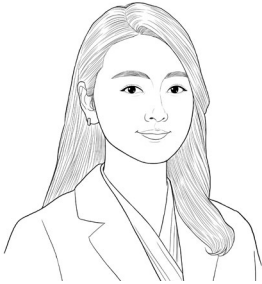


2017. 8. 17

Company Initiation



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

휴온스 (243070)

글로벌 Niche를 향한 전진

- 동사는 올해 보툴리눔톡신과 안구건조증 신약 글로벌 시장 진출을 통해 신성장 동력 구축. 기존 사업도 주사제 특화, 품목 다변화, 점안제 수탁 등으로 견조하게 성장.
- 종합 뷰티·헬스케어 회사를 지향하는 동사의 구조적인 사업 변화는 내수 중심 중소형 제약사 대비 높은 성장성을 기대할 수 있다는 점에서 밸류에이션 프리미엄 부여 가능. 보툴리눔톡신 글로벌 기술수출계약 체결시 주가 리레이팅 가능성 존재.
- BUY 투자이견에 목표주가 71,000원으로 커버리지 개시

WHAT'S THE STORY

글로벌 Niche를 향한 전진: BUY 투자이견과 Forward P/E 16.2배 적용 (증권제약사 평균에 20% 프리미엄 적용)한 목표주가 71,000원 제시. 동사는 제네릭 주사제에 강점이 있는 국내 중소형 제약사로서, 자체 개발한 보툴리눔톡신과 안구건조증 신약의 글로벌 진출을 통해 새로운 성장 동력 구축 중. 내수 중심 제약사 대비 높은 성장성을 기대할 수 있다는 점에서 밸류에이션 프리미엄 부여 가능하다는 판단. 2016년 부문별 매출비중은 의약품 51.4%, 뷰티·헬스케어 36.3%, 수탁 12.3%.

- **보툴리눔톡신과 안구건조증 신약 글로벌 진출:** 휴톡스(보툴리눔톡신) 하반기 국내 임상 3상 진입 예정. 연내 유럽, 남미 시장 등에서 기술수출 기대. 휴온스글로벌 제조, 휴온스 독점 판매·개발 권한 보유. 휴온스가 매출의 50%를 휴온스글로벌에게 배분. 1H18 말 휴톡스 제2공장 완공시 연간 생산능력 기존 50만 바이알에서 300만 바이알로 6배 확대. 티모신베타4 타겟 안구건조증 신약 4Q17 미국 2상 IND 신청 예정. 향후 2~3년간 매출대비 R&D 투자 10% 이상으로 확대 계획.
- **해외 매출 확대:** 휴톡스 4Q16 식약처 수출 허가 획득. 중동, 남미, 동남아 등으로 수출 중. 휴톡스 수출액 2017년 상반기 71억원 기록, 연간 153억원 예상. 중국 점안제 JV 휴온랜드 4Q17 히알루론산 기반 인공눈물 중국 품목허가 기대.
- **내수 의약품 사업은 든든한 캐쉬카우:** 1) 주사제와 점안제 등의 특화시장에 강점이 있으며, 2) 제네릭임에도 불구하고 낮은 단일품목 매출의존도와 꾸준한 신제품 출시를 통해 양호한 성장세 유지. 3) 수탁매출은 점안제 주도로 고성장 기대

성장성에 대한 밸류에이션 프리미엄 부여 필요: 작년 지주사 분할 이후 합산 시총 24% 하락. 현재 12개월 Forward P/E 12.7배에 거래 중 (vs 증권제약사 평균 13.5배). 올해 임상비용 확대에 따른 이익 감소는 이미 주가에 충분히 반영. 작년 휴온스 그룹 지배구조 확립. 올해부터 '종합 뷰티·헬스케어 회사'를 향한 사업상의 많은 변화 기대. 휴톡스 글로벌 기술수출계약 체결시 밸류에이션 리레이팅 가능성에도 주목.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2016	2017E	2018E	2019E
매출액 (십억원)	169	281	308	342
순이익 (십억원)	15	27	26	35
EPS (adj) (원)	2,498	4,480	4,349	5,619
EPS (adj) growth (%)	n/a	79.4	(2.9)	29.2
EBITDA margin (%)	15.2	13.8	13.1	14.2
ROE (%)	16.3	25.8	20.0	21.0
P/E (adj) (배)	22.4	12.5	12.9	10.0
P/B (배)	3.7	2.9	2.3	1.9
EV/EBITDA (배)	14.1	8.7	7.9	6.0
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 삼성증권 추정

AT A GLANCE

SELL HOLD **BUY**

목표주가	71,000원	(26.8%)
현재주가	56,000원	
시가총액	3,466.4억원	
Shares (float)	6,190,011주 (55.9%)	
52 주 최저/최고	47,750원/80,908원	
60 일-평균거래대금	19.7억원	

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
휴온스 (%)	6.1	5.9	-30.8
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	9.3	2.8	-23.8

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자이견	BUY	Not Rated	
목표주가	71,000	n/a	n/a
2017E EPS	4,480	n/a	n/a
2018E EPS	4,349	n/a	n/a

SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	3
Target price	73,333
Recommendation	4.0

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

BUY 투자의견과 목표주가 71,000원 제시

휴온스에 대해 BUY 투자의견과 목표주가 71,000원을 제시한다. 12개월 Forward EPS 4,402원에 Target P/E 16.2배를 적용했다. Target P/E는 중견제약사 평균 13.5배에 20% 프리미엄을 부여한 것이다. 동사는 주사제와 점안제 등 특화 시장에서의 경쟁력을 바탕으로 업계 평균 대비 높은 매출성장률과 영업이익률을 지속해오고 있다. 최근에는 보툴리눔독신 시장에 진출하면서 뷰티헬스케어 사업을 강화했고, 글로벌 Niche 시장 진출을 적극적으로 모색하면서 내수 중심 중소형 제약사 대비 높은 성장성을 기대할 수 있다고 판단한다.

작년 4분기 첫 수출 개시한 보툴리눔독신은 올해 수출로만 약 153억원의 매출이 예상된다. 올해 하반기 국내 임상 3상에 진입할 예정이며, 유럽, 남미, 미국 향으로 기술수출 체결이 기대된다. 안구건조증 점안제 신약은 연내 미국 FDA에 임상 2상을 신청할 예정이다.

2017년 매출액 2,807억원 (+14.7% y-y), 영업이익 324억원(-12.6% y-y), 영업이익률 11.5% (-3.6%pt y-y)을 예상한다. 이익 감소는 보툴리눔독신과 안구건조증 점안제의 임상 비용 확대에 기인한다. 그러나 이는 에스테틱 분야 포트폴리오 강화와 특화품목 중심의 글로벌 시장 진출을 위한 투자이므로, 중장기 성장 트랙을 구축하는 과정으로 보아야 한다는 판단이다.

