

2017. 10. 20

Company Update



윤선영
Analyst
sy85.yoon@samsung.com
02 2020 7840

휴온스 (243070)

보툴리눔독신 성과 가시화, 목표주가 상향

- 3분기 매출과 영업이익은 컨센서스에 부합할 전망. 전문의약품, 수탁생산 부문의 매출 호조세, 작년 4Q 개시한 보툴리눔독신 수출이 견조한 매출 성장 주도.
- 보툴리눔독신 8월말 유럽, 브라질, 러시아 업체와 수출 MOU 체결, 10월 중순 국내 임상 3상 승인.
- 성과가 빠르게 가시화되고 있는 보툴리눔독신 사업가치를 반영, 목표주가를 12.7% 상향.

WHAT'S THE STORY

3Q Preview: 3분기 매출액 724억원(+16.7% y-y), 영업이익 85억원 (-17.4% y-y), 영업이익률 11.7% (-4.8%pt y-y)으로 컨센서스 부합 전망. 의약품 부문 366억원(+19% y-y) 예상. 순환계 및 대사질환 전문의약품(ETC) 판매 호조. 뷰티헬스케어 부문 매출 248억원 (+5.8% y-y) 예상. 비타민, 미탄치료제 등 웰빙의약품은 2분기 수준 매출 유지하는 가운데, 보툴리눔독신과 필러 수출은 2분기 대비 소폭 감소했으나 1분기 대비 여전한 성장세 전망. 수탁사업 부문 매출 95억원 (+21% y-y) 예상. 연초 일본 제약사의 일회용 점안제 수탁생산 개시한 것이 고성장의 이유. 3분기 판관비율 42.3% (+5.8%p y-y). R&D 투자확대와 신사업 확장, 신제품 출시에 따른 비용증가로 영업이익 전년동기대비 17.4% 감소.

보툴리눔독신 수출 MOU 체결과 국내 임상 3상 승인: 당사는 지난 8월 31일 유럽(스페인), 브라질, 러시아 업체들과 자체개발 보툴리눔독신 '휴톡스'에 대해 수출 MOU 계약 체결. 향후 약 6개월의 Exclusivity기간 동안 상대업체가 휴온스의 보툴리눔독신 공장 실사, 임상 프로토콜 점검을 거친 후 내년 상반기 본계약 체결 예정. 계약상대방은 각 담당지역에서 자체적으로 2019년 임상 3상 진행, 시판허가 시 휴온스가 제품 공급. 10월 18일 휴톡스 국내 임상 3상 승인. 국내 출시 2019년 초 예정.

목표주가 12.7% 상향: 기존 제약사업도 물론 견조하게 성장하고 있지만 동사 주가의 주요 Catalyst는 보툴리눔독신 수출. 2017년 8월 유럽 등 3개 지역 보툴리눔독신 수출 MOU 계약, 10월 국내 임상 3상 승인 획득. 향후 4Q17~2Q18 유럽 등 3개 지역 본계약 체결. 미국, 중국 등 타 지역 수출 MOU 계약체결 기대. 2H18 보툴리눔독신 생산능력 6배 확대 예정. 성과가 빠르게 가시화되는 점을 감안해 보툴리눔독신 사업가치를 목표주가 산정에 반영. 목표주가를 기존 71,000원에서 80,000원 (기존 사업가치 주당 65,000원 + 보툴리눔독신 수출 가치 주당 15,800원)으로 12.7% 상향. 목표주가 80,000원의 Implied P/E 19배는 국내 메디컬에스테틱 업체 평균 25배보다 24% 할인된 수준.

AT A GLANCE

SELL	HOLD	BUY
목표주가	80,000원	(19.8%)
현재주가	66,800원	
시가총액	4,134.9억원	
Shares (float)	6,190,011주 (55.8%)	
52주 최저/최고	47,750원/77,000원	
60일-평균거래대금	48.1억원	

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
휴온스 (%)	-4.0	17.4	11.6
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	-3.0	11.9	10.6

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	80,000	71,000	12.7%
2017E EPS	4,681	4,480	4.5%
2018E EPS	4,171	4,349	-4.1%

SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	3
Target price	74,667
Recommendation	4.0

