

## 지주사 전환으로 새로 태어나다!

## 한 줄 요약 : 국내 헬스케어 산업의 새로운 패러다임을 제시하는 기업

## 투자 의견 매수, 목표주가 80,000원으로 커버리지 개선

휴온스에 대해 투자 의견 매수 및 목표주가 80,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12개월 FW EPS에 최상위 중견 제약사에 대한 프리미엄 부여 수준인 목표 PER 20배를 적용하여 산출했다. 17.04.03 종가 대비 상승 여력은 53.6%이며, 향후 차세대 성장 동력으로 육성하고 있는 보톡스(휴톡스)와 수탁(CMO) 사업의 확대 정도에 따라 동사의 주가 상승 여력은 더욱 제고될 것으로 판단한다.

## 국내 '원조' 종합 헬스케어 전문 업체의 대명사

동사에 대한 투자 포인트는 ①헬스케어 분야의 대다수 사업부를 갖춘 다양한 사업구조를 기반으로 지주사 전환 후 처음 맞이하는 온(All)기인 2017년 돋보이는 성장성, ②대내외 번수나 약재로부터 기업 경영이 사실상 자유롭다는 점, ③전문의약품(ETC), 일반의약품(OTC), 의료기기, 수출 외 향후 차세대 성장 동력인 보톡스(제품명 휴톡스)와 수탁(CMO) 부문의 높은 매출 증가, ④높은 수준의 배당성향을 들 수 있다.

## 국내 전통 제약업체 중 최고수준의 실적 시현 전망

동사는 2017년 K-IFRS 개별 기준 연간 매출액 2,620억원(+56.3% YoY), 영업이익 321억원(+41.4% YoY, OPM 12.3%), 당기순이익 248억원(+50.3% YoY, NPM 9.5%)을 달성할 것으로 예상된다. 주목할 점은 올해 일본, 중국, 동남아시아 등에서의 보톡스 판매가 확대될 것으로 보여, 향후 동사에 대한 프리미엄(Multiple) 제고의 가능성을 유념해야 할 것으로 판단한다.

Fig. 1: 휴온스 K-IFRS 개별 재무제표 요약[연간]

	2016	2017F	2018F	2019F
매출액 (억원)	1,676	2,620	2,855	3,015
영업이익	227	321	368	415
세전이익	216	318	367	417
순이익[지배]	165	248	286	325
EPS (원)	2,680	4,011	4,625	5,252
증감률 (%)	-	49.7	15.3	13.5
PER (배)	23.8	12.0	11.3	9.9
PBR	4.2	2.5	2.2	1.8
EV/EBITDA	14.6	7.7	6.4	5.1
ROE (%)	34.6	23.1	21.3	19.7
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0

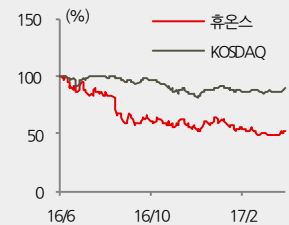
출처: 휴온스, BNK투자증권

투자 의견	매수
[신규]	
목표주가(6M)	80,000원
[신규]	
현재주가	52,100원
2017/4/3	

## 주식지표

시가총액	3,072억원
52주최고가	119,300원
52주최저가	46,900원
상장주식수	590만주
자본금/액면가	29억원/ 500원
60일평균거래량	2.6만주
60일평균거래대금	13억원
외국인지분율	8.9%
자기주식수	0.5만주/ 0.1%
주요주주및지분율	
(주)휴온스글로벌외 7인	42.2%

## 주가동향



## 김현욱 수석연구원

계약/바이오/헬스케어/의료기기  
khw7992@bnkfn.co.kr  
(02)3215-7566

## 최지혜 연구원(RA)

jh.choi@bnkfn.co.kr  
(02)3215-1587

BNK투자증권 리서치센터  
150-711 서울시 영등포구 여의나루로 57  
신승센터빌딩 16층  
www.bnkfn.co.kr

■ Valuation 및 투자포인트

**Target PER 20배 적용, 목표주가 80,000원, 투자의견 매수**

동사에 대한 목표 PER 20배 적용은 다음 세 가지 근거로 기반했다. ①최근 3년간 국내 의약품 생산액 증가율이 3% 미만의 성장 정체에도 불구하고, 동 기간 지주사 전환 전 기준 30%에 육박하는 최고 수준의 높은 성장성과 15% 이상의 수익성을 동시에 시현했다는 점, ②비록 지주회사로 전환되었지만, 여전히 전문의약품(ETC), 일반의약품(OTC), 수탁(CMO), 의료기기, 에스테틱(화장품, 필러, 보톡스 등) 분야 등 헬스케어 대부분 분야를 확보, 이를 통한 안정적 외형성장과 높은 수익성 시현이 장기적 가능하다는 점, ③중국 점안제 시장을 목표로 한 휴온랜드(지분률 39%), 건강 기능성 식품 업체 휴온스내츄럴(지분률 60%), 농축산물 관련 사업을 영위하는 바이오토피아(지분률 71%) 등 자회사 보유 가치 등을 근거로 적용했다.

