

**휴온스**  
(243070.KQ)

Senior Analyst  
하태기

투자의견: BUY (유지)

목표주가: 110,000원 (유지) / 현재주가: 67,400원 (상승여력: 63.2%)

PM Grade :

Increase

Trading Up

Short-term Reduce

## 리즈톡스 국내 품목허가로 사업활기 띠 전망

### 2019년 전사 영업실적은 두자리수 성장 전망

휴온스는 사업구조가 전문의약품(매출비중 52%), 뷰티/헬스케어(매출비중 35%), 수탁(매출비중 13%)으로 되어 있는데, 전문의약품과 국소마취제가 고성장하고, 수탁부문에서는 산텐항 점안제 수탁매출 중심으로 고성장하여 **2019년에도 연결 매출이 12.6% 성장한 3,704억원, 영업이익이 11.5% 증가한 504억원으로 전망된다.**

### 리즈톡스, 국내 품목승인으로 영업탄력을 받을 계기가 될 전망

보툴리눔 독신매출(국내는 리즈톡스, 수출은 휴톡스)은 그동안 수출에서 높은 성장세를 나타냈으나, 최근 이머징 시장에 참여자가 증가하면서 매출이 정체되었다. 이제 리즈톡스의 국내 품목허가에 따라 매출이 탄력을 받을 수 있을 것이다.

**첫째, 리즈톡스는 금년 4월에 품목승인을 받았고, 하반기에 출시될 전망이다.** 동사는 전통적으로 의약품시장에서 마케팅력이 강한 기업이며, 필러 판매경험으로 피부과에서 영업강점이 있다. 따라서 리즈톡스는 필러 엘라비와 함께 영업시너지를 기대할 수 있다. 국내 보툴리눔 독신시장은 약 1천원 내외이며 경쟁이 심한 상황이다. 휴온스는 국내 4번째로 품목허가를 받아 국내시장에서 치열한 판매경쟁을 하게 되었다. 다소 느리더라도 국내에서 M/S를 차츰 늘리면서 데이터를 쌓고, 장기적으로 해외 임상을 통해서 동사의 국내외 브랜드 파워를 키워 갈 수 있을 전망이다. 휴톡스 생산은 휴온스글로벌이 맡고, 판권은 휴온스가 가지고 있어 국내외 매출이 1차적으로 휴온스 매출에 계상된다. 동사는 장기적으로 리즈톡스의 국내시장 M/S 25% 이상을 목표로 하고 있다. 현재 생산 CAPA는 연간 100만 바이알이다. 500만 바이알 규모의 신공장을 2018년 상반기 준공했고, 밸리데이션과 허가과정을 거친 후, 2019년 4분기부터 본격 가동될 것이다.

**둘째, 휴톡스의 장기적 성장비전은 여전히 유효하다.** 글로벌시장에서 단계적으로 보면 휴톡스 수출이 정체 상황이지만 점차 수출시장확대로 증가될 것이다. 휴톡스는 현재 동남아, 중동, 남미 일부에 수출되고 있다. 동사는 수출시장 다변화를 위해 2017년 8월말에 유럽 6개국(스페인/프랑스/이탈리아/폴란드/독일/영국)과 MOU가 체결했고, 그 이후 공장 실사를 거친 후 2018년 4월에 수출 본계약(7년간 567억원, 최소 의무구매 80%)을 체결했다. 중국시장 진출을 위해서 중국 IMIK Technology Development사(임상 및 허가승인 비용부담)와 휴톡스 독점계약도 맺었다. 계약기간은 중국에서 허가일로부터 10년 동안이며, 계약금은 11억원, 단계별 마일스톤이 45억원이다. 미국 진출은 현지 파트너사를 선정하고 MOU 계약을 체결한 다음, 2019년 내 본계약을 체결한다는 목표이다.

