

휴젤(145020)

1Q18 Preview: 휴젤도 이젠 오를 때가 됐다

올해 이익 증가세는 전년 대비 둔화될 전망

경쟁사의 가격인하에 따른 보톡스 국내 점유율 하락(2017년 상반기 50%, 2018년 1분기 35% 추정)과 광고비 등을 포함한 판관비 확대(1Q17 88억원, 1Q18 110억원) 등으로 1분기 매출액(496억원)과 영업이익(271억원)은 시장 컨센서스(매출액 504억원, 영업이익 283억원)를 소폭 하회할 전망이다. 가격경쟁이 치열했던 국내 필러시장은 소비자들(의사, 환자)이 프리미엄 제품을 선호하기 시작하면서 가격하락이 둔화되고 있다. 또한 일부 저가제품에서 부작용이 발생함에 따라 몇몇 경쟁업체들이 시장에서 퇴출되면서 경쟁이 완화되고 있다는 점은 긍정적이다. 한편 해외시장에서의 수요도 지속적으로 늘어나고 있어 수출이 국내 톡신의 매출 감소를 상쇄시켜줄 것으로 보이나 올해 이익 증가세는 전년 대비 둔화될 전망이다. 올해 매출액과 영업이익 증가율을 각각 14%, 12%로 추정한다.

유럽과 중국 임상 3상 완료는 주가의 모멘텀으로 작용할 것

현재 유럽과 중국에서 진행중인 보톡스 임상 3상은 올해 하반기 완료될 예정이며 이는 주가의 모멘텀으로 작용할 전망이다. 두 국가 모두 2020년 상반기 출시가 예상된다. 보톡스 임상 3상이 진행중인 미국에서는 2022년에 출시될 전망이다. 미국 내 마케팅 파트너 선정이 향후 미국시장 안착에 대한 관전 포인트가 될 것이다. 국내 보톡스 업체들의 지속적인 해외진출로 국내에서의 경쟁은 해외에서도 이어질 수 있어 미국, 유럽, 중국과 같이 인구가 많고 진입장벽이 높은 시장으로 진입하는 업체들만이 valuation premium을 받을 수 있을 것이다.

지금은 경쟁사 대비 싸지만 하반기 re-rating 기대

휴젤에 대해 매수 투자의견을 유지한다. 임상종료 가시화에 따라 해외 파이프라인 가치를 2,030억원에서 4,420억원으로 재산출하여 목표주가를 72만원으로 26% 상향한다. 목표주가의 2018년, 2019년 implied PER은 각각 37배, 31배다. 미국, 유럽, 중국진출이 가시권에 있는 메디톡스와 대웅제약의 2019년 PER은 각각 37 배(PEG 1.5배), 58배(PEG 3.0배)로, 목표주가에 PER 31배(2019년 PEG 1.5배) 적용은 무리가 없다. 휴젤의 현 주가는 2019년 PER 26배, PEG 1.3배로 경쟁사 대비 저평가 매력이 있다. 하반기로 갈수록 유럽과 중국 임상완료 기대감에 따른 valuation 상승이 예상된다.

매수(유지)

목표주가: 720,000원(상향)

Stock Data

KOSPI(4/11)	2,444	
주가(4/11)	621,000	
시가총액(십억원)	2,706	
발행주식수(백만)	4	
52주 최고/최저가(원)	621,000/359,200	
일평균거래대금(6개월, 백만원)	16,667	
유동주식비율/외국인인분율(%)	52.5/54.8	
주요주주(%)	Leguh Designated Activity Company	Issuer Activity Company 외 1 인

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	3.9	18.8	62.7
KOSDAQ 대비(%p)	1.6	(14.9)	20.3

주가추이



〈표 1〉 휴젤 목표주가 산출

(단위: 십억원, 배, %)

본업가치	2,076
2018F 세후영업이익	89
target PER	23.4
파이프라인 가치	442
미국	136
유럽	78
중국	228
2018F 순현금	603
Target value	3,121
목표주가(원)	724,611

