



휴온스 (084110)

Buy (상향)
TP 55,000 원

14.2Q Preview : 외형&수익 모두 우수한 성장 전망

- **투자의견 매수(유지), 목표주가 55,000 원으로 상향**
 - 투자의견 매수, 목표주가 55,000원으로 상향
 - 12개월 Forward EPS(BW 완전희석)에 최근 5년간 동사의 역사적 PER과 업종 PER, 프리미엄을 적용한 목표 PER 20배에 자회사 가치를 반영한 SOTP를 활용하여 산정함
 - 07월 14일 종가대비 15.8% 상승여력
 - **목표가격은 사실상 국내 유일의 TBM(Total Business-model)으로 정부규제와 별개로 지속적인 성장과 수익성 유지, ETC 외 다양한 분야로의 진출, 자회사 가치 고려시 타당하다고 판단**

- **투자포인트 : 안정적인 펀더멘털 + 신뢰성 있는 풍부한 모멘텀**
 - ① 외형
 - 국내 대표 종합 헬스케어 업체로서 자리 매김 → ETC(급여+비급여), OTC, API, 수탁(아웃소싱), 수출, 특수 ETC(점안제, 필러, 마취제 등), 화장품 등 전사업부문의 고른 성장 전망
 - 연초 도입한 독일 비오신사의 오리지널 의약품 셀레나제(면역증강제)의 안정적인 시장 안착에 주목
 - ② 수익
 - 고부가가치 품목(비급여&Beauty) 확대로 높은 수익성 지속
 - 2Q~3Q 계절적 성수기에 접어든 주력품목인 비만치료제 수요로 전사 수익성(OPM)은 제고될 것으로 전망

- **결론 : 현 한국 제약산업 환경 하에서 새로운 투자시각 필요**
 - ① 14.2Q K-IFRS 개별 기준 매출액 375 억원(+15.8% YoY) 영업이익 60 억원(+16.2% YoY, OPM 16.0%) 순이익 48 억원(+67.3% YoY, NPM 12.9%) 달성 전망
 - ② 외형은 전 사업부문의 안정적인 성장, 수익은 고부가가치 중심의 사업군 확보로 인해 업계 최고수준의 실적 예상
 - ③ **14.2Q 이후에도 동사의 전통적 성수기인 점과 하반기 자회사(휴메딕스)의 IPO 이슈, 중국(휴온랜드) 공장완공 등을 감안 → 안정적 펀더멘털과 풍부한 모멘텀으로 매수유지**

(억원, 원배, %)	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	1,310	1,475	1,648	1,845
영업이익	183	226	264	312
순이익	123	183	213	251
EPS	1,184	1,719	2,001	2,361
증감율(%)	69.7	45.2	16.4	18.0
BPS	10,430	12,096	13,842	15,951
PER	33.8	27.6	23.7	20.1
PBR	3.8	3.9	3.4	3.0
EV/EBITDA	18.0	15.9	13.9	11.9
ROE	11.9	14.8	15.0	15.4
부채비율	44.8	38.6	35.6	32.7

시장대비 상대강도 : 1개월(1.06), 3개월(1.17), 6개월(1.10)

업종 : 제약,바이오,의료기기 / 2014.07.15
Analyst 김현욱
(6309-2833 / huynwook.kim@meritz.co.kr)
RA 은경완
(6309-2697 / kyungwan.eun@meritz.co.kr)

Rating & Target Price

New : Buy	55,000원
증가(07/14)	47,500원

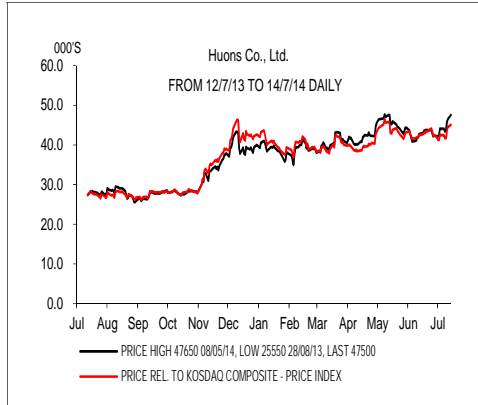
Market Data

KOSPI	1,993.88pt
KOSDAQ	561.50pt
시가총액	5,056억원
발행주식수	1,064만주
외국인지분율	2.67%
DPS(2013)	200원
배당수익률(2013)	0.5%