### 장기적으로는 주가 밸류에이션 Multiple 수준이 현재보다 높아질 전망

휴온스의 보툴리눔 매출비중이 낮아 전사 주가 밸류에이션에 미치는 영향이 적고, 주가 밸류에이션 Multiple 수준도 상대적으로 낮다. 장기적으로 매출비중이 증가할 수록 동사의 주가 밸류에이션 Multiple도 보툴리눔 독신 전문기업 수준으로 올라갈 것이다. 전사 영업실적 호조와 주가 Multiple 상향 가능성 등으로 추가적인 주가상승 여력이 있다.

#### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	284.8	36.2	44.8	34.8	3,910	128.6	41.5	17.4	14.5	5.0	32.4
2018	328.6	45.3	56.0	44.6	5,040	28.9	51.7	14.2	12.3	3.9	31.6
2019E	370.4	50.4	50.8	40.3	4,513	-10.4	58.0	14.9	9.8	3.5	22.3
2020E	413.3	54.8	55.5	44.4	4,357	-3.5	63.0	15.5	8.5	3.1	20.7
2021E	461.5	60.1	60.9	48.7	4,510	3.5	69.0	14.9	7.2	2.7	19.2

자료 : 휴온스, 상상인증권 리서치센터, K-IFRS 연결 기준

[표 2] 휴온스 주가 밸류에이션 (단위: 억원)

2019년 추정 순이익	403	*일회성 이익 차감후
적정 PER(배)	18.5	자회사+자체 사업 고성장 반영
사업가치	7,454	(의약품+뷰티/헬스케어)
휴온스, R&D투자 프리미엄	15%	휴온스, 안구건조증치료제
중간합계	8,572	
순현금+자회사 장부가치	280	
기업가치 합계	8,852	
발행주식수 (주)	8,168,085	
자기주식 (주)	11,362	
유통주식 (주)	8,156,723	
적정주가(원)	108,521	

자료 : 상상인증권

[표 3] R&D 비용 추이 (단위: 억원)

	2015	2016	비율	2017	2018E	2019E
휴온스	134	197	8.0%	192	195	200
휴메딕스	33	47	10.4%	43	50	50

\*2015~2016년은 분할전 기준

자료 : 상상인증권, 2015~2016년 수치는 분할 전 기준

[표 4] 휴온스 분기별 요약 영업실적(연결기준)

12월결산 (억원)	2018				2019E			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE
매출액	740	801	863	882	850	914	961	980
영업이익	114	125	134	80	121	130	136	118
세전이익	114	136	163	146	122	132	138	117
순이익	85	105	132	124	97	105	107	93
YoY(%)								
매출액	13.6	11.1	15.8	20.7	14.8	14.0	11.3	11.1
영업이익	59.5	42.7	17.2	-10.3	6.0	4.0	1.6	47.6
세전이익	-10.9	59.0	30.4	33.9	6.6	-3.2	-15.5	-20.2
순이익	-11.1	57.4	41.5	34.8	14.5	0.4	-19.3	-24.5

자료: 휴온스, 상상인증권

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	152.2	171.9	214.4	249.7	289.2
현금 및 현금성자산	39.4	26.0	56.1	89.5	122.0
매출채권 및 기타채권	68.8	85.6	93.8	89.7	93.4
재고자산	35.2	42.0	45.6	50.8	53.4
기타유동자산	8.9	18.3	18.9	19.7	20.5
<b>비유동자산</b>	63.8	79.5	79.7	85.7	91.9
관계기업투자등	4.9	3.5	3.6	3.8	3.9
유형자산	51.3	62.9	67.1	72.2	77.4
무형자산	2.1	1.3	2.0	2.6	3.1
<b>자산총계</b>	<b>216.0</b>	<b>251.4</b>	<b>294.1</b>	<b>335.4</b>	<b>381.1</b>
<b>유동부채</b>	78.6	76.1	82.3	86.8	91.8
매입채무 및 기타채무	27.2	23.7	28.6	31.8	35.5
단기금융부채	26.6	22.5	22.5	22.5	22.5
기타유동부채	24.8	30.0	31.2	32.5	33.8
<b>비유동부채</b>	13.1	7.6	7.6	7.6	7.6
장기금융부채	12.3	6.9	6.9	6.9	6.9
기타비유동부채	0.8	0.6	0.7	0.7	0.7
<b>부채총계</b>	<b>91.7</b>	<b>83.7</b>	<b>89.8</b>	<b>94.4</b>	<b>99.4</b>
<b>지배주주지분</b>	122.7	163.3	199.8	236.6	277.3
<b>자본금</b>	3.1	4.1	4.8	5.1	5.1
<b>자본잉여금</b>	74.9	73.6	73.6	73.6	73.6
<b>이익잉여금</b>	46.6	87.7	123.5	160.0	200.7
<b>비지배주주지분(연결)</b>	1.6	4.4	4.4	4.4	4.4
<b>자본총계</b>	<b>124.3</b>	<b>167.7</b>	<b>204.2</b>	<b>241.0</b>	<b>281.7</b>

