

휴젤 (145020)



제약/바이오



서미화

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

| 투자의견 | BUY (M) |
|-------------|---------------------|
| 목표주가 | 470,000원 (D) |
| 현재주가 (1/10) | 349,600원 |
| 상승여력 | 34% |

| | |
|-------------|--|
| 시가총액 | 15,236억원 |
| 총발행주식수 | 4,358,205주 |
| 60일 평균 거래대금 | 119억원 |
| 60일 평균 거래량 | 39,259주 |
| 52주 고 | 636,000원 |
| 52주 저 | 238,100원 |
| 외인지분율 | 52.16% |
| 주요주주 | Leguh Issuer Designated Activity Company 외 3 인 41.42% |

| 주가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 12개월 |
|----------|-------|-------|--------|
| 절대 | 1.5 | (9.0) | (38.6) |
| 상대 | (0.4) | (0.4) | (24.9) |
| 절대(달러환산) | 1.9 | (8.0) | (41.3) |

투명한 매출 성장이 기대된다

4Q18 Preview: 대손상각비 반영은 제한적

4Q18 연결기준 매출액 528억원(YoY +5.4%), 영업이익 201억원(YoY -19.9%)으로 컨센서스 대비 매출액 17.9%, 영업이익 57.1% 상회할 것으로 추정된다. 톡신 212억원(YoY -22.3%), 필러 123억원(YoY -29.8%)의 매출이 예상된다. 3분기 아시아 톡신 수출감소에 주요 원인이었던 태국, 일본 벤더 수출이 회복단계로 돌아서는 것으로 보인다. 톡신과 필러의 매출 감소에도 불구하고, 화장품(웰라쥬)의 매출성장이 이어지면서 전체 매출은 증가할 것으로 전망된다. 벤더 선별작업의 일환으로 2, 3분기(2분기 29억원, 3분기 60억원) 크게 반영되었던 대손상각비 영향은 4분기 이후는 제한적일 것으로 판단된다.

2019년, 웰라쥬의 가파른 매출 성장과 톡신의 수출 회복 기대

1분기 중국 사환제약으로부터 임상 3상 종료에 대한 CSR(임상시험결과보고서) 수령 이후 BLA 신청이 예상된다. 2019년은 정식 허가 2년차가 되는 러시아 및 브라질에서 톡신의 의미있는 매출 성장이 기대되며, 기허가된 대만, 올해 BLA 제출이 예정된 중국에서도 순차적으로 매출이 증가할 것으로 보인다.

패치형 및 액상형 보툴리눔 톡신 기술에 대한 특허 등록을 진행하며 추후 톡신에 대한 포트폴리오를 다각화 하고 있다. 시술 시 통증을 없앤 '국소마취제 적용 기술'에 대해서도 특허 심사를 진행 중으로 이 기술은 치료제 적응증으로 시장 확대 측면에서 긍정적일 것으로 판단된다.

면세점 채널에서의 웰라쥬 매출증가가 눈에 띄게 나타나고 있으나, 면세점은 다른 유통채널과는 다르게 매출인식 후 지급수수료를 지불하는 형태이다. 따라서, 매출 증가에 따라 지급 수수료도 비례적으로 증가하며, 전체 영업이익률은 낮아질 수 있다는 것이 특징적이다.

투자의견 Buy, 목표주가 47만원으로 하향

2019년 실적 추정치 조정으로 목표주가 54만원에서 47만원으로 하향 조정하였다. 하지만, 면세점 채널에서의 웰라쥬 인지도 상승, 프리미엄급 필러 The Style 출시(18년 9월)로 톡신 이외의 사업에 대한 기대는 올해에도 유효할 것으로 판단된다.

