

휴젤 (145020)

제약/바이오

서미화



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

투자 의견	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. 독신 212억원(YoY -22.3%), 필러 123억원(YoY -29.8%)의 매출이 예상된다. 3분기 아시아 독신 수출감소에 주요 원인이었던 태국, 일본 밴더 수출이 회복단계로 돌아서는 것으로 보인다. 독신과 필러의 매출 감소에도 불구하고, 화장품(웰라쥬)의 매출성장이 이어지면서 전체 매출은 증가할 것으로 전망된다. 밴더 선별작업의 일환으로 2, 3분기(2분기 29억원, 3분기 60억원) 크게 반영되었던 대손상각비 영향은 4분기 이후는 제한적일 것으로 판단된다.

2019년, 웰라쥬의 가파른 매출 성장과 독신의 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 독신의 의미있는 매출 성장이 기대되며, 기허가된 대만, 올해 BLA 제출이 예정된 중국에서도 순차적으로 매출이 증가할 것으로 보인다.

패치형 및 액상형 보툴리눔 독신 기술에 대한 특허 등록을 진행하며 추후 독신에 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.

투자 의견 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 독신 이외의 사업에 대한 기대는 올해에도 유효할 것으로 판단된다.

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	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

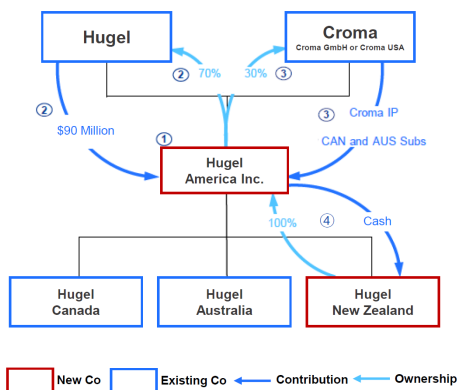
Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

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

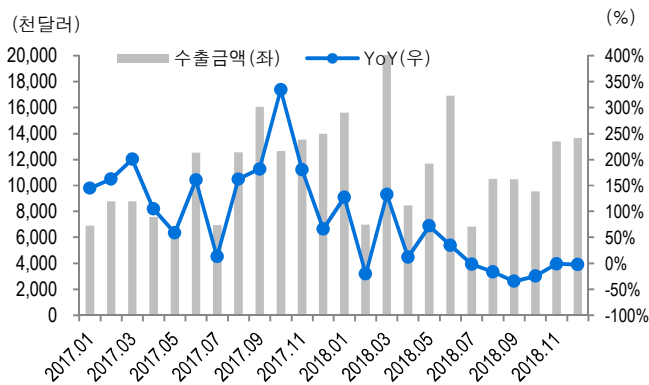
자료: 유안타증권

[그림 1] Hugel America 구조



자료: 휴젤, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 보톡스 월간 수출 데이터



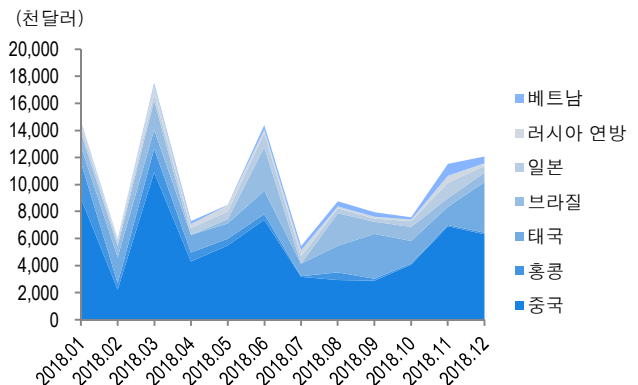
자료: 관세청, 유안타증권 리서치센터

[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 & Approval	Review	Marketing Approval
		Croma Filler						Completed
EU	Croma Pharma	Hugel Toxin	Clinical Trials III	JV Formation	CSR	Application	Review	Marketing Approval
		Croma Filler	Market					

