

휴온스 (084110.KQ)

중장기 휴온스글로벌 기업가치 제고 전망

Company Comment | 2016. 6. 2

분할 재상장 후 기준가 대비 휴온스 주가 상승, 휴온스글로벌 주가 하락 전망. 다만 휴온스글로벌 보툴리눔톡신 영업가치 및 휴메딕스 지분가치 상승 시 휴온스글로벌 기업가치 제고 전망

휴온스 적정주가 140,000원, 휴온스글로벌 적정주가 70,000원 산출

6월 3일 분할준속회사 휴온스글로벌 48.3% 대 인적분할신설회사 휴온스 51.7% 분할 재상장

2016년 휴온스 매출액 2,621억원(+21.8% y-y), 영업이익 419억원(+22.1% y-y, OPM 16.0%), 순이익 315억원(+16.3% y-y, NPM 12.0%) 전망. 동국제약, 동화약품, 삼진제약, 안국약품 최근 3개월 평균 PER 26.4 배 적용 시 목표 시가총액 8,323억원, 발행주식수 589만5,464주 감안 시 적정주가 141,168원 산출. 기준가 65,400원 대비 상승여력 115.9%

휴메딕스 지분가치 1,920억원(최근 3개월 평균 시가총액 4,753억원, 지분율 40.4%), 휴베나 지분가치 130억원(2016년 1분기 순이익 연간화, PER 15.0배, 지분율 40.6%), 휴니즈 지분가치 486억원(2016년 1분기 순이익 연간화, PER 15.0배, 지분율 75.7%), 타법인 지분가치 111억원(PBR 1.0 배), 인적분할신설회사 휴온스 지분가치 78억원(분할 전 자사주 106,741주 중 휴온스 55,219주), 순현금 110억원 포함 비영업가치 2,836억원. 보툴리눔톡신 영업가치 1,000억원 가정. 적정순자산가치 3,836억원, 발행주식수 550만690주(자사주 51,522주) 감안 시 적정주가 70,393원 산출. 4대 제약 지주회사 평균 PBR 2.2배 수준. 기준가 97,600원 대비 하락 여력 27.9%. 2016년 컨센서스 매출액 2,807억원, 영업이익 582억원, 순이익 417억원. 분할준속회사 휴온스 시가총액 9,219억원, 2016년 컨센서스 PER 22.1 배. 휴온스글로벌 및 휴온스 합산 적정시가총액 1조2,158억원, 2016 컨센서스 PER 29.2배. 기업 분할 전후 상승 여력 31.9%

중장기 휴온스글로벌 뷰티케어 가치 상승 주목 권고

최대주주 휴온스 현물출자, 휴온스글로벌 3차 배정 유상증자, 주식스왑 예상. 휴온스글로벌 잠재 주가 희석 요인 보유. 다만 중장기 휴온스글로벌 뷰티케어 가치 상승 주목 권고. 본 기업 분할 및 지주전환 시나리오 중 보툴리눔톡신 영업가치 및 휴메딕스 지분가치 주요 변수 부각. 2016년 하반기 보툴리눔톡신 수출용 허가 후 일본 등 수출, 2018년 한국 출시 계획. 휴메딕스 연초 대비 18.4% 주가 하락. 향후 보툴리눔톡신 영업가치 및 휴메딕스 지분가치 상승 시 휴온스글로벌 기업가치 제고 전망

Not Rated

현재가 ('16/06/01) **80,900원**

업종	 제약
KOSPI / KOSDAQ	1,982.72 / 700.03
시가총액(보통주)	921.9십억원
발행주식수(보통주)	5.5백만주
52주 최고가('15/07/21)	120,900원
최저가('16/02/12)	70,700원
평균거래대금(60일)	3,470백만원
배당수익률(2016E)	0.68%
외국인지분율	9.0%

주요주주
윤성태 외 11인 33.6%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-2.2	-14.4	-3.3
상대수익률 (%p)	-8.9	-15.4	-1.2

