

휴온스(243070)

수익성에 집중할 때

건강기능식품, 수익성을 확보하려는 움직임

판매 채널 다변화를 통한 휴온스의 건강기능식품(이하 건기식) 사업 수익성 개선이 예상된다. 여성 갱년기 건기식 메노락토는 2020년 4월 출시 후 누적 매출 844억원을 기록하며 건기식 매출 증가를 견인했다. 그러나 수수료율이 높은 홈쇼핑 판매 비중이 높고 광고 집행이 많아 지급수수료와 광고선전비가 크게 증가해 수익성이 악화되었다. 휴온스는 수수료 부담이 적은 온라인몰 등 판매 채널 다변화와 같은 수익성 강화 전략을 사용할 것으로 밝혔다. 또한 다이어트 건기식 살사라진이 출시되었고 올해 말-내년 초 전립선 건기식 사군자 출시 등 신제품 출시가 예정되어 있어 지속적인 건기식 성장이 예상된다. 건기식 자회사인 휴온스푸드언스가 합병 후 처음으로 흑자전환을 기록(3Q22)하는 등 OEM 및 해외 매출 증가와 가동률 상승에 따른 원가율 개선을 바탕으로 향후 흑자폭 확대가 예상된다.

기다림에 대한 보상을 받는 수탁 사업

2023년 하반기부터 점안제 수탁의 본격적인 매출 증가가 예상된다. 현재 연간 3억관 규모인 점안제 제조 설비는 2023년 4.8억관으로 증설되며, 2023년 하반기 본격 가동을 시작한다. 현재 높은 설비 가동률을 감안할 때, 증설이 완료되면 빠르게 매출을 끌어올릴 것이다. 중국 점안제 JV 휴온랜드 또한 자체 제품 매출 증가와 CMO 확대로 실적 개선 중으로 향후 지분법이익에 긍정적으로 반영될 것이다.

수익성 회복이 관건

휴온스에 대하여 투자 의견 매수를 유지하지만 목표주가는 기존 49,000원에서 36,000원으로 27% 하향한다. 4분기부터 판매 채널 다변화를 통한 건기식 수익성 개선이 예상되지만, 건기식 내 홈쇼핑 매출 비중이 기존 추정치 대비 높았던 점을 감안해 2023년 순이익 추정치를 14% 하향조정했다. Target PER은 중국 점안제 시장 및 건기식 사업 진출에 대한 기대감이 있던 2017년 PER 11.3배를 적용했다. 올해 4분기부터는 수수료율이 낮은 온라인 등 판매 채널 다변화, 자회사 휴온스푸드언스의 흑자폭 확대로 건기식 사업의 본격적인 수익성 개선이 예상된다. 또한 2023년 하반기부터 점안제 공장이 본격 가동하고 휴온랜드 이익이 증가하면서 점안제 사업의 지속적인 실적 개선이 예상된다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2020A	407	54	56	4,248	45.7	66	13.2	9.2	2.7	25.7	0.9
2021A	437	45	31	2,600	(38.8)	58	18.3	9.2	2.1	12.2	1.1
2022F	490	33	25	2,105	(19.0)	49	14.4	8.2	1.4	9.3	1.6
2023F	548	51	38	3,250	54.4	69	9.3	6.0	1.4	14.0	1.5
2024F	597	63	48	3,749	15.4	82	8.1	5.1	1.4	16.7	1.7

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

매수(유지)

목표주가: 36,000원(하향)

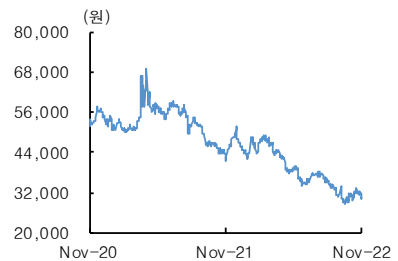
Stock Data

KOSPI(11/29)	2,433
주가(11/29)	30,450
시가총액(십억원)	363
발행주식수(백만)	12
52주 최고/최저가(원)	51,800/28,400
일평균거래대금(6개월, 백만원)	651
유동주식비율/외국인지분율(%)	54.2/21.9
주요주주(%) 휴온스글로벌 외 5인	45.0
FIDELITY MANAGEMENT & RESEARCH COMPANY LLC 외 4인	10.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(1.5)	(21.0)	(30.8)
KOSDAQ 대비(%p)	(5.9)	(3.1)	(2.2)

주가추이



자료: FnGuide

정승훈

sh.jeong@koreainvestment.com

<표 1> 휴온스 Valuation

(단위: 십억원, 배, %)