Fig. 2: 휴온스 목표주가 산출

구분	수치	비고
① EPS(원)	4,165	12개월 FW EPS
② Target PER(배)	20	최상위 중견제약사 기본 적용 PER
적정주가(원)	83,295	① X ②
목표주가(원)	80,000	
현재주가(원)	52,100	2017.04.03
상승여력(%)	53.6%	

출처: Quantiwise, BNK투자증권

■ 실적 추정

동사는 2017년 K-IFRS 개별 기준 연간 매출액 2,620억원(+56.3% YoY), 영업이익 321억원(+41.4% YoY, OPM 12.3%), 당기순이익 248억원(+50.3% YoY, NPM 9.5%)을 달성할 것으로 예상된다.

외형측면에서는 기존 품목 및 사업군에서의 안정적 매출 성장으로 5% 이상의 외형 성장을 달성할 것으로 보이며, 올해 특히 높은 판매 실적이 예상되는 보톡스 부문과 전년 대비 15% 이상의 매출 증가가 기대되는 수탁(CMO) 부문이 외형 성장의 핵심으로 부상할 것으로 예상된다. 그 밖에 의료기기, 수출, 일반의약품(OTC) 등의 분야에서도 견조한 실적 성장이 기대된다.

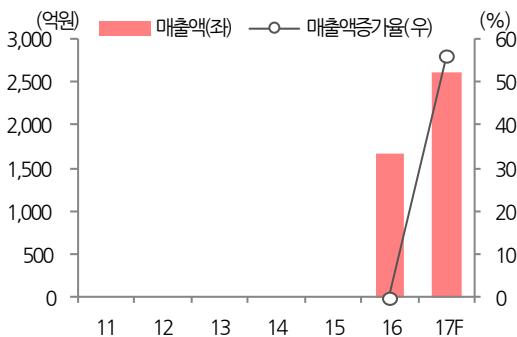
수익측면에서는 올 하반기 안구건조치료제와 기타 천연물 신약에서의 임상 및 인허가 등 R&D 비용의 증가가 예상되나, 고마진 품목 및 사업부를 중심으로 외형 성장을 통한 규모의 경제 효과가 발생되기 때문에 일정 부분 상쇄효과로 안정적 수익이 예상된다.

Fig. 3: 동사의 실적 추이(K-IFRS 개별 기준)

(억원)	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017F	2018F
매출액	620	640	670	690	680	700	730	745	1,676	2,620	2,855
YoY(%)	-	55.0%	8.0%	7.4%	9.6%	9.4%	9.0%	8.0%	-	56.3%	9.0%
영업이익	68	80	90	83	82	95	99	93	227	321	368
OPM(%)	11.0%	12.5%	13.5%	12.0%	12.0%	13.5%	13.5%	12.5%	13.6%	12.3%	12.9%
YoY(%)	-	82.6%	-12.1%	2.6%	19.6%	18.2%	9.0%	12.5%	-	41.3%	14.4%
당기순이익	53	62	70	64	64	74	76	73	165	248	286
NPM(%)	8.5%	9.7%	10.4%	9.3%	9.4%	10.5%	10.5%	9.7%	9.8%	9.5%	10.0%
YoY(%)	-	84.5%	-19.0%	42.0%	20.6%	19.1%	9.7%	13.3%	-	50.9%	15.3%

