



휴온스 (084110)

Buy (유지)
TP 83,000 원

15.1Q Preview : 전년 대비 4년째 우수한 실적 전망

- **투자자의견 매수(유지), 목표주가 83,000 원으로 상향**
 - 12개월 Forward EPS에 프리미엄을 적용한 목표 PER 30배와 자회사 가치를 합산한 SOTP를 기준으로 산정
 - 04월 13일 종가대비 19.9% 상승여력
 - **목표가격은 최근 헬스케어업종에 부여되는 높은 multiple과 국내 유일 TBM으로 실적 서프라이즈를 지속적 시현, 중국향 사업 가시화, 우량 자회사 가치를 반영**

- **15.1Q Preview : 외형&수익 모두 우수한 실적 예상**
 - ① 외형
 - 15.1Q 는 동사의 전통적 비수기임에도 불구하고, TBM 구축 완료로 확대된 유통채널(distribution channel)간 시너지로 인해 전 사업부문에서 우수한 실적이 전망
 - 기존 ETC, 점안제, 필러, 수탁(아웃소싱) 외 최근 도입 품목 확대, 자회사(휴메딕스)와의 Co-promotion, 중국향 수출 증가도 외형 성장에 견인할 것으로 예상
 - ② 수익
 - 고부가가치 사업군의 확대로 수익성 지속적 개선
 - 매출 증대에 따른 규모의 경제와 기간비용(감가상각 등)의 감소로 비용 감소도 예상

- **결론 : 시대적 트렌드에 부합하는 미래지향 업체**
 - ① 15.1Q K-IFRS 개별 기준 매출액 440 억원(+24.4% YoY) 영업이익 64 억원(+25.8% YoY, OPM 14.5%) 순이익 49 억원(+19.7% YoY, NPM 11.2%) 달성 전망
 - ② 국내 제약업체 중 펀더멘탈과 모멘텀 측면에서 가장 매력적
 - ③ **동사의 우수한 실적은 사업부 확대로 인한 유통채널간 시너지의 극대화로 내년까지 지속될 것으로 판단. 최근 자회사 휴메딕스(200670)와 전략적 제휴, 15.2H 중국 JV 휴온랜드의 점안제 판매가 가시화되면, 동사의 기업가치는 더욱 상승될 것으로 전망 → 최선호주로 매수유지**

업종 : 제약,바이오,의료기기 / 2015.04.14
Analyst 김현욱
 (6309-2833 / hyunwook.kim@meritz.co.kr)

Rating & Target Price

New : Buy	83,000원
Old : Buy	75,000원
증가(04/13)	69,200원

Market Data

KOSPI	2,098.92pt
KOSDAQ	689.39pt
시가총액	7,875억원
발행주식수	1,138만주
외국인지분율	5.71%
DPS(2014)	400원
배당수익률(2014)	0.8%

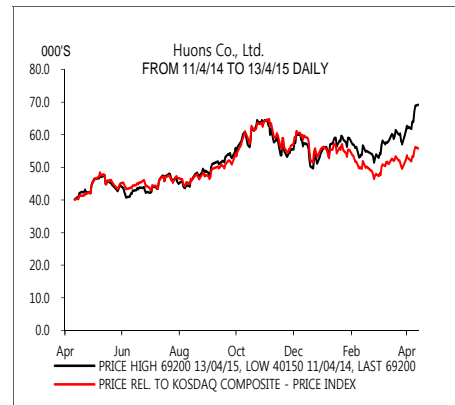
Company Data

매출구성	ETC(급여)	42%
	ETC(비급여)	24%
	수탁	10%
주요주주	윤성태외 19인	36.34%

Bloomberg	084110 KS
Price Range(52주)	40,050~68,900원
60일 평균거래량	94,370주
60일 평균거래대금	55.8억원

