

휴온스(243070.KQ)

2017. 06. 19.

제약/바이오

Analyst 하태기

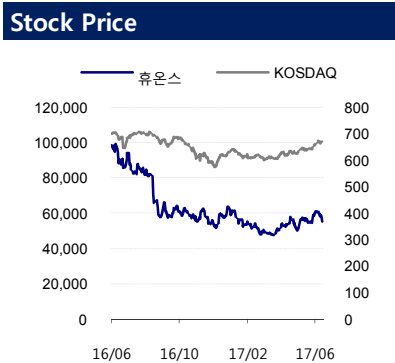
02-3779-3513

taegi.ha@goldenbridgefg.com

영업실적과 Pipeline대비 기업가치 저평가

BUY(상향)	
목표주가	70,000 원
현재주가	55,300 원

Stock Data				
KOSDAQ(6/16)	670.7pt			
시가총액	3,423억원			
발행주식수	6,190천주			
액면가	500원			
52주 최고가 / 최저가	93,868/47,750원			
90일 일평균거래대금	21억원			
외국인 지분율	9.5%			
배당수익률(17.12E)	1.0%			
BPS(17.12E)	20,308원			
수익률(%)				
1W	1M	3M	12M	
절대수익률	-3.7	-5.7	11.7	-5.7
상대수익률	-3.8	-7.8	8.8	-7.8
주주구성				
휴온스글로벌 (외 10인)	44.0%			



Financial Data											
(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2015											
2016	167.6	22.7	21.6	16.5	2,660		26.7	24.0	15.3	4.2	
2017E	276.8	33.9	39.6	30.7	4,952	86.2	41.4	11.2	8.1	2.7	27.8
2018E	309.6	37.2	36.7	28.7	4,629	-6.5	44.9	11.9	7.0	2.3	20.7
2019E	345.5	41.5	41.0	32.0	5,172	11.7	49.1	10.7	6.0	1.9	19.4

자료: 휴온스, 골드브릿지투자증권 리서치센터, K-IFRS 개별기준. 2016년 5월 기업분할을 통한 재상장으로 이전 자료는 없음

전사 매출 안정적 성장

휴온스의 외형 신장은 국소마취제를 비롯한 의약품 사업부의 10%대 성장, 휴톡스의 신규 매출가세, 점안제 수탁 고성장애 따른 것이다.

2분기 매출과 영업이익 10%대 성장, 영업이익은 유동적

2분기에도 1분기에 이어서 실적호조가 지속될 가능성이 있다. 전년도 실적을 분할 전 기준으로 환산해서 보면 전문의약품이 11%성장하고 국소마취제가 15% 성장할 전망이다. 따라서 의약품사업부는 10% 내외 증가할 것으로 추정된다. 뷰티/ 헬스케어/ 웰빙 사업도 휴온스의 수출가세로 30억원 내외 증가하고 기존 품목도 5%내외 증가하며 10%대 중반 성장이 가능할 것이다. 수탁사업부는 점안제 수탁이 증가하며 안정 성장이 예상된다. 참고로 국내 의약품 수탁매출은 점안제 수탁 생산 중심이며, 2016년 매출이 29%성장한 303억원인데, 현재 공장가동률은 70~80% 내외이다. 금년에는 외국 제약사 수탁매출도 가세할 전망이어서 예상보다 매출이 증가할 수도 있다. 전통적으로 1분기보다는 2분기 매출규모가 크다. 따라서 분할 전 기준으로 환산하면 금년 2분기 전체 매출은 전년동기 대비 14.2% 증가한 694억원으로 예상된다. **영업이익은 1분기보다 소폭 증가한 83억원으로 추정된다. 다만 영업이익은 금년에 증액시킬 계획인 R&D비용(상반기 보다 하반기 증가) 배부 정도에 따라 유동적일 수 있다.** 참고로 건강기능식품은 휴온스가 개발하고, 자회사 휴온스내츄럴(지분 58%)이 생산과 판매를 담당한다. 5월에 주름개선 기능식품 허니부쉬의 허가를 받아서 6월에 홈쇼핑과 온라인 판매를 계획하고 있다. 하반기부터 연결매출에 소폭이나마 기여할 전망이다. 중국 현지 JV법인 휴온랜드도 점안제의 생산과 출시로 시간은 다소 소요(중국사업의 특성)되겠지만 매출이 의미 있게 발생할 전망이다.

