

휴젤(145020)

해외 NDR 후기

파이공, 주요국가 진출, 경쟁심화가 가장 큰 관심사

지난주 우리는 휴젤과 해외 NDR을 진행했다. 투자자들의 주요 관심사는 파이공에 대한 중국정부의 단속 영향, 주요국가 진출 진행상황, 국내 경쟁심화에 대한 대응 전략으로 요약될 수 있다. 상반기 실적부진의 원인이었던 파이공 단속은 과거에도 이루어져 왔으며 일정기간이 지나면 판매활동이 재개되어 왔다. 중국향 수출도 시간이 지나면 점진적으로 회복할 것으로 기대한다. 그러나 중국시장의 불확실성 해소를 위해 정식진출이 중요해졌다. 중국 임상 3상은 올해 상반기 종료되었으며 올해 말 BLA를 제출할 계획이다. 유럽 임상 3상 역시 작년 말 종료되었으며 올해 내 BLA를 제출할 전망이다. 그러나 미국시장에서는 외부 CRO의 권유에 따라 임상 3상이 추가로 진행될 가능성이 있으며 이럴 경우 최종승인은 현재로부터 3년 가량이 소요될 것으로 예상된다. 또한 미국시장에서 영업력이 취약한 Croma Pharma의 특신판권을 타사로 이전할 가능성도 있다. 국내 특신판권은 경쟁사의 가격할인 등으로 경쟁이 심화되고 있다. 그러나 최근 소비자들 사이에서 가격보다는 브랜드 인지도와 품질이 제품선택의 중요한 요소로 작용하고 있어 휴젤의 현재 국내 점유율(약 30%)과 가격은 유지될 것으로 예상된다.

단기 실적보다는 임상 진행상황에 집중해야 할 상황

당분간은 올해 하반기 유럽, 중국, 미국 등 주요 국가에서의 임상 진행상황에 집중해야 한다는 판단이다. 실적은 수출 데이터의 반등이 확인되기 전까지는 단기간에 급격히 개선되기는 어려울 것으로 예상된다. 한편 회사는 올해 가이던스로 매출액 전년 대비 10% 증가, 영업이익률 50%, 배당성향 15%를 제시했다.

중국수출 감소에 대한 우려를 반영해 목표주가 하향

휴젤에 대해 매수 의견을 유지하나 목표주가는 중국수출 우려로 실적 전망치를 조정함에 따라 55만원으로 15% 하향한다. 하반기 유럽, 중국 등 주요 국가에서의 임상완료, 미국시장에서의 전략의 구체화 등이 주가의 모멘텀으로 작용할 전망이다. 목표주가는 본업가치 1.35조원(18F/19F EBITDA 평균에 메디톡스를 제외한 피어그룹의 평균 18F/19F EV/EBITDA 16배 적용), 미국, 유럽, 중국에서의 파이프라인 가치 4,131억원, 2018년 예상 순현금 6,106억원을 합산하여 산출했다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	124	63	43	13,177	(1.4)	68	24.4	14.2	4.1	18.8	-
2017A	182	102	73	19,475	47.8	109	28.7	17.6	3.5	15.4	-
2018F	172	77	67	15,302	(21.4)	85	27.6	14.7	2.4	9.0	-
2019F	190	91	76	17,553	14.7	100	24.1	11.7	2.1	9.3	-
2020F	217	108	90	20,613	17.4	115	20.5	9.1	2.0	10.0	-

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 550,000원(하향)

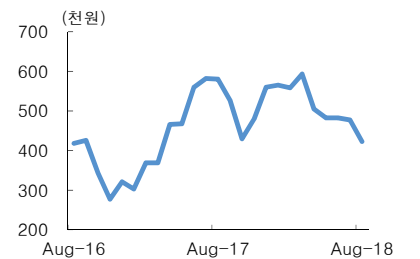
Stock Data

KOSPI(8/21)	2,270
주가(8/21)	422,300
시가총액(십억원)	1,840
발행주식수(백만)	4
52주 최고/최저가(원)	636,000/418,600
일평균거래대금(6개월, 백만원)	13,619
유동주식비율/외국인지분율(%)	51.2/55.9
주요주주(%)	Leguh Issuer Designated Activity Company 외 3인 41.4

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(12.7)	(25.4)	(22.8)
KOSDAQ 대비(%p)	(12.2)	(15.3)	(45.7)

주가추이



자료: WISEfn

진흥국

hg.jin@truefriend.com

<표 1> 휴젤 목표주가 산출

(단위: 십억원, 배, %)

본업가치	1,357
2018F/2019F 평균 EBITDA	85
target EV/EBITDA	16.0
파이프라인 가치	413
미국	147
유럽	84
중국	182
2018F 순현금	611
Target value	2,381
목표주가(원)	552,703

