

**한독**  
(002390.KS)

Senior Analyst  
하태기

투자의견: 매수(유지)

목표주가: 35,000원(하향) / 현재주가: 22,400원(상승여력: 56.3%)

PM Grade	Increase	Trading Up	Short-term Reduce
----------	----------	------------	-------------------

## 보유 지분가치 상승여부가 주가에 큰 변수

### 2018년부터 수익성 개선 추세, 사업포트폴리오 확대

한독은 매출비중이 ETC 제품 57.9%, 진단기기 및 시약 15.2%, 일반의약품 14.4%, 위수탁생산과 수출 9.5%, 건기식 3.3%이다. 기업인수와 지분투자를 통해서 현재 ETC, OTC, 의료기기와 진단시약, 건강보조식품 등으로 사업포트폴리오가 대폭 확대되어, 사업안정성이 대폭 강화되었다. 단독기준 영업실적이 2018년부터 수익성 위주로 대폭 개선되는 추세에 있다. 한독이 진행하고 있는 또 하나의 변화는 차입을 늘리면서 신약개발기업에 대한 투자이다. 이러한 변화가 한독의 앞날에 어떠한 변화를 가져올 수 있느냐 하는 것이 기업가치 변화에 중요한 변수가 될 전망이다.

### 자체 사업실적 개선은 뚜렷, 차입금 증가와 과감한 바이오투자에 주목한다

2019년 3분기 매출액이 전년동기대비 2.7% 증가한 1,174억원, 영업이익이 -26.1% 감소한 80억원으로, 예상수준 범위가 다. 영업이익이 전년동기대비 감소한 것은 기고효과이고, 전기대비로는 23.0% 증가한 것이다. 4분기 영업실적도 전년동기 대비 증가하면서 무난한 수치를 달성할 전망이다. 완만한 수익성 개선트렌드가 지속될 전망이다.

그런데 동사의 변화는 바이오기업투자 확대에 있다. 순차입금이 2018년 연말에 1,200억원내외 였으나 2019년 9월말 기준 1,700억원내외로 500억원 순증했다. 이와 동시에 2019년 1월에 미국 레졸루트사(Rezolute)의 지분 31.13%를 매입했는데 현재 장부가격은 258억원이다. 레졸루트사는 2010년 미국 콜로라도에서 설립된 대사성 질환분야 치료제를 개발하는 바이오기업이다. 선천성 고인슐린증 치료제의 미국과 유럽임상 2b를 곧 시작할 예정이다. 또한 2019년 3월에 미국 바이오벤처 트리거테라퓨틱스(TRIGR Therapeutics)의 지분 14.84%를 인수했는데 현재 장부가격 57억원이다. 트리거테라퓨틱스사는 2018년 4월에 설립된 미국 바이오벤처로 NRDO를 지향하고 있다. 국내 에이비엘바이오에서 이중항체 기관 신약과제 4건(이 중 하나는 국내 임상 1상 진행 중)을 이전 받아 개발 중이다.

### 주가의 단기 상승모멘텀은 약하지만, 큰 트렌드상에서 상승기조 유지 전망

한독의 기업가치는 안정적인 자체 제약사업가치가 있고, 추가적으로 보유 자회사 지분과 보유 벤처기업 지분가치, 그리고 개발 중인 신약 Pipeline 가치로 나눌 수 있다. 첫째, 제약사업가치는 안정적이라고 보면, 둘째 자회사와 보유지분가치가 큰 변수이다. 우선 한독테바(지분율 49%)의 기업가치는 금년 3분기에도 영업이익 증가로 큰 폭으로 증가 중이다(표 3참고). 한독테바는 오리지널의약품 중심으로 성장하고 있어 약가제도 변화에 따른 영향이 적은 구조이다. 제넥신의 주가 변동으로 지분가치 변동성이 확대되었다. 나머지 레졸루트사와 트리거테라퓨틱스사의 가치 변화도 중요할 것이다. 셋째, 주요 신약 Pipeline으로 제넥신과 함께 개발 중인 지속형 성장호르몬(HL2356/GX-H9)은 관계사 Rezolute와 협업 하에 미국 FDA 승인 신청 준비 중이다. Pan-TRK 저해 항암신약(HL5101)도 최근 국내 임상 1상이 진행 중이다.