목표주가 산정

(원)		비고
12개월 forward EPS (A)	4,402	
Target P/E (배, B)	16.2	중견제약사 평균 13.5배에 20% 프리미엄 부여
(A) X (B)	71,316	
목표주가	71,000	
현재주가	56,000	8월 16일 종가
Upside (%)	26.8	

자료: 삼성증권

12개월 Forward P/E 밴드 (분할 재상장 이후)



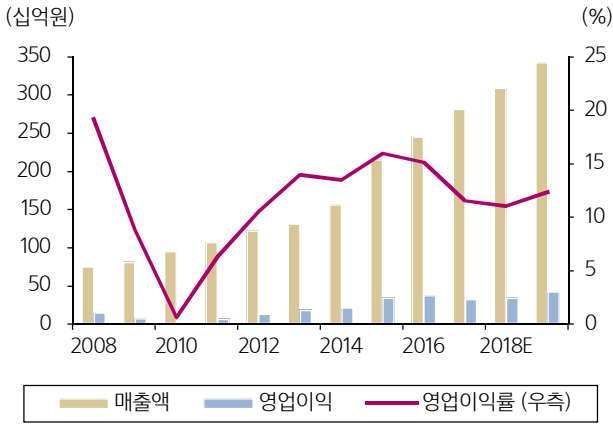
자료: WiseFn, 삼성증권 추정

시가총액 추이



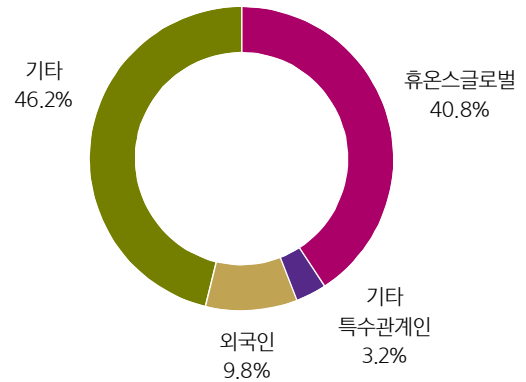
자료: WiseFn, 삼성증권

연간 실적 추이



자료: 휴온스, 삼성증권 추정

주주구성



자료: 휴온스, 삼성증권

국내 중견제약사 Peer valuation

종목명	시가총액 (십억원)	P/E (배)		EPS 증가율 (전년대비, %)		ROE (%)		배당수익률 (%)		영업이익률 (%)	
		2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
보령제약	367.7	13.9	9.7	372.4	42.8	27.8	14.1	0.5	0.5	4.9	6.9
대원제약	335.8	16.7	11.5	1.7	45.8	11.9	15.7	1.5	1.7	11.9	12.8
삼진제약	453.8	12.9	12.1	16.3	7.2	19.5	18.3	2.3	2.5	18.2	18.4
일동제약	417.1	21.7	17.1	50.7	27.1	7.0	8.4	2.5	2.6	5.0	5.9
동국제약	531.7	11.8	10.9	10.3	8.5	17.4	16.1	0.7	1.0	14.8	15.0
유나이티드제약	327.4	14.0	12.3	19.9	13.4	12.5	12.8	1.3	1.3	15.3	15.7
환인제약	350.6	15.8	13.3	35.0	18.7	9.7	10.5	1.3	1.3	19.0	21.1
국내 중견제약사 평균		15.3	12.4	72.3	23.4	15.1	13.7	1.4	1.6	12.7	13.7
메디톡스	2,971.9	38.0	31.2	32.2	21.6	43.1	36.8	0.4	0.4	55.2	55.9
휴젤	2,255.9	25.7	23.6	32.9	8.6	17.9	14.2	0.2	0.3	57.9	58.8
대웅제약	1,113.5	28.5	24.2	49.6	17.8	7.3	8.0	0.7	0.7	5.6	6.4
휴메딕스	279.1	29.7	21.1	(10.2)	40.4	8.0	10.7	1.6	1.6	24.4	28.0
국내 특신판러업체 평균		30.4	25.0	26.1	22.1	19.1	17.4	0.7	0.7	35.8	37.3

자료: 컨센서스 기준

자료: WiseFn, 삼성증권 추정

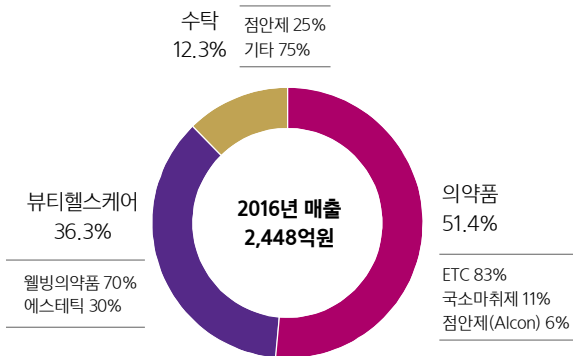
제약, 에스테틱, CMO 사업을 고루 보유한 업체

휴온스는 주사제와 점안제에 강점이 있는 국내 전문의약품 업체이다. 1965년 설립, 2006년 12월 코스닥에 상장했다. 지난 2016년 5월, 기존 '휴온스'가 존속법인인 '휴온스글로벌'과 신설법인인 '휴온스'로 인적분할하였으며, 2016년 8월 최대주주 지분스왑을 통해 현재의 휴온스 그룹 지배구조를 확립하였다.

사업분야는 크게 의약품, 뷰티헬스케어, 수탁(CMO)의 3가지로 나뉜다.

