true friend 한국투자 증권

기업분석
In-depth
헬스케어

2018. 4. 4

휴온스(243070)

보톡스와 안구건조증 치료제로 레벨업

최종 목적지는 한국의 Allergan

글로벌 제약사 Allergan의 성장 역사에서 휴온스의 미래를 내다볼 수 있다. 대표품목이 없었던 휴온스는 보톡스와 안구건조증 신약을 기반으로 18~24년 매출액이 연평균 19% 증가해 상위 제약사로 도약할 전망이다. 또한, 지속적인 인수합병을 통해 새로운 성장동력을 확보할 것이다. Allergan이 지난 10년간 매출이 연평균 21% 증가하며 글로벌제약사로 도약한 배경도 대표 제품의 성공(보톡스, 안구건조증 치료제)과 공격적인 인수합병 때문이다.

미래가 담보된 안구건조증 치료제와 보톡스

휴온스의 차기 성장동력은 안구건조증 치료제(HU024)와 보톡스(휴톡스)다. 환경적 요인으로 안구건조증 환자가 늘어나는 가운데 이중효과가 있는 HU024는 기존 치료제 대비 많은 환자가 효과를 볼 수 있을 것이다. 보톡스 역시 미용에 대한 관심증대와 적응증 확대로 지난 5년간 시장 규모가 연평균 10% 성장했다. 경쟁 심화 우려가 있지만 국내 업체들이 진출한 시장은 아직 전체 시장의 13%에 불과하다. 올해부터 본격적인 수출확대로 휴톡스 매출은 2020년까지 연평균 47% 증가할 전망이다.

휴톡스로 성장 본격화, HU024는 hidden value

휴온스에 대해 매수의견과 목표주가 13만원으로 커버리지를 개시한다. 수출 확대로 휴톡스 매출이 증가하고 이익도 빠르게 늘어날 예정이다. 선진국 진출을 위한 파트너십 체결은 모멘텀이 될 것이다. HU024는 임상 2상 진척에 따라 value 상승으로 이어질 수 있어 지속적인 관심이 필요하다.

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액(십억원)	169	285	322	373	432
영업이익(십억원)	22	35	38	49	57
세전이익(십억원)	20	44	37	48	58
순이익(십억원)	15	34	31	37	45
EBITDA(십억원)	26	43	47	57	66
순차입금(십억원)	13	(9)	(28)	(56)	(98)
영업이익률(%)	12.7	12.4	11.9	13.0	13.3
ROE(%)	16.3	31.4	22.5	23.6	23.7
배당수익률(%)	0.0	0.7	0.6	0.6	0.6
EPS(원)	2,478	5,576	4,934	6,033	7,292
(EPS 증가율, %)	NM	125.0	(11.5)	22.3	20.9
BPS(원)	16,003	20,426	23,589	27,652	34,005
DPS(원)	0	600	600	600	600
PER(x)	23.4	16.1	22.5	18.4	15.2
PBR(x)	3.6	4.4	4.7	4.0	3.3
EV/EBITDA(x)	15.2	12.8	14.1	11.0	8.9

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(신규)

목표주가: 130,000원

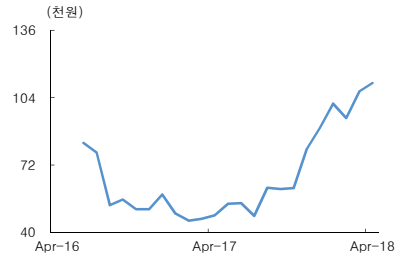
Stock Data

KOSPI(4/3)		2,442
주가(4/3)		110,900
시가총액(십억원)		686
발행주식수(백만)		6
52주 최고/최저가(원)		110,900/45,645
일평균거래대금(6개월, 백만원)		6,281
유동주식비율/외국인지분율(%)		54.8/17.0
주요주주(%)	휴온스글로벌 외 7 인	45.1

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	18.6	83.1	134.1
KOSDAQ 대비(%p)	17.2	49.5	95.3

주가추이



자료: WISEfn

정은영
eunice.jung@truefriend.com

진홍국
hg.jin@truefriend.com

Contents

I. Valuation 2

II. 건강과 미모를 책임진다 5

1. 다각화된 사업 포트폴리오
2. 다양한 먹거리를 준비중인 자회사들

III. 최종 목적지는 한국의 Allergan 8

IV. 첫번째 성장동력: 보톡스 10

1. 대표품목으로 거듭날 휴톡스
2. 빗맞아도 홈런이 될 수 있다
3. 수출지역 확대로 매출 증가

V. 두번째 성장동력: 안구건조증 치료제 17

1. 안구건조증에 특화된 포트폴리오 보유
2. 환경적인 요인으로 성장하는 안구건조증 시장
3. 글로벌 시장을 겨냥한 안구건조증 치료제 개발 중
4. 알짜배기 점안제 수탁 사업

VI. 2020년까지 영업이익 연평균 22% 증가 22

VII. 보톡스 경쟁심화가 최대 리스크 24

기업개요 및 용어해설 24

리포트 작성 목적

- Allergan과의 유사한 성장동력을 기반으로 외형 확대에 대한 근거 제시
- 보톡스와 안구건조증 치료제 투자 매력도 분석
- 사업부문별 실적전망과 밸류에이션 검토

I. Valuation

영업가치
+ 안구건조증 치료제 가치
+ 순현금

휴온스에 대해 매수의견과 목표주가 13만원으로 커버리지를 개시한다. 휴온스의 다양한 사업부문을 고려해 의약품/수탁 사업 부문은 중소형 제약사와, 뷰티/헬스케어 부문은 뷰티 관련 업체들과 비교했다. 안구건조증 신약 HU024는 임상 단계인 점을 고려해 신약의 향후 창출 이익과 성공 확률을 반영해 현재 가치로 할인한 DCF 방식으로 산출했다.

SOTP 방식으로 산출한 적정 시가총액은 8,077억원이며 의약품/수탁 가치 2,413억원, 뷰티/헬스케어 가치 3,559억원, 안구건조증 치료제 가치 1,822억원, 순현금 284억원을 합산해 산출했다. 목표주가의 2018F implied PER은 26배다.

<표 1> SOTP valuation (단위: 십억원, 배, 천주, 원)

		비고
영업가치	**597.2**	
의약품/수탁 가치	**241.3**	
18F EBITDA	27.0	
EV/EBITDA multiple	8.9	중소형 제약사 2018F 평균
뷰티/헬스케어 가치	**355.9**	
18F EBITDA	19.6	
EV/EBITDA multiple	18.2	뷰티 기업 2018F 평균
안구건조증 치료제 가치	**182.2**	DCF 로 산출
순현금	**28.4**	
주주가치	**807.7**	
주식수	6,190	
목표주가	**130,492**	

자료: 한국투자증권

의약품/수탁 본업가치:
중소형 제약사
2018F EV/EBITDA
9배 적용

의약품/수탁 사업의 적정가치는 중소형 제약사 2018년 EV/EBITDA 9배를 적용하여 산출했다. 중소형 제약사들은 신약개발보다는 제네릭과 개량신약 위주로 판매해 대형 제약사 대비 할인되어 거래되고 있다. 휴온스의 2018년 EBITDA 증가율은 8.9%로 R&D 비용 증가가 반영되어 있어 중소형 제약사 평균인 16.1% 대비 낮다. 그러나 휴온스의 2019년 EBITDA 증가율은 23.2%로 중소형제약사 9.6%보다 높아 EV/EBITDA 9배 적용이 타당하다고 판단한다.

<표 2> 중소형 제약사 valuation

(단위: 십억원, 배, % YoY)

		동국제약	경동제약	일동제약	유나이티드제약	삼진제약	평균	휴온스
매출액	2017	354	178	461	197	245		285
	2018F	404	191	516	218	260		322
	2019F	453	206	565	240	280		373
영업이익	2017	48	31	26	32	47		35
	2018F	57	34	38	38	51		38
	2019F	65	37	42	42	56		49
순이익	2017	37	31	26	28	47		35
	2018F	44	23	30	32	39		31
	2019F	50	26	33	36	43		37
PER	2017	16.2	16.0	22.3	17.8	16.0	17.7	16.1
	2018F	14.0	14.0	17.7	14.3	15.2	15.0	22.5
	2019F	12.3	12.4	15.9	12.7	13.8	13.4	18.4
PBR	2017	2.3	1.4	1.8	2.2	2.7	2.1	4.4
	2018F	2.0	1.2	1.8	1.8	2.4	1.8	4.7
	2019F	1.7	1.2	1.7	1.6	2.1	1.7	4.0
EPS 증가율	2017	(8.1)	17.2	79.7	44.2	18.7	30.3	125.0
	2018F	10.1	11.3	31.9	14.4	9.5	15.4	(11.5)
	2019F	13.8	13.2	11.1	12.6	10.2	12.2	22.3
EV/EBITDA	2017	10.1	7.9	13.6	12.6	9.3	10.7	12.8
	2018F	7.8	6.0	12.9	8.7	9.3	**8.9**	14.1
	2019F	6.6	5.3	11.8	7.8	8.0	7.9	11.0
EBITDA 증가율	2017	9.0	15.3	110.8	13.5	9.4	31.6	66.2
	2018F	12.8	7.9	23.0	25.0	11.7	16.1	8.9
	2019F	13.4	10.2	7.8	6.5	10.1	9.6	23.2

주: 4월 3일 종가 기준, 자료: Data Guide, 한국투자증권

뷰티/헬스케어 본업가치: 뷰티 기업 2018F EV/EBITDA 18배 적용

뷰티/헬스케어 사업의 적정가치를 산출 하기 위해 뷰티 기업체들의(휴젤, 파마리서치프로덕트, 휴메딕스) 2018년 EV/EBITDA 18배를 적용했다. 뷰티 기업의 2017~2019년 평균 EBITDA 증가율은 25.7%로, 뷰티 기업들의 개발도상국 대상 매출 확대에 대한 기대감이 반영되어 있다. 휴온스의 뷰티/헬스케어 사업 부문은 수출 증가로 다른 뷰티 기업체들과 유사하게 성장할 것으로 예상해 EV/EBITDA 18배를 적용했다. 메디톡스와 대웅제약은 중국 진출과 미국 진출이 가시화되면서 높은 valuation premium을 받고 있으며 보톡스 출시 초기 단계인 휴온스와 비교하기에는 무리가 있어 비교 대상에 포함하지 않았다.

