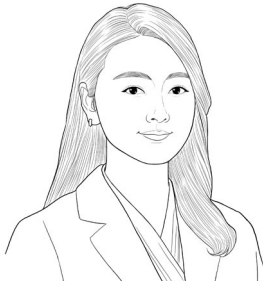


2018. 1. 24

Company Update

휴온스 (243070)

아직 보여줄 것이 많다



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

- 보툴리눔독신 HUTOX는 올해 1분기 본계약 체결 및 연내 추가 MOU 체결 기대.
- 미국 제네릭 주사제 품목허가, 점안제 글로벌 수탁시장 진출, 건강기능식품 사업 본격화 등 성과가 가시화되는 기존사업부에 대한 가치 재평가 기대.
- 목표주가를 115,000원으로 30% 상향.

WHAT'S THE STORY

보툴리눔독신 HUTOX, 본 게임은 올해부터 시작: 1Q18 유럽, 브라질, 러시아 수출 본계약 체결 기대 (17년 8월 MOU 체결), 연내 중국, 미국 MOU 체결 기대. 제2공장 18년 6월 완공, 19년 초 본격 가동 예정. 전체 CAPA 기존 100만에서 600만 바이알(Vial)로 확대. 기존 제1공장 CAPA 부족이슈 해소로 중동, 남미, 동남아시아 수출 올해 192억원 (+27% y-y) 예상. 국내 임상 3상 4Q18 완료, 1H19 출시 기대. 더말필러와의 번들판매 시너지 예상.

미국 제네릭 의약품 시장 진출: 17년 7월 0.9% 생리식염주사제 5ml/10ml에 대해 미국 ANDA (제네릭 품목허가) 획득. 최근 FDA가 ANDA 가이드라인을 재정비하며 제네릭 허가 프로세스를 가속화. 연내 리도카인(국소마취) 주사제 등 추가 품목허가 획득 시 미국 제네릭 주사제 수출 확대 전망.

본업도 두 자릿수 성장률 지속 전망: 2018년 연결기준 매출 3,226억원 (+13.8% y-y), 영업이익 406억원 (+14.0% y-y) 예상. 올해는 호흡기쪽 3~4개 제네릭 신규출시 예정이며, 최근 독점판매 계약한 인술린 주입 패치펌프(이오펙치)를 종합병원에 공급할 예정. 치과용 국소마취제 일본, 중동 수출 증가, 수탁은 17년 초 일회용 안구건조증 점안제 디쿠아스(일본 산텐제약)향 공급개시로 꾸준한 성장세 지속.

보여줄 것이 더 많을 2018년 & Beyond: 목표주가를 기존 88,000원에서 115,000원으로 30% 상향. HUTOX는 올해 1분기 유럽, 러시아, 브라질 본계약 체결, 연내 중국, 미국 MOU 체결 기대로 주가의 가장 중요한 Catalyst임은 분명. 기존과 달라진 View는 그 외의 사업에 대한 전망. 1) 미국 FDA의 제네릭 심사 간소화로 동사의 리도카인 주사제 품목허가 시기가 앞당겨질 가능성이 있고, 2) 점안제는 일회용으로의 트렌드 변화, 작년 아시아 1위 업체향 물량 증가, 올해 생산라인 2배 증설로 글로벌 시장 진출 기대, 3) 16년 M&A를 통해 신규진출한 건강기능식품 사업도 작년 허니부쉬 주름개선 개별인정 획득, 올해 말 여성 갱년기 개별인정 획득이 예상되며 사업 본격화가 기대 되기 때문. 이를 반영해 HUTOX MOU 가치를 제외한 기존사업의 타겟 P/E 멀티플을 기존 18배에서 20배로 조정. 국내 제약업종 평균 23배, 건강기능식품 업종 평균 22배, 메디컬 에스테틱 업종 평균 32배 감안시 충분히 부여할 수 있는 수준이라고 판단.

