휴온스 (084110)

13 Mar 2007

제약

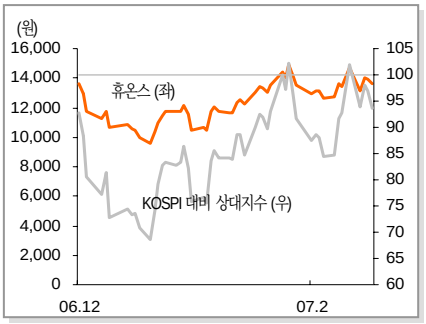
BUY(Initiate)	Target Price (6 months)	W18,000
Comment	Current Price (as of Mar 9)	W13,800

황상연
02) 3774-1723
shwang@miraeasset.com

발행 주식수(천주)	6,875
액면가(원)	500
시가총액 (십억원)	95
52 주 최저 / 최고(원)	9,600/14,950
52 주 일간 Beta (KOSPI 대비)	1.2
평균거래량(3M, 천주)	304
평균거래대금(3M, 백만원)	4,139
외국인소유지분율 (%)	0.3
06 년 주당 예상배당금(원)	0
07 년 주당 예상배당금(원)	0
07 년 예상 EPS Consensus(원)	1,614
Consensus 차이(%)	(13.4)

주요주주 지분율(%)	
윤성태 외	39.46

	1M	6M	12M
주가상승률(%)	1.8	0.0	0.0
KOSPI 대비 상대수익률(%)	2.1	0.0	0.0



Company Description

휴온스는 비만치료제, 주사용 비타민 C 등 생활 개선형 의약군(QOL)에 강점을 보유한 제약업체임. 이외 품목군은 순환계, 항생제, 마취제 분야의 제네릭 의약품들임. 일반의약품 및 처방의약품, 보험 대상 의약품과 보험 비급여 의약품에 고른 매출 의존도를 나타내고 있는 점도 동사의 주요 특징임.

비만치료제 기반으로 제2의 도약 준비

■ 영리한 니치마켓 플레이로 지속적 성장

휴온스(084110)에 대해 BUY 투자의견과 18,000원의 목표주가를 제시하며 커버리지를 개시함. 동사는 제네릭 의약품 및 이른바 웰빙 의약품군에 특화된 업체로, 2003년 이후 매출액과 영업이익의 연평균 성장율이 각각 30.1%, 62.1%에 달하는 고성장세를 구가하고 있음. 동사는 새로운 OTC 비만치료제 출시로 올해 역시 견고한 수익성 기조를 이어갈 것으로 전망됨. 동사의 제품 포지셔닝은 비만치료제 또는 태반 주사제와 같은 니치 마켓을 위주로 이루어져 있으며, 이러한 제품 라인업은 국내 처방약 시장의 제도 변화 리스크가 팽배해 있는 상황에서 건강보험 급여에 대한 의존도를 한층 완화시켜 줄 수 있을 것으로 판단함. RIM 모델로부터 산출된 동사의 적정가는 18,000원으로 이는 PBR 2.2배, PER 11.3배에 해당하여 현재 당사 제약 유니버스 평균 PBR 2.3x, PER 13.8x 대비 낮은 수준임.

■ 매력적인 신규 아이템

이른바 'well-being medicines'인 생활개선 의약품 부문이 동사 전체 매출의 40%를 차지하고 있음. 고령화 및 소득 수준 향상에 따라 고조되고 있는 건강관리에 대한 관심이 생활 개선 의약품 시장의 성장 기반으로 작용하고 있음. 예를 들면, 태반 주사제 시장은 허가된 적응증의 범위가 다소 제한적임에도 불구하고 주름 개선과 미백 등 off-label 사용이 크게 늘면서 3년 사이 시장 규모가 300억까지 급격한 팽창을 이루었음. 동사의 주요 생활개선 의약품 품목은 비만 치료제, 고용량 비타민 C 주사제 및 태반 주사제 등으로 각각 동사 매출의 26%, 11%, 3% 비중을 차지하고 있음. 천연물 추출액을 원료로 하는 새로운 OTC 비만치료제 Salsarazin 및 히알루온산 첨가 인공 눈물 출시 효과로 지속적인 성장 국면을 이어갈 수 있을 전망. 당사 리서치는 동사의 올해 매출액과 영업이익을 각각 전년 대비 24.8%, 32.3% 성장한 600억원, 130억원으로 추정함.