<표 3> 국내 뷰티 기업 valuation

(단위: 십억원, 배, % YoY)

		휴젤	파마리서치프로덕트	휴메딕스	평균	휴온스
매출액	2017	182	54	55		285
	2018F	218	75	63		322
	2019F	260	110	75		373
영업이익	2017	102	15	12		35
	2018F	124	27	13		38
	2019F	151	38	15		49
순이익	2017	74	13	12		35
	2018F	89	25	11		31
	2019F	108	34	13		37
PER	2017	30.0	43.0	33.4	36.5	16.1
	2018F	29.3	21.0	35.5	25.1	22.5
	2019F	23.9	15.6	30.1	19.8	18.4
PBR	2017	3.4	3.0	3.2	3.2	4.4
	2018F	3.1	2.5	3.1	2.8	4.7
	2019F	2.8	2.1	2.9	2.5	4.0
EPS 증가율	2017	29.8	(6.9)	12.4	10.8	125.0
	2018F	5.0	86.8	(3.9)	23.5	(11.5)
	2019F	22.2	34.9	18.0	24.8	22.3
EV/EBITDA	2017	22.4	34.7	24.7	27.3	12.8
	2018F	15.7	13.0	25.9	**18.2**	14.1
	2019F	12.4	8.3	22.6	14.4	11.0
EBITDA 증가율	2017	59.7	5.9	9.9	22.9	66.2
	2018F	18.8	77.1	(4.0)	26.4	8.9
	2019F	20.5	44.8	19.5	27.7	23.2

주: 4월 3일 종가 기준, 자료: Data Guide, 한국투자증권

DCF로 산정한 안구건조증 치료제 가치는 1,822억원

안구건조증 치료제 HU024의 가치를 라이선스 아웃이 예상되는 2020년부터 peak 점유율을 달성할 것으로 예상하는 2030년까지 세후영업이익(NOPLAT)을 합산해 현재가치로 환산한 DCF 방식으로 도출했다. WACC은 8.5%(D/E 22.6%, 베타 0.64, 시장위험프리미엄 6.2%, 무위험자산수익률 2.8%), 영구성장률은 1%로 적용했다.

※ DCF 주요가정은 다음과 같다.

1) 글로벌 안구건조증 치료제 2018년부터 2030년까지 연평균 2.3% 성장
2) Allergan의 Restasis와 Shire의 Xiidra 글로벌 점유율은 경쟁업체들의 시장 진입에 의해 2030년까지 각각 3.7%, 18.6%로 하락
3) 지트리비엔티 RGN-259 2019년 출시 후 2030년 점유율 32.8%
4) 2030년 HU024 peak 점유율 10%
5) 환율 1,100원/USD, 법인세율 20%
6) 글로벌 제약사로 라이선스 아웃 되었을 때 딜 사이즈는 약 3,000억원, 계약금은 300억원으로 가정
7) 로열티는 일반적인 계약의 특성상 약 13%로 가정
8) FDA의 임상 2상 성공확률 36% 적용

<표 4> 안구건조증 치료제 HU024의 가치

	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
세계 안구건조증 치료제 시장													
시장규모(백만달러)	2,535	2,371	2,420	2,520	2,606	2,692	2,778	2,864	2,950	3,039	3,130	3,224	3,320
% YoY	(17.3)	(6.5)	2.1	4.1	3.4	3.3	3.2	3.1	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
주요 제품 매출 전망(백만달러)													
Restasis	702	337	240	220	186	176	167	159	151	144	136	130	123
Xiidra	469	636	768	840	913	931	885	796	756	719	683	649	616
RGN-259	0	25	150	311	466	570	745	909	944	978	1,014	1,051	1,089
기타	1,364	1,372	1,262	1,150	1,041	1,015	972	968	1,002	1,030	1,028	1,085	1,146
주요 제품 MS(%)													
Restasis	27.7	14.2	9.9	8.7	7.1	6.5	6.0	5.6	5.1	4.7	4.4	4.0	3.7
Xiidra	18.5	26.8	31.7	33.3	35.0	34.6	31.8	27.8	25.6	23.6	21.8	20.1	18.6
RGN-259		1.1	6.2	12.3	17.9	21.2	26.8	31.7	32.0	32.2	32.4	32.6	32.8
기타	53.8	57.9	52.2	45.6	40.0	37.7	35.0	33.8	34.0	33.9	32.8	33.7	34.5
HU024													
일정	2상 진입		2상 완료	3상 1상	3상 2상	시판 허가	출시						
End-market sales(백만달러)							8	32	96	168	269	309	346
MS(%)							0.3	1.1	3.3	5.5	8.6	9.6	10.4
계약금과 마일스톤(A,백만달러)			27	21	21	45	64		32		32		32
로열티(B,13%)							1	4	12	22	35	40	45
소계(A+B)			27	21	21	45	65	4	44	22	67	40	77
NOPLAT(백만달러)			22	17	17	36	52	3	35	17	53	32	61
NPV of NOPLAT(백만달러)			17	12	11	22	29	2	17	8	22	12	21
NPV of NOPLAT(십억원)			19	13	12	25	32	2	19	9	24	13	23
NPV(18F~30F,십억원)	191												
Terminal value(십억원)	315												
Total value(십억원)	506												
적정가치(십억원)	**182**	임상 2상 성공 확률 36% 반영											

주: 2018~2022년 안구건조증 치료제 시장규모와 Restasis, Xiidra 전망은 Evaluate Pharma 수치
자료: Evaluate Pharma, 한국투자증권

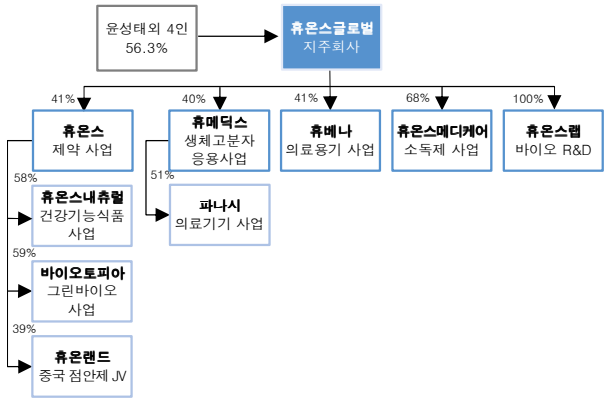
II. 건강과 미모를 책임진다

1. 다각화된 사업 포트폴리오

종합 헬스케어 기업

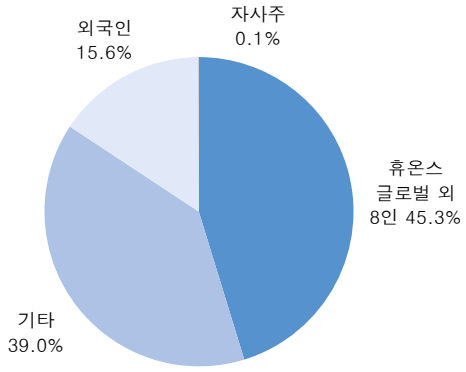
휴온스는 전문의약품을 기반으로 웰빙의약품, 에스테틱 등으로 다각화된 사업 포트폴리오를 보유하고 있는 종합 헬스케어 기업이다. 휴온스의 전신은 1965년 설립한 광명약품공업사다. 광명약품은 1999년 광명제약, 2003년 휴온스로 상호 변경 후 2006년에 상장했다(코스닥). 2016년 5월 인적분할을 통해 지주회사(휴온스글로벌) 체제를 구축하고 사업회사(휴온스)를 신규 설립 및 상장했다. 최대주주는 지분 41%를 보유한 휴온스글로벌이며, 자회사로 휴온스내츄럴, 바이오토피아, 휴온랜드가 있다.

[그림 1] 지배구조



주: 2017년 기준
자료: 휴온스, 한국투자증권

[그림 2] 주주구성



주: 2017년 기준
자료: 휴온스, 한국투자증권

다변화된 사업 포트폴리오를 보유하고 있는 휴온스는 사업 부문별 매출비중이 의약품 51%, 뷰티/헬스케어 34%, 수탁 12%, 기타 3%로 이루어져 있다.

의약품: 다품종 소량판매

의약품 부문은 전문의약품(순환기, 내분비, 소화기, 항생제 등), 점안제와 국소마취제로 나뉜다. 전문의약품은 200개 품목을 다품종 소량생산 판매하고 있다. 300개 의약품에 대한 품목등록을 보유하고 있어 매년 시장 요구에 맞는 신제품을 출시하고 있다. 점안제는 노바티스(알콘)와 co-promotion을 통해 판매하고 있다. 치과용 국소마취제인 리도카인은 국내 점유율 1위다.

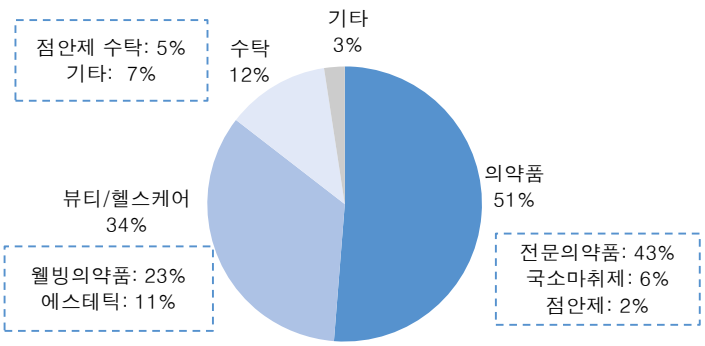
뷰티/헬스케어: 웰빙의약품과 에스테틱

뷰티/헬스케어부문은 웰빙의약품(비만, 면역증강, 기타 영양 주사제)과 에스테틱(휴톡스, 더마필러, 더마샤인) 관련 제품들의 판매를 담당한다. 보툴리눔 톡신(보톡스)인 휴톡스는 휴온스글로벌이 제조와 생산을, 휴온스가 판매와 마케팅을 전담한다. 더마필러는 계열사인 휴메딕스가 제조한 제품을 수출 및 수도권 외 지역에서 판매하고 있다.

수탁: 점안제와 의약품 생산

수탁사업은 점안제 수탁과 의약품 수탁으로 구분되어 있다. 점안제 수탁은 산텐 제약의 안구건조증 치료제(Diquas-S) 및 국내 제약사들을 대상으로 수탁 생산하고 있다. 의약품 수탁 생산은 국내외 50여개 제약사를 대상으로 공급하고 있다.

