

2017.12.19
Company Analysis
제약/바이오

휴온스 (A243070)

기업가치 플러스 요인 다수 대기중

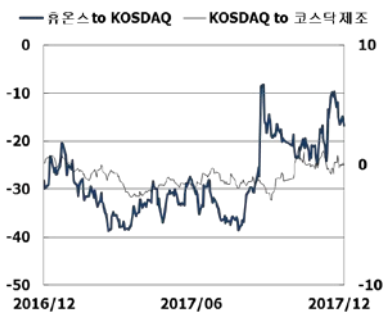
BUY(유지)/목표주가 상향

현재주가(원)	88,400
목표주가	101,000
상승여력(%)	14.3%

KOSPI 지수(point)	2,481.88
KOSDAQ 지수(point)	770.50
시가총액(억원)	5,472
자본금(억원)	31
액면가(원)	500
발행주식수(백만주)	6.19
52 주베타	1.52
60 일 평균거래량(주)	75,113
외국인지분율(%)	12.9

Analyst	김요한
Sector	제약/바이오
Tel.	02-3770-0453
E-mail	ykfinance91@nate.com

Relative Performance (%)



2018년 본격적 특신 기업으로 도약

- 최근 국내 특신 시장에 공급기업 다수 등장으로 가격경쟁 불가피 하지만 동사는 신규 플레이어라는 이점 때문에 매출 향상이 전망됨. 기존 제약/뷰티제품 영업 네트워크를 통한 빠른 국내시장 공략 가능할 것
- 유럽/러시아/브라질 '18년 상반기 본계약 체결 예상, 현재 계약 막바지 단계 추정, 향후 예상 수출규모 1,000억원, 미국 임상파트너 물색중, 내년 상반기 본계약 체결 전망
- 현재 휴톡스 제 2공장(EU/US GMP 수준) 건설중 내년 하반기 준공 완료 예정, 최근 CAPA 수율을 개선함으로 연간 600만 바이알 약 2,000억원 규모 생산 능력 확보 전망, 향후 증가될 국내/해외 특신 물량 무리 없이 커버할 것으로 전망

기업 가치 플러스(+)요인 다수 보유중

- 현재 시장에서 휴온스의 기업가치는 영업가치(제약, 뷰티/헬스케어, 수탁)만을 반영하고 있다고 판단됨. 신약 개발 진행에 따른 신약가치 동사에게 플러스(+) 요인으로 작용할 것으로 전망
- 휴톡스 빅마켓(미국, 유럽) 진출 본계약 체결 후 구체적 로드맵 확정될 시 해외시장 진출에 대한 신약가치 반영 되어야 할 것, 당사 특신 휴톡스 신약가치 산출 후 추가 예정
- Thymosin β4를 작용기전으로 하는 안구건조증 치료제 파이프라인 보유중. 세포이동촉진, 세포사멸 예방/ 세포생존 촉진, 염증감소 등의 주요 활성 작용, 최근 동일 기전 보유 기업의 임상 3상 종료와 NDA 미팅 예정으로 파이프라인 가치에 대한 재조명 필요. 내년 상반기 미국 임상 2상 진입 예정
- 자회사 휴온스내츄럴 건강기능식품 매출 확대와 휴온랜드 중국 점안제 시장 공략 구체화 모멘텀도 보유중

투자의견 BUY 유지, 목표주가 상향

- 휴온스의 2018년 예상 별도기준 매출액은 3,067억원(+10.6% YoY), 영업이익은 418억원(+9.6% YoY), 당기순이익은 352억원(-1.8% YoY)으로 예상. 2018년 견고한 실적 성장세를 이어나갈 것으로 전망
- 실적호조 전망에 따른 휴온스의 목표주가를 상향. 기존 사업부문(의약품/헬스케어/수탁사업 부문 2018년 EPS 5,668원에 PEER 그룹 평균 PER 16.5배를 적용하여 80,429원을 산출하였고, 에스테틱 사업부문의 2018년 EPS 794원에 PEER 그룹 평균 PER 26.4배를 적용하여 20,949원을 산출. 합산하여 휴온스의 적정주가는 101,000원으로 제시