다만 목표주가는 최근 제약사 평균 주가 Valuation Multiple 하락을 반영, 기존의 38,000원에서 35,000원으로 소폭 하향 조정했다(표 4). 그러나 장기관점에서 기업가치 상승을 반영, 큰 트렌드상에서 주가 상승기조가 유지될 것이다.

Financial Data											
	매출액 (십억원)	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	413.4	2.3	19.4	16.3	1,298	316.6	17.9	25.4	32.1	1.2	5.0
2018	440.1	24.5	25.5	19.6	1,439	10.9	42.3	21.3	13.0	1.2	5.6
2019E	460.5	27.0	19.4	14.3	1,042	-27.6	45.6	21.8	10.5	0.8	3.8
2020E	471.3	29.4	23.8	18.6	1,350	29.5	47.8	16.9	9.1	0.8	4.8
2021E	500.8	30.6	25.1	19.6	1,423	5.4	48.9	16.0	9.0	0.8	4.9

자료: 한독, 상상인증권, K-IFRS 별도기준

[표 1] 대원제약 분기별 요약 영업실적(별도기준)

12월결산 (억원)	2018				2019E			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE
매출액	1,022	1,087	1,143	1,148	1,086	1,128	1,174	1,217
영업이익	38	49	108	50	69	65	80	56
세전이익	116	32	94	12	52	48	49	45
순이익	88	24	72	13	26	33	42	42
YoY(%)								
매출액	-1.2	2.8	1.8	25.0	6.2	3.8	2.7	6.0
영업이익	70.1	1,407.7	326.9	흑전	79.8	34.2	-26.1	11.2
세전이익	1,291.4	40.7	950.7	-91.9	-55.5	52.5	-47.6	257.5
순이익	1,384.8	49.6	1,021.5	-90.7	-71.0	37.6	-40.9	238.4

자료: 대원제약, 상상인증권

[표 2] 사업포트폴리오 구축 내용

회사	투자시기	형태	투자액	보유지분율	사업영역
제넥신	2012년	지분 투자/ 공동 개발	340억원	19.5%	바이오신약 DNA 백신 및 관련 기반기술
하도테바	2013년	합작법인 설립	235억원	49.0%	Specialty/제네릭 제품
태평양제약 제약사업부문	2014년	영업양수도	635억원	-	OTC(케토트)/ETC
한독칼로스메디칼	2015년	의료기기 R&D 분할 후 투자 유치	현물출자	51.0%	의료기기 개발 (난치성 고혈압치료기기)
Just-C	2016년	지분 투자	50억원	41.4%	건강기능식품 판매
엠티 포스텍	2016년	지분 투자/ 공동 개발	75억원 (총 90억원)	32.1%	의료기기 개발 (Rapid Screening Test Kit)
테라벨로즈	2016년	지분 인수	211억원	67.9%	일본 기능성 원료 개발 (테라큐린, EMIQ)

자료: 한독, 제넥신 지분은 현재 16.68%

[표 3] 한독테바 영업실적

(단위: 억원)

구분	2016	2017	2018	2018 3분기누적	2019 3분기누적	증감률	2019E	2020E	2021E	2022E	
매출액	202	250	272	188	233	23.9%	321	376	436	501	
		23.8%	8.8%				18%	17%	16%	15%	
상품	172	213	231				271	321	380	444	
서비스	30	37	41				50	55	56	57	
매출원가	89	113	117				133	150	174	200	
(원가율)	44.1%	45.2%	43.0%				42%	40%	40%	40%	
상품매출원가	79	104	104				117	131	156	182	
(상품매출원가율)	45.9%	48.8%	45.0%				43.0%	41.0%	41.0%	41.0%	
매출총이익	113	137	156				188	225	261	301	
판관비	170	176	153				164	180	200	220	
(판관비율)	84.2%	70.4%	56.3%				51.0%	48.0%	46.0%	44.0%	
영업이익	-	57	39	3	6	15	흑전	24	45	61	80
세전이익	-	57	39	2	6	15	흑전	24	45	61	80
순이익	-	43	116	2	6	15	흑전	19	47	58	66
적정PER											20
적정기업가치											1,320

