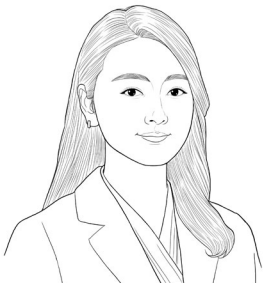
Company Update

2017. 11. 13

휴온스 (243070)

양호한 3Q 실적, 풍부한 내년 수출 모멘텀

- 처방약과 에스테틱 사업부 주도로 3분기 매출액 20% y-y 증가. R&D 비용 일시 감소로 영업이익률이 15%대 회복, 영업이익이 컨센서스를 25% 상회. 휴톡스 공정개선으로 내년 연간 CAPA 기존 계획대비 2배 늘어난 600만 바이알 예상.
- 내년에도 풍부한 수출 모멘텀으로 BUY 투자의견 유지, 목표주가 10% 상향.



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

AT A GLANCE

SELL | HOLD | **BUY**

목표주가	88,000원	(13.1%)
현재주가	77,800 원	
시가총액	4,271.1억원	
Shares (float)	6,190,011주 (54.6%)	
52 주 최저/최고	47,750원/77,000원	
60 일-평균거래대금	54.4억원	

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
휴온스 (%)	18.1	37.9	28.8
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	7.2	23.0	11.3

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	88,000	80,000	10.0%
2017E EPS	5,111	4,681	9.2%
2018E EPS	4,274	4,171	2.5%

SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	3
Target price	80,667
Recommendation	4.0

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

WHAT'S THE STORY

3Q Review: 3분기 연결기준 매출액 745억원 (+20.1% y-y), 영업이익 115억원 (+11.4% y-y) 기록. 매출액과 영업이익이 각각 컨센서스를 +5.4%, +25.2% 상회

- **의약품:** 매출 388억원(+26.2% y-y). 장기연휴 앞두고 3분기 만성질환 처방약 내수 판매 증가, 국소마취제 수출 확대.
- **뷰티헬스케어:** 매출 258억원 (+10.5% y-y). 비만치료제와 면역증강제 매출 호조로 웰빙의약품 175억원(+9.5%) 기록, 보툴리눔톡신 수출 40억원. 필러 28억원 기록.
- **수탁:** 매출 78억원 (-1.2% y-y). 정부의 일회용 점안제 용기 규제 강화 움직임으로 점안제 수탁매출 일시 부진.
- **R&D 비용 일시 감소, 4분기 다시 증가 예상:** 판관비율 38.7% (+2.2%p y-y). 인건비 전년 동기 수준 유지하는 가운데 연구개발비의 일시적 감소로 영업이익률 15%대 시현. 4분기 보툴리눔톡신(휴톡스)과 안구건조증 개량신약(HU007) 국내 임상 3상 진입으로 R&D 비용 다시 증가 예상.
- **2018년 말 휴톡스 연간 CAPA 600만 바이알(Vial)로 확대:** 동결건조 공정 개선으로 자체 개발 보툴리눔톡신 휴톡스 CAPA 제 1공장 100만 바이알로 확대 완료 (vs 기존 50만 바이알), 제2공장 500만 바이알로 계획 변경 (vs 기존 250만 바이알). 2H18 제 2공장 완공 후 전체 연간 CAPA 600만 바이알 예상.

내년에도 휴톡스 모멘텀 지속 전망: 8월 말 유럽(스페인), 브라질, 러시아 업체들과 휴톡스 수출 MOU 계약 체결. 1H18 본계약 체결 예정. 내년 중국, 미국지역 추가 수출 MOU 계약 체결 기대. 파트너사가 2019년부터 자체 임상 3상 진행, 시판허가 시 휴온스가 제품 공급. 4분기 휴톡스 국내 임상 3상 진입, 국내 출시 2019년 초 예정.

BUY 투자의견 유지, 목표주가 10% 상향: 동사 주가는 8월 저점대비 55% 상승해 단기 차익실현 매물 증가에 따른 주가조정 가능성에는 유의. 그러나 내년 휴톡스 본계약 및 추가 수출 MOU 체결, 미국 제네릭 주사제 허가, 중국 점안제 품목허가 등 꾸준한 모멘텀 발생이 예상되어 BUY 투자의견 유지. 중소제약사 평균 거래배수 상승 (기존 13배 → 14배)과 톡신 가치산정 베이스가 2018년으로 변경된 점을 감안해 목표주가를 88,000원으로 10% 상향 (주당 기존 사업가치 71,100원에 보툴리눔톡신 수출 가치 16,700원 합산).