	2013	2014	2015	2016E
매출액	131.0	156.5	215.1	262.1
증감률	7.4	19.4	37.5	21.8
영업이익	18.3	21.1	34.3	41.9
영업이익률	13.9	13.5	15.9	16.0
(지배지분)순이익	12.3	17.5	27.1	31.5
EPS	1,184	1,605	2,380	4,213
증감률	69.7	35.5	48.3	77.1
PER	33.8	33.8	38.5	19.2
PBR	3.7	4.5	6.9	2.5
EV/EBITDA	18.0	21.5	27.0	20.0
ROE	11.9	13.9	18.8	19.1
부채비율	44.8	34.7	40.0	42.6
순차입금	13.9	1.6	5.5	-0.9

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치센터 전망



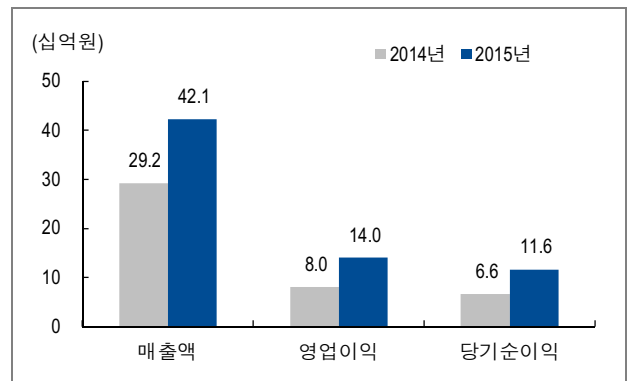
Analyst 이승호
02)768-7977, brian.lee@nhq.com

기업개요

- 1965년 광명약품공업사 창립, 1999년 광명제약 상호 변경, 2003년 휴온스 상호 변경
- 2006년 휴온스 코스닥 상장, 2014년 휴메딕스 코스닥 상장
- 2008년 알콘사 제휴
- 2008년 휴베나 자회사 편입, 2010년 휴메딕스 자회사 편입
- 2009년 생리식염 주사제 미국 FDA 승인
- 2009년 KGMP 취득
- 2014년 중국 휴온랜드 준공
- 2016년 인적분할 및 재상장

주력 자회사(1) 휴메딕스

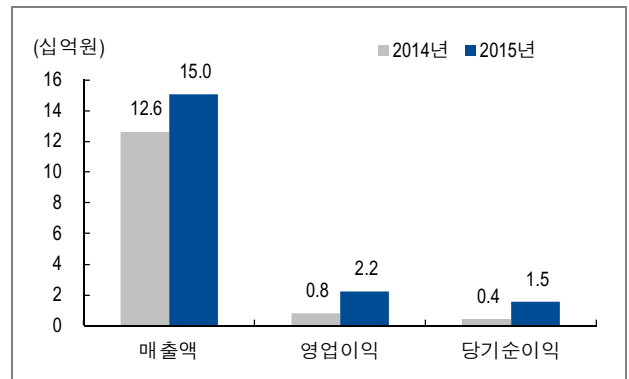
- 휴온스글로벌 지분율 40.4%
- 세계 최고수준의 생체고분자 원천기술보유
- 골관절염 치료제, 더말필러, 코슈메디컬 기반 고성장 시현(5개년 연평균 매출액 성장률 52.9%)
- 2016년 PDRN 주사제 허가 목표



자료: 휴온스, NH투자증권 리서치센터

주력 자회사(2) 휴베나

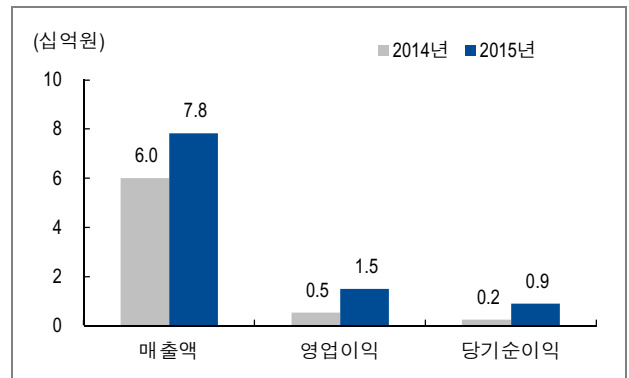
- 휴온스글로벌 지분율 40.6%
- 의약품 유리용기(앰플, 바이알, 카트리지) 생산, 판매 전문 회사
- 프랑스 자동화 설비 등 우수 설비로 품질과 원가경쟁력 구비, 안정적 부자재 납품으로 시너지 발생



