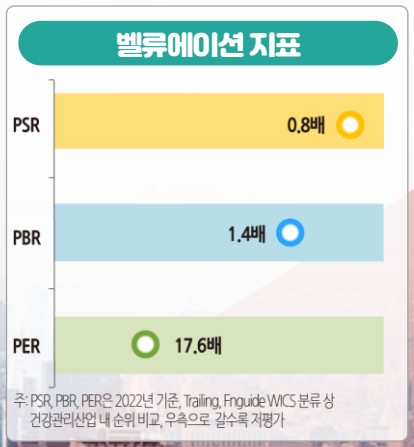
KOSDAQ | 제약과생물공학

휴온스 (243070)

2023년 이익 턴어라운드가 기대되는 회사

체크포인트

- 동사는 1965년에 설립, 매출구조는 크게 전문의약품, 뷰티/웰빙(건기식 포함), 수탁(CMO)으로 구성되어 있고 종속회사로는 휴온스푸디언스를 보유
- 2023년 연결기준 연간 실적은 매출액 5,574억원(+13.2%YoY), 영업이익 579억원(+41.7%YoY, OPM 10.4%) 시현이 전망, 영업이익 개선세가 기대. 2022년 이익부진의 원인이었던 2공장 원가율 상승과 건기식 수익성 악화가 2023년부터는 해소되면서 이익개선 전망
- 동사의 2023년, 2024년 PER은 각각 8.8배, 7.5배 수준으로 시가총액이 비슷한 중소형제약사의 평균 multiple인 14.3배, 11.6배 대비 낮은 수준. 동사는 R&D부분이 약해 자체개발 신약 부재, 이에 따라 경쟁업체 대비 할인 거래되고 있다는 판단. 2023년부터 이익 턴어라운드 시현이 가시화된다면 하반기 주가 상승 모멘텀으로 이어질 전망



휴온스 (243070)

Analyst 이달미 talmi@kirs.or.kr
RA 양준호 junho.yang@kirs.or.kr

KOSDAQ
제약과생물공학

주사제와 점안제 중심의 회사

동사는 1965년에 설립, 매출구조는 크게 전문의약품, 뷰티/웰빙(건기식 포함), 수탁(CMO)으로 구성되어 있고 종속회사로는 휴온스푸디언스를 보유. 주요 제품으로는 '리도카인 국소마취제'로 치과용 마취제가 있고 국내 최초 여성 갱년기 유산균 '메노락토 프로바이오틱스', 연속혈당측정기 'Dexcom G6', 고용량 비타민 주사제 및 건강기능식품 '메리트 시리즈' 등이 있음.

2023년 영업이익 턴어라운드 전망

동사의 2023년 연결기준 연간 실적은 매출액 5,574억원(+13.2%YoY), 영업이익 579억원(+41.7%YoY, OPM 10.4%) 시현이 전망, 영업이익 개선세가 기대. 1) 신축한 2공장은 2023년 하반기부터 가동 시작하며 매출발생 예상, 2) 건기식은 채널 다변화를 통한 매출증가로 인해 이익개선이 이루어질 전망. 이에 따라 2022년 8.3%에 그쳤던 영업이익률이 2023년에는 2.1p% 개선된 10.4% 시현이 예상, 2023년에는 영업이익 턴어라운드에 주목해야 한다는 판단임.

동종업계 평균보다 낮은 밸류에이션

동사의 2023년, 2024년 PER은 각각 8.8배, 7.5배 수준으로 시가총액이 비슷한 중소형 제약사의 평균 multiple인 14.3배, 11.6배 대비해서 낮은 수준. 경쟁사들의 경우 대부분 고혈압 치료제, 고지혈증 치료제, 감기약 등에서 블록버스터급 자체개발 신약 보유. 반면, 동사는 R&D부분이 상대적으로 약해 자체개발 신약 부재, 이에 따라 경쟁업체 대비 할인 거래되고 있다는 판단. 따라서 단기적으로는 실적 모멘텀, 중장기로는 오픈 이노베이션을 통한 R&D 모멘텀이 있어야 할 것으로 판단. 2022년까지 부진했던 영업이익이 2023년부터 턴어라운드 시현이 가시화된다면 2023년 하반기 주가 상승 모멘텀으로 이어질 전망.

Forecast earnings & Valuation

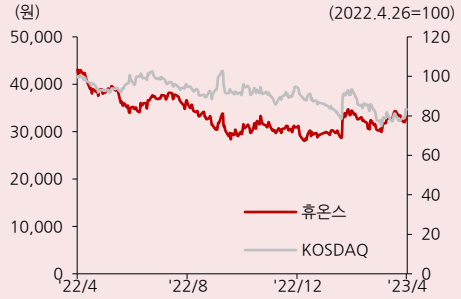
	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액(억원)	4,067	4,369	4,924	5,574	6,232
YoY(%)	11.4	7.4	12.7	13.2	11.8
영업이익(억원)	541	453	409	579	691
OP 마진(%)	13.3	10.4	8.3	10.4	11.1
지배주주순이익(억원)	556	308	224	444	519
EPS(원)	4,657	2,577	1,880	3,716	4,348
YoY(%)	45.5	-44.7	-27.0	97.6	17.0
PER(배)	12.1	18.5	15.5	8.8	7.5
PSR(배)	1.7	1.3	0.7	0.7	0.6
EV/EBIDA(배)	9.3	9.3	6.7	4.5	3.7
PBR(배)	2.8	2.1	1.2	1.2	1.1
ROE(%)	25.7	12.2	8.2	14.7	15.2
배당수익률(%)	1.0	1.2	2.1	1.8	1.8

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (4/26)	32,700원
52주 최고가	43,100원
52주 최저가	28,100원
KOSDAQ (4/26)	830.44p
자본금	60억원
시가총액	3,903억원
액면가	500원
발행주식수	12백만주
일평균 거래량 (60일)	5만주
일평균 거래액 (60일)	16억원
외국인지분율	21.07%
주요주주	휴온스글로벌 외 6 인44.99%
	FIDELITY MANAGEMENT & RESEARCH COMPANY LLC 외 4 인9.99%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	7.6	8.6	-24.1
상대주가	6.7	-10.6	-16.8

▶ **참고 1)** 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 'ROE', 활동성지표는 '순운전자본회전율,' 유동성지표는 '유동비율'임.
2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

기업 개요

1 주사제와 점안제 중심의 회사

매출구조는 전문의약품, 뷰티/웰빙, 수탁사업이 있고 종속회사로 휴온스푸디언스를 보유

동사는 1965년에 설립, 매출구조는 크게 전문의약품, 뷰티/웰빙(건기식 포함), 수탁(CMO)으로 구성되어 있으며 종속회사로는 휴온스푸디언스를 보유하고 있다. 주요 제품으로는 '리도카인 국소마취제'로 치과용 마취제가 있으며 국내 최초 여성 갱년기 유산균 '메노락토 프로바이오틱스', 연속혈당측정기 'Dexcom G6', 고용량 비타민 주사제 및 건강기능식품 '메리트 시리즈' 등이 있다.

동사는 2009년 충북 제천에 구축한 GMP급 생산시설을 통해 자체적으로 판매하는 제품을 직접 생산하고 있으며 특화된 제품력을 기반으로 하여 국내 제약사들을 대상으로 의약품을 생산, 납품하는 수탁(CMO)사업도 영위하고 있다. 2022년 2월에는 제2공장 준공을 완료하였고 2023년 8월에 GMP 인증 이후 2023년 하반기 본격 가동을 기다리고 있는 상황이다.

동사의 기술력을 바탕으로 국소마취제인 리도카인은 미국 FDA의 허가(ANDA)를 받아 미국으로 수출을 진행하고 있다. 또한 신성장동력으로 오픈 이노베이션을 통해 국내외 제약기업들과 협업하여 공동연구개발 및 판권 획득을 위한 노력을 하고 있다.