자료: 한국투자증권

<표 2> 휴젤 peer group

(단위: 십억원)

		메디톡스	휴메딕스	휴온스	파마리서치	케어젠	평균	휴젤
Sales	2017	181	55	285	54	58		182
	2018F	215	63	328	75	73		172
	2019F	258	73	379	110	101		190
OP	2017	90	12	35	15	32		102
	2018F	99	10	47	27	42		77
	2019F	129	13	52	38	59		91
OPM(%)	2017	49.7	21.7	12.4	27.3	54.7		56.0
	2018F	46.2	15.9	14.3	36.3	56.9		44.7
	2019F	49.9	17.8	13.7	34.4	58.1		48.1
NP	2017	73	12	34	13	24		73
	2018F	77	8	38	25	36		67
	2019F	99	11	42	34	48		76
EPS growth(%)	2017	24.3	10.2	114.1	(6.9)	5.6	23.6	47.8
	2018F	5.1	(33.9)	(16.5)	86.8	47.0	9.8	(21.4)
	2019F	29.0	37.5	10.5	34.9	35.4	29.1	14.7
PER(x)	2017	35.0	33.4	16.1	43.0	37.9	33.1	28.7
	2018F	43.8	37.4	20.9	19.9	24.8	29.3	27.6
	2019F	33.9	27.2	18.9	14.7	18.3	22.6	24.1
PEG(x)	2017	1.4	3.3	0.1	(6.3)	6.8	1.1	0.6
	2018F	8.5	(1.1)	(1.3)	0.2	0.5	1.4	(1.3)
	2019F	1.2	0.7	1.8	0.4	0.5	0.9	1.6
PBR(x)	2017	10.7	3.2	4.4	3.0	3.4	4.9	3.5
	2018F	10.8	2.4	5.2	NA	NA	6.1	2.4
	2019F	8.4	2.3	4.3	NA	NA	5.0	2.1
EV/EBITDA(x)	2017	28.2	24.7	14.3	34.7	27.6	25.9	17.6
	2018F	31.6	21.8	13.8	NA	NA	22.4	14.7
	2019F	24.4	18.0	11.9	NA	NA	18.1	11.7

주: 8월 21일 종가기준
 자료: Dataguide, 한국투자증권

<표 3> 휴젤 보틀렉스 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) 보틀렉스 매출(백만달러)					3	14	38	86	142	197	256	302
경쟁사 대비 가격(%)					60	60	60	60	60	60	60	60
보틀렉스 미국 매출(백만달러)								8	27	47	70	95
보틀렉스 미국 MS(%)								1.0	3.0	5.0	7.0	9.0
보틀렉스 유럽 매출(백만달러)						3	9	18	36	45	52	59
보틀렉스 유럽 MS(%)						1.0	3.0	6.0	11.0	13.0	14.0	15.0
보틀렉스 중국 매출(백만달러)					3	11	21	40	59	82	109	132
보틀렉스 중국 MS(%)					1.0	3.0	5.0	8.0	10.0	12.0	14.0	15.0
b) 휴젤의 보틀렉스 매출(백만달러)					1	5	12	34	57	79	102	121
a)*40%(공급가격)												
보틀렉스 미국								11	19	28	38	45
보틀렉스 유럽						1	3	7	14	18	21	24
보틀렉스 중국					1	4	9	16	24	33	44	53
c) 보틀렉스 영업이익(백만달러)					1	4	9	26	43	59	77	91
OPM 75%												
보틀렉스 미국								8	14	21	29	33
보틀렉스 유럽						1	3	6	11	14	16	18
보틀렉스 중국					1	3	6	12	18	25	33	40
d) NOPAT(백만달러)					1	3	7	19	32	44	58	68
c)*(1-t), t=25%												
보틀렉스 미국								6	11	16	21	25
보틀렉스 유럽						1	2	4	8	10	12	13
보틀렉스 중국					1	2	5	9	13	18	25	30
e) NPV of NOPAT(백만달러)					1	2	5	13	20	26	31	34
WACC 8%												
보틀렉스 미국								4	7	9	12	13
보틀렉스 유럽					-	0	1	3	5	6	6	7
보틀렉스 중국					1	2	3	6	8	11	13	15
f) NPV of NOPAT(십억원)					1	3	6	15	23	30	36	40
1,150 원/달러												
보틀렉스 미국								5	8	11	13	15
보틀렉스 유럽						1	2	3	6	7	7	8
보틀렉스 중국					1	2	4	7	10	12	15	17
g) NPV of forecasts(십억원)					sum of f) upto 2027F							
보틀렉스 미국											51	
보틀렉스 유럽											33	
보틀렉스 중국											69	
h) NPV of terminal value(십억원)												
terminal growth 2%												260
보틀렉스 미국												96
보틀렉스 유럽												51
보틀렉스 중국												113
i) NPV of 보틀렉스 (십억원)					g)+h)							
보틀렉스 미국												147
보틀렉스 유럽												84
보틀렉스 중국												182