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>30.2</b>	<b>20.9</b>	<b>47.6</b>	<b>56.8</b>	<b>57.5</b>
당기순이익(손실)	34.8	44.6	40.3	44.4	48.7
비현금수익비용가감	15.1	14.3	13.1	9.3	10.3
유형자산감가상각비	5.1	6.3	7.4	7.9	8.5
무형자산상각비	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4
기타현금수익비용	1.4	0.1	5.5	1.1	1.5
영업활동 자산부채변동	-10.9	-28.0	-5.8	3.1	-1.5
매출채권 감소(증가)	-2.8	-16.5	-8.1	4.1	-3.7
재고자산 감소(증가)	-5.0	-4.5	-3.5	-5.2	-2.6
매입채무 증가(감소)	-6.5	-4.8	4.9	3.3	3.7
기타자산, 부채변동	3.3	-2.2	1.0	1.0	1.0
<b>투자활동 현금</b>	<b>-11.7</b>	<b>-25.5</b>	<b>-14.1</b>	<b>-15.5</b>	<b>-16.3</b>
유형자산처분(취득)	-8.5	-10.2	-11.6	-12.9	-13.7
무형자산 감소(증가)	0.2	0.8	-0.9	-0.9	-0.9
투자자산 감소(증가)	-1.6	-3.4	-1.3	-1.4	-1.4
기타투자활동	-1.8	-12.8	-0.3	-0.3	-0.3
<b>재무활동 현금</b>	<b>5.1</b>	<b>-9.1</b>	<b>-3.3</b>	<b>-8.0</b>	<b>-8.8</b>
차입금의 증가(감소)	5.3	-7.8	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	0.0	-0.8	-3.3	-8.0	-8.8
배당금의 지급	0.0	3.7	4.0	8.3	8.8
기타재무활동	-0.1	-0.5	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증가</b>	<b>23.5</b>	<b>-13.5</b>	<b>30.2</b>	<b>33.4</b>	<b>32.5</b>
기초현금	16.0	39.4	26.0	56.1	89.5
기말현금	39.4	26.0	56.1	89.5	122.0

자료: 휴온스, 상상인증권 K-IFRS 연결 기준, 2016년 분할 상장

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>284.8</b>	<b>328.6</b>	<b>370.4</b>	<b>413.3</b>	<b>461.5</b>
매출원가	129.0	147.0	164.0	184.4	206.3
<b>매출총이익</b>	<b>155.9</b>	<b>181.6</b>	<b>206.5</b>	<b>228.9</b>	<b>255.2</b>
판매비와 관리비	119.6	136.3	156.0	174.1	195.0
<b>영업이익</b>	<b>36.2</b>	<b>45.3</b>	<b>50.4</b>	<b>54.8</b>	<b>60.1</b>
(EBITDA)	41.5	51.7	58.0	63.0	69.0
<b>금융손익</b>	<b>-0.7</b>	<b>-0.3</b>	<b>-0.4</b>	<b>-0.4</b>	<b>-0.4</b>
이자비용	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
관계기업등 투자손익	-1.3	-0.8	-0.7	-0.7	-0.7
기타영업외손익	10.6	11.8	1.5	1.8	1.8
<b>세전계속사업이익</b>	<b>44.8</b>	<b>56.0</b>	<b>50.8</b>	<b>55.5</b>	<b>60.9</b>
계속사업법인세비용	10.0	11.4	10.5	11.1	12.2
계속사업이익	34.8	44.6	40.3	44.4	48.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>34.8</b>	<b>44.6</b>	<b>40.3</b>	<b>44.4</b>	<b>48.7</b>
지배주주	35.1	45.2	40.5	45.1	49.4
<b>총포괄이익</b>	<b>34.5</b>	<b>44.6</b>	<b>40.3</b>	<b>44.4</b>	<b>48.7</b>
매출총이익률 (%)	54.7	55.3	55.7	55.4	55.3
영업이익률 (%)	12.7	13.8	13.6	13.3	13.0
EBITDA마진률 (%)	14.6	15.7	15.7	15.2	15.0
당기순이익률 (%)	12.2	13.6	10.9	10.7	10.6
ROA (%)	17.7	19.4	14.9	14.3	13.8
ROE (%)	32.4	31.6	22.3	20.7	19.2
ROIC (%)	26.3	27.6	25.6	26.9	28.6