Company Data

매출구성	ETC(급여)	42%
	ETC(비급여)	24%
	수탁	10%
주요주주	윤성태외 19인	37.42%
	에셋플러스자산운용	5.00%

Bloomberg	084110 KS
Price Range(52주)	25,550~47,650원
60일 평균거래량	75,502주
60일 평균거래대금	33.2억원





**동사에 대한
 시장의 재평가는 향후
 국내 제약사
 지향점과 가치산정에
 매우 중요**

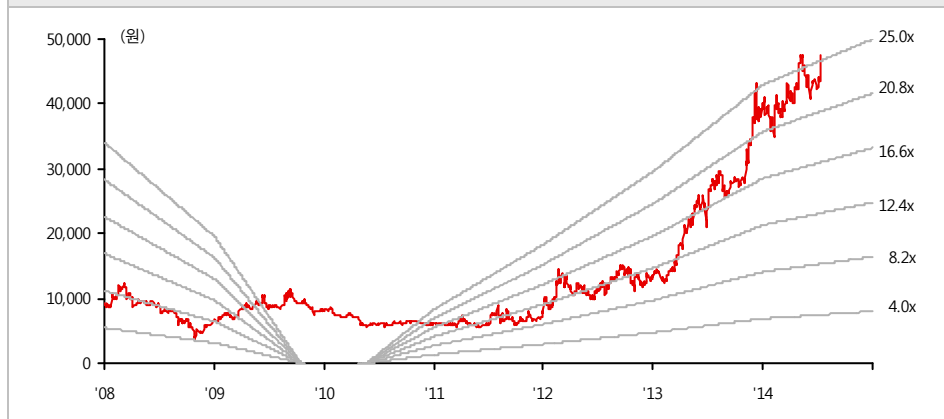
Valuation

휴온스에 대한 목표주가는 ①다양한 사업포트폴리오로 정부규제나 각종 정책 등 외부변수 민감도가 낮다는 점, ②점안제(인공눈물) 생산판매 전문 중국 북경 JV법인 '휴온랜드'와 히알우론산(HA) 원료를 자체 확보, 점안제(인공눈물), 필러, 화장품 등의 생산이 가능한 '휴메딕스(14.4Q IPO예정)' 등 경쟁력을 갖춘 자회사를 확보한 점, ③cGMP급 우수 생산시설을 바탕으로 수탁(아웃소싱) 및 수출경쟁력(美 FDA 인증 진행)을 확보한 점, ④오리지널 도입 비즈니스 모델(OBM)까지 사업구조를 확대한 점을 반영하여 12개월 Forward EPS (BW 완전희석 기준)에 최근 5년간 동사의 역사적 PER과 업종 PER, 프리미엄을 적용한 목표 PER 20배에 회사사 가치를 반영한 SOTP(Sum of the part)를 이용하였다.

항목	기업가치	비고
① 12개월 Forward EPS	1,884	가중평균 적용 (716 + 1,167)
2014년	716	1,719 X (5 / 12)
2015년	1,167	2,001 X (7 / 12)
② 산출된 목표 PER (배)	20.0	(③ + ④) / 2 X (1 + ⑤)
③ 5년간 평균 PER	21.9	(10.3 + 24.2 + 19.1 + 33.8) / 4, 10년 제외
④ 업종 평균 PER	21.2	2014년 예상 PER
⑤ 할인 및 프리미엄	-7%	정부 Risk 無 + 실적성장 + R&D
⑥ 목표주가	38,000	① X ② = 37,713원 조정
⑦ 목표주가 기준 시가총액	4,045억	
⑧ 회사사 가치	2,205억	
휴메딕스	1,530억	지분을 45% (장외가격 적용)
휴온랜드	675억	지분을 45% (DHP코리아, 삼천당제약 활용)
⑨ SOTP 적용 시가총액	6,250억	⑦ + ⑧
⑩ SOTP 적용 목표주가	54,821	BW완전 희석기준
⑪ 최종 목표주가	55,000	07/14 증가대비 15.8% 상승여력