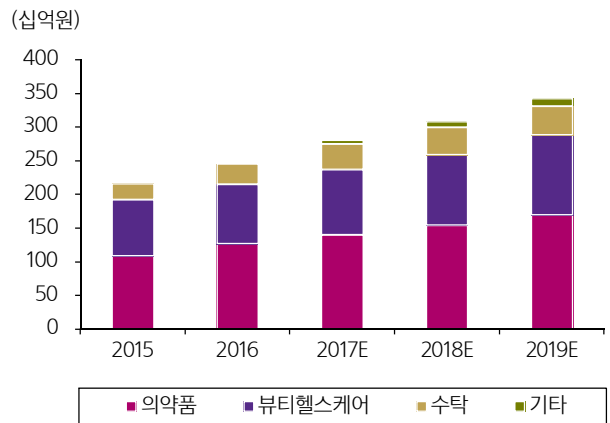
- 의약품사업 (2016년 매출비중 51.4%):** 전문의약품, 국소마취제, 점안제(Alcon사 제품판매)로 이루어져 있다. 전문의약품에는 생리식염수 등 주사제를 비롯, 순환기, 소화기, 항생제 등의 약 200여개의 제네릭 의약품이 있는데 특정 품목 의존도가 낮아 매년 10%대의 안정적인 성장을 지속하고 있다. 국소마취제는 매출규모가 크지는 않지만 국내 치과용 리도카인 국소마취제 시장에서 점유율 1위를 차지하고 있다. 2016년 의약품 사업부 매출액은 1,259억원으로 전년대비 16.6% 성장했다.
- 뷰티·헬스케어사업 (매출비중 36.3%):** 비만치료 보조제, 면역증강제, 기타 영양주사제 등의 웰빙의약품과 히알루론산 필러 '엘라비에 (계열사 휴메딕스 제품)'를 비롯한 에스테틱 제품을 판매하고 있다. 작년 4분기부터 보툴리눔독신 (휴톡스)에 대한 수출허가를 받아 중동, 남미, 동남아, 일본 등지로 판매를 시작했다. 2016년 뷰티·헬스케어 사업부 매출액은 888억원으로 전년대비 6.2% 성장했다.
- 수탁사업 (매출비중 12.3%):** 주사제와 점안제가 주요 품목이다. cGMP급의 제천공장에서 국내 50여개 제약사로부터 의뢰받아 수탁생산 중이다. 2016년 수탁사업부 매출액은 301억원으로 전년대비 28% 성장했다.

2016년 매출 구성 (분할 전 기준)



자료: 휴온스, 삼성증권

부문별 매출 추이 및 전망



참고: 2015, 2016년은 분할 전 기준

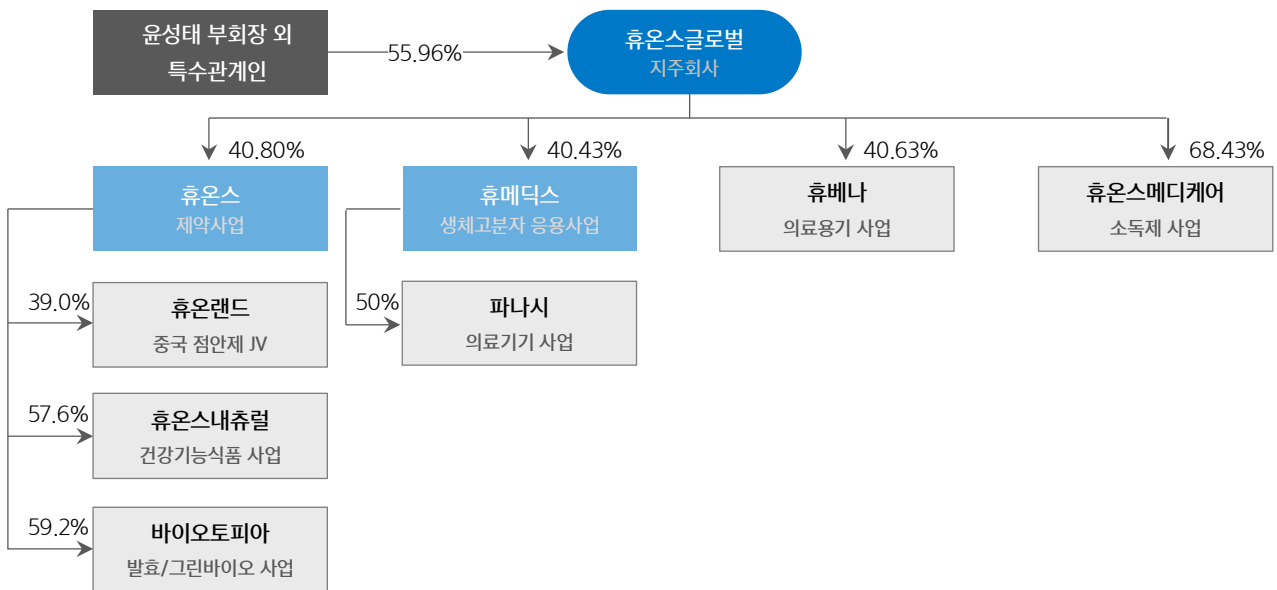
자료: 휴온스, 삼성증권

휴온스 연혁

연도	내용
1965년 7월	광명약품공업사 창립
1998년 12월	국내 최초 플라스틱 용기주사제 개발
2003년 6월	(주)휴온스로 상호 변경
2006년 12월	코스닥 상장
2009년 10월	제천공장 KGMP 취득 및 가동
2012년	중국 휴온랜드 (JV) 설립
2014년 7월	중국 휴온랜드 준공
2016년 5월 ~ 8월	휴온스 인적분할 및 지주회사 전환
2016년 5월	청호네추럴 (현 휴온스내추럴) 인수
2016년 7월	중국 휴온랜드 녹내장 치료용 점안제 품목 허가
2016년 8월	보툴리눔톡신 '휴톡스 (HU014주)' 국내 임상 1, 2상 승인
2016년 9월	바이오토피아 인수
2016년 10월	보툴리눔톡신 '휴톡스 (HU014주)' 식약처 수출 허가
2016년 11월	중국 휴온랜드 멀티도스라인 중국 GMP 인증
2017년 6월	보툴리눔톡신 '휴톡스 (HU014주)' 국내 임상 1, 2상 완료

자료: 휴온스, 삼성증권

휴온스 그룹 지분 구조도



참고: 휴온스글로벌, 휴온스, 휴메딕스는 코스닥 상장
 자료: 휴온스, 삼성증권

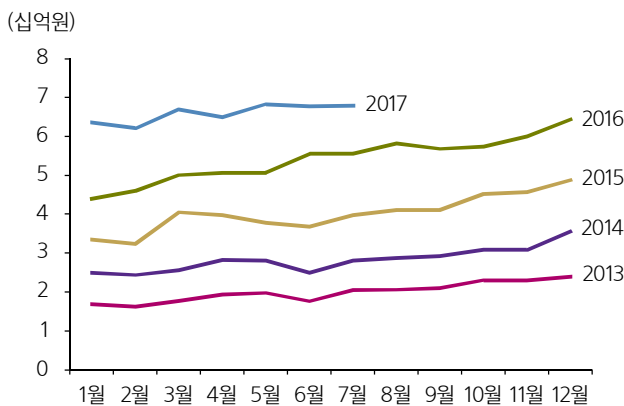
내수 의약품과 수탁사업은 든든한 캐시카우

국내 주사제 시장 특화: 올해 동사의 의약품 사업 매출은 1,399억원으로 전년대비 11.1% 성장이 예상된다. 특별한 신약이나 개량신약 없이도 양호한 두 자릿수 성장이 가능한 이유는, 1) 약 200여 개의 품목을 판매하며 특정품목 매출 의존도가 낮고, 2) 주사제, 마취제, 점안제 등 틈새시장에 특화되어 있어 의원 중심의 영업을 통해 메이저 제약사와의 경쟁에서 비껴갈 수 있기 때문이다. 3) 더불어 최근 각광을 받고 있는 미용 및 피로회복 목적의 주사에 대한 관심 증대로 매출 성장에 기여한 것으로 보인다. 4) 연간 100~150억원 가량 판매하고 있는 국소마취제는 국내 치과용 마취제 시장 1위를 기록하고 있으며, 일본 수출 증가로 올해도 성장을 지속할 수 있을 전망이다.