[그림 3] 매출 비중 – 다변화된 사업 포트폴리오



주: 2017년 기준
자료: 휴온스, 한국투자증권

R&D: 신성장동력을 확보하기 위해 다양한 파이프라인 개발 중

제네릭 판매를 넘어 신성장동력을 확보하기 위해 휴온스는 다양한 파이프라인을 개발하고 있다. 주요 파이프라인은 보톡스인 휴톡스와 안구건조증 신약인 HU024이다.

<표 5> R&D 파이프라인 – 주요 파이프라인은 휴톡스와 안구건조증 치료제 HU024

		후보물질	임상 1 상	임상 2 상	임상 3 상
바이오	휴톡스				국내, 1Q19 출시
	안구건조증치료제 (HU024)			미국 임상 예정	
개량	나노복합점안제				국내, 1Q19 출시
	항응고제				
	골다공증				
	항혈전제				
합성	장질환치료제				
	표적항암제				
	아토피				
	자가면역질환				

자료: 휴온스, 한국투자증권

2. 다양한 먹거리를 준비중인 자회사들

휴온스는 자회사들을 통한 신성장동력 확보에도 적극적이다. 휴온스는 합작법인인 휴온랜드를 통해 중국 점안제 시장에 진출하고, 자회사인 휴온스내츄럴과 바이오토피아를 통해 건강기능식품 시장에 진출했다.

중국 점안제 시장 공략

휴온랜드: 휴온스와 중국 노스랜드가 함께 중국 점안제 시장을 공략하기 위해 2012년 8월에 설립한 합작법인이다. 휴온스는 39%, 노스랜드는 61%의 지분율을 보유하고 있다. 주력 제품은 녹내장 치료제인 주석산브리모니딘 점안액이다. 현재 5개 점안제 품목을 출시하기 위해 준비하고 있으며, 올해 각막염 치료제인 레보플록사신과 히알루론산 인공눈물 허가가 예정되어 있다.

<표 6> 휴온랜드 제품 현황

품목	용도	품목허가 신청일	품목허가예정일
주석산 브리모니딘	녹내장	2015.09	2016.07(판매중)
레보플록사신	각막염	2015.12	1H18
히알루론산 인공눈물	인공눈물(일회용)	2015.12	1H18
올로파타딘	알레르기성 결막염	1H18	2019
목시플록사신	항생제, 각막염	1H18	2019
안과용 관류액	안과 수술시 관류액(백내장등)	4Q17	2019

자료: 휴온스, 한국투자증권

건강기능식품 전문 업체

휴온스내츄럴: 2016년에 휴온스가 인수한 건강기능식품 회사다. 휴온스가 제품을 개발하면 휴온스내츄럴에서 생산 및 판매를 담당하고 바이오토피아가 원료를 공급한다. 주요 제품은 '발효허니부쉬추출물'을 활용한 건강기능제품으로 알약, 캡슐, 껌, 음료수, 화장품 등 다양한 제형으로 이너뷰티 제품을 출시했다. 휴온스는 발효허니부쉬추출물이 가진 자외선 차단 기능에 대해 식품의약품 안전처로부터 개별인정형 원료로 인증 받았다. 개별인정형 원료란 누구나 사용할 수 있는 비타민과 같은 고시형 원료와는 다르게 개발 업체가 원료에 대해 개별인정형 원료로 인정받으면 해당 업체만이 원료를 제조 또는 판매할 수 있다.

[그림 4] 휴온스내츄럴 허니부쉬 관련 제품

허니부쉬 음료 | 허니부쉬 츄어블 | 허니부쉬 캡슐 | 허니부쉬 티 | 허니부쉬 분말 | 허니부쉬 에센스

자료: 휴온스내츄럴, 한국투자증권

건기식 완제품, 원료 생산 업체

바이오토피아: 2016년에 휴온스에 인수된 발효, 건기식 완제품, 원료 제품을 생산하는 그린 바이오 기업이다. 2017년 11월 식품의약품안전처로부터 발효추출 건기식 일괄공정 GMP 인증을 받았다. 향후 휴온스내츄럴 건강기능식품 원료생산뿐 아니라 OEM(주문자 상표부착 생산) 및 ODM(제조업자 개발생산) 사업으로 확대할 예정이다.

III. 최종 목적지는 한국의 Allergan

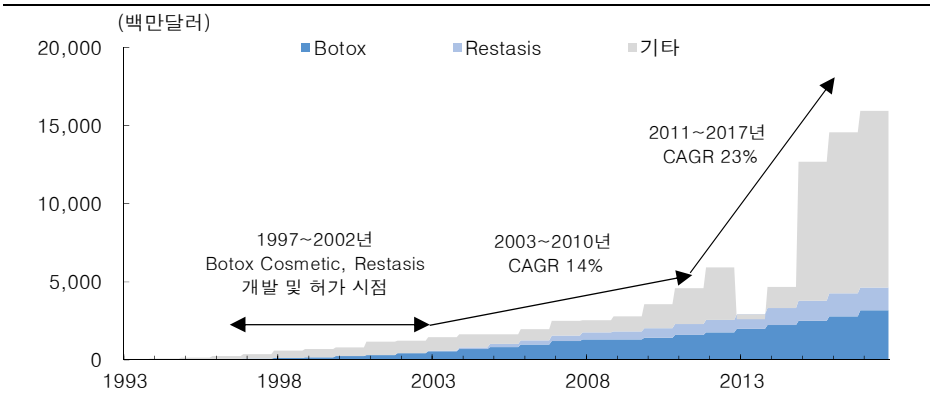
Allergan과 유사한 성장동력을 기반으로 상위제약사로 도약

휴온스는 Allergan처럼 보톡스, 안구건조증 치료제, 인수합병을 기반으로 상위제약사로 도약할 전망이다. Allergan이 글로벌 제약업체로 도약하는 데는 Restasis의 성장이 탄탄한 기반으로 작용했다. 2002년 Restasis와 Botox Cosmetic 허가를 기점으로 Allergan의 매출액은 2003~2010년 연평균 14% 증가했으며, 2010년 두 제품의 매출 비중은 57%에 달했다. 2011년 이후는 공격적인 인수합병으로 외형을 확대해 오늘날의 글로벌 제약사가 되었다.

휴톡스와 HU024가 대표품목으로 거듭나는 시점

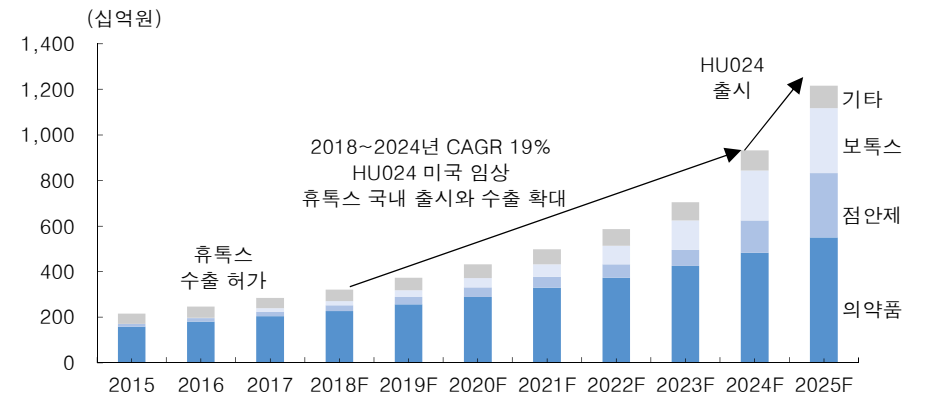
그동안 다품종 소량생산에 집중하느라 대표품목이 없었던 휴온스는 휴톡스와 HU024가 Allergan의 Botox와 Restasis와 같은 대표품목으로 거듭나는 시점에 있다. 올해는 차기 성장 동력이 될 안구건조증 치료제 HU024가 미국 임상 2상에 진입하며, 휴톡스는 매출이 본격적으로 늘어날 것이다. 순항하던 기존 사업부에 휴톡스를 탑재한 휴온스의 매출은 2018~2024년 연평균 19% 증가할 전망이다. 2024년은 HU024 출시와 휴톡스의 선진국향 수출 증가로 본격적인 고성장기에 진입해 연매출액 1조원을 넘어서는 상위제약사로 도약할 것이다.

[그림 5] Botox와 Restasis는 Allergan의 기반을 다져준 대표 제품



주: CAGR 수치는 해당구간 연평균 매출액 증가율
자료: Evaluate Pharma, Bloomberg, 한국투자증권

[그림 6] 휴톡스와 HU024가 대표품목으로 거듭나면서 상위제약사로 도약



주: CAGR 수치는 해당구간 연평균 매출액 증가율
자료: 한국투자증권

Botox와 Restasis를 기반으로 성장한 글로벌제약사 Allergan

Allergan(이전 상호명 Actavis)은 1983년 미국 일리노이에서 설립된 다국적 제약사다. 메디컬 에스테틱, 안과 질환, 신경 질환, 감염 등 다각화된 치료 분야의 의약품 포트폴리오를 보유했으며 우리가 흔히 아는 보툴리눔 톡신(보톡스) 제제인 Botox 및 안구건조증 치료제 Restasis를 개발했다. 2010년부터 공격적인 인수합병으로 외형성장을 일궈왔다.

Allergan과 휴온스는 인수합병으로 신성장동력 확보

휴온스와 Allergan은 인수합병을 통해 새로운 성장동력을 마련한 점도 유사하다. Allergan은 2010년부터 적극적인 인수 및 제휴를 통해 회사 규모를 키워나갔다. 2013년 Warner Chilcott를 인수하며 미국에서 세번째로 큰 제약사로 거듭났으며 2015년 Actavis는 Allergan을 인수해 피부/성형 사업 분야를 확장했다. 기존 중추 신경계 시스템과 위장질환, 여성건강, 비뇨기과 등의 치료제 파이프라인에 안과, 신경과학, 의학미학, 피부과, 성형외과 관련 치료제가 추가되어 다양한 의약품을 개발/생산하는 글로벌 제약사가 되었다.

[그림 7] Allergan의 인수합병 연혁

자료: Allergan, 한국투자증권

휴온스는 시너지가 날 수 있는 기업 위주로 인수

2010년대 들어서면서 휴온스는 산업의 발전 잠재력과 인수할 회사의 자금, 기술력, 영업 중 휴온스가 메워줄 수 있는 부분이 있다고 판단될 시 인수를 적극적으로 추진했다. 휴온스는 건강이 트렌드인 시대가 도래함에 따라 건강기능식품 시장의 잠재력을 보고 휴온스내츄럴과 바이오토피아를 인수해 건강기능식품 사업에 진출했다. 휴온스내츄럴은 아직 사업 초기 단계로 의미 있는 이익을 내진 못하지만, 본격적인 제품 출시와 마케팅으로 건강기능식품의 매출 증가세가 지속될 것이다. 2012년 중국 노스랜드와 합작 법인으로 탄생한 휴온랜드는 중국 점안제 시장을 공략한다. 2년간 다양한 파이프라인의 허가가 예정되어 있어 신제품 출시와 함께 외형 성장이 예상된다.