Quarterly earning forecasts

| | 4Q18E | 전년동기대비 | 전분기대비 | 컨센서스 | 컨센서스대비 |
|------------|-------|-----------|-----------|------|----------|
| 매출액 | 528 | 5.4 | 51.1 | 448 | 17.9 |
| 영업이익 | 201 | -19.9 | 290.9 | 128 | 57.1 |
| 세전계속사업이익 | 213 | -19.5 | -29.1 | 143 | 48.7 |
| 지배순이익 | 153 | -18.3 | -32.9 | 92 | 66.8 |
| 영업이익률 (%) | 38.0 | -12.0 %pt | +23.3 %pt | 28.5 | +9.5 %pt |
| 지배순이익률 (%) | 29.0 | -8.4 %pt | -36.2 %pt | 20.5 | +8.5 %pt |

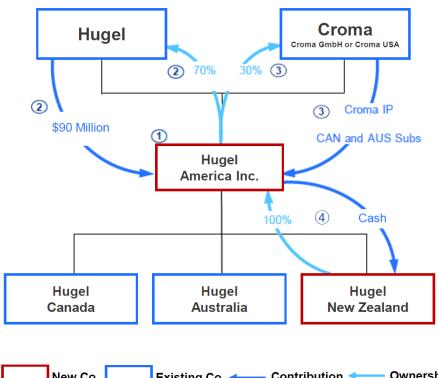
자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

| | 결산 (12월) | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F |
|-----------|----------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 1,242 | 1,821 | 1,764 | 2,147 | |
| 영업이익 | 633 | 1,019 | 642 | 864 | |
| 지배순이익 | 433 | 728 | 721 | 664 | |
| PER | 24.5 | 27.3 | 23.1 | 22.9 | |
| PBR | 4.2 | 2.9 | 2.1 | 1.8 | |
| EV/EBITDA | 14.3 | 11.4 | 14.3 | 10.3 | |
| ROE | 18.8 | 15.4 | 9.9 | 8.4 | |

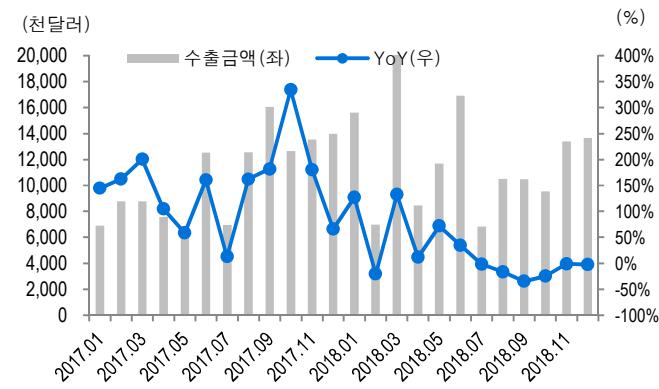
자료: 유안타증권

[그림 1] Hugel America 구조



자료: 휴젤, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 보톡스 월간 수출 데이터



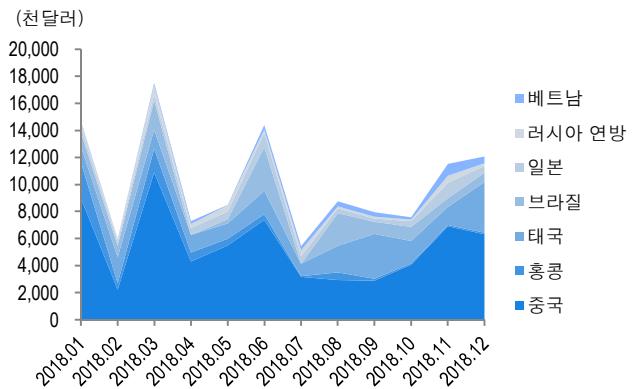
자료: 관세청, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 보툴렉스 해외 임상 진행 단계 및 계획

