

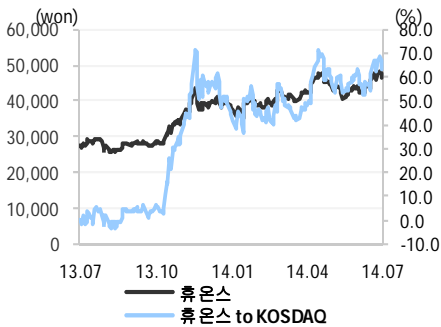
Bookook Research Center
김주용 (02)368-9514
jykim@bookook.co.kr

Buy (유지)

목표주가 **60,000원**

현재가 (원)	45,900
액면가 (원)	500
자본금 (억원)	53
시가총액 (억원)	4,885
상장주식수 (만주)	1,064
외국인보유비중 (%)	2.8
60일 평균거래량 (주)	81,169
52주 최고/최저 (원)	49,200 / 25,250
주요주주	윤성태 25.4% 윤인상 2.8%

Stock Performance



휴온스(084110)

중국시장 본격 진출: 말라가는 중국인들의 눈을 적시다.

- 2014년 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 19.5%, 25.1% 증가 전망
- 중국 합작법인 휴온랜드 준공완료, 2015년부터 본격적인 매출확대 예상
- 약 1.7조원(2013년 기준) 규모의 중국 점안제 시장에서 10% 이상의 M/S 기대

북경휴온랜드의약과기유한회사 공장준공으로 중국 점안제 시장 본격 진출

공장의 총투자금액은 1.2억위안(약 220억원)으로 연면적 9,000㎡에 7개의 점안제 생산라인 설치 가능. 중국에서 히알루론산을 원료로 하는 점안제와 안구건조증 치료제의 생산 및 공급을 할 계획. 2015년부터 Multi-dose(5~10mL) 점안제와 Mono-dose(0.4~1.0mL) 점안제 라인 각각 1개씩 가동. 중국 의약품 시장 진출을 통해 본격적인 성장동력을 마련, 휴온랜드를 통한 이익의 질이 크게 개선 전망.

자회사들의 성장강화로 지속적인 시너지 발생

자회사들의 성장강화로 연결실적 증가 및 수익성 개선이 지속될 것으로 기대. 동사의 자회사들은 유기적으로 연결되어 수직계열화가 갖추어져 있음. 자체적으로 의약품 용기, 원료 등의 원활한 공급이 가능, 원가율 개선에 따른 수익성 개선 및 상호간의 시너지로 이익성장 가속화. 자회사 휴메딕스 올해 코스닥 상장을 목표로 기업공개 준비 중, 자회사 상장으로 인한 지분가치의 재평가가 이뤄질 것으로 판단.

R&D Pipeline 강화로 차세대 성장동력 마련

천연물 신약, 개량신약, 바이오 신약 등 다양한 연구개발을 진행. 가장 주목할 만한 연구개발 성과는 패혈증치료제로 보건복지부의 보건의료연구개발사업 과제로 선정. 최근 임상1상 시험에서 임상 대상자에게 투여를 완료. 현재 항생제, 해열제 등의 대중요법 외에는 패혈증치료제가 없는 상황으로 1상 결과가 긍정적으로 발표될 경우 라이선스 아웃, 공동개발 등 신약가치 부각.

결산월	매출액	영업이익	세전이익	지배주주순이익	EPS	PER	EV/EBITDA	PBR	ROE
12 월	(억원)	(억원)	(억원)	(억원)	(원)	(배)	(배)	(배)	(%)
2011	1,164	83	46	41	458	17.5	6.5	1.0	5.3
2012	1,341	148	98	67	733	18.1	7.2	1.5	8.0
2013	1,582	279	242	174	1,667	24.0	12.7	3.9	17.1
2014E	1,891	349	345	271	2,545	18.0	11.5	3.5	21.0
2015E	2,218	403	420	333	3,131	14.7	10.1	2.8	20.9

