한독
(002390.KS)

오픈이노베이션 가치 저평가 심화

BIO

2020. 07. 30

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

BUY(유지)

목표주가(12M, 상향)	45,000원
현재주가(7/29)	34,900원

Key Data	(기준일: 2020.07.29)
KOSPI(pt)	2,263
KOSDAQ(pt)	809
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	480
52 주 최고/최저(원)	40,250 / 15,550
52 주 일간 Beta	1.28
발행주식수(천주)	13,764
평균거래량(3M,천주)	231
평균거래대금(3M,백만원)	7,090
배당수익률(20F, %)	1.5
외국인 지분율(%)	3.6
주요주주 지분율(%)	
김영진(외 11 인)	43.4
국민연금공단(외 1 인)	8.5

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	18.1	55.8	51.1	56.5
KOSPI 대비상대수익률	10.0	39.6	47.5	45.0

Financial Data

결산기(12 월)	2019A	2020F	2020F
매출액(십억원)	466.4	499.5	527.2
영업이익(십억원)	30.0	33.8	37.1
세전계속사업손익(십억원)	16.5	25.6	29.5
당기순이익(십억원)	11.3	19.8	23.6
EPS(원)	822	1,441	1,714
증감률(%)	-42.9	75.4	18.9
PER(배)	42.5	24.2	20.4
ROE(%)	3.1	5.2	5.9
PBR(배)	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA(배)	13.6	12.9	12.1

▪ 한독칼로스메디칼 본격 임상돌입에 주목

자회사인 한독칼로스메디칼(지분율 51%)이 디넥스에 대한 소규모 임상을 완료한 뒤, 140 명의 대규모 임상을 시작했다. 디넥스는 신장신경 절제술을 통해 약으로 듣지 않는 저항성 고혈압 환자를 치료하는 의료기기이다. 아직 신장신경 절제 의료기기 시장은 열리지 않았고, 전 세계에서 활발히 개발중인 업체도 5 곳에 불과하다. 최근 글로벌 1 위 의료기기업체인 메드트로닉이 대규모 임상 후 3 년간의 추적 데이터 발표에서 유효성을 확보해 향후 1 년 내에 FDA 의 판매허가와 시판이 예상된다. 메드트로닉 다음으로 빠른 개발 속도를 보이고 있는 한독칼로스메디칼의 가치가 인정받을 시점이 오고 있다. 메드트로닉은 2010 년 Ardian 을 약 1 조원에 인수해 신장신경 절제 의료기기 개발을 시작했고, 시장규모를 연간 약 3 조원으로 추정하고 있다. 한독의 별도기준 재무제표에 한독칼로스메디칼의 가치는 10 억원으로 계상되어있다.

▪ 2Q 도 견조한 이익성장 시현, 본업가치만으로도 저평가

2 분기 한독의 매출과 영업이익은 각각 1,210 억원, 80 원으로 전년대비 7%, 23% 증가했다. 당사 및 시장 컨센서스를 상회한 수치이다. 당뇨치료제인 아마릴과 테넬리아의 매출액이 전년비 각각 5%, 12% 증가했고, 희귀질환치료제인 솔리리스도 4% 증가하며 적응증 추가 효과가 있었던 것으로 추정된다. 케토톱 매출도 코로나 부진에서 탈피해 전년대비 성장세로 복귀한 것으로 판단된다. 3 분기에는 파스퇴르 백신 6 종 및 알츠하이머 치매치료제 엑셀론, 간질약 트리렙탈 등의 신규 도입 약품들의 매출 가세가 지속되면서 매출액 증가 폭이 전년대비 8% 수준으로 커질 것으로 판단된다.