분기 실적

(십억원)	3Q17	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스
매출액	74.5	20.1	5.1	2.9	5.4
영업이익	11.5	11.4	21.2	34.9	25.2
세전계속사업이익	12.5	11.7	25.4	50.5	29.8
순이익	9.4	8.9	17.9	44.2	30.9
이익률 (%)					
영업이익	15.4				
세전계속사업이익	16.8				
순이익	12.6				

자료: 휴온스, 삼성증권 추정

Valuation summary

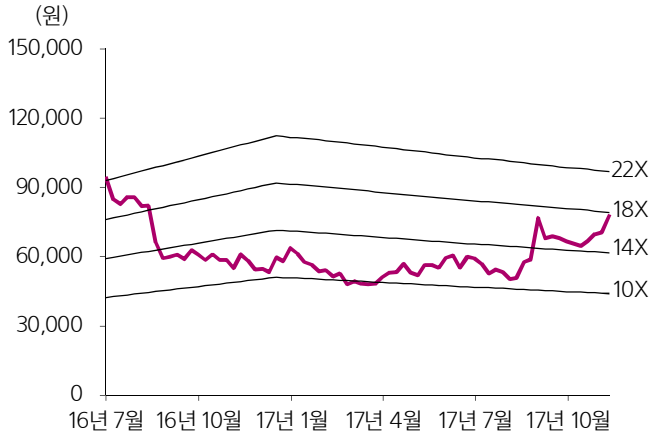
	2016	2017E	2018E
Valuation (배)			
P/E	31.2	15.2	18.2
P/B	5.1	3.9	3.3
EV/EBITDA	17.2	10.1	9.2
Div yield (%)	0.0	0.6	0.6
EPS 증가율 (%)	n/a	104.7	(16.4)
ROE (%)	16.3	29.1	19.6
주당지표 (원)			
EPS	2,498	5,111	4,274
BVPS	15,177	19,940	23,720
DPS	0	500	500

목표주가 산정

(원)		비고
조정 2018E EPS	5,079	비경상 R&D 투자 x (1 - t) 가산
Target P/E (배)	14.0	국내 중소제약사 평균
주당 기존 사업가치 (A)	**71,105**	
보툴리눔톡신 수출 가치	103.6	유럽, 브라질, 러시아 지역기준, 시판허가까지 성공률 25% 가정
주당 보툴리눔톡신 가치 (B)	**16,734**	
적정가치 (A) + (B)	**87,839**	
목표주가	**88,000**	
현재주가	77,800	11월 13일 종가
Upside (%)	**13.1**	

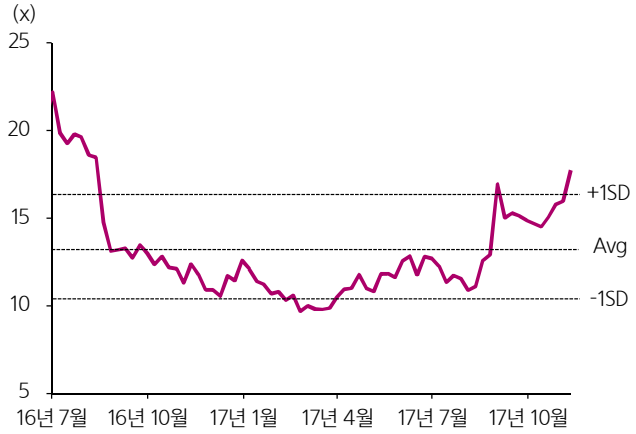
자료: 삼성증권

Forward P/E 밴드



자료: WiseFn, 삼성증권 추정

Forward P/E 추이



자료: WiseFn, 삼성증권 추정

3분기 연결 실적

(십억원)	3Q17			차이 (%)		3Q16	2Q17	증감 (%)	
	실적	삼성증권	컨센서스	삼성증권	컨센서스			전년동기대비	전분기대비
매출액	74.5	72.4	70.7	2.9	5.4	62.0	70.9	20.1	5.1
영업이익	11.5	8.5	9.2	34.9	25.2	10.3	9.5	11.4	21.2
세전사업계속이익	12.5	8.3	9.7	50.5	29.8	11.2	10.0	11.7	25.4
순이익	9.4	6.5	7.2	44.2	30.9	8.6	7.9	8.9	17.9
이익률 (%)									
영업이익	15.4	11.7	12.9			16.6	13.3		
세전사업계속이익	16.8	11.5	13.6			18.1	14.1		
순이익	12.6	9.0	10.1			13.9	11.2		