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

자료: 휴젤, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 주요 국가별 월간 보톡스 수출 현황



자료: 관세청, 유안타증권 리서치센터

[표 1] 휴젤 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

| | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18F | 1Q19F | 2Q19F | 3Q19F | 4Q19F | 2017 | 2018F | 2019F |
|----------------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 458 | 429 | 349 | 528 | 520 | 526 | 548 | 553 | 1,822 | 1,765 | 2,147 |
| YoY | 3.4% | -7.1% | -16.1% | 5.4% | 13.5% | 22.7% | 56.6% | 4.7% | 46.7% | -3.1% | 21.6% |
| 보툴리눔톡신 | 278 | 244 | 157 | 212 | 192 | 202 | 183 | 216 | 1,089 | 893 | 793 |
| YoY | 9.9% | -15.3% | -42.9% | -22.3% | -30.8% | -17.5% | 15.6% | 1.7% | 70.2% | -18.0% | -11.2% |
| HA 필러 | 125 | 120 | 106 | 123 | 135 | 127 | 163 | 128 | 565 | 474 | 552 |
| YoY | -19.4% | -9.1% | 2.9% | -29.8% | 7.7% | 5.9% | 54.0% | 3.9% | 19.5% | -16.1% | 16.6% |
| Medical device | 37 | 36 | 36 | 43 | 38 | 37 | 37 | 44 | 139 | 152 | 157 |
| YoY | 15.6% | 0.0% | 2.9% | 20.0% | 3.0% | 3.0% | 3.0% | 3.0% | 14.9% | 9.5% | 3.0% |
| 기타 | 17 | 28 | 50 | 150 | 155 | 160 | 165 | 165 | 28 | 245 | 645 |
| YoY | 466.7% | 366.7% | 2400.0% | 782.4% | 811.8% | 471.4% | 230.0% | 10.0% | 300.0% | 775.0% | 163.3% |
| 영업이익 | 223 | 197 | 51 | 201 | 208 | 211 | 219 | 227 | 1,019 | 643 | 864 |
| YoY | -13.7% | -27.9% | -78.5% | -19.9% | -6.7% | 26.1% | 321.6% | 12.9% | 61.1% | -36.9% | 34.5% |
| 영업이익률 | 48.7% | 45.9% | 14.6% | 38.0% | 40.0% | 40.0% | 40.0% | 41.0% | 55.9% | 36.4% | 40.3% |
| 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 2] 수정 후 Valuation

(단위: 억원, 배)

| | | |
|--------------------|--------|---------|
| 1. 영업가치 | | 14,523 |
| 2018 Forward 지배순이익 | PER 20 | 726 |
| 2. 비영업가치(보툴렉스 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

[표 3] 수정 후 Valuation

(단위: 억원, 배)

| | | |
|--------------------|--------|---------|
| 1. 영업가치 | | 11,945 |
| 2019 Forward 지배순이익 | PER 18 | 664 |
| 2. 비영업가치(보툴렉스 가치) | | 3,679 |
| 3. 현금 | | 5,162 |
| 유통주식(천주) | | 4,358 |
| 기업가치(1+2+3) | | 20,786 |
| 적정주가(원) | | 476,936 |
| 목표주가(원) | | 470,000 |

자료: 유안타증권 리서치센터

휴젤 (145020) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서 | (단위: 억원) | | | | |
|-------------|----------|-------|-------|-------|-------|
| 결산 (12월) | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
| 매출액 | 1,242 | 1,821 | 1,764 | 2,147 | 2,318 |
| 매출원가 | 298 | 400 | 495 | 666 | 719 |
| 매출총이익 | 944 | 1,421 | 1,268 | 1,481 | 1,600 |
| 판관비 | 311 | 402 | 626 | 617 | 649 |
| 영업이익 | 633 | 1,019 | 642 | 864 | 951 |
| EBITDA | 681 | 1,087 | 716 | 939 | 1,034 |
| 영업외순익 | 11 | 16 | 348 | 52 | 63 |
| 외환관련순익 | 3 | -3 | 14 | -1 | -1 |
| 이자순익 | 12 | 35 | 52 | 67 | 78 |
| 관계기업관련순익 | -15 | -20 | -3 | 0 | 0 |
| 기타 | 10 | 3 | 285 | -14 | -14 |
| 법인세비용차감전순순익 | 643 | 1,035 | 990 | 916 | 1,014 |
| 법인세비용 | 134 | 222 | 212 | 202 | 223 |
| 계속사업순순익 | 509 | 814 | 777 | 715 | 791 |
| 증단사업순순익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 509 | 814 | 777 | 715 | 791 |
| 지배지분순이익 | 433 | 728 | 721 | 664 | 734 |
| 포괄순이익 | 509 | 812 | 816 | 714 | 790 |
| 지배지분포괄이익 | 433 | 727 | 760 | 664 | 736 |