실적 및 주요 지표 추이 - 별도기준

(단위 : 십억원, %, 원, 배)

	매출액	영업이익	순이익	EPS	EPS 증가율	BPS	PER	PBR	ROE	EV/EBITDA
2016	168	23	16	2,658	-	15,356	24.0	4.2	34.6%	15.5
2017F	277	38	36	5,781	117.5%	21,115	15.3	3.9	31.7%	1.7
2018F	307	42	35	5,668	-2.0%	26,142	15.6	3.1	24.0%	11.0
2019F	348	50	42	6,703	18.3%	32,245	13.2	2.5	23.0%	9.4

2018년 본격적 특신 기업으로 도약

휴톡스 임상 3상 2018년 하반기 마무리, 국내 신규 특신 플레이어로서의 메리트 다수 보유

휴온스 그룹의 특신 '휴톡스'의 국내 임상3상은 순조롭게 진행되고 있다. 내년 하반기까지 국내 임상 3상을 마무리하고 2019년 상반기부터 국내시장 출시를 목표로 하고 있다.

국내 신규 특신 플레이어로서의 메리트 다수 보유

최근 국내 특신시장에 다수 플레이어들의 진출로 인해 국내 특신 업체 들의 대한 수익성 우려가 제기되었다. 다수의 공급자가 생김으로 인해 특신 가격경쟁은 불가피하지만, 동사는 신규 플레이어이기 때문에 조금의 시장 점유율만 가져온다 하더라도 매출향상에 큰 도움이 될 것으로 보고 있다. 또한 기존의 제약/부티제품 영업 네트워크를 통한 빠른 시장 공략도 가능할 것으로 전망된다.

휴톡스 해외 진출 순항중, 2018년 유럽/러시아/브라질/미국 휴톡스 수출 본계약 체결 목표

휴온스는 지난 8월말 휴톡스의 해외 수출을 위해 유럽/러시아/브라질 현지 기업들과 MOU(수출 양해각서)를 체결하였다. 향후 수출 규모는 1,000억원으로 예상되며, 현재는 CTD(Common Technical Documentary)를 작성 중에 있으며 본계약 체결도 내년 상반기 내로 가능할 것으로 보여진다. 또 다른 빅마켓 미국도 임상 파트너를 물색 중에 있으며 내년 상반기 중으로 본계약 체결을 목표로 하고 있다.

국내/해외 특신 물량 커버 위한 CAPA 수율 개선

휴톡스의 국내/해외 진출 로드맵이 구체화 됨에 따라 동사는 증가할 특신 물량 커버를 위해 CAPA 수율 개선을 하였다. 현재 휴톡스 제 2공장(EU/US GMP수준)을 건설 중이며 내년 하반기 준공 완료될 예정이다. 최근 동사는 동결건조기 라인을 업그레이드 하면서 생산능력을 크게 개선시켰다. 기존 생산능력의 두 배까지 생산 수율을 개선하였으며 제 2공장이 완공된 이후에는 연간 600만 바이알 약 2,000억원 규모 생산이 가능할 것으로 전망된다.

[표 1] 국내/해외 휴톡스 임상 진행 정리

	국내	해외 (미국,유럽)
임상진행 현황	임상3상 승인 (2H17)	유럽: MOU 계약 체결 미국: 파트너사 물색중
상업화 예상	2H18	1H21

자료 : 휴온스, 유화증권

[표 2] 휴온스 CAPA 정리

(단위: 바이알)

	제 1공장	제 2공장 (2H18 완공 예정)
바이알(기준)	50만	250만
바이알(향후)	100만	500만
금액기준	2,000억원 규모 (연간 600만 바이알)	

자료 : 휴온스, 유화증권

기업 가치 플러스(+)요인 다수 보유중

회사 가치 플러스(+) 요인 다수 보유중

시장에서 휴온스의 가치는 기존의 제약 사업만이 반영되어 있는 상황이다. 동사의 사업다각화 노력의 일환인 건강기능식품 사업과 신약사업에 대한 가치는 반영되어 있지 않다고 본다. 신약 개발 진행에 따른 신약가치도 동사 기업가치의 플러스 요인이 될 것으로 전망된다.