목표주가: 60,000원

투자의견: Buy

투자포인트 및 Valuation

당사는 동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하며 목표주가를 60,000원으로 상향한다. 투자포인트는 다음과 같다. 1) 중국 노스랜드사와 합작한 북경의 휴온랜드의 공장준공으로 국내대비 약 10배 이상(약 170조원 규모)의 중국 의약품 시장에 본격적으로 진출할 수 있을 것으로 전망된다. 이로 인해 당사는 고성장하고 있는 중국 의약품 시장에서 점안제를 주력품목으로 해당시장의 약 10%이상 M/S를 확보할 수 있을 것으로 기대된다. 2) 휴메딕스, 휴니즈, 휴베나 등 자회사들의 성장강화로 연결실적 증가 및 수익성 개선이 지속될 것으로 기대된다. 동사의 자회사들은 유기적으로 연결되어 사실상 수직계열화가 갖추어져 있기 때문에 자체적으로 의약품 용기, 원료 등의 원활한 공급이 가능하며 원가를 개선에 따른 수익성 개선 및 상호간의 시너지로 여타업체 대비 이익성장이 가속화 될 수 있는 조건을 갖춘 것으로 판단된다. 또한 휴메딕스의 경우 빠르면 올해 하반기에서 내년 상반기 내에 코스닥 상장을 목표로 기업공개를 준비 중에 있어 자회사 상장으로 인한 지분가치의 재평가도 이뤄질 수 있을 것으로 보인다. 3) 천연물 신약 등 꾸준히 준비해온 R&D 연구개발도 긍정적인 성과를 나타내고 있다. 지금까지 다소 부족했던 R&D Pipeline이 강화함에 따라 차세대 성장동력 확보가 가능할 것으로 전망된다. 목표주가는 60,000원은 2014년 및 2015년 예상실적기준에 밸류에이션 구간조정을 반영(Forward 12개월 예상 EPS에 PER 20.8배를 적용)해 산정한 값으로 제천 신공장 완공(2009년)에 따른 감가상각비 반영 마무리, cGMP급 신공장을 활용한 수탁매출 증가, 자회사들을 활용한 원가경쟁력 확보 등을 감안하면 적정하다는 판단이다. 아울러 히알루론산을 활용한 필러제품, 더마샤인(약물주입기)등 의료기기 분야에도 진출하는 등 고마진 제품들을 중심으로 안정적인 Product Mix가 이뤄짐에 따라 수익성이 크게 증가하고 있다. 동사 추가산정에 가장 중요한 프리미엄 요인은 휴온랜드를 통한 중국 점안제 시장 진출로, 그동안 상위제약사들에게만 국한되었던 해외시장 진출이 본격화 될 것으로 전망되는 만큼 차세대 성장동력 확보에 따른 동사의 외형 및 이익성장이 동반될 수 있을 것으로 판단된다.

북경휴온랜드의약과기유한회사(휴온랜드) 공장준공으로 중국 점안제 시장 본격 진출

노스랜드와 합작법인 휴온랜드 공장준공
원료로 중국 진출 본격화

당사는 2012년 8월 중국 제약회사인 노스랜드사와 함께 합작법인을 설립하고 공장건설을 진행해 지난 7월 18일 공장준공식을 마쳤다. 휴온랜드에 대한 동사의 지분율은 45%이며, 노스랜드가 51%, 홍콩 인터림스가 4%를 보유하고 있다. 북경 휴온랜드 공장의 총투자금액은 1.2억위안(약 220억원)으로 연면적 9,000㎡에 7개의 점안제 생산라인이 설치가 가능하며 선진국 GMP 수준의 설비를 갖췄다. 휴온랜드는 중국에서 히알루론산을 원료로 하는 점안제와 안구건조증 치료제의 생산 및 공급을 할 계획이다. 또한 2015년 상반기 품목허가 및 GMP 인증을 마치고 본격적인 판매를 시작할 것으로 예상되며 2020년까지 해당시장에서 10%이상의 M/S를 확보할 수 있을 것으로 기대된다.

중국 의약품 시장 규모 약 170조원, 이 가운데 점안제 시장은 약 1.7조원으로 연간 평균 15% 성장

중국 통계청에 따르면 현재 중국의 의약품 시장규모는 약 9,200억위안(약170조원) 수준으로 세계 4위에 랭크되어 있으며, 인구 고령화에 따른 의약품 잠재수요 증가 및 경제성장에 따른 소비 증가의 영향으로 연간 10% 이상의 성장을 기록할 것으로 전망했다. 이 중 안과질환과 관련된 점안제 시장은 지난해 기준으로 약 100억위안(약1.7조원) 수준으로 연간 평균 15%의 성장을 나타

중국정부 점안제 생산업체에 까다로운 GMP 기준 요구, 수많은 군소업체들이 생산을 포기 또는 양도

내고 있는 것으로 추산된다. 현재 중국 정부에 등록된 의약품 업체는 약 4,700여개로 집계되고 있으며, 이중 187개 업체가 점안제 품목을 보유하고 있다. 그러나 2014년부터 중국정부가 까다로운 GMP 규정을 적용해, 이 기준을 맞출 수 없는 수많은 군소업체들이 생산을 포기하거나 품목을 양도하고 있는 상황이다. 따라서 GMP수준의 공장을 확보하고 있는 휴온랜드에게는 상대적인 수혜가 될 것으로 판단된다. 중국 점안제 시장의 점유율은 일본업체인 산텐이 1위를 차지하고 있으며 알콘과 앨러간이 그 뒤를 잇고 있다. 최근 중국내에서 센카쿠 열도를 둘러싼 영토 분쟁으로 반일감정이 커져가고 있는 점도 동사가 중국 점안제 시장에서 점유율을 높여가는데 긍정적인 요인이 될 것으로 보인다.