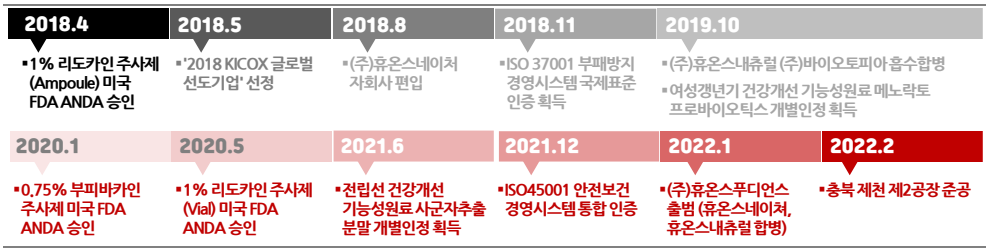
2022년 1월 새롭게 출범한 종속회사 '휴온스푸디언스'는 건강기능식품 생산 회사이다. 원료부터 전 제형의 완제품 유통까지 가능한 생산설비와 value chain을 보유하고 있고 기능성 식품소재 중심의 OEM/ODM, 기능성원료 제조, 자사브랜드 '이너셋', 수출 사업 등을 영위하고 있다.

동사의 회사개요

회사명	주식회사 휴온스
대표이사	송수영, 윤상배
설립일	1965 년 설립, 2016 년 5 월 지주사 전환
자본금	60 억원
임직원수	824 명 (2022 년 12 월 31 일 기준)
최대주주	휴온스글로벌 40.89%

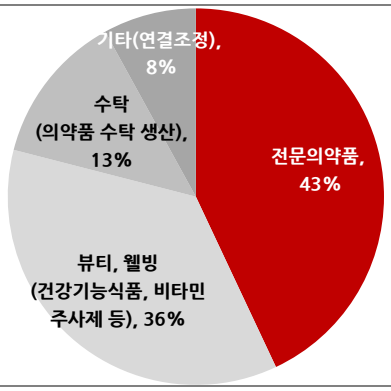
자료: 휴온스, 한국IR협의회 기업리서치센터

동사의 주요 연혁



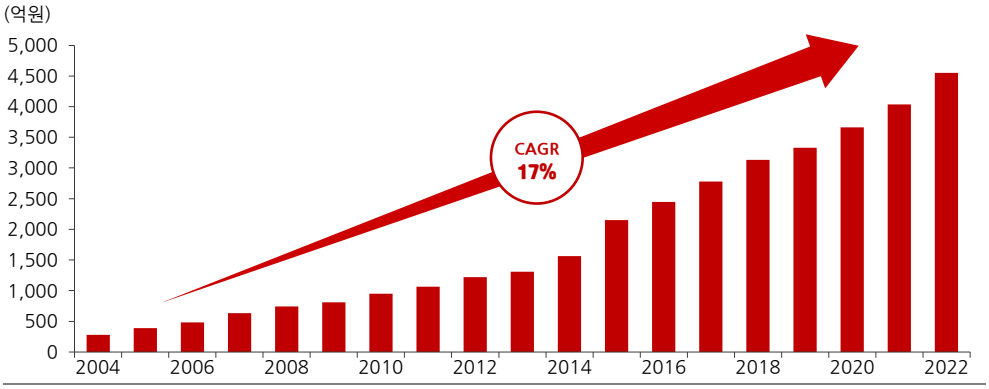
자료: 휴온스, 한국IR협의회 기업리서치센터

동사의 매출구성



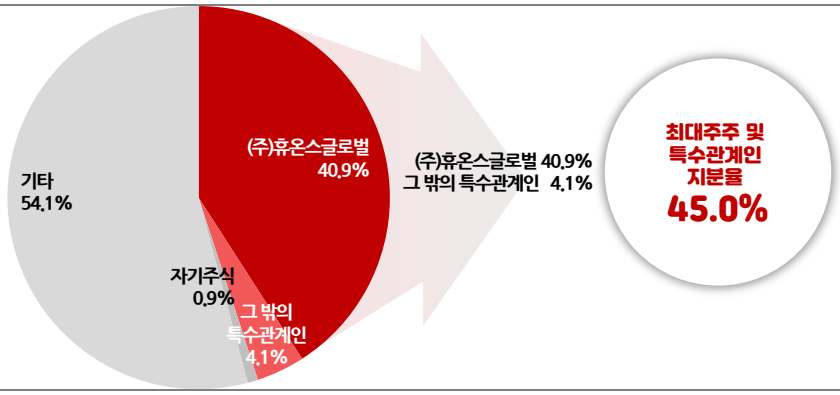
자료: 휴온스, 한국IR협의회 기업리서치센터

동사는 연평균 17%에 달하는 높은 매출성장률을 시현



자료: 휴온스, 한국IR협의회 기업리서치센터

동사의 주주구성



자료: 휴온스, 한국IR협의회 기업리서치센터

산업 현황

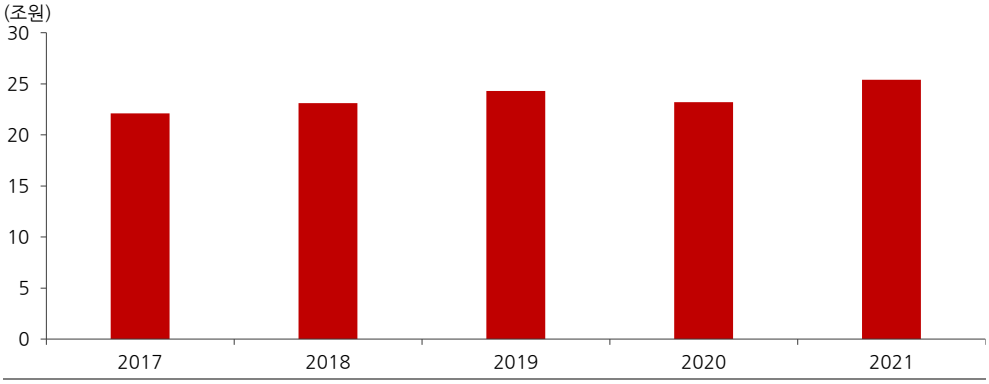
1 국내 제약산업 시장 현황

2021년 기준 국내 제약산업 시장규모는 25.4조원 수준으로 전년대비 9.6%의 증가세 시현

식품의약품안전처에 따르면 2021년 국내 제약산업 시장규모는 25.4조원 수준으로 전년대비 9.6% 증가하였다. 국내 제약시장은 2012년 일괄약가인하 이후 낮은 시장 성장률을 보이고 있는데 그 이유는 일괄약가인하 이후에도 제네릭 개발경쟁 심화, 영업환경 변화, 제네릭 약가제도 개편 등 때문인 것으로 판단된다.

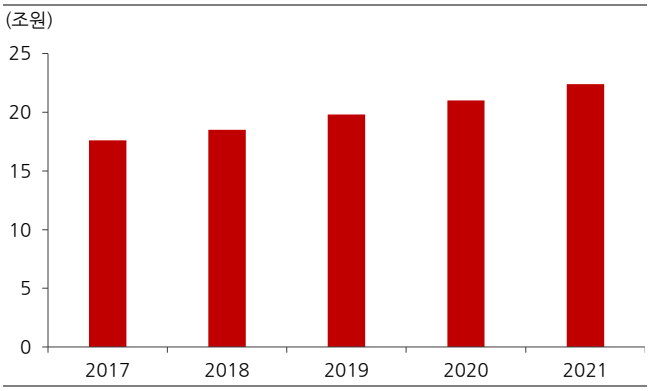
그러나 개인건강에 대한 관심증가, 노인성 질환의 보장성 강화, 신규 신약, 개량신약 수요의 증가로 국내 의약품 시장은 향후에도 안정적인 성장세를 유지할 것으로 전망된다. 특히 고령화로 인한 만성질환 증가로 인해 의약품에 대한 수요는 꾸준히 증가할 것으로 전망된다. 또한 질병 치료에 대한 필요성은 경기변동에 크게 좌우되지 않는다는 점을 감안하면 국내 제약산업은 안정적인 성장세를 꾸준히 유지할 것이다.