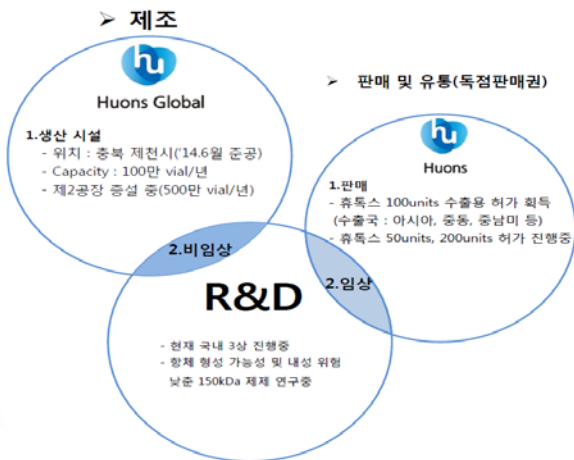
특신 빅마켓 진출에 대한 휴톡스 신약가치 반영되어야 할 것

위에선 언급했듯이 휴톡스의 국내/해외 진출 로드맵이 가시화 되고 있다. 현재는 식약처 허가를 받고 동남아 등으로 팔려나가는 분에 대한 영업가치만을 실적 추정에 담고 있는데, 향후 특신 빅마켓(미국, 유럽) 진출 본격적 체결 후 구체적 시점이 논의 되었을 때는 충분히 해외시장 진출에 대한 특신 신약가치를 반영 받아야 한다고 판단된다. 당사는 향후 해외 진출 로드맵 구체화에 따른 미국/유럽 휴톡스 신약가치를 산출 예정에 있다.

휴온스 Thymosin-β4 안구건조증 파이프라인 보유, 가치 재조명 필요

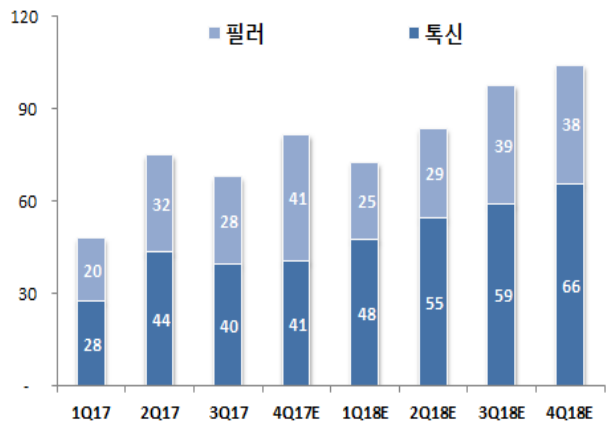
휴온스는 또한 Tβ4를 통한 안구건조증 치료제 파이프라인을 보유 중에 있다. Tβ4는 세포이동촉진, 세포사멸 예방/ 세포생존 촉진, 염증감소 등의 주요 활성 작용을 하는데 안구건조증에 탁월한 치료기전으로 각광 받고 있다. 최근 동일 기전을 보유한 '지트리비엔티'가 안구건조증 치료제 美 FDA 임상3상을 마치고 NDA 미팅을 앞두고 있어 동사의 안구건조증 파이프라인 가치 또한 재조명이 필요하다고 판단된다. 당사는 유전자 재조합 Tβ4 생산기술을 개발하여 합성 펩타이드에 비해 낮은 생산비용으로 상용화 할 수 있을 것으로 보여진다. 내년 상반기 미국 임상 2상에 진입 예정에 있다.