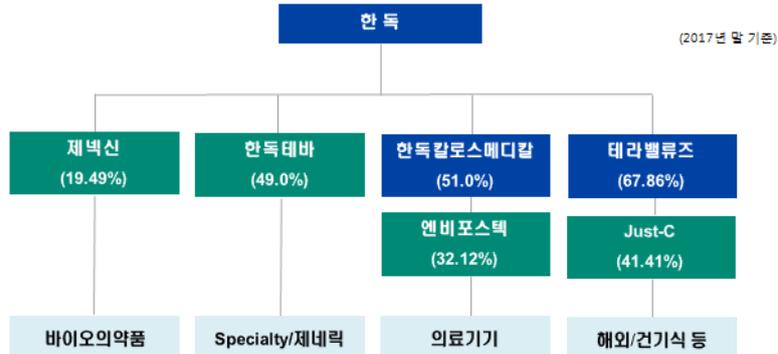
자료: 한독,

[표 4] 한독 주가 밸류에이션

구분	지분율	시가총액	추정치	비고
2019 추정순이익(별도기준)			143	
적정PER(배)			14.0	신약Pipeline 보유 프리미엄 부여
기업가치(A)			2,008	
(자회사가치)				
제넥신	16.68%	13173	2,197	주가수준 하락 반영
제넥신 상장가치 30% 할인		30%	1,538	
한독테바(자체 평가)	49%	1,320	647	
기타관계기업 지분가치			636	장부가치, 신규투자 증가로 금액 확대
자회사 및 관계기업 지분가치(B)			2,821	
합계(A+B)			4,829	
순차입금		-	1,800	지분투자 증가로 차입금 대폭 증가
순기업가치			6,629	
발행주식수(주)			13,763,533	
자기주식(주)			146,118	
유통주식수(주)			13,617,415	
적정주가(원)			35,463	

자료: 상상인증권

[표 5] 지배구조



자료: 한독, 제넥신 지분은 현재 16.68%

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	255.5	278.0	297.4	308.6	320.5
현금 및 현금성자산	28.4	27.7	21.2	65.1	62.5
매출채권 및 기타채권	140.1	144.5	162.5	141.4	150.1
재고자산	67.7	76.5	90.4	77.8	82.6
기타유동자산	19.4	29.3	23.3	24.3	25.3
비유동자산	408.1	411.4	440.0	451.6	464.6
관계기업투자등	115.3	109.0	132.6	138.0	143.6
유형자산	161.1	163.6	160.2	159.5	159.8
무형자산	73.0	73.1	76.0	80.0	84.1
<b>자산총계</b>	<b>663.6</b>	<b>689.4</b>	<b>737.4</b>	<b>760.2</b>	<b>785.1</b>
유동부채	195.6	239.4	240.1	248.5	257.5
매입채무 및 기타채무	96.7	114.9	129.6	137.5	145.9
단기금융부채	83.7	108.3	98.4	98.4	98.4
기타유동부채	15.1	16.2	12.1	12.6	13.1
비유동부채	133.5	82.8	117.7	119.2	120.7
장기금융부채	105.3	50.3	80.7	80.7	80.7
기타비유동부채	28.2	32.5	37.0	38.5	40.1
<b>부채총계</b>	<b>329.0</b>	<b>322.3</b>	<b>357.8</b>	<b>367.6</b>	<b>378.2</b>
지배주주지분	334.6	367.2	379.6	392.5	407.0
자본금	6.3	6.9	6.9	6.9	6.9
자본잉여금	56.4	76.4	77.4	77.4	77.4
이익잉여금	273.3	286.5	296.5	309.4	323.9
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>334.6</b>	<b>367.2</b>	<b>379.6</b>	<b>392.5</b>	<b>407.0</b>
<b>현금흐름표</b>					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	9.2	30.1	17.8	79.7	34.8
당기순이익(손실)	19.4	25.5	18.9	19.1	20.6
비현금수익비용가감	8.8	27.2	20.6	19.5	19.5
유형자산감가상각비	15.6	17.8	18.2	18.0	18.0
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금수익비용	-19.3	-6.6	2.4	1.5	1.6
영업활동 자산부채변동	-13.3	-12.9	-20.4	41.2	-5.4
매출채권 감소(증가)	-0.9	-6.7	-15.3	21.0	-8.7
재고자산 감소(증가)	3.9	-8.9	-13.9	12.6	-4.8
매입채무 증가(감소)	-2.3	17.3	11.5	7.9	8.5
기타자산, 부채변동	-13.9	-14.6	-2.7	-0.3	-0.4
투자활동 현금	-3.3	-17.3	-45.6	-29.7	-31.1
유형자산처분(취득)	-15.0	-15.2	-16.8	-17.2	-18.3
무형자산 감소(증가)	-11.5	-5.8	-4.1	-4.1	-4.1
투자자산 감소(증가)	-1.2	-2.8	-4.2	-5.5	-5.7
기타투자활동	24.3	6.6	-20.6	-2.9	-3.0
재무활동 현금	18.7	-13.5	21.2	-6.2	-6.2
차입금의 증가(감소)	20.8	-10.2	18.8	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-1.6	-3.3	-3.7	-6.2	-6.2
배당금의 지급	1.6	3.3	6.1	6.2	6.2
기타재무활동	-0.5	0.0	6.1	0.0	0.0
<b>현금의 증가</b>	<b>24.6</b>	<b>-0.7</b>	<b>-6.5</b>	<b>43.9</b>	<b>-2.5</b>
기초현금	3.8	28.4	27.7	21.2	65.1
기말현금	28.4	27.7	21.2	65.1	62.5