IV 첫번째 성장동력: 보톡스

1. 대표품목으로 거듭날 휴톡스

Allergan의 Botox처럼 휴톡스는 휴온스의 대표품목으로 거듭난다

휴톡스는 Allergan의 Botox처럼 휴온스의 대표제품으로 거듭날 전망이다. Allergan은 1989년 안검경련 치료제로 Botox를 출시했으며 2002년 미용 목적의 주름살 개선에 대해 FDA 승인을 받았다. 그 이후 적응증 확대 및 신규 국가 진출을 통해 글로벌 제품으로 거듭났다. Botox는 2017년에 31억달러의 매출을 달성했으며, Allergan 전체 매출의 20%를 차지하는 대표 제품이다. 휴온스는 국내에서 메디톡스, 휴젤, 대웅제약에 이어 '휴톡스'라는 이름으로 보톡스 시장에 진출했다.

<표 7> Allergan과 휴온스의 보톡스

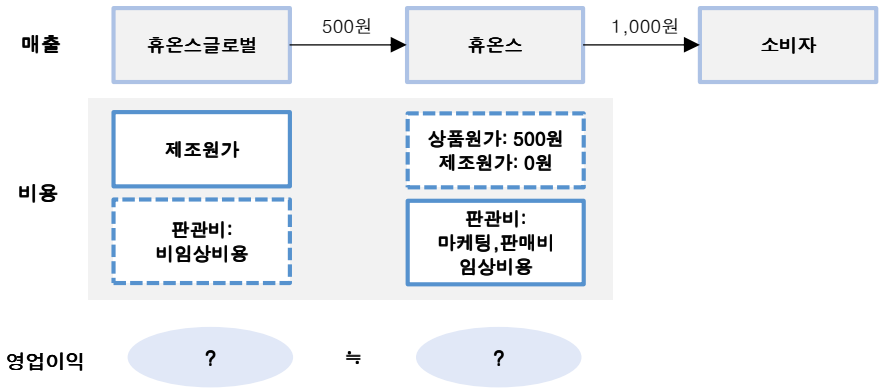
	Allergan	휴온스
제품 이름	Botox	휴톡스
판매 국가	전세계	개발도상국
출시	치료용: 1989 년 미용: 2002 년	미용: 2016 년
적응증	만성 편두통, 과민성 방광증후군, 눈꺼풀 떨림, 뇌성마비로 인한 첨족기형, 경부근긴장이상증, 다한증, 상지근육경직, 미간주름개선, 눈가주름 개선, 요실금, 하지경직, 사시	미간 주름
보톡스 매출액(2017 년)	31 억달러	149 억원
보톡스 매출 비중	20%	5%

자료: Allergan, 휴온스, 한국투자증권

휴온스글로벌은 제조, 휴온스는 판매 및 유통

휴톡스 사업구조는 휴온스글로벌이 제조를 담당해 제조원가를 부담하고, 휴온스는 판매 및 유통을 담당해 관련된 비용을 부담한다. 매출은 두 회사가 절반씩 배분한다.

[그림 8] 휴톡스 사업구조



자료: 한국투자증권

1. 빗맞아도 홈런이 될 수 있다

휴톡스, 수익성 개선에 기여

휴톡스는 시장 내 후발주자로 향후 점유율 확대에 대한 우려가 있을 수 있으나 휴온스의 기존 사업부문들 대비 수익성이 높아 적은 매출로도 회사의 수익성을 견인할 수 있다. 올해는 개발도상국으로 수출이 늘어나고 2019년에는 국내 출시가 예정되어 있어 휴톡스 매출은 올해 191억원에서 2020년 414억원으로 증가할 전망이다. 휴톡스 매출비중은 올해 5.9%에서 2020년 9.6%로 확대되고 영업이익률은 11.9%에서 13.3%로 향상될 것이다.

아직 개척할 수 있는 시장은 크다

보톡스 시장은 경쟁이 심화되고 있지만 여전히 가능성도 큰 시장이다. UBS Pharmaceutical Handbook에 의하면 2018년 보톡스 시장은 4.9조원, 치료용 시장은 2.7조원, 미용 시장은 2.2조원이 될 것이다. 현재 국내 기업들(메디톡스, 휴젤, 대웅제약, 휴온스)은 시장규모 6,700억원에 해당하는 ROW(Rest of the world) 미용시장에만 진출한 상황이다. 그리고 국내 업체들의 2017년 보톡스 매출액은 2,367억원으로 이는 ROW 미용 보톡스 시장에서 39%, 글로벌 미용 보톡스 시장에서 11%에 해당하는 규모다. 국내 보톡스 업체들은 유럽, 미국, 중국 미용 시장 진출 후 치료용 시장에도 진출할 수 있다. 또한, 아직 공식적으로 개화하지 않은 중국 시장 및 기대수명 증가로 인해 젊음에 대한 관심이 계속 커질 수 밖에 없는 점 등은 보톡스 시장에 우호적인 요소다.

<표 8> 보톡스 시장

1 분류	2 분류	3 분류
보톡스 시장 4.9 조	치료 2.7 조원	미국 1.8 조원
		유럽 5,600 억원
		ROW 4,000 억원
	미용 2.2 조원	미국 1.1 조원
		유럽 4,000 억원
		ROW 6,700 억원

주: 2018년 추정치
자료: UBS Pharmaceutical Handbook, 한국투자증권

적응증 추가로 계속 확대되는 시장

적응증이 추가되며 보톡스 시장이 커지고 있는 점도 긍정적이다. 현재 보톡스는 미용 적응증인 주름 개선 외에 사시, 안검경련, 소아뇌성마비, 다한증 등에 사용되고 있으며, Allergan은 추가로 6개 적응증(비뇨기 질환, 우울증, 이마 주름, 활경근축소술, 교근축소술, 다용도 목적)에 대해 연구/개발하고 있다. 또한, 최근 보톡스가 고혈압과 척추 손상 치료에도 효과가 있다는 연구 결과가 나오면서 적응증 영역이 확대될 여지가 커지고 있다.

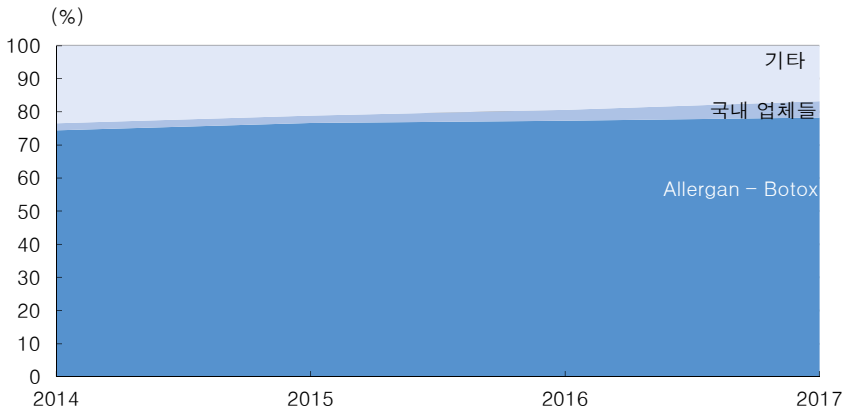
[그림 9] Allergan이 개발중인 다양한 Botox 적응증

자료: Allergan, 한국투자증권

국내 업체들 간에 수출 가격 경쟁은 제한적

국내 업체들은 해외 업체들의 점유율을 뺏어오는데 주력하고 있어 국내 업체들 간에 수출 가격 경쟁은 제한적일 것이다. 국내 업체들은 Allergan의 Botox와 기타 해외 업체들 대비 저렴한 가격으로 해외 시장을 공략하고 있다. 전세계 보톡스 시장에서 국내 업체들의 점유율은 5%로 추정된다. 수출 지역확대와 가격경쟁력을 바탕으로 확보할 수 있는 시장이 크기 때문에 추가적인 가격 인하로 수익성을 악화시키기 보다는 수출 지역을 늘려가며 점유율을 확보해 나갈 전망이다.

[그림 10] 국내 업체들은 전세계 보톡스 시장에서 점유율 5%밖에 안된다



자료: 각 사, 한국투자증권

2. 수출지역 확대로 매출 증가

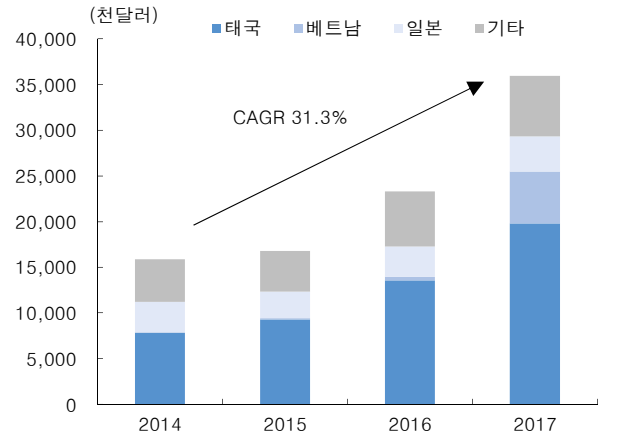
2017년 블록버스터로 등극한 휴톡스

휴톡스는 출시한 지 1년 만에 블록버스터 제품으로 거듭났다. 휴온스는 다품종 소량판매의 의약품 사업구조로 되어 있어 블록버스터(100억원 이상)제품이 없었다. 2016년 10월 휴톡스 수출용 허가 품목을 승인 받아 일부 지역(일본, 동남아, 남미, 중동)에 판매를 시작했으며 지난해 148억원의 매출을 달성했다. 올해는 수출지역이 더 확대되면서 매출도 늘어날 것이다.

