

휴젤 (145020)

제약/바이오



서미화

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

투자의견	BUY (M)
목표주가	470,000원 (M)
현재주가 (2/28)	350,800원
상승여력	34%

시기총액	15,289억원
총발행주식수	4,358,205주
60일 평균 거래대금	83억원
60일 평균 거래량	24,220주
52주 고	636,000원
52주 저	238,100원
외인지분율	52.70%
주요주주	Leguh Issuer Designated Activity Company 외 3 인 41.42%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	1.6	6.3	(37.1)
상대	(0.7)	1.8	(26.3)
절대(달러환산)	1.5	7.0	(39.2)

국내 NDR 후기

아시아 매출 회복, 신규사업의 성장 지속성, 주주환원 정책에 큰 관심

18년 4분기 매출(588억원) 성장은 화장품 매출(150억원) 증가와 대형 네트워크 병원 공급채널과의 계약 효과로 국내 톡신(M/S 1위 시장지위를 공고화) 및 필러 매출 증가 때문이다. 톡신을 이용한 multi-spot treatment에 대한 수요증 증가에 따라 대용량톡신(200 unit)에 대한 관심이 증가하고 있다. 더체움스타일(18년 9월)의 출시로 필러 제형의 다양성을 넓히고 있으며, 올해는 톡신과 더불어 필러 M/S 확대도 기대하고 있다.

2018년 벤더 선별작업을 통해 약 100억원(2분기 30억원, 3분기 59억원, 4분기 9억원)의 대손 상각비가 처리되었고, 향후 매출채권 관련 대손상각비에 대한 리스크는 제한적일 것으로 판단된다. 오히려 이와 같은 작업을 통해 무분별한 불량 매출채권을 보유한 Agency를 정리하였으며, 올해부터는 보다 안전한 거래처에서의 매출성장을 기대할 수 있는 부분이다. 18년 눈에 띄게 감소했던 아시아 톡신 및 필러의 매출 감소는 중국에서의 톡신허가 및 ROW 국가에서의 톡신, 필러의 매출성장으로 회복구간에 진입할 예정이다. 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, 2Q19 국내사 최초로 대만(톡신 시장 약 500억원으로 추정)시장에 런칭예정으로 의미있는 시장 침투가 기대된다.

히트상품 '하알루로닉 원데이키트'의 선전으로 롯데명동, 신라장충 면세점에 신규 입점하며, 면세점 채널(4분기 기준 약 90% 수준)에서의 매출이 폭발적으로 증가 하였다. 면세점은 타채널 대비 지급수수료가 높다. 19년은 채널 믹스(온라인 및 오프라인 채널 추가) 및 제품군확대(원데이키트의 뉴버전 및 크림, 앰플 세럼 등 다양화)를 통해 이익률을 개선시킬 예정이다. 1분기는 중국 전자상거래법 시행으로 4Q18대비 낮은 매출이 나올 것으로 보이지만, 3월말 위생허가 취득이 예상되어 2분기부터 분기별 매출 증가가 가능할 전망이다.

(다음 페이지/ 계속)

Quarterly earning Forecasts

	1Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	449	-1.8	-23.6	458	-1.9
영업이익	148	-33.5	-8.5	181	-18.1
세전계속사업이익	161	-41.4	-26.4	206	-21.9
지배순이익	116	-40.2	-10.6		
영업이익률 (%)	33.0	-15.7 %pt	+5.4 %pt	39.5	-6.5 %pt
지배순이익률 (%)	25.9	-16.5 %pt	+3.8 %pt		

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	2016A	2017A	2018F	2019F
결산 (12월)				
매출액	1,242	1,821	1,824	2,184
영업이익	633	1,019	604	726
지배순이익	433	728	698	562
PER	24.5	27.3	23.8	27.0
PBR	4.2	2.9	2.1	1.8
EV/EBITDA	14.3	11.4	15.4	12.7
ROE	18.8	15.4	9.6	7.1

