큐민(커큐민의 체내흡수율을 높인 물질)을 전기식업체들에게 공급하고 있는데, 커큐민의 치매와 항암효과가 알려지면서 글로벌 수요가 증가하고 있다. 올해 주목할 만한 파이프라인도 증가한다. CMG 제약과 공동개발 중인 희귀항암치료제인 **PAN-TRK 억제제**의 국내 임상 1 상 중간데이터 발표가 있고, 제넥신과 공동개발 중인 **지속형 인성장호르몬**은 미국 임상 3 상을 준비 중이다. 의료가기업체인 한독칼로스메디칼은 **난치성 고크혈 치료기인 디넥스**의 유럽 임상을 준비 중이다. 동사가 인수한 미국 바이오업체인 레졸루트는 희귀약인 **선천성고인슐린 혈증 치료제**의 유럽 임상 2b 를 최근에 시작했다. **본업의 이익정상화와 오픈이노베이션 효과로 인한 투자자산의 가치 상승에도 불구하고 동사의 PBR 은 0.8 배 수준에 불과하다. 중견제약사 중 가장 저평가된 업체이다. 목표주가 33,000 원을 유지한다.**

도표 1 별도기준 실적 추정(수정 후)

(십억원)	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18A	1Q19A	2Q19A	3Q19A	4Q19P	2018A	2019P	2020F
매출액	102.2	108.7	114.3	114.8	108.6	112.8	117.4	127.6	440.1	466.4	500.2
%YoY	-1.2%	2.8%	1.8%	25.0%	6.2%	3.8%	2.7%	11.1%	6.4%	6.0%	7.2%
ETC	58.3	60.9	64.7	64.3	62.9	64.4	68.3	75.4	248.2	271.0	290.4
OTC	13.9	15.1	13.4	14.2	15.6	16.7	16.7	17.5	56.6	66.5	71.4
기타	30.0	32.7	36.2	36.3	30.1	31.7	32.4	34.7	135.3	128.9	138.4
매출원가	66.8	70.1	74.3	74.5	69.8	72.8	77.3	83.9	285.6	303.8	325.0
매출원가율	65.3%	64.5%	65.0%	64.8%	64.3%	64.6%	65.8%	65.7%	64.9%	65.1%	65.0%
매출총이익	35.5	38.6	40.0	40.4	38.8	40.0	40.1	43.7	154.5	162.6	175.2
판매관리비	31.7	33.7	29.2	35.4	31.9	33.4	32.1	35.2	130.0	132.6	142.3
영업이익	3.8	4.9	10.8	5.0	6.9	6.5	8.0	8.6	24.5	30.0	32.9
영업이익률	3.7%	4.5%	9.5%	4.4%	6.3%	5.8%	6.8%	6.7%	5.6%	6.4%	6.6%
%YoY	70.1%	1407.7%	326.9%	흑자전환	79.8%	34.2%	-25.9%	70.4%	957.4%	22.2%	9.8%
영업외손익	7.8	(1.7)	(1.4)	(3.3)	(1.7)	(1.7)	(3.1)	(6.7)	0.9	(13.1)	(7.9)
세전이익	11.6	3.2	9.4	1.7	5.2	4.8	4.9	1.9	25.5	16.9	25.0
법인세비용	2.8	0.8	2.2	-1.0	2.6	1.5	0.8	0.4	5.8	5.3	4.8
법인세율	24.2%	24.0%	23.9%	-56.7%	50.5%	31.5%	15.7%	18.9%	22.9%	31.3%	19.2%
당기순이익	8.8	2.4	7.2	2.7	2.6	3.3	4.2	1.5	19.6	11.6	20.2

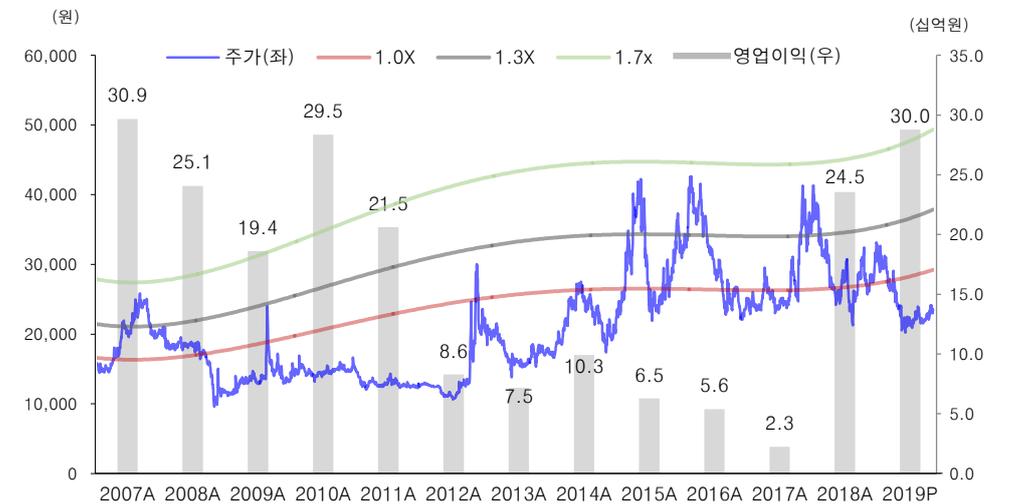
자료: 유진투자증권

도표 2 별도기준 실적 추정(수정 전)