원외처방액 역시 호조세: 한편, 정제·캡슐이 대부분인 동사의 원외처방액도 2016년 연간 648억원으로 전년대비 34.7% 성장했다. 처방액 1위 품목인 '엘버스 (항산화성케양제)'의 경우, 작년 원외처방액이 34억2,700만원으로 비중은 5.3%에 불과하다. Top 5 품목을 합산해도 20% 수준으로 품목이 다변화되어 있다.

알짜배기 수탁사업: 수탁사업 (작년 매출비중 약 12%)은 주사제와 점안제가 주요 생산품목이다. 국내 50여개 제약사로부터 수탁받고 있으며 현재 가동률은 약 70% 수준이다. 연초 글로벌 Top 점안제 업체로부터 일회용 점안제 제품을 전량 수탁 받아 올해 수탁매출은 2배 이상 성장이 가능할 것으로 전망된다.

휴온스 월별 원외처방액 추이: 고성장 지속



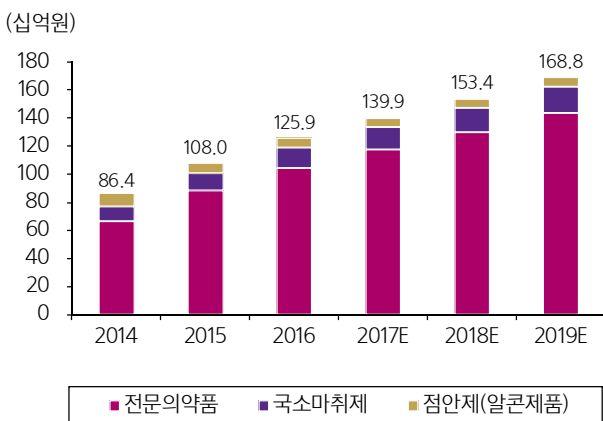
자료: UBIST, 삼성증권

휴온스 원외처방액 Top 5 품목: 단일품목 의존도 낮음

제품명	적응증	2016년 (십억원)	비중 (%)
전체		64,799	100.0
엘버스	위궤양	3,427	5.3
발사렉스	고혈압	3,045	4.7
아토르바스타틴	고지혈증	2,959	4.6
휴로펜	해열진통소염	2,032	3.1
휴온스 카로스	고칼륨혈증	1,924	3.0
기타		51,412	79.3

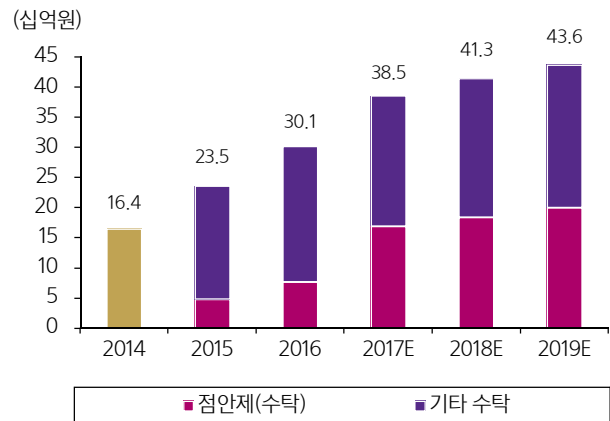
자료: UBIST, 삼성증권

휴온스 의약품 부문 매출 추이



자료: 휴온스, 삼성증권 추정

휴온스 수탁 매출 추이



자료: 휴온스, 삼성증권 추정

뷰티·헬스케어 사업부는 보툴리눔독신이 성장을 주도할 전망

휴온스 매출액의 약 36%를 차지하는 뷰티·헬스케어 사업부는 작년 매출액 888억원으로 전년 대비 6.2% 성장하는데 그쳤다. 웰빙의약품, 필러의 성장 둔화와 더마샤인(자동약물주입기)의 매출 감소 때문이다. 올해는 전년 대비 8.9% 성장한 967억원을 기록할 것으로 예상된다. 1) 작년 4Q에 수출을 시작한 휴톡스(보툴리눔독신) 매출이 신규로 추가되었으나, 2) 국내 에스테틱 사업부가 연초 휴메딕스로 양도되었기 때문이다.

연내 휴톡스 국내 임상 3상 진입 예정: 휴톡스(보툴리눔독신)는 미간주름을 적응증으로 올해 상반기 국내 임상 1/2상을 완료했다. 연내 국내 임상 3상에 진입할 계획이다. 휴톡스가 계획대로 올해 하반기 국내 임상 3상에 진입한다면, 2018년 말 식약처 허가, 2019년 상반기 국내 출시가 가능할 것으로 예상된다. 기존에 판매하고 있던 히알루론산 필러 ‘엘라비에(휴메딕스 제품)’와의 번들판매 시너지 효과로 에스테틱 사업의 매출 확대에 기여할 수 있을 전망이다. 휴톡스는 휴온스글로벌이 제조, 휴온스가 독점 판매 및 개발 권한을 보유하고 있으며, 매출의 50%를 휴온스글로벌과 배분하기로 계약되어 있다. 즉, 휴온스글로벌이 제조원가를 부담하고, 휴온스는 판매 및 마케팅에 대한 비용을 부담하는 구조다.

