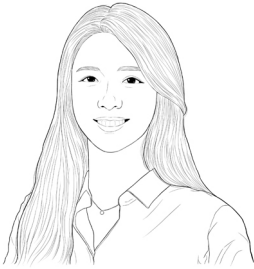


2019. 10. 27

Company Update



서근희, Ph.D.
Analyst
keunhee.seo@samsung.com
02 2020 7788

정준영
Research Associate
junyoung.jeong@samsung.com
02 2020 7869

휴온스 (243070)

불확실성 속 더욱 빛나는 실적 성장주

- 휴온스에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 57,000원으로 커버리지 재개.
- 의약품 부문, 국소마취제 미국시장 진출 본격화로 고성장 지속 및 안구건조증 치료제 임상 진전 기대. 수탁 부문 점안제 증설 효과 3분기부터 본격화로 성장을 제고 전망.
- 통신 부문의 성장성 우려 및 헬스케어 업종 전반의 악재로 인해 휴온스 주가 부진. 리즈톡스 낮아진 기대감은 선반영. 실적 모멘텀 풍부하여 안정적 성장으로 밸류에이션 리레이팅 기대.

WHAT'S THE STORY

본업에서의 고성장 지속 전망: 휴온스 제품 다양화 및 수출 확대로 성장세 지속 판단. 1) 의약품: 작년 4월 리도카인 마취제 FDA 승인 이후 미국시장 진출 본격화에 따른 수출 확대 기대. 나노복합점안제(HU007), 내년 초 국내 3상 완료 기대. 2) 뷰티/헬스케어: 2H18 필터 및 뷰티기기 수출 계열사 이관 후 매출 축소. 하지만 웰빙의약품 및 의료기기의 안정적 성장 전망. 3) 수탁: 점안제 CAPA 증설 (연간 1.5억관 → 3억관) 효과 3분기부터 본격화, 이익 개선 기여 전망. 4) 건강기능식품: 자회사 휴온스내츄럴, 바이오오토피아, 휴온스네이처 등 이르면 올해 흑자전환 및 영업이익 기여 전망.

우려는 선반영: 지난 1년간 부진한 주가 흐름. 1) 리즈톡스 기대감 약화: 지난 2017년 6월 리즈톡스 국내 임상 1/2상 완료 이후 리즈톡스에 대한 기대감이 주가에 반영되면서 2018년 10월까지 주가 우상향. 하지만 중국 타이공 규제에 의한 통신 업체 실적 약화와 경쟁 심화, 리즈톡스 매출인식구조에 대한 우려로 기대감 약화되며 주가 하락. 현재 리즈톡스에 대한 기대감 낮아진 상황. 2) 헬스케어 업종 연이은 악재로 투자심리에 부정적인 영향. 향후 신약 기대감 보다 실적 개선에 초점. 휴온스 국소마취제 미국 승인신청, HU007 점안제 국내출시, 중국JV 인공눈물 출시 등 실적 모멘텀 풍부.

투자의견 Buy, 목표주가 57,000원으로 커버리지 재개: 2020년 연결기준 연간 매출액 3,912억원(+10.3% YoY), 영업이익 472억원(+15.7% YoY)을 전망. 에스테틱 수출 부문 이관에도 의약품 및 수탁부문 매출 안정적 성장 지속 예상. 2020E EBITDA 추정치 546억원에 중견제약사 평균 EV/EBITDA 9.3배를 적용하여 목표주가 산출. '20년 예상 PER 10.8배, EV/EBITDA 6.8배로 업종평균 대비 낮은 수준. 본업에서의 지속적 성장성과 동종업계 대비 높은 수익성 고려 시 현재의 주가수준은 과도한 저평가로 판단.

AT A GLANCE

SELL HOLD **BUY**

목표주가	57,000원	(27.7%)
현재주가	44,650원	
시가총액	4,011.2억원	
Shares (float)	8,983,757주 (54.8%)	
52주 최저/최고	42,000원/76,247원	
60일-평균거래대금	17.0억원	

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
휴온스 (%)	6.3	-30.8	-33.6
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	2.1	-20.4	-30.1

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	Not Rated	
목표주가	57,000	n/a	n/a
2019E EPS	3,743	n/a	n/a
2020E EPS	4,285	n/a	n/a

SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	2
Target price	67,500
Recommendation	4.0

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

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2018	2019E	2020E	2021E
매출액 (십억원)	329	355	391	422
영업이익 (십억원)	45	41	47	54
순이익 (십억원)	45	33	38	43
EPS (adj) (원)	5,035	3,743	4,285	4,922
EPS (adj) growth (%)	29.0	(25.7)	14.5	14.8
EBITDA margin (%)	15.7	13.9	14.0	14.2
ROE (%)	31.6	19.0	18.7	18.4
P/E (adj) (배)	8.9	11.9	10.4	9.1
P/B (배)	2.5	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA (배)	7.7	7.8	6.5	5.4
Dividend yield (%)	1.6	1.6	1.6	1.6

자료: 삼성증권 추정

밸류에이션

의약품 및 수탁분야 위주 고른 성장 예상

휴온스에 대해 목표주가 57,000원과 BUY 투자의견으로 커버리지를 재개한다. 목표주가는 2020E EBITDA 546억원에 중견제약사 평균 EV/EBITDA 멀티플인 9.3배를 적용하여 산출하였다.

휴온스 주가는 제약/바이오 섹터의 전반적 투자심리 약화와 특신 업체들의 주가부진, 에스테틱 부문 이관 이후 외형 성장 둔화에 대한 우려, 기대를 모았던 휴톡스의 단기 성과 기여에 대한 기대감 저하로 올해 중 약세를 보였다. 이로 인해 2020E P/E와 EV/EBITDA 멀티플은 각각 10.8배, 6.8배까지 하락했다. 그러나 이관된 에스테틱 부문을 제외하더라도, 휴온스의 '20년 예상 ROE 18.7%로 중견 제약사 평균인 11.8%에 비해 높은 수익성을 기록하고 있음에도 불구하고 중견 제약사 평균 (P/E 기준 21.0배, EV/EBITDA 기준 9.3배)에 비해서도 낮은 멀티플을 보이고 있는 것은 현재 주가수준이 과도한 저평가 상태에 있음을 반증한다.

휴온스의 3분기 연결기준 매출액 914억원(+6.0% YoY), 영업이익 117억원(-13.0% YoY)으로 전망하며, 2019년 연간 매출액 3,546억원(+7.9% YoY), 영업이익 408억원(-9.8% YoY)을 예상한다. 2020년 연간 기준으로는 매출액 3,912억원(+10.3% YoY), 영업이익 472억원(+15.7% YoY)를 전망한다. '20년 의약품 부문은 수출 확대 및 점안제 신규 허가의 영향으로 2,210억원(+11.2% YoY)의 매출을 예상하며, 수탁 부문 역시 증설 효과가 지속되며 541억원(+12.3% YoY)의 안정적 매출이 기대된다. 뷰티/헬스케어 부문은 필터 등 이관 이전에는 미치지 못하지만, 휴톡스 수출 점진적 확대와 웰빙의약품 분야 성장으로 '19년의 역성장장에서 벗어나 854억원(+5.2% YoY)의 매출을 거둘 전망이다.