목표주가 70,000원으로 상향 조정

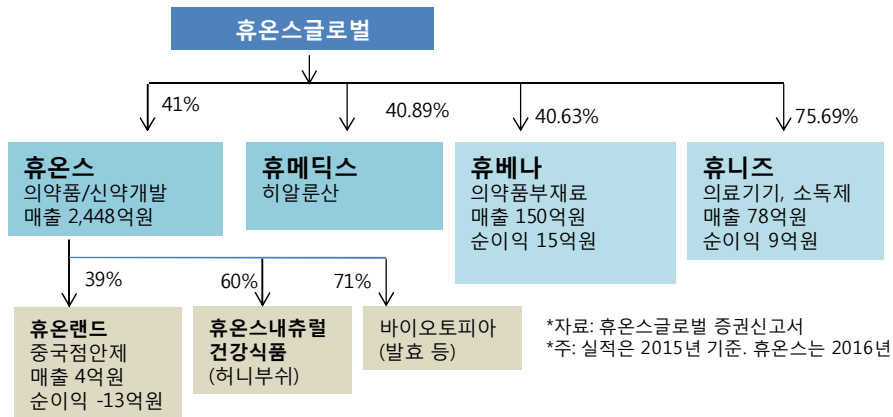
동사는 R&D비용은 전년 200억원에서 금년에 260억원으로 증액시키면서 하반기에 휴톡스의 미국과 국내에서 임상 3상 진입을 추진 중이며 안구 건조증치료제(티모신베타4) 신약의 미국 임상 2상을 추진 중이다. 영업실적과 Pipeline을 감안 PER를 기존의 15배에서 16배를 적용하여 목표주가를 기존의 63,000원에서 70,000원으로 상향 조정한다.

[표 1]외형 성장추이와 매출구성 현황

사업부문	매출유형	2016				2016	2017				2017E	
		2015	1Q	2Q	3Q		4Q	1Q	2QE	3QE		4QE
의약품	전문의약품	881	256	257	254	277	1044	281	285	282	307	1155.68
			34.0%	16.3%	6.3%	20.4%	18.5%	9.8%	11%	11%	11%	10.7%
	점안제(알콘제품)	74	20	15	19	18	72	15	15	19	18	67.52
			-20.0%	-54.5%	46.2%	500.0%	-2.7%	-25.0%	1%	1%	1%	-6.2%
	국소마취제	125	33	37	35	38	143	45	43	40	44	171.5
			43.5%	8.8%	16.7%	2.7%	14.4%	36.4%	15%	15%	15%	19.9%
	소계	1080	306	310	310	315	1,241	341	343	341	369	1,395
			34.0%	16.3%	6.3%	20.4%	14.9%	11.5%	10.6%	10.1%	17.3%	12.4%
뷰티/헬스케어	웰빙	577	140	168	160	151	619	161	171	173	163	668
			3.7%	15.9%	3.9%	5.6%	7.3%	15.0%	2.0%	8.0%	8.0%	8.0%
	에스테틱	259				23		28	30	35	32	125
	휴톡스											
	필러	105	25	22	36	30	113	20	23	30	32	105
			31.6%	0.0%	2.9%	3.4%	7.6%	-20.0%	6.0%	6.0%	6.0%	-7.0%
	더마샤인	142	32	31	35	27	125	29	32	36	28	125
			300.0%	93.8%	-34.0%	-58.5%	-12.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	-0.2%
	기타	13	2	2	3	2	9	2	2	3	2	9
			-33.3%	-50.0%	0.0%	-33.3%	-30.8%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	4.7%
	소계	259	59	55	74	82	270	79	87	104	94	364
			96.7%	31.0%	-18.7%	-15.5%	4.2%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	34.9%
	소계	836	199	223	234	233	889	218	259	277	257	1,011
			20.6%	19.3%	-4.5%	-2.9%	6.3%	10%	16%	18%	10%	13.7%
수탁(CMO)기타	점안제수탁	47	19	18	17	22	76	41	21	20	25	107
			216.7%	80.0%	6.3%	46.7%	61.7%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	40.2%
	수탁	188	49	59	61	56	225	42	62	64	59	227
			63.3%	78.8%	-12.9%	1.8%	19.7%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	0.8%
	소계	235	69	79	78	77	303	83	83	84	84	333
			92.3%	83.8%	-9.3%	10.2%	29.1%	19.9%	4.6%	7.2%	9.0%	9.9%
합계	매출	2,151	577	608	620	643	2,448	642	694	712	720	2,768
							13.8%	11.2%	14.2%	14.8%	12.1%	13.1%