참고: K-IFRS 연결 기준
자료: 휴온스, 삼성증권 추정

실적 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	**65.2**	**72.1**	**74.5**	**71.4**	**73.9**	**78.9**	**82.0**	**80.6**	**244.8**	**283.2**	**315.4**	**353.0**
전년대비 (%)	13.0	18.6	20.1	8.7	13.3	9.4	10.0	13.0	13.8	15.7	11.4	11.9
의약품	34.7	34.5	38.8	36.9	38.6	38.5	42.3	42.0	125.9	144.9	161.3	182.1
전문의약품	28.8	29.3	31.2	31.1	32.2	32.8	35.0	34.8	104.4	120.3	134.8	151.0
국소마취제	4.4	3.7	4.9	4.3	4.8	4.3	5.4	5.2	14.3	17.3	19.7	23.6
점안제	1.5	1.5	2.7	1.5	1.5	1.5	1.9	2.0	7.2	7.2	6.9	7.6
뷰티헬스케어	21.3	26.0	25.8	24.3	24.4	27.0	27.3	26.0	88.8	97.5	104.6	117.5
웰빙의약품	15.8	16.6	17.5	16.3	16.5	17.9	18.4	17.1	61.9	66.2	70.0	75.2
에스테틱	5.6	9.4	8.3	8.1	7.8	9.0	8.9	8.9	26.9	31.4	34.6	42.3
보툴리눔톡신	2.8	4.4	4.0	3.8	4.0	4.0	4.2	4.2	2.3	14.9	16.4	21.9
필러	2.0	3.2	2.8	2.9	2.4	3.0	3.0	3.1	11.3	10.9	11.5	12.6
수탁	8.2	10.2	7.8	7.9	8.6	10.8	9.6	9.9	30.1	34.1	39.0	41.1
점안제	4.0	4.6	2.6	2.9	3.8	5.1	4.2	4.7	7.6	14.2	17.8	19.2
기타	4.2	5.6	5.1	5.0	4.8	5.7	5.4	5.3	22.5	19.9	21.2	21.9
기타 및 연결조정	1.0	1.4	2.0	2.2	2.3	2.6	2.8	2.8	0.0	6.6	10.5	12.2
매출총이익	**35.8**	**38.4**	**40.3**	**38.5**	**40.0**	**42.9**	**44.5**	**44.0**		**153.0**	**171.4**	**193.6**
전년대비 (%)	*n/a*	*n/a*	22.4	13.6	11.7	11.8	10.4	14.5		n/a	12.1	12.9
% GPM	54.9	53.2	54.1	53.9	54.1	54.4	54.3	54.6		54.0	54.4	54.8
영업이익	**7.1**	**8.7**	**11.5**	**7.1**	**7.9**	**9.4**	**10.3**	**8.8**	**37.0**	**34.4**	**36.5**	**44.8**
전년대비 (%)	*n/a*	*n/a*	11.4	2.9	10.5	7.9	(9.7)	24.4	7.9	(7.0)	6.0	23.0
% OPM	11.0	12.1	15.4	9.9	10.7	12.0	12.6	10.9	15.1	12.1	11.6	12.7

참고: K-IFRS 연결기준 (2016년 분할 전 별도기준)
자료: 휴온스, 삼성증권 추정

보툴리눔톡신 수출 가치 (유럽, 브라질, 러시아)

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
진행일정	본계약	임상3상	임상종료	시판허가	출시										
유럽					8.0	15.0	45.0	50.0	50.0	48.5	46.1	43.8	41.6	39.5	37.5
브라질					5.0	10.0	25.0	25.0	30.0	29.1	27.6	26.3	24.9	23.7	22.5
러시아					3.0	8.0	20.0	20.0	24.0	23.3	22.1	21.0	20.0	19.0	18.0
계약금 및 마일스톤	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	0.0
EBIT*	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	39.0
PV of FCF	0.5	0.0	1.2	1.1	5.3	9.8	24.1	22.9	22.6	19.7	16.9	14.4	12.4	10.6	9.1
NPV	170.4														
Terminal value	243.9														
NPV+TMV	414.3														
적정가치**	103.6														
발행주식수 (천주)	6,190.0														
주당적정가치 (원)	**16,734**														