자료: 휴온스, NH투자증권 리서치센터

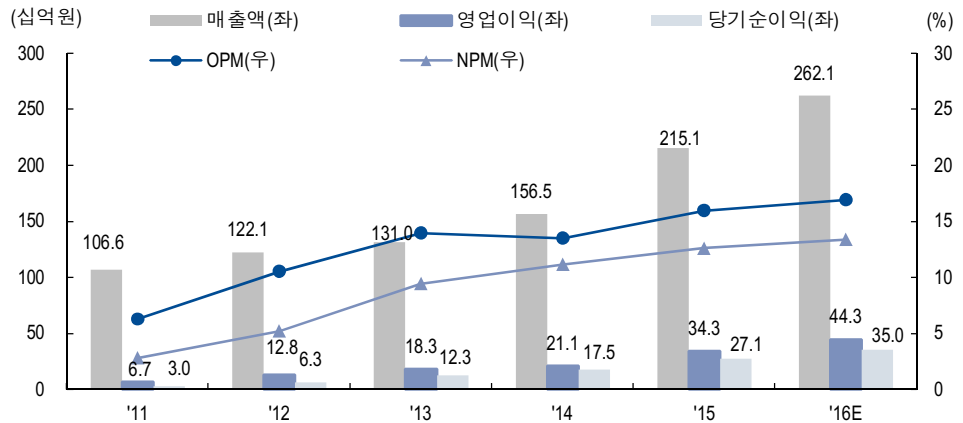
주력 자회사(3) 휴니즈

- 휴온스글로벌 지분율 75.7%
- 의료기기용 세척소독제, 전문의약품(점안제, 경구제) 생산, 판매, 수출
- 환경오염을 방지하는 친환경 소독액, 전문의약품 등 특화된 의약품 사업운영 업체



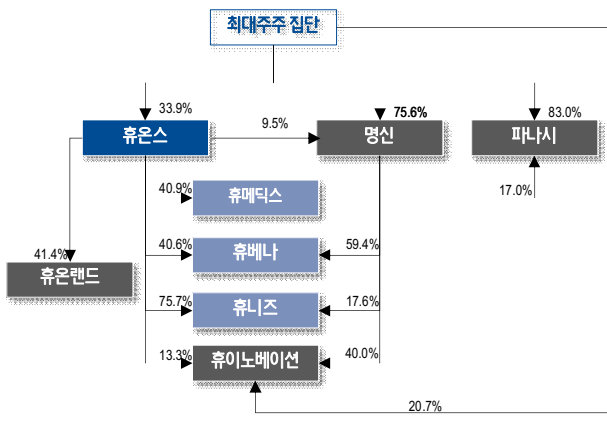
자료: 휴온스, NH투자증권 리서치센터

2011~2016F 휴온스 실적 현황 및 전망



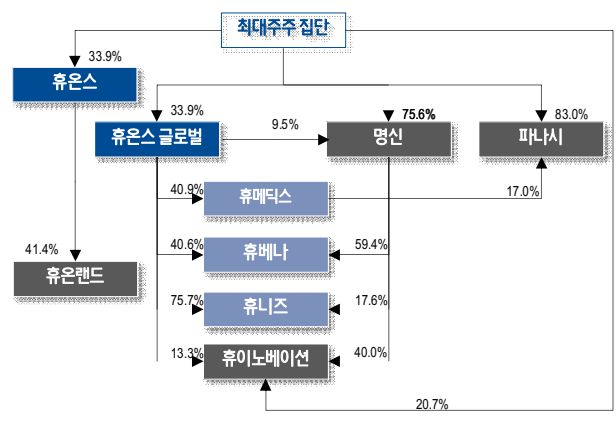
자료: NH투자증권 리서치센터 전망

휴온스 분할 전 지배구조



자료: 전자공시시스템, NH투자증권 리서치센터

휴온스 분할 후 지배구조



자료: 전자공시시스템, NH투자증권 리서치센터

휴온스 지주사 전환 시나리오 요약

(단위: 십억원)

