

휴젤 (145020)


제약/바이오
서미화


Ph. D

02 3770 5595

mihwa.seo@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	610,000원 (M)
현재주가 (7/9)	535,300원
상승여력	14%

시가총액	23,329억원
총발행주식수	4,358,205주
60일 평균 거래대금	144억원
60일 평균 거래량	27,477주
52주 고	636,000원
52주 저	418,600원
외인지분율	56.78%
주요주주	Leguh Issuer Designated Activity Company 외 3 인 41.99%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	14.0	(12.2)	(10.0)
상대	23.9	(5.1)	(26.1)
절대(달러환산)	9.9	(16.1)	(6.9)

내년 실적으로 이어질 하반기 모멘텀 주목

2분기보다는 하반기 실적을 기다리자

2분기 매출액은 1분기와 유사한 수준으로, 464억원(YoY +0.4%), 영업이익 227억원(YoY -16.8%)로 추정된다. 컨센서스 대비 매출액 6.7%, 영업이익 14.3% 하회할 것으로 추정된다. 특신 280억원(YoY -2.8%), 필러 123억원(YoY -7.0%)의 매출이 예상된다. 1분기 증가한 판관비(미국 자회사 설립 관련 법률 비용 및 화장품 광고비 등 약 30억원) 또한 유지될 것으로 보인다. 중국 따이공 단속강화로 감소된 필러 수출의 회복은 당분간 지속될 것으로 보인다. 하지만 하반기 특신의 브라질, 러시아 수출 성장이 예상되고, 중국, 브라질에서의 필러 시판허가(하반기 예상)로 점증적인 실적개선이 이뤄질 것으로 보인다.

하반기 모멘텀이 내년 실적 개선으로 이어질 듯

하반기 비대흉터치료제 BMT101 국내 임상 2상 개시가 예상된다. 7월 중순 상장 예정인 올릭스는 하반기 유럽 임상 1상을 개시 할 예정이며, 비대흉터치료제의 아시아 판권은 휴젤이 보유하고 있다. 휴젤의 코스메틱 사업 경험과 올릭스의 RNA 치료제 기술의 시너지 효과가 기대된다. 보툴렉스 미국 임상 3상은 종료 후 추가 임상 3상 여부에 대한 발표가 있을 예정이다. 중국은 임상 3상 종료 예정으로 하반기 다양한 R&D 성과가 예상된다.

투자의견 Buy, 목표주가 61만원 유지

하반기, 특신 시장규모가 큰 러시아와 브라질에서의 본격적인 수출이 기대된다. 필러부문은 1) 기존 허가국에서의 매출 성장, 2) 한미약품과의 파트너십 계약으로 대용량 HA필러 '구구필' 비뇨기과 영업 확대 및 매출 증가가 기대된다. 기존 기업가치에 2020년 시점 중국, 유럽, 미국 보툴렉스의 시장 진출을 고려하여 신약가치 3,679억원을 추가적으로 반영하여서 목표주가 61만원 산정하였다. 일본을 포함하여 아직 안착하지 못한 시장의 매출 변동 안정화 및 임상 진행에 대한 불확실성 해소가 주가의 단기적 변수로 작용할 것으로 보인다.

Quarterly earning forecasts

	2Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	464	0.5	1.4	497	-6.7
영업이익	227	-16.8	1.9	265	-14.3
세전계속사업이익	247	-8.4	-10.0	278	-11.1
지배순이익	173	-6.5	-10.7	181	-4.3
영업이익률 (%)	49.0	-10.2 %pt	+0.3 %pt	53.3	-4.3 %pt
지배순이익률 (%)	37.4	-2.8 %pt	-5.0 %pt	36.5	+0.9 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	1,242	1,821	1,959	2,158	
영업이익	633	1,019	971	1,107	
지배순이익	433	728	764	850	
PER	24.5	23.8	30.5	27.4	
PBR	4.2	2.9	3.0	2.7	
EV/EBITDA	14.3	11.4	16.9	14.1	
ROE	18.8	15.4	10.4	10.4	