휴온랜드 2015년부터 7개 생산라인 중 2개 가동, 점진적으로 품목 확대되며 2018년 4개 라인 가동 예상

휴온랜드는 2015년부터 Multi-dose(5~10mL) 점안제와 Mono-dose(0.4~1.0mL) 점안제에 대해 각각 1개 라인을 가동할 계획이며 2018년부터 추가적으로 2개라인을 가동함에 따라 제품판매가 크게 증가할 것으로 판단된다. 현재 설치된 공장설비로 약 1,500억원 수준의 제품을 생산할 수 있다. 또한 현재 공장건물 내에서 7개라인을 추가적으로 증설할 수 있는 여유공간도 확보되어 있기 때문에 Capa 부족으로 인한 문제는 미리 걱정할 필요가 없다. 또한 점안제의 경우 의약품이 아닌 의료기기로 인허가를 받기 때문에 의약품보다 품목허가에 드는 시간이 덜 소요된다는 장점이 있다. 최근 중국에서도 모바일디스플레이, 스마트폰 등의 사용시간 증가 및 시력교정 수술의 확대로 안구건조증 환자 수도 증가하는 추세에 있으며 황사 및 대기오염으로 점안제 수요도 크게 증가하고 있다. 따라서 휴온스는 고성장하고 있는 중국 의약품 시장 진출을 통해 본격적인 성장동력을 마련한 만큼 점안제 판매가 본격화 될 경우 휴온랜드를 통한 이익의 질이 크게 개선될 것으로 전망된다.

[표1] 휴온랜드 R&D 파이프라인 현황

구분	제형	품목명	적응증	출시에정일
품목양수도	Multi-dose	Chloramphenicol 2.5mg	각막염	2015년 6월
	Mono-dose	Taurine 50mg	백내장, 급성결막염	
Category 3.1	Multi-dose	Moxifloxacin 5.45mg	항생제, 세균성결막염	2017년 말
	Multi-dose	Dorzolamide 22.26mg + Timolol maleate 6.83mg	녹, 백내장, 각막이식 수술후 안압강하	
Category 6 (generic)	Multi-dose	Tobramycin 3mg	항균제	2016년 1월
	Multi-dose	Levofloxacin 5mg	항생제	
	Multi-dose	Olopatadine HCL 1.11mg	항알러지, 과민성결막염	
	Mono-dose	Sodium Hyaluronate 1.0mg(0.1%)	안구건조증	
	Mono-dose	Sodium Hyaluronate 1.5mg(0.15%)	안구건조증	
	Mono-dose	Latanoprost 50ug	녹내장치료제	
수입등록	Mono-dose	Cyclosporin 5mg	안구건조증	2016년 4월

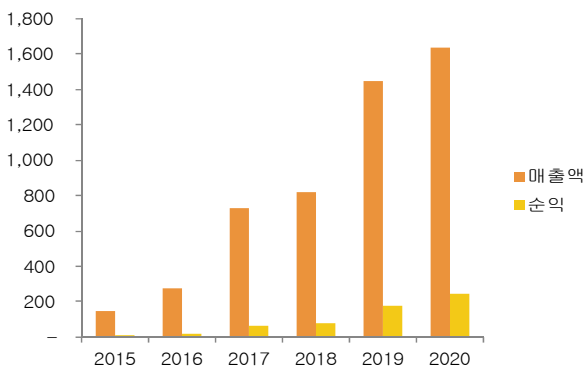
자료 : 휴온스

[표2] 휴온랜드 중장기 성장계획 가이드 라인

구분	년도별	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
	Target	construction	GMP	Item license	Generic	Category 3.1	Category 1		
생산량	멀티도스 (Btts)	공장 건설		10,000,000	20,000,000	35,000,000	35,000,000	70,000,000	70,000,000
	모노도스 (Tubes)	및		30,000,000	50,000,000	70,000,000	70,000,000	140,000,000	140,000,000
	합계 (Doses)	GMP, 제품		40,000,000	70,000,000	105,000,000	105,000,000	210,000,000	210,000,000
매출액	멀티도스 (元)	인허가		34,850,000	85,650,000	269,700,000	285,700,000	448,100,000	554,500,000
	모노도스 (元)			48,000,000	68,000,000	134,000,000	168,000,000	355,400,000	355,400,000
	합계(元)			82,850,000	153,650,000	403,700,000	453,700,000	803,500,000	909,900,000
	순익(元)			5,799,500	11,523,750	34,314,500	45,370,000	96,420,000	136,485,000
	합계(억원)			149억원	276억원	727억원	817억원	1,446억원	1,638억원