국내 의약품 시장규모는 25.4조원 수준



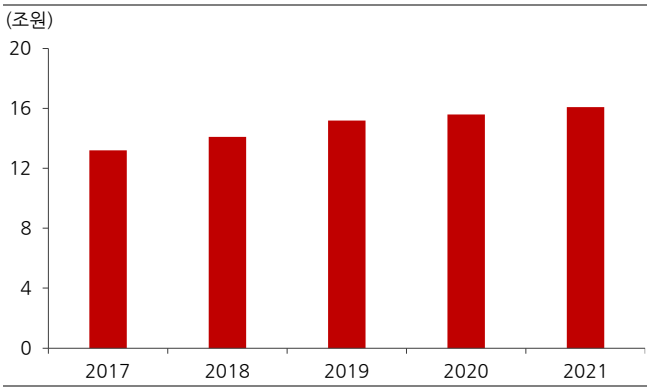
자료: 식품의약품안전처, 한국IR협의회 기업리서치센터

국내 완제의약품 총생산 규모



자료: 식품의약품안전처, 한국IR협의회 기업리서치센터

국내 원외처방 시장규모



자료: 식품의약품안전처, 한국IR협의회 기업리서치센터

완제의약품은 전문의약품과 일반의약품으로 구분

의약품은 크게 원료의약품과 완제의약품으로 분류된다. 완제의약품은 다시 전문의약품(Ethical Drug: ETC)와 일반의약품(Over-the-Counter Drug: OTC)로 나뉜다. 일반의약품은 경기 변동과 계절성에 민감하나 전문의약품은 소비구조의 특성상 상대적으로 안정적인 성장세를 보이고 있다. 산업 특성상 제약산업 자체가 여타 산업대비 경기변동에는 덜 민감하나 환율 등 원료 수급에 영향을 미치는 부분 그리고 정부의 정책변화에 따라 수익구조가 변동될 가능성은 있다.

전문의약품(ETC)

- 약리작용, 적응증으로 볼 때 의사 또는 치과의사의 전문적 진단, 감독에 따른 사용 필요
- 심각한 부작용 발현 빈도가 높은 의약품
- 적절한 용법용량 설정 필요
- 오남용 우려가 높은 의약품
- 습관성 및 의존성, 내성문제(마약, 향정신정의약품 포함)

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

일반약품(OTC)

- 의사나 치과의사의 처방 없이 사용하더라도 안전성 및 유효성을 기대할 수 있는 의약품
- 부작용 범위가 비교적 좁음
- 일반국민이 스스로 적응증의 선택, 용량준수, 부작용 예방 및 처치 등 직접 사용 및 판단 가능
- 오남용 우려가 적은 의약품
- 경미한 질병의 치료, 예방 또는 건강의 유지증진

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

국내 제약산업은 제품의 개발력과 기술력이 시장의 경쟁력을 좌우하는 핵심이 되고 있다. 국내 선도 제약회사들의 경우 자체적으로 개발한 신약과 시장성이 높은 개량신약을 보유하고 있다.

또한 최근의 고령화 추세로 인해 만성질환에 대한 치료 수요가 급증하면서 관련된 약효군이 지속적으로 증가하고 있다. UN 자료에 따르면 GDP 상위 15개 국가 중 한국이 상대적으로 빠른 속도로 고령화가 나타나고 있다. 일반적으로 65세 이상의 인구가 14%를 상회하면 고령사회, 20%를 상회하면 초고령사회라 부른다. 다음 표를 보면 2020년 이후의 수치는 UN의 전망치인데 한국은 2040년대에는 초고령사회로 진입할 것으로 전망, 대부분의 선진국들은 2040년에는 초고령사회에 진입할 것을 전망하였다. 이에 따라 의약품에 대한 수요는 꾸준히 증가할 것으로 예상, 관련하여 제약산업은 지속적인 성장세를 유지할 것으로 판단된다.

글로벌 선진국들의 고령화는 빠르게 진행 중

	1960	1980	2000	2020	2040	2060	2080	2100
WORLD	5%	6%	7%	9%	14%	19%	22%	24%
US	9%	11%	12%	16%	22%	26%	29%	30%
CHINA	4%	4%	7%	13%	26%	36%	40%	41%
JAPAN	6%	9%	18%	30%	35%	38%	39%	39%
GERMANY	12%	16%	16%	22%	29%	32%	32%	34%
UK	12%	15%	16%	19%	25%	28%	32%	33%
INDIA	3%	4%	4%	7%	12%	19%	26%	30%
FRANCE	12%	14%	16%	21%	27%	30%	33%	34%
ITALY	10%	13%	18%	23%	35%	37%	38%	38%
CANADA	8%	9%	12%	18%	24%	27%	31%	32%
KOREA	**3%**	**4%**	**7%**	**16%**	**34%**	**44%**	**47%**	**44%**
RUSSIA	6%	10%	12%	15%	21%	27%	27%	28%
BRAZIL	3%	4%	6%	9%	17%	26%	31%	34%
AUSTRALIA+NEW ZEALAND	9%	10%	12%	16%	22%	27%	30%	32%
SPAIN	8%	11%	17%	20%	31%	38%	39%	39%
MEXICO	3%	4%	5%	8%	15%	23%	31%	35%

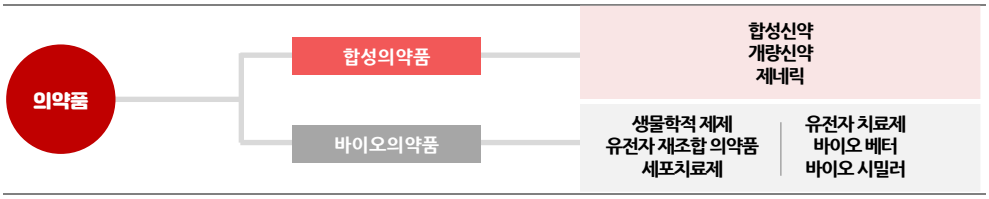
자료: UN, 한국IR협의회 기업리서치센터

2 국내 제약산업의 특성

의약품을 더 큰 관점에서 봤을 때 합성의약품과 바이오의약품으로 나뉨

의약품은 ETC와 OTC로 분류되기도 하지만 더 큰 관점에서 봤을 때 합성의약품과 바이오의약품으로 구분되기도 한다. 합성의약품은 합성신약, 개량신약, 제네릭으로 나뉜다. 국내 제약사업은 신약보다는 제네릭 의약품 비중이 높아 완전경쟁 시장을 형성하고 있다. 제네릭 약가는 정부의 규제에 크게 영향을 받아 지속적으로 낮아지고 있어 이 또한 국내 제약산업의 낮은 시장 성장률의 원인으로 작용하고 있다.

의약품은 크게 합성의약품과 바이오의약품으로 나뉨



자료: 휴온스, 한국IR협의회 기업리서치센터

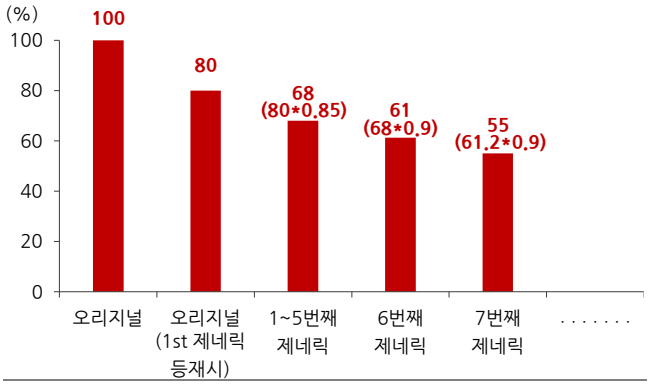
합성의약품은 합성신약, 개량신약, 제네릭으로 구분

구분	정의
합성신약	이미 허가된 의약품과는 화학 구조나 본질 조성이 전혀 새로운 신물질 의약품 또는 신물질의 유효성분으로 합유한 복합제제 의약품
개량신약	기존 오리지널 의약품의 구조나 제제, 용도 등을 변형시켜 개발한 의약품
제네릭	특허가 만료된 오리지널 합성의약품을 모방해 만든 의약품으로 기허가된 의약품과 주성분, 함량, 제형 및 용법과 용량이 동일한 의약품