(억원,원,배,%)	2013	2014	2015E	2016E
매출액	1,310	1,565	1,876	2,180
영업이익	183	211	280	345
순이익	123	175	216	278
EPS	1,184	1,605	1,898	2,439
증감율(%)	69.7	35.5	18.3	28.5
BPS	10,430	11,982	13,341	15,329
PER	33.8	33.8	36.3	28.3
PBR	3.8	4.5	5.2	4.5
EV/EBITDA	18.0	21.5	24.6	20.2
ROE	11.9	13.9	14.8	16.7
부채비율	44.8	34.7	33.6	31.9

시장대비 상대강도 : 1개월(1.11), 3개월(1.06), 6개월(0.95)





Valuation

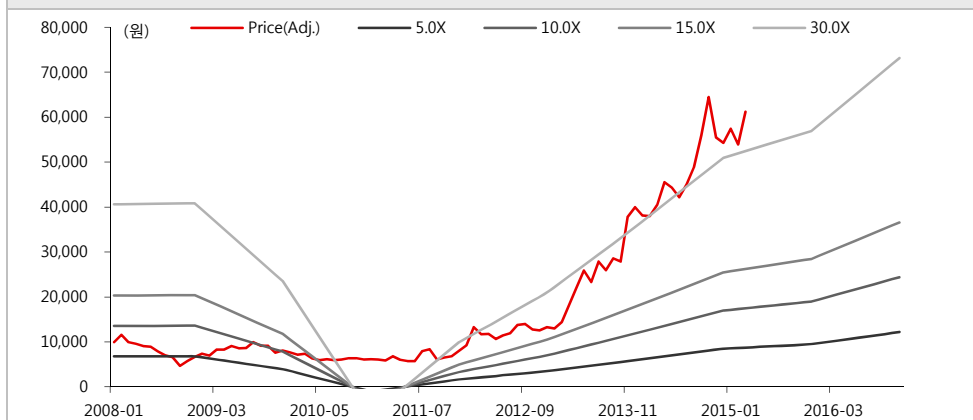
[표 4] 휴온스 PER Multiple Valuation

(단위: 원, %)

항목	기업가치	비고
① 12개월 Forward EPS	2,033	1,423(15년 9개월 EPS) + 610(16년 3개월 EPS)
② 목표 PER (배)	30.0	4년째 연속 실적 성장 + R&D + 해외 현지화
③ 목표주가	61,000	① X ② = 61,089원 조정
④ 목표주가 기준 시가총액	6,942억	
⑤ 자회사 가치	2,500억	
휴메딕스	1,600억	지분율 40% (휴메딕스(200670) 시총 활용)
휴온랜드	900억	지분율 45% (DHP코리아, 삼천당제약 활용)
⑥ SOTP 적용 시가총액	9,442억	④ + ⑤
⑦ SOTP 적용 목표주가	82,968	발행주식수 11,380,180주
⑧ 최종 목표주가	83,000	4/13 증가대비 19.9% 상승여력