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 휴젤 보톨렉스 사업가치

	2016	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
미국 미용 보톡스 시장 (백만달러)	863	958	1,054	1,149	1,240	1,327	1,407	1,490	1,576	1,666	1,759	1,856
% YoY	12.7	11.0	10.0	9.0	8.0	7.0	6.0	5.9	5.8	5.7	5.6	5.5
유럽 미용 보톡스 시장(백만달러)	314	345	369	395	423	452	482	514	547	582	619	657
% YoY	9.0	10.0	7.0	7.0	7.0	6.8	6.7	6.6	6.5	6.4	6.3	6.2
중국 미용 보톡스 시장(백만달러)	318	359	410	463	528	607	710	838	980	1,137	1,296	1,465
% YoY	14.0	13.0	14.0	13.0	12.5	12.0	11.5	11.0	10.5	10.0	9.5	9.0
a) 보톨렉스 매출(백만달러)			12	26	57	104	159	214	280	346		
경쟁사 대비 가격(%)			60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0
보톨렉스 미국 매출(백만달러)						8	27	47	70	95	111	
보톨렉스 미국 MS(%)						1.0	3.0	5.0	7.0	9.0	10.0	
보톨렉스 유럽 매출(백만달러)					3	8	14	22	30	35	45	59
보톨렉스 유럽 MS(%)					1.0	3.0	5.0	7.0	9.0	10.0	12.0	15.0
보톨렉스 중국 매출(백만달러)					9	18	34	55	82	109	140	176
보톨렉스 중국 MS(%)					3.0	5.0	8.0	11.0	14.0	16.0	18.0	20.0
b) 휴젤의 보톨렉스 매출(백만달러)	a)*40%(공급가격)		5	11	19	41	64	86	112	139		
보톨렉스 미국							11	19	28	38	45	
보톨렉스 유럽					1	3	6	9	12	14	18	24
보톨렉스 중국					4	7	14	22	33	44	56	70
c) 보톨렉스 영업이익(백만달러)	OPM 75%		4	8	15	31	48	64	84	104		
보톨렉스 미국							8	14	21	29	33	
보톨렉스 유럽					1	2	4	6	9	10	13	18
보톨렉스 중국					3	5	10	17	25	33	42	53
d) NOPAT(백만달러)	c)*(1-t), t=25%		3	6	11	23	36	48	63	78		
보톨렉스 미국							6	11	16	21	25	
보톨렉스 유럽					1	2	3	5	7	8	10	13
보톨렉스 중국					2	4	8	12	19	25	32	40
e) NPV of NOPAT(백만달러)	WACC 8%		2	4	7	15	21	26	31	36		
보톨렉스 미국							4	6	9	11	12	
보톨렉스 유럽					0	1	2	3	4	4	5	6
보톨렉스 중국					2	3	5	8	11	13	16	18
f) NPV of NOPAT(십억원)	1,150 원/달러		2	5	9	17	24	30	36	42		
보톨렉스 미국							—	—	4	7	10	12
보톨렉스 유럽					1	2	3	4	4	5	6	7
보톨렉스 중국					2	3	6	9	12	15	18	21
g) NPV of forecasts(십억원)	sum of f) upto 2027F		165									
보톨렉스 미국						47						
보톨렉스 유럽						30						
보톨렉스 중국						87						
h) NPV of terminal value(십억원)	terminal growth	1%	277									
보톨렉스 미국						89						
보톨렉스 유럽						47						
보톨렉스 중국						141						
i) NPV of 보톨렉스 (십억원)	g)+h)		442									
보톨렉스 미국						136						
보톨렉스 유럽						78						
보톨렉스 중국						228						

