

# 휴젤 (145020)

## 제약/바이오



서미화

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

투자 의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>540,000원 (U)</b>
현재주가 (5/10)	<b>412,000원</b>
상승여력	<b>31%</b>

시가총액	17,956억원
총발행주식수	4,358,205주
60일 평균 거래대금	82억원
60일 평균 거래량	21,367주
52주 고	554,500원
52주 저	238,100원
외인지분율	54.02%
주요주주	Leguh Issuer Designated Activity Company 외 3 인 41.42%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	0.7	28.5	(14.6)
상대	6.0	29.6	1.1
절대(달려환산)	(2.8)	22.5	(22.3)

## 1Q19 Review: 내수가 강해졌다

### 1Q19 Review: 내수와 화장품이 다했다

연결기준 1분기 매출액 491억원(YoY +7.3%), 영업이익 164억원(YoY -26.3%)을 기록하여 당사추정치 및 컨센서스에 부합하였다. 특신과 필러 내수 매출은 전년동기 대비 각각 +25%, +91% 증가하였다. 이로써 내수시장에서의 입지를 굳혀가는 것으로 보인다. 특신 및 필러의 수출 부문은 조금 아쉽다. 전년 상반기 기고효과로 수출부문의 특신 65.9%, 필러 10.7% 감소하였다. 하지만 수출의 경우 분기별 매출에 일괄되게 분배되지 않는다는 점, 1분기 보툴리눔톡신 수출데이터가 개선(4,716만달러; YoY +9.8%, QoQ +28.8%) 되었다는 점을 고려하면 2분기부터의 수출 실적 개선은 기대해 볼만하다. 또한 작년 말 특신의 대만(특신 시장 약 500억원으로 추정) 허가승인으로 2분기부터의 매출이 기대되며, 허가 2년차가 되는 러시아 및 브라질에서의 의미있는 매출성장이 나타날 것으로 보인다. 웰라주(화장품) 매출은 92억원을 기록하였는데 의미있는 부분은 1) 지급수수료가 높은 면세점 채널의 비중이 낮아졌다는 것(4Q18 약 90% → 1Q19 약 60%)과, 2) 할인률을 낮추며 원가도 개선되고 있다는 점이다. 1Q의 경우 화장품 OPM은 5%로 전분기 약 2~3%와 비교해서도 나아지고 있다.

### 투자의견 BUY, 목표주가 54만원으로 상향

휴젤의 영업가치 1.2조(PER 20배 적용), 보툴렉스 가치 6,478억원(기존 3,679억원)을 적용하여 목표주가 54만원으로 상향하였다. 4월 사환제약의 보툴렉스 중국 BLA신청을 통해 지연되고 있던 중국 승인절차에 대한 리스크가 해소되었기 때문이다. 허가승인은 2020년 상반기가 예상된다. 단기간 주가의 상승에는 분기별 특신 및 필러의 수출 실적 회복이 가장 중요할 것으로 보인다. 이후는 20년 중국, 21년 유럽, 22년 미국 진출의 가시화가 주가의 변수가 될 것으로 보인다.

4월 9일 자사주 10만주 매입 공시로 투자자들이 많은 관심을 가지고 있었던 주주환원정책에 대한 내용이 검증되었다. 연말까지 추가 자사주매입 또는 배당 가능성도 남아있는 상황이며, 사업의 시너지 효과를 낼 수 있는, 특신 및 필러 관련 사업의 다각화 검토도 진행 중이다.

#### Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q19P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	491	7.3	-16.5	463	6.1
영업이익	164	-26.3	2.5	161	2.2
세전계속사업이익	188	-31.7	-13.9	167	12.7
지배순이익	129	-33.5	0.1	135	-4.5
영업이익률 (%)	33.5	-15.2 %pt	+6.2 %pt	34.7	-1.2 %pt
지배순이익률 (%)	26.3	-16.1 %pt	+4.3 %pt	29.2	-2.9 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	1,821	1,824	2,129	2,461
영업이익	1,019	602	746	855
지배순이익	728	697	554	624
PER	27.3	29.5	32.9	29.2
PBR	2.9	2.7	2.3	2.2
EV/EBITDA	11.4	23.7	15.8	13.7
ROE	15.4	9.8	7.5	8.1