■ Risk 요인

현재 대부분의 국내 주요 제약 업체들은 심각한 제도 변화 소용돌이 속에 놓여있음. 동사 역시 예외는 아니나 보험 급여 해당 품목은 전체 매출 비중의 50% 이하로 국내 여타 제약업체 대비해서는 제도 리스크가 비교적 낮은 편으로 판단됨. 동사는 2008년까지 원료의약품 수출 증대를 목표로 FDA cGMP 수준의 제조 시설 업그레이드를 위한 250억원의 투자 결정을 발표하였는데, 점차 강화되고 있는 원료의약품(API) 수출 시장 경쟁 하에서 현재 추진 중인 공장 업그레이드 완료 이후, 현 수준의 가동율을 유지할 것인지의 여부가 주요 관건. 현재 산학 연계 네트워크로부터 창출된 수 종의 파이프라인 품목을 보유하고 있기는 하지만, 동사의 R&D 능력은 국내 top-tier 업체 대비해서는 다소 취약한 수준으로 판단됨.

결산월 12월	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	경상이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2004	27.7	4.8	7.1	4.0	3.0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	30.0
2005	38.6	7.7	9.6	7.3	5.6	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	33.1
2006P	48.1	9.8	11.6	10.1	7.6	1,268	N/A	10.9	2.2	8.2	24.2
2007E	60.0	13.0	15.3	13.2	9.6	1,397	10.2	9.9	1.9	6.0	21.2
2008E	69.0	17.0	19.4	17.6	12.8	1,861	33.2	7.4	1.5	4.3	22.7

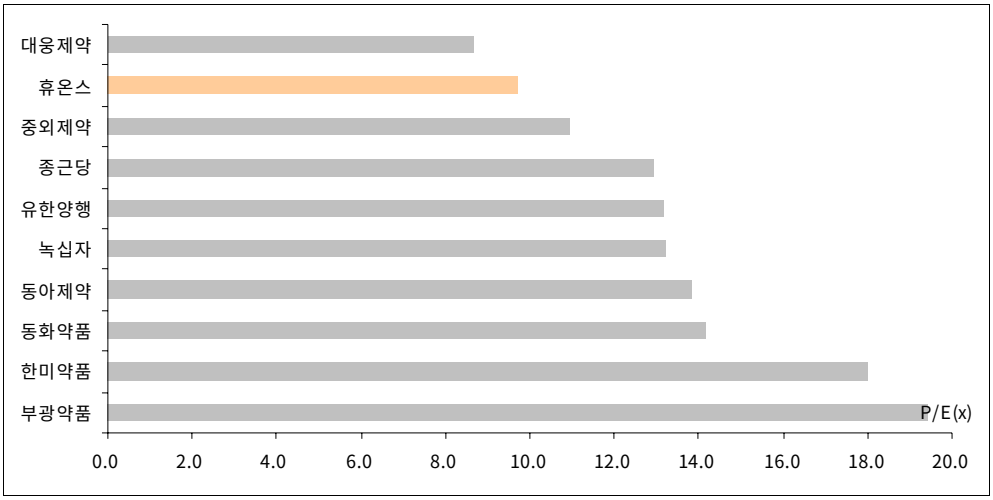
Valuation

<표 1> Residual Income Model

(십억원)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	잔여가치
BV	50.1	62.8	77.3	92.9	108.9	126.7	145.8	166.7	194.4	225.2	
순이익	9.6	12.8	14.8	17.1	18.2	20.7	22.8	25.2	27.7	30.7	
ROE	19.2	20.4	19.2	18.4	16.7	16.3	15.6	15.1	14.3	13.7	
COE	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	
RI	4.4	6.2	6.7	7.4	6.8	7.4	7.5	7.7	7.3	7.1	
PV RI	4.4	5.6	5.4	5.4	4.5	4.4	4.0	3.7	3.2	2.8	27.6
시가	111.3										
적정가	18,550										