2019년 들어 인보사 사태, 주요 바이오텍들의 임상 3상 실패 등을 거치며 헬스케어 업종의 투자심리는 약화되었다. 이후 섹터 내에서는 신약가치에 대한 기대감보다도 꾸준한 이익 성장을 실현하는 기업들의 투자가치가 더욱 부각될 것으로 보인다. 휴온스는 신약개발 및 임상 위주의 바이오텍에 비해 단기 내 대형 R&D 모멘텀이 부재하나, 중기에서 장기까지 실질적 매출증대로 이어질 수 있는 실적 모멘텀들은 여전히 풍부하다. 3분기부터는 점안제 생산라인 증설에 따른 효과가 본격적으로 인식되기 시작할 예정이며, 7월 중국허가가 완료된 휴온랜드의 HA인공눈물 역시 중국 출시 이후 점차 지분법이익 인식규모를 늘려갈 것이다. 내년 이후에도 나노복합점안제 국내임상 완료(1Q20) 및 국내 승인, 국소마취제 미국 ANDA 허가여부 발표, 리즈톡스 눈가주름 적응증 추가 획득(2020) 등의 결과에 따라 잠재시장은 더욱 확장될 수 있다. 기존에 부담으로 작용했던 건강기능식품 분야 자회사들 또한 본격적 수익 창출이 기대되면서, 동사가 명실상부한 종합 헬스케어 기업으로 자리매김하는 데 기여할 것이다.

리스크 요인

향후 실적 및センチ먼트에 영향을 미칠 수 있는 리스크 요인은 다음과 같다. 1) 보툴리눔독신 수출 데이터의 반등에 따라 하반기 휴톡스 해외 매출의 회복을 예상하나, 해외 시장에서 보툴리눔독신의 업체간 경쟁이 심화됨에 따라 수출단가가 현재보다 낮아진다면 휴톡스 수출 회복 시기가 더 늦춰질 가능성이 있다. 2) 의약품 부문 성장 기대요인으로 작년 4월 FDA 허가를 획득한 리도카인 주사제 매출확대와 마취제 추가 3개 품목의 ANDA 승인신청을 들 수 있다. 그러나 리도카인 주사제의 미국 공급규모가 낮게 나타나거나 ANDA 승인신청에서 일부 품목이 반려될 경우, 매출 성장률 하향 및 기대감 감소를 가져올 수 있다. 3) 신약 R&D보다 실적 성장에 주안을 둔 제약사인 만큼, 하반기 실적 성장률이 기대에 미치지 못하면 밸류에이션의 추가 디레이팅 가능성이 있다.

휴온스 밸류에이션

(십억원)	환산가치	2020E EBITDA	EV/EBITDA (배)
영업가치 (A)	508	55	9.3
순차입금 (B)	2		
합산가치 (A-B)	506		
보통주주식수 (C, 천주)	8,984		
적정주가 (A/C, 원)	56,319		
목표주가 (원)	57,000		

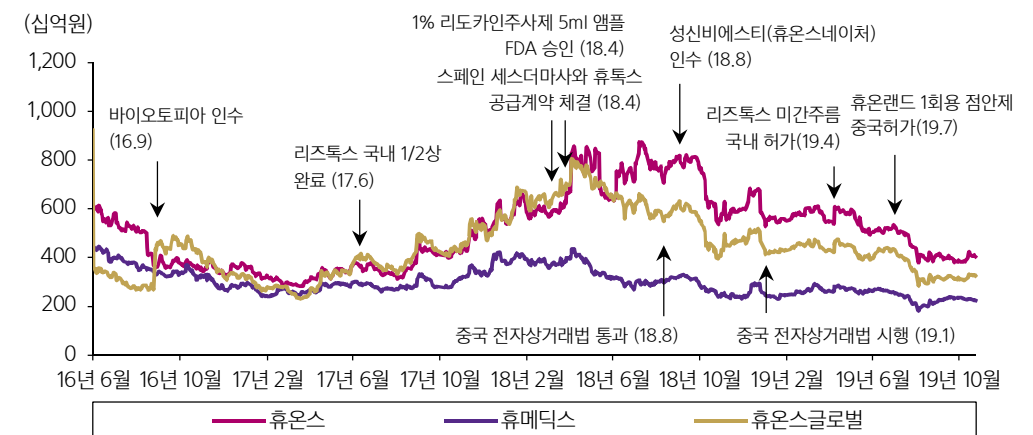
참고: 증권계약사 EV/EBITDA 평균 9.3배 적용
 자료: 삼성증권 추정

휴온스 3분기 preview

(억원, %)	3Q18	2Q19	3Q19E			컨센서스	대비(%)
			추정치	YoY	QoQ		
매출액	863	866	914	6.0	5.5	893	2.3
의약품	436	480	503	15.5	4.9		
뷰티/헬스케어	255	206	212	(17.0)	2.9		
수탁	116	116	133	15.0	14.2		
기타자회사	63	70	72	15.4	2.4		
매출원가	388	399	425	9.5	6.5		
판관비	341	381	373	9.4	(2.1)		
영업이익	134	87	117	(13.0)	33.9	113	3.7
세전이익	163	100	116	(29.1)	15.7	109	6.7
순이익	132	78	93	(30.1)	18.4	90	2.9
영업이익률 (%)	15.6	10.1	12.8			12.6	
세전이익률 (%)	18.9	11.5	12.7			12.1	
순이익률 (%)	15.4	9.0	10.1			10.1	

자료: 휴온스, 삼성증권 추정

휴온스, 휴메딕스, 휴온스글로벌 시가총액 추이



자료: Quantiwise, 삼성증권

휴온스 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)	2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	3,286	3,546	3,912	740	801	863	882	826	866	914	939	908	961	1,007	1,036
YoY	15.4	7.9	10.3	13.6	11.1	15.8	20.7	11.6	8.1	6.0	6.6	9.9	10.9	10.2	10.3
휴온스 (별도)	3,134	3,281	3,605	725	784	807	818	760	802	848	870	838	885	929	954
의약품	1,715	1,987	2,210	391	418	436	470	462	480	503	541	514	534	560	602
전문의약품	941	1,094	1,207	210	230	246	255	249	269	283	294	275	297	312	324
순환기계	340	410	471	79	83	91	86	95	101	110	103	110	116	126	119
소화기계	220	257	283	51	54	54	61	62	63	62	70	68	69	68	77
마취제	214	227	249	50	51	45	67	56	47	50	74	61	52	55	82
뷰티/헬스케어	989	812	854	244	255	255	234	197	206	212	198	207	217	223	208
웰빙의약품	656	681	716	171	169	164	153	164	185	172	160	172	195	181	168
휴톡스	127	101	106	28	39	31	28	25	14	32	30	27	14	34	31
의료기기	2	28	32	0	0	0	2	7	7	7	7	8	8	8	8
수탁	430	482	541	90	111	116	114	101	116	133	131	117	134	146	144
점안제	169	186	209	39	42	41	48	39	46	47	55	45	53	51	60
기타	261	295	332	51	69	75	66	62	70	86	76	72	81	95	84
기타자회사	175	290	332	21	22	63	69	73	69	72	75	78	81	84	88
매출원가	1,470	1,628	1,819	321	344	388	418	361	399	425	444	420	445	466	488
YoY (%)	14.0	10.7	11.8	9.3	1.9	13.5	31.8	12.2	16.0	9.5	6.3	16.6	11.7	9.7	9.8
원가율 (%)	44.7	45.9	46.5	43.4	42.9	44.9	47.4	43.6	46.0	46.5	47.3	46.3	46.4	46.2	47.1
판관비	1,363	1,510	1,621	305	333	341	384	345	381	373	412	376	401	402	442
YoY (%)	13.9	10.8	7.3	6.5	12.3	18.1	18.3	13.1	14.3	9.4	7.1	8.8	5.4	7.9	7.3
판관비율 (%)	41.5	42.6	41.4	41.2	41.6	39.5	43.6	41.8	43.9	40.8	43.8	41.4	41.7	39.9	42.6
영업이익	453	408	472	114	125	134	80	120	87	117	84	112	114	139	107
YoY (%)	24.9	(9.8)	15.7	59.5	42.7	17.2	(10.3)	5.8	(30.1)	(13.0)	5.1	(6.8)	30.9	19.3	27.2
영업이익률 (%)	14.4	12.4	13.1	15.7	15.9	16.6	9.7	15.8	10.9	13.8	9.6	13.4	12.9	15.0	11.2
세전이익	560	418	473	114	136	163	146	119	100	116	83	112	114	140	107
YoY (%)	24.9	(25.4)	13.3	(10.9)	59.0	30.4	33.9	3.9	(26.4)	(29.1)	(43.1)	(5.5)	14.2	20.7	28.9
순이익	446	331	379	85	105	132	124	94	78	93	67	90	91	112	86
YoY (%)	28.3	(25.7)	14.3	(11.1)	57.4	41.5	34.8	10.6	(25.4)	(30.1)	(46.2)	(4.7)	16.9	20.7	28.9
순이익률 (%)	13.6	9.3	9.7	11.5	13.1	15.4	14.0	11.4	9.0	10.1	7.1	9.9	9.5	11.1	8.3