AT A GLANCE

SELL HOLD **BUY**

목표주가	115,000원 (16.2%)
현재주가	99,000원
시가총액	6,128.1억원
Shares (float)	6,808,282주 (54.6%)
52 주 최저/최고	43,418원/102,300원
60 일-평균거래대금	75.6억원

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
휴온스 (%)	9.3	100.1	92.4
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	-4.7	55.1	37.1

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	115,000	88,000	30.7%
2017E EPS	4,747	5,111	-7.1%
2018E EPS	4,423	4,274	3.5%

SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	3
Target price	93,000
Recommendation	4.0

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

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2016	2017E	2018E	2019E
매출액 (십억원)	169	283	323	374
순이익 (십억원)	15	31	29	42
EPS (adj) (원)	3,392	4,747	4,423	6,062
EPS (adj) growth (%)	n/a	39.9	(6.8)	37.1
EBITDA margin (%)	15.2	15.2	15.3	17.0
ROE (%)	16.3	29.7	22.0	24.4
P/E (adj) (배)	29.2	20.9	22.4	16.3
P/B (배)	7.2	5.4	4.5	3.6
EV/EBITDA (배)	24.4	14.0	12.0	8.9
Dividend yield (%)	0.0	0.6	0.6	0.7

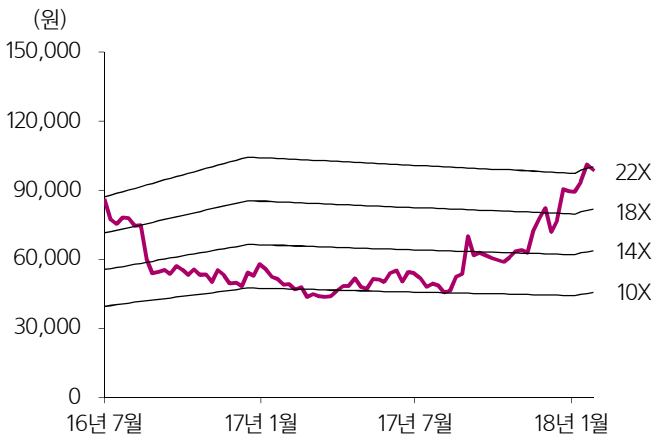
자료: 삼성증권 추정

목표주가 산정

(원)	비고
2018E EPS	5,016
Target P/E (배)	20.0
주당 기존 사업가치 (A)	100,321
보툴리눔독신 수출 가치	103.7
주당 보툴리눔독신 가치 (B)	15,231
적정가치 (A) + (B)	115,552
목표주가	115,000
현재주가	99,000
Upside (%)	16.2

자료: 삼성증권

Forward P/E 밴드 (분할 재상장 이후)



자료: WiseFn, 삼성증권 추정

Forward P/E (분할 재상장 이후)



자료: WiseFn, 삼성증권 추정

HUTOX 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	1.0	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	0.5	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	0.5	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	170.9														
Terminal value	243.9														
NPV+TMV	414.8														
적정가치**	103.7														
발행주식수 (천주)	6,808.3														
주당적정가치 (원)	15,231														

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

자료: 삼성증권 추정

4분기 Preview

(십억원)	4Q17E		4Q16	3Q17	증감 (%)		
	삼성	컨센서스			컨센서스 대비	전년동기대비	전분기대비
매출액	71.7	70.7	65.7	74.5	1.4	9.2	(3.8)
영업이익	8.3	7.6	6.9	11.5	9.8	20.9	(27.6)
세전사업계속이익	7.8	9.0	4.7	12.5	(13.8)	66.8	(38.1)
순이익	5.7	7.0	3.0	9.4	(19.2)	88.8	(39.6)
이익률 (%)							
영업이익	11.6	10.7	10.4	15.4			
세전사업계속이익	10.8	12.7	7.1	16.8			
순이익	7.9	9.9	4.6	12.6			

