

한독(002390)

절대 저평가 상태 지속

BIO 한병화_02)368-6171_bhh1026@eugenefn.com

2021.08.31

News Comment

투자의견: **BUY** (유지)

목표주가: **45,000**원(유지)

현재주가: 25,300원(08/30)

시가총액: 348(십억원)

PBR 0.9 배, 비교업체들 대비 저평가 상태 심해

한독은 연매출 5 천억원을 기록하는 중견 제약사이다. 이 정도 규모의 제약사 중 PBR 1 배 이하의 업체는 없다. 파이프라인의 매력도에 따라 대부분의 중견 이상의 제약사들은 PBR 기준 2~4 배 수준에서 가치가 형성되고 있다. 한독에 대한 가치평가가 낮은 이유는 자체 파이프라인 개발보다 외부 바이오기업들에 대한 투자에 의존한다는 점 때문이다. 또한 2018 년 이전에는 실적이 부진했던 점이 부정적으로 작용했다. 하지만, 동사의 별도 기준 실적은 이제 연간 영업이익 약 300 억원 수준이 시현될 정도로 정상화되었다. 또한 자체 파이프라인은 아니지만, 오랜 오픈이노베이션 결과로 제넥신의 1 대 주주이고, 4 개 이상의 가치를 평가할 수 있는 파이프라인을 보유하게 되었다.

펀더멘탈 정상화가 주가에 반영되고 있지 못해

한독의 실적을 개별기준으로 보면 2007 년 영업이익 309 억원을 기록한 후 2017 년 23 억원 까지 하락했다. 본격적으로 회복세를 기록하기 시작한 것은 2018년 영업이익 245 억원을 기록하면서부터이다. 매년 5% 이상의 매출증가를 기록하면서 레버리지 효과가 발생해 향후에도 이 수준의 이익은 시현이 가능해 보인다. 이러한 실적 개선세가 투자자들의 눈에 잘 띄지 않는 이유는 많은 외부투자가 이루어지면서 연결기준 실적과 개별기준의 영업외손익 부문에서 관련된 손실이 발생하고 있기 때문이다. 하지만, 이는 이중의 디스카운트라고 할 수 있다. 제넥신, 레졸루트, 한독칼로스메디칼 등 동사가 투자한 업체들에 대한 가치는 전혀 인정받지 못하고 있는 상태인 반면, 실적에는 포함되면서 순이익에 미치는 부정적인 영향만 평가되고 있기 때문이다. 이는 회사가 직접 나서서 투자자들과 적극적인 소통으로 해결해야 한다.

목표주가 45,000 원 유지, 오픈이노베이션 기대 유효

한독에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 45,000 원을 유지한다. 동사의 펀더멘탈은 개선되었고, 향후에도 이 수준은 유지될 것으로 판단된다. 전문의약품과 케토톱, 웨스탈 등의 일반의약품의 꾸준한 성장이 예상되기 때문이다. 오픈이노베이션 효과도 기대해 볼 수 있다. 1) Pan-TRK 저해 항암신약(HL5101, 국내 임상 1 상 완료 후 라이선스 아웃, CMG 제약과 공동 개발), 2) 지속형 성장호르몬(HL2356, 미국 FDA3 상 준비, 중국 3 상 투약 시작, 제넥신과 공동 개발), 3) 자회사인 레졸루트의 선천성 고인슐린혈증 치료제(RZ358, 미국, 유럽 임상 2 상), 경구용 황반부종 치료제(RZ402, 미국 임상 1 상 개시), 4) 연결 자회사인 한독칼로스메디칼의 저항성 고혈압 치료 의뢰기기(국내 허가 임상, 140 명 중 42 명 등록)도 주목할 만하다.

발행주식수	13,764천주
52주 최고가	40,050원
최저가	24,100원
52주 일간 Beta	0.67
90일 일평균거래대금	8.8억원
외국인 지분율	2.7%
배당수익률(2021F)	1.3%

주주구성	
김영진 (외 11인)	43.4%
국민연금공단 (외 1인)	7.7%
한독우리스주 (외 1인)	0.2%

	1M	6M	12M
주가상승률	-5.1%	-8.8%	-34.4%
	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	45,000	45,000	-
영업이익(21)	30.2	35.4	▼
영업이익(22)	31.9		

결산기(12월)	2020A	2021F	2022F
매출액(십억원)	497.2	506.9	523.2
영업이익(십억원)	30.5	30.2	31.9
세전계속사업손익(십억원)	20.9	20.3	23.4
당기순이익(십억원)	8.8	15.7	18.3
EPS(원)	638	1,139	1,330
증감률(%)	-22.3	78.4	16.8
PER(배)	39.6	22.2	19.0
ROE(%)	2.4	4.1	4.6
PBR(배)	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	10.7	10.9	10.7