자료: 휴온스, 골든브릿지투자증권 리서치센터

[그림1] 휴온스그룹 지배구조



자료: 휴온스, 골든브릿지투자증권 리서치센터

[표 2] 주가 밸류에이션

(단위:억원)

2017년 추정이이	262
적정 PER(배)	16
기업가치	4,185
발행주식수(주)	5,895,464
자기주식(주)	4,522
유통주식(주)	5,890,942
적정주가(원)	71,037

*자료:골든브릿지증권 리서치센터

휴톡스 미국 임상 계획

참고로 휴톡스는 국내 임상 2상이 마무리단계이며 하반기에 미국 임상3상 IND 제출 계획이다.

[표 2] 분기별 영업실적 추이

12월결산 (억원)	2016				2017E			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE
매출액			620	643	642	694	712	720
영업이익			103	81	81	83	88	86
세전이익			112	62	141	81	88	86
순이익			86	45	108	63	68	67
YoY								
매출액							14.8	12.1
영업이익							-14.2	7.1
세전이익							-21.8	39.7
순이익							-20.3	48.6

자료: 휴온스 IR자료, 골든브릿지투자증권 리서치센터

주: 2016년 1분기부터 2분기 수치는 분할 후 기준으로 소급 적용하여 추정된 수치임

재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	115.9	155.6	185.4	218.3	
현금 및 현금성자산	12.5	44.3	62.2	81.3	
매출채권 및	65.3	71.6	79.5	88.7	
재고자산	29.6	35.1	38.9	43.4	
기타유동자산	8.5	4.6	4.8	5.0	
비유동자산	58.3	55.2	54.8	55.3	
관계기업투자등	10.5	10.8	11.3	11.7	
유형자산	38.7	36.7	35.6	35.4	
무형자산	3.1	2.1	2.1	2.0	
자산총계	174.1	210.8	240.2	273.6	
유동부채	78.1	77.2	81.4	86.1	
매입채무 및	32.2	32.7	36.2	40.4	
단기금융부채	32.4	31.6	31.6	31.6	
기타유동부채	13.6	13.0	13.5	14.0	
비유동부채	0.9	7.9	7.9	7.9	
장기금융부채	0.0	7.0	7.0	7.0	
기타비유동부채	0.9	0.9	0.9	0.9	
부채총계	79.1	85.1	89.2	94.0	
지배주주지분	95.1	125.7	151.0	179.6	
자본금	2.9	3.1	3.1	3.1	
자본잉여금	74.6	74.6	74.6	74.6	
이익잉여금	16.7	47.2	72.5	101.1	
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	
자본총계	95.1	125.7	151.0	179.6	

현금흐름표

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	30.9	25.9	28.8	30.7	
당기순이익(손실)	16.5	30.7	28.7	32.0	
비현금수익비용가감	11.5	11.0	7.8	7.7	
유형자산감가상각비	3.9	7.4	7.7	7.6	
무형자산상각비	0.1	0.1	0.0	0.0	
기타현금수익비용	2.0	3.5	0.0	0.0	
영업활동 자산부채변동	3.4	-11.8	-7.7	-9.0	
매출채권 감소(증가)	-3.9	-6.5	-7.9	-9.2	
재고자산 감소(증가)	-6.5	-5.5	-3.8	-4.5	
매입채무 증가(감소)	8.5	0.5	3.6	4.2	
기타자산, 부채변동	5.4	-0.3	0.5	0.5	
투자활동 현금	-19.6	-0.4	-7.4	-8.2	
유형자산처분(취득)	-2.8	-4.8	-6.7	-7.4	
무형자산 감소(증가)	-0.2	0.2	0.0	0.0	
투자자산 감소(증가)	-6.4	3.8	-0.5	-0.6	
기타투자활동	-10.2	0.3	-0.2	-0.2	
재무활동 현금	-0.9	6.4	-3.4	-3.4	
차입금의 증가(감소)	-0.4	6.4	0.0	0.0	
자본의 증가(감소)	0.0	0.0	-3.4	-3.4	
배당금의 지급	0.0	0.0	3.4	3.4	
기타재무활동	-0.5	0.0	0.0	0.0	
현금의 증가	10.5	31.8	17.9	19.0	
기초현금	2.0	12.5	44.3	62.2	
기말현금	12.5	44.3	62.2	81.3	

