

휴젤 (145020)

제약/바이오

서미화



Ph. D
02 3770 5595
mihwa.seo@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	540,000원 (D)
현재주가 (10/25)	294,800원
상승여력	83%

시가총액	12,848억원
총발행주식수	4,358,205주
60일 평균 거래대금	111억원
60일 평균 거래량	27,014주
52주 고	636,000원
52주 저	294,800원
외인지분율	53.93%
주요주주	Leguh Issuer Designated Activity Company 외 3 인 41.42%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(29.1)	(39.0)	(37.3)
상대	(14.6)	(33.5)	(37.1)
절대(달러환산)	(30.2)	(39.3)	(37.5)

3Q18 Review: 썩은 뿌리 자르기

3분기 매출액 349억원(YoY -16%), 영업이익 51억원(YoY -78%)

연결기준 3분기 매출액 349억원(YoY -16.0%), 영업이익 51억원(YoY -78.4%)을 기록하여 컨센서스를 크게 하회하였다. 보툴리눔독신 아시아 매출 감소(YoY -87.3%)로 전체 보툴리눔 수출이 전년 대비 80% 감소하였다. 영업이익 감소의 가장 큰 원인은 매출채권 대손상각비 60억원 반영으로 영업이익률은 14.7%를 기록하였다. 하지만, 대손상각비, 화장품 제외 시, 독신과 필러 normalized 영업이익은 134억원(OPM 44%)이다. 추가적으로 7월 18일 올릭스의 코스닥 상장으로 222억원이 관계기업투자처분이익으로 반영되었다.

수출은 언제 좋아질 수 있을까?

퀄리티 높은 벤더 선별작업의 일환으로 2, 3분기(2분기 29억원, 3분기 60억원) 대손상각비가 크게 반영되었으나 4분기 이후, 대손상각비 영향은 제한적일 것으로 판단된다. 단기간 이익 둔화는 나타날 수 있으나, 중장기 성장을 위한 작업으로 판단된다. 따라서 승인받은 지역의 매출 성장으로 감소한 아시아 독신 수출의 회복이 가능할 전망이다 2019년말 중국 독신 허가가 예상되며(2018년말 BLA 제출 예정), 연내 대만 허가를 목표로 하고 있다. 2019년은 정식 허가 2년차가 되는 러시아 및 브라질에서의 의미있는 매출 성장이 기대되며, 허가 이후 중국, 대만에서도 순차적으로 매출이 증가할 것으로 보인다.

벤더 점검, JV 설립 등 중장기 성장을 위한 투자

지난 9월 휴젤은 해외 보툴렉스 개발에 있어 새로운 전략을 내놓았다. 미국은 2021년→2022년(1년 지연), 유럽은 2019년→2021년(2년 지연)으로 보툴렉스의 미국 및 유럽시장 진입시기가 조정되었다. 미국 및 유럽의 파트너사인 Croma와 Hugel America라는 합작 조인트 벤처 설립을 선택하였다. 시장 진입 시기가 늦어졌으나, 파트너사를 통한 영업에 비해 이익을 더 많이 가져올 수 있는 구조로 보인다. 중국 규제완화로 인한 반사이익, 단기간 수출의 정상 회복은 어려울 것으로 판단된다. 2019년 실적 추정치 조정으로 목표주가 61만원에서 54만원으로 하향 조정하였다. 하지만, 면세점 채널에서의 웰라주 인지도 상승, 프리미엄급 필러 The Style 출시(9월)로 독신 이외의 사업에 대한 기대는 내년에도 유효할 것으로 판단된다.

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	3Q18P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	349	-16.0	-18.6	446	-21.8
영업이익	51	-78.5	-69.5	201	-74.6
세전계속사업이익	300	22.5	47.8	235	27.4
지배순이익	217	25.9	48.2	160	35.2
영업이익률 (%)	14.6	-42.5 %pt	-24.4 %pt	45.0	-30.4 %pt
지배순이익률 (%)	62.1	+20.7 %pt	+28.0 %pt	35.9	+26.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	1,242	1,821	1,589	1,466
영업이익	633	1,019	579	638
지배순이익	433	728	661	480
PER	24.5	27.3	19.4	26.8
PBR	4.2	2.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	14.3	11.4	11.5	9.9
ROE	18.8	15.4	9.0	6.1

자료: 유안타증권

[표 1] 휴젤 실적 현황

(단위: 억원)