[그림 1] 휴톡스 사업구조



자료 : 휴온스, 유화증권

[그림 2] 특신/필러 매출 추이 (단위: 억원)



자료 : 휴온스, 유화증권

**휴온스내츨렐 허니부쉬 제품
지난7월 런칭, 향후 제품군 확
대를 통한 매출 증가 전망**

사업다각화의 일환으로 휴온스가 자회사로 보유중인 휴온스내츨렐의 허니부쉬 제품이 지난 7월 런칭 되었다. 향후 마케팅 포인트 확대를 통한 매출 상승도 기대해 볼 수 있는 시점이다. 향후 알약제품만이 아닌 음료제품까지 확대 예정에 있으며, 현재는 홈쇼핑과 광동제약을 통해 마케팅 활동을 펼치는 중에 있다.

**휴온랜드 점안제 시장 공략,
내년 상반기 품목 허가 전망**

중국 1조 4천억원 점안제 시장 공략을 위해 설립한 휴온랜드의 본격적 사업 구체화 모멘텀도 기대해 볼만하다. 2018년 상반기 중으로 인공눈물 품목 허가가 전망되고 있다.

[표 3] Thymosin β4 유도체 작용기전

주요활성	Thymosin β4 안구건조증 관련기전
세포이동촉진	각막상피세포의 이동촉진 -> 각막상처 치유
세포사멸 예방 및 세포생존 촉진	Goblet Cell 증식촉진(점액분비촉진) -> 눈물막 안정화
염증감소	각막 및 눈물샘 염증감소(항염)

자료 : 휴온스, 유화증권

[그림 3] 허니부쉬 건강기능식품



자료 : 휴온스, 유화증권

[그림 4] 휴온랜드



자료 : 휴온스, 유화증권

[표 4] 휴온랜드IV(중국 점안제 사업)

투자총액	약 1억 3천만 위안(약 213억원)
지분율	휴온스(39%), 노스랜드(51%), 한국투자파트너스 (7%), 기타(3%)
비고	녹내장치료제 품목허가 및 GMP 승인완료 (2016년 11월)
	'18년 상반기 인공눈물 품목허가 기대

자료 : 휴온스, 유화증권

[그림 5] 휴온스 그룹 지분 구조



자료 : 휴온스, 유화증권

실적 추정 및 Valuation

2018년 매출 전망

휴온스의 2018년 예상 별도기준 매출액은 3,067억원(+10.6% YoY), 영업이익은 418억원(+9.6% YoY), 당기순이익은 352억원(-1.8% YoY)으로 예상된다. 2018년 견고한 실적 성장세를 이어나갈 것으로 전망된다.

의약품과 뷰티/헬스케어 매출 성장 예상

의약품 부문에서 의약품 자연성장과 수출국가 확대를 통한 매출성장이 기대되고 신규 특신 플레이어로서 국내/해외시장 진출이 가시화 되면서 뷰티/헬스케어 부문에서의 매출 성장 또한 이루어질 것으로 보여진다.