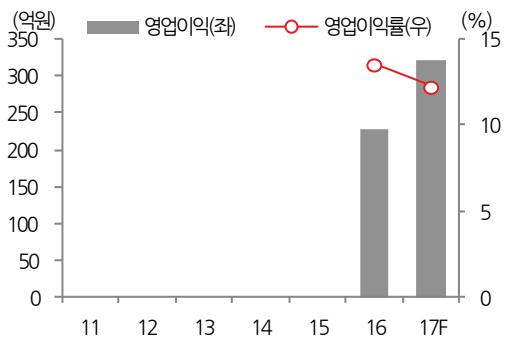
출처: 휴온스, BNK투자증권

Fig. 4: 휴온스의 매출액과 매출 성장률



출처: 휴온스, BNK투자증권

Fig. 5: 휴온스의 영업이익과 영업이익률



출처: 휴온스, BNK투자증권

## 재무상태표

(억원)	2016	2017F	2018F	2019F
<b>유동자산</b>	1,159	1,492	1,858	2,242
현금성자산	125	382	659	988
매출채권	633	680	734	768
재고자산	296	318	343	359
<b>비유동자산</b>	583	532	493	459
투자자산	115	123	133	139
유형자산	387	328	281	241
무형자산	31	30	29	28
<b>자산총계</b>	<b>1,741</b>	<b>2,024</b>	<b>2,351</b>	<b>2,701</b>
<b>유동부채</b>	781	815	855	879
매입채무	198	212	229	240
단기차입금	322	322	322	322
비유동부채	9	10	11	11
사채및장기차입금	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	<b>791</b>	<b>825</b>	<b>865</b>	<b>890</b>
<b>지배기업지분</b>	951	1,199	1,485	1,810
자본금	29	29	29	29
자본잉여금	746	746	746	746
이익잉여금	167	416	702	1,027
비지배지분	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>951</b>	<b>1,199</b>	<b>1,485</b>	<b>1,810</b>
<b>총차입금</b>	324	324	324	324
<b>순차입금</b>	131	-131	-413	-746

## 현금흐름표

(억원)	2016	2017F	2018F	2019F
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>309</b>	<b>271</b>	<b>292</b>	<b>339</b>
당기순이익	165	248	286	325
비현금비용	122	136	136	139
감가상각비	40	59	49	40
비현금수익	-7	-3	-6	-9
자산및부채의증감	34	-37	-43	-27
매출채권감소	-39	-47	-54	-34
재고자산감소	-65	-22	-25	-16
매입채무증가	85	15	17	11
법인세환급(납부)	0	-70	-81	-92
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>-196</b>	<b>-13</b>	<b>-16</b>	<b>-10</b>
유형자산증가	-36	0	0	0
유형자산감소	8	0	0	0
무형자산순감	-2	0	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>-9</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
차입금증가	324	0	0	0
자본의증감	776	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0
기타	-1,108	0	0	0
<b>현금의증가</b>	<b>105</b>	<b>257</b>	<b>277</b>	<b>329</b>
기말현금	125	382	659	988
<b>총현금흐름(GCF)</b>	<b>280</b>	<b>381</b>	<b>417</b>	<b>455</b>
<b>잉여현금흐름(FCF)</b>	<b>273</b>	<b>271</b>	<b>292</b>	<b>339</b>

출처: 사업보고서(12월 결산), BNK투자증권 리서치센터

## 포괄손익계산서

(억원, %)	2016	2017F	2018F	2019F
<b>매출액</b>	<b>1,676</b>	<b>2,620</b>	<b>2,855</b>	<b>3,015</b>
매출원가	784	1,257	1,363	1,428
매출총이익	892	1,363	1,492	1,587
매출총이익률	53.2	52.0	52.3	52.6
판매비와관리비	665	1,041	1,124	1,172
판매비율	39.7	39.7	39.4	38.9
<b>영업이익</b>	<b>227</b>	<b>321</b>	<b>368</b>	<b>415</b>
영업이익률	13.6	12.3	12.9	13.8
<b>EBITDA</b>	267	381	417	455
<b>영업외손익</b>	-11	-3	-1	2
금융이자손익	-5	-3	-1	2
외화관련손익	-1	0	0	0
기타영업외손익	-6	0	0	0
<b>세전이익</b>	<b>216</b>	<b>318</b>	<b>367</b>	<b>417</b>
세전이익률	12.9	12.2	12.9	13.8
법인세비용	52	70	81	92
법인세율	23.9	22.0	22.0	22.0
계속사업이익	165	248	286	325
<b>당기순이익</b>	<b>165</b>	<b>248</b>	<b>286</b>	<b>325</b>
당기순이익률	9.8	9.5	10.0	10.8
지배기업순이익	165	248	286	325
지배기업순이익률	9.8	9.5	10.0	10.8
<b>총포괄손익</b>	165	248	286	325

## 주요투자지표

	2016	2017F	2018F	2019F
EPS (원)	2,680	4,011	4,625	5,252
SPS	27,294	42,326	46,125	48,707
BPS	15,367	19,381	24,010	-
CFPS	4,555	6,150	6,730	7,352
EBITDAPS	4,355	6,150	6,730	7,352
DPS	25	0	0	0
PER (배)	23.8	12.0	11.3	9.9
PSR	2.3	1.1	1.1	1.1
PBR	4.2	2.5	2.2	1.8
PCR	14.0	7.9	7.7	7.1
EV/EBITDA	14.6	7.7	6.4	5.1
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율	-	56.3	9.0	5.6
영업이익증가율	-	41.3	14.4	12.8
순이익증가율	-	50.9	15.3	13.5
EPS증가율	-	49.7	15.3	13.5
부채비율 (%)	83.2	68.8	58.3	49.2
차입금비율	34.0	27.0	21.8	17.9
순차입금/자기자본	13.8	-10.9	-27.8	-41.2
ROA (%)	18.9	13.2	13.1	12.9
ROE	34.6	23.1	21.3	19.7
ROIC	17.4	25.4	29.3	33.3

주: K-IFRS 개별 기준, 2017/4/3 종가 기준