

휴온스
(243070.KQ)

Senior Analyst
하태기

투자의견: BUY (유지)

목표주가: 110,000원 (하향) / 현재주가: 70,300원 (상승여력: 56.5%)

PM Grade :

Increase

Trading Up

Short-term Reduce

영업실적 신고치 갱신 지속, 투자매력 있다

3분기 연결 매출액 15.8% 증가한 863억원, 영업이익 17.2% 증가한 134억원

휴온스는 사업구조가 전문의약품(매출비중 52%), 뷰티/헬스케어(매출비중 35%), 수탁(매출비중 13%)으로 되어 있는데 각 사업부가 연간 10% 중반의 고른 성장을 유지하고 있다. 제약사 평균보다 훨씬 높은 성장을 지속하는 모습이다. 2018년 3분기에도 신제품 출시와 강한 마케팅력으로 **전문의약품 매출이 고성장, 의약품부문 매출이 12.2% 성장했다**. 수탁부문에서는 **산텐항 점안제 수탁매출(+53.1%)이 큰 폭 증가하고, 의약품수탁 매출(+46.4%)이 고성장했다**. 필러와 필러관련 기기의 대중국 수출이 증가하는 부분도 주목된다. 다만 **휴톡스 수출성장이 경쟁 심화로 둔화된 점**은 아쉽다. 웰빙부문도 성장이 정체되는 모습이다. 따라서 3분기 전사 연결 매출액이 15.8% 증가한 863억원을 기록했다. 영업이익은 매출증가에 따라 17.2% 증가한 134억원을 기록, 신고치 갱신이 지속되고 있다. **예상보다 좀더 좋은 실적이 발표되었다**.

매출성장 효과로 영업이익 증가, M&A효과 연결실적에 소폭 인식

매출이 고성장하고 병행해서 수익성도 좋다. **매출 고성장은 전문의약품(대부분 제네릭의약품)과 마취제가 고성장하고 수탁매출도 증가한 결과**이다. 일반적으로 주사제 마진이 좋은 상태에서 매출이 고성장하면서 규모의 경제효과가 작용, 매출원가율이 하락하고 있다. 매출원가율이 2016년 47.2%, 2017년 45.8%이며, 2018년 상반기 43.1%이며, 금년 3분기에는 44.9%로 소폭 상승했다. 다만 R&D비용이 억제되며 판관비율이 소폭 낮아졌다. 판관비율은 2016년 40.1%, 2017년 41.8%, 금년 상반기 41.4%이며, 3분기에는 39.5%으로 소폭 하락한 것이다. 결과적으로 3분기 영업이익은 매출증가효과를 반영, 전년동기대비 17.2% 증가한 134억원을 기록했다. 영업이익률은 15.6%로 제약업계에 비해서 상당히 높은 수준을 나타내고 있다. 3분기에 자회사인 건식(허니부쉬)업체 휴온스내출혈(보유지분 58%, 매출액 19억원, 영업이익 -3억원)과 홍삼식품 전문기업 성신비에스티(보유지분 79%, 매출액 35억원, 영업이익 3억원)가 연결실적에 플러스로 인식되었다.

4분기에도 상반기와 유사한 실적호조가 지속되며, 매출액은 전년동기대비 16.7% 증가한 853억원, 영업이익은 59.9% 증가한 128억원으로 추정된다. 2018년 연간 매출액은 14.4% 성장한 3,257억원으로 전망되고, 영업이익은 R&D비용이 변수가 될 수 있지만 **전년대비 41.6% 증가한 501억원으로 전망된다**. 참고로 2019년에도 기존 개별실적 성장과 함께 자회사 실적 개선이 지속되고, 미국 FDA에서 품목허가 받은 생리식염수와 국부마취제 수출도 월 10억원내외 가세할 전망이다.

영업실적 고성장, 배당증가 가능성 등으로 장기적 투자매력 높다

영업실적이 고성장하는 가운데 M&A를 통한 성장과 휴톡스의 해외 판권계약 증가로 미래성장 잠재력이 유효하다. 휴온스의 목표주가를 기존의 120,000원에서 제약주 밸류에이션 Multiple 하향 조정을 반영, 110,000원으로 변경한다. 2018년 이익이 크게 증가한 만큼 연말 현금배당증가 가능성이 있고, 실적고성장 측면에서 투자매력이 여전한 것으로 평가된다.