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	17.4	14.2	14.9	15.5	14.9
P/B	5.0	3.9	3.5	3.1	2.7
EV/EBITDA	14.5	12.3	9.8	8.5	7.2
P/CF	12.1	10.3	11.3	13.0	12.5
배당수익률 (%)	0.9	#VALUE	1.2	1.2	1.2
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	68.6	15.4	12.7	11.6	11.7
영업이익	68.2	24.9	11.5	8.6	9.7
세전이익	125.7	24.9	-9.3	9.3	9.7
당기순이익	134.6	28.3	-9.7	10.2	9.7
EPS	128.6	28.9	-10.4	-3.5	3.5
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	73.8	49.9	44.0	39.2	35.3
유동비율	193.6	225.8	260.6	287.6	315.1
순차입금/자기자본	-6.9	-5.0	-19.2	-30.3	-37.6
영업이익/금융비용	33.4	47.2	49.7	54.0	59.2
총차입금 (십억원)	38.9	29.4	29.4	29.4	29.4
순차입금 (십억원)	-8.6	-8.4	-39.1	-73.0	-106.0
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	3,910	5,040	4,513	4,357	4,510
BPS	13,677	18,174	19,316	21,583	25,293
CFPS	5,556	6,557	5,946	5,193	5,387
DPS	600	800	800	800	800

Stock Data

KOSDAQ(04/15)	766.8pt
시가총액	6,055억원
발행주식수	8,984천주
액면가	500원
52주 최고가 / 최저가	97,356/59,414원
90일 일평균거래대금	24억원
외국인 지분율	15.9%
배당수익률(19.12E)	1.2%
BPS(19.12E)	19,316원