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

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	594.9	14.7	13.4	(0.5)	9.6	15.8	15.1	0.6	0.9	13.0	12.9
삼진제약	478.2	13.3	12.4	19.3	7.2	19.8	18.5	2.1	2.3	18.8	18.7
일동제약	463.3	21.1	14.9	n/a	40.9	8.0	10.4	1.9	2.0	6.0	7.9
보령제약	379.2	35.8	17.2	89.0	108.3	20.7	16.9	0.5	0.5	2.8	6.1
환인제약	435.2	17.0	16.1	56.3	5.1	11.1	10.6	1.1	1.1	20.7	20.3
대원제약	347.7	25.2	12.8	(30.2)	97.2	8.3	15.1	1.3	1.6	11.6	12.5
유나이티드제약	460.3	16.6	14.8	42.4	11.7	14.6	14.4	0.9	1.0	17.1	17.7
에스티팜	649.2	12.6	14.8	(26.1)	(14.5)	15.5	11.9	1.4	1.5	32.5	31.0
국내 중견제약사 평균		**19.5**	**14.6**	**21.5**	**33.2**	**14.2**	**14.1**	**1.2**	**1.4**	**15.3**	**15.9**
메디톡스	2,532.4	32.3	26.2	32.2	23.5	43.7	38.5	0.5	0.5	54.5	55.3
휴젤	1,986.7	23.5	22.7	26.9	3.2	17.6	13.7	0.3	0.3	57.7	57.5
대웅제약	1,523.6	36.5	29.1	59.9	25.5	7.8	9.1	0.5	0.5	5.8	6.7
휴메딕스	319.7	34.4	27.1	(11.2)	26.8	8.0	9.6	1.4	1.4	20.5	23.8
국내 톡신필러업체 평균		**31.7**	**26.3**	**27.0**	**19.8**	**19.3**	**17.7**	**0.7**	**0.7**	**34.6**	**35.8**

자료: 컨센서스 기준
자료: WiseFn, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	**169**	**283**	**315**	**353**
매출원가	80	130	144	159
매출총이익	**89**	**153**	**171**	**194**
(매출총이익률, %)	52.8	54.0	54.4	54.8
판매 및 일반관리비	68	119	135	149
영업이익	**22**	**34**	**36**	**45**
(영업이익률, %)	12.7	12.1	11.6	12.7
영업외손익	**(2)**	**6**	**(3)**	**1**
금융수익	0	1	0	1
금융비용	1	1	1	1
지분법손익	(0)	(0)	(2)	1
기타	(1)	6	(0)	0
세전이익	**20**	**40**	**34**	**46**
법인세	5	10	9	12
(법인세율, %)	25.4	24.9	25.3	25.4
계속사업이익	15	30	25	34
중단사업이익	0	0	0	0
순이익	**15**	**30**	**25**	**34**
(순이익률, %)	8.8	10.7	8.0	9.7
지배주주순이익	15	32	26	36
비지배주주순이익	(1)	(1)	(1)	(2)
EBITDA	26	41	44	53
(EBITDA 이익률, %)	15.2	14.6	13.9	14.9
EPS (지배주주)	2,498	5,111	4,274	5,797
EPS (연결기준)	2,413	4,899	4,071	5,521
수정 EPS (원)*	2,498	5,111	4,274	5,797

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	**121**	**156**	**175**	**205**
현금 및 현금등가물	16	42	47	59
매출채권	64	70	79	89
재고자산	30	33	37	42
기타	10	11	13	15
비유동자산	**59**	**60**	**62**	**64**
투자자산	7	7	8	10
유형자산	45	47	48	49
무형자산	3	2	2	2
기타	4	3	3	3
자산총계	**179**	**216**	**237**	**269**
유동부채	**82**	**79**	**81**	**84**
매입채무	20	22	25	28
단기차입금	32	22	18	14
기타 유동부채	30	34	38	42
비유동부채	**1**	**13**	**10**	**8**
사채 및 장기차입금	0	10	7	4
기타 비유동부채	1	3	3	4
부채총계	**84**	**92**	**91**	**92**
지배주주지분	**94**	**123**	**147**	**179**
자본금	3	3	3	3
자본잉여금	75	75	75	75
이익잉여금	16	47	70	103
기타	1	(2)	(2)	(2)
비지배주주지분	**2**	**1**	**(1)**	**(2)**
자본총계	**96**	**124**	**146**	**177**
순부채	13	(10)	(23)	(44)