분할 전 후 총 발행주식수 및 분할 비율	총 발행주식수	분할 비율	
분할전존속회사 휴온스 총발행주식수	11,396,154		
분할전존속회사 휴온스글로벌	5,500,690	48.3%	
인적분할신설회사 휴온스	5,895,464	51.7%	
분할 전 후 적정시가총액 비교	구분	총 발행 주식수	2016E PER
분할전존속회사 휴온스	시가총액	921.9	22.1
	발행주식수	11,396,154	
	주가	80,900	
분할전존속회사 휴온스글로벌	적정순자산가치	383.6	
	적정주가	70,393	
	Upside	-27.9%	
인적분할신설회사 휴온스	적정시가총액	832.3	
	적정주가	141,168	
	Upside	115.9%	

자료: 휴온스, NH투자증권 리서치센터

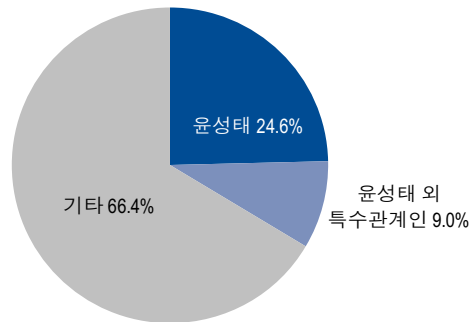
휴온스 지주사 전환 시나리오 - 분할 후 Valuation

(단위: 십억원)

분할 후 Valuation		2016E 순이익 PER(배)				비고	
인적분할신설회사 휴온스	832.3	31.5	26.4	동국제약, 동화약품, 삼진제약, 안국약품 최근 3개월 평균 PER 적용			
목표시가총액	832.3						
발행주식수	5,895,464						
적정주가	141,168						
기준가	65,400						
Upside	115.9%						
분할전존속회사 휴온스글로벌	383.6						
영업가치	100.0				보틀리눔톡신 가치		
비영업가치	283.6	시가	장부가	2016E 순이익	PER/PBR	지분율	
투자자산	283.6						
휴메디스	192.0	475.3			40.4%	휴메디스 최근 3개월 평균 시가총액 적용	
휴베나	13.0			2.1	15.0	40.6%	1Q16 순이익 연간화
휴니즈	48.6			4.3	15.0	75.7%	1Q16 순이익 연간화
타인법인출자	11.1	11.1			1.0		장부가, PBR 1.0배 적용
인적분할신설회사 휴온스	7.8				0.9%		분할전존속회사 휴온스 자사주 106,741주 중 인적분할신설회사 휴온스 55,219주 휴온스글로벌 및 종속기업 순현금 747억원, 휴메디스 순현금 637억원 차감
순현금	11.0						
순자산가치	383.6						
지주회사 할인율	0.0%						제약 지주회사 할증 거래 감안 할인율 0.0% 적용
적정순자산가치	383.6						
발행주식총수	5,500,690						
자사주(주)	51,522						분할전존속회사 휴온스 자사주 106,741주 중 인적분할전존속회사 휴온스글로벌 51,522주
적정주가	70,393						
기준가	97,600						
Upside	-27.9%						

자료: 휴온스, NH투자증권 리서치센터

2015 분할 전 존속회사 휴온스 주주현황



주: 2016년 5월 24일 기준
 자료: 전자공시시스템, NH투자증권 리서치센터

휴온스글로벌 3자 배정 유상증자 신주 발행 및 주식스왑 후 Valuation

(단위: 십억원)

인적분할신설회사 휴온스

시가총액	832.3
발행주식수	5,895,464
적정주가	141,168
기존적정주가	141,168
변동률	0.0%

분할존속회사 휴온스글로벌

시가총액	526.8	3자 배정 유상증자 규모 30% 할인 후 순증
발행주식수	8,730,377	
적정주가	60,342	
기존적정주가	70,393	
변동률	-14.3%	