자료: 유안타증권

[표 1] 휴젤 실적 현황 (단위: 억원)

	1Q19	QoQ	4Q18	YoY	1Q18
매출액	491	-16.5%	588	7.3%	458
영업이익	164	2.4%	160	-26.3%	223
세전이익	188	-13.9%	218	-31.6%	275
당기순이익	141	-3.0%	145	-34.0%	213

자료: 휴젤, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 휴젤 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	458	429	349	588	491	513	511	613	1,877	2,129	2,461
YoY	3.4%	-7.1%	-16.1%	17.3%	-4.0%	19.7%	46.6%	4.3%	-2.9%	13.4%	15.6%
보툴리눔독신	278	244	157	257	203	232	229	272	936	936	1,027
YoY	9.9%	-15.3%	-42.9%	-6.1%	-27.1%	-5.2%	46.5%	6.0%	-14.1%	0.0%	9.7%
HA 필러	125	120	106	131	138	135	126	150	536	549	593
YoY	-19.4%	-9.1%	2.9%	-25.2%	-23.0%	12.5%	18.5%	14.5%	-20.9%	2.3%	8.0%
Medical device	37	36	36	41	46	37	37	42	151	164	169
YoY	15.6%	0.0%	2.9%	12.7%	24.5%	3.0%	3.0%	3.0%	8.5%	8.3%	3.0%
웰라주	17	28	50	150	92	100	110	140	245	442	637
YoY	466.7%	366.7%	2400.0%	804.4%	436.2%	259.7%	120.6%	10.0%	790.5%	80.5%	10.0%
영업이익	223	197	51	160	164	182	184	215	602	746	855
YoY	-13.7%	-27.9%	-78.5%	-36.0%	-26.3%	9.0%	258.7%	34.3%	-40.9%	23.9%	14.6%
영업이익률	48.7%	45.9%	14.6%	27.3%	33.5%	35.5%	36.0%	35.1%	32.1%	35.0%	34.7%
세전순이익	275	232	300	218	188	193	198	227	995	806	907
YoY	7.0%	-14.0%	22.6%	-17.5%	-31.6%	-4.6%	-34.1%	4.0%	-3.9%	-19.0%	12.5%
당기순이익	213	182	239	145	141	145	148	170	757	604	680
YoY	1.8%	-11.1%	24.0%	-29.9%	-34.0%	-9.2%	-37.9%	17.3%	-7.0%	-20.2%	12.6%

자료: 휴젤, 유안타증권 리서치센터

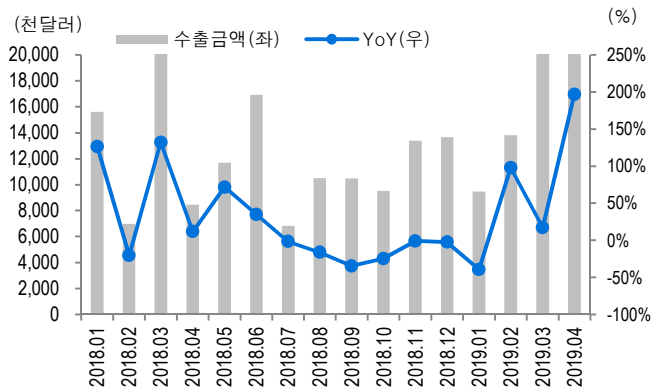
[표 3] 지역별 매출구분

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
<b>Toxin</b>					
Export	159.6	124.6	38.1	83.9	54.5
Asia	133.5	97.1	22.5	57.2	34.9
Latin America	17.6	21.6	9.5	21.2	11.5
EU/CIS	8.4	5.9	6.1	5.6	8.1
Domestic	118.8	119.8	118.5	172.8	148.4
Total	278.4	244.5	156.6	256.7	202.9
<b>Filler</b>					
Export	99.2	84.6	82.4	95.1	88.5
Asia	92.9	68.2	64.8	71.4	56.8
Latin America	0.3	1.6	0.7	1.4	3.2
EU/CIS	6.0	14.8	16.9	22.3	28.6
Domestic	25.8	35.5	24.1	35.9	49.3
Total	125.0	120.0	106.5	131.0	137.8

