



## BUY(Maintain)

목표주가: 700,000원

주가(4/27): 485,000원

시가총액: 21,137억원

헬스케어

Analyst 이지현

02) 3787-4776 geehyun@kiwoom.com

## Stock Data

KOSDAQ (4/27)		886.49pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	636,000원	418,600원
등락률	-23.74%	15.86%
수익률	절대	상대
1W	-19.2%	-21.7%
1M	15.9%	-9.8%
1Y	8.6%	-22.7%

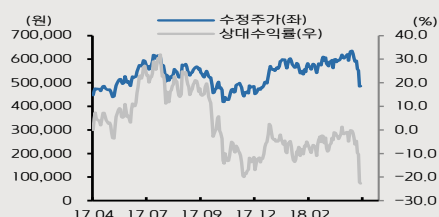
## Company Data

발행주식수	4,358천주
일평균 거래량(3M)	29천주
외국인 지분율	53.60%
배당수익률(18E)	0.00%
BPS(18E)	180,855원
<hr/>	
주요 주주	Legu Issuer
	Designated
	Activity Company
	48.04%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	1,242	1,821	2,329	2,964
보고영업이익	633	1,019	1,293	1,729
핵심영업이익	633	1,019	1,293	1,729
EBITDA	681	1,087	1,354	1,785
세전이익	643	1,035	1,323	1,759
순이익	509	814	1,033	1,381
지배주주지분순이익	433	728	925	1,236
EPS(원)	13,177	19,396	21,256	28,369
증감률(%YoY)	4.4	47.2	9.6	33.5
PER(배)	24.4	28.9	26.3	19.7
PBR(배)	4.2	3.5	3.1	2.7
EV/EBITDA(배)	16.7	20.0	15.3	10.9
보고영업이익률(%)	50.9	56.0	55.5	58.3
핵심영업이익률(%)	50.9	56.0	55.5	58.3
ROE(%)	20.8	16.4	13.4	15.5
순부채비율(%)	-37.9	-71.9	-75.7	-77.6

## Price Trend



## 휴젤 (039840)

## 점입가경의 한 해를 위한 기틀 마련 완료



상장 이후 고 성장세를 이어갔지만 올해 1분기 실적은 기대에 못 미치면서 지난주 주가 조정을 받았습니다. 내부적 조직 개편과 정치적 불확실성의 영향이 작용한 실적으로 판단됩니다. 지속적으로 새로운 국가 진출에 순항하고 있고 조직 개편을 통한 영업망 강화, 주요 거점 국가 인증에 대한 기대감은 아직 유효합니다. 비대형터치 소재 개발을 하는 올릭스(지분율 7.26%)의 상장을 앞두고 있다는 점도 주목해야 합니다. 주가 조정을 적극 매수의 기회로 삼아야 합니다.

## &gt;&gt;&gt; 목표가 700,000원, 투자 의견 'BUY' 의견 유지

기존 목표가 700,000원 투자 의견 'BUY'를 유지하는 이유는 1) 영업조직 개편 완료로 사업 순항이 지속될 것이며, 2) 새로운 국가 진출에 대한 기대감이 있고, 3) 국내보다 해외 비중 증가는 마진을 개선으로 이어지기 때문이다. 특히 하반기 중국 필러 인증을 앞두고 있다는 점은 일회성 이슈로 인한 실적 불확실성을 해소할 수 있다는 점이 긍정적이다. 작년까지 보여주었던 높은 성장세는 하반기로 갈수록 지속될 것이다.

목표주가는 글로벌 보틀리눔 독소 생산 기업의 12M Fwd PER를 적용한 영업 가치에 보틀렉스 글로벌 시장 가치를 반영한 SOTP 방식으로 산출하였다.

## &gt;&gt;&gt; 일회성 비용 증가로 인한 이익율 소폭 감소

매출은 3.5% 증가한 443억원이었으나 1분기 영업이익은 224억원을 기록하며 작년 대비 13.4% 감소하였다. 이 중 미국 자회사 설립 관련 법률 비용 및 화장품 광고비 등 일회성 비용이 약 30억원 소요된 것으로 이를 제하면 작년의 높은 50% 이상의 이익률을 유지할 수 있을 것으로 추정된다.