▪ 목표주가 상향. 중견제약사 중 가장 저평가

한독의 2020 년 실적기준 PBR 1.2 배는 중견제약사들 중 가장 낮은 수준이다. 턴어라운드가 3 년째 진행되고 있고, 오픈이노베이션의 효과도 제넥신을 넘어서 확대되고 있지만 가치평가는 이에 못미치고 있다. 한독칼로스메디칼은 2 년 내에 코스닥 상장 할 것으로 예상된다. 이외에도 Theravalues, Rezolute, 한독테바 등의 투자한 바이오회사들의 가치도 동사의 주가에 미미하게 반영된 상태이다. 리베이트 영업 없는 지속가능한 실적성장과 커지는 오픈이노베이션 가치가 주가에 반영되는 것이 당연하다. **한독에 대해 목표주가를 기존의 33,000 원에서 45,000 원으로 상향한다.** 목표주가는 올 실적기준 PBR 1.6 배수준이다. 코로나 치료제에 대한 막연한 기대감으로 많은 중견제약사들의 PBR 이 3.0 배 이상으로 치솟은 상태인 것을 감안하면 매력적인 밸류에이션이다. 길게 보고 투자하면 큰 수익을 줄 바이오 종목임이 틀림없다.

도표 1 신장신경 절제술 의료기기 개발 현황

COMPANY	한독 칼로스메디칼	Medtronics	Boston Scientific	ST. Jude Medical	Recor Medical
제품명	Denex	Symplicity Spyral	Vessix	EnligHTN	Paradis
사진					
전극	3	4	4-6	4	초음파
카테터	Basket	나선	풍선	Basket	풍선
접촉단계(0~5)	5	3	4	5	4
카테터 직경	5Fr	4Fr	5Fr	6Fr	4Fr
범용 (정맥 직경무관)	o	o	x	x	x
안내선	o	o	o	Basket	o
접촉 센서	o(DENEX 2.0)	x	x	x	x
작용점 센서	o(DENEX 2.0)	x	x	x	x

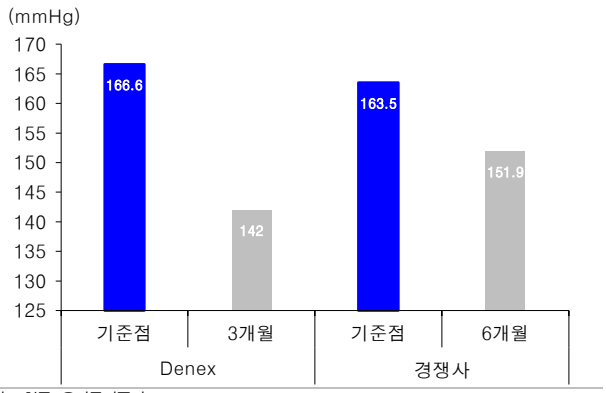
자료: 한독, 유진투자증권

도표 2 식약처의 디넥스 미니임상 결과 유효성 입증

대상환자	20 명(현재 16 명)
임상 시작	2016 년 11 월
유의미한 중간결과 환인 (자체자료)	
▪ DENEX System (3개월, 13명)	
166.6±11.3 mmHg → 142.0±20.4 mmHg (−24.6↓)	
▪ 경쟁사 (6개월, 998명) 10	
163.5±24.0 mmHg → 151.9±21.9 mmHg (−11.6 ↓)	
▪ No safety issue	
경쟁사 대비 우수한 혈압 감소 효과	

자료:한독, 유진투자증권

도표 3 디넥스의 수축기 혈압(SBP) 감소 경쟁사 대비 우위



자료:한독, 유진투자증권

도표 4 별도기준 실적 추정(수정후)