자료: 유안타증권

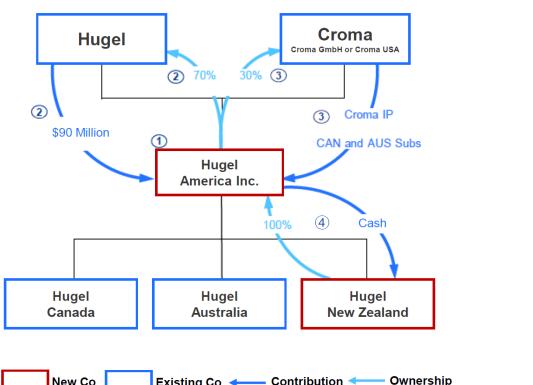
2019년 매출 가이던스 및 주주환원정책

회사가 제시한 2019년 가이던스는 전년대비 매출액 15%성장(톡신 및 필러 매출 YoY +12%, 화장품 YoY +44%), 영업이익률 35~40%(전년대비 25% 성장)이다. 투자자들이 많은 관심을 가지고 있었던 주주환원정책에 대해서는 순이익의 최소 15~20% 이상 재원으로 자사주매입 또는 배당 가능성을 언급 하였다. 추가로 사업의 시너지 효과를 낼 수 있는, 톡신 및 필러 관련 사업의 다각화를 위한 M&A 검토도 진행 중이다.

투자의견 BUY, 목표주가 47만원 유지

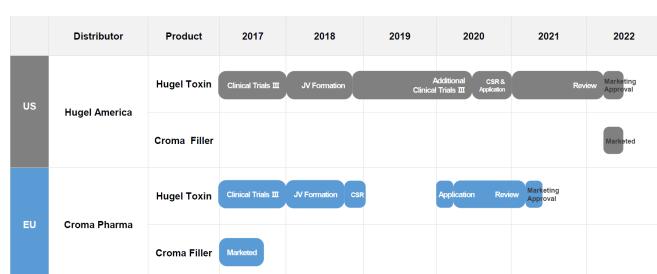
투자의견 BUY, 목표주가 47만원 유지하였다. 웰라쥬의 면세점 이외 채널 다변화로 매출 성장 및 이익 개선이 기대되며, ROW국가에서의 톡신 및 필러 매출 성장은 유효할 것으로 판단된다. 1) 유통채널 및 제품군 다변화를 통한 화장품 매출의 추가적인 성장, 2) 주주환원정책 또는 톡신 및 필러 관련 사업의 다각화를 위한 M&A에 대한 구체적인 결정이 주가의 모멘텀이 될 것으로 보인다.

[그림 1] Hugel America 구조



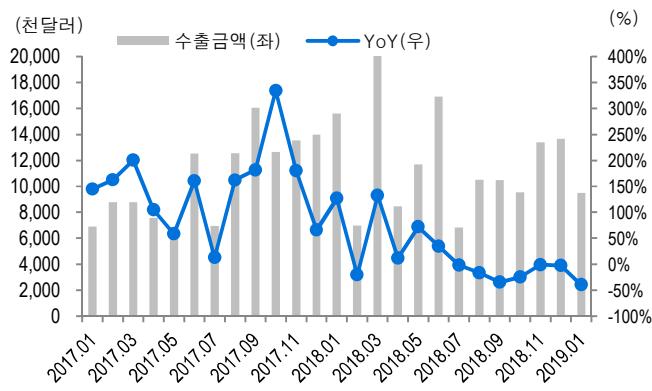
자료: 휴젤, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 보툴렉스 해외 임상 진행 단계 및 계획



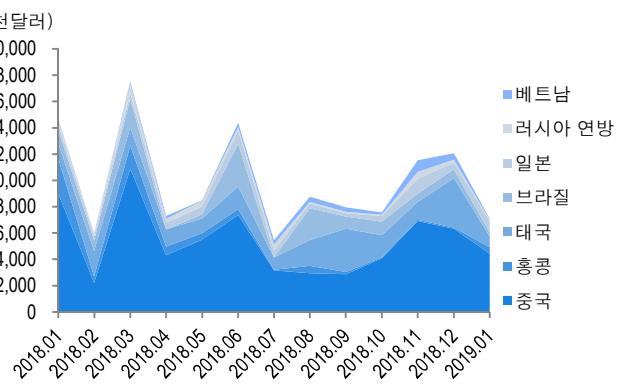
자료: 휴젤, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 보톡스 월간 수출 데이터