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 | 7,056 | 7,741 |
| 현금및현금성자산 | | 649 | 313 | 179 | 781 |
| 매출채권 및 기타채권 | | 323 | 663 | 763 | 823 |
| 재고자산 | | 135 | 155 | 204 | 228 |
| 비유동자산 | | 1,430 | 1,415 | 1,879 | 1,885 |
| 유형자산 | | 588 | 590 | 599 | 616 |
| 관계기업등 지분관련자산 | | 56 | 42 | 13 | 13 |
| 기타투자자산 | | 110 | 147 | 628 | 628 |
| 자산총계 | | 2,943 | 8,209 | 8,935 | 9,627 |
| 유동부채 | | 199 | 227 | 158 | 160 |
| 매입채무 및 기타채무 | | 76 | 108 | 108 | 110 |
| 단기차입금 | | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 유동성장기부채 | | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 비유동부채 | | 5 | 803 | 914 | 914 |
| 장기차입금 | | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 사채 | | 0 | 796 | 821 | 821 |
| 부채총계 | | 204 | 1,030 | 1,073 | 1,074 |
| 지배지분 | | 2,528 | 6,957 | 7,602 | 8,265 |
| 자본금 | | 16 | 22 | 22 | 22 |
| 자본잉여금 | | 1,448 | 5,069 | 5,125 | 5,125 |
| 이익잉여금 | | 1,065 | 1,792 | 2,512 | 3,175 |
| 비지배지분 | | 211 | 222 | 260 | 288 |
| 자본총계 | | 2,739 | 7,179 | 7,862 | 8,553 |
| 순차입금 | | -1,039 | -5,162 | -5,233 | -5,835 |
| 총차입금 | | 3 | 796 | 821 | 821 |

| 현금흐름표 | (단위: 억원) | | | | |
|-----------------|----------|--------|-------|-------|-------|
| 결산 (12월) | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
| 영업활동 현금흐름 | 451 | 642 | 378 | 386 | 611 |
| 당기순이익 | 509 | 814 | 777 | 715 | 791 |
| 감가상각비 | 39 | 56 | 62 | 64 | 74 |
| 외환손익 | -1 | 0 | 2 | 1 | 1 |
| 증속,관계기업관련손익 | 15 | 20 | 3 | 0 | 0 |
| 자산부채의 증감 | -235 | -312 | -312 | -125 | 15 |
| 기타현금흐름 | 125 | 64 | -155 | -268 | -270 |
| 투자활동 현금흐름 | -539 | -5,553 | -470 | -210 | -210 |
| 투자자산 | -49 | -213 | 4 | 0 | 0 |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -156 | -63 | -84 | -81 | -81 |
| 유형자산 감소 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타현금흐름 | -335 | -5,277 | -390 | -129 | -129 |
| 재무활동 현금흐름 | 31 | 4,576 | -96 | 55 | 55 |
| 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 | -96 | 55 | 55 |
| 연결범위변동 등 기타 | 0 | 0 | 54 | 371 | 339 |
| 현금의 증감 | -56 | -336 | -134 | 602 | 794 |
| 기초 현금 | 705 | 649 | 313 | 179 | 781 |
| 기말 현금 | 649 | 313 | 179 | 781 | 1,576 |
| NOPLAT | 633 | 1,019 | 642 | 864 | 951 |
| FCF | 157 | 493 | 182 | 543 | 758 |

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

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

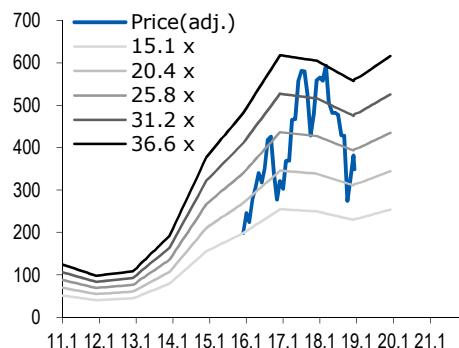
3. ROE, ROA의 경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