자료: 휴온스, 한국IR협의회 기업리서치센터

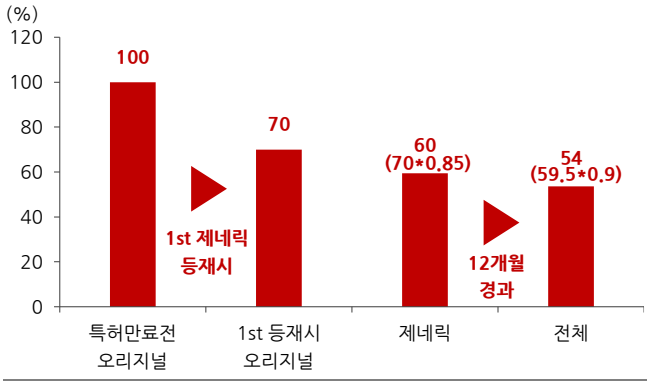
국내 제네릭 의약품은 2012년 2월 보건복지부의 일괄약가인하 시행으로 2012년 4월 1일부터 이미 특허가 만료되고 제네릭 제품이 출시된 기등재의약품 가격이 2007년 1월1일자 동일성분의약품 최고 가격의 53.55%까지 인하되었다. 2012년 이전에는 계단식으로 약가가 낮아진 반면, 2012년 이후부터는 동일성분의 제네릭일 경우 동일한 약가를 일괄적으로 적용하면서 약가가 대폭 낮아지게 되었다. First 등재시 오리지널의 경우 오리지널 가격의 70.0%, 이후 출시되는 동일성분의 제네릭은 모두 59.5%, 12개월이 경과되면 53.55%까지 낮아지게 된다.

2012년 4월 이전 제네릭 의약품의 단계별 약가인하



자료: 서울대학교 보건대학원, 한국IR협의회 기업리서치센터

2012년 4월 이후 제네릭 일괄약가인하 시행



자료: 서울대학교 보건대학원, 한국IR협의회 기업리서치센터

2012년 이후 7년동안 일괄약가인하가 유지되다 2020년 7월 1일에 제네릭 의약품 약가제도가 개편되었다. 우선 제네릭 의약품이 2가지 조건을 만족해야 하는데 1. 자체 생물학적 동등성 시험을 실시하거나, 2. 등록된 원료의약품을 사용하였고 약제급여목록표에 20개 이내로 약제가 등재되었다면 오리지널 약가의 53.55%를 받을 수 있다. 만약 2가지 조건 중 1가지만 만족한다면 45.52%의 약가를, 2가지 모두 만족하는 조건이 없으면 38.69%의 약가를 적용 받게 되는 것이다.

이는 이전보다 약가산정에 있어 더 보수적으로 바뀌었음을 의미, 제네릭 의약품을 보유하고 있는 제약사들에게는 수익성 악화로 이어질 수 있는 우려가 제기되었다. 따라서 결국은 꾸준한 R&D 투자를 통한 자체개발 의약품, 높은 개량신약 개발역량, 우수한 연구 인프라를 보유한 기업이 살아남을 수 있는 시장으로 재편되고 있는 상황이다.

2020년에 개정된 제네릭 의약품의 약가산정 구조

20개 이내			20개 이후
2개 조건 모두 만족	1개 조건 만족	만족요건 없음	
53.55%	45.52% -53.55%의 85%	38.69% -45.52%의 85%	최저가의 85%

주: 조건 1은 자체 생물학적 동등성 시험 실시, 조건 2는 식약처에 등록된 원료의약품 사용
자료: 언론보도, 한국IR협의회 기업리서치센터

투자포인트

1 2공장 신축으로 장기적인 해외수출 증가세 전망

미국 의약품 유통사인 맥케슨을 통해 미국 수출증가세 전망, 장기적으로는 2공장 신축에 따른 capa 확대로 미국수출 1,000억원까지 달성 전망

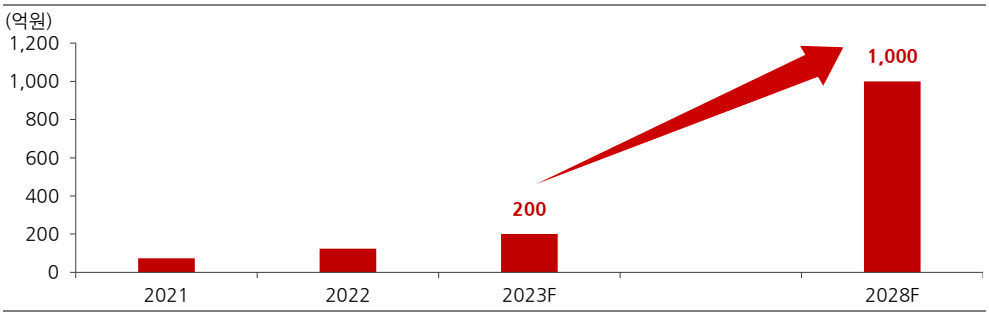
동사는 치과용 국소마취제인 리도카인 주사제를 생산 및 판매, 국내 시장에서는 동사가 거의 독점하고 있는 상황이다. 2020년 5월 동사의 리도카인은 미국 FDA 허가(ANDA)를 취득하면서 미국에 8월 초도물량을 선적하며 미국 수출을 시작하였다. 동사는 2022년에 미국 의약품 유통기업인 맥케슨(McKesson)과 리도카인에 대한 공급계약을 체결하면서 향후 미국 수출에 대한 기대감이 높은 상황이다.

리도카인의 미국 연간 수출액은 2021년 73억원, 2022년 123억원으로 전년대비 68.5% 증가, 2022년 4분기에만 큰 폭으로 증가했는데 맥케슨향 초도물량이 발생되면서 57억원의 매출액을 시현하였다. 2023년 1분기에도 미국향 수출물량은 전년대비 2배 이상 증가할 것으로 예상, 2023년 연간 미국 수출액은 200억원 이상 시현이 전망된다.

중장기적으로 미국향 수출액은 더욱 늘어날 것으로 전망되는데 2022년말에 245억원을 투자하여 주사제 라인 capa를 확대 하였다. 동사는 충북 제천에 기존 1공장과 2022년 2월 완공한 2공장을 보유, 2공장에서는 점안제와 주사제만 생산된다. 2공장 주사제 라인은 바이알 라인과 카트리지 라인, 2개 라인이 들어서게 되는데 라인 설치가 완료되면 바이알 라인은 기존 약 3,500만 바이알에서 2.5배 증가한 7,300만 바이알, 카트리지 라인 역시 기존 capa 대비 2배 증가한 14,200만 카트리지로 생산 능력이 확대될 전망이다. 주사제 라인 capa 확대는 2024년에 완료하고 2025년부터 가동될 전망이다.

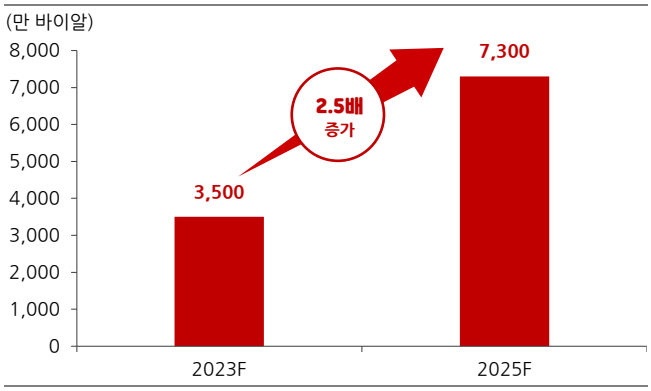
미국 리도카인 시장규모는 5,000억원 수준, 화이자가 주요 리도카인 공급업체였다. 그러나 코로나19 이후 화이자가 백신사업에 집중하면서 리도카인 생산을 중단, 이에 따라 shortage가 발생하였다. 이러한 시장 상황에 발맞춰 동사가 유통사인 맥케슨을 통해 장기적으로 시장점유율 20%까지 매출을 끌어올릴 예정이다. 이에 따라 2025년 공장 가동 이후 3,4년 안으로 동사의 리도카인 미국 수출액은 1,000억원 달성이 전망되면서 동사의 외형 성장세에 긍정적인 영향을 미칠 것이라는 판단이다.