자료: 한독, 상상인증권 리서치센터, K-IFRS 별도기준

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	413.4	440.1	462.7	491.2	522.1
매출원가	282.8	285.6	298.7	316.5	336.4
<b>매출총이익</b>	<b>130.6</b>	<b>154.5</b>	<b>164.1</b>	<b>174.7</b>	<b>185.7</b>
판매비와 관리비	128.3	130.0	135.9	144.4	153.5
<b>영업이익</b>	<b>2.3</b>	<b>24.5</b>	<b>28.2</b>	<b>30.3</b>	<b>32.2</b>
(EBITDA)	17.9	42.3	46.4	48.3	50.2
<b>금융손익</b>	<b>-4.0</b>	<b>-5.2</b>	<b>-5.5</b>	<b>-5.3</b>	<b>-5.3</b>
이자비용	5.2	5.4	5.9	6.0	6.0
관계기업등 투자손익	19.9	5.9	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.2	0.2	-0.5	-0.5	-0.5
<b>세전계속사업이익</b>	<b>19.4</b>	<b>25.5</b>	<b>22.2</b>	<b>24.5</b>	<b>26.4</b>
계속사업법인세비용	3.0	5.8	5.9	5.4	5.8
계속사업이익	16.3	19.6	16.3	19.1	20.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>16.3</b>	<b>19.6</b>	<b>16.3</b>	<b>19.1</b>	<b>20.6</b>
지배주주	16.3	19.6	16.3	19.1	20.6
<b>총포괄이익</b>	<b>16.3</b>	<b>19.6</b>	<b>16.3</b>	<b>19.1</b>	<b>20.6</b>
매출총이익률 (%)	31.6	35.1	35.5	35.6	35.6
영업이익률 (%)	0.6	5.6	6.1	6.2	6.2
EBITDA마진률 (%)	4.3	9.6	10.0	9.8	9.6
당기순이익률 (%)	4.0	4.5	3.5	3.9	3.9
ROA (%)	2.5	2.9	2.3	2.6	2.7
ROE (%)	5.0	5.6	4.4	5.0	5.2
ROIC (%)	0.5	5.0	5.3	6.2	6.8
<b>주요 투자지표</b>					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	25.4	21.3	18.8	16.1	14.9
P/B	1.2	1.2	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	32.1	13.0	10.0	8.7	8.4
P/CF	10.0	5.8	7.8	8.0	7.6
배당수익률 (%)	0.8	1.5	2.0	2.0	2.0
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	4.3	6.4	5.1	6.2	6.3
영업이익	-58.5	957.4	14.8	7.6	6.3
세전이익	444.0	31.5	-12.8	10.5	7.9
당기순이익	316.6	20.1	-16.9	17.1	7.9
EPS	316.6	10.9	-17.6	17.1	7.9
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	98.3	87.8	94.3	93.7	92.9
유동비율	130.7	116.1	123.9	124.2	124.5
순차입금/자기자본	47.7	34.9	40.9	28.3	27.9
영업이익/금융비용	0.4	4.5	4.8	5.1	5.4
총차입금 (십억원)	189.0	158.6	179.0	179.0	179.0
순차입금 (십억원)	159.5	128.0	155.1	111.2	113.6
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,298	1,439	1,186	1,389	1,498
BPS	26,569	26,676	27,580	28,519	29,567
CFPS	2,234	3,857	2,869	2,804	2,917
DPS	265	450	450	450	450