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2016	2017E	2018E	2019E
매출액 (십억원)	169	282	309	342
순이익 (십억원)	15	28	25	33
EPS (adj) (원)	2,498	4,681	4,171	5,309
EPS (adj) growth (%)	n/a	87.4	(10.9)	27.3
EBITDA margin (%)	15.2	13.6	12.9	13.7
ROE (%)	16.3	27.0	19.6	20.8
P/E (adj) (배)	26.7	14.3	16.0	12.6
P/B (배)	4.4	3.4	2.9	2.4
EV/EBITDA (배)	16.7	10.6	9.8	7.8
Dividend yield (%)	0.0	0.7	0.7	0.8

자료: 삼성증권 추정

목표주가 산정

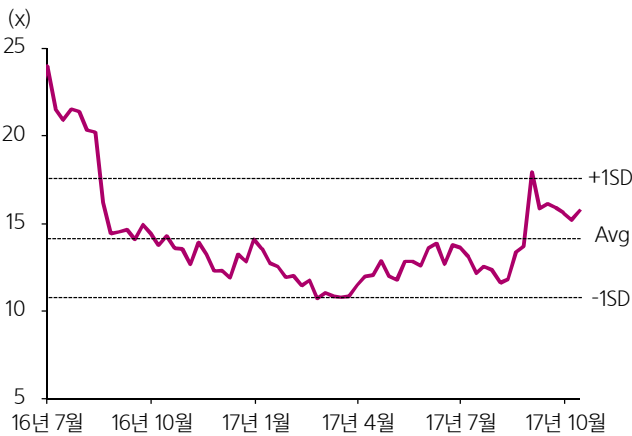
(원)	비고
2018E EPS	4,171
Target P/E (배)	15.6
주당 기존 사업가치 (A)	65,075
보툴리눔독신 수출 가치	98.0
주당 보툴리눔독신 가치 (B)	15,825
적정가치 (A) X (B)	80,900
목표주가	80,000
현재주가	66,800
Upside (%)	19.8

자료: 삼성증권

주사제와 점안제 특화, 해외사업 확대 감안해 국내 중소제약사 평균에 20% 프리미엄 적용

유럽, 브라질, 러시아 지역기준, 시판허가까지 성공률 25% 가정

12개월 Forward P/E 밴드 (분할 재상장 이후)



자료: WiseFn, 삼성증권 추정

시가총액 추이



자료: WiseFn, 삼성증권

3분기 실적 추정

(십억원)	3Q17E		3Q16	2Q17	증감 (%)		
	삼성	컨센서스			컨센서스 대비	전년동기대비	전분기대비
매출액	72.4	69.7	62.0	70.9	3.8	16.7	2.1
영업이익	8.5	8.7	10.3	9.5	(1.8)	(17.4)	(10.1)
세전사업계속이익	8.3	9.2	11.2	10.0	(9.0)	(25.8)	(16.7)
순이익	6.5	7.2	8.6	7.9	(9.2)	(24.4)	(18.2)
이익률 (%)							
영업이익	11.7	12.4	16.6	13.3			
세전사업계속이익	11.5	13.1	18.1	14.1			
순이익	9.0	10.3	13.9	11.2			

