



BUY(Maintain)

목표주가: 630,000원
주가(7/3): 516,000원

시가총액: 22,488억원

헬스케어

Analyst 이지현

02) 3787-4776 geehyun@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (7/3)		795.71pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	636,000원	418,600원
등락률	-18.87%	23.27%
수익률	절대	상대
1W	8.1%	20.0%
1M	-7.5%	-4.4%
1Y	-10.3%	-25.5%

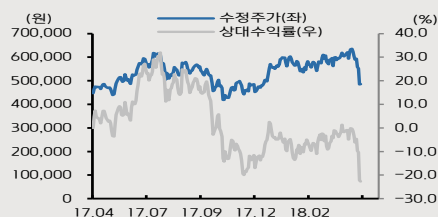
Company Data

발행주식수	4,358천주
일평균 거래량(3M)	27천주
외국인 지분율	56.06%
배당수익률(18E)	0.00%
BPS(18E)	176,362원
주요 주주	Leguh Issuer Designated Activity Company
	22.61%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	1,242	1,821	1,992	2,222
보고영업이익	633	1,019	1,017	1,123
핵심영업이익	633	1,019	1,017	1,123
EBITDA	681	1,087	1,078	1,179
세전이익	643	1,035	1,039	1,139
순이익	509	814	814	896
지배주주지분순이익	433	728	729	802
EPS(원)	13,177	19,396	16,755	18,408
증감률(%YoY)	4.4	47.2	-13.6	9.9
PER(배)	24.4	28.9	33.4	30.4
PBR(배)	4.2	3.5	3.2	2.9
EV/EBITDA(배)	16.7	20.0	19.3	16.9
보고영업이익률(%)	50.9	56.0	51.0	50.5
핵심영업이익률(%)	50.9	56.0	51.0	50.5
ROE(%)	20.8	16.4	10.7	10.6
순부채비율(%)	-37.9	-71.9	-76.5	-78.7

Price Trend



휴젤 (039840)

도약을 위한 성장통 점진적으로 회복될 듯



내부적 조직 개편과 정치적 불확실성의 영향이 작용한 1분기 실적 이후 주가 조정을 크게 받았습니다. 지속적으로 새로운 국가 진출에 순항하고 있고 조직 개편을 통한 영업망 강화, 주요 거점 국가 인증에 대한 기대감은 아직 유효합니다. 다만 실적 개선은 점진적으로 이루어질 것으로 판단됩니다. 비대홍터치료제 개발을 하는 올릭스의 상장을 앞두고 있는 바 지분가치를 보유하고 있고 하반기 기업가치 향상 모멘텀을 다수 보유하고 있다는 점에서 연이은 주가조정은 과도하다고 판단합니다.

>>> 목표가 630,000원으로 하향하나 투자 의견 'BUY' 의견 유지

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. 다만 체질 개선으로 인한 성장통은 점진적으로 개선될 것으로 판단하며 추정치 조정으로 인해 목표가를 하향하는 바이다.

목표주가는 글로벌 보툴리눔 독소 생산 기업의 12M Fwd PER를 적용한 영업 가치에 보툴렉스 글로벌 시장 가치와 이번달 상장 예정인 기업 올릭스의 지분 가치를 반영한 SOTP 방식으로 산출하였다.

>>> 지난 분기의 부진한 점은 연내 점진적으로 회복할 듯

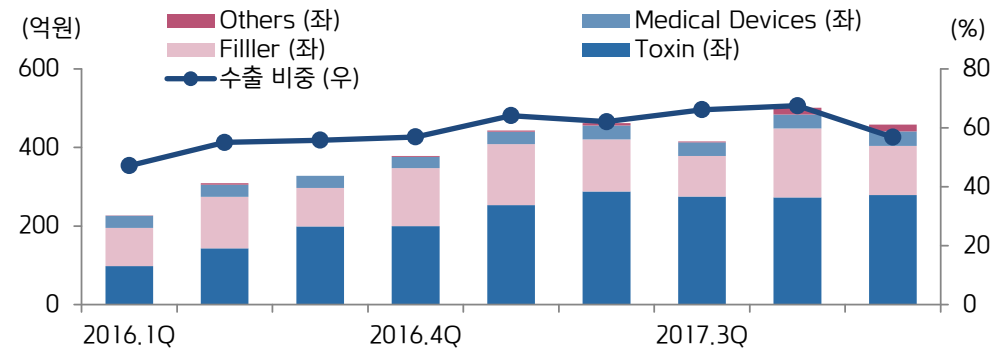
지난 분기의 실적 쇼크 회복이 점진적으로 이루어질 것으로 판단된다. 정치적 이슈에 따른 필러의 수출 부진은 즉각 해소되기는 무리로 보인다. 다만 하반기 인증 국가의 확대를 통해 대외 변수로 인한 실적의 불확실성을 소거할 수 있을 것이다. 연초 내부 조직 개편에 따른 영향으로 인한 일본 지역의 특신 수출 부진도 성과의 정상화가 점진적으로 이루어질 것으로 보인다.