자료: 휴온스, 골든브릿지투자증권 리서치센터, K-IFRS 개별기준

손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	167.6	276.8	309.6	345.5	
매출원가	78.4	124.1	139.3	155.5	
매출총이익	89.2	152.8	170.3	190.0	
판매비와 관리비	66.5	118.8	133.1	148.6	
영업이익	22.7	33.9	37.2	41.5	
(EBITDA)	26.7	41.4	44.9	49.1	
금융손익	-0.5	-0.6	-0.8	-0.8	
이자비용	0.5	0.9	0.9	0.9	
관계기업등 투자손익	-2.2	0.0	0.0	0.0	
기타영업외손익	1.6	6.3	0.4	0.4	
세전계속사업이익	21.6	39.6	36.7	41.0	
계속사업법인세비용	5.2	8.9	8.1	9.0	
계속사업이익	16.5	30.7	28.7	32.0	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	16.5	30.7	28.7	32.0	
지배주주	16.5	30.7	28.7	32.0	
총포괄이익	17.7	30.7	28.7	32.0	
매출총이익률 (%)	53.2	55.2	55.0	55.0	
영업이익률 (%)	13.6	12.2	12.0	12.0	
EBITDA마진률 (%)	16.0	15.0	14.5	14.2	
당기순이익률 (%)	9.8	11.1	9.3	9.3	
ROA (%)		15.9	12.7	12.5	
ROE (%)		27.8	20.7	19.4	
ROIC (%)		25.7	26.4	27.5	

주요 투자지표

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
투자지표 (x)					
P/E		24.0	11.6	12.4	11.1
P/B		4.2	2.8	2.4	2.0
EV/EBITDA		15.3	8.4	7.3	6.3
P/CF		12.7	8.5	9.7	8.9
배당수익률 (%)			1.0	1.0	1.0
성장성 (%)					
매출액			65.2	11.9	11.6
영업이익			49.1	9.6	11.6
세전이익			83.1	-7.2	11.7
당기순이익			86.3	-6.5	11.7
EPS			86.2	-6.5	11.7
안정성(%)					
부채비율		83.2	67.7	59.1	52.4
유동비율		148.3	201.4	227.9	253.6
순차입금/자기자본		13.8	-6.7	-17.5	-25.4
영업이익/금융비용		42.3	37.9	40.7	45.4
총차입금 (십억원)		32.4	38.6	38.6	38.6
순차입금 (십억원)		13.1	-8.4	-26.5	-45.6
주당지표(원)					
EPS		2,660	4,952	4,629	5,172
BPS		15,356	20,308	24,386	29,008
CFPS		4,521	6,731	5,889	6,414
DPS			550	550	550

휴온스 목표주가 추이	투자의견 변동내역																								
	<table border="1"> <thead> <tr> <th>일시</th> <th>투자의견</th> <th>목표가격</th> <th>일시</th> <th>투자의견</th> <th>목표가격</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2017. 03. 08</td> <td>매수(신규)</td> <td>63,000원</td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>2017. 03. 27</td> <td>매수(유지)</td> <td>63,000원</td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>2017. 06. 19</td> <td>매수(유지)</td> <td>70,000원(상향)</td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>	일시	투자의견	목표가격	일시	투자의견	목표가격	2017. 03. 08	매수(신규)	63,000원				2017. 03. 27	매수(유지)	63,000원				2017. 06. 19	매수(유지)	70,000원(상향)			
일시	투자의견	목표가격	일시	투자의견	목표가격																				
2017. 03. 08	매수(신규)	63,000원																							
2017. 03. 27	매수(유지)	63,000원																							
2017. 06. 19	매수(유지)	70,000원(상향)																							

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자:하태기)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 작성자는 금년 5월(25일 ~27일)에 휴온스의 비용으로 중국현지법인 탐방을 다녀왔습니다

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight(비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 5 단계	Strong Buy (강력매수) Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) Not Rated(투자의견없음) 합계	+50% 이상 기대 +20% ~+50% -20% ~+20% -20% 이하 기대 등급보류	1.6% 50.4% 0.0% 0.0% 48.0% 100.0%	투자의견 비율은 의견공표 종목들의 맨 마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중(최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)