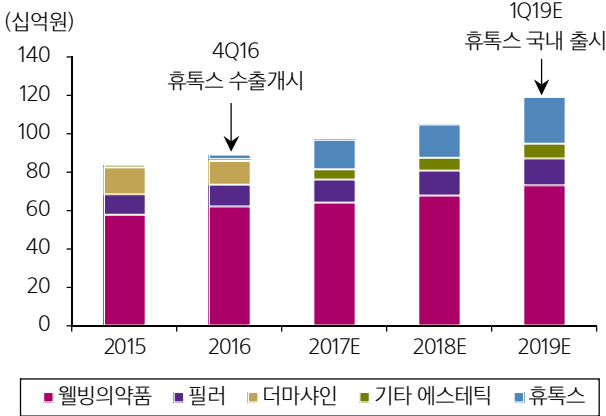
해외 기술수출 가능성: 해외의 경우 기존에는 직접 미국 임상 3상에 돌입할 것으로 예상했으나, 파트너사들과의 협의가 진행되고 있는 것으로 파악, 각 주요 시장별로 기술수출 계약을 체결할 가능성이 높아 보인다. 빠르면 연내 체결이 예상되는데, 파트너사의 입지나 계약규모가 기대 이상일 경우 현재 중견제약사 수준에 머무르고 있는 동사의 밸류에이션이 리레이팅 되는 Trigger Point로 작용할 수 있을 전망이다.

휴톡스 올해 수출로만 약 150억원 매출 기대: 휴톡스는 작년 8월 식약처로부터 수출허가를 받아 이미 작년 10월부터 중동, 남미, 동남아, 일본 등으로 판매되고 있다. 휴톡스 수출은 4Q16, 1Q17, 2Q17 각각 23억원, 28억원, 44억원을 기록했다. 수출 성장 속도 감안시 올해 휴톡스는 수출로만 약 150억원 이상의 매출을 기록할 수 있을 전망이다.

기존 생산능력의 5배 규모로 휴톡스 신공장 증설 중: 휴온스글로벌은 현재 충북 제천공장에 연간 Capa 50만 바이알(Vial)의 보툴리눔독신 제1공장을 보유하고 있다. 올해 1분기부터 기존 Capa의 5배 규모인 제2공장 증설을 시작했다. 총 예상 투자금액은 약 70~100억원이며 2018년 상반기 완공예정이다. 완공 후 전체 보툴리눔독신 생산능력은 연간 300만 바이알로 확대될 전망이다.

필러 ‘엘라비에’ 중국 수출 회복 기대: 계열사 휴메딕스의 제품인 히알루론산 필러 ‘엘라비에’의 국내 수도권 중심지역 외 판매와 중국 수출은 휴온스가 담당하고 있다. 국산 필러 중 현재 중국 CFDA의 허가를 받은 제품은 LG화학의 ‘이브아르’와 휴메딕스의 ‘엘라비에’ 뿐이다. 작년 휴온스 측 필러 매출 113억원의 절반이 중국 수출이었던 것으로 파악되는데, 현지 파트너사인 ‘베이징인터립스’가 최근 경쟁사 인력 영입을 통해 영업력을 강화하고 있어 점진적으로 수출이 회복되는 모습을 보일 것으로 기대한다.

뷰티헬스케어 사업부 매출액: 휴톡스가 성장 주도



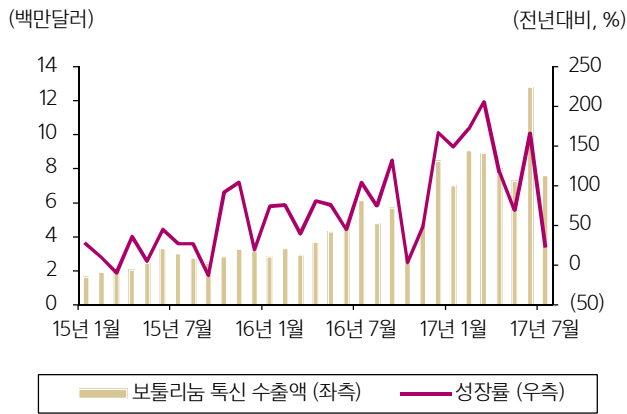
자료: 휴온스, 삼성증권 추정

히알루론산 필러 '엘라비에'