자료: 한국투자증권

<표 3> 휴젤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	44	46	42	50	50	54	48	56	182	208	245
YoY	95.3	49.2	26.7	32.6	12.0	17.2	15.1	12.7	46.6	14.2	17.8
보툴리눔 특신	25	29	28	27	28	35	32	28	109	122	149
HA 필러	16	13	10	18	18	15	11	23	56	67	76
의료기기	3	4	4	5	4	5	4	5	17	18	20
기타	64.1	58.0	66.2	67.5	69.0	69.7	71.8	71.2	63.9	70.4	75.3
수출비중	35.9	42.0	33.8	32.5	31.0	30.3	28.2	28.8	36.1	29.6	24.7
영업이익	26	27	24	25	27	32	27	28	102	114	137
YoY	194.0	67.0	32.3	24.1	4.9	15.7	11.8	13.7	61.1	11.6	20.2
OPM	58.4	59.2	57.1	50.0	54.7	58.4	55.5	50.5	56.0	54.7	55.8
당기순이익	18	19	17	19	20	24	20	21	73	85	103
YoY	232.4	59.6	37.0	38.1	10.8	26.8	16.1	14.4	68.3	17.1	20.5
NPM	41.4	40.2	41.4	37.4	41.0	43.5	41.8	37.9	40.0	41.0	41.9

자료: 한국투자증권

<표 4> 휴젤 peer valuation

	메디톡스	대웅제약	평균	휴젤
매출액(십억원)	2017	181	960	182
	2018F	222	1,034	208
	2019F	273	1,096	245
영업이익(십억원)	2017	90	39	102
	2018F	113	46	114
	2019F	142	56	137
영업이익률(%)	2017	49.7	4.1	56.0
	2018F	51.2	4.5	54.7
	2019F	52.1	5.1	55.8
순이익(십억원)	2017	73	32	73
	2018F	90	37	85
	2019F	113	44	103
PER(배)	2017	37.4	60.4	48.9
	2018F	46.7	68.6	57.6
	2019F	37.2	57.6	47.4
EPS 증가율(%)	2017	23.7	17.1	20.4
	2018F	22.5	17.2	19.8
	2019F	25.4	19.0	22.1
PEG(배)	2017	1.6	3.5	2.6
	2018F	2.1	4.0	3.0
	2019F	1.5	3.0	2.3
PBR(배)	2017	10.7	3.4	7.0
	2018F	12.5	4.4	8.5
	2019F	9.7	4.1	6.9
ROE(배)	2017	42.2	6.2	24.2
	2018F	37.7	7.0	22.4
	2019F	34.6	8.0	21.3

주: 메디톡스와 대웅제약은 Enguide 컨센서스 연결 기준

자료: Data Guide, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

휴젤은 2001년에 설립해 보툴리눔 특신을 활용한 바이오의약품을 연구개발 및 제조하는 기업이다. 2016년 매출액 중 51%가 보툴리눔 특신, 38%가 HA필러로 이루어져 있다. 2016년 수출 및 내수는 각각 54%, 46%로 구성돼 있다. 현재 보툴리눔 특신은 26개국에서, 필러는 5개 국가에서 판매되고 있다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	151	679	764	874	963
현금성자산	65	31	115	215	346
매출채권및기타채권	32	66	68	76	29
재고자산	14	16	17	19	22
비유동자산	143	142	136	134	172
투자자산	17	19	22	25	30
유형자산	59	59	60	59	59
무형자산	64	64	64	64	101
자산총계	294	821	900	1,009	1,135
유동부채	20	23	23	23	14
매입채무및기타채무	8	11	9	10	12
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	0	80	77	73	69
사채	0	80	76	72	68
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	20	103	99	96	83
지배주주지분	253	696	778	888	1,014
자본금	2	2	2	2	2
자본잉여금	145	507	507	507	507
기타자본	0	8	5	12	12
이익잉여금	106	179	264	367	492
비지배주주지분	21	22	23	24	38
자본총계	274	718	801	913	1,052

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	124	182	208	245	289
매출원가	30	40	48	57	63
매출총이익	94	142	160	188	225
판매관리비	31	40	47	51	58
영업이익	63	102	114	137	167
금융수익	2	6	10	10	12
이자수익	1	5	10	10	12
금융비용	1	2	1	1	1
이자비용	0	1	1	1	1
기타영업외손익	1	(0)	(1)	(1)	(1)
관계기업관련손익	(1)	(2)	0	0	0
세전계속사업이익	64	104	121	144	176
법인세비용	13	22	25	30	37
연결당기순이익	51	81	96	114	139
지배주주지분순이익	43	73	85	103	125
기타포괄이익	0	(0)	0	0	0
총포괄이익	51	81	96	114	139
지배주주지분포괄이익	43	73	85	103	125
EBITDA	68	109	122	145	176