(십억원)	1Q19A	2Q19A	3Q19A	4Q19A	1Q20A	2Q20P	3Q20F	4Q20F	2019A	2020F	2021F
매출액	**108.6**	**112.8**	**117.4**	**127.6**	**114.0**	**121.0**	**127.0**	**137.5**	**466.4**	**499.5**	**527.2**
%YoY	6.2%	3.8%	2.7%	11.1%	5.0%	7.3%	8.2%	7.7%	6.0%	7.1%	5.5%
ETC	62.9	64.4	68.3	75.4	69.3	70.4	73.0	81.0	271.0	293.7	307.2
OTC	15.6	16.7	16.7	17.5	13.9	17.1	19.0	19.5	66.5	69.5	74.2
기타	30.1	31.7	32.4	34.7	30.8	33.5	35.0	37.0	128.9	136.3	145.8
매출원가	69.8	72.8	77.3	83.9	75.7	81.0	83.6	90.1	303.8	330.3	343.3
매출원가율	64.3%	64.6%	65.8%	65.7%	66.4%	66.9%	65.8%	65.5%	65.1%	66.1%	65.1%
매출총이익	38.8	40.0	40.1	43.7	38.3	40.0	43.4	47.4	162.6	169.2	183.9
판매관리비	31.9	33.4	32.1	35.2	31.0	32.0	34.1	38.3	132.6	135.4	146.8
영업이익	**6.9**	**6.5**	**8.0**	**8.6**	**7.3**	**8.0**	**9.3**	**9.1**	**30.0**	**33.8**	**37.1**
영업이익률	6.3%	5.8%	6.8%	6.7%	6.4%	6.6%	7.3%	6.6%	6.4%	6.8%	7.0%
%YoY	79.8%	34.2%	-25.9%	70.1%	6.3%	23.2%	16.4%	6.7%	22.1%	12.8%	9.9%
영업외손익	(1.7)	(1.7)	(3.1)	(7.0)	(3.9)	0.7	(2.0)	(3.0)	(13.5)	(8.2)	(7.6)
세전이익	5.2	4.8	4.9	1.5	3.4	8.7	7.3	6.1	16.5	25.6	29.5
법인세비용	2.6	1.5	0.8	0.3	0.7	2.6	1.8	0.7	5.2	5.8	6.0
법인세율	50.5%	31.5%	15.7%	17.6%	21.3%	30.0%	24.0%	11.0%	31.4%	22.6%	20.2%
당기순이익	**2.6**	**3.3**	**4.2**	**1.3**	**2.7**	**6.1**	**5.6**	**5.5**	**11.3**	**19.8**	**23.6**

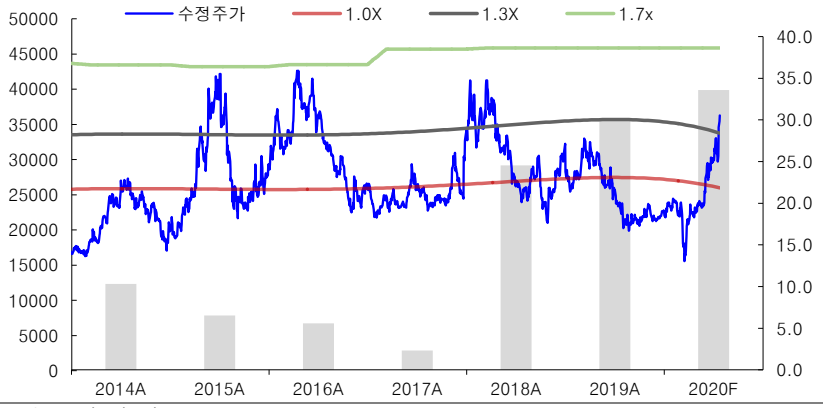
자료 : 유진투자증권

도표 1 별도기준 실적 추정(수정전)