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	169.0	21.5	19.9	14.8	1,880	n/a	25.7	25.7	15.9	4.2	n/a
2017	284.8	35.3	43.9	34.1	4,224	124.7	42.7	17.7	14.1	4.8	31.4
2018E	325.7	50.1	54.1	42.2	5,266	24.7	57.7	12.8	9.1	3.3	29.6
2019E	367.3	55.1	55.6	43.3	5,385	2.3	63.7	12.6	7.7	2.9	23.9
2020E	409.9	60.9	61.3	47.8	5,527	2.6	69.9	12.2	6.5	2.4	21.5

자료 : 휴온스, 골드브릿지투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결 기준

휴톡스 단기 매출성장 주춤하나 장기 성장전망은 유효

보툴리눔 독신 휴톡스는 최근 수출이 증가하며 높은 성장세를 보여 왔다. 그러나 2018년 2분기부터 예상과는 달리 성장이 둔화되고 있다. 이머징 시장에 참여자가 증가하면서 경쟁이 심화, 수출물량은 증가하지만 단가가 하락한 것으로 추정된다. 그러나 휴톡스의 장기적 성장 비전은 여전히 유효해 보인다. 2017년 8월말에 유럽 6개국(스페인/프랑스/이탈리아/폴란드/독일/영국)과 MOU가 체결되었고, 그 이후 공장 실사를 거친 후 2018년 4월에 수출 본계약(7년간 567억원, 최소 의무구매 80%)이 체결되었다. 최근 중국시장 진출을 위한 계약도 진행했다. **중국 IMIK Technology Development사(임상 및 허가승인 비용부담)와 휴톡스 독점계약을 맺었다.** 중국에서 허가일로부터 10년 동안이며 계약금은 11억원, 단계별 마일스톤이 45억원이다. 휴톡스는 현재 동남아, 중동, 남미 일부에 수출되고 있다. 단기적으로 보면 정체수준이 예상되지만 장기적으로는 수출시장확대로 매출이 증가될 것이다. 미국 진출은 현지 파트너사를 선정하고 MOU 계약을 체결한 다음, 2019년 상반기까지 본계약을 체결한다는 목표이다. **휴톡스의 국내 임상 3상이 완료되었다. 11월 중 품목허가신청을 거쳐, 2019년 상반기에 품목 승인을 받아, 하반기에 출시될 전망이다.** 휴톡스 국내 판매가 성사되면 필러 엘라비와 함께 영업시너지를 기대할 수 있다. 휴톡스 생산 CAPA는 현재 연간 100만 바이알이다. 500만 바이알 규모의 신공장을 2018년 상반기 준공하고, 하반기에 밸리데이션과 허가과정을 거친 후 2019년 상반기부터 본격 가동될 것으로 추정된다.

리도카인, 생리식염수 수출 증가 전망, 성심비에스티 등 자회사 연결실적 증가 전망

동사가 2018년 4월에 미국 FDA로부터 제네릭 품목허가를 받았고, 미국 스펙트라메디컬사와 공급계약을 맺은 국부마취제 리도카인 제네릭은 금년 4분기부터 본격 미국향 수출로 인식(연간 평균 40억원~50억원규모)되고, 2019년에는 연간 100억원 규모 수출로 인식될 전망이다. FDA로부터 2017년 7월에 품목허가를 받은 생리식염수(의약품수준)도 스펙트라메디컬사를 통해서 연간 20억원 내외 미국 수출이 이루어질 전망이다. 따라서 2019년에 월평균 10억원 규모의 의약품 미국수출이 가세할 것이다.

또한 홍삼식품 전문기업 성심비에스티(지분 79%, 2017년 매출액 124억원)를 인수하여 금년 3분기부터 연결실적에 반영되었다. 매출액이 35억원, 영업이익이 3억원 정도 반영되었다. 향후 홍삼 매출실적 증가와 함께 연결 매출 증가가 가능할 전망이다. 또한 건식(허니부쉬)업체 휴온스내츨렐(보유지분 58%, 3분기 매출액 19억원, 영업이익 -3억원) 실적도 연결로 인식되고 있다.