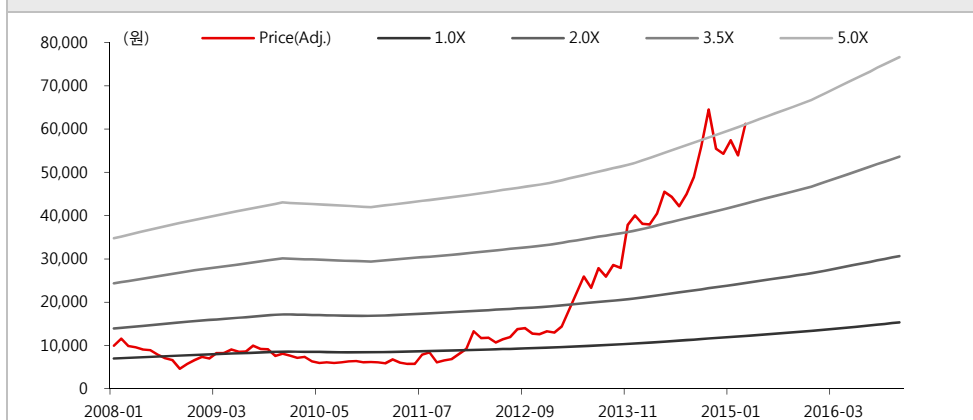
자료: 메리츠증권증권 리서치센터 추정

[그림 24] 휴온스 PER Forward Band Chart



자료: 메리츠증권증권 리서치센터 추정

[그림 25] 휴온스 PBR Forward Band Chart



자료: 메리츠증권증권 리서치센터 추정





■ Check Point

1) 국내 유일의 TBM 헬스케어 업체

휴온스에 대한 정확한 분석과 장기간 컨빅션(conviction) 투자를 위해서는 동사의 BM에 대한 이해가 필요하다. 본 보고서의 산업부분에서 전술했듯 최근 국내외 제약업체들은 다양한 방식으로 사업다각화를 지향하고 있다. 왜냐하면 기존 ETC 중심의 BM만으로는 국내외 강화되는 규제정책과 심화되는 경쟁, 그리고 ETC 외 헬스케어 전 분야로 확대되는 시장의 수요를 충족시킬 수 없기 때문이다.

국내 TBM 업체는 동사외에도 일부 상위제약사가 그 형태를 가지고 있으나, 유한양행(000100)을 제외하고 최근 지주회사로 전환, 기존 사업회사의 다양한 사업부와 자회사를 지주회사 아래로 편입, 더 이상의 TBM이 아니며, 오히려 지주회사가 그 형태를 가지고 있다는 점을 주목할 필요가 있다.

즉 과거의 상위제약사는 더 이상의 TBM이 아니며, 현재 상위제약지주회사는 과거 순수 지주회사가 아닌 것이다. 이 점을 인식하지 못하면, 현재 동사의 valuation 방법론과 multiple에 대한 이해도가 떨어질 수 밖에 없다.

2) 동사의 TBM은 여전히 진행 중 지속적 성장 전망

동사는 TBM 구축을 통해 ①강화되는 정부규제와 각종 외부변수에 대한 민감도를 낮출 수 있었다. ②그 결과 TBM 구축(급여&비급여 ETC, 도입 ETC, OTC, 인공눈물(점안제), 아웃소싱(수탁), 의료기기, 에스테틱(필러, 보톡스, 화장품), 수출, 기타 헬스케어 사업)이 완성된 2012년부터 외형과 수익 부문에서 국내 제약업체 중 유일하게 전년 대비 높은 성장세를 이어오고 있다. 현재 동사의 TBM은 여전히 진행 중이며, 향후 몇 년간 이러한 성장세는 지속될 것으로 판단한다. ③동사는 TBM 구축 과정에서 품목다각화와 수출강화 차원에서 충북 제천에 cGMP급 대규모 생산시설을 신축하였다. 'current Good Manufacturing Practices'를 의미하는 cGMP급 생산시설은 미국 FDA(Food & Drug Administration)가 인정하는 의약품 품질관리 기준으로 선진국가에 수출하기 위한 필수 조건이다. 여기서 중요한 점은 국내 일부 제약업체들이 cGMP급 생산시설을 효율적인 IR을 목적으로 확대해석한다는 점이다. 미국 FDA로부터 공식적인 cGMP인증을 받기 위해서는 해당 품목의 미국 수출이 인정되어야 한다. 또한 비록 인증을 받더라도 품목당 받기 때문에 전체 품목으로 확대해서는 안된다. 현재 국내 cGMP 인증은 해당 품목의 미국 FDA 승인이 난 경우에 한하며, 국내 상당수 cGMP생산시설은 미국 FDA 인증에 도전할 수 있는 cGMP급 생산시설을 말한다. 동사는 생리식염수 등 일부 품목을 미국 FDA 승인 중이며, cGMP 생산시설을 활용하여 매년 수출과 대행생산(수탁)을 확대하고 있다. ④TBM 구축으로 외형과 수익측면에서 안정적 실적을 시현하는 동안 동사의 R&D도 중소제약사 규모 기준 상당한 수준까지 level-up 되었다. 지방간, 뇌졸중, 패혈증 치료 등 최근 정부가 국내 R&D 집중 육성책으로 지목한 천연물신약 pipeline을 다수 확보한 것 외에도 '레스타시스(엘리간)'에 대한 안구건조증치료제 등 개량신약과 기타 복합제의 pipeline도 다수 확보한 상태이다. 그 밖에 ⑤'휴메딕스(필러, 관절염치료제)'와 중국 북경 JV법인 '휴온랜드(점안제, 인공눈물)', '휴베나(원부자재 제조판매)', 휴니즈(의료기기 등)' 등 자회사들과의 품목과 유통측면에서 다양한 BM을 구축, 시너지를 확대해 나가고 있다.