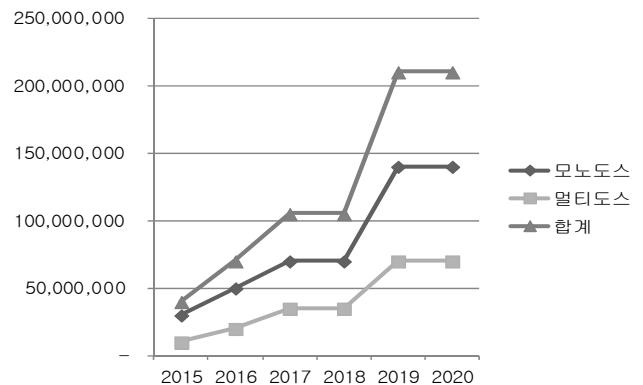
자료 : 휴온스

[그림1] 휴온랜드 매출액 및 순이익 계획 (단위 : 억원)



자료 : 휴온스

[그림2] 휴온랜드 주요 품목별 생산 계획 (단위 : EA)



자료 : 휴온스

자회사들의 성장강화로 지속적인 시너지 발생

(주)휴베나, (주)휴메딕스, (주)휴니즈 등 자회사들의 성장강화로 시너지 확대

동사는 유리용기, 바이알, 앰플 등 의약품 부재료를 전문으로 생산하는 (주)휴베나, 히알루론산 원료를 활용해 관절염치료제, 안과수술보조제, 필러 등의 제품을 생산하는 (주)휴메딕스, 신장투석기 세척액 및 의료기기소독제를 판매하는 (주)휴니즈 등에 지분을 투자해 바이오 기반 의료기기 사업과 의약품 사업에 진출했다. 동사는 자회사들의 성장강화로 연결실적 증가 및 수익성 개선이 지속될 것으로 기대된다. 동사의 자회사들은 유기적으로 연결되어 사실상 수직계열화가 갖추어져 있기 때문에 자체적으로 의약품 용기, 원료 등의 원활한 공급이 가능하며 원가를 개선에 따른 수익성 개선 및 상호간의 시너지로 여타업체 대비 이익성장이 가속화 될 수 있는 조건을 갖춘 것으로 판단된다.

(주)휴베나: 의약품 부재료 생산업체
지분율: 40.6%

(주)휴베나는 주로 앰플, 바이알, 카트리지 등의 유리용기를 생산하는 업체로 1996년에 설립됐으며 동사는 (주)휴베나의 지분 40.6%를 보유하고 있다. 동사는 매출비중이 높은 주사제 및 생리식염수 등의 용기를 (주)휴베나로부터 공급받고 있기 때문에 의약품 부재료로 인한 원가부담을 낮출 수 있었다. 최근 약가인하의 영향으로 원가율에 대한 부담이 가중되고 있는 상황에서 자회사를 통한 원가조정이 가능했던 점도 휴온스의 이익개선에 크게 기여했던 것으로 판단된다.

(주)휴니즈: 손소독제, 의료기기용 세척소독제 생산
지분율: 25.7%

(주)휴니즈는 손소독제 및 의료기기용 세척소독제를 생산하는 업체로 동사의 지분율은 25.7%이다. 최근 병원내감염이 사례가 급증하고 있는 상황이다. 병원내감염은 병을 치료하는 장소에서 오히려 세균 또는 바이러스에 감염이 되는 것으로 환자나 의료종사자의 손, 신발, 의료기기에서 비롯되는 경우가 대다수이다. 더군다나 황색포도상구균을 비롯한 항생제에 강한 내성을 가진 MRSA(메틸시린내성황색포도상구균)의 경우 원내감염으로 사망에 이르는 경우도 늘어나고 있다. 휴니즈의 제품은 효소제와 1차소독을 한번에 할 수 있는 소독제로 안전성과 편의성에서 인정을 받고 있다.