	3Q18	QoQ	2Q18	YoY	3Q17
매출액	349	-18.5%	429	-16.0%	416
영업이익	51	-69.3%	167	-78.4%	237
세전이익	300	48.0%	203	22.6%	245
당기순이익	239	49.5%	160	23.9%	193

자료: 휴젤, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 휴젤 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	458	429	349	354	355	367	363	381	1,822	1,590	1,466
YoY	3.4%	-7.1%	-16.1%	-29.4%	-22.5%	-14.4%	4.1%	7.8%	46.7%	-12.8%	-7.7%
보툴리눔독신	278	244	157	188	183	189	178	189	1,089	867	739
YoY	9.9%	-15.3%	-42.9%	-31.3%	-34.3%	-22.5%	13.4%	0.8%	70.2%	-20.4%	-14.7%
HA 필러	125	120	106	104	111	107	92	121	565	455	431
YoY	-19.4%	-9.1%	2.9%	-40.5%	-11.5%	-10.7%	-13.4%	16.6%	19.5%	-19.5%	-5.3%
Medical device	37	36	36	43	44	43	43	52	139	152	183
YoY	15.6%	0.0%	2.9%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	14.9%	9.5%	20.0%
기타	17	28	50	19	17	28	50	19	28	114	114
YoY	466.7%	366.7%	2400.0%	10.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	300.0%	306.1%	0.0%
영업이익	223	197	51	138	153	158	160	167	1,019	579	638
YoY	-13.7%	-27.9%	-78.5%	-45.0%	-31.3%	-5.2%	213.3%	21.1%	61.1%	-43.2%	10.3%
영업이익률	48.7%	45.9%	14.6%	39.0%	43.2%	43.1%	44.0%	43.8%	55.9%	36.4%	43.5%
세전순이익	275	232	300	224	238	250	257	267	1,035	1,002	1,012
YoY	7.0%	-14.0%	22.6%	-15.2%	-13.3%	23.1%	-14.3%	19.1%	61.0%	-3.3%	1.0%
당기순이익	213	182	239	174	185	194	200	208	814	787	787
YoY	1.8%	-11.1%	24.0%	-15.7%	-13.1%	21.5%	-16.3%	19.1%	59.8%	-3.3%	0.1%

자료: 휴젤, 유안타증권 리서치센터

[표 3] 분기별 매출구분(3Q)

(단위: 억원)

	3Q17	3Q18	YoY
보툴리눔독신	275	157	-43.1%
HA 필러	103	106	3.3%
Medical device	35	36	3.9%
Cosmetics	2	50	2135.0%
Total	416	349	-16.0%

자료: 휴젤, 유안타증권 리서치센터

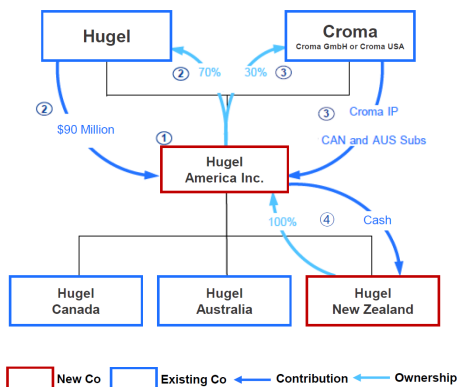
[표 4] 지역별 매출구분(3Q)

(단위: 억원)

		Toxin			Filler&Others		
		3Q17	3Q18	YoY	3Q17	3Q18	YoY
수출		190	38	-79.9%	85	83	-2.8%
	아시아	177	23	-87.3%	82	65	-20.0%
	라틴아메리카	7	10	46.4%	1	1	-
	유럽외	6	6	-	3	17	483.2%
내수		86	119	38.4%	55	110	99.8%
Total		275	157	-43.1%	140	193	37.3%

자료: 휴젤, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] Hugel America 구조



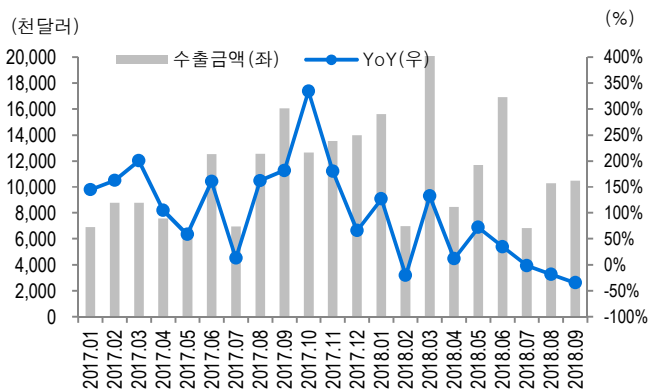
자료: 휴젤, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 보툴렉스 해외 임상 진행 단계 및 계획