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동에서의 현금흐름	**29**	**34**	**28**	**33**
당기순이익	15	30	25	34
현금유출입이없는 비용 및 수익	12	19	19	18
유형자산 감가상각비	4	7	7	8
무형자산 상각비	0	0	0	0
기타	7	12	11	11
영업활동 자산부채 변동	3	(5)	(7)	(8)
투자활동에서의 현금흐름	**(17)**	**(8)**	**(10)**	**(10)**
유형자산 증감	(5)	(8)	(9)	(9)
장단기금융자산의 증감	(8)	(1)	(1)	(1)
기타	(4)	1	0	0
재무활동에서의 현금흐름	**2**	**2**	**(10)**	**(10)**
차입금의 증가(감소)	36	4	(7)	(7)
자본금의 증가(감소)	78	0	0	0
배당금	0	0	(3)	(3)
기타	(111)	(2)	0	0
현금증감	14	26	4	13
기초현금	2	16	42	47
기말현금	16	42	47	59
Gross cash flow	**26**	**49**	**44**	**53**
Free cash flow	**23**	**26**	**19**	**24**

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
*** P/E, P/B는 지배주주기준
자료: 휴온스, 삼성증권 추정

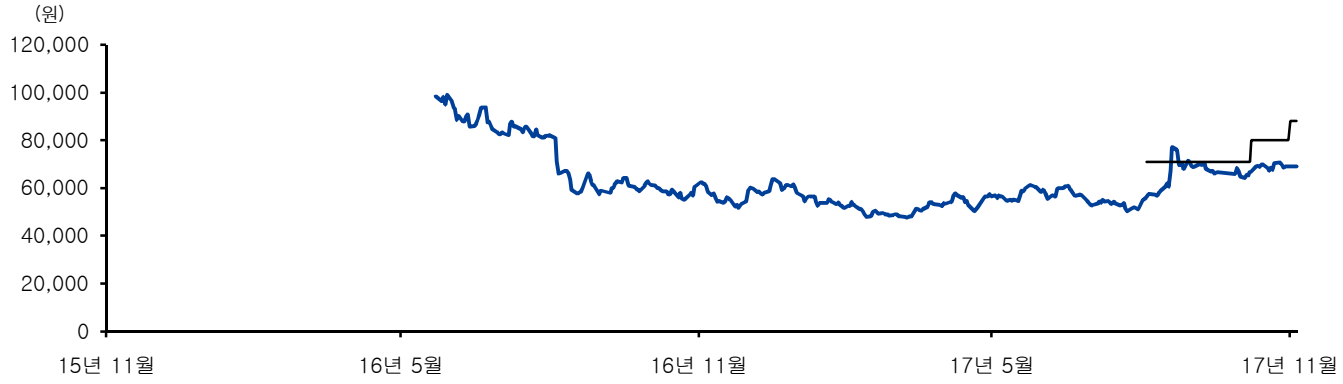
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2016	2017E	2018E	2019E
증감률 (%)				
매출액	n/a	67.6	11.4	11.9
영업이익	n/a	59.8	6.0	23.0
순이익	n/a	104.7	(16.9)	35.6
수정 EPS**	n/a	104.7	(16.4)	35.6
주당지표				
EPS (지배주주)	2,498	5,111	4,274	5,797
EPS (연결기준)	2,413	4,899	4,071	5,521
수정 EPS**	2,498	5,111	4,274	5,797
BPS	15,177	19,940	23,720	29,024
DPS (보통주)	0	500	500	600
Valuations (배)				
P/E***	31.2	15.2	18.2	13.4
P/B***	5.1	3.9	3.3	2.7
EV/EBITDA	17.2	10.1	9.2	7.3
비율				
ROE (%)	16.3	29.1	19.6	22.0
ROA (%)	8.3	15.4	11.1	13.5
ROIC (%)	15.1	23.7	23.5	26.6
배당성향 (%)	0.0	9.8	11.7	10.3
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.6	0.6	0.8
순부채비율 (%)	13.5	(8.0)	(15.5)	(24.6)
이자보상배율 (배)	36.5	31.6	36.0	54.7

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 11월 10일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 11월 10일 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 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2017/8/16	10/20	11/13
투자의견	BUY	BUY	BUY
TP (원)	71,000	80,000	88,000
괴리율 (평균)	(6.98)	(13.53)	
괴리율 (최대or최소)	8.45	(11.75)	

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

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하

산업

OVERWEIGHT(비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
NEUTRAL(중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
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%)