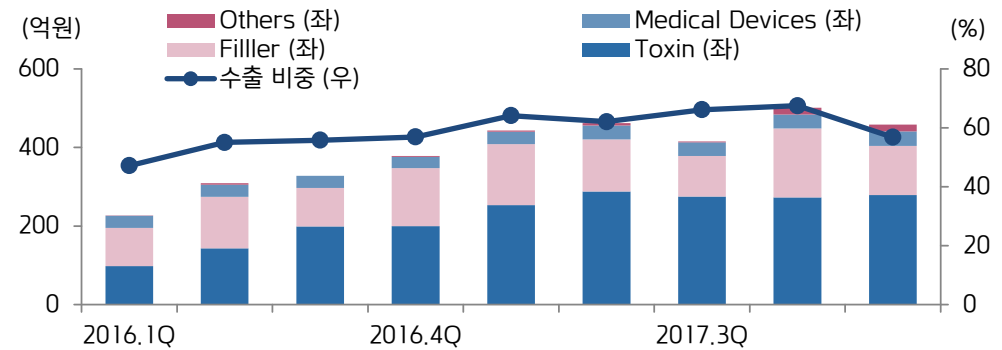
매출은 지역별로 아시아의 필러 수출의 부진은 정치적 이슈에 따른 것으로 하반기 인증 국가의 확대를 통해 해소할 수 있을 것이다. 연초 내부 조직 개편이 완료되어 영업 조직의 대대적 개편에 따른 영향이 있었기 때문에 하반기부터는 러시아나 브라질 등 주요 인증 국가들의 성과가 기대된다. 해외 매출이 국내보다 이익율이 높기 때문에 해외 매출 비중의 확대는 곧 이익율 향상으로 이어질 것으로 판단한다.

## &gt;&gt;&gt; 하반기 기업가치 향상 모멘텀 다수 보유 기대

작년 브라질과 러시아 등 인증 국가를 확장하고 이에 대한 성과를 기대하는 가운데 올해에도 새로운 국가 진출이 지속돼 아시아와 국내에 집중되어있는 매출 처가 다변화될 것이다. 우선 중국의 필러 제품에 대한 허가 신청할 것으로 중국에서 의약품 개발과 인허가, 유통 역량이 높은 사한제약과의 파트너십을 통해 진입하며 국내 업체들 중 가장 빠르게 중국 필러 시장을 진입할 것으로 기대된다.

지분투자를 단행한, 국내 최초 RNA 간섭 기술을 이용한 신약개발을 하고 있는 올릭스의 코스닥 상장 기대되며 이 또한 기업 가치 향상의 모멘텀이 될 수 있을 것으로 판단된다.

## 제품별 매출과 수출 비중



자료: 휴젤, 키움증권 리서치센터

## 지역별 매출 구분

		Toxin				Filler & Others			
		2017 1Q		2018 1Q		2017 1Q		2018 1Q	
Export	Total	145	57.4%	160	57.3%	139	72.9%	100	56.0%
	Asia	60	23.8%	106	38.0%	126	66.2%	87	48.4%
	Latin America	4	1.4%	16	5.8%	1	0.4%	0	0.2%
	Eastern Europe	2	0.7%	7	2.6%	0	0.0%	1	0.4%
	Japan & Others	79	31.5%	31	11.0%	12	6.2%	13	7.0%
Domestic		107	42.6%	119	42.7%	52	27.1%	79	44.0%
Total		252	100.0%	278	100.0%	190	100.0%	179	100.0%

자료: 휴젤, 키움증권 리서치센터

## 휴젤의 제품 허가 시기 추정 내역

Distributor	Product	2017	2018	2019	2020	2021
US Hugel's US Subsidiary (preliminary)	Hugel Toxin Track 1	Clinical Trials III	CSR& Application	Review	Marketing Approval	
	Hugel Toxin Track 2	Clinical Trials III	Transition Into Hugel	Additional Clinical Trials III	CSR& Application	Review
	Croma Filler					Marketing Approval
EU Croma Pharma	Hugel Toxin	Clinical Trials III	CSR& Application	Review	Marketing Approval	
	Croma Filler	Marketed				
CHINA Sihuab Pharna	Hugel Toxin	Clinical Trials III	CSR& Application	Review	Marketing Approval	
	Hugel Filler	Clinical Trials	CSR& Application	Review	Marketing Approval	