자료: 관세청, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 주요 국가별 월간 보톡스 수출 현황



자료: 관세청, 유안타증권 리서치센터

[표 1] 휴젤 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018P	2019F
매출액	512	429	349	588	449	504	526	705	1,934	1,877	2,184
YoY	7.1%	-14.7%	-22.9%	17.3%	-12.2%	17.6%	50.8%	19.9%	55.9%	-2.9%	16.4%
보툴리눔톡신	278	244	156	257	236	242	247	344	1,090	936	1,069
YoY	10.3%	-15.2%	-43.3%	-6.1%	-15.4%	-0.8%	58.2%	33.9%	70.2%	-14.1%	14.2%
HA 필러	179	120	106	131	116	135	123	150	678	536	524
YoY	-5.8%	-30.6%	-23.9%	-25.2%	-34.9%	12.5%	15.1%	14.5%	43.3%	-20.9%	-2.3%
Medical device	37	36	36	41	38	37	37	42	139	151	156
YoY	15.1%	2.5%	3.9%	20.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	15.1%	8.5%	3.0%
기타	17	28	50	150	50	80	110	160	28	245	400
YoY	459.9%	395.5%	2135.9%	804.4%	190.9%	187.8%	120.6%	10.0%	293.0%	790.5%	63.3%
영업이익	223	167	51	162	148	169	176	233	1,019	603	726
YoY	-13.7%	-38.9%	-78.5%	-35.3%	-33.5%	1.1%	246.3%	43.6%	61.1%	-40.8%	20.4%
영업이익률	43.6%	39.0%	14.6%	27.6%	33.0%	33.5%	33.5%	33.0%	52.7%	32.1%	33.2%
세전순이익	275	203	300	219	161	180	190	245	1,035	997	776
YoY	7.0%	-24.8%	22.6%	-17.2%	-41.4%	-11.6%	-36.6%	11.9%	61.0%	-3.7%	-22.2%
당기순이익	213	160	239	141	126	140	148	191	814	753	605
YoY	1.8%	-21.8%	24.0%	-31.8%	-41.1%	-12.5%	-37.9%	35.5%	59.8%	-7.4%	-19.7%

자료: 휴젤, 유인타증권 리서치센터

휴젤 (145020) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	1,242	1,821	1,824	2,184	2,534
매출원가	298	400	510	633	751
매출총이익	944	1,421	1,314	1,551	1,783
판관비	311	402	710	825	946
영업이익	633	1,019	604	726	837
EBITDA	681	1,087	678	800	920
영업외순익	11	16	392	50	60
외환관련순익	3	-3	59	-1	-1
이자순익	12	35	51	65	75
관계기업관련순익	-15	-20	-3	0	0
기타	10	3	285	-14	-14
법인세비용차감전순순익	643	1,035	996	776	896
법인세비용	134	222	243	171	197
계속사업순순익	509	814	753	605	699
증단사업순순익	0	0	0	0	0
당기순이익	509	814	753	605	699
지배지분순이익	433	728	698	562	649
포괄순이익	509	812	791	604	698
지배지분포괄이익	433	727	737	563	650

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	7,037	7,624
현금및현금성자산		649	313	50	374
매출채권 및 기타채권		323	663	850	1,050
재고자산		135	155	228	291
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	8,916	9,509
유동부채		199	227	163	171
매입채무 및 기타채무		76	108	113	121
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	1,077	1,085
지배지분		2,528	6,957	7,579	8,140
자본금		16	22	22	22
자본잉여금		1,448	5,069	5,125	5,125
이익잉여금		1,065	1,792	2,489	3,051
비지배지분		211	222	259	283
자본총계		2,739	7,179	7,839	8,424
순차입금		-1,039	-5,162	-5,104	-5,428
총차입금		3	796	821	821