| Valuation 지표 | (단위: 원, 배, %) | | | | |
|--------------|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 결산 (12월) | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
| EPS | 13,177 | 16,906 | 16,548 | 15,227 | 16,853 |
| BPS | 77,438 | 161,588 | 179,752 | 195,519 | 212,895 |
| EBITDAPS | 20,727 | 28,925 | 16,431 | 21,537 | 23,717 |
| SPS | 37,816 | 48,460 | 40,471 | 49,264 | 53,194 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| PER | 24.5 | 27.3 | 23.1 | 22.9 | 20.7 |
| PBR | 4.2 | 2.9 | 2.1 | 1.8 | 1.6 |
| EV/EBITDA | 14.3 | 11.4 | 14.3 | 10.3 | 8.6 |
| PSR | 8.5 | 9.5 | 9.4 | 7.1 | 6.6 |

| 재무비율 | (단위: 배, %) | | | | |
|---------------|------------|-------|-------|-------|-------|
| 결산 (12월) | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
| 매출액 증가율 (%) | 90.9 | 46.6 | -3.1 | 21.7 | 8.0 |
| 영업이익 증가율 (%) | 256.2 | 61.1 | -37.0 | 34.6 | 10.0 |
| 지배순이익 증가율 (%) | 27.5 | 68.3 | -1.0 | -8.0 | 10.7 |
| 매출총이익률 (%) | 76.0 | 78.0 | 71.9 | 69.0 | 69.0 |
| 영업이익률 (%) | 50.9 | 56.0 | 36.4 | 40.3 | 41.0 |
| 지배순이익률 (%) | 34.8 | 40.0 | 40.9 | 30.9 | 31.7 |
| EBITDA 마진 (%) | 54.8 | 59.7 | 40.6 | 43.7 | 44.6 |
| ROIC | 36.2 | 48.0 | 25.7 | 31.7 | 34.6 |
| ROA | 16.4 | 13.1 | 8.4 | 7.2 | 7.3 |
| ROE | 18.8 | 15.4 | 9.9 | 8.4 | 8.5 |
| 부채비율 (%) | 7.4 | 14.3 | 13.6 | 12.6 | 13.1 |
| 순차입금/자기자본 (%) | -41.1 | -74.2 | -68.8 | -70.6 | -73.7 |
| 영업이익/금융비용 (배) | 0.0 | 68.3 | 19.3 | 25.5 | 28.0 |

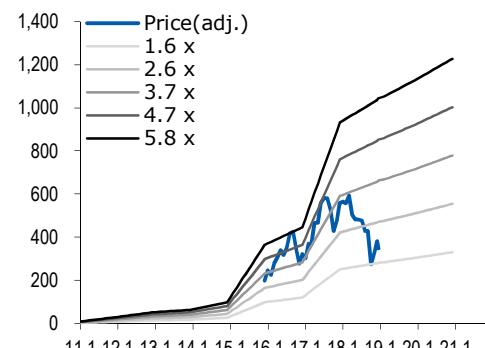
P/E band chart

(천원)

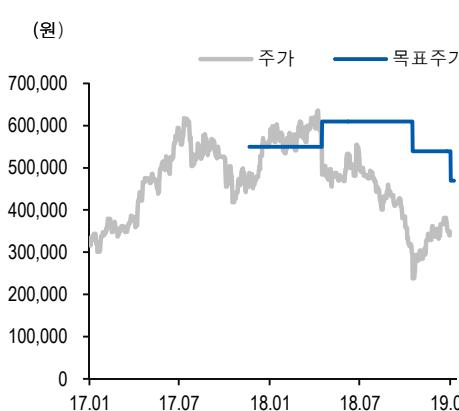


P/B band chart

(천원)



휴젤 (145020) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자 | 투자 의견 | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 乖리율 | |
|------------|-------|---------|-----------|---------|--------------|
| | | | | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2019-01-11 | BUY | 470,000 | 1년 | | |
| 2018-10-26 | BUY | 540,000 | 1년 | -39.50 | -29.35 |
| 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: 乖리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

| 구분 | 투자의견 비율(%) |
|----------------|------------|
| Strong Buy(매수) | 1.6 |
| Buy(매수) | 85.3 |
| Hold(중립) | 12.6 |
| Sell(비중축소) | 0.5 |
| 합계 | 100.0 |

주: 기준일 2019-01-08

※ 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.