자료: 휴온스, 삼성증권 추정

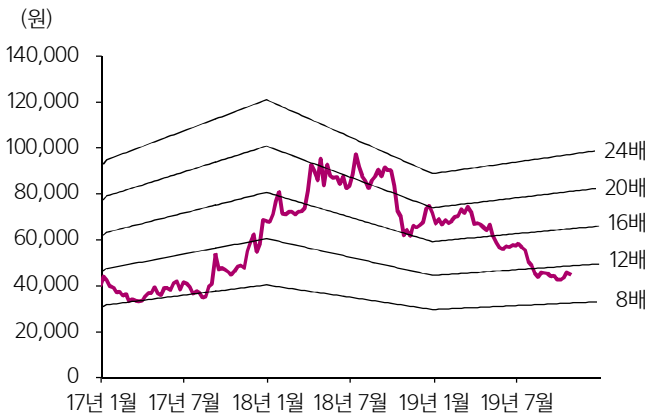
국내 중견제약사 Peer valuation

종목명	시가총액 (십억원)	P/E (배)		EV/EBITDA (배)		ROE (%)		배당수익률 (%)		영업이익률 (%)	
		2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
삼천당제약	758.2	35.2	50.0	16.8	20.3	10.0	9.1	0.1	0.1	18.7	13.6
동국제약	609.1	11.6	10.7	6.6	5.6	14.4	14.0	0.8	0.8	13.4	13.5
보령제약	565.8	14.1	12.2	11.0	9.9	14.2	13.4	0.5	0.5	7.6	7.7
일양약품	408.4	44.9	42.5	13.2	12.0	7.6	8.2	0.5	0.5	8.6	8.6
하나제약	362.1	13.0	11.6	6.8	5.8	13.3	12.8	1.2	1.3	20.3	21.3
유나이티드제약	328.7	10.1	10.1	6.4	5.7	12.0	11.7	1.7	1.7	16.4	16.4
대원제약	298.9	11.0	10.0	6.6	5.5	13.8	13.5	1.7	1.8	11.3	11.3
평균	475.9	20.0	21.0	9.6	9.3	12.2	11.8	0.9	1.0	13.8	13.2
휴온스	401.1	12.4	10.8	8.1	6.8	19.0	18.7	1.7	1.8	11.5	12.1

참고: 휴온스 이외 기업은 컨센서스 기준

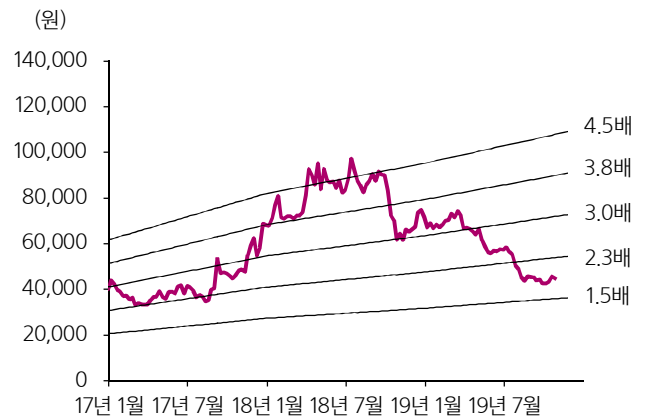
자료: WiseFn, 삼성증권 추정

P/E 밴드



자료: Quantiwise, 삼성증권

P/B 밴드



자료: Quantiwise, 삼성증권

사업부문별 현황 및 전망

의약품 부문: 수출 증대 및 신규허가 기대

의약품 부문은 2분기 480억원(+14.8% YoY)의 매출을 기록하여 개별기준 매출비중의 60%를 차지한다. 휴온스는 단일품목으로 연매출 100억원 이상을 기록하는 소위 블록버스터 의약품은 없지만 300개 이상의 의약품 포트폴리오를 구축한 다품종 소량생산 전략과 주사제, 마취제, 점안제 등 비교우위를 갖춘 분야에서의 확고한 시장내 지위 구축, 그리고 1st 개량신약/제네릭 개발, 제형변경 등으로 타 제품들과의 차별화를 이루었다. 그 결과 의약품 부문 매출성장률 2017년 15.9%, 2018년 17.6%를 기록하는 등 연간 10% 이상의 높은 성장률을 달성해 왔다. '18년 4월에는 1% 리도카인 마취제 5ml 앰플의 FDA 품목승인으로 미국시장 진출에 성공했으며, 미국 Spectra Medical과 20년간 8,300만 달러(최소의무구매금액) 규모의 장기 공급계약을 체결해 안정적인 수출선을 확보했다. 이에 더해 올해 중 국소마취제 3개 품목에 대해 추가로 ANDA 승인을 신청하여, 품목허가 획득 시 향후 미국 마취제 수출 규모는 더욱 확대될 것이다.

안구건조증 치료제 분야 R&D 역시 기대된다. 휴온스는 안구건조증 치료용 나노복합점안제 개량신약(HU007)에 대해 국내 임상 3상을 진행 중이며, 올해 내로 유럽 임상 IND를 제출할 계획이다. 현재 안구건조증 치료제로 허가 받은 품목은 엘러간의 레스타시스(Restasis)와 사이어의 자이드라(Xiidra) 뿐이나, HU007은 기존 치료제(레스타시스)에 비해 사이클로스포린 사용량을 2배 이상 줄이면서도 동일한 항염증 효과를 기대한다. 국내 3상은 1Q20 내로 완료될 예정으로 임상 완료 및 국내 허가 시 기존 제품을 상당 부분 대체할 수 있을 것으로 전망된다. 국내 레스타시스 연간 매출은 약 700억원, 히알루론산 점안액 시장규모는 약 3,000억원으로 알려져 있다. 또한 휴온스는 티모신-베타4(Thymosin-β4)를 타겟으로 하는 안구건조증 바이오신약(HU024)에 대해 전 임상 단계에 있으며, 올해 중 국내 임상 IND를 제출할 계획이다. 휴온스는 2015년 바이오독스텍으로부터 HU024를 기술도입한 이래 중국을 제외한 전세계 독점판매권을 보유하고 있다.