[표 5] 분기별 실적 추이

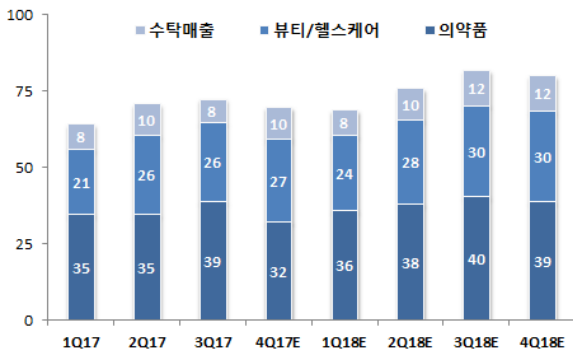
(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	64.2	70.9	72.4	69.8	68.9	75.8	81.9	80.1	244.8	277.3	306.7	347.5
YOY	11.2%	16.5%	16.8%	8.6%	7.4%	7.0%	13.0%	14.7%		13.3%	10.6%	13.3%
* 의약품 매출	35	35	39	32	36	38	40	39	126	140	153	168
YOY	12.8%	11.8%	26.2%	-3.4%	4.1%	10.2%	4.2%	20.5%		11.6%	9.4%	9.5%
* 뷰티/헬스케어 매출	21	26	26	27	24	28	30	30	89	100	111	131
YOY	5.5%	17.3%	10.5%	17.3%	14.4%	5.8%	15.7%	8.7%		12.8%	11.0%	17.8%
* 수탁매출	8	10	8	10	8	10	12	12	30	37	42	48
YOY	20.6%	33.4%	-1.2%	34.2%	3.2%	-0.7%	48.0%	12.7%		21.7%	14.3%	15.6%
매출총이익	35.8	38.1	40.0	36.6	36.5	40.1	43.3	42.2	66.7	150.5	162.1	185.0
YOY			21.4%	8.2%	1.9%	5.1%	8.4%	15.6%		125.6%	7.8%	14.1%
매출총이익률	55.8%	53.8%	55.2%	52.4%	53.0%	52.9%	52.9%	52.8%	27.2%	54.3%	52.9%	53.2%
영업이익	8.1	9.5	12.2	8.4	9.0	8.6	13.7	10.4	36.7	38.1	41.8	49.6
YOY	-26.4%	29.5%	18.7%	3.5%	11.1%	-8.6%	12.4%	24.9%		4.0%	9.6%	18.7%
영업이익률	12.6%	13.3%	16.9%	12.0%	13.1%	11.4%	16.7%	13.0%	15.0%	13.8%	13.6%	14.3%
세전이익	14.1	10.0	13.3	8.9	9.8	9.5	14.7	11.4	17.4	46.3	45.4	53.6
YOY			19.0%	44.6%	-30.4%	-4.7%	9.9%	27.8%		166.7%	-2.1%	18.3%
세전이익률	22.0%	14.1%	18.4%	12.7%	14.2%	12.6%	17.9%	14.2%	7.1%	16.7%	14.8%	15.4%
순이익	10.8	7.9	10.2	6.9	7.6	7.4	11.4	8.8	30.1	35.8	35.2	41.6
YOY			18.6%	52.8%	-29.5%	-7.0%	11.6%	27.8%		19.0%	-1.8%	18.3%
순이익률	16.8%	11.2%	14.1%	9.9%	11.0%	9.7%	13.9%	11.0%	12.3%	12.9%	11.5%	12.0%

자료 : 휴온스, 유화증권 주) 분할 전 제약사업부 실적포함 별도 기준

[그림 6] 사업부문별 매출 추이

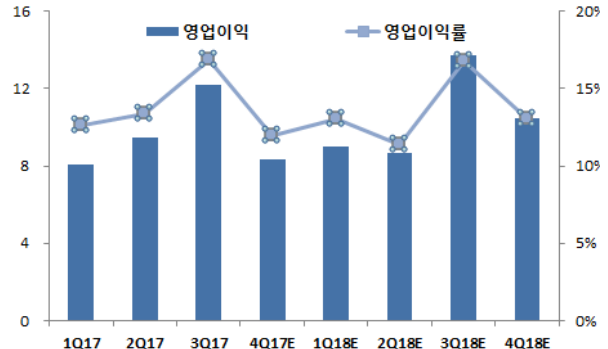
(단위: 십억원)



자료 : 휴온스, 유화증권

[그림 7] 분기별 영업이익/영업이익률 추이

(단위: 십억원, %)



자료 : 휴온스, 유화증권

투자 의견 BUY 유지
 목표주가 상향
 BUY: 101,000원

실적호조 전망에 따른 휴온스의 목표주가를 상향한다. 기존 사업부문(의약품/헬스케어/수탁사업 부문 2018년 EPS 5,668원에 PEER 그룹 평균 PER 16.5배를 적용하여 80,429원을 산출하였고, 에스테틱 사업부문의 2018년 EPS 794원에 PEER 그룹 평균 PER 26.4배를 적용하여 20,949원을 산출하였다. 합산하여 휴온스의 적정주가는 101,000원으로 현재 주가 88,400원 대비 14.3% 상승여력이 있는 것으로 판단된다.