	Distributor	Product	2017	2018	2019	2020	2021	2022
US	Hugel America	Hugel Toxin	Clinical Trials II	JV Formation	Additional Clinical Trials III	CSR & Application	Review	Marketing Approval
		Croma Filler						Marketed
EU	Croma Pharma	Hugel Toxin	Clinical Trials II	JV Formation	CSR	Application	Review	Marketing Approval
		Croma Filler	Marketed					

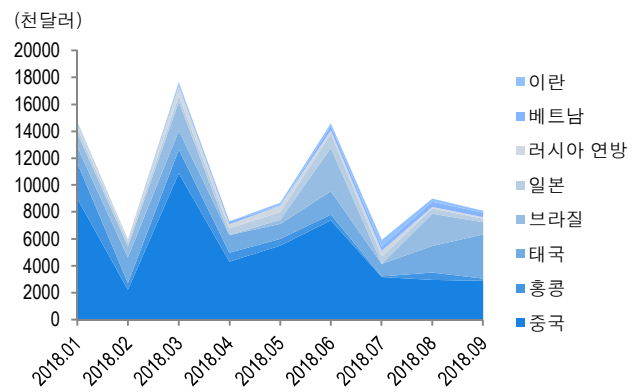
자료: 휴젤, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 보톡스 월간 수출 데이터



자료: 관세청, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 주요 국가별 월간 보톡스 수출 현황



자료: 관세청, 유안타증권 리서치센터

[표 5] 수정 전 Valuation		(단위: 억원, 배)
1. 영업가치		16,690
2018 Forward 세후영업이익	PER 20	835
2. 비영업가치(보통주 가치)		3,679
3. 현금		6,021
유통주식(천주)		4,358
기업가치(1+2+3)		26,391
적정주가(원)		605,536
목표주가(원)		610,000

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 6] 수정 후 Valuation		(단위: 억원, 배)
1. 영업가치		14,523
2018 Forward 세후영업이익	PER 20	726
2. 비영업가치(보통주 가치)		3,679
3. 현금		5,625
유통주식(천주)		4,358
기업가치(1+2+3)		23,827
적정주가(원)		546,708
목표주가(원)		540,000

자료: 유안타증권 리서치센터

휴젤 (145020) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	1,242	1,821	1,589	1,466	1,551
매출원가	298	400	438	407	357
매출총이익	944	1,421	1,151	1,060	1,194
판매비	311	402	572	421	434
영업이익	633	1,019	579	638	760
EBITDA	681	1,087	653	714	847
영업외손익	11	16	344	38	47
외환관련손익	3	-3	31	0	0
이자손익	12	35	36	24	33
관계기업관련손익	-15	-20	219	0	0
기타	10	3	59	14	14
법인세비용차감전순이익	643	1,035	923	676	807
법인세비용	134	222	197	149	178
계속사업순이익	509	814	726	527	629
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	509	814	726	527	629
지배지분순이익	433	728	661	480	573
포괄순이익	509	812	717	515	617
지배지분포괄이익	433	727	652	468	561

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,513	6,794	7,120	7,589	8,246
현금및현금성자산	649	313	730	1,141	1,759
매출채권 및 기타채권	323	663	493	538	569
재고자산	135	155	125	138	146
비유동자산	1,430	1,415	1,825	1,842	1,848
유형자산	588	590	609	636	651
관계기업 등 지분관련자산	56	42	260	260	260
기타투자자산	110	147	321	321	321
자산총계	2,943	8,209	8,944	9,431	10,094
유동부채	199	227	136	135	226
매입채무 및 기타채무	76	108	81	80	171
단기차입금	3	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	5	803	876	876	876
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	796	812	812	812
부채총계	204	1,030	1,012	1,011	1,102
지배지분	2,528	6,957	7,671	8,139	8,712
자본금	16	22	22	22	22
자본잉여금	1,448	5,069	5,125	5,125	5,125
이익잉여금	1,065	1,792	2,452	2,932	3,505
비지배지분	211	222	261	281	281
자본총계	2,739	7,179	7,932	8,419	8,992
순차입금	-1,039	-5,162	-5,625	-6,036	-6,655
총차입금	3	796	812	812	812