의약품 부문 2019년 매출액은 작년 중순부터 이루어진 미국 리도카인 마취제 수출 확대와 국내에서의 신제품 발매 효과로 인해 1,987억원(+15.9%)을 달성할 것으로 전망한다. 내년도 매출 역시 나노복합점안제 국내 출시의 영향으로 2,210억원(+11.2%)의 안정적 성장을 이룰 전망이다.

수탁 부문: 점안제 증설효과 본격화 전망

휴온스는 점안제 및 기타 의약품 수탁생산(CMO) 사업을 영위하고 있다. 2Q19 수탁부문 매출액은 116억원(+4.9% YoY)으로 전체 매출의 14.5%를 구성하고 있으며, 특히 점안제 수탁 매출(46억원)은 전년 동기대비 9.4%의 높은 성장을 기록했다. 신규 1회용 점안제 생산설비가 도입 완료되어 올해 5월부터 생산을 개시하여 점안제 생산능력은 연간 1.5억관에서 3억관으로 2배 확대되었으며 증설 라인의 매출기여는 3분기부터 본격적으로 시작될 전망이다. 이에 따라 점안제 수탁분야의 고성장은 앞으로도 당분간 지속될 것으로 보인다. 증설효과를 반영하여 2019년 수탁부문 매출액은 482억원(+12.0% YoY)를 전망하며, 2020년 매출액은 541억원(+12.3% YoY)으로 예상된다.

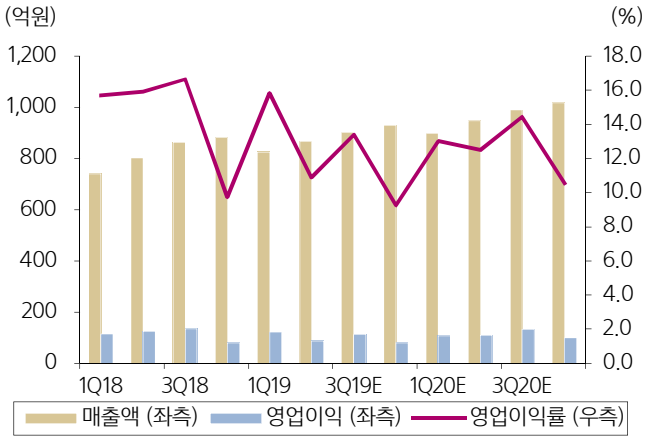
뷰티/헬스케어: 웰빙의약품과 의료기기로 공백기 극복

뷰티/헬스케어 부문은 2Q19 기준 매출액 206억원(-19.3% YoY)으로 전체 매출 비중의 26%를 차지한다. 뷰티/헬스케어 부문은 크게 웰빙의약품, 에스테틱, 의료기기 부문으로 구성되어 있으며, 이 중 에스테틱 부문은 휴톡스, 필러, 기타 에스테틱(뷰티 장비 등)으로 이루어져 있다. 그러나 휴온스는 일감몰아주기 우려 해소를 위해 2019년부터 휴메딕스와 파나시의 필러 및 뷰티 장비 수출 대행으로 발생하던 매출을 각 사로 이관하였고 (단 휴톡스의 해외 수출은 계속 휴온스가 담당) 이에 따라 2Q18에 86억원을 기록했던 에스테틱 부문 매출은 2Q19에는 14억원으로 축소되었다. 필러 및 기타 에스테틱(뷰티 장비 등) 부문은 각각 2018년 110억원, 94억원의 매출을 기록한 효자 부문이었으나, 이들 부문의 이관에 따라 뷰티/헬스케어 사업의 전반적 성장 둔화는 불가피하다.

에스테틱 부문의 매출 공백은 웰빙의약품과 의료기기 부문이 뒷받침할 것으로 보인다. 웰빙의약품 부문은 2분기 매출 185억원(+9.6% YoY)을 기록하였으며, 비만/다이어트 의약품, 면역증강제, 비타민제, 건강기능식품 등의 제품으로 구성되어 있다. 비급여 품목의 확대로 높은 수익성을 누리고 있는 점이 강점이다. 의료기기 부문 2Q19 매출액은 7억원으로 현재로서 비중은 크지 않으나, 당뇨분야 의료기기 포트폴리오에서의 매출 신장이 기대된다. 휴온스는 2018년 미국 Dexcom사의 연속혈당 측정기(G5)를 국내 출시했으며, 인슐린 투여의 편의성을 개선한 웨어러블 인슐린 주입기(EO Patch)의 품목허가를 완료하여 2020년 발매를 앞두고 있다. 특히 보건복지부의 심의 결과에 따라 1형 당뇨병 환자 대상으로 연속혈당측정기 및 인슐린 자동주입기에 대해 2020년 1월부터 건강보험 급여를 적용하게 되어, 환자당 연간 부담금이 70% 이상 경감될 전망이다. 이에 따라 편의성에도 불구하고 가격에 대한 부담으로 구입하지 못했던 환자를 대상으로도 당뇨 의료기기 침투가 빠르게 진행될 것으로 보인다.

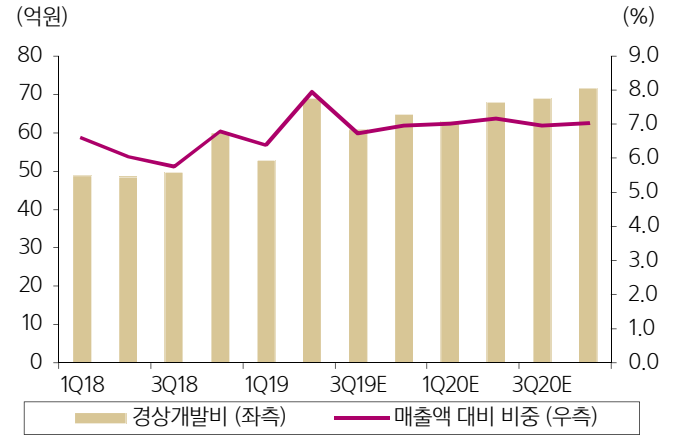
2019년 뷰티/헬스케어 부문 매출은 필러 및 뷰티 장비 부문 이관의 여파로 812억원(-17.9% YoY)으로 부진할 것으로 예상된다. 그러나 웰빙의약품 매출 성장, 휴톡스 수출의 점진적 확대, 당뇨용 의료기기 시장 침투 확대에 따라 2020년에는 매출액 854억원(+5.2%)으로 성장률을 다소 회복할 전망이다.