자료: 한국투자증권

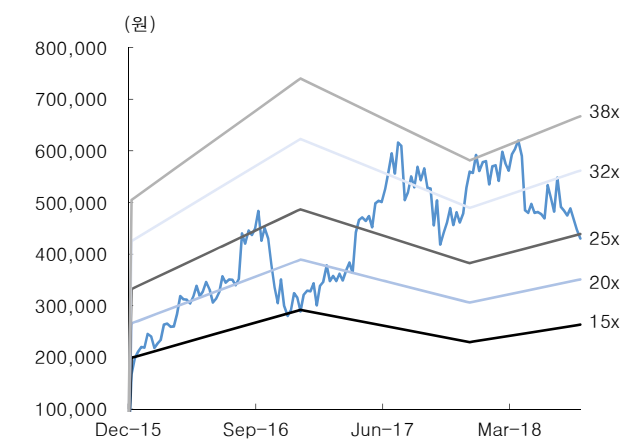
〈표 4〉 휴젤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	44	46	42	50	46	43	39	45	182	172	190
YoY	95.3	49.2	26.7	32.6	3.5	(7.3)	(6.5)	(10.9)	46.6	(5.5)	10.2
보툴리눔 독신	25	29	28	27	28	24	21	23	109	96	104
HA 필러	16	13	10	18	13	12	12	15	56	51	58
기타	3	4	4	5	5	6	6	6	17	25	27
수출비중	64.1	58.0	66.2	67.5	56.7	49.3	51.8	49.9	63.9	52	53.5
국내비중	35.9	42.0	33.8	32.5	43.3	50.7	48.2	50.1	36.1	48	46.5
영업이익	26	27	24	25	22	17	18	20	102	77	91
YoY	194.0	67.0	32.3	24.1	(13.7)	(38.9)	(24.8)	(20)	61.1	(24.5)	18.6
OPM	58.4	59.2	57.1	50.0	48.7	39	45.9	44.9	56.0	44.7	48.1
당기순이익	18	19	17	19	19	15	15	17	73	67	76
YoY	232.4	59.6	37.0	38.1	6.0	(21.2)	(10.7)	(8.7)	68.3	(8.7)	14.9
NPM	41.4	40.2	41.4	37.4	42.4	34.2	39.5	38.3	40.0	38.7	40.3

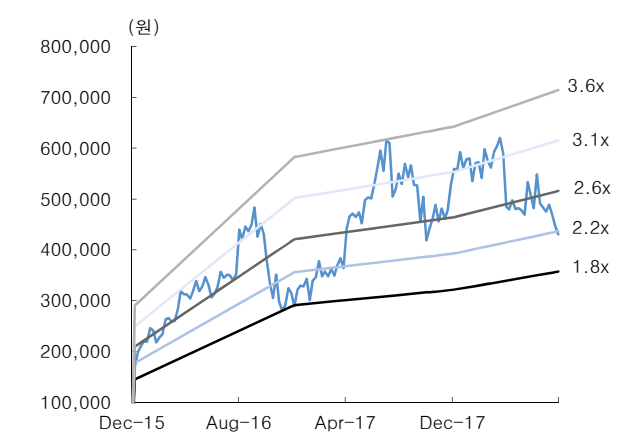
자료: 한국투자증권

[그림 1] PER 밴드



자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 2] PBR 밴드



자료: Quantwise, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

휴젤은 2001년에 설립해 보툴리눔 독신을 활용한 바이오의약품을 연구개발 및 제조하는 기업임. 2016년 매출액 중 51%가 보툴리눔 독신, 38%가 HA필러로 이루어져 있음. 2016년 수출 및 내수는 각각 54%, 46%로 구성돼 있음. 현재 보툴렉스는 26개국에서, 필러는 5개 국가에서 판매되고 있음.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	151	679	758	844	945
현금성자산	65	31	117	200	294
매출채권및기타채권	32	66	56	59	64
재고자산	14	16	14	15	16
비유동자산	143	142	140	138	82
투자자산	17	19	18	20	26
유형자산	59	59	57	56	54
무형자산	64	64	64	64	9
자산총계	294	821	897	982	1,027
유동부채	20	23	21	22	24
매입채무및기타채무	8	11	8	9	11
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	0	80	76	72	68
사채	0	80	76	72	68
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	20	103	98	95	92
지배주주지분	253	696	777	863	935
자본금	2	2	2	2	2
자본잉여금	145	507	507	507	507
기타자본	0	8	22	32	14
이익잉여금	106	179	246	322	412
비지배주주지분	21	22	23	24	0
자본총계	274	718	800	888	935