자료: 휴젤, 키움증권 리서치센터

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2017	2018
매출액	443.0	461.6	415.7	501.0	458.0	561.8	637.2	672.0	1821.3	2329.0
YoY (%)					3.4	21.7	53.3	34.1		27.9
보틀리눔 통신	194.0	271.0	243.0	364.0	279.0	323.1	414.3	449.2	1072.0	1465.6
YoY (%)					43.8	19.2	70.5	23.4		36.7
매출 비중 (%)	43.8	58.7	58.5	72.7	60.9	57.5	65.0	66.8	58.9	62.9
필러	177.0	171.0	127.0	144.0	125.0	170.6	161.9	150.7	619.0	608.3
YoY (%)					(29.4)	(0.2)	27.5	4.7		(1.7)
매출 비중 (%)	40.0	37.0	30.6	28.7	27.3	30.4	25.4	22.4	34.0	26.1
의료기기	32.0	36.0	35.0	36.0	37.0	39.3	38.8	38.1	139.0	153.1
YoY (%)					15.6	9.2	10.8	5.7		10.2
매출 비중 (%)	7.2	7.8	8.4	7.2	8.1	7.0	6.1	5.7	7.6	6.6
기타	3.0	6.0	2.0	17.0	17.0	28.7	22.2	34.0	28.0	101.9
YoY (%)					466.7	377.8	1009.8	100.0		263.8
매출 비중 (%)	0.7	1.3	0.5	3.4	3.7	5.1	3.5	5.1	1.5	4.4
영업이익	258.4	273.2	237.2	251.0	224.0	314.1	376.8	377.8	1019.7	1292.7
YoY (%)					(13.3)	15.0	58.9	50.5		26.8
OPM (%)	58.3	59.2	57.1	50.1	48.9	55.9	59.1	56.2	56.0	55.5

## 휴젤 Valuation 내역 (단위:십억원)

영업가치	Multiple (12M Fwd)		Value
2018 EPS	502	20.3	24.7
파이프라인 가치	성공확률 (%)		
북미시장	819	60	1,366
유럽시장	780	80	974.8
중국시장	436	85	513.3
사업가치 합계	2,036		
기업가치	2,551		
순현금	540		
순차입금	57		
주주가치	3,033		
주식수 (천주)	4,308		
적정주가 (원)	701,188		

자료: 키움증권 리서치센터

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,242	1,821	2,329	2,964	3,471
매출원가	298	400	527	658	770
매출총이익	944	1,421	1,802	2,306	2,701
판매비및일반관리비	311	402	509	578	584
영업이익(보고)	633	1,019	1,293	1,729	2,118
영업이익(핵심)	633	1,019	1,293	1,729	2,118
영업외손익	11	16	30	30	40
이자수익	12	50	58	59	70
배당금수익	0	4	5	5	6
외환이익	8	4	4	4	4
이자비용	0	15	15	15	15
외환손실	5	7	0	0	0
관계기업지분법손익	-11	-15	-15	-15	-15
투자및기타자산처분손익	-2	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	9	-5	-7	-9	-10
법인세차감전이익	643	1,035	1,323	1,759	2,157
법인세비용	134	222	290	378	466
유효법인세율 (%)	20.9%	21.4%	21.9%	21.5%	21.6%
당기순이익	509	814	1,033	1,381	1,691
지배주주지분순이익(억원)	433	728	925	1,236	1,514
EBITDA	681	1,087	1,354	1,785	2,168
현금순이익(Cash Earnings)	557	881	1,094	1,437	1,741
수정당기순이익	510	814	1,033	1,381	1,691
증감율(% YoY)					
매출액	90.9	46.6	27.9	27.3	17.1
영업이익(보고)	256.2	61.1	26.8	33.7	22.5
영업이익(핵심)	256.2	61.1	26.8	33.7	22.5
EBITDA	252.6	59.7	24.6	31.8	21.5
지배주주지분 당기순이익	27.5	68.3	27.0	33.7	22.4
EPS	4.4	47.2	9.6	33.5	22.4
수정순이익	-20.8	59.4	27.0	33.7	22.4

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	451	642	1,077	1,256	1,600
당기순이익	509	814	1,033	1,381	1,691
감가상각비	39	56	52	47	43
무형자산상각비	9	11	10	9	8
외환손익	-1	0	-4	-4	-4
자산처분손익	3	0	0	0	0
지분법손익	15	20	15	15	15
영업활동자산부채 증감	-235	-312	-27	-187	-148
기타	113	53	-1	-4	-4
투자활동현금흐름	-539	-5,553	-881	-154	-1,158
투자자산의 처분	-369	-5,494	-881	-154	-1,158
유형자산의 처분	1	0	0	0	0
유형자산의 취득	-156	-63	0	0	0
무형자산의 처분	-5	-9	0	0	0
기타	-10	13	0	0	0
재무활동현금흐름	31	4,576	2	2	2
단기차입금의 증가	-11	-3	1	0	0
장기차입금의 증가	0	1,000	0	0	0
자본의 증가	0	3,546	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	42	32	1	2	2
현금및현금성자산의순증가	-56	-336	199	1,104	444
기초현금및현금성자산	705	649	313	511	1,616
기말현금및현금성자산	649	313	511	1,616	2,059
Gross Cash Flow	687	954	1,104	1,443	1,748
Op Free Cash Flow	153	484	1,044	1,226	1,562