>>> 하반기 기업가치 향상 모멘텀 보유

이번 달 중순 올릭스의 코스닥 상장이 기대되며 기업 가치 향상의 모멘텀이 될 수 있을 것으로 판단된다. 올릭스의 핵심 가치는 자체 기술 개발한 siRNA 신약 개발 플랫폼 기술로 비대홍터 신약에 대한 아시아 판권을 수취하였고 현재 국내에서는 임상 1상을 종료하였으며 하반기 임상 2상에 진입할 것으로 예상된다. 2대 주주인 휴젤의 지분율은 7.3%에서 상장 후 5.9%가 될 것이다.

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

제품별 매출과 수출 비중



자료: 휴젤, 키움증권 리서치센터

휴젤의 제품 허가 시기 추정 내역

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

자료 : 휴젤, 키움증권 리서치센터

휴젤 Valuation 내역 (단위:십억원)

영업가치	Multiple (12M Fwd)		Value
2018 EPS	401	20.3	19.8
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		
올릭스 지분가치	99	5.9% 지분율	시총규모 약 1,680 억원 가정
순차입금	57		
주주가치	2,718		
주식수 (천주)	4,308		
적정주가 (원)	630,935		

자료: 키움증권 리서치센터

휴젤 실적 추정 변경 전

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18 E	3Q18 E	4Q18 E	2017	2018 E
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
보틀리능 특선	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 실적 추정 변경 후

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18 E	3Q18 E	4Q18 E	2017	2018 E
매출액	443.0	461.6	415.7	501.0	457.8	492.4	517.9	524.3	1821.3	1992.4
YoY (%)					3.3	6.7	24.6	4.6		9.4
보틀리능 특선	194.0	271.0	243.0	364.0	279.0	299.3	329.4	318.3	1072.0	1226.0
YoY (%)					10.3	3.9	19.8	16.6		14.4
매출 비중 (%)	43.8	58.7	58.5	72.7	60.9	60.8	63.6	60.7	58.9	61.5
필러	177.0	171.0	127.0	144.0	125.0	133.6	130.4	145.3	619.0	534.2
YoY (%)					(19.4)	1.2	26.6	(17.0)		(13.7)
매출 비중 (%)	40.0	37.0	30.6	28.7	27.3	27.1	25.2	27.7	34.0	26.8
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	8.0	7.5	7.3	7.6	7.7
기타	3.0	6.0	2.0	17.0	17.0	20.2	19.4	22.7	28.0	79.3
YoY (%)					466.7	236.1	871.7	33.3		183.1
매출 비중 (%)	0.7	1.3	0.5	3.4	3.7	4.1	3.8	4.3	1.5	4.0
영업이익	258.4	273.2	237.2	251.0	223.1	256.5	278.5	258.7	1019.7	1016.8
YoY (%)					(13.7)	(6.1)	17.4	3.1		(0.3)
OPM (%)	58.3	59.2	57.1	50.1	48.7	52.1	53.8	49.3	56.0	51.0

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,242	1,821	1,992	2,222	2,624
매출원가	298	400	463	509	587
매출총이익	944	1,421	1,530	1,713	2,037
판매비및일반관리비	311	402	513	590	660
영업이익(보고)	633	1,019	1,017	1,123	1,377
영업이익(핵심)	633	1,019	1,017	1,123	1,377
영업외손익	11	16	22	16	24
이자수익	12	50	50	45	53
배당금수익	0	4	4	4	4
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	-6	-6	-8
법인세차감전이익	643	1,035	1,039	1,139	1,401
법인세비용	134	222	225	243	300
유효법인세율 (%)	20.9%	21.4%	21.6%	21.3%	21.4%
당기순이익	509	814	814	896	1,100
지배주주지분순이익(억원)	433	728	729	802	985
EBITDA	681	1,087	1,078	1,179	1,428
현금순이익(Cash Earnings)	557	881	876	952	1,151
수정당기순이익	510	814	814	896	1,100
증감율(% YoY)					
매출액	90.9	46.6	9.4	11.5	18.1
영업이익(보고)	256.2	61.1	-0.2	10.4	22.6
영업이익(핵심)	256.2	61.1	-0.2	10.4	22.6
EBITDA	252.6	59.7	-0.8	9.3	21.1
지배주주지분 당기순이익	27.5	68.3	0.1	10.1	22.8
EPS	4.4	47.2	-13.6	9.9	22.8
수정순이익	-20.8	59.4	0.1	10.1	22.8