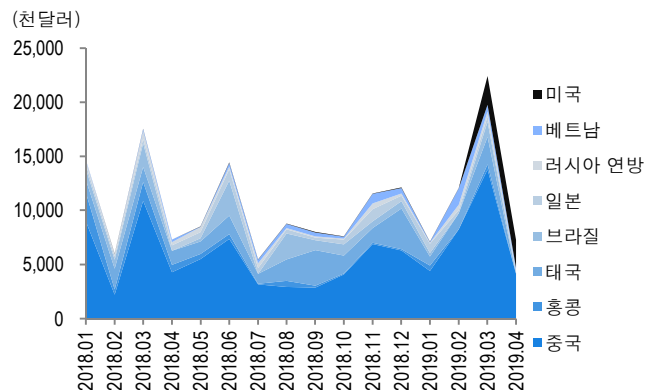
자료: 휴젤, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 보툴리눔독신(추정) 월간 수출 데이터



자료: 관세청, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 주요 국가별 월간 보툴리눔독신(추정) 수출 현황



자료: 관세청, 유안타증권 리서치센터

[표 4] 수정 후 Valuation

(단위: 억원, 배)

1. 영업가치		12,084
2019 Forward 세후영업이익	PER 20	604
2. 비영업가치(보틀렉스 가치)		6,478
3. 현금		5,046
유통주식(천주)		4,358
기업가치(1+2+3)		23,608
적정주가(원)		541,701
목표주가(원)		540,000

자료: 유안타증권 리서치센터

휴젤 (145020) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
(단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	1,821	1,824	2,129	2,461	2,621
매출원가	400	510	627	738	786
매출총이익	1,421	1,314	1,503	1,723	1,835
판매비	402	712	757	868	917
영업이익	1,019	602	746	855	917
EBITDA	1,087	677	825	937	1,006
영업외손익	16	393	60	52	62
외환관련손익	-3	39	-1	-1	-1
이자손익	35	43	50	52	62
관계기업관련손익	-20	-4	0	0	0
기타	3	316	11	1	1
법인세비용차감전순이익	1,035	995	806	907	979
법인세비용	222	239	201	227	245
계속사업순이익	814	757	604	680	735
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	814	757	604	680	735
지배지분순이익	728	697	554	624	674
포괄순이익	812	728	334	410	464
지배지분포괄이익	727	677	309	379	429

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

재무상태표					
(단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	6,794	6,848	7,307	7,652	8,495
현금및현금성자산	313	290	559	789	1,561
매출채권 및 기타채권	663	561	720	810	862
재고자산	155	219	248	273	291
비유동자산	1,415	2,335	1,988	1,996	1,996
유형자산	590	606	630	650	662
관계기업등 지분관련자산	42	12	11	9	8
기타투자자산	147	592	236	236	236
자산총계	8,209	9,183	9,296	9,648	10,491
유동부채	227	230	217	222	391
매입채무 및 기타채무	108	139	139	145	314
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	803	1,104	1,104	1,104	1,104
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	796	829	829	829	829
부채총계	1,030	1,335	1,321	1,326	1,496
지배지분	6,957	7,277	7,552	7,905	8,579
자본금	22	22	22	22	22
자본잉여금	5,069	46	46	46	46
이익잉여금	1,792	7,605	8,160	8,784	9,457
비지배지분	222	571	423	416	416
자본총계	7,179	7,848	7,974	8,321	8,995
순차입금	-5,162	-5,046	-5,315	-5,545	-6,317
총차입금	796	973	973	973	973

현금흐름표					
(단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	642	658	202	362	632
당기순이익	814	757	604	680	735
감가상각비	56	63	67	70	78
외환손익	0	-21	1	1	1
종속, 관계기업관련손익	20	4	0	0	0
자산부채의 증감	-312	-100	-248	-164	45
기타현금흐름	64	-45	-222	-225	-226
투자활동 현금흐름	-5,553	-322	-149	-137	-137
투자자산	-213	4	1	1	1
유형자산 증가 (CAPEX)	-63	-91	-91	-90	-90
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-5,277	-235	-60	-48	-48
재무활동 현금흐름	4,576	-356	29	25	25
단기차입금	-3	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	1,000	0	0	0	0
자본	3,546	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	32	-356	29	25	25
연결범위변동 등 기타	0	-2	187	-20	252
현금의 증감	-336	-23	269	230	773
기초 현금	649	313	290	559	789
기말 현금	313	290	559	789	1,561
NOPLAT	1,019	602	746	855	917
FCF	493	341	300	468	732