참고: K-IFRS 연결 기준

자료: 휴온스, WiseFn, 삼성증권

연간 수익추정 변경

(십억원)	2017E			2018E			2019E		
	변경 전	변경 후	차이 (%)	변경 전	변경 후	차이 (%)	변경 전	변경 후	차이 (%)
매출액	283.3	283.5	0.1	319.8	322.6	0.9	365.7	373.6	2.1
영업이익	34.4	35.6	3.4	39.1	40.6	3.8	53.5	54.6	2.2
세전사업계속이익	40.4	41.6	3.0	36.4	38.7	6.2	54.4	55.7	2.3
순이익	30.4	31.2	2.9	27.2	29.1	7.0	40.6	42.0	3.3
이익률 (%)									
영업이익	12.2	12.6		12.2	12.6		14.6	14.6	
세전사업계속이익	14.3	14.7		11.4	12.0		14.9	14.9	
순이익	10.7	11.0		8.5	9.0		11.1	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	74.5	71.7	74.0	80.8	82.9	84.9	244.8	283.5	322.6	373.6
전년대비 (%)	13.0	18.6	20.1	9.2	13.5	12.1	11.2	18.5	13.8	15.8	13.8	15.8
의약품	34.7	34.5	38.8	37.1	38.5	39.6	42.4	43.3	125.9	145.1	163.7	188.6
전문의약품	28.8	29.3	31.2	31.1	32.2	33.3	35.0	35.4	104.4	120.3	136.0	154.4
국소마취제	4.4	3.7	4.9	4.5	4.7	4.4	5.5	5.9	14.3	17.5	20.6	26.2
점안제	1.5	1.5	2.7	1.5	1.5	1.8	1.9	2.0	7.2	7.2	7.2	8.0
뷰티헬스케어	21.3	26.0	25.8	24.9	24.9	27.9	28.1	29.2	88.8	98.1	110.1	128.6
웰빙의약품	15.8	16.6	17.5	16.3	16.9	18.1	18.4	18.8	61.9	66.2	72.2	78.3
에스테틱	5.6	9.4	8.3	8.5	8.0	9.8	9.7	10.4	26.9	31.8	38.0	50.3
보툴리눔독신	2.8	4.4	4.0	4.0	4.2	4.8	5.0	5.2	2.3	15.1	19.2	27.0
필러	2.0	3.2	2.8	2.9	2.4	3.0	3.0	3.1	11.3	10.9	11.5	13.8
수탁	8.2	10.2	7.8	7.5	8.3	10.7	9.6	9.6	30.1	33.7	38.3	41.7
점안제	4.0	4.6	2.6	2.4	3.5	5.0	4.2	4.2	7.6	13.7	17.0	19.3
기타	4.2	5.6	5.1	5.1	4.8	5.7	5.4	5.4	22.5	20.0	21.3	22.3
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	14.7
영업이익	7.1	8.7	11.5	8.3	7.4	10.5	10.8	11.9	37.0	35.6	40.6	54.6
전년대비 (%)	n/a	n/a	11.4	20.9	3.2	20.4	(5.8)	43.8	7.9	(3.7)	14.0	34.5
% OPM	11.0	12.1	15.4	11.6	10.0	13.0	13.0	14.0	15.1	12.6	12.6	14.6

참고: K-IFRS 연결기준 (2016년 분할 전 별도기준)

자료: 휴온스, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	169	283	323	374
매출원가	80	130	148	169
매출총이익	89	153	175	204
(매출총이익률, %)	52.8	54.0	54.2	54.7
판매 및 일반관리비	68	118	134	150
영업이익	22	36	41	55
(영업이익률, %)	12.7	12.6	12.6	14.6
영업외손익	(2)	6	(2)	1
금융수익	0	1	1	1
금융비용	1	1	1	1
지분법손익	(0)	(1)	(2)	1
기타	(1)	8	(0)	0
세전이익	20	42	39	56
법인세	5	10	10	14
(법인세율, %)	25.4	25.0	24.6	24.6
계속사업이익	15	31	29	42
중단사업이익	0	0	0	0
순이익	15	31	29	42
(순이익률, %)	8.8	11.0	9.0	11.2
지배주주순이익	15	32	30	41
비지배주주순이익	(1)	(1)	(1)	1
EBITDA	26	43	49	64
(EBITDA 이익률, %)	15.2	15.2	15.3	17.0
EPS (지배주주)	3,392	4,747	4,423	6,062
EPS (연결기준)	3,277	4,589	4,278	6,165
수정 EPS (원)*	3,392	4,747	4,423	6,062

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동에서의 현금흐름	29	36	29	38
당기순이익	15	31	29	42
현금유출입이없는 비용 및 수익	12	20	20	22
유형자산 감가상각비	4	7	9	9
무형자산 상각비	0	0	0	0
기타	7	12	11	13
영업활동 자산부채 변동	3	(6)	(10)	(12)
투자활동에서의 현금흐름	(17)	(8)	(15)	(11)
유형자산 증감	(5)	(8)	(13)	(9)
장단기금융자산의 증감	(8)	(1)	(2)	(2)
기타	(4)	1	0	0
재무활동에서의 현금흐름	2	2	(11)	(11)
차입금의 증가(감소)	36	4	(7)	(7)
자본금의 증가(감소)	78	0	0	0
배당금	0	0	(4)	(4)
기타	(111)	(3)	(0)	0
현금증감	14	27	1	16
기초현금	2	16	43	44
기말현금	16	43	44	60
Gross cash flow	26	51	49	64
Free cash flow	23	28	16	29