2018년 휴톡스 수출 29% 증가 전망

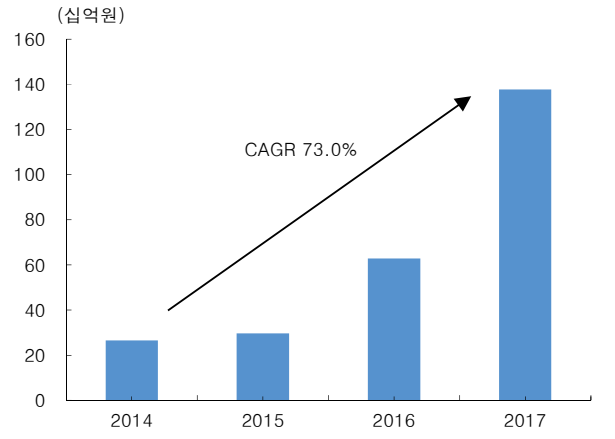
올해 휴톡스는 개발도상국 대상 수출 증가로 매출액이 전년 대비 29% 늘어날 전망이다. 출시 초기시점인 만큼 수출대상국을 정확히 파악하긴 어렵지만 우리는 휴온스의 수출 지역이 휴젤 및 메디톡스와 상당 부분 겹칠 것으로 추정한다. 임상이 따로 필요한 지역을 제외한 휴온스의 주요 수출 지역은 태국, 베트남, 일본, 콜롬비아 등일 것이다. 관세청에 따르면 해당 지역의 보톡스 수출 규모는 2014년부터 2017년까지 연평균 31.3% 성장해 국산 보톡스 침투율이 빠르다. 휴톡스 매출액은 타겟 시장의 높은 수출 성장세와 신규 국가 진출 및 수출 물량 확대로 191억원을 기록할 전망이다. 이는 2017년 메디톡스와 휴젤 수출의 13.9%에 해당한다.

[그림 11] 휴온스 수출 추정국의 보톡스 수입 규모



자료: 관세청, 한국투자증권

[그림 12] 메디톡스, 휴젤 보톡스 수출 합산 추이



자료: 각 사, 한국투자증권

<표 9> 국내 보톡스 업체들의 수출 국가 추정

메디톡스	과테말라, 뉴질랜드, 니카과라, 도미니카 공화국, 레바논, 멕시코, 몽골, 베트남, 벨라루스, 볼리비아, 브라질, 아제르바이잔, 에콰도르, 엘사바도르, 우즈베키스탄, 우크라이나, 일본, 이란, 인도, 조지아, 칠레, 카자흐스탄, 코스타리카, 콜롬비아, 키리기스스탄, 태국, 파나마, 파라과이, 페루, 필리핀, 홍콩
휴젤	과테말라, 도미니카 공화국, 러시아, 몽골, 베트남, 볼리비아, 브라질 아제르바이잔, 에콰도르, 엘사바도르, 우크라이나, 우루과이, 온두라스, 일본, 인도, 조지아, 칠레, 코스타리카, 콜롬비아, 쿠웨이트, 태국, 파나마, 파라과이, 페루, 필리핀
휴온스	과테말라, 도미니카 공화국, 몽골, 베트남, 볼리비아, 아제르바이잔, 에콰도르, 엘사바도르, 우크라이나, 일본, 인도, 조지아, 칠레, 코스타리카, 콜롬비아, 태국, 파나마, 파라과이, 펠루, 필리핀

자료: 한국투자증권

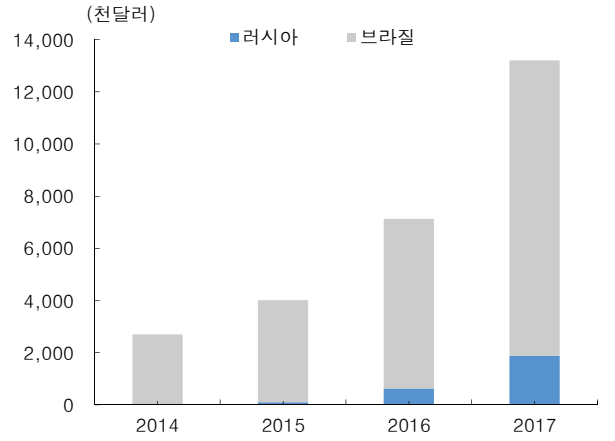
올해는 러시아/유럽/브라질 계약 체결이 주요 이벤트

올해 휴온스는 주요 국가와 휴톡스 수출 계약을 체결해 선진국 진출을 위한 교두보를 마련한다. 지난해 8월, 유럽, 러시아, 브라질의 현지 기업들과 1,000억원대 수출 MOU를 체결했으며 올 상반기에 본계약 체결을 앞두고 있다. 예정대로 계약 체결 시 2019년 임상 3상 진입, 2020년 임상 종료 후 허가신청, 2021년 시판허가, 2020년 시판 판매가 예상된다.

러시아/유럽/브라질 파트너사가 중요하다

러시아, 유럽, 브라질은 잠재력이 큰 시장이다. 국제성형학회인 ISAPS에 의하면 2016년 기준 유럽, 브라질, 러시아의 보톡스 시술 건수가 전 세계 보톡스 시술의 27%를 차지한다. 아직 공식적으로 유럽으로 수출하는 국내 업체는 없으나 러시아와 브라질향 수출 규모는 매년 기록을 갈아 치우고 있다. 국산 보톡스 수출 규모는 빠르게 증가하고 있어 휴톡스 진출시 외형확대에는 어려움이 없을 것이다. 다만 파트너사의 판매 역량에 따라 시장 침투율이 달라질 수 있기 때문에 본 계약 체결 시 파트너사의 지역 내 입지 및 계약 규모에 따라 평가가 달라질 전망이다.

[그림 13] 브라질, 러시아 보톡스 수출 규모



주: 유럽은 아직 공식적으로 진출한 회사가 없음
자료: 관세청, 한국투자증권

[그림 14] 전세계 보톡스 시술 추이

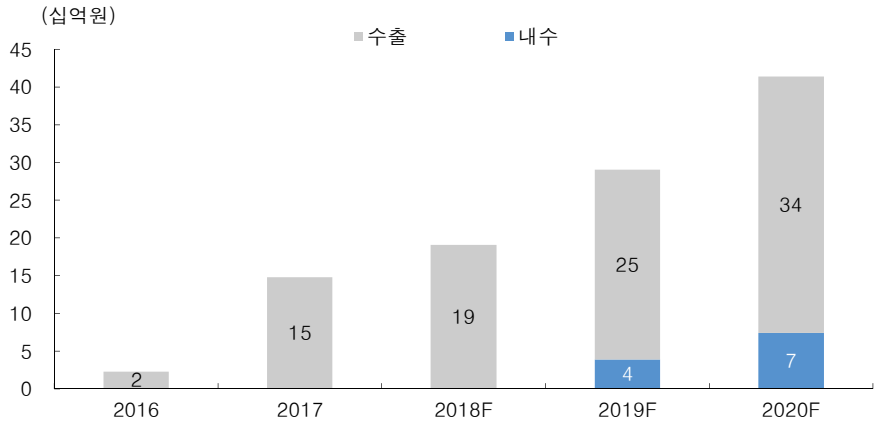
	시술건수(천건)	비중(%)
전세계	4,931.6	
미국	1,118.4	22.7
유럽	718.4	14.6
브라질	472.6	9.6
일본	183.4	3.7
러시아	125.5	2.5
기타	2,313.2	46.9

주: 2016년 기준, 유럽 주요국은 이태리, 독일, 프랑스, 스페인, 그리스, 벨기에
자료: ISAPS, 한국투자증권

2019년 국내 출시 후 번들링 전략으로 점유율 확대

2019년 휴톡스 국내 출시 후 번들링(끼워팔기) 전략으로 국내 매출 39억원, 수출을 포함한 매출은 전년 대비 52% 증가한 291억원을 예상한다. 휴톡스는 국내 임상 3상중이며 올해 말 시판허가, 2019년 상반기 판매가 예상된다. 휴온스는 기존에 판매하던 에스테틱 관련 제품과 휴톡스를 함께 파는 전략으로 점유율을 확보할 전망이다. 휴온스는 다른 보톡스 업체들과 달리 필러(휴메딕스 제품)외에도 더마샤인(물광주사)과 웰빙의약품(비타민 주사제) 제품도 함께 판매하는 차별화된 전략으로 국내 병원들을 공략할 것이다.

[그림 15] 휴톡스 매출은 2020년까지 연평균 47% 증가

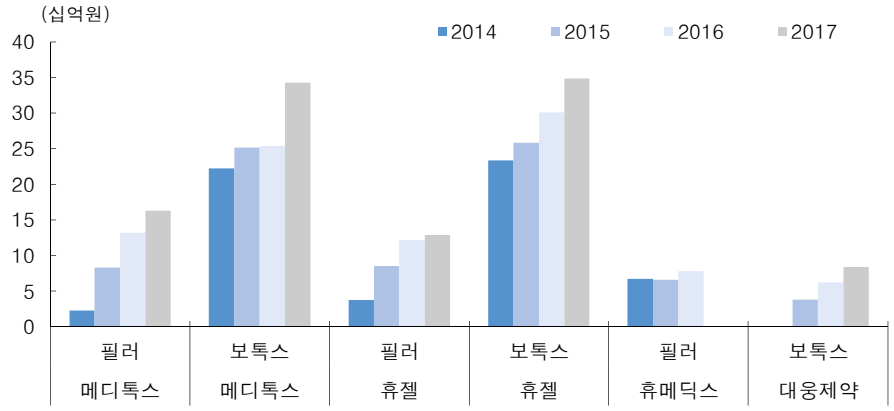


자료: 한국투자증권

입증된 번들링 전략

과거 메디톡스와 휴젤의 사례를 봤을 때 번들링 전략은 효과적이다. 두 업체는 휴메딕스보다 필러 시장에 후발업체로 진출했으나 보톡스와 함께 판매하면서 2년 만에 휴메딕스의 필러 매출을 뛰어넘었다. 휴톡스는 2019년 국내 출시 후 필러 매출의 절반인 39억원을 달성할 것으로 기대되며 이는 국내 보톡스 시장 점유율 4%에 해당한다.