[표 1] 휴온스 사업부별 매출추이(연결 기준)

사업부문	매출유형	2015	2016	1Q	2Q	3Q	4Q	2017	1QE	2QE	3QE	4QE	2018E
의약품	전문의약품	881	1,044	281	293	312	333	1,219	336	354	380	376	1,446
	(증감률)	0.0%	18.5%	9.8%	14.0%	26.5%	20.2%	16.8%	19.6%	20.8%	21.8%	13.0%	18.6%
	점안제(알콘제품)	74	72	15	16	27	11	69	5	12	11	11	39
	(증감률)	0.0%	-2.7%	-25.0%	6.7%	39.4%	-38.9%	-4.2%	-66.7%	-25.0%	-59.3%	2.0%	-43.2%
	국소마취제	125	143	45	37	49	41	172	50	51	45	47	193
	(증감률)	0.0%	14.4%	36.4%	0.0%	28.8%	26.0%	20.3%	11.1%	37.8%	-8.2%	15.0%	12.3%
	소계	1,080	1,346	341	346	388	385	1,460	391	417	436	435	1,679
	(증감률)	0.0%	24.7%	11.5%	11.6%	27.6%	7.6%	8.4%	14.7%	20.5%	12.4%	12.9%	15.0%
	뷰티/헬스케어	577	619	161	166	175	152	654	171	169	164	166	670
	(증감률)	0.0%	7.3%	15.0%	-1.2%	7.3%	14.0%	5.7%	7.0%	9.0%	9.0%	9.0%	2.4%
뷰티/헬스케어	에스테틱	23	28	44	40	37	149	28	39	31	31	129	28
	(증감률)	0.0%	21.7%	81.8%	-9.1%	-7.7%	547.8%	0.0%	27.3%	-22.5%	-16.2%	129.0%	0.0%
	필러	105	113	20	32	28	32	112	21	24	36	35	116
	(증감률)	0.0%	7.6%	-20.0%	45.5%	-22.2%	1.0%	-0.9%	5.0%	-25.0%	28.6%	10.0%	3.8%
	더마사인	142	125	29	19	16	19	83	20	20	17	20	77
	(증감률)	0.0%	-12.0%	-9.4%	-38.7%	-38.0%	-30.0%	-33.7%	-30.0%	6.0%	6.0%	6.0%	-6.6%
	기타	13	9	2	1	1	-	-	4	3	7	5	19
	(증감률)	0.0%	-30.8%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	-100.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	0.0%
	소계	259	270	79	94	83	88	344	73	86	91	91	341
	(증감률)	0.0%	4.2%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	27.4%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	-0.8%
수탁(CMO)	소계	577	889	218	260	258	240	976	244	255	255	257	1,011
	(증감률)	0.0%	54.1%	9.5%	16.6%	8.9%	3.0%	9.8%	11.9%	-1.9%	-1.2%	7.1%	3.6%
	기타 점안제수탁	47	76	41	46	26	19	132	39	42	41	30	152
	(증감률)	0.0%	61.7%	115.8%	155.6%	52.9%	30.0%	73.7%	-4.9%	-8.7%	57.7%	60.0%	15.5%
	수탁	188	225	42	56	51	65	214	51	69	75	74	269
	(증감률)	0.0%	19.7%	-14.3%	-5.1%	-16.4%	-5.0%	-4.9%	21.4%	23.2%	47.1%	14.0%	25.7%
	소계	235	314	83	102	77	84	346	90	111	116	105	422
	(증감률)	0.0%	33.6%	19.9%	29.0%	-1.2%	-4.2%	10.2%	8.4%	8.8%	50.6%	24.4%	21.8%
	자회사 등 매출차이	-	111	10	13	22	22	66	15	18	56	57	146
	(증감률)	0.0%	111.0%	10.0%	13.0%	22.0%	22.0%	66.0%	15.0%	18.0%	56.0%	57.0%	146.0%
매출합계		1,892	2,660	652	721	745	731	2,848	740	801	863	853	3,257
매출액증감률		0.0%	40.6%	13.0%	18.6%	0.0%	0.0%	7.1%	13.6%	11.1%	15.9%	16.7%	14.4%

자료: 휴온스, 2015년과 2016년은 분할 전 기준, 2016년 5월 1일 분할

[표 2] 휴온스 주가 밸류에이션

(단위: 억원)

Forward 순이익 추정치	420	*일회성 이익 차감후
적정 PER(배)	18.0	자회사+자체 사업 고성장 반영
사업가치	7,558	(의약품+뷰티/헬스케어)
휴온스, R&D투자 프리미엄	15%	휴온스, 안구건조증치료제
중간합계	8,692	
순현금+자회사 장부가치	281	
기업가치 합계	8,973	
발행주식수 (억)	8,168,085	*무상증자 20%로 발행주식수 증가
자기주식 (억)	11,362	
유통주식 (억)	8,156,723	
적정주가(원)	110,007	
2018년 배당주식 반영		

자료 : 골든브릿지증권

[표 3] R&D 비용 추이

(단위: 억원)

	2015	비율	2016	비율	2017E	2018E
휴온스	134	6.2%	197	8.0%	195	230
휴메딕스	33	7.8%	47	10.4%	52	55