(십억원)	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18A	1Q19A	2Q19A	3Q19A	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%	957.4%	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 3 한독 PBR 및 영업이익 추이



자료: 한독, 유진투자증권

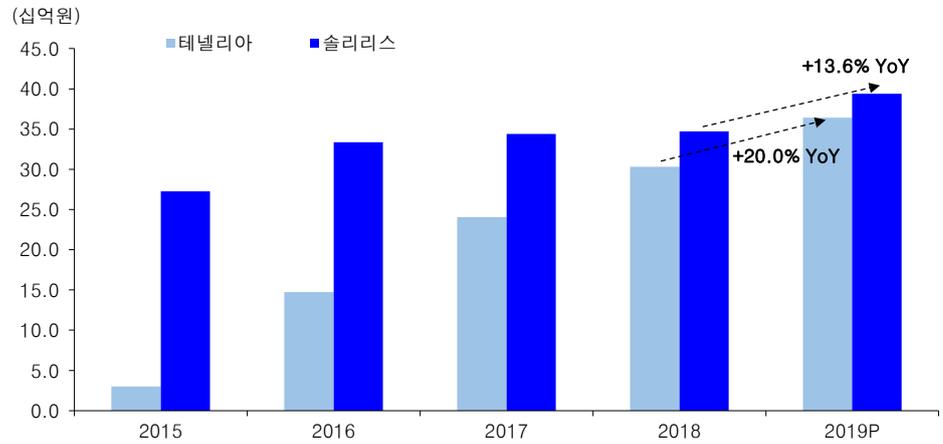
도표 4 한독의 투자회사 현황

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	16.6	51.9
(주) 엔비포스텍 (구, (주) 엔에스비포스텍)	한국	면역진단 의료기기 개발	35.8	9.9
JUST-C, INC.	미국	기능성 식품 판매	55.4	-
Rezolute, Inc.	미국	신약 연구개발	27.0	25.8
TRIGR Therapeutics	미국	신약 연구개발	14.8	5.7
SCM생명과학	한국	줄기세포치료제 개발	-	4.0
BiomX Ltd.	이스라엘	마이크로바이옴 치료제 개발	-	2.3
합계				145.4

자료: 한독, 유진투자증권

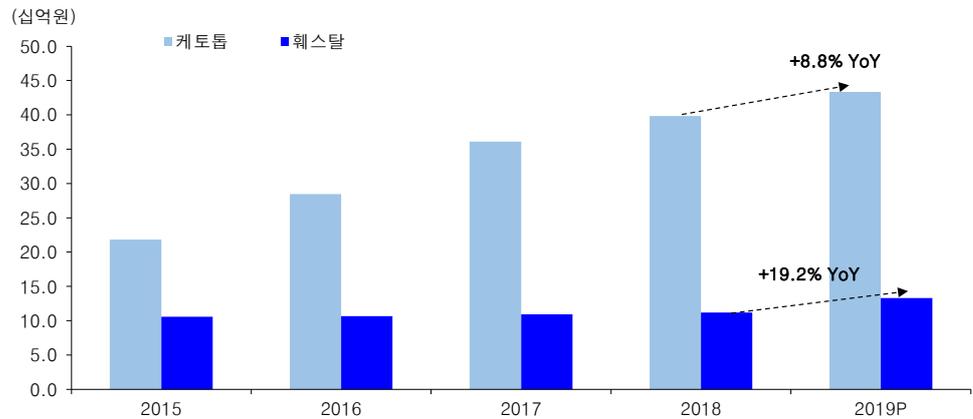
주: 지분율 및 장부가액은 2019년 3분기말 기준, SCM생명과학은 RCPS 취득 금액 기준