[그림 16] 번들링 전략으로 휴메딕스 필러 매출을 뛰어넘은 메디톡스와 휴젤

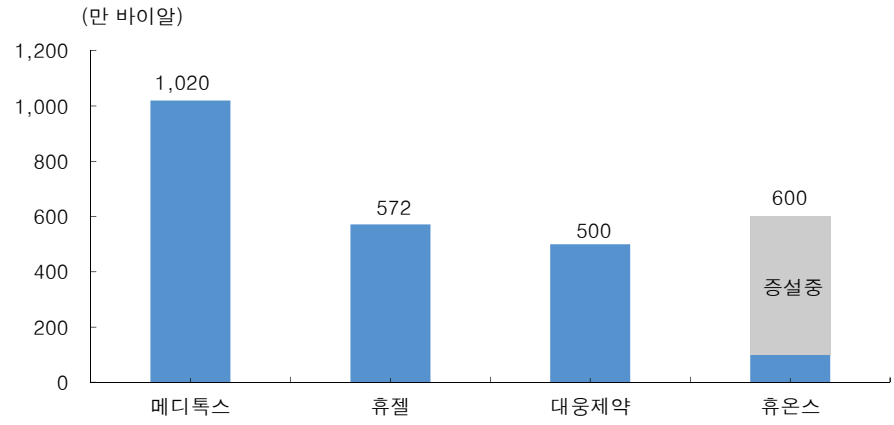


주: 휴메딕스는 휴온스글로벌의 자회사
자료: 각 사, 한국투자증권

2019년에 국내 업체들 중 생산 규모 2위

휴온스는 2019년에 국내 업체 중 생산 규모 2위로 올라설 전망이다. 현재 휴온스글로벌(제조/생산 담당)은 제1공장(100만 바이알)보다 다섯 배가 큰 제2공장(500만 바이알)을 건설 중이다(글로벌 미용 보톡스 생산규모의 14%에 해당). 올해 6월 완공 예정이며, 내년 초부터 가동될 전망이다.

[그림 17] 2019년 휴온스 생산능력은 국내 2위



주: 메디톡스의 이노톡스(액상 제형 보톡스) 생산 규모 제외
자료: 한국투자증권

미국, 중국 파트너십 체결 시 valuation re-rating 기대

휴톡스가 미국과 중국 시장 진출을 위한 파트너십 계약을 체결하면 valuation re-rating이 기대된다. 미국은 세계 보톡스 시장의 절반을 차지하며 중국은 공식적으로 아직 열리지 않은 잠재력이 큰 시장이다. 휴온스는 메디톡스, 휴젤, 대웅제약보다 후발주자이지만 선진국 진출시 선발주자들의 시행착오를 보고 보완해 경쟁사 대비 더 짧은 기간 내에 진출할 것이다.

<표 10> 휴톡스 주요 이벤트

2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
제 2 공장 완공(6 월)	제 2 공장 본격 가동			
국내 시판허가	국내 출시			
유럽/러시아/브라질 본계약 체결	임상 3 상	임상 3 상 완료	시판허가	출시

자료: 한국투자증권

V. 두번째 성장동력: 안구건조증 치료제

1. 안구건조증에 특화된 포트폴리오 보유

안구건조증 치료제에 특화된 포트폴리오 보유 및 Allergan의 Restasis를 뛰어 넘는 치료제 개발 중

휴온스는 Allergan처럼 안구건조증에 특화된 포트폴리오를 보유하고 있다. Allergan은 글로벌 블록버스터 제품인 인공눈물 Refresh와 안구건조증 치료제 Restasis를 개발했다. Allergan의 대표품목인 Restasis는 안구의 염증을 치료해 눈물 분비 기능을 회복시키는 세계 최초의 안구건조증 치료제로 2003년 미국 FDA 승인을 받았다. 휴온스는 자체 개발한 히알루론산 인공눈물 카이닉스와 Restasis 개량신약인 클레이셔를 노바티스(알콘)와 co-promotion 방식으로 판매하고 있다. 차기 성장동력으로 나노복합점안제와 Thymosin β4 기반인 HU024를 개발하고 있다. 술잔세포 증식과 항염 작용의 이중효과가 강점인 HU024는 항염 작용 효과만 있는 기존 치료제들을 대체할 수 있을 것이다. HU024는 올 상반기 임상 2상에 진입하며 출시가 예상되는 2024년부터 실적에 기여할 전망이다.

<표 11> Allergan과 휴온스의 안구건조증 치료제 비교

	Allergan	휴온스
인공눈물	Refresh Optive	카이닉스
안구건조증 치료제	Restasis	클레이셔(Restasis 의 개량신약)
차기 파이프라인	Tavilermide AGN-195263	나노복합점안제 HU024
점안제 매출(2017 년)	19 억달러	200 억원(수탁 포함)
점안제 매출 비중	12%	7%

자료: Allergan, 휴온스, 한국투자증권

점안제 수탁은 +α

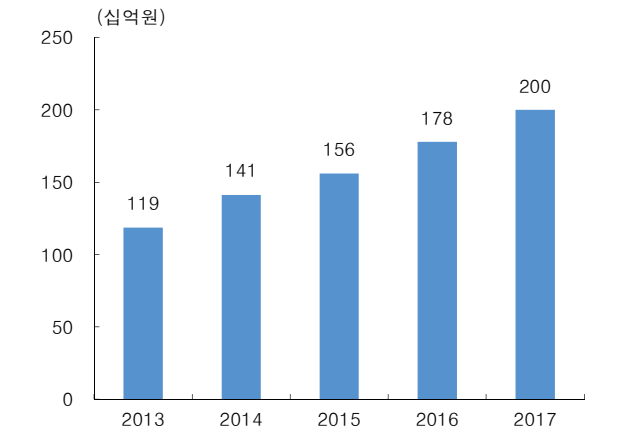
휴온스는 Allergan과는 다르게 국내외 제약사들에게 점안제 수탁을 공급하고 있다. 점안제 수탁은 안과질환에 대한 약물도 해당하지만 대부분은 경미한 안구건조증에 사용되는 인공눈물과 안구건조증 치료제다. 수탁 사업은 늘어나는 인공눈물과 안구건조증 치료제 수요로 외형확대를 이어 나갈 전망이다.

2. 환경적인 요인으로 성장하는 안구건조증 시장

환경적인 요인으로 늘어나는 안구건조증 환자

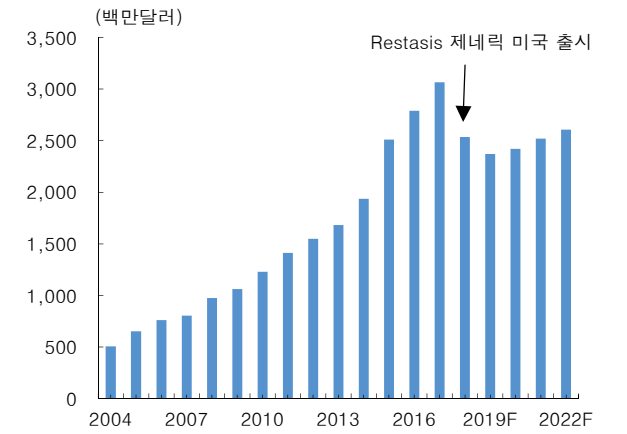
안구건조증 치료제 시장은 환경적인 요인으로 성장하고 있다. Evaluate Pharma에 의하면 글로벌 안구건조증 치료제 시장은 2004년 5억달러에서 2022년 26억달러로 연평균 10% 증가할 것이다. 건조한 환경(황사 바람, 미세먼지, 냉난방기 사용 등)과 눈의 과도한 사용(컴퓨터, 스마트폰, 책 등), 콘택트렌즈 사용, 라식수술 등 다양한 원인으로 인해 안구건조증 환자는 계속 늘어나고 있다. 국내 안구건조증 진료 인원은 2013년 212만명에서 2016년 246만명으로 연평균 5% 증가했다.

[그림 18] 국내 안구건조증 치료제 시장 규모



자료: IMS Health, 한국투자증권

[그림 19] 글로벌 안구건조증 치료제 시장 규모



자료: Evaluate Pharma, 한국투자증권

3. 글로벌 시장을 겨냥한 안구건조증 치료제 개발 중

휴온스의 Restasis로 글로벌 시장 공략

휴온스는 글로벌 시장을 겨냥한 안구건조증 신약을 개발하고 있다. 2015년 Thymosin β4에 대한 전용실시권을 바이오톡스텍으로부터 450만달러에 기술이전 받았다. Thymosin β4는 적혈구를 제외한 우리 몸 어디에서든 발견되는 43개의 아미노산으로 구성된 폴리펩타이드 물질이다. 각막 손상, 혈관재생, 피부 상처 치유 등에 많은 효과가 있는 것으로 알려져 있다. 휴온스는 Thymosin β4를 활용한 안구건조증 치료제 HU024를 개발하고 있으며 2018년 상반기 내 미국 임상 2상에 진입할 계획이다.

술잔세포 증식, 항염작용 효과로 기존 치료제보다 훌륭한 효과

HU024는 술잔세포 증식과 항염 작용의 이중효과가 강점이다. 안구건조증은 다양한 원인으로 발생하는데 기존치료제는 염증을 제거하는 효과만 있어 환자 중 약 15~20%만 효과를 볼 수 있다. HU024는 항염증 치료와 안구 내 술잔 세포의 증식을 통한 상처치료 효과가 있어 근본적인 안구건조증 증상을 개선 및 치료하는 제품으로 기존 치료제를 대체할 수 있을 것이다.

미국에서 허가된 치료제는 2개뿐

미국에서 허가 받은 안구건조증 치료제는 인공눈물 외 두 개에 불과하고 안구건조증 약물의 효용의 한계 때문에 새로운 치료제에 대한 수요가 존재한다. FDA에 허가된 안구건조증 치료제는 2003년 승인된 Allergan의 Restasis와 2016년 허가 받은 Shire의 Xiidra가 있다. Xiidra는 Restasis보다 치료 발현이 빠르고 효능이 우수해 2016년 8월 출시 후 4개월여 만에 5,400만달러(약 600억원)의 매출을 올렸다. 다만 이 치료제도 Restasis와 같이 항염을 기전으로 치료하는 의약품으로 환자 중 약 15~20%에게만 효과가 있다.

<표 12> 주요 치료제와 비교

	HU024	Xiidra	Restasis
주요 성분	Thymosin β4	Lifitegrast	Cyclosporine
작용기전	항염, 세포사멸억제, 상처치료	항염	항염
부작용		안구 작열감, 이상 미각 등	안구 작열감, 이상 미각 및 환자 15~20%에만 효과가 있음
특징	미국 임상 2상 진입 예정		특허만료
매출액(2017년)		2.5억달러	15억달러

자료: 각 사, 한국투자증권

HU024의 가치는 1,822억원

우리는 앞서 HU024의 가치를 1,822억원으로 추정했다. 추정에 대한 가정은 valuation부분에 언급했다(pg 4). HU024는 임상 2상 이후 라이선스 아웃을 예상하며 2024년 출시 후 2030년에 전 세계 시장에서 점유율 10%를 전망한다. Thymosin β4 기반으로 안구건조증 치료제를 개발하는 지트리비앤티는 미국 임상 3상을 완료했으며 NDA를 앞두고 있다. 지트리비앤티의 시가총액 1조원은 안구건조증 치료제에 대한 시판허가 및 기타 파이프라인에 대한 기대감이 반영되어 있다. 휴온스의 HU024는 아직 임상 2상을 시작하지 않았다는 점(성공률 36% 반영)과 후발주자로 진출한 것을 고려했을 때(peak 점유율 10% 가정, 지트리비앤티 33% 가정) 1,822억원의 가치는 과하지 않다.