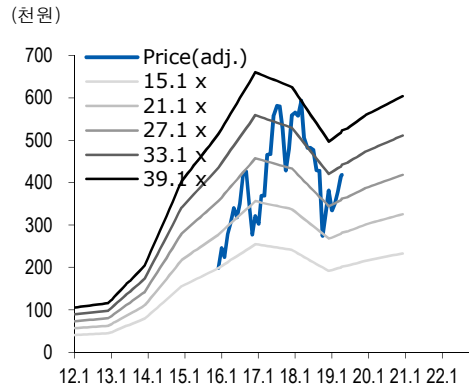
자료: 유안타증권

- 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

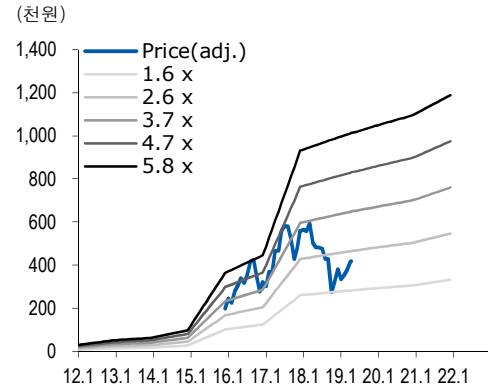
Valuation 지표					
(단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	16,906	16,001	12,721	14,311	15,454
BPS	161,588	172,069	181,518	190,005	206,194
EBITDAPS	28,925	15,559	18,941	21,492	23,090
SPS	48,460	41,925	48,855	56,474	60,136
DPS	0	0	0	0	0
PER	27.3	29.5	32.9	29.2	27.1
PBR	2.9	2.7	2.3	2.2	2.0
EV/EBITDA	11.4	23.7	15.8	13.7	12.0
PSR	9.5	11.3	8.6	7.4	7.0

재무비율					
(단위: 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	46.6	0.2	16.7	15.6	6.5
영업이익 증가율 (%)	61.1	-40.9	23.9	14.6	7.3
지배순이익 증가율 (%)	68.3	-4.2	-20.5	12.5	8.0
매출총이익률 (%)	78.0	72.0	70.6	70.0	70.0
영업이익률 (%)	56.0	33.0	35.0	34.7	35.0
지배순이익률 (%)	40.0	38.2	26.0	25.3	25.7
EBITDA 마진 (%)	59.7	37.1	38.8	38.1	38.4
ROIC	48.0	22.0	23.0	24.6	26.3
ROA	13.1	8.0	6.0	6.6	6.7
ROE	15.4	9.8	7.5	8.1	8.2
부채비율 (%)	14.3	17.0	16.6	15.9	16.6
순차입금/자기자본 (%)	-74.2	-69.3	-70.4	-70.1	-73.6
영업이익/금융비용 (배)	68.3	18.1	22.0	25.2	27.0

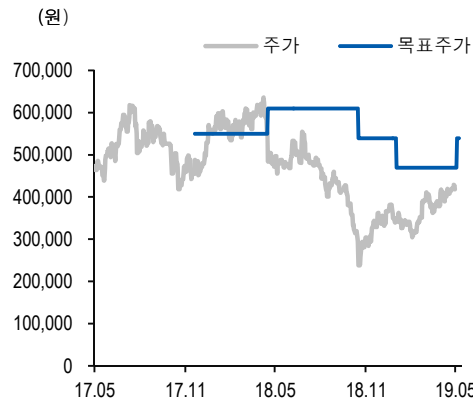
P/E band chart



P/B band chart



휴젤 (145020) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-05-13	BUY	540,000	1년		
2019-01-11	BUY	470,000	1년	-20.76	-8.70
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)	0.5
Buy(매수)	86.5
Hold(중립)	13.0
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-05-08

※ 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.