(주)휴메딕스: 히알루론산 원료공급, 관절염치료제, 필터 등 생산
지분율: 45.5%

가장 주목할 만한 자회사는 (주)휴메딕스로 자회사들 중 가장 큰 성장을 나타내는 기업이다. 주력 품목으로는 히알루론산 원료를 활용한 관절염치료제, 안과수술보조제, 다양한 미용성형용 필터(제품명: 엘라비에 시리즈) 등의 제품을 생산하고 있으며 (주)휴메딕스에 대한 동사의 지분율은 45.5%이다. 동사는 (주)휴메딕스를 통해 히알루론산 원료의 안정적인 공급과 주력품목인 카이닉스(점안제)의 원료와 제품을 공급받고 있어 시너지가 큰 것으로 파악된다. 또한 자체적으로도 황반변성 치료용 항체, 관절염치료제 등 바이오 신약과 화장품, 의료기기, 바이오소재 등의 R&D를 진행하고 있어 독자적인 제약기업으로 판단해도 무리가 없어 보인다. 또한 휴메딕스는 빠르면 올해 하반기에서 내년 상반기 내에 코스닥 상장을 목표로 기업공개준비를 준비 중에 있어 자회사 상장으로 인한 지분가치의 재평가도 이뤄질 수 있을 것으로 보인다.

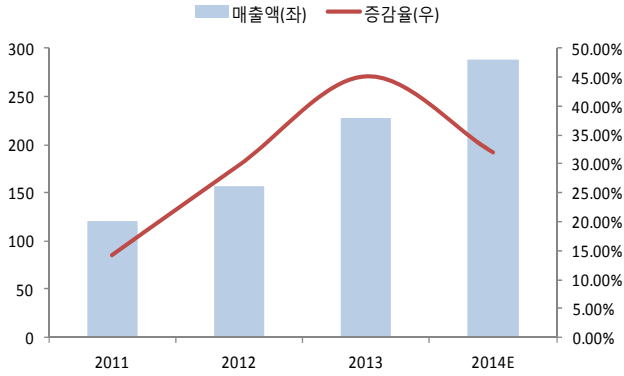
(주)휴메딕스 코스닥 상장 준비 중으로 상장될 경우 동사 지분가치의 재평가 가능

[표3] 휴메딕스 R&D 파이프라인 현황

구분	과제명	적응증(용도)	특장점	진척현황
고분자 바이오	PLLA 함유 필터 개발	미용성형	지속시간 장기필터	비임상단계
	펩타이드 함유 HA 필터 개발	미용성형	세포재생 특화 필터	비임상단계
	지속형 필터 개발	미용성형	기존 필터보다 지속기간 증가	비임상진입
단백질 바이오	HA 발효 및 정제기술 개발	의약/헬스케어소재	원천 발효기술 확보 및 대량 생산기반 구축	생산공정최적화
	PEG-멜리틴 개발	의약/헬스케어소재	안전성이 확보된 항염소재	In vitro 효능평가
합성 바이오	복합비타민 개발	의약/화장품 소재	물성개선(안정화, 수용화) 및 생체내 다중 효과	비임상효능평가 진입
	Pegylated Vit. D 개발	의약품	물성개선(안정성, 수용화)	비임상효능평가 진입
	신규 항암제 개발	전립선암/피부암	선택성 및 독성 감소	In vitro 효능평가

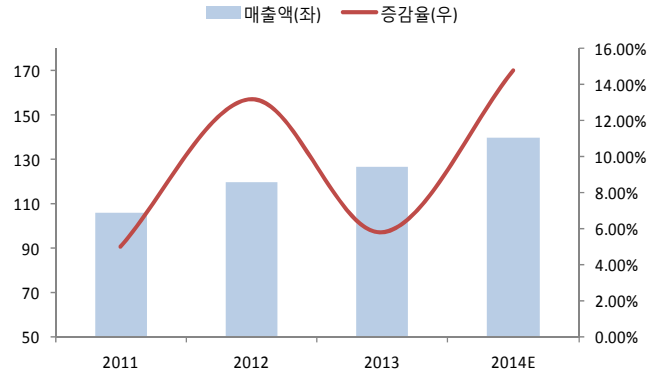
자료: 휴온스

[그림3] 휴메딕스 매출액 추이 및 전망 (단위: 억원)



자료: 휴온스 부국증권 추정

[그림4] 휴베나 매출액 추이 및 전망 (단위: 억원)