(십억원)	1Q19A	2Q19A	3Q19A	4Q19A	1Q20A	2Q20P	3Q20F	4Q20F	2019A	2020F	2021F
매출액	**108.6**	**112.8**	**117.4**	**127.6**	**114.0**	**118.4**	**127.0**	**137.5**	**466.4**	**496.9**	**527.2**
%YoY	6.2%	3.8%	2.7%	11.1%	5.0%	5.0%	8.2%	7.7%	6.0%	6.5%	6.1%
ETC	62.9	64.4	68.3	75.4	69.3	70.4	73.0	81.0	271.0	293.7	307.2
OTC	15.6	16.7	16.7	17.5	13.9	15.0	19.0	19.5	66.5	67.4	74.2
기타	30.1	31.7	32.4	34.7	30.8	33.0	35.0	37.0	128.9	135.8	145.8
매출원가	69.8	72.8	77.3	83.9	75.7	78.3	83.6	90.1	303.8	327.6	343.3
매출원가율	64.3%	64.6%	65.8%	65.7%	66.4%	66.1%	65.8%	65.5%	65.1%	65.9%	65.1%
매출총이익	38.8	40.0	40.1	43.7	38.3	40.1	43.4	47.4	162.6	169.3	183.9
판매관리비	31.9	33.4	32.1	35.2	31.0	32.4	34.1	38.3	132.6	135.8	147.3
영업이익	**6.9**	**6.5**	**8.0**	**8.6**	**7.3**	**7.7**	**9.3**	**9.1**	**30.0**	**33.5**	**36.6**
영업이익률	6.3%	5.8%	6.8%	6.7%	6.4%	6.5%	7.3%	6.6%	6.4%	6.7%	7.0%
%YoY	79.8%	34.2%	-25.9%	70.1%	6.3%	18.6%	16.4%	6.7%	22.1%	11.8%	9.4%
영업외손익	(1.7)	(1.7)	(3.1)	(7.0)	(3.9)	(1.4)	(2.0)	(3.0)	(13.5)	(10.3)	(7.6)
세전이익	5.2	4.8	4.9	1.5	3.4	6.3	7.3	6.1	16.5	23.2	29.0
법인세비용	2.6	1.5	0.8	0.3	0.7	1.5	1.8	0.7	5.2	4.7	5.9
법인세율	50.5%	31.5%	15.7%	17.6%	24.0%	24.0%	24.0%	11.0%	31.4%	20.2%	20.4%
당기순이익	**2.6**	**3.3**	**4.2**	**1.3**	**2.7**	**4.8**	**5.6**	**5.5**	**11.3**	**18.5**	**23.1**

자료 : 유진투자증권

도표 2 한독 PBR 및 영업이익 추이



자료: 한독, 유진투자증권

도표 3 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	2020F	2021F
유동자산	**255.5**	**278.0**	**305.4**	**298.6**	**302.3**
현금및 현금성자산	28.4	27.7	16.3	-4.2	-8.2
단기금융상품	1.1	2.9	14.5	15.1	15.7
매출채권	140.1	144.5	158.7	167.5	171.7
재고자산	67.7	76.5	93.8	97.9	100.4
기타	18.3	25.3	22.1	22.3	22.5
비유동자산	**408.1**	**411.4**	**449.3**	**468.2**	**491.6**
투자자산	174.0	174.5	210.7	219.3	228.2
유형자산	161.1	163.6	167.3	168.5	170.6
무형자산	73.0	73.1	71.3	80.4	92.7
자산총계	**663.6**	**689.4**	**754.7**	**766.9**	**793.9**
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	302.1	321.6
자본총계	**334.6**	**367.2**	**371.1**	**387.1**	**406.6**
순차입금	**159.5**	**128.0**	**184.4**	**194.9**	**198.2**

손익계산서

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	**413.4**	**440.1**	**466.4**	**499.5**	**527.2**
매출원가	282.8	285.6	303.8	330.3	343.3
매출총이익	**130.6**	**154.5**	**162.6**	**169.2**	**183.9**
판매비및관리비	128.3	130.0	132.6	135.4	146.8
영업이익	**2.3**	**24.5**	**30.0**	**33.8**	**37.1**
영업외손익	**17.0**	**0.9**	**-13.5**	**-8.2**	**-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	-12.1	-11.8
세전계속사업손익	**19.4**	**25.5**	**16.5**	**25.6**	**29.5**
계속사업법인세비용	3.0	5.8	5.2	5.8	6.0
계속사업이익	16.3	19.6	11.3	19.8	23.6
중단사업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**16.3**	**19.6**	**11.3**	**19.8**	**23.6**
(포괄손익)	16.3	19.6	11.3	19.8	23.6
EBITDA	17.9	42.2	49.0	52.5	56.1
매출총이익률	31.6	35.1	34.9	33.9	34.9
EBITDA마진율(%)	4.3	9.6	10.5	10.5	10.6
영업이익률(%)	0.6	5.6	6.4	6.8	7.0
세전계속사업이익률(%)	4.7	5.8	3.5	5.1	5.6
ROA(%)	2.5	2.9	1.6	2.6	3.0
ROE(%)	5.0	5.6	3.1	5.2	5.9
수정ROE*(%)	5.0	5.6	3.06	5.23	5.94