[표 6] 휴온스 목표주가 상향

(단위: 원, 배, %)

항목	가치	비고
2018년 예상 EPS(원)	5,668	
의약품/헬스케어/수탁 사업부문 2018년 예상 EPS	4,874	
타겟 PER(X)	16.5	PEER 그룹 평균 PER
* 의약품/헬스케어/수탁 적정주가(A)	80,429	
에스테틱 사업부문(특신/필러) 2018년 예상 EPS	794	
타겟 PER(X)	26.4	PEER 그룹 평균 PER
* 에스테틱 사업부문 적정주가(B)	20,949	
주당 적정주가(A+B)	101,378	
* 목표주가 상향(원)	101,000	
현재가(17/12/18 기준, 원)	88,400	
Upside(%)	14.3%	
기존 목표주가	89,000	
목표주가 상향율(%)	13.5%	

자료 : 유화증권

재무상태표

(단위: 십억원)	2016	2017F	2018F	2019F
자산총계	174	214	248	295
유동자산	116	148	183	233
현금및현금성자산	12	34	67	99
단기금융자산	7	8	7	8
매출채권및기타채권	65	68	69	83
재고자산	30	36	37	41
비유동자산	58	66	65	62
장기금융자산	1	1	1	1
관계기업등투자자산	10	10	11	12
유형자산	39	37	37	39
무형자산	3	3	3	4
부채총계	79	83	86	95
유동부채	78	72	72	77
단기차입부채	32	26	25	27
기타단기금융부채	0	0	0	0
매입채무및기타채무	35	35	36	38
비유동부채	1	11	14	18
장기차입부채	0	0	0	0
기타장기금융부채	0	0	0	0
자본총계*	95	131	162	200
지배주주지분*	95	131	162	200
비지배주주지분	0	0	0	0

현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동으로인한현금흐름	31	32	40	41
당기순이익	16	36	35	42
현금유입(유출)이없는수익(비용)	12	16	15	17
자산상각비	4	5	4	4
영업자산부채변동	3	-10	1	-4
매출채권및기타채권감소(증가)	-4	-3	-1	-13
재고자산감소(증가)	-7	-7	-1	-4
매입채무및기타채무증가(감소)	8	-0	1	2
투자활동현금흐름	-20	-4	-2	-8
투자활동현금유입액	1	4	62	60
유형자산	1	0	37	37
무형자산	0	0	3	3
투자활동현금유출액	21	8	64	68
유형자산	4	3	41	43
무형자산	0	1	3	4
재무활동현금흐름	-1	-7	-5	-2
재무활동현금유입액	0	14	25	27
단기차입부채	0	4	25	27
장기차입부채	0	10	0	0
재무활동현금유출액	1	21	26	25
단기차입부채	0	11	26	25
장기차입부채	0	10	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0
연결범위변동효과	0	0	0	0
환율변동효과	0	0	0	0
현금변동	10	22	33	32
기초현금	2	12	34	67
기말현금	12	34	67	99

포괄손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	168	277	307	348
매출원가	78	127	145	163
매출총이익	89	150	162	185
판매비와관리비	66	112	120	135
영업이익	23	38	42	50
EBITDA	27	43	46	54
비영업손익	-1	8	4	4
이자수익	0	0	0	1
이자비용	1	1	1	1
배당수익	0	0	0	0
외환손익	-0	0	0	0
관계기업등관련손익	0	0	0	0
기타비영업손익	-1	9	4	5
세전계속사업이익	22	46	45	54
법인세비용	5	11	10	12
연결실체변동관련손익	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익*	16	36	35	42
지배주주순이익*	16	36	35	42
비지배주주순이익	0	-0	0	0
기타포괄손익	0	0	0	0
총포괄손익	16	36	35	42