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	45	64	94	93	104
당기순이익	51	81	73	84	99
유형자산감가상각비	4	6	7	7	7
무형자산상각비	1	1	1	1	0
자산부채변동	(24)	(31)	11	(2)	(5)
기타	13	7	2	3	3
투자활동현금흐름	(54)	(555)	(5)	(6)	(6)
유형자산투자	(16)	(6)	(5)	(6)	(6)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(37)	(549)	1	(2)	(6)
무형자산순증	(0)	(1)	(1)	(1)	55
기타	(1)	1	0	3	(49)
재무활동현금흐름	3	458	(4)	(4)	(4)
자본의증가	10	358	0	0	0
차입금의순증	(1)	100	(4)	(4)	(4)
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	(6)	0	0	0	0
기타현금흐름	0	(0)	0	0	0
현금의증가	(6)	(34)	85	83	95

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

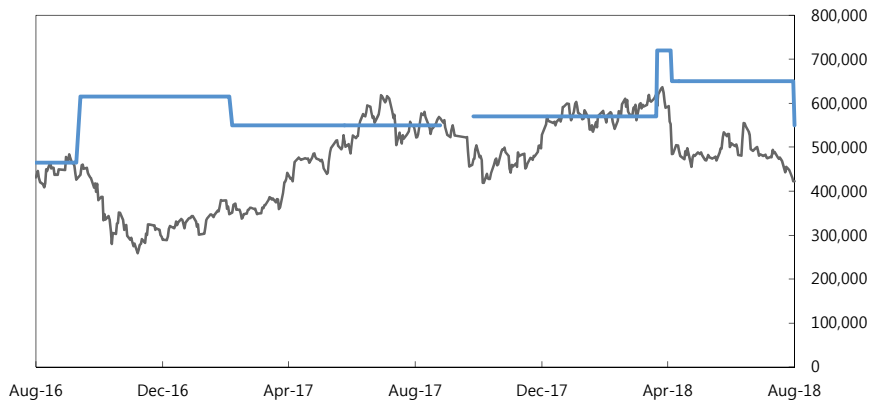
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	124	182	172	190	217
매출원가	30	40	45	44	50
매출총이익	94	142	127	146	167
판매관리비	31	40	50	55	59
영업이익	63	102	77	91	108
금융수익	2	6	13	14	15
이자수익	1	5	13	14	15
금융비용	1	2	3	3	2
이자비용	0	1	3	3	2
기타영업외손익	1	(0)	6	4	4
관계기업관련손익	(1)	(2)	0	0	0
세전계속사업이익	64	104	93	106	125
법인세비용	13	22	20	22	26
연결당기순이익	51	81	73	84	99
지배주주지분순이익	43	73	67	76	90
기타포괄이익	0	(0)	0	0	0
총포괄이익	51	81	73	84	99
지배주주지분포괄이익	43	73	67	76	90
EBITDA	68	109	85	100	115

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	13,177	19,475	15,302	17,553	20,613
BPS	79,022	161,836	178,502	198,403	214,913
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	90.9	46.6	(5.5)	10.2	14.4
영업이익증가율	256.2	61.1	(24.6)	18.7	18.2
순이익증가율	27.5	68.3	(8.7)	14.9	17.4
EPS증가율	(1.4)	47.8	(21.4)	14.7	17.4
EBITDA증가율	252.6	59.7	(21.6)	16.8	15.7
수익성(%)					
영업이익률	50.9	56.0	44.7	48.1	49.7
순이익률	34.8	40.0	38.7	40.3	41.4
EBITDA Margin	54.8	59.7	49.5	52.5	53.1
ROA	19.3	14.6	8.5	8.9	9.8
ROE	18.8	15.4	9.0	9.3	10.0
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	(104)	(516)	(611)	(697)	(796)
차입금/자본총계비율(%)	0.1	11.1	9.5	8.1	7.3
Valuation(X)					
PER	24.4	28.7	27.6	24.1	20.5
PBR	4.1	3.5	2.4	2.1	2.0
EV/EBITDA	14.2	17.6	14.7	11.7	9.1

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
휴젤 (145020)	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	-16.5	-11.7
	2018.04.26	매수	650,000원	-24.9	-14.7
	2018.08.22	매수	550,000원	-	-



Compliance notice

- 당사는 2018년 8월 22일 현재 휴젤 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 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 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	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 높게 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.