자료: 메리츠증권증권 리서치센터 추정

[그림 22] PER Forward Band Chart



자료: 메리츠증권증권 리서치센터 추정





■ 분기별 실적 현황 및 전망

[표 10] 2014년 분기별 실적추정 현황 (단위: 십억원, %)

	변경 전(2014.04.15)					변경 후(2014.07.15)				
	1Q(F)	2Q(F)	3Q(F)	4Q(F)	연간	1Q	2Q(F)	3Q(F)	4Q(F)	연간
매출액	35.5	36.0	37.1	37.5	146.1	35.4	37.5	37.1	37.5	147.5
YoY	20.0	11.0	9.0	7.0	11.4	19.5	15.8	9.0	7.0	12.5
영업이익	5.5	5.4	5.7	5.8	22.4	5.1	6.0	5.7	5.8	22.6
순이익	4.5	4.4	4.6	4.7	18.2	4.1	4.8	4.6	4.7	18.3
OPM	15.4	15.1	15.3	15.5	15.3	14.3	16.0	15.3	15.5	15.3
NPM	12.5	12.3	12.4	12.6	12.5	11.7	12.9	12.4	12.6	12.4

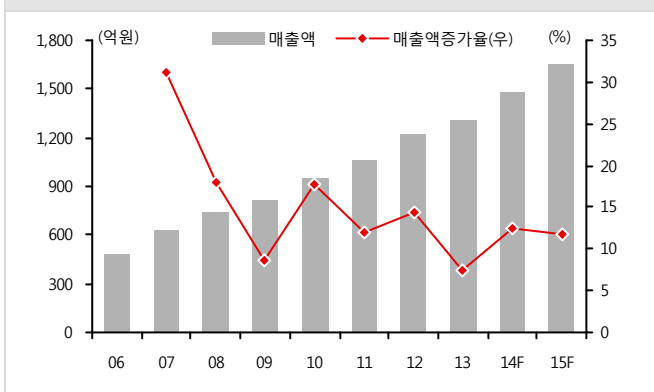
주: K-IFRS 개별 기준
 자료: 메리츠증권증권 리서치센터 추정

[표 11] 2014년 및 2015년 실적 추정 (단위: 십억원, %)

	2014(F)					2015(F)				
	1Q	2Q(F)	3Q(F)	4Q(F)	연간	1Q(F)	2Q(F)	3Q(F)	4Q(F)	연간
매출액	35.4	37.5	37.1	37.5	147.5	39.6	41.6	41.5	42.0	164.8
YoY	19.5	15.8	9.0	7.0	12.5	12.0	11.0	12.0	12.0	11.7
영업이익	5.1	6.0	5.7	5.8	22.6	6.2	6.6	6.7	6.8	26.4
순이익	4.1	4.8	4.6	4.7	18.3	5.0	5.3	5.4	5.5	21.3
OPM	14.3	16.0	15.3	15.5	15.3	15.7	15.9	16.1	16.3	16.0
NPM	11.7	12.9	12.4	12.6	12.4	12.7	12.8	13.0	13.2	12.9