투자지표

(단위: 원,배,%)	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표 및 주가배수				
EPS*	2,658	5,781	5,668	6,703
BPS*	15,356	21,115	26,142	32,245
CFPS	4,986	5,241	6,401	6,675
SPS	27,071	44,791	49,447	56,034
EBITDAPS	4,320	6,931	7,368	8,660
DPS (보통현금)	0	600	600	600
배당수익률 (보통현금)	0.0	0.7	0.7	0.7
배당성향 (보통현금)	0.0	10.4	10.6	9.0
PER*	24.0	15.3	15.6	13.2
PBR*	4.2	3.9	3.1	2.5
PCFR	12.8	15.5	12.7	12.2
PSR	2.4	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	15.5	11.7	11.0	9.4
재무비율				
매출액증가율	0.0	65.5	10.6	13.3
영업이익증가율	0.0	67.6	9.6	18.7
지배주주순이익증가율*	0.0	117.5	-1.8	18.3
매출총이익률	53.2	54.3	52.9	53.2
영업이익률	13.6	13.8	13.6	14.3
EBITDA이익률	16.0	15.5	14.9	15.5
지배주주순이익률*	9.8	12.9	11.5	12.0
ROA	26.1	19.7	18.1	18.3
ROE	34.6	31.7	24.0	23.0
ROIC	36.5	28.7	29.5	34.9
부채비율	83.2	63.6	53.0	47.6
차입금비율	33.9	19.6	15.3	13.3
순차입금비율	20.8	-6.5	-26.0	-36.2

Compliance Notice

- ◇ 당사는 발간일 기준으로 지난 6개월간 위 종목의 유가증권 발행(DR, CB, IPO 등)에 주간사로 참여한 적이 없습니다.
- ◇ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다. (작성자 : 김요한)
- ◇ 당사는 동 자료에 대한 기관투자자나 제3자에 사전 제공한 사실이 없습니다.
- ◇ 당사는 발간일 현재 동 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않으며, 조사분석 담당자는 발간일 현재 동 종목을 보유하고 있지 않습니다.

<기업분석 투자 의견 구분>

Strong Buy	6개월내 시장 대비 25% 이상의 수익률이 예상될 경우
Buy	6개월내 시장 대비 10% ~ 25%의 수익률이 예상될 경우
Market Perform	6개월내 시장 대비 -10% ~ 10%의 수익률이 예상될 경우
Underperform	6개월내 시장 대비 -10% 이하의 수익률이 예상될 경우
Trading Buy	향후 1개월내 시장 대비 추가 상승이 예상되나 그 기대수익률 수준을 예측하기 어려운 경우

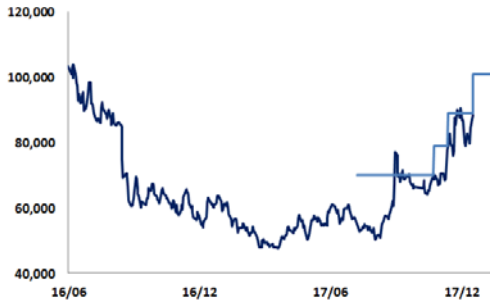
(기준일 : 2017.09.30)

투자등급	금융투자상품의 비율
매수	100.0%
중립	0.0%
매도	0.0%
합계	100.0%

<산업분석 투자 의견 구분>

Overweight	자산 포트폴리오상 비중확대를 권유할 산업
Neutral	자산 포트폴리오상 중립을 권유할 산업
Underweight	자산 포트폴리오상 비중축소를 권유할 산업

휴온스 추가추이 & 목표주가



Rating Change

괴리율 공시(%)

제시일자	목표주가	투자의견	평균주가	최고/최저주가
2017.07.10	70,000	BUY	-	-
2017.08.16	70,000	STRONG BUY	-	-
2017.10.25	79,000	BUY	-	-
2017.11.14	89,000	BUY	-	-
2017.12.19	101,000	BUY	-	-