자료: 유안타증권

[표 1] 휴젤 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	458	464	507	530	521	531	544	562	1,822	1,959	2,158
YoY	3.4%	0.4%	21.9%	5.8%	13.8%	14.4%	7.3%	6.1%	46.7%	7.5%	10.2%
보툴리눔톡신	278	280	305	325	310	312	318	328	1,089	1,188	1,267
YoY	9.9%	-2.8%	10.9%	19.0%	11.4%	11.4%	4.1%	0.9%	70.2%	9.1%	6.6%
HA 필러	125	123	142	143	150	149	158	164	565	533	621
YoY	-19.4%	-7.0%	37.9%	-18.2%	20.4%	21.5%	11.3%	14.3%	19.5%	-5.7%	16.6%
Medical device	37	43	42	43	44	52	50	52	139	165	198
YoY	15.6%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	14.9%	19.0%	20.0%
기타	17	18	18	19	17	18	18	19	28	72	72
YoY	466.7%	200.0%	800.0%	10.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	300.0%	156.1%	0.0%
영업이익	223	227	261	260	271	277	284	276	1,019	971	1,107
YoY	-13.7%	-16.8%	9.9%	3.7%	21.5%	21.7%	8.8%	6.1%	61.1%	-4.7%	14.0%
영업이익률	48.7%	49.0%	51.4%	49.0%	52.0%	52.1%	52.1%	49.1%	55.9%	49.6%	51.3%
세전순이익	275	247	283	282	295	301	310	303	1,035	1,087	1,209
YoY	7.0%	-8.4%	15.6%	6.7%	7.6%	21.9%	9.6%	7.4%	61.0%	4.9%	11.3%
당기순이익	213	192	219	219	229	234	240	235	814	843	939
YoY	1.8%	-6.3%	13.9%	5.9%	7.6%	21.9%	9.6%	7.4%	59.8%	3.7%	11.3%

자료: 휴젤, 유인타증권 리서치센터

[표 2] Valuation

(단위: 억원, 배)

1. 영업가치		16,860
2018 Forward 순이익	PER 20	843
2. 비영업가치(보툴렉스 가치)		3,679
3. 현금		6,021
유통주식(천주)		4,358
기업가치(1+2+3)		26,560
적정주가(원)		609,435
목표주가(원)		610,000

자료: 유인타증권 리서치센터

휴젤 (145020) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	1,242	1,821	1,959	2,158	2,274
매출원가	298	400	470	516	523
매출총이익	944	1,421	1,489	1,642	1,751
판관비	311	402	518	535	569
영업이익	633	1,019	971	1,107	1,183
EBITDA	681	1,087	1,044	1,179	1,261
영업외순익	11	16	116	102	123
외환관련순익	3	-3	12	13	13
이자순익	12	35	87	103	123
관계기업관련순익	-15	-20	-2	0	0
기타	10	3	19	-13	-13
법인세비용차감전순순익	643	1,035	1,087	1,209	1,306
법인세비용	134	222	243	271	292
계속사업순순익	509	814	843	939	1,013
중단사업순순익	0	0	0	0	0
당기순이익	509	814	843	939	1,013
지배지분순이익	433	728	764	850	918
포괄순이익	509	812	843	938	1,013
지배지분포괄이익	433	727	764	850	918

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,513	6,794	7,721	8,755	9,991
현금및현금성자산	649	313	1,131	2,116	3,303
매출채권 및 기타채권	323	663	680	716	754
재고자산	135	155	183	197	208
비유동자산	1,430	1,415	1,457	1,321	1,177
유형자산	588	590	592	593	586
관계기업등 지분관련자산	56	42	-56	-184	-312
기타투자자산	110	147	293	293	293
자산총계	2,943	8,209	9,179	10,076	11,169
유동부채	199	227	235	238	413
매입채무 및 기타채무	76	108	67	69	244
단기차입금	3	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	5	803	862	862	862
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	796	804	804	804
부채총계	204	1,030	1,097	1,100	1,275
지배지분	2,528	6,957	7,786	8,636	9,554
자본금	16	22	22	22	22
자본잉여금	1,448	5,069	5,126	5,126	5,126
이익잉여금	1,065	1,792	2,562	3,412	4,330
비지배지분	211	222	295	340	340
자본총계	2,739	7,179	8,082	8,976	9,894
순차입금	-1,039	-5,162	-6,022	-7,007	-8,194
총차입금	3	796	805	805	805