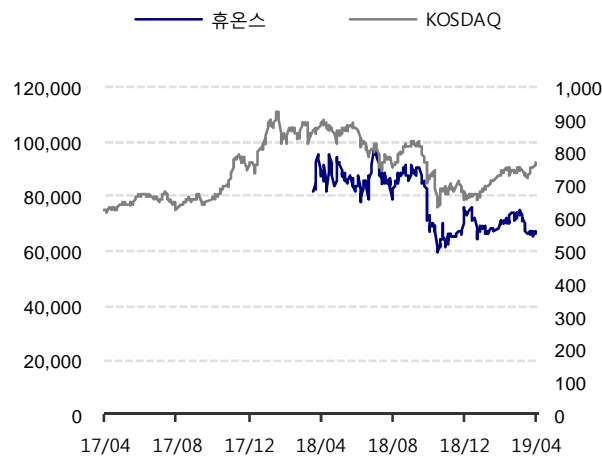
주가수익률

(%)	1W	3M	6M	1Y
절대수익률	1.7	-2.3	0.5	-25.0
상대수익률	-0.3	-13.4	-6.1	-11.0

주주구성

휴온스글로벌 (외 6인)	44.9%
---------------	-------

Stock Price



휴온스 목표주가 추이		투자의견 변동내역																																																					
		<table border="1"> <thead> <tr> <th rowspan="2">일시</th> <th rowspan="2">투자의견</th> <th rowspan="2">목표가격</th> <th rowspan="2">목표가격 대상 시 시점</th> <th colspan="2">과리율</th> </tr> <tr> <th>평균주가대비</th> <th>최고(최저)주가대비</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2017. 11. 14</td> <td>매수(유지)</td> <td>90,000원(상향)</td> <td>1년</td> <td>6.1</td> <td>30.9</td> </tr> <tr> <td>2018. 02. 19</td> <td>매수(유지)</td> <td>110,000원(상향)</td> <td>1년</td> <td>-4.2</td> <td>14.3</td> </tr> <tr> <td>2018. 05. 04</td> <td>매수(유지)</td> <td>130,000원(상향)</td> <td>1년</td> <td>-11.6</td> <td>-1.3</td> </tr> <tr> <td>2018. 09. 19</td> <td>매수(유지)</td> <td>120,000원(하향)</td> <td>1년</td> <td>-32.7</td> <td>-17.3</td> </tr> <tr> <td>2018. 11. 13</td> <td>매수(유지)</td> <td>110,000원(하향)</td> <td>1년</td> <td>-30.5</td> <td>-23.8</td> </tr> <tr> <td>2019. 03. 21</td> <td>매수(유지)</td> <td>110,000원</td> <td>1년</td> <td>-38.2</td> <td>-34.5</td> </tr> <tr> <td>2019. 04.16</td> <td>매수(유지)</td> <td>110,000원</td> <td>1년</td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>				일시	투자의견	목표가격	목표가격 대상 시 시점	과리율		평균주가대비	최고(최저)주가대비	2017. 11. 14	매수(유지)	90,000원(상향)	1년	6.1	30.9	2018. 02. 19	매수(유지)	110,000원(상향)	1년	-4.2	14.3	2018. 05. 04	매수(유지)	130,000원(상향)	1년	-11.6	-1.3	2018. 09. 19	매수(유지)	120,000원(하향)	1년	-32.7	-17.3	2018. 11. 13	매수(유지)	110,000원(하향)	1년	-30.5	-23.8	2019. 03. 21	매수(유지)	110,000원	1년	-38.2	-34.5	2019. 04.16	매수(유지)	110,000원	1년		
일시	투자의견	목표가격	목표가격 대상 시 시점	과리율																																																			
				평균주가대비	최고(최저)주가대비																																																		
2017. 11. 14	매수(유지)	90,000원(상향)	1년	6.1	30.9																																																		
2018. 02. 19	매수(유지)	110,000원(상향)	1년	-4.2	14.3																																																		
2018. 05. 04	매수(유지)	130,000원(상향)	1년	-11.6	-1.3																																																		
2018. 09. 19	매수(유지)	120,000원(하향)	1년	-32.7	-17.3																																																		
2018. 11. 13	매수(유지)	110,000원(하향)	1년	-30.5	-23.8																																																		
2019. 03. 21	매수(유지)	110,000원	1년	-38.2	-34.5																																																		
2019. 04.16	매수(유지)	110,000원	1년																																																				

**Compliance Notice**

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자:하태기)  
 연락처: 02-3779-3513 / Email: tgha8872@gmail.com

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.

- \_ 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.

- 작성자는 2017년 5월(25일 ~27일)에 휴온스의 비용으로 중국현지법인 탐방을 다녀왔습니다

**투자등급 및 적용 기준**

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
<b>Sector</b> (업종)	시가총액 대비	Overweight(비중확대)			
	업종 비중 기준	Neutral (중립)			
	투자등급 3단계	Underweight (비중축소)			
<b>Company</b> (기업)	투자등급 3단계	Buy (매수)	+15% 이상	53.2%	투자의견 비율은 의견 공표 종목들의 맨 마지막 공표 의견을 기준으로 한 투자등급별 비중(최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)
		Hold (보유)	-15% ~+15%	0.6%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대	0.0%	
		Not Rated(투자의견없음)		46.2%	
	합계			100.0%	