참고: K-IFRS 연결 기준

자료: 휴온스, 삼성증권 추정

실적 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	65.2	72.1	72.4	72.2	73.7	77.9	78.4	78.8	244.8	281.9	308.8	341.6
전년대비 (%)	13.0	18.6	16.7	9.9	13.0	8.1	8.3	9.2	13.8	15.1	9.6	10.6
의약품	34.7	34.5	36.6	36.6	38.6	37.6	40.0	40.0	125.9	142.3	156.1	171.7
전문의약품	28.8	29.3	31.0	31.1	32.2	32.2	34.1	34.2	104.4	120.1	132.6	146.6
국소마취제	4.4	3.7	3.8	4.1	4.8	4.0	4.1	4.4	14.3	16.0	17.2	18.5
점안제	1.5	1.5	1.8	1.4	1.5	1.5	1.8	1.4	7.2	6.3	6.3	6.7
뷰티헬스케어	21.3	26.0	24.8	23.6	24.2	27.3	26.1	25.2	88.8	95.8	102.8	115.5
웰빙의약품	15.8	16.6	16.8	15.4	16.5	17.9	17.6	16.1	61.9	64.5	68.3	73.4
에스테틱	5.6	9.4	7.9	8.3	7.6	9.3	8.5	9.1	26.9	31.2	34.5	42.1
보툴리눔독신	2.8	4.4	3.8	3.7	3.8	4.0	4.0	4.1	2.3	14.6	15.9	21.3
필러	2.0	3.2	2.9	3.2	2.4	3.3	3.1	3.5	11.3	11.3	12.3	13.5
수탁	8.2	10.2	9.5	10.2	9.2	10.8	10.1	10.8	30.1	38.1	40.9	43.2
점안제	4.0	4.6	3.6	4.3	4.4	5.1	3.8	4.7	7.6	16.5	18.0	19.5
기타	4.2	5.6	6.0	5.8	4.8	5.7	6.3	6.1	22.5	21.6	22.9	23.7
기타 및 연결조정	1.0	1.4	1.5	1.8	1.7	2.2	2.2	2.8	0.0	5.7	8.9	11.2
매출총이익	35.8	38.4	39.1	39.0	40.0	42.7	42.2	43.1		152.3	168.0	188.1
전년대비 (%)	n/a	n/a	18.7	15.3	11.7	11.2	7.9	10.5		n/a	10.3	12.0
% GPM	54.9	53.2	54.0	54.1	54.3	54.8	53.8	54.7		54.0	54.4	55.1
영업이익	7.1	8.7	8.5	7.2	7.5	8.8	8.4	8.2	37.0	31.6	32.9	40.1
전년대비 (%)	n/a	n/a	(17.4)	5.3	5.0	0.7	(1.3)	13.6	7.9	(14.6)	4.1	21.9
% OPM	11.0	12.1	11.7	10.0	10.2	11.3	10.7	10.4	15.1	11.2	10.7	11.7

참고: K-IFRS 연결기준 (2016년 분할 전 별도기준)

자료: 휴온스, 삼성증권 추정

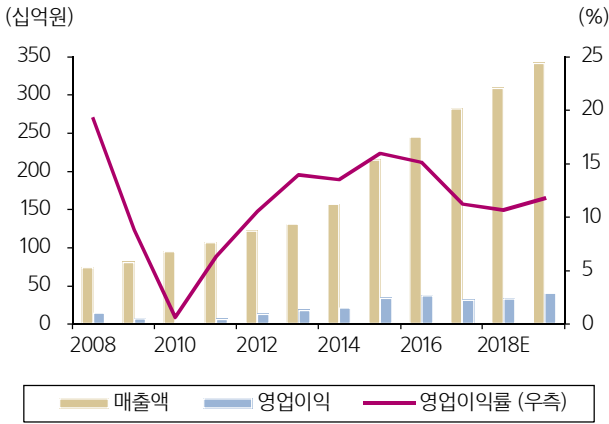
보툴리눔독신 수출 가치 (유럽, 브라질, 러시아)

(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
진행일정		본계약	임상3상	임상중	료시판허가	출시									
유럽						8.0	15.0	45.0	50.0	50.0	48.5	46.1	43.8	41.6	39.5
브라질						5.0	10.0	25.0	25.0	30.0	29.1	27.6	26.3	24.9	23.7
러시아						3.0	8.0	20.0	20.0	24.0	23.3	22.1	21.0	20.0	19.0
계약금 및 마일스톤	0.0	1.0	0.0	3.0	3.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT*	0.0	0.5	0.0	1.5	1.5	8.0	16.5	45.0	47.5	52.0	50.4	47.9	45.5	43.2	41.1
PV of FCF	0.0	0.9	0.0	2.2	2.0	4.7	8.8	21.7	20.6	20.3	17.8	15.2	13.0	11.1	9.5
NPV	147.9														
Terminal value	243.9														
NPV+TMV	391.8														
적정가치**	98.0														
발행주식수 (천주)	6,190.0														
주당적정가치 (원)	15,825														