참고: * 일회성 수익(비용) 제외, ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외
*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 휴온스, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	121	157	179	220
현금 및 현금등가물	16	43	44	60
매출채권	64	70	83	98
재고자산	30	33	39	46
기타	10	11	14	16
비유동자산	59	60	65	67
투자자산	7	8	9	11
유형자산	45	47	51	51
무형자산	3	2	2	2
기타	4	3	3	3
자산총계	179	217	244	287
유동부채	82	79	84	91
매입채무	20	22	26	31
단기차입금	32	22	18	14
기타 유동부채	30	35	40	46
비유동부채	1	13	10	8
사채 및 장기차입금	0	10	7	4
기타 비유동부채	1	3	3	4
부채총계	84	92	94	99
지배주주지분	94	124	150	187
자본금	3	3	3	3
자본잉여금	75	75	75	75
이익잉여금	16	48	74	111
기타	1	(2)	(2)	(2)
비지배주주지분	2	1	(0)	0
자본총계	96	125	150	188
순부채	13	(10)	(20)	(45)

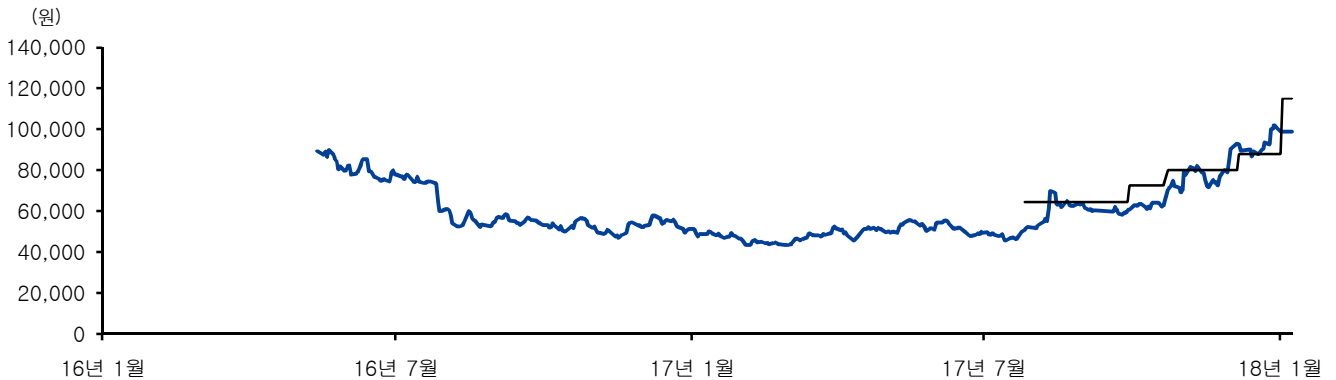
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2016	2017E	2018E	2019E
증감률 (%)				
매출액	n/a	67.8	13.8	15.8
영업이익	n/a	65.5	14.0	34.5
순이익	n/a	110.9	(6.8)	44.1
수정 EPS**	n/a	39.9	(6.8)	37.1
주당지표				
EPS (지배주주)	3,392	4,747	4,423	6,062
EPS (연결기준)	3,277	4,589	4,278	6,165
수정 EPS**	3,392	4,747	4,423	6,062
BPS	13,798	18,213	22,096	27,565
DPS (보통주)	0	600	600	700
Valuations (배)				
P/E***	29.2	20.9	22.4	16.3
P/B***	7.2	5.4	4.5	3.6
EV/EBITDA	24.4	14.0	12.0	8.9
비율				
ROE (%)	16.3	29.7	22.0	24.4
ROA (%)	8.3	15.8	12.6	15.8
ROIC (%)	15.1	24.5	25.6	30.8
배당성향 (%)	0.0	11.5	13.5	11.5
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.6	0.6	0.7
순부채비율 (%)	13.5	(8.3)	(13.3)	(23.7)
이자보상배율 (배)	36.5	33.1	41.0	68.1

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 1월 23일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 1월 23일 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 투자이전 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2017/8/16	10/20	11/13	2018/1/23
투자이전	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	71,000	80,000	88,000	115,000
과리율 (평균)	(6.98)	(13.53)	3.97	
과리율 (최대/최소)	8.45	(11.75)	27.85	

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 HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외 SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하	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 12월 31일 기준

매수 (85.6%) | 중립 (14.4%) | 매도 (0%)