4. 알짜배기 점안제 수탁 사업

점안제 수탁이 외형성장을 이끈다

국내외 제약사 대상으로 공급하는 점안제 수탁의 외형성장에 주목한다. 상반기 점안제 용량 규격화 확정 시 점안제 수탁 물량은 늘어날 것이다. 2019년 점안제 설비라인 증설로 생산능력은 기존 대비 2배로 늘어나 휴온스는 성장을 거듭하는 점안제 시장에 발 빠르게 대처할 전망이다.

올 상반기 1회용 점안제 단일조정

정부가 1회용 점안제 용량을 0.4㎖로 규격화할 시 휴온스의 수탁 물량은 늘어날 전망이다. 현재 점안제 용량은 0.2㎖부터 1.0㎖까지 천차만별이다. 1회 사용 적정 용량은 0.03~0.04㎖지만 국내에서 많이 판매되는 1.0㎖ 포장의 경우 25번 이상 재사용이 가능하다. 용량이 큰 제품은 재사용을 부추기고 세균 오염 등으로 안정성을 해칠 수 있다는 문제가 제기돼 식약처가 사용 후 즉시 폐기하는 1회용 점안제 시장 정착을 위한 대책을 잇따라 내놨다. 하지만 용량에 따른 원가 차이는 거의 없으나 정부에서 고용량일수록 더 높은 약가를 주다 보니 제약사들은 고용량 점안제를 생산해 왔다. 정부는 올 상반기 중 점안제 농도 0.1% 0.4㎖당 170원을 기준으로 다른 농도의 점안제도 비례식으로 따라 급여를 매길 예정이다.

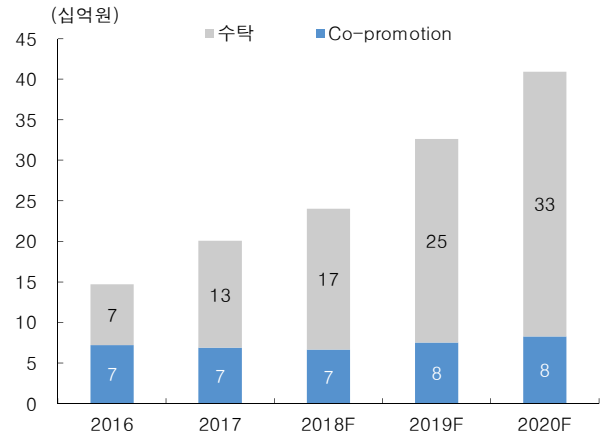
➔ 수탁 Q의 증가

단일규격 확정시 기존 점안액 1㎖ 용량을 한 개의 용기로 팔았던 것을 3개로 나눠서 생산하면 용기 2개를 더 생산해야 하기 때문에 생산 물량은 늘어날 것이다. 또한, 일회용 점안제 1㎖ 하나를 하루에 5~6번씩 쓰던 환자가 0.4㎖를 하루에 2개 이상만 써도 사용개수는 늘어난다.

ASP의 변화는 제한적

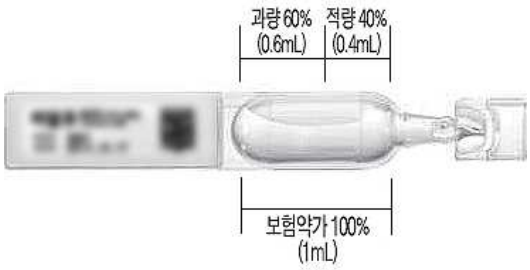
원료는 고객사가 제공하고 제조원가는 용량 기준이 아닌 포장 단위로 계산되어 단일규격으로 인한 ASP 변화는 제한적이다. 따라서 수탁 물량이 증가함에 따라 매출도 늘어날 전망이다. 한 사례로 광동제약은 인공눈물 개당 용량을 0.8㎖에서 0.5㎖로 줄인 후 매출액이 4배 이상 증가했다.

[그림 20] 수탁이 점안제 외형 성장 견인



자료: 한국투자증권

[그림 21] 일회용 점안제 약가 산정방식



자료: 약사공론, 한국투자증권

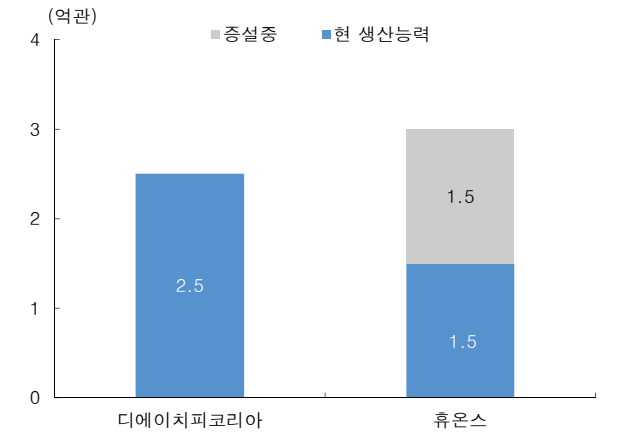
2018년 점안제는 수탁이 성장 견인

올해 점안제 수탁 매출은 174억원(+31.8% YoY)을 예상한다. 이는 시장 성장과 하반기부터 적용될 점안제 단일규격으로 인한 수탁 물량 증가에 기인한다. co-promotion 판매는 제네릭 제품 경쟁 심화로 전년대비 소폭 감소한 67억원(-3.2% YoY)을 전망한다. 수탁 매출 확대에 힘입어 올해 점안제 매출은 240억원(+19.8% YoY)을 달성할 것이다.

2019년 국내 생산능력 1위

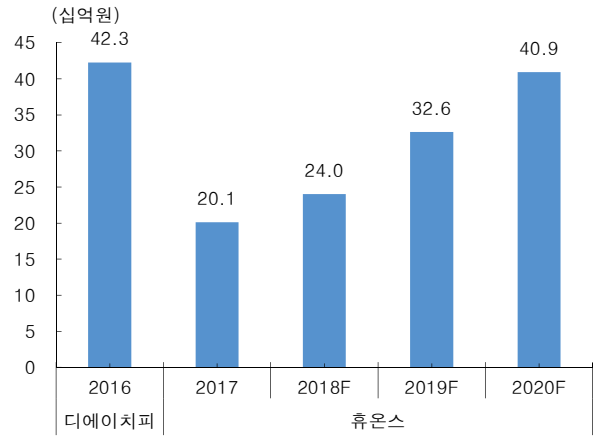
휴온스는 2019년에 국내 1위 규모의 점안제 생산능력을 보유하게 된다. 현 생산능력은 매출액 기준으로 250억원으로 추정되며 올해 가동률은 97%를 예상한다. 증가하는 시장 수요와 고객사 주문에 대응하기 위해 오는 10월 추가 설비 도입으로 연간 생산능력은 기존 1.5억관에서 3억관으로 대폭 늘어나며, 내년 초부터 가동될 전망이다. 휴온스는 증설 후 국내 생산능력 1위 업체인 디에이치피코리아(2.5억관)를 넘어서게 된다.

[그림 22] 2019년 휴온스 생산능력은 국내 1위



자료: 휴온스, 디에이치피코리아, 한국투자증권

[그림 23] 디에이치피코리아, 휴온스 점안제 매출



자료: 각 사, 한국투자증권

2019년 설비라인 증설과 함께 해외 수탁도 증가

2019년 점안제 매출은 수탁과 co-promotion 판매에 힘입어 326억원(+35.8% YoY)을 달성할 것이다. 점안제 수탁은 국내 수탁 물량 증가와 해외 고객사 신규 수탁 물량으로 251억원(+44.5% YoY)을 예상한다. 그 동안 성장이 정체됐던 co-promotion 판매는 나노복합점안제 출시로 전년 대비 13.1% 증가한 75억원을 예상한다.

VI. 2020년까지 영업이익 연평균 22% 증가

2018년 안정적인 외형성장

올해 휴온스 매출액과 영업이익을 각각 3,216억원(+12.9% YoY), 383억원(+8.3% YoY, OPM 11.9%)으로 전망한다. 전문의약품 신제품 출시효과, 휴톡스 수출 증가와 점안제 수탁 부문이 외형성장을 이끈다. HU024 미국 임상 2상과 휴톡스 국내 임상 3상 비용 증가로 판관비는 전년 대비 12% 증가할 전망이다. 순이익은 지난해 휴메딕스에 에스테틱 사업부를 52억원에 양도한 일회성 이익 기저효과로 전년대비 12% 감소하지만 2019년부터 순이익은 22.3% 증가해 다시 성장세로 진입한다.

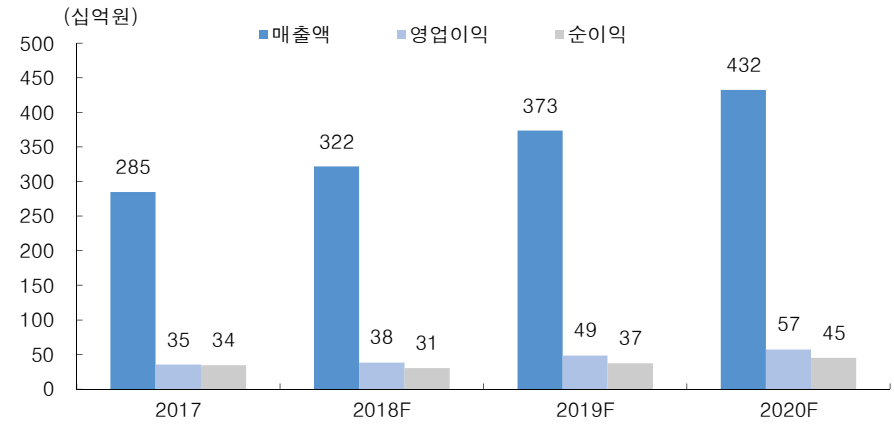
2019년 보톡스, 나노복합점안제 국내 출시

2019년은 휴톡스 국내 출시와 휴톡스 제2공장, 점안제 증설라인의 본격 가동으로 매출 증가와 수익성 개선이 본격화되는 시점이다. 매출액은 전년 대비 16.1% 증가한 3,734억원, 영업이익은 26.8% 증가한 485억원을 예상한다. 전문의약품의 안정적인 성장과 더불어 국소마취제 리도카인 미국 출시와 나노복합점안제 국내 출시로 의약품 사업 매출은 190억원(+14.9% YoY)을 전망한다. 뷰티/헬스케어 매출은 125억원(+16.4% YoY)을 예상한다. 이는 휴톡스의 매출 증가와 번들링 효과에 기인한다. 휴톡스 매출은 수출 확대와 국내 출시로 291억원(+52.5% YoY)을 추정한다.