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	451	642	961	897	1,046
당기순이익	509	814	814	896	1,100
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	74	-66	-117
기타	113	53	0	0	1
투자활동현금흐름	-539	-5,553	76	587	-919
투자자산의 처분	-369	-5,494	76	587	-919
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	1	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	1	2
현금및현금성자산의순증가	-56	-336	1,039	1,486	128
기초현금및현금성자산	705	649	313	1,352	2,837
기말현금및현금성자산	649	313	1,352	2,837	2,965
Gross Cash Flow	687	954	887	963	1,163
Op Free Cash Flow	153	484	932	874	1,016

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,513	6,794	7,826	8,817	10,027
현금및현금성자산	649	313	1,352	2,837	2,965
유동금융자산	393	5,645	5,559	4,959	5,856
매출채권및유동채권	336	681	745	831	982
재고자산	135	155	170	190	224
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,430	1,415	1,357	1,308	1,279
장기매출채권및기타비유동채권	60	47	51	57	68
투자자산	106	142	140	142	152
유형자산	588	590	538	491	448
무형자산	639	637	627	618	610
기타비유동자산	36	0	0	0	0
자산총계	2,943	8,209	9,183	10,126	11,306
유동부채	199	227	385	431	509
매입채무및기타유동채무	80	113	259	289	341
단기차입금	3	0	1	1	1
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	117	113	125	141	167
비유동부채	5	803	804	805	807
장기매입채무및비유동채무	1	1	1	1	1
사채및장기차입금	0	796	796	796	796
기타비유동부채	4	7	8	9	10
부채총계	204	1,030	1,189	1,236	1,316
자본금	16	22	22	22	22
주식발행초과금	1,408	4,981	4,981	4,981	4,981
이익잉여금	1,065	1,792	2,520	3,323	4,308
기타자본	39	163	163	163	163
지배주주지분자본총계	2,528	6,957	7,686	8,488	9,474
비지배주주지분자본총계	211	222	307	401	517
자본총계	2,739	7,179	7,994	8,890	9,990
순차입금	-1,039	-5,162	-6,114	-7,000	-8,025
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	16,755	18,408	22,603
BPS	76,978	161,504	176,362	194,771	217,373
주당EBITDA	20,727	28,947	24,786	27,044	32,757
CFPS	16,964	23,468	20,127	21,843	26,411
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	24.4	28.9	33.4	30.4	24.8
PBR	4.2	3.5	3.2	2.9	2.6
EV/EBITDA	16.7	20.0	19.3	16.9	13.2
PCFR	18.9	23.8	27.8	25.6	21.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	50.9	56.0	51.0	50.5	52.5
영업이익률(핵심)	50.9	56.0	51.0	50.5	52.5
EBITDA margin	54.8	59.7	54.1	53.1	54.4
순이익률	41.0	44.7	40.9	40.3	41.9
자기자본이익률(ROE)	20.8	16.4	10.7	10.6	11.7
투자자본이익률(ROIC)	56.4	68.3	63.0	73.5	87.3
안정성(%)					
부채비율	7.4	14.3	14.9	13.9	13.2
순차입금비율	-37.9	-71.9	-76.5	-78.7	-80.3
이자보상배율(배)	N/A	68.3	68.0	75.1	92.1
활동성(배)					
매출채권회전율	4.5	3.6	2.8	2.8	2.9
재고자산회전율	11.5	12.5	12.2	12.3	12.7
매입채무회전율	11.5	18.9	10.7	8.1	8.3

Compliance Notice

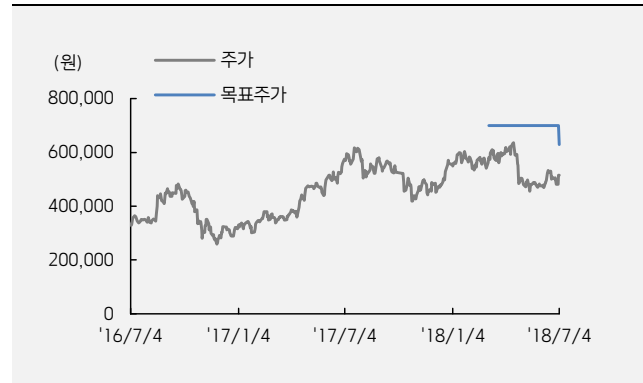
- 당사는 7월 3일 현재 '휴젤' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시험	과리율	
					평균 주가대비	최고 주가대비
휴젤 (145020)	2018/03/07	BUY(Initiate)	700,000원	6개월	-16.13	-9.14
	2018/04/30	BUY(Maintain)	700,000원	6개월	-23.66	-9.14
	2018/07/04	BUY(Maintain)	630,000원	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 (2017/07/01~2018/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	160	95.24%
중립	6	3.57%
매도	2	1.19%