주식스왑후 최대주주 및 특수관계인 휴온스글로벌 지분율	지분율	주식수
최대주주 및 특수관계인 기존지분율	24.6%	1,352,361
자사주		51,522
3자 배정 유상증자		3,229,687
주식스왑 후 최대주주 및 특수관계인 지분율	53.1%	4,633,570

자료: NH투자증권 리서치센터

지주 전환 제약사 Valuations

(단위: 십억원, 배)

분할존속회사	PBR(배)	시가총액	인적분할신설회사	PBR (12M Fwd)(배)	PER (12M Fwd)(배)	시가총액	합산 시가총액
녹십자홀딩스	2.9	1638.9	녹십자	2.1	28.1	2,132.8	3,749.6
동아쏘시오홀딩스	2.3	929.7	동아에스티	1.9	25.5	1,131.5	2,042.4
대웅	2.0	711.7	대웅제약	1.9	28.0	1,158.7	1,863.3
종근당홀딩스	1.6	408.4	종근당	3.0	27.7	1,077.3	1,485.7
평균	2.2		평균	2.2	27.3		

자료: Quantwise, NH투자증권 리서치센터

휴온스 분기별 요약손익계산서

(단위: 십억원)

구 분	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	2015	1Q16P	2Q16E	3Q16F	4Q16F	2016E
매출액	44.0	51.8	61.5	57.8	215.1	57.7	60.3	74.1	70.0	262.1
증감률(%y-y)	24.4	36.1	55.2	33.1	37.5	31.1	16.4	20.4	21.1	21.8
전문약품	19.1	22.1	23.9	23.0	88.1	25.5	26.6	28.7	27.6	108.4
증감률(%y-y)	n/a	n/a	n/a	n/a	32.2	34.1	20.0	20.0	20.0	23.0
웰빙약품	13.5	14.5	15.4	14.3	57.8	14.0	14.5	15.4	14.3	58.3
증감률(%y-y)	n/a	n/a	n/a	n/a	31.7	3.6	0.0	0.0	0.0	0.8
점안제	2.5	3.3	1.3	0.3	7.4	2.0	3.3	1.3	0.3	6.9
증감률(%y-y)	n/a	n/a	n/a	n/a	-22.6	-20.6	0.0	0.0	0.0	-7.0
국소마취제	2.3	3.4	3.0	3.7	12.5	3.3	4.1	3.7	4.5	15.5
증감률(%y-y)	n/a	n/a	n/a	n/a	23.1	43.9	20.0	20.0	20.0	24.4
의료기기	2.9	4.2	9.2	9.6	25.9	5.9	6.3	13.7	14.3	40.3
증감률(%y-y)	n/a	n/a	n/a	n/a	162.6	101.8	50.0	50.0	50.0	55.9
수탁(기타 점안제 포함)	3.6	4.3	8.6	7.0	23.5	6.8	5.6	11.2	9.0	32.7
증감률(%y-y)	n/a	n/a	n/a	n/a	43.1	88.3	30.0	30.0	30.0	39.0
매출총이익	23.4	27.7	29.7	27.4	108.3	30.5	31.0	34.7	32.5	128.6
증감률(%y-y)	37.3	47.6	53.1	23.1	39.7	29.9	11.9	16.8	18.6	18.8
매출총이익률(%)	53.3	53.5	48.3	47.4	50.3	52.8	51.4	46.8	46.4	49.1
영업이익	6.6	10.4	10.0	7.3	34.3	11.0	11.6	11.0	8.3	41.9
증감률(%y-y)	30.3	81.2	80.6	54.3	62.7	66.7	12.0	9.2	13.9	22.1
영업이익률(%)	15.0	20.0	16.3	12.6	15.9	19.1	19.2	14.8	11.9	16.0
세전순이익	6.2	10.8	10.0	7.4	34.3	12.8	9.6	10.9	6.5	39.9
증감률(%y-y)	25.6	89.6	81.8	54.9	64.5	108.1	-10.8	10.0	-11.8	16.3
세전순이익률(%)	14.0	20.8	16.2	12.8	15.9	22.2	15.9	14.8	9.3	15.2
당기순이익	4.8	8.5	7.8	6.0	27.1	10.3	6.9	8.5	5.9	31.5
증감률(%y-y)	17.3	82.6	64.0	51.9	55.2	112.3	-18.2	8.2	-1.9	16.3
당기순이익률(%)	11.0	16.3	12.7	10.3	12.6	17.8	11.5	11.4	8.4	12.0