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	451	642	203	104	451
당기순이익	509	814	753	605	699
감가상각비	39	56	62	64	74
외환손익	-1	0	-43	1	1
종속,관계기업관련손익	15	20	3	0	0
자산부채의 증감	-235	-312	-417	-298	-54
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	100	375	345
현금의 증감	-56	-336	-263	324	641
기초 현금	705	649	313	50	374
기말 현금	649	313	50	374	1,015
NOPLAT	633	1,019	604	726	837
FCF	157	493	28	262	601

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

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

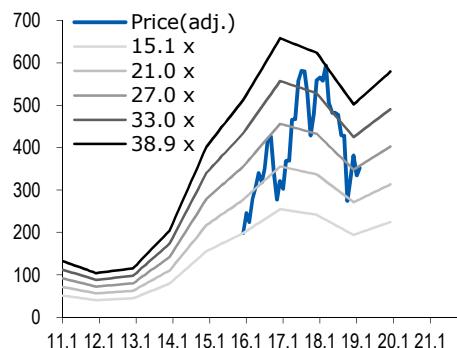
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	13,177	16,906	16,021	12,894	14,899
BPS	77,438	161,588	179,210	192,572	207,932
EBITDAPS	20,727	28,925	15,546	18,362	21,107
SPS	37,816	48,460	41,848	50,121	58,147
DPS	0	0	0	0	0
PER	24.5	27.3	23.8	27.0	23.4
PBR	4.2	2.9	2.1	1.8	1.7
EV/EBITDA	14.3	11.4	15.4	12.7	10.3
PSR	8.5	9.5	9.1	7.0	6.0

재무비율					
	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	90.9	46.6	0.2	19.8	16.0
영업이익 증가율 (%)	256.2	61.1	-40.8	20.3	15.3
지배순이익 증가율 (%)	27.5	68.3	-4.1	-19.5	15.5
매출총이익률 (%)	76.0	78.0	72.0	71.0	70.4
영업이익률 (%)	50.9	56.0	33.1	33.2	33.0
지배순이익률 (%)	34.8	40.0	38.3	25.7	25.6
EBITDA 마진 (%)	54.8	59.7	37.1	36.6	36.3
ROIC	36.2	48.0	22.7	24.4	26.6
ROA	16.4	13.1	8.2	6.1	6.5
ROE	18.8	15.4	9.6	7.1	7.7
부채비율 (%)	7.4	14.3	13.7	12.9	14.2
순차입금/자기자본 (%)	-41.1	-74.2	-67.3	-66.7	-69.0
영업이익/금융비용 (배)	0.0	68.3	18.2	21.4	24.7

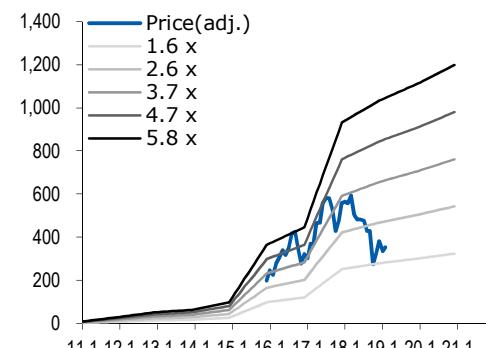
P/E band chart

(천원)



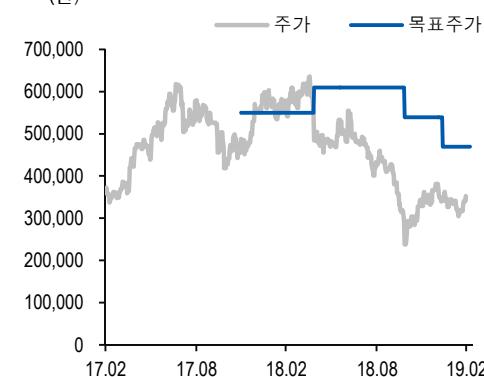
P/B band chart

(천원)



휴젤 (145020) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



자료: 유안타증권

주: 괴리율 = $\frac{\text{실제주가} - \text{목표주가}}{\text{목표주가}} \times 100$

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-03-04	BUY	470,000	1년		
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

주: 기준일 2019-02-26

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

구분

투자의견 비율(%)

Strong Buy(매수)	1.0
Buy(매수)	84.6
Hold(중립)	14.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

- 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.