동사의 연간 리도카인 미국 매출액은 2028년에 1,000억원 시현 전망



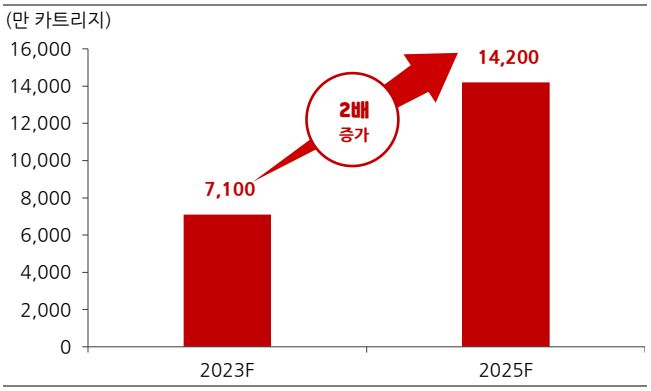
자료: 휴온스, 한국IR협의회 기업리서치센터

주사제 바이알 라인은 기존 대비 2.5배 확대 전망



자료: 휴온스, 한국IR협의회 기업리서치센터

주사제 카트리지 라인은 기존 대비 2배 확대 전망



자료: 휴온스, 한국IR협의회 기업리서치센터

2 2공장 가동에 따른 점안제 매출 증가 기대

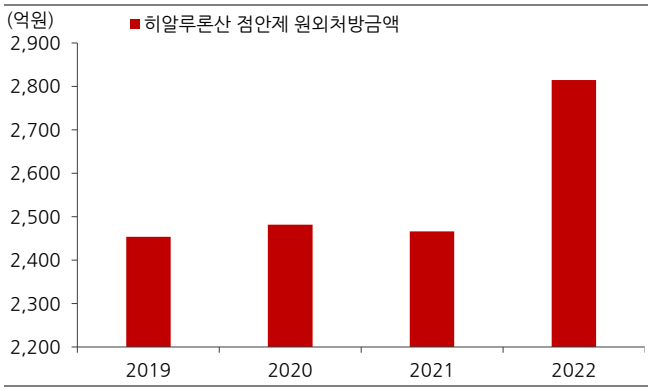
2공장 점안제 라인은 2023년 하반기부터 가동 예정, 점안제 라인 가동에 따라 이익률 하락 해소될 전망

동사는 국내 1회용 점안제 시장의 강자로 히알루론산 점안제 제품을 보유함과 동시에 점안제 수탁 사업도 같이 진행하고 있다. 점안제 매출만 보면 연간 400억원의 매출을 시현 중에 있는데 동사의 공장 capa는 350억원 수준으로 현재 full인 상태, 일부 제조는 위탁을 진행하고 있다. 이에 따라 2공장을 건설, 현재 가동 준비단계에 있으며 2023년 하반기부터 본격적인 가동에 들어갈 예정이다.

2공장 점안제 라인은 매출발생 없이 2022년 3분기부터 인건비 등의 비용이 원가에 반영되면서 동사의 원가율 상승의 주된 원인이 되고 있다. 이러한 추세는 2023년 상반기까지 이어지나 2023년 하반기 본격적인 가동이 돌아가게 되면 원가율 상승에 따른 이익률 하락은 해소될 것으로 전망된다.

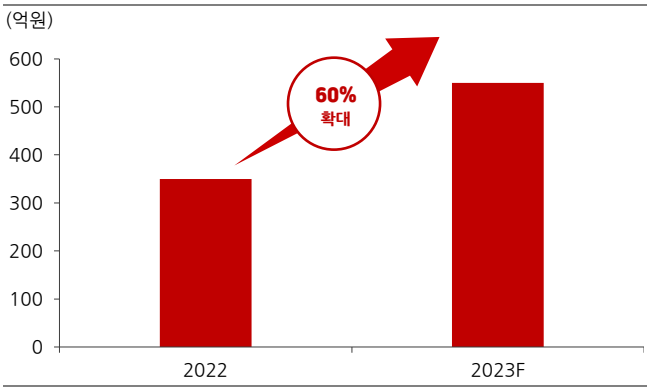
2공장 capa는 550억원 수준, 2023년 8월에 GMP 인증 획득 이후 가동을 시작하여 2024년에 full 가동되면서 본격적인 매출발생이 예상된다. 따라서 2024년부터 2공장 건설에 따른 본격적인 매출 발생이 예상되어 장기적인 성장성에 긍정적일 전망이다.

국내 히알루론산 점안제 연도별 시장규모



자료: 유비스트, 한국IR협의회 기업리서치센터

동사의 점안제 생산 capa는 기존 350억에서 550억원으로 확대될 전망



자료: 휴온스, 한국IR협의회 기업리서치센터

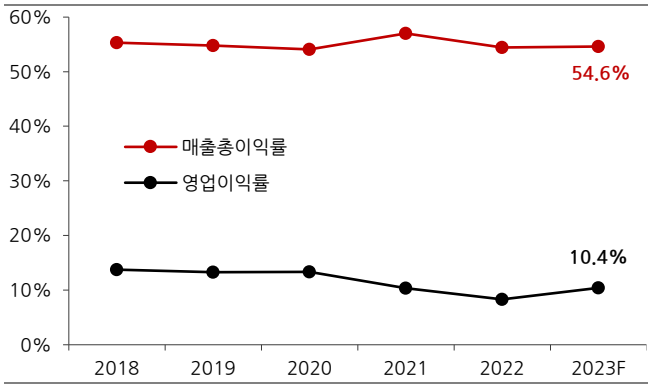
3 2023년부터 수익성 개선이 예상되는 건기식 사업

건기식 사업은 채널 다각화를 통해 매출증가세 시현할 전망, 이에 따른 수익성 개선 가능할 것으로 예상

동사는 2016년에 휴온스내추럴(청호내추럴), 2018년에는 휴온스네이처(옛 성신비에스티) 인수를 통해 건강기능식품 사업부를 보유하고 있다. 2020년 4월에는 여성 갱년기용 유산균인 '메노락토 프로바이오틱스'를 출시, 이후 8개월만에 200억원이 넘는 매출을 올리며 블록버스터 건기식으로 이름을 알렸다. 메노락토는 홈쇼핑 채널에서 출시를 시작하면서 관련된 광고선전비, 홈쇼핑 지급수수료가 많이 발생하여 최근 동사의 전체 이익률 하락의 주된 원인이 되고 있다.

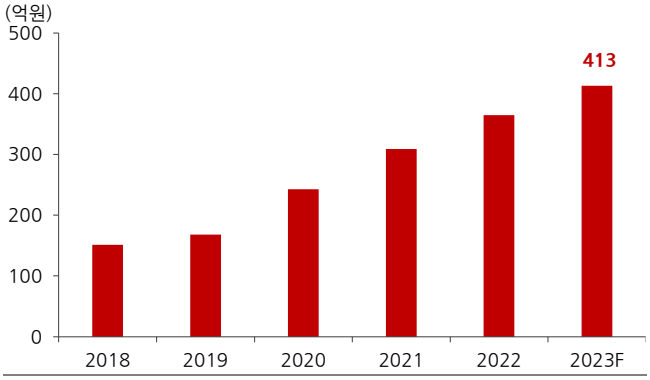
동사의 건강기능식품 사업부의 2022년 매출액은 626억원을 기록하였고 이 중 대부분은 메노락토가 차지, 이에 따라 메노락토의 판매전략에 의해 건기식 사업부의 이익률이 달라지게 된다. 동사는 2023년 건기식 사업 전략을 새로이 수립하였다. 기존 홈쇼핑 채널에 계속 의존하기 보다는 채널 다각화를 할 예정인데 2023년 메노락토를 고마진 채널인 온라인몰이나 자사몰에 패키징을 새롭게 하면서 런칭하였다. 따라서 채널 다각화를 통해 매출증가율 상승세가 예상되어 2023년 연간 매출액 700억원 시현이 전망, 이에 따른 수익성 개선은 동사의 2023년 전체 영업이익률 상승에 긍정적일 전망이다.