자료: 휴온스 부국증권 추정

R&D Pipeline 강화로 차세대 성장동력 마련

천연물, 개량신약, 바이오 신약 등 다양한 연구개발 진행, 패혈증치료제 임상1상 투여완료

패혈증치료제 1상 결과가 긍정적으로 발표될 경우 라이선스 아웃 및 공동개발 가능성 높을 것

동사는 천연물신약, 개량신약, 바이오신약 등 다양한 연구개발을 진행하고 있다. 현재 가장 주목할 만한 연구개발 성과는 패혈증치료제로 보건복지부의 보건의료연구개발사업 과제로 선정되어 임상시험비를 지원받았으며 성균관대와 카톨릭대의 참여로 프로젝트가 진행되고 있다. 해당 후보 물질은 패혈증 및 패혈증성 쇼크 치료를 위한 천연물신약 후보물질로 금은화(金銀花)의 정제물에서 유래하고 있다. 최근 동사는 임상1상 시험에서 임상 대상자에게 투여를 완료했다. 패혈증은 혈액에 미생물이 감염돼 전신에 심각한 염증반응이 나타나는 상태로 고열을 동반하며, 호흡곤란 및 인지력 상실 등의 신경학적 장애와 함께 중증패혈증에 이를 경우 사망률이 30% 이상으로 높은 질환이다. 현재 항생제, 해열제 등의 대증요법 외에는 패혈증치료제가 없는 상황이기 때문에 해당 신약후보 물질의 결과가 긍정적으로 발표될 경우 라이선스 아웃, 공동개발 등의 가능성이 높아 신약가치가 부각될 수 있을 것으로 판단된다. 이 외에도 천연물질을 이용한 지방간 치료제의 임상2상을 진행하고 있으며 정부기관의 지원을 받아 염증성장질환치료제, 뇌졸중치료제, 골다공증치료제 등도 개발을 진행 중에 있어 동사의 R&D Pipeline은 보다 강화될 것으로 전망된다.

[표4] 개량신약 및 Generic 개발 현황

효능	출시일정	경쟁제품	시장규모	매출계획	비고
발기,조루치료제	2016년 하반기	없음	-	2016년 30억원	임상 1상 진행 중
순환기계용약	2016년 상반기	엔테론(한림)	약 150 억원	-	3상 임상시험 중
안구건조증치료제	2014년 하반기	레스타시스(엘러간)	약 700 억원	2014년 50억원	임상3상 진행 국내특허 취득 해외특허 진행 중
고혈압 복합제	2015년 하반기	아모잘탄정(한미)	약 600 억원	2016년 30억원	임상 1상 진행 중
고혈압 복합제	2015년 상반기	세비카정(다이이찌산쿄)	약 400 억원	2015년 20억원	허가준비 중

자료: 휴온스

[표5] 정부기관 지원 R&D 파이프라인 현황

효능	지원기관	과제명	지원금	진척상황	비고
지방간 치료	지식경제부	후박추출물을 이용한 지방간 치료제 개발	약 7억원	임상 2상	진행 중
뇌졸중 치료	보건복지부	허혈성 뇌졸중 환자에 대한 mBHT의 임상 2상	10억원	임상 2상	진행 중
패혈증 치료	보건복지부	임상 1상을 통한 금은화 유래 중증 패혈증 및 패혈증성 쇼크 치료용 천연물 신약 개발	4.9억원	임상 1상	진행 중 특허등록 완료(2012.09) PCT 특허출원 완료 해외특허 출원 중
뇌졸중 치료제	교과부	허혈성 뇌졸중 치료를 위한 새로운 아데노신 A3수용체 효연제 개발	1.3억원	탐색 단계	비임상단계 (동물실험, 유효성검증)
골다공증 치료제	충청북도	간질현, 골다공치료제 등 천연물 소재탐색연구	2억원	탐색 단계	비임상단계 (동물실험, 유효성검증)