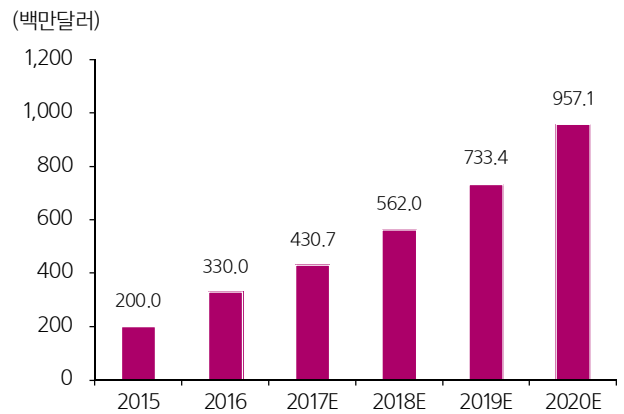
자료: 휴온스

한국 보툴리눔독신 수출액



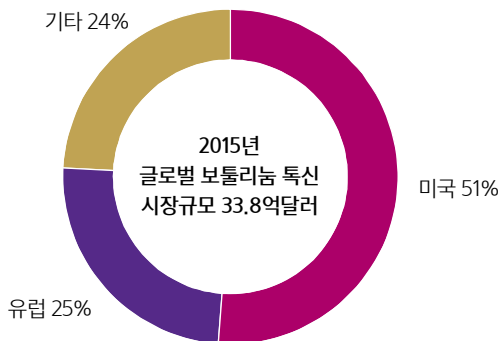
자료: 관세청, 삼성증권

중국 필러 시장규모



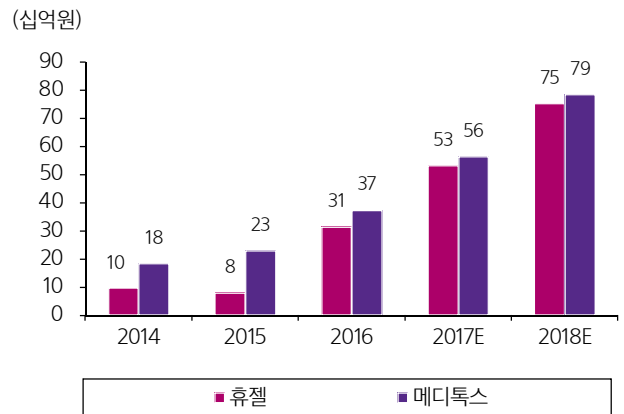
자료: 산업자료, Bloomberg, 삼성증권 추정

글로벌 보툴리눔독신 시장



자료: UBS Pharmaceutical Handbook, 메디톡스

휴젤, 메디톡스 연도별 보툴리눔독신 수출액 추이 및 전망



참고: 휴젤 과거 수치는 당사 추정치 기준
자료: 삼성증권 추정

안구건조증 점안제 신약 해외 임상 돌입

티모신베타4를 타겟으로 하는 안구건조증 바이오신약 개발: 동사는 안구건조증을 적응증으로 하는 점안제 신약을 개발 중이다. 티모신베타4 (Thymosin Beta 4, Tβ4)의 유도체를 바탕으로 하는 유전자 재조합 바이오 신약이다. 안구건조증은 눈물샘의 염증, 눈의 뮤신층 붕괴 등으로 인해 눈물 분비가 억제되는 질환이다. 티모신베타4는 인체에 존재하는 43개의 아미노산으로 구성된 단백질로, 세포의 성장, 이동, 분화를 조절해 상처치료 또는 항염에 효과를 보이는 것으로 알려져 있다. 국내 바이오톡스텍이 지난 2008년 중국의 베이징노스랜드(Beijing Northland Biotech)사와 공동개발을 시작했고, 2015년 7월 휴온스가 기술도입했다. 휴온스는 중국을 제외한 전세계 독점판매권을 확보했으며, 일정 비율의 매출 로열티를 바이오톡스텍에 지급할 예정이다. 티모신베타4의 안구건조증 및 발모와 관련된 적응증에 대한 기술실시로 한정된다.

올해 하반기 미국 임상 2상 진입계획: CRO 컨설팅에 따르면 임상 1상 없이 바로 2상으로 진입할 수 있는 것으로 결과가 나와 연내 미국 FDA에 임상 2상 IND를 신청할 계획이다. 임상 2상 이후 기술수출을 고려하고 있으며, 상업화 시기는 2021년경이 될 전망이다. **올해 예상 R&D 비용 239억 중 약 65억원이 티모신베타4 안구건조증 미국 임상비용으로 지출될 예정이다.**

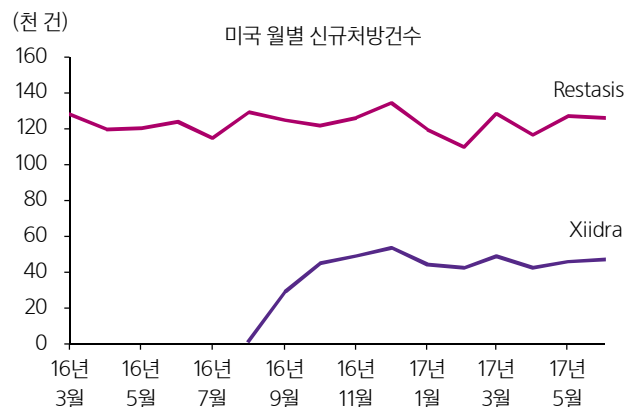
현재 미국시장 내 안구건조증 점안제 처방약은 2개 뿐: 현재 미국에서 안구건조증 처방의약품(ETC)으로 허가받은 점안제는 앨러간의 레스타시스(Restasis)와 작년 8월 29일 새로 출시된 샤이어(Shire)의 자이드라(Xiidra)가 있다. 레스타시스의 경우 면역억제성분인 Cyclosporine을 기반으로, 눈물 생성을 촉진하지만 효능의 발현이 느리고 적용 가능한 환자층이 적은 것으로 알려져 있다. 그럼에도 불구하고 레스타시스의 연간 미국 내 매출은 약 14억 달러(약 16조원)로 두 자릿수 성장률을 지속했다. 레스타시스보다 빠른 치료발현을 보이는 자이드라는 작년 8월말 출시 후 2016년 하반기에만 연간 5,400만달러(약 620억원) 매출을 기록했고, 현재 신규 처방 시장에서 약 30% 점유율을 차지하며 빠르게 성장 중이다. 시장에서는 레스타시스와 자이드라의 올해 매출을 각각 14억달러(약 16조원)와 7억달러(약 8천억원)로 예상하고 있다. 이 밖에 미국 FDA 허가를 받지 못한 아시아 시장에서 레스타시스의 매출을 뛰어넘는 블록버스터 약물인 일본 산텐 제약의 디쿠아스(Diquas) 등이 있다.

미국에서 처방의약품으로 출시된 안구건조증 점안제

(백만달러)	레스타시스 (Restasis)	자이드라 (Xiidra)
제약사	앨러간 (Allergan)	샤이어 (Shire)
성분	cyclosporine	lifitegrast
미국 출시일	2003년	2016년 8월 말
작용기전	눈물생성 촉진	안구건조증의 징후(sign)와 증상(symptom) 치료
2016 매출액	1,400	54
2017E 매출액	1,400	700

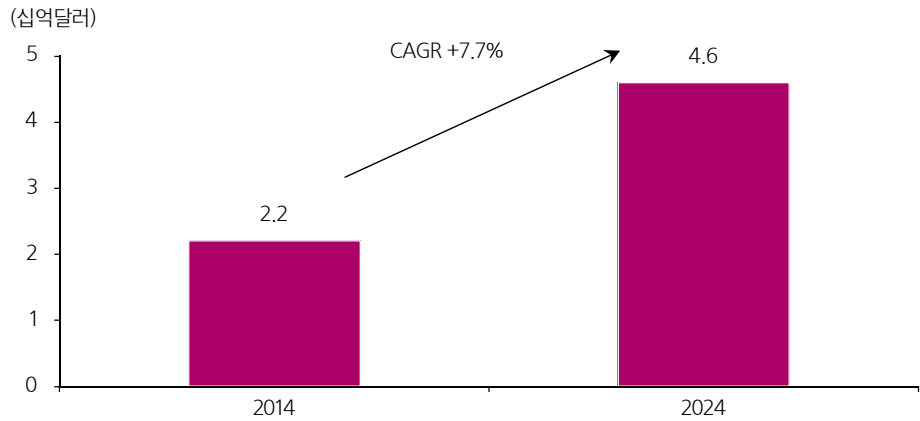
자료: 각 사, Bloomberg, 삼성증권

안구건조증 치료제 신규처방건수: Xiidra 출시로 시장 파이 확대



자료: IMS, 삼성증권

글로벌 안구건조증 치료제 시장



참고: 미국, 일본, EU5, 중국, 인도 등 9개 시장 기준
 자료: Global Data, 삼성증권

중국 JV 휴온랜드 연말 인공눈물 품목 허가 기대

휴온스는 지난 2014년 중국 노스랜드와의 조인트벤처인 ‘휴온랜드’를 설립했다. 지분률은 노스랜드 61%, 휴온스 39% 이다. 북경 현지에 안과용 점안제 및 전문의약품 생산공장을 2014년 7월 준공했고, 2016년 7월 녹내장 치료용 주석산브리모니딘 점안액(Multi-dose) 품목승인과 2016년 11월 중국 GMP 인증을 획득했다. 먼저 멀티도즈로 현지업체들과 수탁계약을 통해 가동을 시작할 전망이다. 올해 10월경에 예정대로 히알루론산 기반 인공눈물(Mono-dose) 품목허가를 획득하면, 중국 의원급 안과병원을 대상으로 본격 영업을 개시하면서 매출 성장이 가시화될 전망이다.