분기별 실적 추이



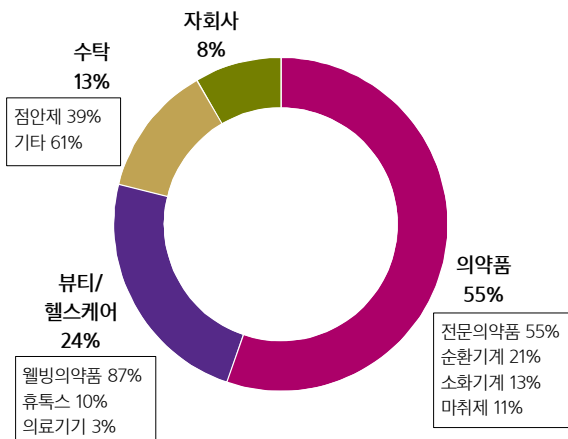
자료: Quantiwise, 삼성증권

R&D 비용 추이



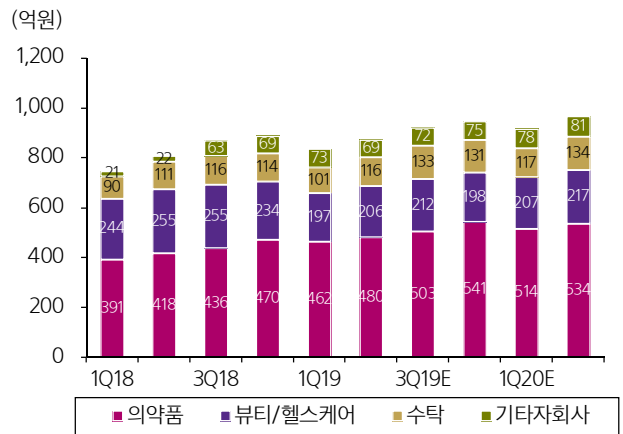
자료: 휴온스, 삼성증권

1H19 부문별 매출액 비중



참고: * 내부거래 제거 전
 ** 전문의약품에는 순환기계, 소화기계 의약품 및 마취제 제외
 자료: 휴온스, 삼성증권

부문별 매출액 추이



참고: 내부거래 제거 전
 자료: 휴온스, 삼성증권

보툴리눔 독신, 시간이 필요하나 우려는 선반영

휴온스의 휴톡스(국내출시명 리즈톡스)는 미간주름 적응증 대상으로 2019년 6월 국내 식약처로부터 허가를 획득해, 국내 기업들 중 4번째로 자체 보툴리눔 독신 제품을 출시하게 되었다. 휴톡스는 바이오토피아로부터 도입한 ATCC3502 균주를 사용하고 있으며, 고순도라는 특징이 있다. 팔자주름 개선에 대해 임상 3상 진행 중으로 2020년 허가가 예상되며, 사각턱에 대해서도 임상을 진행하고 있다. 7월에는 뇌졸중 후 상지근육 경직 치료에 대한 임상 1상 IND 승인을 받는 등 미용용과 치료용 양측에서 적응증을 확장시켜 나가고 있다. 미간주름용 리즈톡스는 2019년 6월 국내 허가 이후 7월 판매를 시작하여 3분기부터는 국내 매출이 인식되기 시작할 것이다.

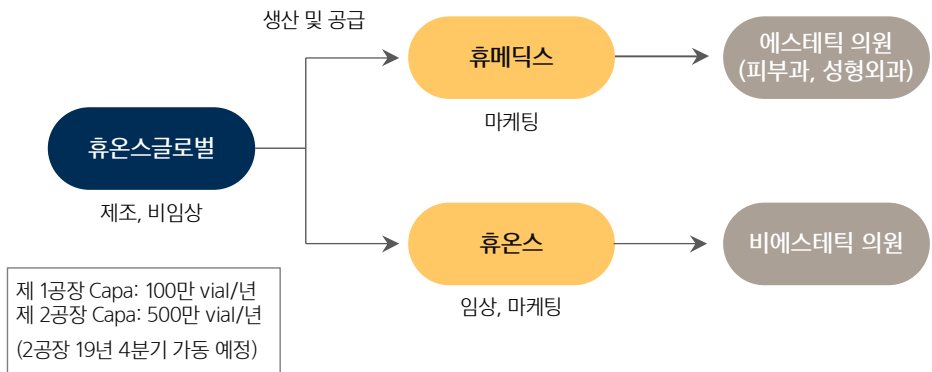
2018년 기준 국내 보툴리눔독신 시장규모는 약 1,300억원 가량으로 추정되며 이 중 휴젤은 510억원, 메디톡스는 461억원의 국내 독신 매출을 기록했다. 휴온스의 보툴리눔 독신 국내시장 진출을 앞두고 시장에서는 고수익성의 독신 매출 확대에 대한 수익성 향상 기대감이 존재했으나, 독신 부문에 대한 기대감이 낮아짐에 따라 주가는 조정되었다.

낮아진 기대감의 이유는 다음과 같다. 1) 작년 3분기부터 중국 파이공 규제 여파로 기존 독신 업체들의 실적 부진이 나타나면서 독신사업 자체에 대한 기대감이 조정되었다. 2) 보툴리눔 독신 제품 간 품질 차별화가 쉽지 않은 여건에서 국내 보툴리눔 독신 시술가 및 공급가격이 이미 상당히 낮아져 있기 때문에, 가격 경쟁력을 통한 리즈톡스 점유율 확대가 제한될 수 있다. 3) 휴온스그룹 내의 리즈톡스 공급구조는 휴온스글로벌이 리즈톡스 제조를 담당하며 휴온스와 휴메디스가 공동판매하는 구조이다. 휴메디스는 피부과 및 성형외과 등 전문에스테틱 의원, 휴온스는 종합병원, 치과, 산부인과 등 비에스테틱 의원에 판매를 담당하여 각각의 판매처에 따라 매출은 개별적으로 인식하게 된다. 현재 승인 받은 적응증은 미간주름밖에 없는 상황에서, 주된 수요처는 피부과 및 성형외과에 제한적일 수밖에 없으며 따라서 당분간 리즈톡스 매출은 주로 휴메디스에서 주로 발생할 것으로 예상된다.

단 휴온스와 휴메디스 간의 공동판매 구조는 휴온스글로벌이 휴온스에게 부여한 독점판매권을 휴메디스에 일부 양도함에 따른 것으로, 휴온스는 휴메디스 판매 매출을 휴온스글로벌로부터 일정비율의 로열티를 지급받게 된다. 구체적인 로열티 비율에 대해서는 공개하지 않았으며, 로열티 매출인식의 규모와 회계처리 방식에 대해서는 3분기 사업보고서 발표 후 확인이 가능할 것이다.