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%
보툴리눔독신	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
판매비	311	402	626	617	649
영업이익	633	1,019	642	864	951
EBITDA	681	1,087	716	939	1,034
영업외손익	11	16	348	52	63
외환관련손익	3	-3	14	-1	-1
이자손익	12	35	52	67	78
관계기업관련손익	-15	-20	-3	0	0
기타	10	3	285	-14	-14
법인세비용차감전순이익	643	1,035	990	916	1,014
법인세비용	134	222	212	202	223
계속사업순이익	509	814	777	715	791
중단사업순이익	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: 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	7,056	7,741	8,620
현금및현금성자산	649	313	179	781	1,576
매출채권 및 기타채권	323	663	763	823	889
재고자산	135	155	204	228	246
비유동자산	1,430	1,415	1,879	1,885	1,883
유형자산	588	590	599	616	622
관계기업 등 자본관련자산	56	42	13	13	13
기타투자자산	110	147	628	628	628
자산총계	2,943	8,209	8,935	9,627	10,503
유동부채	199	227	158	160	301
매입채무 및 기타채무	76	108	108	110	251
단기차입금	3	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	5	803	914	914	914
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	796	821	821	821
부채총계	204	1,030	1,073	1,074	1,216
지배지분	2,528	6,957	7,602	8,265	9,000
자본금	16	22	22	22	22
자본잉여금	1,448	5,069	5,125	5,125	5,125
이익잉여금	1,065	1,792	2,512	3,175	3,910
비지배지분	211	222	260	288	288
자본총계	2,739	7,179	7,862	8,553	9,287
순차입금	-1,039	-5,162	-5,233	-5,835	-6,630
총차입금	3	796	821	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
종속, 관계기업 관련손익	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

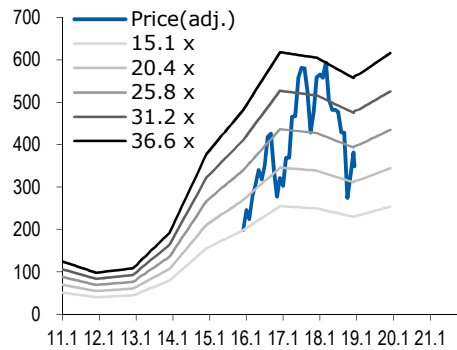
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	13,177	16,906	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

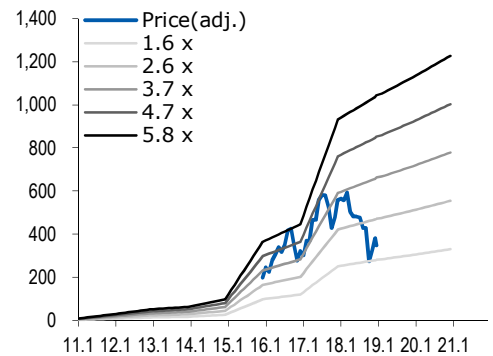
P/E band chart

(천원)

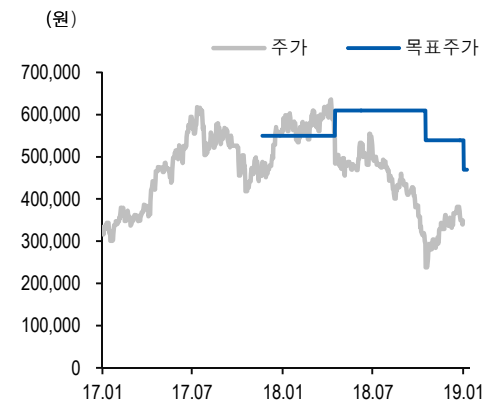


P/B band chart

(천원)



휴젤 (145020) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 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: 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)	1.6
Buy(매수)	85.3
Hold(중립)	12.6
Sell(비중 축소)	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 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.