동사의 이익률은 2022년에 하락



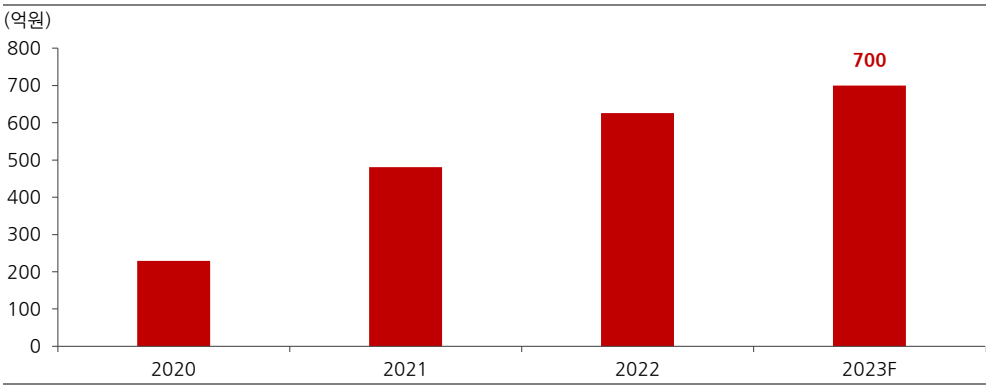
자료: 휴온스, 한국IR협의회 기업리서치센터

동사의 연도별 지급수수료는 건기식이 출시된 2020년부터 크게 증가



자료: 휴온스, 한국IR협의회 기업리서치센터

건강기능식품 연간 매출액 추이



자료: 휴온스, 한국IR협의회 기업리서치센터

실적 추이 및 전망

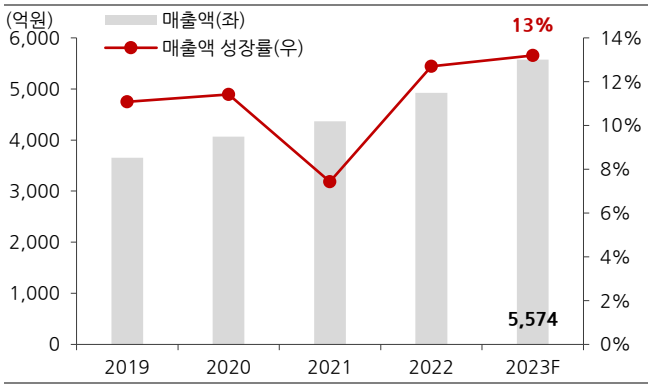
1 2022년에는 건기식과 주사제가 실적 성장세를 견인

2022년 영업이익 부진의 원인은 건기식의 홈쇼핑 지급수수료 증가와 2공장 관련 제조원가 투입비용 때문

동사의 2022년 연간 실적은 매출액 4,924억원(+12.7%YoY), 영업이익 409억원(-9.8%YoY, OPM 8.3%)를 시현하며 2021년에 이어서 2022년에도 영업이익이 감소하였다. 동사의 외형성장의 주된 원인으로는 1) 공격적인 판관비 집행에 따른 건강식품 사업부에서의 고성장세(+30.2%YoY), 2) 2022년 하반기부터 미국 유통사로 초도물량 납품이 시작된 주사제의 +40.1%YoY 고성장세 시현, 3) CMO 부문에서의 +12.9%YoY의 안정적인 성장세 시현 때문이다.

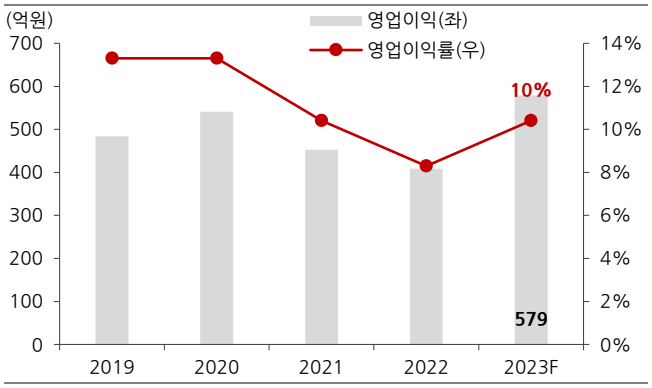
다만, 영업이익 감소의 원인은 1) 건기식 메노락토의 홈쇼핑 지급수수료 및 광고선전비 증가, 2) 아직 매출이 발생되지 않은 상태에서 2공장 관련 인건비 및 제조원가 투입비용 때문이다. 2023년부터 건기식은 채널 다각화를 통한 매출 증가세 가능, 2공장은 하반기부터 가동되면서 원가율 하락이 해소될 것으로 예상된다.

동사의 연도별 매출액 및 매출액 성장률 추이



자료: 휴온스, 한국IR협의회 기업리서치센터

동사의 연도별 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: 휴온스, 한국IR협의회 기업리서치센터

2 2023년 영업이익 턴어라운드 전망

2023년에는 영업이익 턴어라운드 가능할 전망, 이에 주목해야 한다는 판단

동사의 2023년 연결기준 연간 실적은 매출액 5,574억원(+13.2%YoY), 영업이익 579억원(+41.7%YoY, OPM 10.4%) 시현이 전망, 영업이익 개선세가 기대된다. 우선 매출액은 1) 리도카인 주사제의 미국수출 본격화, 2) 채널 다각화 및 김치 원료를 활용한 유산균 신제품(개별인정형 제품) 출시에 따른 건기식 매출 증가, 3) 전문의약품 부문에서의 안정적인 성장세가 전체 성장세를 견인할 전망이다.

2023년 주목해야 할 부분은 영업이익 개선세이다. 2022년까지 건기식 홈쇼핑 관련 지급수수료 및 2공장 가동 준비에 따른 원가율 상승으로 영업이익이 감소하였으나 2023년부터는 턴어라운드가 예상된다. 우선 1) 2공장은 2023년 하반기부터 가동이 시작되면서 매출발생이 예상되고 2) 건기식은 채널 다변화를 통한 매출증가로 인해 이익개선이 이루어질 전망이다. 이에 따라 2022년 8.3%에 그쳤던 영업이익률이 2023년에는 2.1p% 개선된 10.4% 시현이 예상, 2023년에는 영업이익 턴어라운드에 주목해야 한다는 판단이다.