자료: NH 투자증권 리서치센터 전망

합병 전, 후의 요약재무정보

(단위: 십억원, %)

회사명	분할 전	분할 후	
	휴온스 (분할전존속회사)	휴온스글로벌 (분할존속회사)	휴온스 (인적분할신설회사)
자산	344.4	207.4	142.3
유동자산	205.9	115.1	90.8
현금및현금성자산	86.0	84.0	2.0
단기금융자산	2.1	2.1	-
매출채권	79.0	20.6	58.4
기타채권	3.7	0.5	3.2
당기법인세자산	0.0	0.0	-
재고자산	30.4	7.4	23.1
기타유동자산	4.8	0.5	4.2
비유동자산	138.5	92.3	51.4
장기금융자산	1.2	1.1	0.2
장기성기타채권	0.9	0.8	0.1
매도가능금융자산	22.2	27.6	-
관계기업투자	8.7	3.0	5.7
유형자산	91.6	52.2	39.4
무형자산	5.8	3.6	2.2
기타비유동자산	5.5	3.5	2.0
이연법인세자산	2.4	0.6	1.8
부채	94.2	30.7	63.5
유동부채	89.8	27.5	62.4
매입채무	22.1	4.1	18.0
기타채무	11.2	5.5	5.7
단기차입금	38.9	6.4	32.5
당기법인세부채	6.4	6.4	-
반품충당부채	5.0	0.5	4.5
유동성장기차입금	2.7	2.7	-
기타유동부채	3.5	1.9	1.7
비유동부채	4.4	3.3	1.1
장기차입금	2.3	2.3	-
장기미지급금	0.4	-	0.4
기타비유동부채	1.7	1.0	0.7
이연법인세부채	0.0	0.0	-
자본	250.2	176.7	78.8
지배기업 소유주 지분	178.6	105.1	78.8
자본금	5.7	2.8	2.9
자본잉여금	53.6	31.4	74.4
자본조정	-9.9	-548.5	-
기타포괄손익누계액	1.5	0.1	1.5
이익잉여금	127.7	619.4	-
비지배지분	71.6	71.6	-
부채및자본 합계	344.4	207.4	142.3

자료: 전자공시시스템, NH투자증권 리서치센터

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2013/12A	2014/12A	2015/12A	2016/12E
매출액	131.0	156.5	215.1	262.1
증감률 (%)	7.4	19.4	37.5	21.8
매출원가	68.5	79.0	106.9	133.4
매출총이익	62.6	77.5	108.3	128.6
Gross 마진 (%)	47.7	49.5	50.3	49.1
판매비와 일반관리비	44.3	56.4	74.0	86.8
영업이익	18.3	21.1	34.3	41.9
증감률 (%)	42.2	15.4	62.7	22.1
OP 마진 (%)	13.9	13.5	15.9	16.0
EBITDA	24.4	28.6	38.9	46.1
영업외손익	-4.1	-0.2	0.0	-2.0
금융수익(비용)	-3.5	-0.6	0.4	0.0
기타영업외손익	-0.6	0.3	-0.4	-2.0
중속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	14.2	20.8	34.3	39.9
법인세비용	1.9	3.4	7.2	8.4
계속사업이익	12.3	17.5	27.1	31.5
당기순이익	12.3	17.5	27.1	31.5
증감률 (%)	94.5	41.5	55.2	16.3
Net 마진 (%)	9.4	11.2	12.6	12.0
지배주주지분 순이익	12.3	17.5	27.1	31.5
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익	-0.5	0.4	-0.1	0.0
총포괄이익	11.8	17.8	27.0	31.5