		비고
12MF 순이익	37.2	
목표 PER	11.3	2017년 12MF PER 평균
적정시가총액	419.2	
발행주수(천주)	11,936	
목표주가(원)	36,000	
현재주가(원)	30,450	2022년 11월 29일 종가 기준
상승여력	18.2	

자료: Fnguide, 한국투자증권

<표 2> 휴온스 연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	변경 전		변경 후		변동률(%, %p)		변동사유
	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F	
매출	488.3	542.9	489.6	547.6	0.3	0.9	
영업이익	50.6	56.8	32.8	51.0	(35.2)	(10.3)	- 건기식 내 홈쇼핑 매출 비중 조정
영업이익률	10.4	10.5	6.7	9.3	(3.7)	(1.2)	
지배주주순이익	39.0	44.7	24.9	38.5	(36.0)	(14.0)	

자료: 한국투자증권

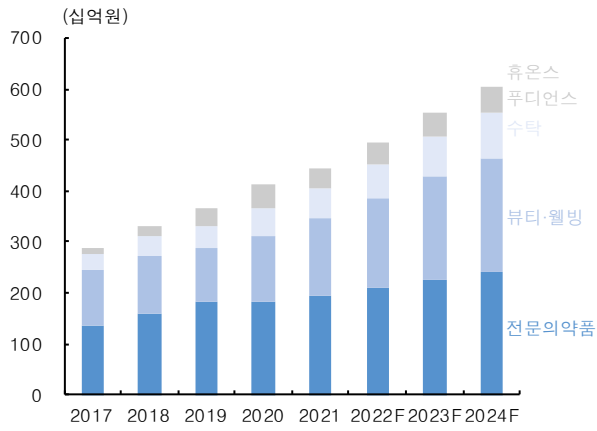
<표 3> 휴온스 실적 및 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출	99.8	111.1	112.3	113.7	115.9	124.1	123.1	126.5	126.6	136.6	141.4	143.0	406.7	436.9	489.6	547.6	596.8
YoY	5.5	7.3	5.9	11.0	16.1	11.6	9.7	11.3	9.2	10.1	14.9	13.1	11.4	7.4	12.1	11.9	9.0
전문의약품	44.0	48.7	50.6	52.7	51.7	50.2	52.8	56.9	53.8	54.9	57.7	61.1	183.2	195.9	211.6	227.5	240.9
순환기계	13.3	14.2	14.0	14.5	13.6	13.4	14.3	15.1	13.6	14.2	14.8	15.5	50.8	56.1	56.4	58.1	59.8
마취제	5.8	7.1	7.5	7.9	6.6	8.5	10.0	10.3	9.9	10.2	10.5	11.9	24.8	28.3	35.4	42.5	48.9
대사성	5.5	5.7	5.5	5.9	5.9	6.1	6.2	6.5	6.4	6.6	6.7	7.0	23.0	22.6	24.7	26.7	28.6
소화기계	5.6	5.8	5.9	6.5	6.7	5.5	5.6	6.6	6.2	6.3	6.3	6.5	22.1	23.9	24.5	25.2	26.0
점안제	1.6	2.6	3.1	2.6	2.9	2.3	1.9	2.3	2.7	2.6	2.7	2.8	7.4	9.9	9.4	10.8	11.8
기타	12.1	13.3	14.5	15.3	16.0	14.4	14.6	16.1	14.9	15.0	16.7	17.5	55.2	55.1	61.2	64.2	65.8
뷰티·웰빙	32.8	41.4	38.3	36.9	41.4	45.5	44.6	43.9	45.4	53.7	52.8	50.3	129.0	149.5	175.4	202.2	222.4
웰빙/비만/통증	19.8	20.3	20.3	19.9	18.4	23.6	21.7	21.6	21.7	23.9	23.6	22.8	86.3	80.4	85.3	92.0	98.5
건강기능식품	9.2	14.2	12.0	12.7	14.3	16.9	16.9	17.5	18.9	19.8	19.3	21.1	22.9	48.1	65.6	79.2	87.9
기타	3.8	6.9	6.0	4.4	8.7	5.0	5.9	4.9	8.8	7.9	7.9	6.4	19.8	21.0	24.4	31.0	36.0
수탁(CMO)	13.1	13.8	14.8	16.5	15.6	19.2	14.9	17.7	17.8	18.8	19.1	21.2	54.1	58.2	67.4	76.8	89.7
점안제	5.7	6.6	7.6	7.8	7.3	8.1	7.0	8.2	8.4	8.5	8.7	9.5	25.2	27.7	30.6	35.2	43.9
의약품	7.4	7.2	7.2	8.7	8.3	11.1	7.9	9.5	9.4	10.2	10.4	11.6	28.8	30.5	36.8	41.6	45.8
휴온스푸드언스	11.3	9.3	10.5	9.3	8.6	10.4	12.7	9.9	10.7	10.8	13.9	12.5	46.2	40.4	41.6	47.9	50.8
영업이익	13.6	12.6	14.7	4.4	11.7	10.9	2.0	8.2	10.6	11.1	14.1	15.1	54.1	45.3	32.8	51.0	62.9
YoY	19.6	(5.2)	(3.9)	(69.2)	(13.9)	(13.5)	(86.3)	87.4	(9.4)	1.8	598.4	85.0	11.8	(16.3)	(27.6)	55.4	23.4
영업이익률	13.7	11.3	13.1	3.8	10.1	8.8	1.6	6.5	8.4	8.1	10.0	10.6	13.3	10.4	6.7	9.3	10.5
지배주주순이익	8.9	8.6	14.3	(1.0)	8.7	7.6	2.3	6.2	8.0	8.3	10.7	11.5	55.6	30.8	24.9	38.5	48.4
YoY	(6.8)	(17.6)	10.4	NM	(2.0)	(11.4)	(83.7)	NM	(8.6)	9.2	360.1	83.6	45.5	(44.7)	(19.0)	54.4	26.0
순이익률	8.9	7.7	12.7	(0.9)	7.5	6.1	1.9	4.9	6.3	6.1	7.6	8.0	13.7	7.0	5.1	7.0	8.1