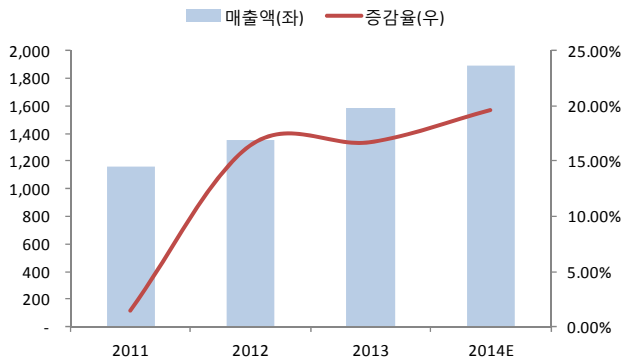
자료 : 휴온스

2014년 실적전망

2014년 매출액 1,891억원(YoY, +19.5%)
영업이익 349억원(YoY, +25.1%) 예상

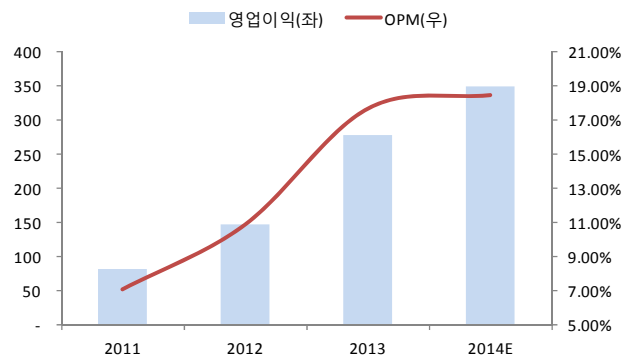
2014년 연결기준 매출액과 영업이익은 전년동기 대비 각각 19.5%, 25.1% 증가한 1,891억원, 349억원을 기록할 것으로 전망된다. 이는 전문의약품 및 국소마취제가 안정적인 매출성장을 나타내고 있는 가운데, 최근 도입한 셀레나제(면역강화제) 등 고마진 웰빙의약품 부문의 급성장, 제천 신공장을 기반으로 국내 제약사향 수탁판매가 급격하게 증가하고 있는 점에 기인한다. 또한 점안제 카이닉스 및 미용성형용 필러 엘라비에 등 히알루론산 소재의 제품군들이 시장의 수요를 충족시키며 판매가 증가하고 있는 점도 긍정적이다. 수익성 측면에서는 신공장 건설에 따른 감가상각비 반영이 마무리 되었고, 수직계열화에 따른 원가율이 절감되면서 외형성장 보다 더욱 큰 이익성장을 기록할 것으로 전망된다. 또한 동사는 다양한 사업 포트폴리오와 cGMP급 공장을 기반으로 중국 의약품 사업진출 및 해외수출 확대 등 본격적인 성장의 틀을 마련한 만큼 꾸준한 성장스토리를 이어나갈 수 있을 것으로 기대된다.

[그림5] 휴온스 매출액 추이 및 증감율(연결) (단위: 억원)



자료 : 휴온스 부국증권 추정

[그림6] 휴온스 영업이익 및 OPM 추이(연결) (단위: 억원)



자료 : 휴온스 부국증권 추정

[표6] 2014년 분기실적 전망(연결기준)

(단위 : 억원)

	1Q	2QE	3QE	4QE	2014E
매 출 액	414	461	500	516	1,891
영업이익	68	90	92	99	349
세전이익	64	89	93	99	345
지배주주순이익	51	70	72	78	271

자료 : 부국증권 추정

Compliance Note

투자의견 구분

Strong Buy (강력 매수)	향후 6개월간 현재가 대비 50% 이상의 주가상승이 예상되는 경우
Buy (매수)	향후 6개월간 현재가 대비 20%~50% 이내의 주가상승이 예상되는 경우
Hold (보유)	향후 6개월간 현재가 대비 -10~20% 이내의 등락이 예상되는 경우
Reduce (비중축소)	향후 6개월간 현재가 대비 10% 이상의 주가 하락이 예상되는 경우

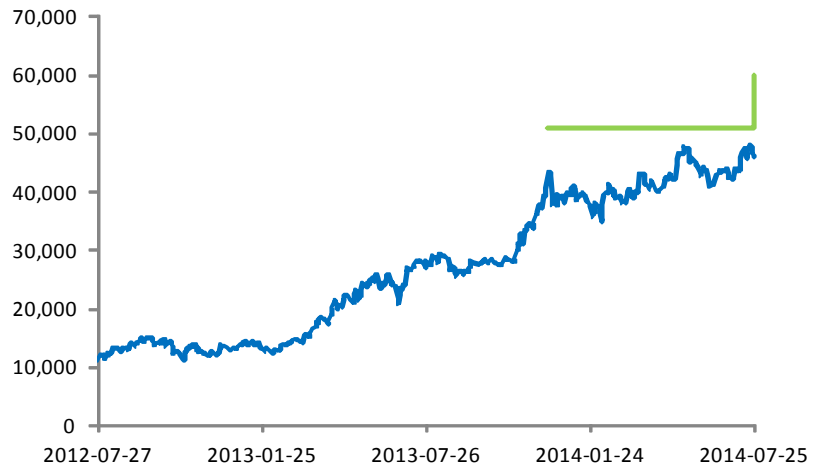
기업분석

Overweight (비중확대)	전반적인 산업의 투자비중 확대가 유효하다고 예상될 때
Neutral (중립)	전반적인 산업의 투자비중에 대한 중립이 유효하다고 예상될 때
Underweight (비중축소)	전반적인 산업의 투자비중 축소가 유효하다고 예상될 때

산업분석

2년간 투자의견 및 목표가격 변동 추이

일 자	투자의견	목표가격
2013. 12. 06	Buy	51,000원
2014. 07. 25	Buy	60,000원



- ❖ 본 자료는 2014년 07월 25일에 당사 홈페이지에 입력되었으며 그 이전에 기관투자자 및 특정인에게 제공된 사실이 없습니다.
- ❖ 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다.
- ❖ **본 자료를 작성한 애널리스트는 2014년 7월 17일부터 20일까지 휴온스의 비용으로 IR에 참석한 사실이 있음을 고지합니다.**
- ❖ 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 본 자료 발간일 기준 지난 1년간 기업의 주권 최초 상장 과 관련하여 대표주관사로 참여한 적이 없습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.
- ❖ 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인함. 작성자: 김주용
- ❖ 본 조사자료의 목적은 고객의 투자를 유도에 있는 것이 아니라, 고객의 투자판단에 참고가 되는 정보를 제공하는데 있습니다. 당사에서 제공하는 자료에는 당부서의 추정치가 포함되어 있으며, 이는 실적치와 오차가 발생할 수 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다.