Stock Data

KOSPI(11/14)	2,138.86pt
시가총액	3,083억원
발행주식수	13,764천주
액면가	500원
52주 최고가 / 최저가	33,000/19,900원
90일 일평균거래대금	9억원
외국인 지분율	6.1%
배당수익률(19.12E)	2.0%
BPS(19.12E)	27,575원

주가수익률

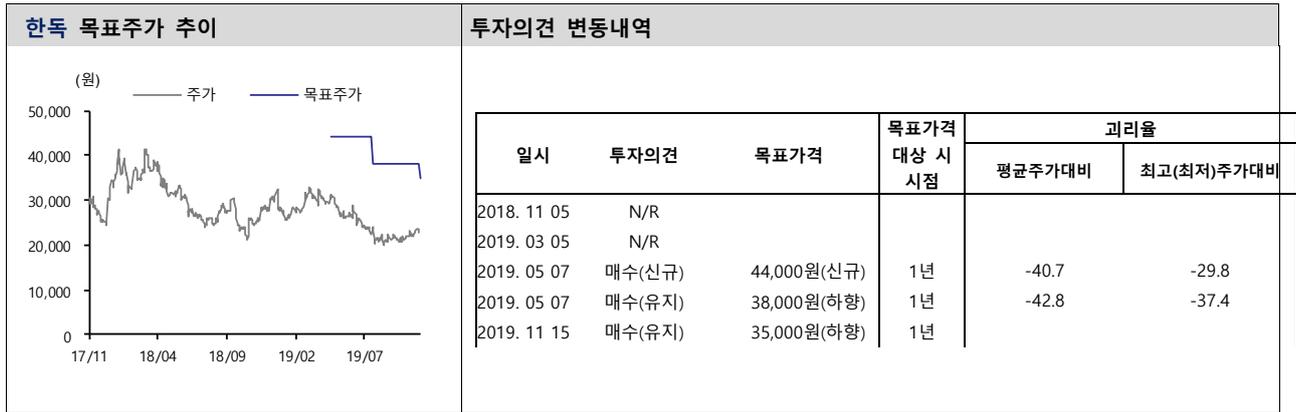
(%)	1W	1M	6M	1Y
절대수익률	-4.0	7.3	-20.6	-8.4
상대수익률	-3.0	3.5	-22.7	-10.9

주주구성

김영진 (외 11 인)	43.4%
자사주 (외 1인)	1.1%
한독우리사주 (외 1인)	0.2%

Stock Price





**Compliance Notice**

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 하태기)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

**투자등급 및 적용 기준**

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비	Overweight(비중확대)			
	업종 비중 기준	Neutral (중립)			
	투자등급 3 단계	Underweight (비중축소)			
Company (기업)	투자등급 4 단계	Buy (매수)	+15% 이상	52.4%	투자의견 비율은 의견 공표 종목들의 맨 마지막 공표 의견을 기준으로 한 투자 등급별 비중 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)
		Hold (보유)	-15% ~+15%	1.7%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대	0.0%	
		Not Rated(투자의견없음)	등급부류	45.8%	
		합계		100.0%	