2020년 모든 사업부문 고성장

2020년 매출액은 4,323억원으로 전년 대비 15.8% 늘어나고 영업이익은 573억원으로 18.1% 증가할 전망이다. 전문의약품의 안정적인 성장과 더불어 뷰티/헬스케어와 수탁부문의 매출 확대에 따른 영업 레버리지 효과가 기대된다. 따라서 2018년에서 2020년까지 영업이익이 연평균 22% 증가할 전망이다.

[그림 24] 2020년까지 영업이익 연평균 22% 증가



자료: 한국투자증권

<표 13> 휴온스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	65	72	74	73	74	81	83	84	285	322	373
YoY	13.0	18.6	20.1	11.3	13.0	12.7	11.3	14.7	-	12.9	16.1
의약품	35	35	39	38	40	39	43	44	146	166	190
전문의약품	29	29	31	33	33	34	36	37	122	140	161
국소마취제	4	4	5	4	5	4	5	5	17	19	22
점안제	2	2	3	1	2	2	2	1	7	7	8
뷰티 헬스케어	21	26	26	24	23	29	28	27	97	107	125
웰빙의약품	16	17	18	15	17	17	18	16	65	69	74
에스테틱	6	9	8	9	7	11	10	10	32	38	51
보톡스	3	4	4	4	4	6	5	5	15	19	29
필러	2	3	3	3	2	3	3	3	11	12	14
기타	1	2	2	2	1	2	2	2	6	7	8
수탁	8	10	8	8	9	11	9	11	35	40	49
점안제	4	5	3	2	4	5	4	4	13	17	25
기타	4	6	5	7	4	6	5	7	21	23	24
연결조정	1	1	2	3	2	2	2	3	7	9	10
매출원가+판관비	58	63	63	65	66	71	72	74	250	283	325
매출액 대비	89.0	87.9	84.6	89.0	89.8	87.9	86.7	88.2	87.6	88.1	87.0
인건비	5	5	5	6	6	6	6	7	22	23	25
R&D	5	6	5	5	6	8	7	8	20	29	36
기타	18	19	19	21	20	20	20	21	77	81	89
영업이익	7	9	11	8	8	10	11	10	35	38	49
YoY	-	-	11.4	16.6	5.2	12.8	(3.9)	23.8	-	8.3	26.8
OPM	11.0	12.1	15.4	11.0	10.2	12.1	13.3	11.8	12.4	11.9	13.0
지배지분순이익	10	7	10	8	6	8	9	8	34	31	37
YoY	-	-	14.0	127.2	(38.5)	9.8	(10.0)	1.0	-	(11.5)	22.3
NPM	15.0	9.7	13.0	10.9	8.2	9.5	10.5	9.6	12.1	9.5	10.0

자료: 한국투자증권

VII. 보톡스 경쟁심화가 최대 리스크

보톡스 –
신규 업체 진출로 경쟁 심화

파마리서치프로덕트, 유바이오로직스, 제테마, 아이큐어, 성지건설 등 20여 개 기업이 보톡스 개발 의사를 밝히면서 보톡스 시장은 경쟁이 심화되고 있다. 신규 진출자가 늘어날수록 보톡스 시장은 필러와 유사하게 경쟁이 심화되며 ASP가 하락할 것이다. 다만 휴온스는 다각화된 포트폴리오를 보유하고 있어 보톡스 전문 업체들 대비 타격은 제한적이다.

안구건조증 치료제 –
신약 HU024의 개발중단

신약개발 업체들의 경우에서도 알 수 있듯이 파이프라인 임상실패는 주가급락으로 이어진다. 현재까지 HU024 개발은 순항 중이지만 향후 임상이 실패하거나 라이선스 아웃이 이뤄지지 않을 경우 주가에 리스크가 될 수 있다.

기업개요 및 용어해설

■ 기업개요

휴온스는 전문의약품 기반에서 웰빙의약품, 에스테틱 등으로 다각화된 사업포트폴리오를 보유하고 있는 종합 헬스케어 기업이다. 2016년 5월 휴온스는 존속회사인 휴온스글로벌과 신설회사 휴온스로 인적 분할해 코스닥에 신규상장 했다. 휴온스의 최대주주는 지분 41%를 보유한 휴온스글로벌이며, 자회사는 휴온스내츄럴, 바이오토피아, 휴온랜드가 있다.

■ 용어해설

- 제네릭: 특허가 만료된 오리지널 의약품의 복제약
- 개량신약:오리지널 신약과 약효가 유사하지만, 그 약이 효과를 잘 내도록 하는 데 필요한 물성을 변경하거나, 제형 등을 바꾼 약

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	121	152	176	214	264
현금성자산	16	39	57	82	121
매출채권및 기타채권	66	69	70	73	76
재고자산	30	35	40	47	54
비유동자산	59	59	60	64	70
투자자산	7	6	6	7	9
유형자산	45	48	50	53	57
무형자산	3	2	2	2	2
자산총계	179	211	236	272	319
유동부채	82	71	78	90	98
매입채무및 기타채무	36	32	34	44	55
단기차입금및단기사채	32	23	21	18	16
유동성장기부채	3	1	1	1	1
비유동부채	1	13	12	11	10
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	0	12	11	10	9
부채총계	84	84	90	101	108
지배주주지분	94	126	145	171	210
자본금	3	3	3	4	4
자본잉여금	75	75	75	75	75
기타자본	(0)	(3)	(1)	(1)	(1)
이익잉여금	16	50	67	92	131
비지배주주지분	2	1	1	1	0
자본총계	96	127	146	171	210

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	169	285	322	373	432
매출원가	80	130	150	174	201
매출총이익	89	154	172	200	231
판매관리비	68	119	134	151	174
영업이익	22	35	38	49	57
금융수익	0	3	3	3	4
이자수익	0	0	1	1	1
금융비용	1	1	1	1	1
이자비용	1	1	1	1	1
기타영업외손익	(1)	8	(1)	(2)	(2)
관계기업관련손익	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
세전계속사업이익	20	44	37	48	58
법인세비용	5	10	8	11	12
연결당기순이익	15	34	30	37	45
지배주주지분순이익	15	34	31	37	45
기타포괄이익	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
총포괄이익	15	34	29	37	45
지배주주지분포괄이익	15	34	30	37	45
EBITDA	26	43	47	57	66

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	29	30	38	46	61
당기순이익	15	34	30	37	45
유형자산감가상각비	4	7	8	9	9
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	3	(12)	4	1	(1)
기타	7	1	(4)	(1)	8
투자활동현금흐름	(17)	(12)	(13)	(14)	(15)
유형자산투자	(6)	(9)	(11)	(12)	(13)
유형자산매각	1	0	0	0	0
투자자산순증	(7)	(4)	(2)	(3)	(3)
무형자산순증	(0)	0	0	0	0
기타	(5)	1	(0)	0	0
재무활동현금흐름	2	1	(7)	(7)	(6)
자본의증가	5	0	0	0	(0)
차입금의순증	(2)	5	(4)	(3)	(3)
배당금지급	0	(4)	(4)	(4)	(5)
기타	(1)	0	0	1	2
기타현금흐름	0	(0)	0	0	0
현금의증가	14	23	17	25	39

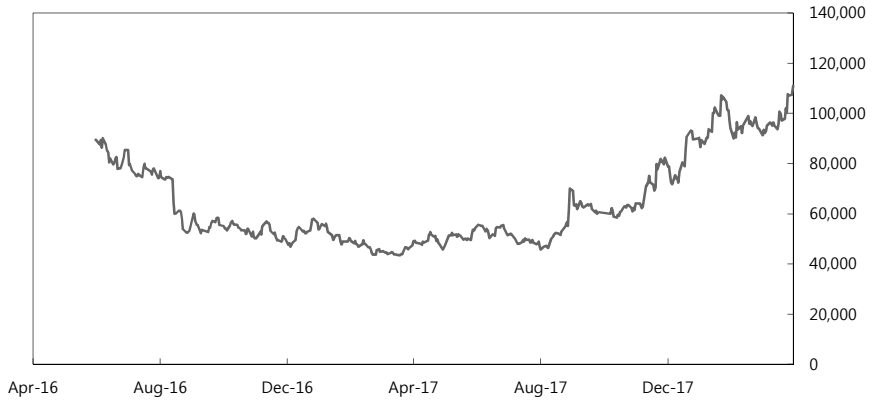
주: K-IFRS (연결) 기준

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,478	5,576	4,934	6,033	7,292
BPS	16,003	20,426	23,589	27,652	34,005
DPS	0	600	600	600	600
성장성(%, YoY)					
매출증가율	NM	68.6	12.9	16.1	15.8
영업이익증가율	NM	64.2	8.3	26.8	18.1
순이익증가율	NM	124.8	(11.5)	22.3	20.9
EPS 증가율	NM	125.0	(11.5)	22.3	20.9
EBITDA증가율	NM	66.2	8.9	23.2	15.3
수익성(%)					
영업이익률	12.7	12.4	11.9	13.0	13.3
순이익률	9.1	12.1	9.5	10.0	10.4
EBITDA Margin	15.2	15.0	14.5	15.4	15.3
ROA	8.3	17.5	13.2	14.7	15.2
ROE	16.3	31.4	22.5	23.6	23.7
배당수익률	0.0	0.7	0.5	0.5	0.5
배당성향	0.0	10.8	14.7	13.2	12.1
안정성					
순차입금(십억원)	13	(9)	(28)	(56)	(98)
차입금/자본총계비율(%)	37.3	30.4	23.8	18.3	13.4
Valuation(X)					
PER	23.4	16.1	22.5	18.4	15.2
PBR	3.6	4.4	4.7	4.0	3.3
EV/EBITDA	15.2	12.8	14.1	11.0	8.9

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
휴온스(243070)	2018.04.03	매수	130,000원	–	–



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 4월 3일 현재 휴온스 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

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

■ 투자등급 비율 (2017.12.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.6%	19.9%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

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

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중　　립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

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

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

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