M&A를 통한 건강기능식품 시장 진출

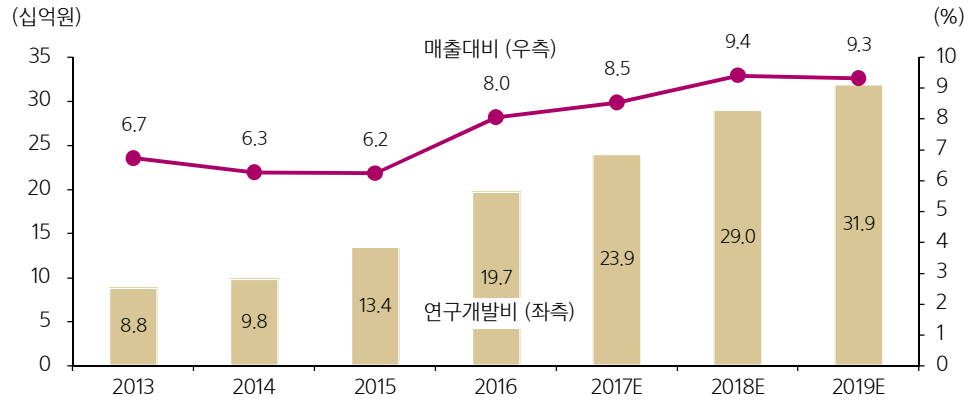
휴온스는 작년에 건강기능식품 업체인 ‘청호네추럴(현 휴온스내추럴)’과 발효기술을 보유한 ‘바이오토피아’를 인수하면서 건강기능식품 시장에 진출했다. 올해는 피부주름개선과 보습에 효과가 있는 아프리카 유래 허니부쉬 추출물을 이용한 제품에 기대를 걸고 있다. 허니부쉬 추출물은 올해 4월 초에 식약처로부터 천연물 개별인정형 기능성원료로 인정받았다. 건강기능식품 사업의 의미있는 수준의 실적 기여는 다소 시간이 걸릴 것으로 예상되나, 건강기능식품 회사 인수를 통해 토탈 뷰티·헬스케어 회사로서의 사업구조를 확립했다는 데 의미가 있다.

R&D 파이프라인

Discovery	Preclinical	Phase I	Phase II	Phase III
주름개선	안구건조증	미간주름(보툴리눔독신A)		
자가면역질환			아토피	
아토피			욕창	합성
퇴행성뇌질환			지방간	바이오
표적항암제			나노복합점안제	개량
IBD (장질환치료제)				천연물

자료: 휴온스, 삼성증권

연구개발비 추이 및 전망



자료: 휴온스, 삼성증권 추정

실적 전망

휴온스의 올해 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 2,807억원 (+14.7% y-y), 324억원 (-12.6% y-y)을 예상한다. 올해 하반기 휴톡스의 국내 임상 3상 진입, 안구건조증 점안제 신약 미국 FDA 임상 2상 신청에 따른 R&D 및 관련비용 증가가 영업이익의 y-y 하락을 예상하는 이유이다. 휴톡스의 국내 출시가 예상되는 2019년부터 매출 성장성과 수익성의 동반 개선이 전망된다. 빠르면 올해 하반기 중 휴톡스가 글로벌 기술수출 계약 체결될 가능성이 존재한다. 계약 규모 및 파트너사의 입지에 따라 현재 중견제약사 수준에 머무르고 있는 동사의 밸류에이션이 리레이팅되는 Trigger point로 작용할 수 있다는 점에 주목해야 한다.

실적 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	65.2	72.1	70.6	72.9	73.9	78.3	76.5	79.5	244.8	280.7	308.2	342.4
전년대비 (%)	13.0	18.6	13.8	11.0	13.3	8.6	8.4	9.2	13.8	14.7	9.8	11.1
의약품	34.7	34.5	34.0	36.7	38.6	37.6	37.1	40.1	125.9	139.9	153.4	168.8
전문의약품	28.8	29.3	28.4	31.1	32.2	32.2	31.3	34.2	104.4	117.5	129.8	143.5
국소마취제	4.4	3.7	3.8	4.1	4.8	4.0	4.1	4.4	14.3	16.0	17.2	18.5
점안제 (알콘제품)	1.5	1.5	1.7	1.6	1.5	1.5	1.7	1.6	7.2	6.4	6.4	6.8
뷰티헬스케어	21.3	26.0	25.2	24.1	24.4	27.6	26.8	25.8	88.8	96.7	104.6	118.9
웰빙의약품	15.8	16.6	16.3	15.4	16.5	17.9	17.1	16.1	61.9	64.1	67.8	72.9
에스테틱	5.6	9.4	8.9	8.8	7.8	9.7	9.6	9.7	26.9	32.7	36.8	46.0
보툴리눔독신	2.8	4.4	4.0	4.2	4.0	4.4	4.3	4.6	2.3	15.3	17.3	24.2
필러	2.0	3.2	3.4	3.2	2.4	3.3	3.6	3.5	11.3	11.8	12.8	14.0
수탁	8.2	10.2	9.9	10.2	9.2	10.8	10.5	10.8	30.1	38.5	41.3	43.6
점안제 (수탁)	4.0	4.6	3.9	4.3	4.4	5.1	4.2	4.7	7.6	16.9	18.4	19.9
기타수탁	4.2	5.6	6.0	5.8	4.8	5.7	6.3	6.1	22.5	21.6	22.9	23.7
기타 및 연결조정	1.0	1.4	1.5	1.8	1.7	2.2	2.2	2.8	0.0	5.7	8.9	11.2
매출총이익	35.8	38.4	38.3	39.4	40.1	42.9	41.3	43.6		152.0	167.9	189.0
전년대비 (%)	n/a	n/a	16.4	16.5	12.1	11.7	7.8	10.5		n/a	10.5	12.6
% GPM	54.9	53.2	54.3	54.1	54.3	54.8	54.0	54.8		54.1	54.5	55.2
영업이익	7.1	8.7	8.7	7.7	7.6	9.0	8.6	8.7	37.0	32.4	34.0	42.2
전년대비 (%)	n/a	n/a	(15.1)	12.8	6.8	3.2	(1.5)	13.1	7.9	(12.6)	5.1	24.1
% OPM	11.0	12.1	12.4	10.6	10.3	11.5	11.3	11.0	15.1	11.5	11.0	12.3

참고: K-IFRS 연결기준 (2016년 분할 전 별도기준)