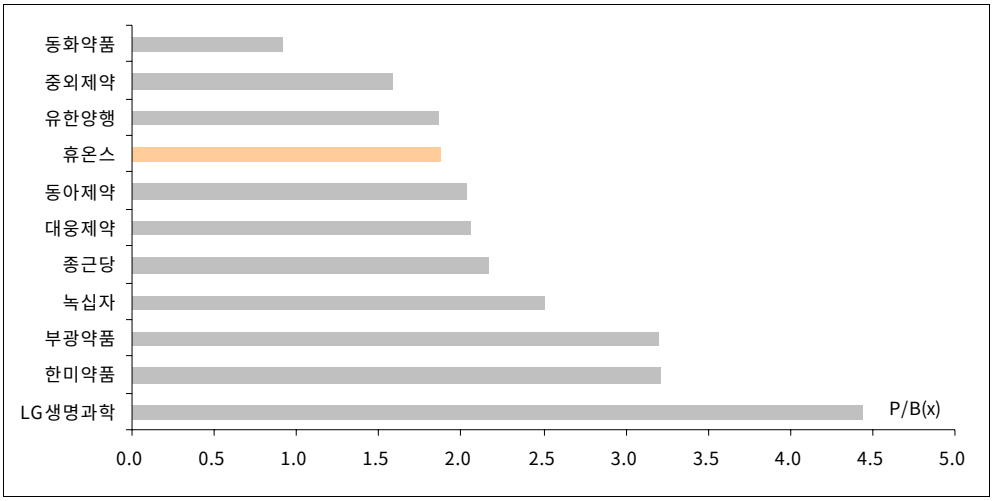
자료: 휴온스, 미래에셋증권 리서치센터 추정

<그림 1> 미래에셋 제약업종 유니버스 PER 비교



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

<그림 2> 미래에셋 제약업종 유니버스 PBR 비교



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

Sales Breakdown

<표 2> Sales Breakdown

	2003	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E
실매출 (십억원)							
QOLs	1.0	3.5	12.7	19.5	29.1	36.6	42.2
anti obesity	0.6	1.3	6.7	12.7	19.3	24.7	28.7
Inj Vitamin C	0.4	2.2	3.2	5.2	6.9	8.1	9.0
Placenta extract			2.8	1.6	2.9	3.8	4.6
Lidocaine	4.7	5.2	5.6	5.6	5.5	5.5	5.5
Plastic Ampules	3.1	3.1	3.5	4.2	5.0	5.6	6.3
Prescription Drugs	13.3	16.3	19	19.5	20.1	20.9	21.8
miscellaneous	0.1	(0.4)	(2.2)	0.1	0.3	0.4	0.2
Sum	22.2	27.7	38.6	48.9	60.0	69.0	76.0
성장율 (%)							
QOLs		22.6	16.6	2.6	3.1	4.2	4.1
anti obesity		250.0	262.9	53.5	49.2	25.8	15.4
Inj Vitamin C		116.7	415.4	89.6	52.0	28.0	16.0
Placenta extract		450.0	45.5	62.5	33.0	17.0	11.0
Lidocaine				(42.9)	80.0	32.0	21.0
Plastic Ampules		10.6	7.7	0.0	(1.1)	(1.2)	0.5
Prescription Drugs		22.6	16.6	2.6	3.1	4.2	4.1
Miscellaneous*		0.0	12.9	20.0	18.0	12.0	14.0

자료: 휴온스, 미래에셋증권 리서치센터 추정.
주: 태반치료제의 경우 식품의약품안전청의 품목별 회수 조처에 따라 2006년 하반기 시장이 위축되었으나, 적격 원료 승인을 받은 10여 개 업체 위주로 시장이 재편됨에 따라 다시 성장 국면 전개가 예상됨.
* Miscellaneous : 매출할인 및 기타 품목 포함

추정재무제표

대차대조표

(단위 : 십억원)	2004	2005	2006P	2007E	2008E
유동자산	15.0	27.5	37.4	47.6	60.1
현금 및 단기금융상품	1.0	3.6	3.7	7.6	15.5
매출채권	10.9	17.0	19.4	24.2	27.8
재고자산	2.5	4.2	4.3	5.4	6.2
고정자산	9.2	13.2	17.4	18.7	20.2
투자자산	1.8	3.5	1.5	5.1	5.3
유형자산	7.1	9.4	12.5	13.5	14.8
무형자산	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1
자산총계	24.2	40.6	54.8	66.2	80.4
유동부채	8.9	14.9	10.9	12.8	14.2
매입채무	4.2	4.0	3.6	4.5	5.2
단기차입금	3.0	4.8	3.4	3.4	3.4
유동성장기부채	0.3	0.6	0.0	0.0	0.0
고정부채	3.6	3.4	3.4	3.4	3.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	2.8	2.1	0.5	0.5	0.5
부채총계	12.5	18.3	14.3	16.2	17.6
자본금	1.5	2.8	3.4	3.4	3.4
자본잉여금	2.0	5.6	15.6	15.6	15.6
이익잉여금	8.2	13.8	21.4	31.0	43.7
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	11.7	22.3	40.5	50.1	62.8
총차입금	5.8	6.9	3.9	3.9	3.9
순차입금	4.8	3.3	0.2	(3.7)	(11.6)