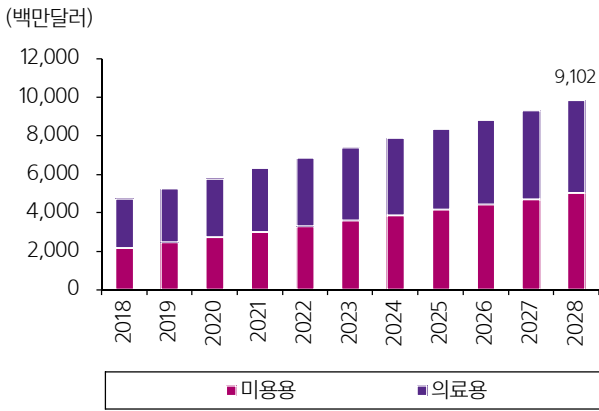
독신 사업에 대한 우려가 선반영된 상황에서, 독신 수출 회복 및 로열티 불확실성 해소는 투자심리 회복에 긍정적으로 작용할 수 있다. 1) 해외 휴톡스 수출은 꾸준한 성장이 예상된다. 휴톡스는 해외에서는 주로 동남아시아, 중남미, 중동 일부 국가로 수출되고 있다. 올해 상반기 휴톡스 해외 매출은 국내 출시를 앞둔 출하량 조절로 인해 39억원(-42.2% YoY)으로 부진했으나, 관세청 제공 보툴리눔 독신 수출데이터(HS Code: 3002903090)에서의 수출액은 작년 3분기와 4분기 YoY 역성장 이후 올해 1분기에 전년동기대비 +9.8%로 반등에 성공, 2분기에는 전년대비 +65.8%로 호조를 보이고 있다. 이에 따라 휴톡스 수출 역시 출하가 정상화되는 하반기부터는 성장성을 회복할 것으로 예상된다. 이에 더해, 휴온스는 유럽, 브라질, 러시아 지역 기업들과 각각 휴톡스에 대한 공급계약을 체결했으며 현지 임상을 진행 중이다. 이들 시장에서 판매를 위해서는 임상 완료 후 현지 허가 취득이 필요한데, 현재 각 지역에서 임상신청 단계에 있다. 지역별 진전 속도는 상이할 수 있으나 2022년에는 세 지역 모두에서 허가 및 출시가 가능할 것으로 전망된다. 2) 공급구조 및 수익인식 구조에 대한 불확실성이 해소될 예정이다. 현재 휴온스의 리즈톡스 판매에 대한 주된 우려는 비에스테틱 의원에 대한 매출이 당분간 한정된 상황에서 휴메디스의 리즈톡스 판매에 따른 로열티 수취규모가 어느 정도일지에 대한 불확실성에서 비롯된다. 그러나 일단 3분기 실적을 통해 로열티 수취규모가 인식된 후에는, 시장침투 정도 및 향후 수익성에 대한 판단이 가시화되고 향후 실적 추정에도 반영이 가능해질 것이다.

휴온스그룹 리즈톡스(국내) 공급구조



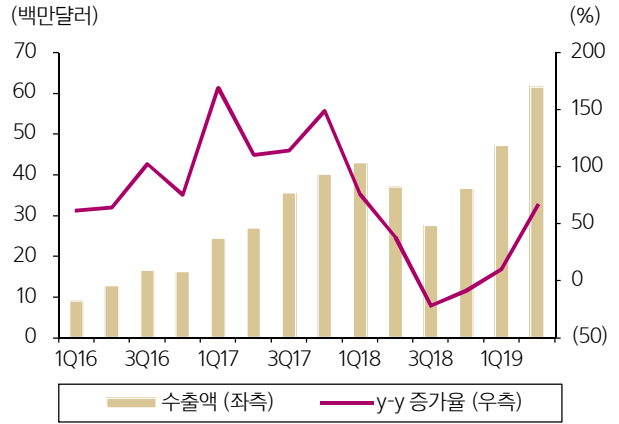
자료: 휴온스, 삼성증권

보툴리눔 독신 글로벌 시장 전망



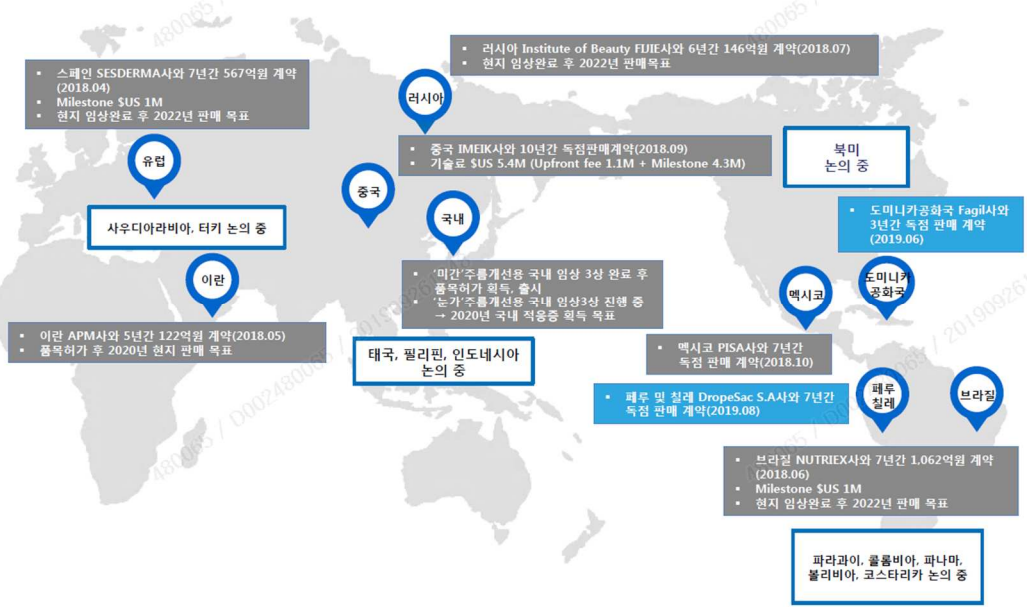
자료: 삼성증권 추정

관세청 한국 보툴리눔독신 수출액 추이



참고: HS Code 3002903090 기준
자료: TRASS, 삼성증권

휴온스 해외사업 진행 현황



자료: 휴온스, 삼성증권

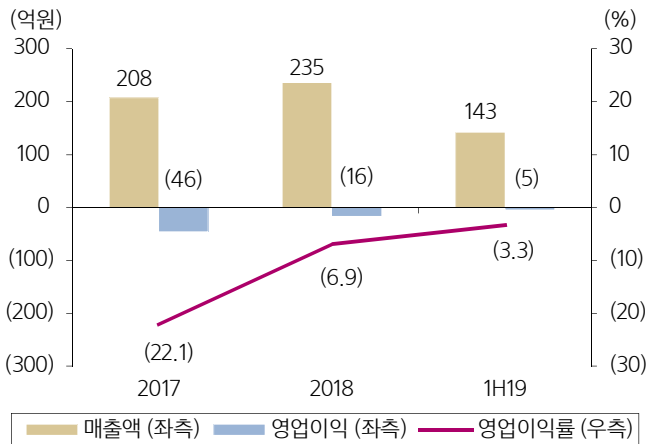
자회사: 눈 앞에 온 흑자전환

휴온스는 건강기능식품 부문으로의 사업확장을 위해 휴온스내츄럴, 바이오토피아, 휴온스네이처 (성신비에스티에서 사명 변경)를 각각 취득하여 자회사로 보유하고 있다. 휴온스는 건강기능식품 R&D, 휴온스내츄럴은 생산 및 판매, 바이오토피아는 원료공급에 주력하며, 휴온스네이처는 홍삼 및 천연물 기반 건기식을 전담하는 자회사 간의 분업구조가 정착되어 있다. 휴온스는 2018년 자회사에서 175억원의 매출액을 거둬들인 반면 27억원의 영업적자를 기록하는 등 (휴온스네이처 실적은 3Q18부터 반영), 건기식 부문은 그동안 전사 이익률에 부담으로 작용해 왔다. 그러나 꾸준한 신제품 출시 및 편의점 등 신규유통채널로 진출하면서 매출 성장 및 실적 개선이 이루어지며, 올해 상반기 자회사 3사의 매출은 143억원을 기록한 반면 영업적자 폭은 5억원에 그쳐 적자폭이 축소되었다. 현 추세가 지속된다면 이르면 올해 중 자회사 부문 BEP 달성이 가능할 것으로 보인다.