도표 1. 별도기준 실적 추정

(십억원)	1Q20A	2Q20A	3Q20A	4Q20A	1Q21A	2Q21A	3Q21F	4Q21F	2020A	2021F	2022F
매출액	114.0	121.0	131.2	131.0	117.2	121.4	134.0	134.3	497.2	506.9	523.2
%YoY	5.0%	7.3%	11.8%	2.6%	2.8%	0.3%	2.1%	2.5%	6.6%	1.9%	3.2%
ETC	69.3	70.4	83.8	81.5	72.8	76.2	84.3	82	305.0	315.3	322.3
OTC	13.9	17.1	14.9	19.0	17.4	16.8	17.1	19	64.9	70.3	75.2
기타	30.8	33.5	32.5	30.5	27.0	28.4	32.6	33.3	127.3	121.3	125.7
매출원가	75.7	80.2	88.5	88.7	77.8	80.7	90.0	90.5	333.1	339.1	349.8
매출원가율	66.4%	66.3%	67.5%	67.7%	66.4%	66.5%	67.2%	67.4%	67.0%	66.9%	66.8%
매출총이익	38.3	40.8	42.7	42.3	39.4	40.7	44.0	43.8	164.1	167.8	173.4
판매관리비	31.0	32.8	32.2	37.6	32.3	34.1	33.8	37.4	133.6	137.6	141.56
영업이익	7.3	8.0	10.5	4.7	7.1	6.6	10.2	6.4	30.5	30.2	31.9
영업이익률	6.4%	6.6%	8.0%	3.6%	6.0%	5.4%	7.6%	4.8%	6.1%	6.0%	6.1%
%YoY	6.3%	23.2%	31.0%	-45.3%	-3.0%	-18.2%	-3.4%	36.2%	1.9%	-1.1%	5.6%
영업외손익	-3.9	0.7	-0.7	-5.73	-5.58	0.03	-1.30	-3.00	-9.6	-9.84	-8.5
세전이익	3.4	8.7	9.8	-1.05	1.5	6.6	8.9	3.4	20.9	20.3	23.4
법인세비용	0.7	2.6	2.2	6.5	1.1	1.3	2.1	0.2	12.1	4.7	5.1
법인세율	21.3%	30.0%	22.8%	-	73.3%	19.3%	24.0%	5.0%	58.0%	22.9%	21.7%
당기순이익	2.7	6.1	7.6	(7.6)	0.4	5.3	6.7	3.2	8.8	15.7	18.3

자료: 한독, 유진투자증권

도표 2. 한독의 주요 투자기업들

회사명	소재국가	주요사업	지분율(%)	장부가액(십억원)
(주) 한독칼로스메디칼	한국	의료기기 개발	49.96	0.9
Theravalues Corporation	일본	기능성 원료 개발 및 판매	100.0	25.1
(주) 한독테바	한국	신약 연구개발	49.0	23.5
(주) 제넥신	한국	신약 연구개발	15.1	51.9
(주) 엔비포스텍 (구, (주) 엔에스비포스텍)	한국	면역진단 의료기기 개발	34.9	3.9
JUST-C, INC.	미국	기능성 식품 판매		
Rezolute, Inc.	미국	신약 연구개발	24.1	30.0
TRIGR Therapeutics	미국	신약 연구개발		
Compass Therapeutics	미국	신약 연구개발		9.1
웰트	한국	디지털 치료제	11.0	3.0
Adicet Bio		신약 연구개발		3.4
SCM생명과학	한국	출기세포치료제 개발	-	8.5
BiomX Ltd.	이스라엘	마이크로바이옴 치료제 개발	-	2.5
합계				161.8

자료: 한독, 유진투자증권

주: 지분율 및 장부가액은 2021년 2분기말 기준

한독(002390.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	305.4	294.7	300.1	305.6	298.4
현금및 현금성자산	16.3	16.7	13.3	7.6	-17.7
단기금융상품	14.5	15.1	15.7	16.4	17.1
매출채권	158.7	159.5	163.6	168.8	174.2
재고자산	93.8	81.0	85.0	90.0	101.9
기타	22.1	22.3	22.5	22.8	23.0
비유동자산	449.3	461.1	474.8	489.7	505.7
투자자산	210.7	219.3	228.2	237.5	247.1
유형자산	167.3	163.7	160.9	158.8	157.2
무형자산	71.3	78.1	85.7	93.5	101.3
자산총계	754.7	755.8	774.9	795.3	804.1
유동부채	252.8	255.3	258.4	261.6	251.7
매입채무	117.7	125.0	131.0	134.0	124.0
단기차입금	120.8	115.8	112.8	112.8	112.8
기타유동부채	14.3	14.5	14.6	14.8	14.9
비유동성부채	127.5	124.4	128.8	132.3	133.8
장기금융부채	94.4	90.0	93.0	95.0	95.0
기타	33.1	34.4	35.8	37.3	38.8
부채총계	380.3	379.7	387.2	393.8	385.5
자본금	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9
자본잉여금	78.2	78.2	78.2	78.2	78.2
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	286.1	291.1	302.6	316.4	333.6
자본총계	371.1	376.1	387.6	401.5	418.6
순차입금	184.4	174.0	176.8	183.8	208.4