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,513	6,794	8,081	9,599	11,410
현금및현금성자산	649	313	513	1,621	2,068
유동금융자산	393	5,645	6,498	6,616	7,747
매출채권및유동채권	336	681	871	1,109	1,298
재고자산	135	155	199	253	296
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,430	1,415	1,384	1,369	1,349
장기매출채권및기타비유동채권	60	47	60	76	89
투자자산	106	142	159	183	201
유형자산	588	590	538	491	448
무형자산	639	637	627	618	610
기타비유동자산	36	0	0	0	0
자산총계	2,943	8,209	9,465	10,969	12,759
유동부채	199	227	448	568	666
매입채무및기타유동채무	80	113	302	385	451
단기차입금	3	0	1	1	1
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	117	113	144	182	214
비유동부채	5	803	805	807	809
장기매입채무및비유동채무	1	1	1	1	1
사채및장기차입금	0	796	796	796	796
기타비유동부채	4	7	8	10	12
부채총계	204	1,030	1,252	1,375	1,474
자본금	16	22	22	22	22
주식발행초과금	1,408	4,981	4,981	4,981	4,981
이익잉여금	1,065	1,792	2,716	3,953	5,466
기타자본	39	163	163	163	163
지배주주지분자본총계	2,528	6,957	7,882	9,118	10,632
비지배주주지분자본총계	211	222	330	475	652
자본총계	2,739	7,179	8,212	9,593	11,284
순차입금	-1,039	-5,162	-6,214	-7,441	-9,018
총차입금	3	796	797	797	797

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	13,177	19,396	21,256	28,369	34,731
BPS	76,978	161,504	180,855	209,224	243,955
주당EBITDA	20,727	28,947	31,128	40,949	49,753
CFPS	16,964	23,468	25,155	32,969	39,959
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	24.4	28.9	26.3	19.7	16.1
PBR	4.2	3.5	3.1	2.7	2.3
EV/EBITDA	16.7	20.0	15.3	10.9	8.3
PCFR	18.9	23.8	22.2	17.0	14.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	50.9	56.0	55.5	58.3	61.0
영업이익률(핵심)	50.9	56.0	55.5	58.3	61.0
EBITDA margin	54.8	59.7	58.1	60.2	62.5
순이익률	41.0	44.7	44.3	46.6	48.7
자기자본이익률(ROE)	20.8	16.4	13.4	15.5	16.2
투자자본이익률(ROIC)	56.4	68.3	76.8	99.6	112.3
안정성(%)					
부채비율	7.4	14.3	15.3	14.3	13.1
순차입금비율	-37.9	-71.9	-75.7	-77.6	-79.9
이자보상배율(배)	N/A	68.3	86.5	115.6	141.6
활동성(배)					
매출채권회전율	4.5	3.6	3.0	3.0	2.9
재고자산회전율	11.5	12.5	13.1	13.1	12.6
매입채무회전율	11.5	18.9	11.2	8.6	8.3

## Compliance Notice

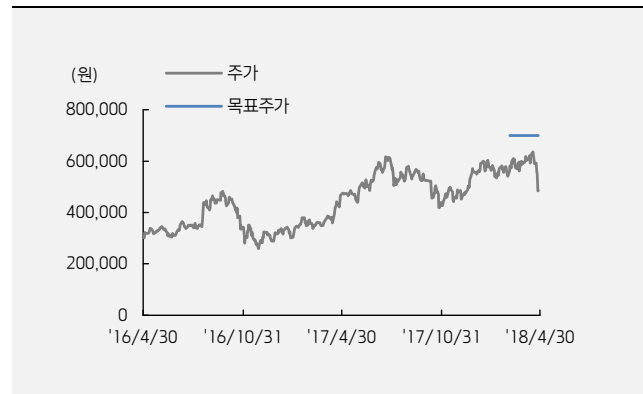
- 당사는 4월 27일 현재 '휴젤' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표 주가	목표 가격 대상 시점	과리율	
					평균 주가대비	최고 주가대비
휴젤 (145020)	2018/03/07	BUY(Initiate)	700,000원	6개월	-15.57	-9.14
	2018/04/30	BUY(Maintain)	700,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)



## 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2017/04/01~2018/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	158	95.18%
중립	7	4.22%
매도	1	0.60%