참고: WACC 11%, 영구성장률 -5% 가정, *휴온스글로벌 50% 배분 감안; ** 시판허가까지 성공률 보수적으로 25% 가정

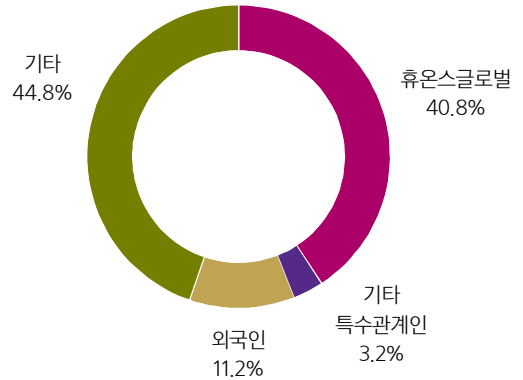
자료: 삼성증권 추정

연간 실적 추이



자료: 휴온스, 삼성증권 추정

주주구성



자료: 휴온스, 삼성증권

국내 중견제약사 Peer valuation

종목명	시가총액 (십억원)	P/E (배)		EPS 증가율 (전년대비, %)		ROE (%)		배당수익률 (%)		영업이익률 (%)	
		2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
동국제약	517.5	12.8	11.7	(0.5)	9.6	15.8	15.1	0.7	1.0	13.0	12.9
삼진제약	459.4	13.0	12.0	17.4	8.0	19.6	18.5	2.2	2.4	18.4	18.7
일동제약	389.6	19.2	13.9	n/a	38.5	7.4	9.6	2.3	2.4	5.4	7.0
보령제약	363.3	20.6	13.7	215.0	50.0	22.4	16.6	0.5	0.5	4.4	6.5
환인제약	425.0	15.7	14.8	65.2	5.9	11.7	11.2	1.1	1.1	21.8	21.3
대원제약	334.9	21.1	11.7	(19.6)	80.8	9.5	15.7	1.5	1.8	11.7	12.8
유나이티드제약	397.1	16.3	14.5	24.8	12.7	13.0	13.2	1.1	1.1	15.5	15.8
에스티팜	651.1	11.3	12.1	(17.5)	(6.4)	16.5	13.2	1.4	1.5	35.3	35.0
국내 중견제약사 평균		16.0	13.2	40.7	21.7	15.8	14.8	1.2	1.3	15.2	15.7
메디톡스	2,476.4	31.5	25.6	32.7	23.3	43.9	38.6	0.5	0.5	54.5	55.4
휴젤	2,035.6	23.1	21.8	32.5	5.8	16.9	13.0	0.3	0.4	58.3	58.8
대웅제약	1,442.5	36.3	29.2	51.9	24.4	7.4	8.6	0.5	0.5	5.6	6.5
휴메디스	280.9	30.2	23.8	(11.2)	26.8	8.0	9.6	1.6	1.6	20.5	23.8
국내 특신티러업체 평균		30.3	25.1	26.5	20.1	19.0	17.4	0.7	0.8	34.7	36.1

자료: 컨센서스 기준

자료: WiseFn, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	169	282	309	342
매출원가	80	130	141	153
매출총이익	89	152	168	188
(매출총이익률, %)	52.8	54.0	54.4	55.1
판매 및 일반관리비	68	121	135	148
영업이익	22	32	33	40
(영업이익률, %)	12.7	11.2	10.7	11.7
영업외손익	(2)	5	0	3
금융수익	0	1	0	1
금융비용	1	1	1	1
지분법손익	(0)	(1)	1	4
기타	(1)	6	0	0
세전이익	20	37	33	43
법인세	5	9	8	10
(법인세율, %)	25.4	24.0	24.0	24.0
계속사업이익	15	28	25	33
중단사업이익	0	0	0	0
순이익	15	28	25	33
(순이익률, %)	8.8	9.9	8.2	9.6
지배주주순이익	15	29	26	33
비지배주주순이익	(1)	(1)	(1)	0
EBITDA	26	38	40	47
(EBITDA 이익률, %)	15.2	13.6	12.9	13.7
EPS (지배주주)	2,498	4,681	4,171	5,309
EPS (연결기준)	2,413	4,489	4,075	5,309
수정 EPS (원)*	2,498	4,681	4,171	5,309

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동에서의 현금흐름	29	31	26	29
당기순이익	15	28	25	33
현금유출입이없는 비용 및 수익	12	17	14	14
유형자산 감가상각비	4	7	7	7
무형자산 상각비	0	0	0	0
기타	7	11	8	7
영업활동 자산부채 변동	3	(5)	(5)	(7)
투자활동에서의 현금흐름	(17)	(6)	(7)	(8)
유형자산 증감	(5)	(6)	(6)	(7)
장단기금융자산의 증감	(8)	(1)	(1)	(1)
기타	(4)	1	0	(0)
재무활동에서의 현금흐름	2	(3)	(3)	(3)
차입금의 증가(감소)	36	(1)	0	0
자본금의 증가(감소)	78	0	0	0
배당금	0	0	(3)	(3)
기타	(111)	(2)	0	0
현금증감	14	21	16	21
기초현금	2	16	36	53
기말현금	16	36	53	73
Gross cash flow	26	45	40	47
Free cash flow	23	25	20	22