자료 : 골든브릿지증권, 2015~2016년 수치는 분할 전 기준

[표 4] 휴온스 분기별 요약 영업실적(연결기준)

12월결산	2017				2018E			
(억원)	1Q	2Q	3Q	4QP	1Q	2Q	3QE	4QE
매출액	652	721	745	731	740	801	863	853
영업이익	71	87	115	80	114	125	134	128
세전이익	128	86	125	100	114	136	163	128
순이익	96	67	94	85	85	105	132	100
YoY(%)								
매출액		74.7	20.1	11.3	13.6	11.1	15.8	16.7
영업이익		99.5	11.4	16.7	59.5	42.7	17.2	59.9
세전이익		101.5	14.3	115.8	-10.9	59.0	30.3	27.2
순이익		98.6	10.6	183.8	-11.1	57.4	41.3	17.2

자료: 휴온스, 골든브릿지증권

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	120.7	152.2	176.6	216.5	260.5
현금 및 현금성자산	16.0	39.4	48.6	84.9	121.8
매출채권 및 기타채권	66.1	68.8	79.0	78.0	81.1
재고자산	30.2	35.2	38.5	42.9	46.3
기타유동자산	8.5	8.9	10.4	10.8	11.2
비유동자산	58.6	59.0	63.6	66.7	70.3
관계기업투자등	5.9	4.9	4.8	4.9	5.1
유형자산	45.1	47.6	50.3	52.8	55.9
무형자산	3.1	2.1	1.7	1.7	1.7
자산총계	179.3	211.3	240.2	283.2	330.8
유동부채	82.2	70.9	60.7	64.5	68.8
매입채무 및 기타채무	33.1	27.5	28.4	31.5	35.2
단기금융부채	35.3	26.4	16.4	16.4	16.4
기타유동부채	13.9	17.1	15.9	16.6	17.2
비유동부채	1.4	13.1	13.1	13.1	13.1
장기금융부채	0.4	12.3	12.4	12.4	12.4
기타비유동부채	1.0	0.8	0.6	0.6	0.7
부채총계	83.6	84.0	73.8	77.6	81.9
지배주주지분	93.9	125.8	164.8	203.9	247.2
자본금	2.9	3.1	4.1	4.4	4.4
자본잉여금	74.6	74.9	74.3	74.3	74.3
이익잉여금	15.6	49.7	88.6	127.4	170.7
비지배주주지분(연결)	1.9	1.4	1.7	1.7	1.7
자본총계	95.7	127.2	166.5	205.6	248.9

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	28.9	30.2	33.1	53.0	55.4
당기순이익(손실)	14.8	34.1	42.2	43.3	47.8
비현금수익비용가감	11.6	17.0	14.5	9.2	10.1
유형자산감가상각비	4.1	7.3	7.6	8.5	9.0
무형자산상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
기타현금수익비용	-0.2	1.4	6.8	0.7	1.1
영업활동 자산부채변동	3.1	-12.2	-16.1	0.4	-2.5
매출채권 감소(증가)	-4.2	-2.8	-10.3	1.1	-3.1
재고자산 감소(증가)	-6.4	-5.0	-3.4	-4.3	-3.5
매입채무 증가(감소)	8.4	-6.5	0.9	3.2	3.6
기타자산, 부채변동	5.2	2.1	-3.3	0.5	0.5
투자활동 현금	-17.2	-11.7	-10.8	-12.2	-13.2
유형자산처분(취득)	-5.0	-8.5	-10.3	-11.0	-12.1
무형자산 감소(증가)	-0.2	0.2	0.4	-0.1	-0.1
투자자산 감소(증가)	-6.4	-1.6	2.4	-0.7	-0.8
기타투자활동	-5.6	-1.8	-3.2	-0.3	-0.3
재무활동 현금	2.2	5.1	-13.4	-4.6	-5.3
차입금의 증가(감소)	-2.2	5.3	-9.9	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	5.0	0.0	-3.2	-4.6	-5.3
배당금의 지급	0.0	0.0	4.0	4.9	5.3
기타재무활동	-0.5	-0.1	-0.2	0.0	0.0
현금의 증가	14.0	23.5	9.2	36.2	36.9
기초현금	2.0	16.0	39.4	48.6	84.9
기말현금	16.0	39.4	48.6	84.9	121.8