한편, 건기식 자회사인 휴온스내츄럴과 바이오토피아간의 합병안이 9월 27일 주주총회에서 통과되어, 양사는 10월 휴온스내츄럴로 통합되게 되었다. 양사 합병을 통해 업무상 중복을 막고 비용을 효율화하는 효과를 거둘 것으로 기대되어 향후 건기식 분야의 수익성 개선은 더욱 가속화될 것으로 예상된다.

휴온스는 2012년 중국 제약사 노스랜드와 합작하여 휴온랜드(Beijing Huonland Pharmaceutical Co., Ltd.)를 설립하였다. 휴온스는 휴온랜드 지분의 43.5%를 보유하고 있다. 휴온랜드는 2016년 녹내장 치료용 점안액의 중국 승인을 받은 데 이어, 올해 7월 인공눈물 히알루론산 0.3% 점안액의 승인을 획득해 내년 초 출시를 앞두고 있다. 휴온스의 점안액은 0.8ml 제형으로 출시되며 기존 중국 시장에서 대부분을 차지하고 있는 0.1%의 대용량 점안액에 비해 농도, 휴대성 및 위생성에서 우위를 가져 고성장중인 중국 점안제 시장에서 효과적인 침투가 기대된다.

자회사 3사 매출액 및 영업이익 합계 추이



참고: * 자회사 3사: 휴온스내츄럴, 바이오토피아, 휴온스네이처
 ** 휴온스네이처 인수(18년 8월) 이전 실적은 휴온스 실적에 미반영
 자료: 휴온스, 휴온스네이처, 삼성증권

휴온랜드 (중국 점안제 JV) 제품 출시 현황

품목	용도	품목허가 신청일	품목허가일
주석산 브리모니딘	녹내장	15.09	16.07 허가
HA 인공눈물	일회용 인공눈물	15.12	19.07 허가
안과용 관류액	안과수술시 관류	4Q17	2H19 예정
올로파타딘	알러지성 결막염	1H19	2021 예정
레보플록사신	각막염	2H19	2021 예정

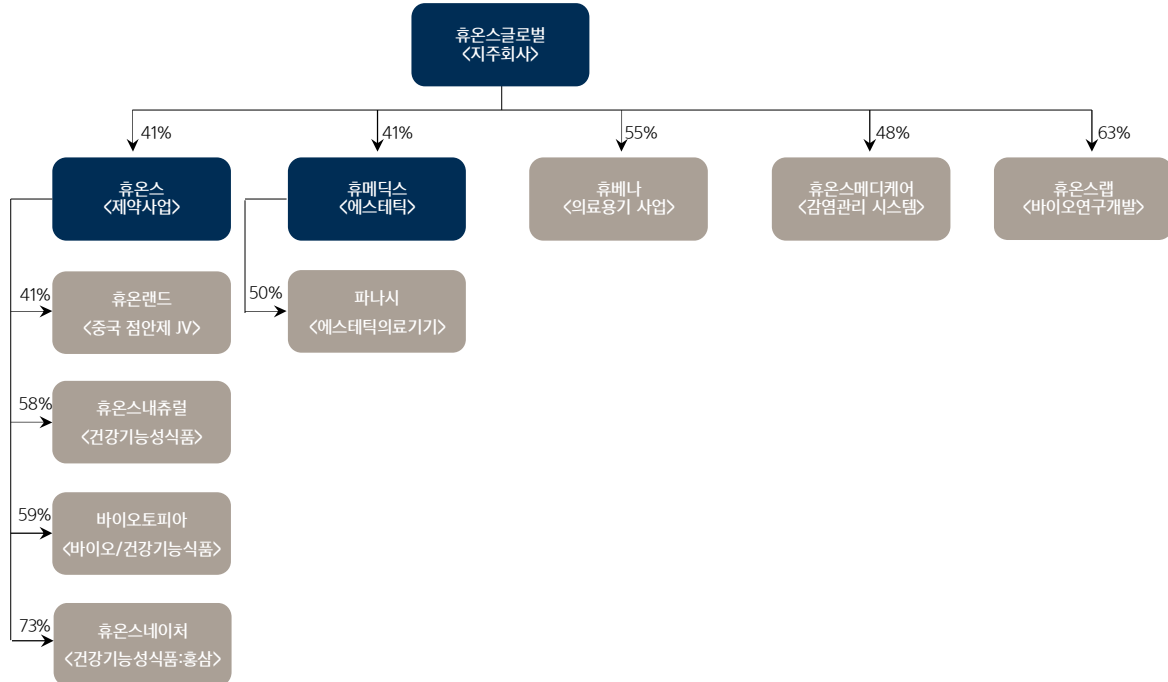
자료: 휴온스, 삼성증권

기업개요

휴온스는 의약품 사업, 뷰티/헬스케어 사업, 수탁 사업 등 다방면의 헬스케어 사업을 영위한다. 특히 국소마취제/주사제 사업을 중심으로 사업 기반을 구축한 이래, 점안제, 웰빙의약품, 에스테틱 등 사업영역을 지속적으로 확장해 왔다. 최근에는 작년 11월 Dexcom사의 혈당측정기의 국내 판매를 개시하면서 당뇨 의료기기 부문에 본격적으로 진출하였고, 휴온스내츄럴(16년 5월), 바이오토피아(16년 9월), 휴온스네이처(18년 8월)를 연이어 인수하며 건강기능식품 분야에서도 사업 영역을 넓혀가고 있다. 휴온스는 2016년 휴온스글로벌이 분할존속회사로서 휴온스(제약사업), 휴메딕스(에스테틱 사업), 휴베나(의료용기 사업) 등 부문별 계열사들을 보유하는 지주회사 구조를 확립했으며, 이에 따라 2016년 5월 휴온스의 주권은 휴온스와 휴온스글로벌로 분할 재상장되었다.

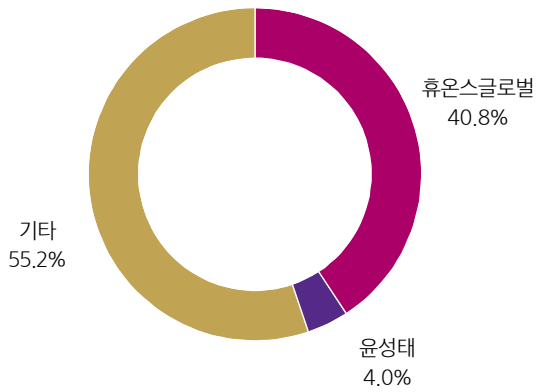
한편, 건강기능식품 계열사인 휴온스내츄럴과 바이오토피아는 각각 건기식 완제품 생산/판매와 건기식 원료 연구개발에 집중하고 있으며, 9월 27일 주주총회를 통해 양사간 합병이 의결되었다. 의결에 따라 합병기일인 10월 29일부로 휴온스내츄럴이 바이오토피아를 흡수합병하여 존속하고 바이오토피아는 해산하게 될 예정이다.