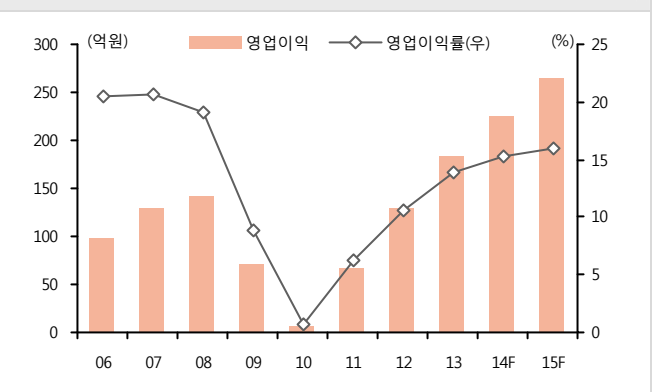
주: K-IFRS 개별 기준
 자료: 메리츠증권증권 리서치센터 추정

[그림 23] 연간 매출액 추이와 매출액증가율



자료: 메리츠증권증권 리서치센터 추정

[그림 24] 연간 영업이익 추이와 영업이익률



자료: 메리츠증권증권 리서치센터 추정





2Q FY14 Earnings Preview

Income Statement

(억원)	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	1,310	1,475	1,648	1,845
매출원가	685	764	849	939
매출총이익	626	711	799	907
판매비와관리비	443	485	535	594
기타손익	1	-15	-23	-31
영업이익	183	226	264	312
금융수익	-35	8	17	18
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0
기타영업외손익	-6	2	0	0
세전계속사업이익	142	235	280	331
법인세비용	19	52	67	79
당기순이익	123	183	213	251
지배주주지분 순이익	123	183	213	251

Statement of Cash Flow

(억원)	2013	2014E	2015E	2016E
영업활동현금흐름	158	179	236	273
당기순이익(손실)	123	183	213	251
유형자산감가상각비	60	83	83	82
무형자산상각비	2	2	2	2
운전자본의 증감	-64	-85	-62	-63
투자활동 현금흐름	-76	-146	-139	-132
유형자산의 증가(CAPEX)	-92	-123	-100	-92
투자자산의 감소(증가)	-47	-17	-28	-28
재무활동 현금흐름	-109	27	-21	-21
차입금증감	-181	-17	0	0
자본의증가	82	26	0	0
현금의증가	-26	60	76	120
기초현금	152	126	186	262
기말현금	126	186	262	382

Balance Sheet

(억원)	2013	2014E	2015E	2016E
유동자산	860	973	1,143	1,360
현금및현금성자산	126	186	262	382
매출채권	442	473	530	588
재고자산	187	201	225	250
비유동자산	792	861	911	955
유형자산	516	563	580	590
무형자산	31	36	41	47
투자자산	221	238	266	294
자산총계	1,653	1,833	2,055	2,315
유동부채	478	491	520	550
매입채무	96	103	116	128
단기차입금	178	179	179	179
유동성장기부채	73	69	69	69
비유동부채	34	19	19	20
사채	0	0	0	0
장기차입금	30	15	15	15
부채총계	511	510	540	570
자본금	53	53	53	53
자본잉여금	420	446	446	446
기타포괄이익누계액	9	12	12	12
이익잉여금	671	812	1,003	1,234
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	1,142	1,323	1,515	1,745

Key Financial Data

(억원)	2013	2014E	2015E	2016E
주당데이터(원)				
SPS	12,571	13,854	15,481	17,338
EPS(지배주주)	1,184	1,719	2,001	2,361
CFPS	2,284	3,019	3,464	3,920
EBITDAPS	2,344	2,912	3,276	3,733
BPS	10,430	12,096	13,842	15,951
DPS	200	200	200	200
배당수익률(%)	0.5	0.4	0.4	0.4
Valuation(Multiple)				
PER	33.8	27.6	23.7	20.1
PCR	17.5	15.7	13.7	12.1
PSR	3.2	3.4	3.1	2.7
PBR	3.8	3.9	3.4	3.0
EBITDA	244	310	349	397
EV/EBITDA	18.0	15.9	13.9	11.9
Key Financial Ratio(%)				
자기자본이익률(ROE)	11.9	14.8	15.0	15.4
EBITDA이익률	18.6	21.0	21.2	21.5
부채비율	44.8	38.6	35.6	32.7
금융비용부담률	1.0	0.5	0.5	0.4
이자보상배율(x)	13.4	28.6	33.7	39.9
매출채권회전율(x)	3.1	3.2	3.3	3.3
재고자산회전율(x)	7.5	7.6	7.7	7.8