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

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	169.0	284.8	325.7	367.3	409.9
매출원가	79.7	130.4	143.7	165.3	185.1
매출총이익	89.3	154.5	182.1	202.0	224.8
판매비와 관리비	67.8	119.1	132.0	146.9	163.9
영업이익	21.5	35.3	50.1	55.1	60.9
(EBITDA)	25.7	42.7	57.7	63.7	69.9
금융손익	-0.6	-0.7	-0.3	-0.6	-0.5
이자비용	0.6	1.1	1.0	1.0	1.0
관계기업등 투자손익	-0.5	-1.3	-0.5	-0.3	-0.3
기타영업외손익	-0.6	10.6	4.9	1.3	1.3
세전계속사업이익	19.9	43.9	54.1	55.6	61.3
계속사업법인세비용	5.0	9.8	11.9	12.2	13.5
계속사업이익	14.8	34.1	42.2	43.3	47.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	14.8	34.1	42.2	43.3	47.8
지배주주	15.3	34.5	43.0	44.0	48.6
총포괄이익	16.0	33.9	42.2	43.3	47.8
매출총이익률 (%)	52.8	54.2	55.9	55.0	54.8
영업이익률 (%)	12.7	12.4	15.4	15.0	14.8
EBITDA마진률 (%)	15.2	15.0	17.7	17.3	17.1
당기순이익률 (%)	8.8	12.0	12.9	11.8	11.7
ROA (%)	n/a	17.7	19.0	16.8	15.8
ROE (%)	n/a	31.4	29.6	23.9	21.5
ROIC (%)	n/a	25.3	31.3	31.3	33.6

주요 투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
투자지표 (x)					
P/E	25.7	17.7	12.8	12.6	12.2
P/B	4.2	4.8	3.3	2.9	2.4
EV/EBITDA	15.9	14.1	9.1	7.7	6.5
P/CF	20.9	10.8	9.7	10.5	10.2
배당수익률 (%)	!	0.8	0.9	0.9	1.0
성장성 (%)					
매출액		68.6	14.4	12.8	11.6
영업이익		64.2	41.6	10.1	10.4
세전이익		121.2	23.2	2.7	10.4
당기순이익		130.1	23.7	2.8	10.4
EPS		124.7	24.7	2.3	2.6
안정성(%)					
부채비율	87.3	66.0	44.3	37.8	32.9
유동비율	146.9	214.6	291.0	335.5	378.5
순차입금/자기자본	13.5	-6.9	-15.4	-30.2	-39.9
영업이익/금융비용	36.5	32.6	48.9	55.4	61.2
총차입금 (십억원)	35.7	38.7	28.9	28.9	28.9
순차입금 (십억원)	12.9	-8.8	-25.7	-62.1	-99.3
주당지표(원)					
EPS	1,880	4,224	5,266	5,385	5,527
BPS	11,503	15,418	20,180	23,208	28,135
CFPS	3,240	6,261	6,935	6,437	6,596
DPS		600	600	600	700

Stock Data

KOSDAQ(11/12)	670.8pt
시가총액	5,742억원
발행주식수	8,168천주
액면가	500원
52주 최고가 / 최저가	107,000/65,300원
90일 일평균거래대금	35억원
외국인 지분율	16.6%
배당수익률(18.12E)	0.9%
BPS(18.12E)	20,180원

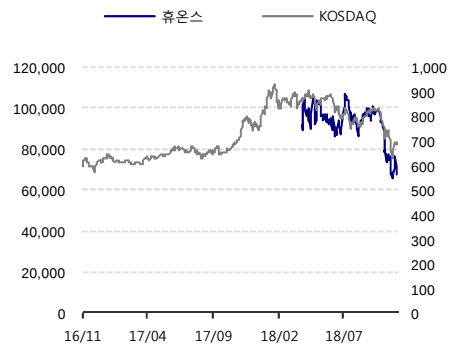
주가수익률

(%)	1W	3M	6M	1Y
절대수익률	-3.9	-28.7	-34.7	0
상대수익률	-3.9	-15.1	-15.5	0

주주구성

휴온스글로벌 (외 6인)	45.0%
---------------	-------

Stock Price





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: tg8872@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 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 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)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비	Overweight(비중확대)			
	업종 비중 기준	Neutral (중립)			
	투자등급 3 단계	Underweight (비중축소)			
Company (기업)	투자등급 3 단계	Buy (매수)	+15% 이상	49.5%	투자 의견 비율은 의견 공표 종목들의 맨 마지막 공표 의견을 기준으로 한 투자등급별 비중(최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)
		Hold (보유)	-15% ~ +15%	1.6%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대	0.0%	
		Not Rated(투자 의견 없음)		48.9%	
		합계		100.0%	