참고: 2016년은 분할 후 5월~12월 합산 실적

* 일회성 수익(비용) 제외, ** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 휴온스, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	121	152	179	214
현금 및 현금등가물	16	37	53	73
매출채권	64	70	77	86
재고자산	30	33	36	41
기타	10	12	13	14
비유동자산	59	57	58	58
투자자산	7	8	8	9
유형자산	45	45	44	44
무형자산	3	2	2	2
기타	4	3	3	3
자산총계	179	209	236	273
유동부채	82	75	79	86
매입채무	20	22	24	27
단기차입금	32	22	22	22
기타 유동부채	30	30	33	37
비유동부채	1	13	13	13
사채 및 장기차입금	0	10	10	10
기타 비유동부채	1	3	3	3
부채총계	84	88	93	100
지배주주지분	94	121	143	173
자본금	3	3	3	3
자본잉여금	75	75	75	75
이익잉여금	16	44	67	97
기타	1	(2)	(2)	(2)
비지배주주지분	2	1	0	0
자본총계	96	121	143	173
순부채	13	(9)	(26)	(47)

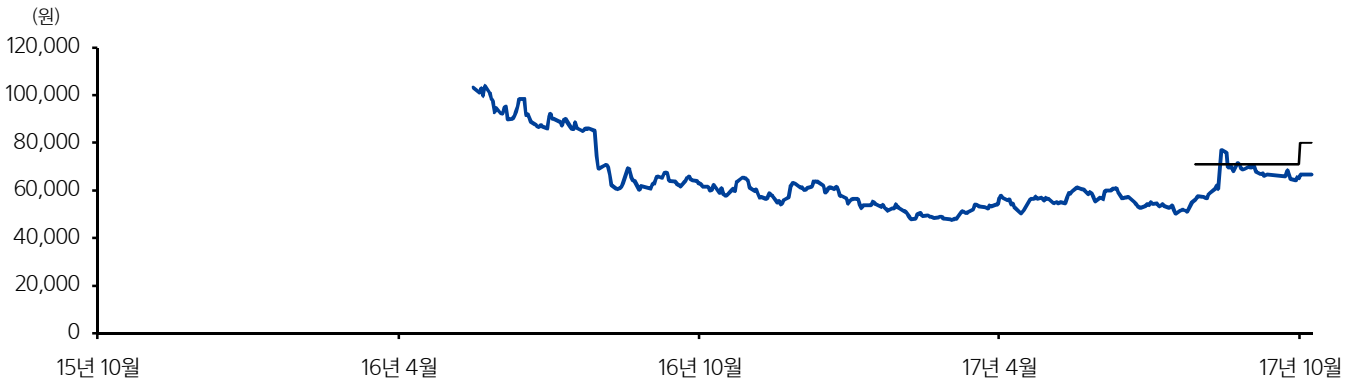
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2016	2017E	2018E	2019E
증감률 (%)				
매출액	n/a	66.8	9.6	10.6
영업이익	n/a	46.8	4.1	21.9
순이익	n/a	87.6	(9.2)	30.3
수정 EPS**	n/a	87.4	(10.9)	27.3
주당지표				
EPS (지배주주)	2,498	4,681	4,171	5,309
EPS (연결기준)	2,413	4,489	4,075	5,309
수정 EPS**	2,498	4,681	4,171	5,309
BPS	15,177	19,510	23,186	28,001
DPS (보통주)	0	500	500	550
Valuations (배)				
P/E***	26.7	14.3	16.0	12.6
P/B***	4.4	3.4	2.9	2.4
EV/EBITDA	16.7	10.6	9.8	7.8
비율				
ROE (%)	16.3	27.0	19.6	20.8
ROA (%)	8.3	14.3	11.3	12.9
ROIC (%)	15.1	22.2	22.3	25.6
배당성향 (%)	0.0	10.7	12.0	10.3
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.7	0.7	0.8
순부채비율 (%)	13.5	(7.3)	(18.0)	(27.4)
이자보상배율 (배)	36.5	30.5	34.1	41.6

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 10월 19일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 10월 19일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자 의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2017/8/16	10/19
투자 의견	BUY	BUY
TP (원)	71,000	80,000

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업	산업
BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준	OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외	NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하	UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2017년 9월 30일 기준

매수 (82.2%) | 중립 (17.8%) | 매도 (0%)