동사의 연도별 실적전망 Table

	2019	2020	2021	2022	2023F
매출액(억원)	3650.2	4066.8	4369.1	4923.9	**5573.8**
전문의약품	2007.7	1831.8	1959.2	2137.5	**2419.7**
뷰티/웰빙	852.6	1290.1	1495.0	1756.0	**2022.9**
수탁(CMO)	470.9	540.6	581.8	657.1	**743.9**
종속회사(휴온스푸디언스)	319.0	461.9	404.3	440.7	**463.6**
연결조정	-0.1	-57.6	-71.2	-67.4	**-76.2**
영업이익	484.0	541.3	452.8	408.7	**579.1**
법인세차감전순이익	478.3	715.4	408.6	402.6	**576.4**
당기순이익	374.1	565.9	305.8	226.1	**446.8**
성장률(YoY%)					
매출액	11.1	11.4	7.4	12.7	**13.2**
영업이익	7.0	11.8	-16.3	-9.7	**41.7**
법인세차감전순이익	-14.5	49.6	-42.9	-1.5	**43.2**
당기순이익	-16.1	51.2	-46.0	-26.1	**97.6**
수익성(%)					
영업이익	13.3	13.3	10.4	8.3	**10.4**
법인세차감전순이익	13.1	17.6	9.4	8.2	**10.3**
당기순이익	10.2	13.9	7.0	4.6	**8.0**

자료: 휴온스, 한국IR협의회 기업리서치센터

Valuation

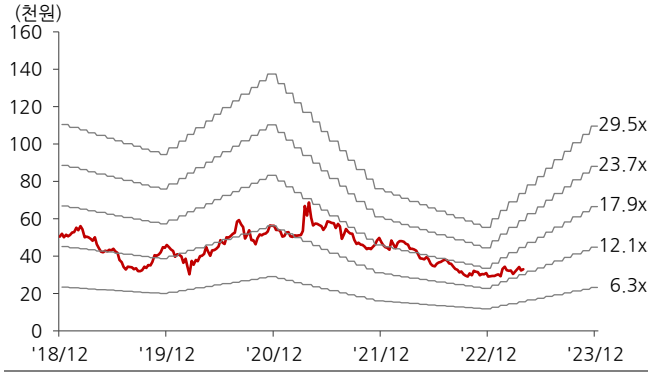
1 동종업계 평균보다 낮은 밸류에이션

자체개발 신약 부재로 업계 평균보다 할인 거래 중, 2023년 이익턴어라운드 시현이 가시화 된다면 주가 상승 모멘텀으로 이어질 전망

동사의 2023년, 2024년 PER은 각각 8.8배, 7.5배 수준으로 시가총액이 비슷한 중소형제약사의 평균 multiple인 14.3배, 11.6배 대비해서 낮은 수준에 있다. 동사를 제외한 다른 경쟁사들의 경우 대부분 고혈압 치료제, 고지혈증 치료제, 감기약 등에서 블록버스터급 자체개발 신약을 보유하고 있다. 반면, 동사는 R&D부분이 상대적으로 약해 주사제인 리도카인을 제외하고는 자체개발 신약이 부재, 이에 따라 경쟁업체 대비 할인 거래되고 있다는 판단이다.

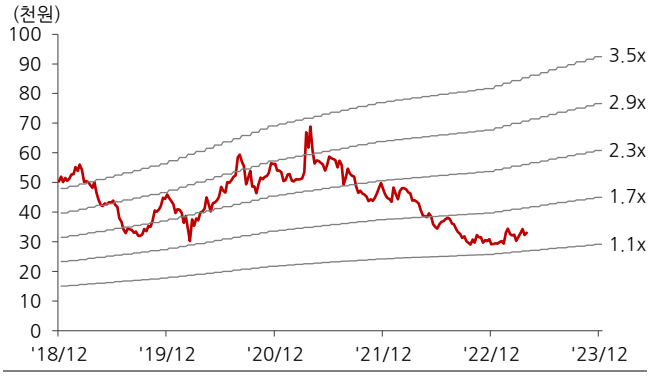
따라서 단기적으로는 실적 모멘텀, 중장기로는 오픈 이노베이션을 통한 R&D 모멘텀이 있어야 주가 상승이 가능하다는 판단이다. 2022년까지 부진했던 영업이익이 2023년부터 턴어라운드 시현이 가시화된다면 2023년 하반기 주가 상승 모멘텀으로 이어질 것으로 전망된다.

휴온스의 PER 밴드차트



자료: 휴온스, 한국IR협의회 기업리서치센터

휴온스의 PBR 밴드차트



자료: 휴온스, 한국IR협의회 기업리서치센터

국내 중소형 제약사 Valuation Table

(단위: 원, 억원, %)

		휴온스	보령	JW중외제약	동아에스티	대원제약	평균
코드		A243070	A003850	A001060	A170900	A003220	
현재 주가 (4/25)		33,100	8,870	20,750	54,500	14,340	
시가총액		3,951	6,093	4,738	4,695	3,150	
매출액	2021	4,369	6,273	6,066	5,932	3,542	
	2022	4,924	7,605	6,844	6,354	4,789	
	2023F	5,574	8,109	7,943	6,609	5,104	
	2024F	6,232	8,538	9,103	7,123	5,534	
영업이익	2021	453	414	312	156	194	
	2022	409	566	630	167	430	
	2023F	579	596	902	357	545	
	2024F	691	646	1,269	470	597	
영업이익률	2021	10.4	6.6	5.1	2.6	5.5	
	2022	8.3	7.4	9.2	2.6	9.0	
	2023F	10.4	7.4	11.4	5.4	10.7	
	2024F	11.1	7.6	13.9	6.6	10.8	
순이익	2021	308	430	(10)	128	70	
	2022	224	419	319	136	319	
	2023F	444	395	308	279	439	
	2024F	519	422	372	384	495	
EPS 성장률	2021	(44.7)	50.3	93.7	(52.7)	(60.4)	(4.4)
	2022	(27.0)	(6.7)	3,388.3	5.7	356.9	750.0
	2023F	97.7	(5.7)	(4.4)	105.7	36.8	47.6
	2024F	17.0	6.8	21.3	37.8	12.7	23.3
PER	2021	16.8	22.3	N/A	47.2	50.6	41.8
	2022	15.5	14.9	14.0	37.9	12.8	23.5
	2023F	8.8	15.4	15.4	16.8	7.2	14.3
	2024F	7.5	14.5	12.7	12.2	6.4	11.6
PBR	2021	1.9	2.0	2.6	0.9	1.6	1.6
	2022	1.2	1.2	1.9	0.8	1.6	1.2
	2023F	1.2	1.1	1.9	0.7	1.1	1.1
	2024F	1.1	1.0	1.7	0.7	1.0	1.0
ROE	2021	12.2	10.6	(0.5)	2.0	3.2	3.5
	2022	8.2	8.5	14.5	2.0	13.6	8.1
	2023F	14.7	7.6	12.3	4.2	16.3	8.9
	2024F	15.2	7.8	20.7	5.6	16.0	11.1
PSR	2021	1.2	1.5	0.9	1.0	1.0	1.1
	2022	0.7	0.8	0.7	0.8	0.9	0.8
	2023F	0.7	0.8	0.6	0.7	0.6	0.7
	2024F	0.6	0.7	0.5	0.7	0.6	0.6

주:1) 휴온스, JW중외제약, 대원제약의 미래전망치는 당사 전망치, 경쟁사의 미래전망치는 컨센서스 기준, 2) 시가총액과 주가는 4월 25일 종가 기준

자료: Fnguide, 한국IR협의회 기업리서치센터

리스크 요인

1 경쟁사 대비 약한 R&D 모멘텀

자체개발 신약 부재로 향후 업계 내에서의 경쟁력 약화로 이어질 수 있을 것

국내 제약업체들의 매출구조를 살펴보면 ETC 중에서도 자체개발 신약보다는 제네릭의 비중이 높다. 그러나 제네릭 의약품의 경우 정부의 규제를 받아 약가인하에 대한 압박이 심하다. 따라서 최근 10년 동안 국내 제약업체들은 글로벌 스탠다드에 맞추기 위해 R&D 비용을 투자하며 자체 개발 신약에 집중하고 있다. 이는 주가 상승으로 이어지는 모멘텀 역할을 하기도 한다. 그러나 동사는 자체개발 신약이 여타 경쟁사 대비 상대적으로 약하다. 현재 연구중인 R&D 파이프라인도 대부분은 개량신약, 건기식 위주로 블록버스터급 의약품으로 커질 수 있는 신약이 부재하다는 판단이다. 이는 향후 업계내에서의 경쟁력 약화로 이어질 수 있는 부분이다.