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	451	642	845	480	704
당기순이익	509	814	726	527	629
감가상각비	39	56	62	66	79
외환손익	-1	0	-22	0	0
종속, 관계기업 관련손익	15	20	3	0	0
자산부채의 증감	-235	-312	75	-95	16
기타현금흐름	125	64	1	-19	-21
투자활동 현금흐름	-539	-5,553	-371	-298	-298
투자자산	-49	-213	12	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-156	-63	-94	-93	-93
유형자산 감소	1	0	0	0	0
기타현금흐름	-335	-5,277	-288	-205	-205
재무활동 현금흐름	31	4,576	103	90	90
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	103	90	90
연결범위변동 등 기타	0	0	-160	140	123
현금의 증감	-56	-336	417	411	618
기초 현금	705	649	313	730	1,141
기말 현금	649	313	730	1,141	1,759
NOPLAT	633	1,019	579	638	760
FCF	157	493	509	386	602

자료: 유안타증권

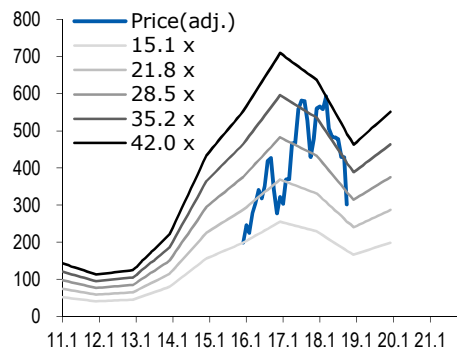
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	13,177	16,906	15,169	11,012	13,145
BPS	77,438	161,588	177,837	188,676	201,957
EBITDAPS	20,727	28,925	14,981	16,390	19,434
SPS	37,816	48,460	36,458	33,647	35,589
DPS	0	0	0	0	0
PER	24.5	27.3	19.4	26.8	22.4
PBR	4.2	2.9	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	14.3	11.4	11.5	9.9	7.6
PSR	8.5	9.5	8.1	8.8	8.3

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	90.9	46.6	-12.7	-7.7	5.8
영업이익 증가율 (%)	256.2	61.1	-43.2	10.2	19.1
지배순이익 증가율 (%)	27.5	68.3	-9.2	-27.4	19.4
매출총이익률 (%)	76.0	78.0	72.4	72.3	77.0
영업이익률 (%)	50.9	56.0	36.4	43.5	49.0
지배순이익률 (%)	34.8	40.0	41.6	32.7	36.9
EBITDA 마진 (%)	54.8	59.7	41.1	48.7	54.6
ROIC	36.2	48.0	25.1	27.2	32.2
ROA	16.4	13.1	7.7	5.2	5.9
ROE	18.8	15.4	9.0	6.1	6.8
부채비율 (%)	7.4	14.3	12.8	12.0	12.3
순차입금/자기자본 (%)	-41.1	-74.2	-73.3	-74.2	-76.4
영업이익/금융비용 (배)	0.0	68.3	17.7	19.5	23.2

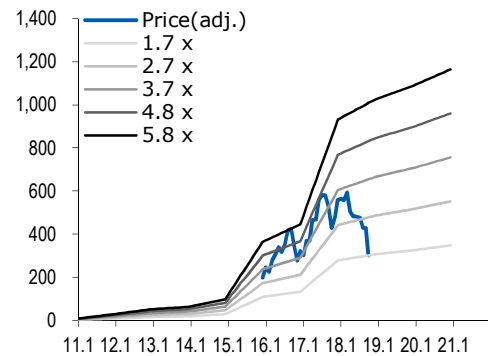
P/E band chart

(천원)

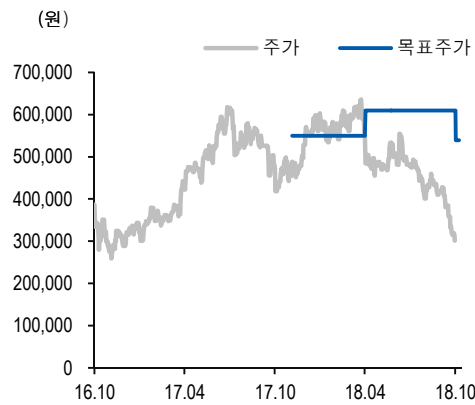


P/B band chart

(천원)



휴젤 (145020) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자의	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-10-26	BUY	540,000	1년		
2018-04-26	BUY	610,000	1년	-25.27	-9.10
2017-11-29	BUY	550,000	1년	2.59	15.64

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.7
Buy(매수)	83.3
Hold(중립)	14.4
Sell(비중 축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-10-23

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 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 기존 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 투자의사결정은 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.