휴온스 그룹 지분구조



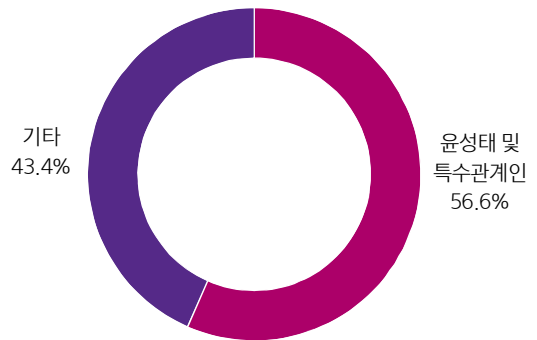
참고: 휴온스내츨렐과 바이오토피아 19년 10월 합병 예정
 자료: 휴온스, 삼성증권

휴온스 지분구조



자료: 휴온스, 삼성증권

휴온스글로벌 지분구조



자료: 휴온스글로벌, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	285	329	355	391	422
매출원가	129	147	163	182	195
매출총이익	156	182	192	209	227
(매출총이익률, %)	54.7	55.3	54.1	53.5	53.8
판매 및 일반관리비	120	136	151	162	173
영업이익	36	45	41	47	54
(영업이익률, %)	12.7	13.8	11.5	12.1	12.7
영업외손익	9	11	1	0	1
금융수익	3	3	1	1	2
금융비용	1	1	1	1	1
지분법손익	(1)	(1)	(0)	0	0
기타	8	10	2	0	0
세전이익	45	56	42	47	54
법인세	10	11	9	9	11
(법인세율, %)	22.4	20.3	20.6	20.0	20.0
계속사업이익	35	45	33	38	43
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	35	45	33	38	43
(순이익률, %)	12.2	13.6	9.3	9.7	10.3
지배주주순이익	35	45	34	38	44
비지배주주순이익	(0)	(1)	(0)	(1)	(1)
EBITDA	41	52	49	55	60
(EBITDA 이익률, %)	14.6	15.7	13.9	14.0	14.2
EPS (지배주주)	3,904	5,035	3,743	4,285	4,922
EPS (연결기준)	3,869	4,964	3,689	4,214	4,840
수정 EPS (원)*	3,904	5,035	3,743	4,285	4,922

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동에서의 현금흐름	30	21	33	35	42
당기순이익	35	45	33	38	43
현금유출입이없는 비용 및 수익	15	14	18	17	16
유형자산 감가상각비	5	6	8	7	6
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
기타	10	8	10	9	10
영업활동 자산부채 변동	(11)	(28)	(8)	(10)	(8)
투자활동에서의 현금흐름	(12)	(25)	(10)	(0)	(0)
유형자산 증감	(9)	(10)	(9)	0	0
장단기금융자산의 증감	(2)	(4)	12	(0)	(0)
기타	(2)	(11)	(12)	0	0
재무활동에서의 현금흐름	5	(9)	(9)	(6)	(6)
차입금의 증가(감소)	3	(9)	1	0	0
자본금의 증가(감소)	0	(1)	0	0	0
배당금	0	(4)	(7)	(7)	(7)
기타	2	5	(4)	0	0
현금증감	23	(13)	24	28	35
기초현금	16	39	26	50	78
기말현금	39	26	50	78	113
Gross cash flow	50	59	51	55	60
Free cash flow	22	11	25	35	42

참고: * 일회성 수익(비용) 제외, ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외
*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 휴온스, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	152	172	205	249	295
현금 및 현금등가물	39	26	50	78	111
매출채권	67	83	87	96	103
재고자산	35	42	46	51	54
기타	11	21	23	25	27
비유동자산	64	79	80	74	68
투자자산	6	10	7	8	9
유형자산	51	63	64	57	51
무형자산	2	1	1	1	0
기타	5	5	8	8	8
자산총계	216	251	285	322	363
유동부채	79	76	85	91	96
매입채무	18	16	19	21	22
단기차입금	23	13	11	11	11
기타 유동부채	37	47	55	59	63
비유동부채	13	8	6	6	6
사채 및 장기차입금	10	3	0	0	0
기타 비유동부채	3	5	6	6	6
부채총계	92	84	91	97	103
지배주주지분	123	163	190	222	260
자본금	3	4	4	4	4
자본잉여금	75	74	74	74	74
이익잉여금	47	88	114	146	184
기타	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
비지배주주지분	2	4	4	3	3
자본총계	124	168	194	226	262
순부채	(9)	(8)	(20)	(47)	(80)

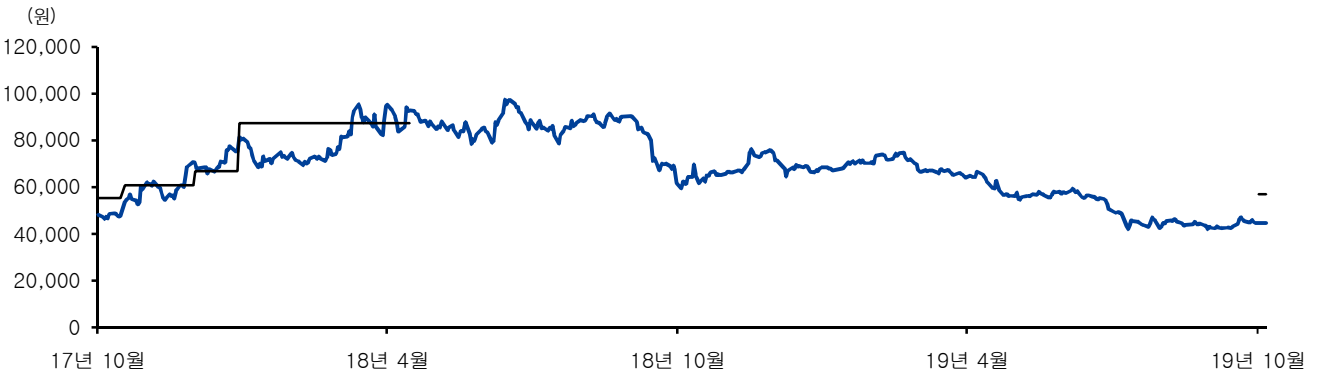
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2017	2018	2019E	2020E	2021E
증감률 (%)					
매출액	68.6	15.4	7.9	10.3	7.9
영업이익	68.2	24.9	(9.8)	15.7	13.6
순이익	134.6	28.3	(25.7)	14.3	14.8
수정 EPS**	51.8	29.0	(25.7)	14.5	14.8
주당지표					
EPS (지배주주)	3,904	5,035	3,743	4,285	4,922
EPS (연결기준)	3,869	4,964	3,689	4,214	4,840
수정 EPS**	3,904	5,035	3,743	4,285	4,922
BPS	13,673	18,199	21,182	24,746	28,946
DPS (보통주)	413	727	727	727	727
Valuations (배)					
P/E***	11.4	8.9	11.9	10.4	9.1
P/B***	3.3	2.5	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA	9.5	7.7	7.8	6.5	5.4
비율					
ROE (%)	32.4	31.6	19.0	18.7	18.4
ROA (%)	17.6	19.1	12.3	12.5	12.7
ROIC (%)	25.8	27.5	20.0	22.1	24.8
배당성향 (%)	10.6	14.4	19.4	17.0	14.8
배당수익률 (보통주, %)	0.9	1.6	1.6	1.6	1.6
순부채비율 (%)	(6.9)	(5.0)	(10.3)	(21.0)	(30.7)
이자보상배율 (배)	33.4	47.2	36.0	40.9	46.2

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 10월 25일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 10월 25일 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 리치센터가 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 투자 의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2017/10/20	11/13	2018/1/24	2019/10/27
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	55,209	60,729	87,281	57,000
과리율 (평균)	(13.53)	4.38	(8.96)	
과리율 (최대/최소)	(11.75)	27.85	9.30	

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 2019년 9월 30일 기준

매수 (76.6%) | 중립 (23.4%) | 매도 (0%)