오픈 이노베이션 성공한다면 경쟁력으로 작용할 전망

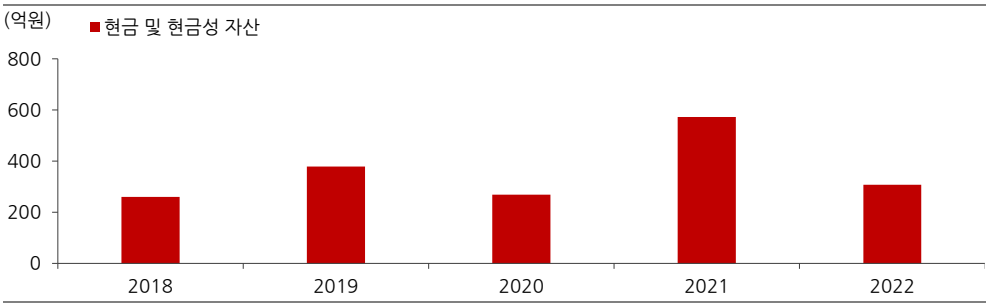
그렇기 때문에 동사는 오픈 이노베이션을 추진 중에 있다. 오픈 이노베이션을 통해 경쟁력 있는 후보물질을 보유해 신약개발에 성공한다면 이는 동사의 강력한 경쟁력으로 작용할 것이라는 판단이다.

부족한 R&D 모멘텀

구분		과제코드	적응증	개발단계
				Discovery / Preclinical / Phase I / Phase II / Phase III / Registration
NCE	합성신약	HUC1-394	안구건조증	
		HUC1-288	심부전	
		HUC1-505	비알콜성 지방간염	
		HUC1-454	전립선암	
IMD	개량신약	HUC2-007	안구건조증	
		HUC2-344	항당뇨제	
		HUC2-364	위식도역류질환	
		HUC2-362	말초순환장애	
		HUC2-511	안구건조증	
		HUC2-517	안구건조증	
		HUC2-518	간질성방광염	
		HUC3-487	녹내장 치료	
HFF	건강기능식품	HUN2-411	항스트레스	
		HUN2-434	근력개선	
		HUN2-435	근력개선	
		HUN2-465	체지방 감소	
		HUN2-483	인지능개선	
		HUN2-521	질건강 개선	
		HUN2-506	체지방 감소	
		HUN2-497	스트레스 예방	
		HUN2-520	잇몸 건강	

자료: 휴온스, 한국IR협의회 기업리서치센터

풍부한 현금을 보유 중



자료: 휴온스, 한국IR협의회 기업리서치센터

포괄손익계산서

(억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	**4,067**	**4,369**	**4,924**	**5,574**	**6,232**
증가율(%)	11.4	7.4	12.7	13.2	11.8
매출원가	**1,868**	**1,880**	**2,244**	**2,531**	**2,830**
매출원가율(%)	45.9	43.0	45.6	45.4	45.4
매출총이익	**2,199**	**2,489**	**2,680**	**3,043**	**3,402**
매출이익률(%)	54.1	57.0	54.4	54.6	54.6
판매관리비	**1,657**	**2,036**	**2,271**	**2,464**	**2,711**
판관비율(%)	40.7	46.6	46.1	44.2	43.5
EBITDA	**660**	**581**	**576**	**845**	**886**
EBITDA 이익률(%)	16.2	13.3	11.7	15.2	14.2
증가율(%)	13.3	-11.9	-0.9	46.7	4.8
영업이익	**541**	**453**	**409**	**579**	**691**
영업이익률(%)	13.3	10.4	8.3	10.4	11.1
증가율(%)	11.8	-16.3	-9.8	41.7	19.3
영업외손익	**166**	**-16**	**-7**	**-3**	**8**
금융수익	182	62	131	138	152
금융비용	31	118	118	122	124
기타영업외손익	14	40	-20	-20	-20
종속/관계기업관련손익	8	-28	1	1	1
세전계속사업이익	**715**	**409**	**403**	**576**	**700**
증가율(%)	49.6	-42.9	-1.5	43.2	21.4
법인세비용	150	103	176	130	177
계속사업이익	566	306	226	447	523
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**566**	**306**	**226**	**447**	**523**
당기순이익률(%)	13.9	7.0	4.6	8.0	8.4
증가율(%)	51.2	-46.0	-26.1	97.6	17.0
지배주주지분 순이익	556	308	224	444	519

재무상태표

(억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
유동자산	**2,677**	**2,345**	**2,470**	**3,270**	**4,032**
현금성자산	269	573	307	821	1,295
단기투자자산	936	237	553	626	700
매출채권	762	780	752	851	952
재고자산	622	656	745	843	943
기타유동자산	87	99	113	128	143
비유동자산	**1,488**	**2,024**	**2,256**	**2,015**	**1,845**
유형자산	987	1,297	1,525	1,270	1,083
무형자산	54	57	46	36	28
투자자산	354	465	472	496	521
기타비유동자산	93	205	213	213	213
자산총계	**4,165**	**4,369**	**4,726**	**5,284**	**5,877**
유동부채	**1,250**	**1,475**	**1,035**	**1,192**	**1,309**
단기차입금	610	290	0	53	66
매입채무	97	143	166	188	210
기타유동부채	543	1,042	869	951	1,033
비유동부채	**480**	**187**	**817**	**841**	**865**
사채	330	0	0	0	0
장기차입금	0	5	658	670	681
기타비유동부채	150	182	159	171	184
부채총계	**1,730**	**1,663**	**1,851**	**2,033**	**2,174**
지배주주지분	2,388	2,661	2,825	3,197	3,645
자본금	49	54	60	60	60
자본잉여금	737	737	698	698	698
자본조정 등	-83	-65	-21	-21	-21
기타포괄이익누계액	10	13	11	11	11
이익잉여금	1,676	1,922	2,077	2,449	2,897
자본총계	**2,435**	**2,706**	**2,875**	**3,251**	**3,703**

현금흐름표

(억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	**465**	**556**	**320**	**595**	**599**
당기순이익	566	306	226	447	523
유형자산 상각비	110	117	154	255	187
무형자산 상각비	8	11	13	10	8
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의감소(증가)	-112	-17	-147	-124	-126
기타	-107	139	74	7	7
투자활동으로인한현금흐름	**-1,245**	**140**	**-667**	**-101**	**-103**
투자자산의 감소(증가)	14	-36	1	-24	-25
유형자산의 감소	0	21	74	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-377	-407	-413	0	0
기타	-882	562	-329	-77	-78
재무활동으로인한현금흐름	**676**	**-399**	**78**	**23**	**-19**
차입금의 증가(감소)	307	-315	365	82	42
사채의증가(감소)	498	0	-114	12	10
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-63	-59	-65	-71	-71
기타	-66	-25	-108	0	0
기타현금흐름	**-4**	**6**	**4**	**-3**	**-3**
현금의증가(감소)	**-109**	**303**	**-266**	**514**	**474**
기초현금	378	269	573	307	821
기말현금	269	573	307	821	1,295

주요투자지표

	2020	2021	2022	2023F	2024F
P/E(배)	12.1	18.5	15.5	8.8	7.5
P/B(배)	2.8	2.1	1.2	1.2	1.1
P/S(배)	1.7	1.3	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	9.3	9.3	6.7	4.5	3.7
배당수익률(%)	1.0	1.2	2.1	1.8	1.8
EPS(원)	4,657	2,577	1,880	3,716	4,348
BPS(원)	20,007	22,294	23,665	26,787	30,540
SPS(원)	34,073	36,606	41,254	46,699	52,210
DPS(원)	497	546	600	600	600
수익성(%)					
ROE	25.7	12.2	8.2	14.7	15.2
ROA	15.8	7.2	5.0	8.9	9.4
ROIC	25.0	14.2	8.3	17.6	21.0
안정성(%)					
유동비율	214.1	159.0	238.8	274.3	308.0
부채비율	71.0	61.4	64.4	62.5	58.7
순차입금비율	-0.8	6.6	11.3	-5.2	-18.0
이자보상배율	30.0	16.9	12.9	16.2	18.2
활동성(%)					
총자산회전율	1.1	1.0	1.1	1.1	1.1
매출채권회전율	5.1	5.7	6.4	7.0	6.9
재고자산회전율	7.0	6.8	7.0	7.0	7.0

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소형 기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소형 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 투자정보 등 대외제공에 관한 한국IR협의회 기업리서치센터의 내부통제 기준을 준수하고 있습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '小中한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설 방송인 '小中한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.