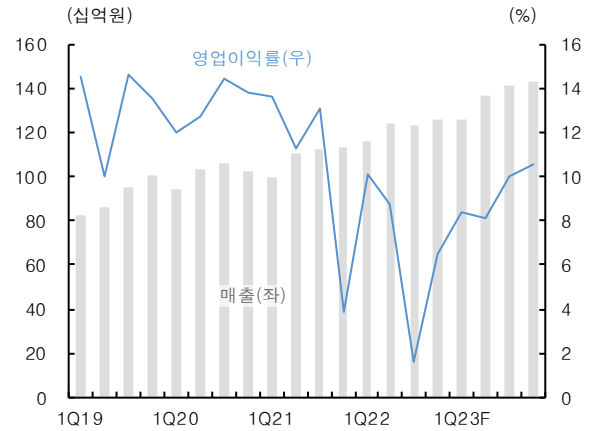
자료: 휴온스, 한국투자증권

[그림 1] 휴온스 사업부별 매출 추이 및 전망



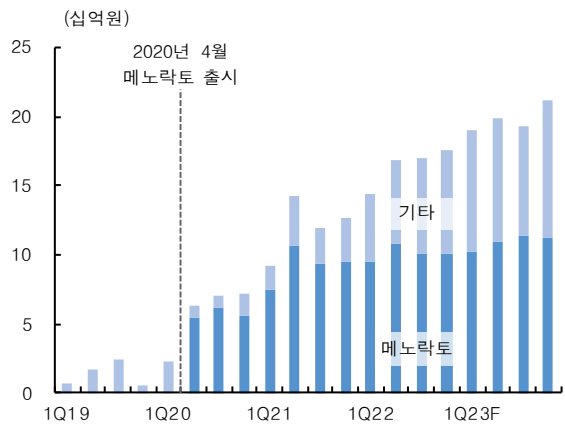
자료: 휴온스, 한국투자증권

[그림 2] 휴온스 분기별 실적 추이 및 전망



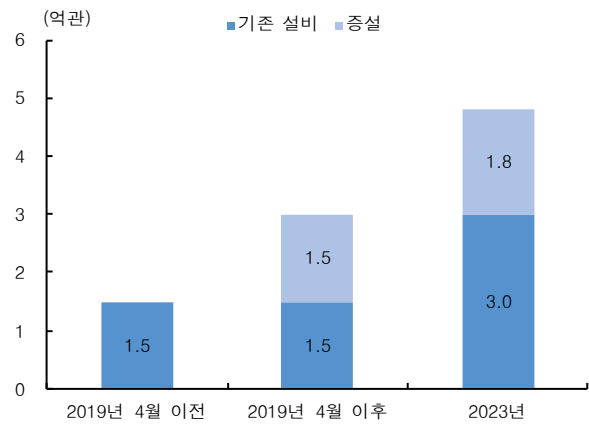
자료: 휴온스, 한국투자증권

[그림 3] 휴온스 건강기능식품 매출 추이



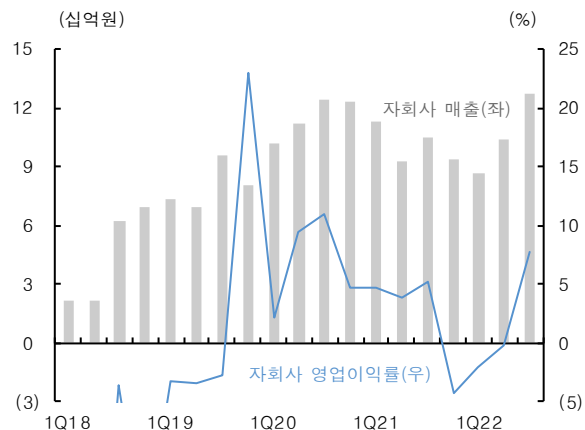
자료: 휴온스, 한국투자증권

[그림 4] 휴온스 점안제 설비 증설 추이



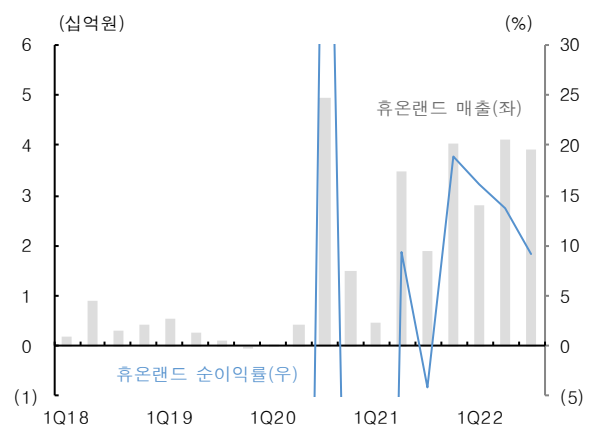
자료: 휴온스, 한국투자증권

[그림 5] 휴온스 자회사 실적



주: 합병 전 휴온스내츄럴, 휴온스네이처 실적 합산
자료: 휴온스, 한국투자증권

[그림 6] 휴온랜드 실적



자료: 휴온스, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

휴온스는 전문의약품 기반으로 의약품 수탁 생산, 웰빙의약품, 건강기능식품 등 다각화된 사업포트폴리오를 보유하고 있는 종합 헬스케어 기업임. 2016년 5월 휴온스는 존속회사인 휴온스글로벌과 신설회사 휴온스로 인적분할 후 코스닥에 신규상장 함.

■ 용어해설

- 건강기능식품: 인체에 유용한 성분이나 원료를 조제 또는 가공한 식품. 인체의 구조 및 기능에 대하여 영양소를 조절하거나 생리학적 작용 등에 유용한 효과를 가져옴