도표 5 주요 ETC 연간 매출액 추이



자료: 한독, 유진투자증권

도표 6 주요 OTC 연간 매출액 추이



자료: 한독, 유진투자증권

도표 7 한독, 중견제약사 중 가장 저평가된 업체

	한독	평균	일동제약	삼천당제약	일양약품	보령제약	부광약품
현재주가(2020-02-03)	23,150		15,600	28,750	22,800	13,600	13,600
통화	KRW		KRW	KRW	KRW	KRW	KRW
시가총액(십억원)	318.6		353.7	635.5	435.2	601.1	905.5
PER(배)							
FY17A	25.4	53.7	25.5	26.4	112.1	7.2	97.2
FY18A	21.3	40.2	36.5	92.9	-	20.7	10.7
FY19F	27.5	34.4	34.2	43.7	40.2	19.4	-
FY20F	15.8	31.4	19.5	53.2	33.8	19.0	-
PBR(배)							
FY17A	1.2	2.9	1.8	2.3	3.7	1.6	5.3
FY18A	1.2	3.1	1.7	5.5	2.7	1.6	3.8
FY19F	0.8	2.5	1.3	4.2	2.2	2.1	-
FY20F	0.8	2.2	1.2	3.6	2.0	1.9	-
매출액(십억원)							
FY17A	413.4		460.7	160.6	269.8	422.7	150.7
FY18A	440.1		503.9	160.0	300.0	460.4	194.2
FY19F	466.4		529.3	186.4	328.0	518.0	-
FY20F	500.2		586.6	204.6	357.2	571.4	-
영업이익(십억원)							
FY17A	2.3		25.4	24.0	24.4	1.0	7.7
FY18A	24.5		28.3	15.5	16.7	25.0	35.1
FY19F	30.0		21.4	30.8	31.5	38.2	-
FY20F	32.9		26.1	23.0	34.8	36.4	-
영업이익률(%)							
FY17A	0.6		5.5	14.9	9.1	0.2	5.1
FY18A	5.6		5.6	9.7	5.6	5.4	18.1
FY19F	6.4		4.0	16.5	9.6	7.4	-
FY20F	6.6		4.4	11.2	9.7	6.4	-
순이익(십억원)							
FY17A	16.3		19.8	12.5	6.3	56.7	11.1
FY18A	19.6		12.7	8.8	-4.9	20.3	145.7
FY19F	11.6		10.4	16.3	11.7	33.0	-
FY20F	20.2		18.2	12.0	13.9	31.6	-
EV/EBITDA(배)							
FY17A	32.1	30.3	13.5	10.6	23.4	26.5	77.5
FY18A	13.0	22.8	9.9	37.1	22.3	12.1	32.8
FY19F	10.1	13.3	8.9	18.0	13.3	13.1	-
FY20F	9.8	12.7	8.6	19.4	11.8	10.9	-
ROE(%)							
FY17A	5.0	10.1	7.2	9.4	3.2	25.5	5.2
FY18A	5.6	12.5	4.5	6.0	-2.6	8.0	46.6
FY19F	3.1	8.1	3.7	10.5	6.0	12.2	-
FY20F	5.3	7.7	6.4	7.1	6.6	10.7	-

참고: 2020.02.03 종가 기준, 컨센서스 적용
자료: Bloomberg, 유진투자증권

한독(002390.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019P	2020F	2021F
유동자산	255.5	278.0	337.6	352.3	364.2
현금성자산	29.5	30.6	73.1	62.8	74.6
매출채권	140.1	144.5	153.9	165.8	165.6
재고자산	67.7	76.5	85.0	97.9	97.9
비유동자산	408.1	411.4	457.8	470.1	484.5
투자자산	174.0	174.5	217.8	226.7	235.9
유형자산	161.1	163.6	167.7	168.8	170.7
무형자산	73.0	73.1	72.2	74.7	77.9
자산총계	663.6	689.4	795.3	822.4	848.7
유동부채	195.6	239.4	300.8	299.9	303.1
매입채무	96.7	114.9	121.0	125.0	131.0
단기차입금	83.7	108.3	166.6	161.6	158.6
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	133.5	82.8	117.7	129.3	133.9
사채및장기차입금	105.3	50.3	80.0	90.0	93.0
기타비유동부채	28.2	31.3	37.7	39.3	40.9
부채총계	329.0	322.3	418.5	429.2	436.9
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	291.8	308.2	326.7
자본총계	334.6	367.2	376.8	393.2	411.8
총차입금	189.0	158.6	246.6	251.6	251.6
순차입금(순현금)	159.5	128.0	173.4	188.8	176.9
투하자본	378.8	385.8	409.5	435.6	436.3