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	451	642	811	898	1,152
당기순이익	509	814	843	939	1,013
감가상각비	39	56	61	62	70
외환손익	-1	0	-8	-13	-13
증속,관계기업관련손익	15	20	2	0	0
자산부채의 증감	-235	-312	-102	-69	103
기타현금흐름	125	64	14	-20	-21
투자활동 현금흐름	-539	-5,553	-239	-201	-201
투자자산	-49	-213	128	128	128
유형자산 증가 (CAPEX)	-156	-63	-65	-63	-63
유형자산 감소	1	0	0	0	0
기타현금흐름	-335	-5,277	-301	-266	-266
재무활동 현금흐름	31	4,576	130	118	118
단기차입금	-11	-3	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	1,000	0	0	0
자본	0	3,546	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	42	32	130	118	118
연결범위변동 등 기타	0	0	117	170	118
현금의 증감	-56	-336	819	985	1,187
기초 현금	705	649	313	1,131	2,116
기말 현금	649	313	1,131	2,116	3,303
NOPLAT	633	1,019	971	1,107	1,183
FCF	157	493	660	799	1,037

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

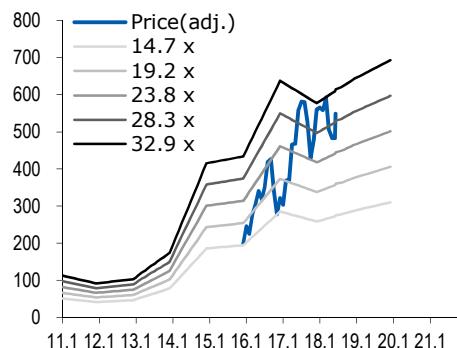
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	13,177	19,382	17,541	19,506	21,058
BPS	77,438	161,588	178,754	198,266	219,334
EBITDAPS	20,727	28,925	23,947	27,047	28,927
SPS	37,816	48,460	44,945	49,524	52,186
DPS	0	0	0	0	0
PER	24.5	23.8	30.5	27.4	25.4
PBR	4.2	2.9	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA	14.3	11.4	16.9	14.1	12.3
PSR	8.5	9.5	11.9	10.8	10.3

재무비율					
	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	90.9	46.6	7.6	10.2	5.4
영업이익 증가율 (%)	256.2	61.1	-4.7	14.0	6.8
지배순이익 증가율 (%)	27.5	68.3	5.0	11.2	8.0
매출총이익률 (%)	76.0	78.0	76.0	76.1	77.0
영업이익률 (%)	50.9	56.0	49.6	51.3	52.0
지배순이익률 (%)	34.8	40.0	39.0	39.4	40.4
EBITDA 마진 (%)	54.8	59.7	53.3	54.6	55.4
ROIC	36.2	48.0	39.9	43.9	48.2
ROA	16.4	13.1	8.8	8.8	8.6
ROE	18.8	15.4	10.4	10.4	10.1
부채비율 (%)	7.4	14.3	13.6	12.3	12.9
순차입금/자기자본 (%)	-41.1	-74.2	-77.3	-81.1	-85.8
영업이익/금융비용 (배)	0.0	68.3	29.7	33.8	36.1

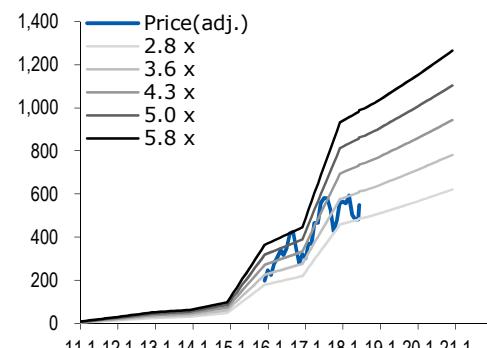
P/E band chart

(천원)

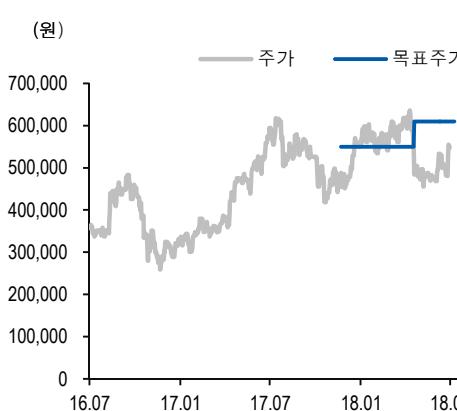


P/B band chart

(천원)



휴젤 (145020) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-07-10	BUY	610,000	1년		
2018-04-26	BUY	610,000	1년		
2017-11-29	BUY	550,000	1년	2.59	15.64

자료: 유안타증권

주: 괴리를 $= (\text{실제주가} - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점가지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	2.3
Buy(매수)	84.6
Hold(중립)	13.1
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-07-07

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 입력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 서미화)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기준 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.