3) 동사 중국사업은 질과 양적 측면에서 국내 최고 수준

현재 중국시장에 진출한 국내 헬스케어 업체들은 적지 않다. 과거에는 주로 수출이나 현지 법인을 설립하는 형태로 BM을 구축하였다. 하지만 최근에는 중국내 공공기관과 지방정부, 현지 업체와의 JV(Joint Venture) 설립이나 M&A(인수합병)을 통한 방식이 확대되고 있다. 왜냐하면 자동차, 휴대폰, 가전제품과는 달리 의약품은 비롯한 헬스케어 분야의 품목들은 각 국가의 국민건강과 생명과 직결되는 특수 분야의 품목들이기 때문이다. 그 결과 중국 정부당국을 비롯한 세계 각국은 인허가 기준과 각종 규제를 상향, 강화하고 있으며, 자국 기업과 해외 기업과의 보이지 않는 차별적 행정을 강화, 확대하고 있다. 따라서 JV설립과 M&A 방식은 이를 극복해 나갈 수 있는 최적의 BM으로 평가받고 있다.

동사의 중국사업은 두 가지 형태로 BM을 구축하였다.

JV를 통한 직접진출 + 자회사통한 간접진출

첫번째는 중국 북경에 현지 업체와 공동 출자, JV를 설립한 휴온랜드이다. 휴온랜드는 중국의 신약 및 바이오의약품 전문 개발업체인 '노스랜드'社와 공동 설립하였으며, 안과용 점안제와 인공눈물, 기타 전문의약품 생산, 판매를 사업목적으로 한다. 현재 생산 시설은 완공되었으며, 15.3Q까지 공장 등록 및 판매승인, 15.4Q부터 본격적 판매를 계획하고 있다. 일각에서는 휴온랜드의 제품판매가 단기간에 성사되고 있는 점에 의문을 제기하고 있다. 북경한미를 비롯한 글로벌 업체들의 의약품 발매가 오랫동안 지연되고 있다는 점을 염두한 것이다. 2008년 중국 정부는 중국내 자국 제약업체들의 생산설비에 대한 품질 기준을 EU-GMP 급으로 강화하였다. 2012년까지 유예기간을 허락했으며, 기간 내 충족시키지 못한 업체들 중 자국 제약업체에 한해 2013년까지 1년 동안 품목, 설비 등 유형자산과 영업권, 개발권 등 무형자산에 대한 양수양도를 허락했다. 그 기간 동안 휴온랜드는 JV로서 자국 제약업체에 해당, 일부 품목 양수를 할 수 있었던 것이다.

두번째는 자회사 휴메딕스(200670)와의 co-promotion을 통한 전략적 제휴이다. 휴메딕스는 자체 히알루론산(Hyaluronic Acid)을 개발, 배양하여 점안제(인공눈물)와 관절염 치료제, 필러의 원료(API)와 완제를 생산, 판매하는 업체로 휴온스의 자회사이다. 지난 3월 휴메딕스 필러는 중국에서의 판매 승인을 받았으며, 빠르면 15.2Q 휴온스를 통해 중국에서의 본격 시판이 예상된다. 현재 또 다른 블록버스터인 관절염치료제 판매를 위한 인허가 작업 중이며, 필러와 동일하게 휴온스와의 전략적 제휴가 예상된다. 그 밖에 휴온스의 자체 보톡스 개발이 완료, 판매 승인이 난다면 중국에서의 에스테틱 사업은 확대될 것으로 기대한다.