현금흐름표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019P	2020F	2021F
영업활동현금흐름	9.2	30.1	19.8	19.7	49.5
당기순이익	19.4	25.5	16.5	20.2	22.7
유무형자산상각비	15.6	17.8	18.8	18.9	19.1
기타비현금손익가감	(19.3)	(6.6)	7.3	1.5	1.6
운전자본의변동	(13.3)	(12.9)	(15.3)	(21.0)	6.1
매출채권감소(증가)	(0.9)	(6.7)	(10.5)	(11.9)	0.1
재고자산감소(증가)	3.9	(8.9)	(0.3)	(12.9)	0.1
매입채무증가(감소)	(2.3)	17.3	8.7	4.0	6.0
기타	(13.9)	(14.6)	(13.1)	(0.1)	(0.1)
투자활동현금흐름	(3.3)	(17.3)	(63.5)	(31.3)	(33.5)
단기투자자산처분(취득)	(1.4)	(2.8)	(8.6)	(0.1)	(0.1)
장기투자증권처분(취득)	0.2	0.0	(1.4)	(5.7)	(5.9)
설비투자	(28.8)	(15.4)	(23.6)	(20.0)	(21.0)
유형자산처분	13.8	0.3	4.0	0.0	0.0
무형자산감소(증가)	(11.5)	(5.8)	(2.9)	(2.4)	(3.3)
재무활동현금흐름	18.7	(13.5)	85.4	1.2	(4.1)
차입금증가(감소)	20.8	(10.2)	87.2	5.0	0.0
자본증가(감소)	(1.6)	(3.3)	(1.8)	(3.8)	(4.1)
배당금지급	1.6	3.3	6.1	3.8	4.1
현금의 증가(감소)	24.6	(0.7)	43.8	(10.4)	11.8
기초현금	3.8	28.4	27.7	71.5	61.1
기말현금	28.4	27.7	71.5	61.1	72.8
Gross cash flow	28.1	52.6	42.7	40.7	43.4
Gross investment	15.1	27.3	70.2	52.2	27.4
Free cash flow	13.0	25.3	(27.5)	(11.6)	16.0

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019P	2020F	2021F
매출액	413.4	440.1	466.4	500.2	525.1
증가율 (%)	4.3	6.4	6.0	7.2	5.0
매출총이익	130.6	154.5	162.6	175.2	187.5
매출총이익율 (%)	31.6	35.1	34.9	35.0	35.7
판매비와관리비	128.3	130.0	132.6	142.3	151.7
증가율 (%)	5.2	1.3	2.1	7.3	6.6
영업이익	2.3	24.5	30.0	32.9	35.8
증가율 (%)	(58.5)	957.4	22.1	9.8	8.8
EBITDA	17.9	42.3	48.8	51.8	54.9
증가율 (%)	(11.2)	136.4	15.3	6.2	6.0
영업외손익	17.0	0.9	(13.1)	(7.9)	(7.6)
이자수익	0.2	0.6	0.6	0.7	0.8
이자비용	5.2	5.4	6.5	8.7	8.8
외환관련손익	1.0	(0.4)	(0.9)	0.0	0.0
지분법손익	19.9	5.9	(1.2)	0.0	0.0
기타영업외손익	1.2	0.2	(5.1)	0.0	0.5
세전계속사업손익	19.4	25.5	16.9	25.0	28.2
법인세비용	3.0	5.8	5.3	4.8	5.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	16.3	19.6	11.6	20.2	22.7
증가율 (%)	316.6	20.1	(41.0)	74.4	12.1
당기순이익률 (%)	4.0	4.5	2.5	4.0	4.3
EPS	1,298	1,439	842	1,469	1,647
증가율 (%)	316.6	10.9	(41.5)	74.4	12
완전희석EPS	1,298	1,439	842	1,469	1,647
증가율 (%)	316.6	10.9	(41.5)	74.4	12.1

주요투자지표

	2017A	2018A	2019P	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,298	1,439	842	1,469	1,647
BPS	26,569	26,676	27,376	28,570	29,917
DPS	265	450	275	300	325
밸류에이션(배,%)					
PER	25.4	21.3	27.5	15.8	14.1
PBR	1.2	1.2	0.8	0.8	0.8
PCR	14.8	8.0	7.5	7.8	7.3
EV/ EBITDA	32.1	13.0	10.1	9.8	9.0
배당수익률	0.8	1.5	1.2	1.3	1.4
수익성 (%)					
영업이익률	0.6	5.6	6.4	6.6	6.8
EBITDA이익률	4.3	9.6	10.5	10.4	10.5
순이익률	4.0	4.5	2.5	4.0	4.3
ROE	5.0	5.6	3.1	5.3	5.6
ROIC	0.5	5.0	5.2	6.3	6.6
안정성(%배)					
순차입금/자기자본	47.7	34.9	46.0	48.0	43.0
유동비율	1.3	1.2	1.1	1.2	1.2
이자보상배율	0.4	4.5	4.6	3.8	4.1
활동성(회)					
총자산회전율	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
매출채권회전율	3.0	3.1	3.1	3.1	3.2
재고자산회전율	5.9	6.1	5.8	5.5	5.4
매입채무회전율	4.2	4.2	4.0	4.1	4.1

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 제 3자에게 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 제3물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대어할 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 고객
 의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가 대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율(%)
• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가 대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가 대비 +15%이상 ~ +50%미만	89%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가 대비 -10%이상 ~ +15%미만	11%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가 대비 -10%미만	0%

(2019.12.30 기준)