현금흐름표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
영업활동 현금	**9.2**	**30.1**	**9.2**	**20.5**	**47.1**
당기순이익	19.4	25.5	16.5	19.8	23.6
비현금수익비용가감	8.8	27.2	41.7	6.4	24.4
유형자산감가상각비	15.6	17.7	19.0	18.7	19.0
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	-5.7	-0.8
매출채권 감소(증가)	-0.9	-6.7	-14.9	-8.8	-4.3
재고자산 감소(증가)	3.9	-8.9	-15.6	-4.1	-2.5
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**	**-42.3**	**-46.9**
유형자산처분(취득)	-15.0	-15.2	-17.5	-20.0	-21.1
무형자산감소(증가)	-11.5	-5.8	-3.8	-9.2	-12.3
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**	**-20.6**	**-3.9**
기초현금	3.8	28.4	27.7	16.3	-4.2
기말현금	28.4	27.7	16.3	-4.2	-8.2

주요투자지표

	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
투자지표					
PER(배)	25.4	21.3	42.5	24.2	20.4
수정 PER(배)	25.4	21.3	42.5	24.2	20.4
PBR(배)	1.2	1.2	1.3	1.2	1.2
배당수익율(%)	0.8	1.5	0.8	0.9	0.9
EV/ EBITDA(배)	32.1	13.0	13.6	12.9	12.1
성장성(%,YOY)					
매출액	4.3	6.4	6.0	7.1	5.5
영업이익	-58.5	957.4	22.1	12.8	9.9
세전계속사업손익	444.0	31.5	-35.2	55.3	15.4
포괄손익	316.6	20.1	-42.4	75.4	18.9
EPS	316.6	10.9	-42.9	75.4	18.9
안정성(배,%)					
유동비율	130.7	116.1	120.8	117.0	117.0
부채비율	98.3	87.8	102.5	98.1	95.2
이자보상배율	0.4	4.5	4.8	5.0	5.3
순차입금/자기자본	0.5	0.3	0.5	0.5	0.5
주당지표(원)					
EPS	1,298	1,439	822	1,441	1,714
수정EPS	1,298	1,439	822	1,441	1,714
BPS	26,569	26,676	26,962	28,128	29,542
EBITDA/Share	1,422	3,092	3,559	3,818	4,077
CFPS	2,234	3,857	4,227	1,905	3,483
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

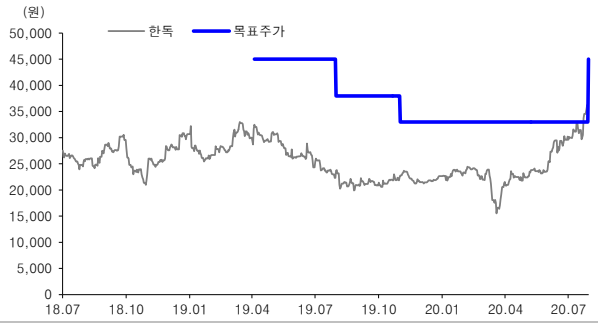
투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

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	85%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	15%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2020.06.30 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	1 년	-39.8	-28.8
2019-05-02	Buy	45,000	1 년	-42.0	-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	-27.2	9.8
2020-02-04	Buy	33,000	1 년	-24.7	9.8
2020-05-04	Buy	33,000	1 년	-15.3	9.8
2020-07-30	Buy	45,000	1 년		

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