현금흐름표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금	9.2	34.0	37.0	34.3	17.4
당기순이익	16.5	8.8	15.7	18.3	21.6
비현금수익비용가감	41.7	6.1	23.5	23.3	23.1
유형자산감가상각비	19.0	18.4	18.1	17.8	17.6
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금수익비용	22.7	-12.4	5.4	5.5	5.5
영업활동 자산부채변동	-39.1	19.2	-2.1	-7.3	-27.3
매출채권 감소(증가)	-14.9	-0.9	-4.0	-5.2	-5.4
재고자산 감소(증가)	-15.6	12.8	-4.0	-5.0	-11.9
매입채무 증가(감소)	3.3	7.3	6.0	3.0	-10.0
기타자산부채변동	-11.8	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
투자활동 현금	-73.8	-34.8	-36.4	-37.4	-38.2
유형자산처분(취득)	-17.5	-14.9	-15.2	-15.7	-16.1
무형자산감소(증가)	-3.8	-6.8	-7.6	-7.8	-7.8
투자자산감소(증가)	-9.7	-10.1	-10.4	-10.6	-10.9
기타투자활동	-42.9	-3.0	-3.2	-3.3	-3.4
재무활동 현금	53.2	1.2	-4.1	-2.5	-4.5
차입금의 증가(감소)	54.9	5.0	0.0	2.0	0.0
자본의 증가(감소)	-1.8	-3.8	-4.1	-4.5	-4.5
배당금의 지급	6.1	3.8	4.1	4.5	4.5
기타재무활동	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	-11.4	0.4	-3.4	-5.6	-25.3
기초현금	27.7	16.3	16.7	13.3	7.6
기말현금	16.3	16.7	13.3	7.6	-17.7

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	466.4	497.2	506.9	523.2	536.0
매출원가	303.8	333.1	339.1	349.8	355.8
매출총이익	162.6	164.1	167.8	173.4	180.2
판매비및관리비	132.6	133.6	137.6	141.6	144.0
영업이익	30.0	30.5	30.2	31.9	36.2
영업외손익	-13.5	-9.6	-9.8	-8.5	-8.5
이자수익	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8
이자비용	6.2	6.8	7.0	7.0	7.0
외환손익	-0.3	0.4	0.5	0.0	0.0
지분법평가손익	-4.5	-4.0	-4.0	-4.0	-4.0
자산처분손익	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-15.5	-13.5	-14.0	-12.2	-12.3
세전계속사업손익	16.5	20.9	20.3	23.4	27.7
계속사업법인세비용	5.2	12.1	4.7	5.1	6.1
계속사업이익	11.3	8.8	15.7	18.3	21.6
중단사업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	11.3	8.8	15.7	18.3	21.6
(포괄손익)	11.3	8.8	15.7	18.3	21.6
EBITDA	49.0	49.0	48.3	49.7	53.8
매출총이익률	34.9	33.0	33.1	33.2	33.6
EBITDA마진율(%)	10.5	9.8	9.5	9.5	10.0
영업이익률(%)	6.4	6.1	6.0	6.1	6.8
세전계속사업이익률(%)	3.5	4.2	4.0	4.5	5.2
ROA(%)	1.6	1.2	2.0	2.3	2.7
ROE(%)	3.1	2.4	4.1	4.6	5.3
수정ROE*(%)	3.06	2.35	4.10	4.64	5.26

주요투자지표

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
투자지표					
PER(배)	30.8	39.6	22.2	19.0	16.1
수정 PER(배)	30.8	39.6	22.2	19.0	16.1
PBR(배)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8
배당수익률(%)	1.1	1.2	1.3	1.3	1.3
EV/EBITDA(배)	10.9	10.7	10.9	10.7	10.3
성장성(%YOY)					
매출액	6.0	6.6	1.9	3.2	2.4
영업이익	22.1	1.9	-1.1	5.6	13.5
세전계속사업이익	-35.2	26.8	-2.7	15.0	18.4
포괄손익	-42.4	-22.3	78.4	16.8	17.9
EPS	-42.9	-22.3	78.4	16.8	17.9
안정성(배,%)					
유동비율	120.8	115.4	116.1	116.8	118.6
부채비율	102.5	101.0	99.9	98.1	92.1
이자보상배율	4.8	4.5	4.3	4.6	5.2
순차입금/자기자본	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
주당지표(원)					
EPS	822	638	1,139	1,330	1,568
수정EPS	822	638	1,139	1,330	1,568
BPS	26,962	27,326	28,164	29,170	30,413
EBITDA/Share	3,559	3,557	3,507	3,611	3,910
CFPS	4,227	1,079	2,845	3,021	3,249
DPS	275	300	325	330	330

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 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 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: 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	92%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	8%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2021.06.30 기준)