추정 재무제표

재무상태표

(단위: 억원)

	2012	2013	2014E	2015E
유동자산	1,007	1,091	1,478	1,839
현금 및 현금성자산	212	194	398	690
매출채권	444	555	643	665
재고자산	192	223	270	313
비유동자산	848	971	1,010	1,044
관계기업투자등	0	36	44	57
유형자산	684	763	775	774
무형자산	70	68	69	69
자산총계	1,855	2,062	2,488	2,882
유동부채	601	635	743	781
매입채무	170	200	217	262
단기금융부채	386	366	389	444
비유동부채	325	175	184	207
장기금융부채	317	167	169	184
기타비유동부채	5	5	7	10
부채총계	926	810	928	989
지배주주지분	883	1,146	1,436	1,751
자본금	47	53	53	53
자본잉여금	346	420	446	446
이익잉여금	553	710	960	1,272
비지배주주지분	46	107	124	143
자본총계	929	1,252	1,560	1,894

현금흐름표

(단위: 억원)

	2012	2013	2014E	2015E
영업활동으로 인한 현금흐름	196	258	293	337
당기순이익(손실)	72	228	287	352
비현금수익비용가감	148	162	159	145
유형자산감가상각비	85	84	99	89
무형자산상각비	3	5	4	5
영업활동으로 인한 자산 및	-10	-121	-86	-89
매출채권 감소(증가)	-18	-113	-98	-19
재고자산의(증가)감소	-2	-31	-38	-42
매입채무 감소(증가)	38	35	21	44
투자활동으로 인한 현금흐름	-60	-164	-125	-71
유형자산처분(취득)	-104	-181	-104	-90
무형자산감소(증가)	4	0	-5	-5
장단기금융자산의 감소(증가)	13	29	-19	10
재무활동으로 인한 현금흐름	13	-115	35	26
장단기금융부채의 감소(증가)	15	-203	20	70
자본의 증가(감소)	35	121	46	0
배당금지급	-10	-14	-21	-21
현금의 증가	150	-19	204	292
기초현금	63	212	194	398
기말현금	212	194	398	690

포괄손익계산서

(단위: 억원)

	2012	2013	2014E	2015E
매출액	1,341	1,582	1,891	2,218
매출원가	704	796	953	1,125
매출총이익	636	786	938	1,093
판매비와관리비	489	507	588	690
조정영업이익	148	279	349	403
기타수익	0	0	0	0
기타비용	0	0	0	0
영업이익	148	279	349	403
이자손익	-27	-21	-15	-9
외환손익	5	3	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	3	13
세전계속사업이익	98	242	345	420
법인세비용	26	14	57	67
계속사업이익	72	228	287	352
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	72	228	287	352
지배주주	67	174	271	333
EBITDA	236	368	453	497
FCF	114	57	207	243
EBITDA 마진율(%)	17.6	23.3	23.9	22.4
영업이익률(%)	11.0	17.7	18.5	18.2
지배주주귀속 순이익률(%)	5.0	11.0	14.3	15.0

주요투자지표

(단위: 억원)

	2012	2013	2014E	2015E
P/E(x)	18.1	24.0	18.0	14.7
P/CF(x)	7.8	15.9	13.3	11.6
PBR(x)	1.5	3.9	3.5	2.8
EV/EBITDA(x)	7.2	12.7	11.5	10.1
EPS(원)	733	1,667	2,545	3,131
CFPS(원)	1,704	2,517	3,515	4,011
BPS(원)	8,792	10,323	13,190	16,178
DPS(원)	150	200	200	250
매출액증가율(%)	15.2	18.0	19.5	17.3
EBITDA 증가율(%)	22.2	55.9	23.0	9.8
조정영업이익증가율(%)	78.9	89.1	25.1	15.4
지배주주순이익증가율(%)	61.9	160.7	55.9	23.0
EPS 증가율(%)	60.2	127.4	52.7	23.0
매출채권회전율(회)	3.1	3.2	3.2	3.4
재고자산회전율(회)	7.1	7.6	7.7	7.6
ROA(%)	4.0	11.7	12.6	13.1
ROE(%)	8.0	17.1	21.0	20.9
부채비율(%)	99.7	64.7	59.5	52.2
순차입금/자기자본(%)	41.7	23.8	6.1	-6.4
영업이익/이자비용(x)	4.4	10.4	16.0	17.2