손익계산서

(단위: 십억원)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	407	437	490	548	597
매출원가	187	188	224	247	266
매출총이익	220	249	265	301	330
판매관리비	166	204	233	250	268
영업이익	54	45	33	51	63
영업이익률(%)	13.3	10.4	6.7	9.3	10.5
EBITDA	66	58	49	69	82
EBITDA Margin(%)	16.2	13.3	10.0	12.5	13.8
영업외수익	18	(4)	(1)	(2)	(1)
금융수익	18	6	3	3	3
금융비용	3	12	3	4	4
기타영업외손익	1	4	(1)	(2)	(3)
관계기업관련손익	1	(3)	1	1	3
세전계속사업이익	72	41	32	49	62
법인세비용	15	10	7	11	14
연결당기순이익	57	31	25	38	48
지배주주지분순이익	56	31	25	38	48
지배주주순이익률(%)	13.7	7.0	5.1	7.0	8.1
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	11.4	7.4	12.1	11.9	9.0
영업이익 증가율	11.8	(16.3)	(27.6)	55.4	23.4
지배주주순이익 증가율	45.5	(44.7)	(19.0)	54.4	26.0
EPS 증가율	45.7	(38.8)	(19.0)	54.4	15.4
EBITDA 증가율	13.3	(11.9)	(15.9)	40.4	20.0