Valuation / Profitability / Stability				
	2013/12A	2014/12A	2015/12A	2016/12E
PER(배)	33.8	33.8	38.5	19.2
PBR(배)	3.7	4.5	6.9	2.5
PCR(배)	17.2	20.0	26.8	13.7
PSR(배)	3.2	3.8	4.9	2.3
EV/EBITDA(배)	18.0	21.5	27.0	20.0
EV/EBIT(배)	24.1	29.2	30.6	22.0
EPS(원)	1,184	1,605	2,380	4,213
BPS(원)	10,725	12,193	13,248	32,639
SPS(원)	12,571	14,383	18,892	35,028
자기자본이익률(ROE, %)	11.9	13.9	18.8	19.1
총자산이익률(ROA, %)	7.6	10.0	13.7	13.6
투자자본이익률 (ROIC, %)	15.4	16.1	23.9	32.2
배당수익률(%)	0.5	0.7	0.6	0.7
배당성장률(%)	17.1	25.9	22.9	9.4
총현금배당금(십억원)	2	5	6	3
보통주 주당배당금(원)	200	400	550	550
순부채(현금)/자기자본(%)	12.1	1.2	3.6	-0.5
총부채/ 자기자본(%)	44.8	34.7	40.0	42.6
이자발생부채	30	21	22	30
유동비율(%)	180.2	216.9	174.6	175.1
총발행주식수(백만원)	11	11	11	6
액면가(원)	500	500	500	500
주가(원)	40,000	54,300	91,700	80,900
시가총액(십억원)	426	614	1,045	922

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2013/12A	2014/12A	2015/12A	2016/12E
현금및현금성자산	12.6	14.0	10.2	24.0
매출채권	44.2	50.9	57.3	66.0
유동자산	86.0	101.0	103.4	131.6
유형자산	51.6	52.8	48.4	44.3
투자자산	22.1	26.8	53.4	73.4
비유동자산	79.2	84.6	108.0	121.3
자산총계	165.3	185.7	211.4	252.9
단기성부채	26.7	21.2	22.3	30.5
매입채무	9.6	10.3	16.2	16.2
유동부채	47.8	46.6	59.2	75.1
장기성부채	3.0	0.1	0.1	0.0
장기충당부채	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	3.4	1.3	1.2	1.4
부채총계	51.1	47.9	60.4	76.6
자본금	5.3	5.7	5.7	5.7
자본잉여금	42.0	48.4	48.9	48.9
이익잉여금	67.1	82.5	105.0	133.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	114.2	137.8	151.0	179.5

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2013/12A	2014/12A	2015/12A	2016/12E
영업활동 현금흐름	15.9	18.0	37.3	33.4
당기순이익	12.3	17.5	27.1	31.5
+ 유/무형자산상각비	6.2	7.5	4.6	4.2
+ 중속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 외화환산손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0
Gross Cash Flow	24.2	29.6	38.9	44.1
- 운전자본의증가(감소)	-6.8	-8.8	4.5	-2.4
투자활동 현금흐름	-7.6	-15.8	-27.7	-18.3
+ 유형자산 감소	1.2	0.1	4.1	0.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-8.8	-8.9	-4.8	0.0
+ 투자자산의매각(취득)	-5.2	-4.3	-26.6	-20.0
Free Cash Flow	7.0	9.1	32.4	33.4
Net Cash Flow	8.2	2.2	9.6	15.1
재무활동 현금흐름	-10.9	-0.8	-13.5	1.9
자기자본 증가	8.2	6.7	0.6	0.0
부채증감	-19.1	-7.6	-14.1	1.9
현금의증가	-2.6	1.4	-3.8	17.0
기말현금 및 현금성자산	12.6	14.0	10.2	27.2
기말 순부채(순현금)	13.9	1.6	5.5	-0.9

종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy : 15% 초과
- Hold : -15% ~ 15%
- Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자 의견 분포는 다음과 같습니다. (2016년 5월 27일 기준)

- 투자 의견 분포

Buy	Hold	Sell
77.1%	22.4%	0.5%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자 의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자 의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '휴온스의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 당사 공식 Coverage 기업의 자료가 아니며, 정보제공을 목적으로 투자자에게 제공하는 참고자료입니다. 따라서 당사의 공식 투자 의견, 목표주가는 제시하지 않습니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자 판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.