동사는 단기적 트레이딩 종목이 아닌 중장기 가치 성장주

결과적으로 동사는 국내 250여 개에 이르는 타 중소제약사처럼 매출 및 자산규모 등으로 단순한 외형 성장 아닌 시대적, 정책적 방향(trend)을 반영한 '맞춤형 전략 (adjusted strategy)' 에 기반한 TBM, 즉 종합 헬스케어 업체로 진화하고 있으며, 그 대상도 국내뿐만 아니라 중국 등 해외로의 진출이 가시화 되고 있다는 점에서 높은 프리미엄(premium)과 multiple 부여는 정당하다고 판단한다.





■ 분기별 실적 현황 및 전망

[표 5] 휴온스 2015년 분기별 실적추정 현황 (단위: 십억원, %)

	변경 전(2015.01.13)					변경 후(2015.04.14)				
	1Q(F)	2Q(F)	3Q(F)	4Q(F)	연간	1Q(F)	2Q(F)	3Q(F)	4Q(F)	연간
매출액	42.0	43.0	44.0	46.0	175.0	44.0	46.0	47.5	50.0	187.6
YoY	18.8	12.8	11.0	9.5	12.8	24.4	20.8	20.0	15.3	19.9
영업이익	6.1	6.2	7.0	7.4	26.7	6.4	6.0	8.1	7.5	28.0
순이익	5.0	5.1	5.7	5.9	21.7	4.9	4.6	6.2	5.8	21.6
OPM	14.5	14.5	16.0	16.0	15.3	14.5	13.0	17.0	15.0	14.9
NPM	11.8	11.8	12.9	12.8	12.4	11.2	10.1	13.1	11.6	11.5

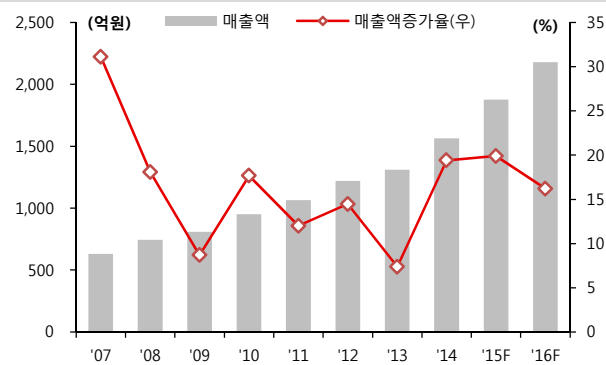
주: K-IFRS 개별 기준
 자료: 메리츠증권증권 리서치센터 추정

[표 6] 휴온스 2015년 및 2016년 실적 추정 (단위: 십억원, %)

	2015(F)					2016(F)				
	1Q(F)	2Q(F)	3Q(F)	4Q(F)	연간	1Q(F)	2Q(F)	3Q(F)	4Q(F)	연간
매출액	44.0	46.0	47.5	50.0	187.6	51.0	53.0	56.0	58.0	218.0
YoY	24.4	20.8	20.0	15.3	19.9	15.8	15.2	17.8	15.8	16.2
영업이익	6.4	6.0	8.1	7.5	28.0	6.9	8.2	9.5	9.9	34.5
순이익	4.9	4.6	6.2	5.8	21.6	5.6	6.6	7.6	7.9	27.8
OPM	14.5	13.0	17.0	15.0	14.9	13.5	15.5	17.0	17.0	15.8
NPM	11.2	10.1	13.1	11.6	11.5	11.0	12.5	13.6	13.6	12.7