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동현금흐름	47	56	28	50	63
당기순이익	57	31	25	38	48
유형자산감가상각비	11	12	15	16	18
무형자산상각비	1	1	1	2	2
자산부채변동	(11)	(2)	(3)	3	3
기타	(11)	14	(10)	(9)	(8)
투자활동현금흐름	(125)	14	(53)	(56)	(61)
유형자산투자	(38)	(41)	(44)	(47)	(51)
유형자산매각	0	2	2	2	2
투자자산순증	(86)	54	8	2	(6)
무형자산순증	(1)	(0)	(1)	(2)	(1)
기타	0	(1)	(18)	(11)	(5)
재무활동현금흐름	68	(40)	(5)	1	(0)
자본의증가	0	0	(1)	(1)	0
차입금의순증	79	(34)	2	7	6
배당금지급	(6)	(6)	(6)	(6)	(6)
기타	(5)	0	0	1	0
기타현금흐름	(0)	1	1	1	1
현금의증가	(11)	30	(29)	(5)	2
FCF	10	1	(11)	21	32

주: K-IFRS (연결) 기준

재무상태표

(단위: 십억원)

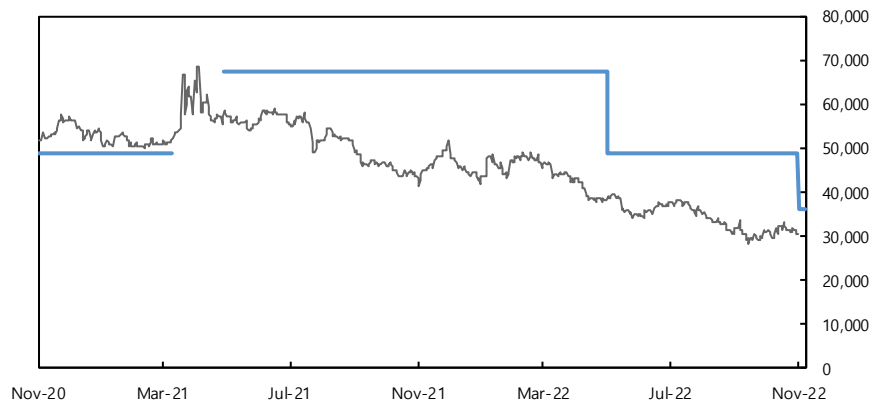
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
자산총계	417	437	462	500	550
유동자산	268	234	232	247	263
현금성자산	27	57	28	23	26
매출채권및기타채권	79	82	92	100	105
재고자산	62	66	74	82	90
비유동자산	149	202	230	254	286
투자자산	35	46	40	40	50
유형자산	99	130	158	187	219
무형자산	5	6	6	6	6
부채총계	173	166	185	216	243
유동부채	125	148	164	189	212
매입채무및기타채무	33	43	48	58	67
단기차입금및단기사채	61	29	29	31	32
유동성장기부채	1	39	39	41	43
비유동부채	48	19	22	27	31
사채	33	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	6	8	10	12	14
자본총계	244	271	277	284	307
지배주주지분	239	266	272	279	301
자본금	5	5	5	5	6
자본잉여금	74	74	74	74	74
기타자본	(8)	(7)	(7)	(8)	(9)
이익잉여금	168	192	198	205	228
비지배주주지분	5	5	5	5	5
순차입금	(2)	18	42	53	57

주요 투자지표

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	4,248	2,600	2,105	3,250	3,749
BPS	20,532	22,839	21,382	21,944	21,676
DPS	497	546	480	462	512
수익성(%)					
ROA	15.8	7.2	5.5	8.0	9.2
ROE	25.7	12.2	9.3	14.0	16.7
배당수익률	0.9	1.1	1.6	1.5	1.7
배당성향	10.6	21.0	24.9	15.5	14.9
안정성					
부채비율(x)	71.0	61.4	67.1	76.1	79.3
차입금/자본총계비율(%)	48.7	36.5	36.5	38.0	37.1
이자보상배율(x)	30.0	16.9	10.0	14.1	17.4
순차입금/EBITDA(x)	0.0	0.3	0.9	0.8	0.7
Valuation(x)					
PER	13.2	18.3	14.4	9.3	8.1
최고	15.1	30.3	24.7	16.0	13.8
최저	6.0	15.9	13.3	8.6	7.5
PBR	2.7	2.1	1.4	1.4	1.4
최고	3.1	3.4	2.4	2.4	2.4
최저	1.2	1.8	1.3	1.3	1.3
PSR	1.7	1.3	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	9.2	9.2	8.2	6.0	5.1

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
휴온스 (243070)	2021.04.06	NR	-	-	-
	2021.04.07	NR	-	-	-
	2021.05.25	매수	67,367원	-27.6	-12.2
	2022.05.25	1년경과		-43.0	-42.8
	2022.05.30	매수	49,000원	-30.4	-19.2
	2022.11.29	매수	36,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2022년 11월 29일 현재 휴온스 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가 등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 추가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2022. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
90.6%	9.4%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.