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	45	64	95	110	197
당기순이익	51	81	96	114	139
유형자산감가상각비	4	6	7	7	8
무형자산상각비	1	1	1	1	2
자산부채변동	(24)	(31)	(1)	(9)	35
기타	13	7	(7)	(3)	14
투자활동현금흐름	(54)	(555)	(8)	(6)	(48)
유형자산투자	(16)	(6)	(8)	(6)	(7)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(37)	(549)	(3)	(4)	(5)
무형자산순증	(0)	(1)	(1)	(1)	(39)
기타	(1)	1	4	5	2
재무활동현금흐름	3	458	(4)	(4)	(18)
자본의증가	10	358	0	0	0
차입금의순증	(1)	100	(4)	(4)	(4)
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	(6)	(0)	(0)	0	(14)
기타현금흐름	0	(0)	0	0	0
현금의증가	(6)	(34)	83	100	131

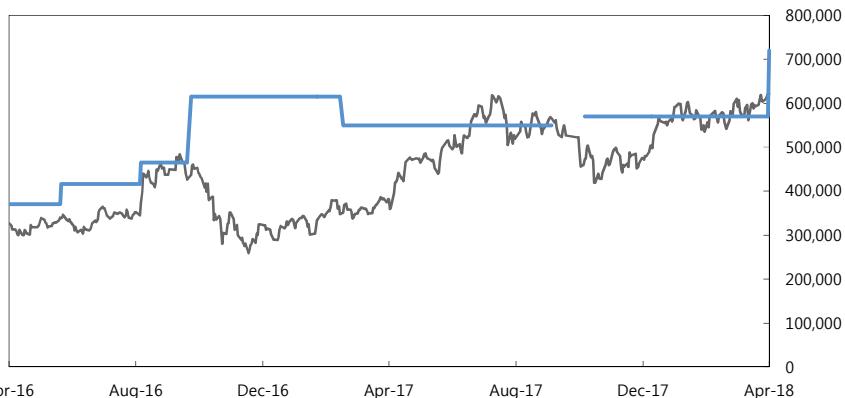
주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	13,177	19,475	19,610	23,583	28,735
BPS	79,022	161,836	178,874	204,190	232,910
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%), YoY					
매출증가율	90.9	46.6	14.2	17.8	17.8
영업이익증가율	256.2	61.1	11.6	20.2	22.0
순이익증가율	27.5	68.3	17.1	20.5	21.8
EPS증가율	(1.4)	47.8	0.7	20.3	21.8
EBITDA증가율	252.6	59.7	11.9	18.9	21.9
수익성(%)					
영업이익률	50.9	56.0	54.7	55.8	57.8
순이익률	34.8	40.0	41.0	41.9	43.4
EBITDA Margin	54.8	59.7	58.5	59.0	61.1
ROA	19.3	14.6	11.1	12.0	13.0
ROE	18.8	15.4	11.6	12.3	13.2
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	(104)	(516)	(603)	(707)	(843)
차입금/자본총계비율(%)	0.1	11.1	9.4	7.9	6.5
Valuation(X)					
PER	24.4	28.7	31.7	26.3	21.6
PBR	4.1	3.5	3.5	3.0	2.7
EV/EBITDA	14.2	17.6	17.5	14.0	10.8

주: K-IFRS (연결) 기준

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과거율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
휴젤(145020)	2016.04.05	매수	370,000원	-13.9	-8.1
	2016.06.01	매수	416,000원	-19.2	-12.4
	2016.08.17	매수	465,000원	-4.4	3.9
	2016.10.04	매수	615,000원	-45.1	-25.2
	2017.02.27	매수	550,000원	-12.0	12.3
	2017.09.18	NR	-	-	-
	2017.10.17	매수	570,000원	-6.1	8.9
	2018.04.12	매수	720,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 4월 12일 현재 휴젤 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 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	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 돋기 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.