자료: 휴온스, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	169	281	308	342
매출원가	80	129	140	153
매출총이익	89	152	168	189
(매출총이익률, %)	52.8	54.1	54.5	55.2
판매 및 일반관리비	68	120	134	147
영업이익	22	32	34	42
(영업이익률, %)	12.7	11.5	11.0	12.3
영업외손익	(2)	3	1	4
금융수익	0	1	1	1
금융비용	1	1	1	1
지분법손익	(0)	(3)	1	4
기타	(1)	6	0	0
세전이익	20	35	35	46
법인세	5	8	8	11
(법인세율, %)	25.4	24.1	24.0	24.0
계속사업이익	15	27	26	35
중단사업이익	0	0	0	0
순이익	15	27	26	35
(순이익률, %)	8.8	9.5	8.5	10.2
지배주주순이익	15	28	27	35
비지배주주순이익	(1)	(1)	(1)	0
EBITDA	26	39	40	49
(EBITDA 이익률, %)	15.2	13.8	13.1	14.2
EPS (지배주주)	2,498	4,480	4,349	5,619
EPS (연결기준)	2,413	4,303	4,250	5,619
수정 EPS (원)*	2,498	4,480	4,349	5,619

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동에서의 현금흐름	29	30	27	30
당기순이익	15	27	26	35
현금유출입이없는 비용 및 수익	12	17	14	14
유형자산 감가상각비	4	6	6	6
무형자산 상각비	0	0	0	0
기타	7	11	8	7
영업활동 자산부채 변동	3	(5)	(5)	(7)
투자활동에서의 현금흐름	(17)	(5)	(7)	(8)
유형자산 증감	(5)	(5)	(6)	(7)
장단기금융자산의 증감	(8)	(1)	(1)	(1)
기타	(4)	1	0	0
재무활동에서의 현금흐름	2	9	0	0
차입금의 증가(감소)	36	9	0	0
자본금의 증가(감소)	78	0	0	0
배당금	0	0	0	0
기타	(111)	0	0	0
현금증감	14	30	20	25
기초현금	2	16	46	66
기말현금	16	46	66	91
Gross cash flow	26	44	40	49
Free cash flow	23	25	21	23

참고: 2016년 실적은 5~12월 기준

* 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	162	193	234
현금 및 현금등가물	16	46	66	91
매출채권	64	71	78	87
재고자산	30	33	37	41
기타	10	12	13	14
비유동자산	59	57	58	59
투자자산	7	8	8	9
유형자산	45	45	45	45
무형자산	3	2	2	2
기타	4	3	3	3
자산총계	179	220	251	293
유동부채	82	85	90	97
매입채무	20	22	24	27
단기차입금	32	32	32	32
기타 유동부채	30	31	34	38
비유동부채	1	13	13	13
사채 및 장기차입금	0	7	7	7
기타 비유동부채	1	6	6	6
부채총계	84	98	103	110
지배주주지분	94	121	148	183
자본금	3	3	3	3
자본잉여금	75	75	75	75
이익잉여금	16	43	70	105
기타	1	0	0	0
비지배주주지분	2	1	0	0
자본총계	96	122	148	183
순부채	13	(9)	(30)	(56)

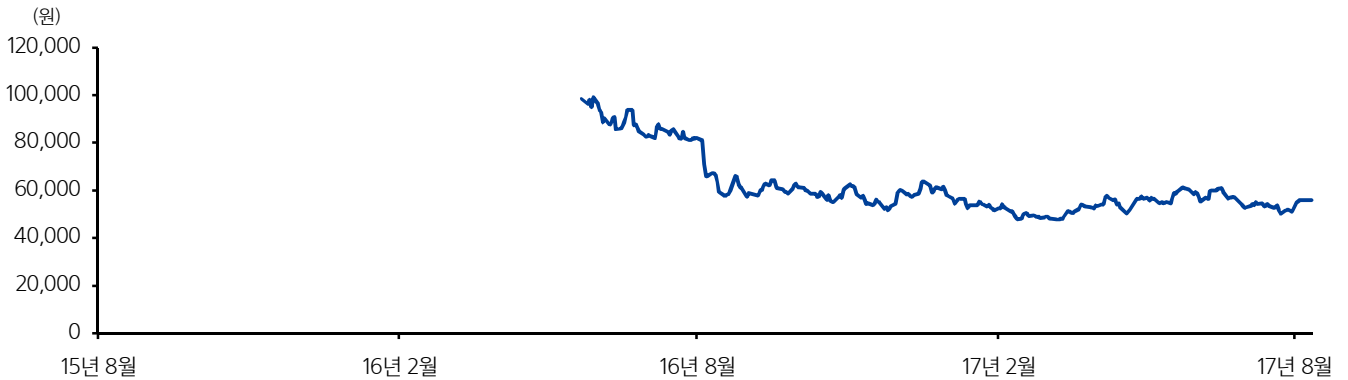
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2016	2017E	2018E	2019E
증감률 (%)				
매출액	n/a	66.2	9.8	11.1
영업이익	n/a	50.3	5.1	24.1
순이익	n/a	79.8	(1.2)	32.2
수정 EPS**	n/a	79.4	(2.9)	29.2
주당지표				
EPS (지배주주)	2,498	4,480	4,349	5,619
EPS (연결기준)	2,413	4,303	4,250	5,619
수정 EPS**	2,498	4,480	4,349	5,619
BPS	15,177	19,624	23,977	29,600
DPS (보통주)	0	0	0	0
Valuations (배)				
P/E***	22.4	12.5	12.9	10.0
P/B***	3.7	2.9	2.3	1.9
EV/EBITDA	14.1	8.7	7.9	6.0
비율				
ROE (%)	16.3	25.8	20.0	21.0
ROA (%)	8.3	13.3	11.2	12.8
ROIC (%)	15.1	22.6	22.8	26.6
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율 (%)	13.5	(7.5)	(20.1)	(30.4)
이자보상배율 (배)	36.5	30.4	31.2	38.7

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 8월 16일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 8월 16일 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 투자이견 및 목표주가(TP) 변경

일 자 2017/8/16
 투자이견 BUY
 TP (원) 71,000

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	OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외	NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하	UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2017년 6월 30일 기준
 매수 (81.5%) | 중립 (18.5%) | 매도 (0%)



삼성증권주식회사
06620 서울특별시 서초구 서초대로 74길 11 10층 리서치센터
02 2020 8000

지점 대표번호
1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수
080 911 0900

[samsung POP.com](http://samsungPOP.com)

신뢰에 가치로 답하다



MEMBER OF
**Dow Jones
Sustainability Indices**
In Collaboration with RobecoSAM