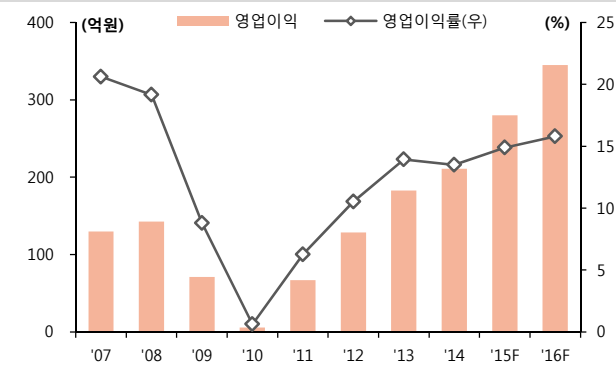
주: K-IFRS 개별 기준
 자료: 메리츠증권증권 리서치센터 추정

[그림 26] 휴온스 연간 매출액 추이와 매출액증가율



자료: 메리츠증권증권 리서치센터 추정

[그림 27] 휴온스 연간 영업이익 추이와 영업이익률



자료: 메리츠증권증권 리서치센터 추정





Income Statement

(억원)	2013	2014	2015E	2016E
매출액	1,310	1,565	1,876	2,180
매출원가	685	790	947	1,089
매출총이익	626	775	929	1,090
판매비와관리비	443	564	650	746
기타손익	1	2	-23	-35
영업이익	183	211	280	345
금융수익	-35	-6	0	8
중속/관계기업관련손익	0	0	0	0
기타영업외손익	-6	3	4	12
세전계속사업이익	142	208	284	365
법인세비용	19	34	68	88
당기순이익	123	175	216	278
지배주주지분 순이익	123	175	216	278

Statement of Cash Flow

(억원)	2013	2014	2015E	2016E
영업활동 현금흐름	159	180	184	224
당기순이익(손실)	123	175	216	278
유형자산감가상각비	60	74	40	43
무형자산상각비	2	2	2	2
운전자본의 증감	-68	-88	-74	-99
투자활동 현금흐름	-76	-158	-182	-160
유형자산의 증가(CAPEX)	-88	-88	-100	-92
투자자산의 감소(증가)	-47	-47	-66	-50
재무활동 현금흐름	-109	-8	-45	-45
차입금증감	-168	-83	0	0
자본의증가	82	67	0	0
현금의증가	-26	14	-43	20
기초현금	152	126	140	97
기말현금	126	140	97	117

Balance Sheet

(억원)	2013	2014	2015E	2016E
유동자산	860	1,010	1,089	1,266
현금및현금성자산	126	140	97	117
매출채권	442	509	578	669
재고자산	187	234	268	310
비유동자산	792	846	978	1,083
유형자산	516	528	588	637
무형자산	31	24	30	36
투자자산	221	268	334	384
자산총계	1,653	1,857	2,068	2,348
유동부채	478	466	505	552
매입채무	96	103	119	137
단기차입금	178	178	178	178
유동성장기부채	85	33	33	33
비유동부채	34	13	15	17
사채	0	0	0	0
장기차입금	30	0	0	0
부채총계	511	479	520	568
자본금	53	57	57	57
자본잉여금	420	484	484	484
기타포괄이익누계액	9	13	13	13
이익잉여금	671	825	995	1,227
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	1,142	1,378	1,548	1,780

Key Financial Data

(억원)	2013	2014	2015E	2016E
주당데이터(원)				
SPS	12,571	14,383	16,494	19,152
EPS(지배주주)	1,184	1,605	1,898	2,439
CFPS	2,322	2,717	2,896	3,641
EBITDAPS	2,344	2,629	2,826	3,430
BPS	10,430	11,982	13,341	15,329
DPS	200	400	400	400
배당수익률(%)	0.5	0.7	0.6	0.6
Valuation(Multiple)				
PER	33.8	33.8	36.3	28.3
PCR	17.2	20.0	23.8	18.9
PSR	3.2	3.8	4.2	3.6
PBR	3.8	4.5	5.2	4.5
EBITDA	244	286	321	390
EV/EBITDA	18.0	21.5	22.3	18.3
Key Financial Ratio(%)				
자기자본이익률(ROE)	11.9	13.9	14.8	16.7
EBITDA이익률	18.6	18.3	17.1	17.9
부채비율	44.8	34.7	33.6	31.9
금융비용부담률	1.0	0.5	0.3	0.3
이자보상배율(x)	13.4	28.7	45.8	56.4
매출채권회전율(x)	3.1	3.3	3.5	3.5
재고자산회전율(x)	7.5	7.4	7.5	7.5