손익계산서

(단위 : 십억원,%)	2004	2005	2006P	2007E	2008E
매출액	27.7	38.6	48.1	60.0	69.0
증가율	24.7	39.6	24.5	24.8	15.0
매출원가	14.5	18.0	19.9	23.8	27.2
매출총이익	13.1	20.6	28.2	36.2	41.8
증가율	29.3	57.3	36.8	28.2	15.5
매출총이익률	47.4	53.4	58.7	60.3	60.5
판매비및일반관리비	8.3	12.9	18.4	23.2	24.8
영업이익	4.8	7.7	9.8	13.0	17.0
증가율	84.0	60.5	27.9	32.3	30.6
영업외손익	(0.8)	(0.4)	0.2	0.3	0.7
순금융비용	0.3	0.3	0.2	0.0	(0.2)
외환관련손익	(0.0)	0.1	0.3	0.1	0.3
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.5)	(0.2)	0.1	0.2	0.2
경상이익	4.0	7.3	10.1	13.2	17.6
증가율	125.7	80.9	38.2	31.6	33.2
특별손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전순이익	4.0	7.3	10.1	13.2	17.6
법인세비용	1.0	1.7	2.5	3.6	4.9
당기순이익	3.0	5.6	7.6	9.6	12.8
EPS	-	-	1,268	1,397	1,861
증가율	-	-	-	10.2	33.2
EBITDA	7.1	9.6	11.6	15.3	19.4
증가율	33.7	34.3	21.3	31.5	27.1

현금흐름표

(단위 : 십억원)	2004	2005	2006P	2007E	2008E
영업활동 현금흐름	2.9	1.7	5.7	7.1	11.7
당기순이익	3.0	5.6	7.6	9.6	12.8
감가상각비	2.2	1.7	1.6	2.2	2.4
무형자산상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
외화환산손실(이익)	(0.0)	(0.1)	(0.2)	(0.0)	(0.1)
지분법평가손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 감소(증가)	(3.4)	(8.5)	0.0	(5.0)	(3.8)
매출채권의 감소(증가)	(3.9)	(6.6)	0.0	(4.8)	(3.6)
재고자산의 감소	(0.3)	(1.8)	0.0	(1.1)	(0.8)
매입채무의 증가(감소)	0.8	(0.2)	0.0	0.9	0.7
기타	1.0	2.8	(3.5)	0.3	0.4
투자활동현금흐름	(1.8)	(8.1)	(10.0)	(3.2)	(3.8)
단기금융상품의 처분(취득)	(0.2)	(2.5)	(5.1)	0.0	0.0
유가증권 처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산의 취득	(1.3)	(4.1)	3.8	3.1	3.7
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 감소(증가)	(0.1)	(0.1)	0.0	(0.1)	(0.1)
투자자산의 감소(증가)	(0.2)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타	(0.0)	(1.3)	(8.7)	(6.2)	(7.4)
재무활동현금흐름	(1.0)	6.5	7.1	(0.0)	(0.1)
차입금의 증가(감소)	(1.0)	1.6	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	0.0	5.0	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	0.0	0.0	0.0	(0.0)	(0.1)
기타	0.0	(0.0)	7.1	0.0	0.0
순현금흐름	0.1	0.2	2.8	3.9	7.8
기초현금	0.7	0.8	0.9	3.7	7.6
기말현금	0.8	0.9	3.7	7.6	15.5
잉여 현금흐름	1.1	(6.4)	(4.3)	4.0	7.9

자료: 휴온스, 미래에셋증권 리서치센터 추정

투자지표

(단위 : 원, %)	2004	2005	2006P	2007E	2008E
주당 지표(원)					
EPS	-	-	1,268	1,397	1,861
BPS	-	-	6,188	7,262	9,113
주당 EBITDA	-	-	1,934	2,221	2,822
주당 현금배당금	-	-	0	0	0
PER	-	-	10.7	9.7	7.3
PBR	-	-	2.2	1.9	1.5
EV/EBITDA	-	-	8.1	5.9	4.2
배당수익률	-	-	0.0	0.0	0.0
수익성					
매출총이익률	47.4	53.4	58.7	60.3	60.5
영업이익률	17.3	19.9	20.4	21.7	24.6
EBITDA 이익률	25.8	24.8	24.1	25.4	28.1
경상이익률	14.6	18.9	21.0	22.1	25.6
순이익률	11.0	14.6	15.8	16.0	18.5
ROE	30.0	33.1	24.2	21.2	22.7
ROIC	22.6	27.0	20.6	19.1	20.3
안정성					
부채비율	107.1	82.3	35.3	32.3	28.1
순차입금비율	43.6	17.5	0.4	순현금	순현금
유동비율	168.1	184.2	342.4	371.7	423.0
이자보상배율(배)	17.7	25.9	47.6	1,512.5	(90.5)
활동성 (회)					
총자산회전율	1.2	1.2	1.0	1.0	0.9
매출채권회전율	3.1	2.8	2.6	2.8	2.7
재고자산회전율	11.6	11.5	11.3	12.4	11.9
매입채무회전율	7.3	9.4	12.5	14.7	14.1
순운전자본회전율	4.0	3.4	2.4	2.1	2.2

자료: 휴온스, 미래에셋증권 리서치센터 추정