

휴젤 (145020)

제약/바이오

서미화



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

투자의견	BUY (M)
목표주가	540,000원 (M)
현재주가 (8/13)	351,000원
상승여력	54%

시가총액	18,321억원
총발행주식수	5,219,765주
60일 평균 거래대금	43억원
60일 평균 거래량	11,149주
52주 고	460,300원
52주 저	238,100원
외인자분율	45.67%
주요주주	Leguh Issuer Designated Activity Company 외 2 인 35.76%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(7.6)	(8.7)	(20.8)
상대	6.5	9.5	1.3
절대(달러환산)	(10.9)	(11.3)	(26.5)

특신은 아시아, 필러는 유럽

매출액 503억원(YoY +17.3%), 영업이익 160억원(YoY -4.5%)

연결기준 2분기 매출액 503억원(YoY +17.3%), 영업이익 160억원(YoY -4.5%)을 기록하여 당사추정치 및 컨센서스를 소폭 하회하였다. 국내 특신은 전년동기대비 22.7% 성장하며, M/S 1위를 유지하였다. 아시아 특신 매출은 대만 및 태국 중심으로 성장하였는데, 작년 말 허가승인을 받았던 대만 특신 시장은 약 500억원으로 추정되며 향후 매출 증가가 기대되는 국가 중 하나이다. 1분기에 이어 2분기 보툴리눔특신 수출데이터가 꾸준히 개선(6,148만달러; YoY +9.8%, QoQ +30.4%) 되고 있다는 점, 아시아 및 허가 2년차 국가인 러시아 및 브라질에서의 의미있는 성장을 기대할 수 있다는 점을 고려하면 3분기 수출 실적 개선도 가능할 것으로 보인다.

필러 국내 매출은 전년동기대비 7.0% 감소하였으나, 유럽 수출 확대(15억원-)42억원, YoY +183.8%)에 따라 9.8% 성장하였다.

웰라주(화장품) 매출은 81억원을 기록하였는데 전자상거래법 규제 영향으로 전분기 대비 소폭 감소(QoQ -12.1%)하였다. 하반기 브랜드 리뉴얼 및 신제품 출시, 위생허가 획득을 통해 성장 가능할 것으로 보인다.

투자의견 BUY, 목표주가 54만원 유지

신사업 관련 투자 집행, 화장품 채널 mix 변화, 특신 및 필러 국내/해외 예상 매출 비중 변화 등의 영향으로 인해 영업이익 10~15%(추정치 15.8%) 성장으로 기존대비 가이던스가 조정되었다. 휴젤의 영업가치 1.2조(PER 20배 적용), 보툴렉스 가치 6,478억원은 기존과 동일하다. 국내에서의 특신 및 필러 매출의 증가를 토대로, 허가국에서의 M/S 확대를 통한 매출 증가가 나타나고 있으며, 내년부터 중국, 유럽, 미국 순차적으로 시장규모가 큰 국가에서의 런칭도 기대된다. 4월 사환제약의 보툴렉스 중국 BLA신청으로 내년 상반기 중국허가가 예상된다. 미국 Bless III 임상 은 1분기부터 진행 중으로 2022년 2분기 허가를 목표로 하고 있다. 유럽의 경우 3Q19 허가관련 문서를 1차로 제출한 뒤 미국 임상 종료 후 추가 서류를 제출하는 방식으로 진행하여 예상허가시기(2021년 2분기)가 1분기 정도 앞당겨질 수 있는 가능성도 존재한다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q19P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	503	17.3	2.4	502	0.3
영업이익	160	-4.3	-2.6	186	-14.2
세전계속사업이익	171	-15.7	-9.1	227	-24.7
지배순이익	120	-18.2	-13.4	147	-18.8
영업이익률 (%)	31.8	-7.2 %pt	-1.6 %pt	37.2	-5.4 %pt
지배순이익률 (%)	23.8	-10.3 %pt	-4.3 %pt	29.4	-5.6 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	1,821	1,824	2,073	2,379
영업이익	1,019	602	697	827
지배순이익	728	697	554	641
PER	27.3	29.5	33.1	28.6
PBR	2.9	2.7	2.2	2.1
EV/EBITDA	11.4	23.7	18.8	17.7
ROE	15.4	9.8	7.4	7.9

자료: 유안타증권

[표 1] 휴젤 실적 현황

(단위: 억원)

	2Q19P	QoQ	1Q19	YoY	2Q18
매출액	503	2.4%	491	17.3%	429
영업이익	160	-2.8%	164	-4.5%	167
세전이익	171	-8.9%	188	-15.5%	203
당기순이익	128	-8.8%	141	-19.7%	160

자료: 휴젤, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 휴젤 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	458	429	349	588	491	503	499	580	1,824	2,073	2,379
YoY	3.4%	-7.1%	-16.1%	17.3%	-4.0%	17.4%	43.0%	-1.3%	0.2%	13.7%	14.8%
보툴리눔 독신	278	244	157	257	203	231	229	272	936	935	1,026
YoY	9.9%	-15.3%	-42.9%	-6.1%	-27.1%	-5.5%	46.5%	6.0%	-14.1%	-0.1%	9.7%
HA 필러	125	120	106	131	138	132	126	150	536	546	589
YoY	-19.4%	-9.1%	2.9%	-25.2%	-23.0%	10.0%	18.5%	14.5%	-20.9%	1.7%	7.9%
Medical device	37	36	36	41	46	47	46	47	151	187	192
YoY	15.6%	0.0%	2.9%	12.7%	24.5%	29.3%	26.0%	15.0%	8.5%	23.4%	3.0%
웰라주	17	28	50	150	92	81	86	99	245	358	525
YoY	466.7%	366.7%	2400.0%	804.4%	436.2%	191.4%	72.5%	10.0%	790.5%	46.2%	46.5%
영업이익	223	197	51	160	164	160	170	203	602	697	827
YoY	-13.7%	-27.9%	-78.5%	-36.0%	-26.3%	-4.3%	230.4%	26.8%	-40.9%	15.8%	18.5%
영업이익률	48.7%	45.9%	14.6%	27.3%	33.5%	31.8%	34.0%	35.0%	32.1%	33.6%	34.7%
세전순이익	275	232	300	218	188	171	195	227	995	781	908
YoY	7.0%	-14.0%	22.6%	-17.5%	-31.6%	-15.6%	-35.1%	4.3%	-3.9%	-21.6%	16.3%
당기순이익	213	182	239	145	141	128	146	170	757	584	680
YoY	1.8%	-11.1%	24.0%	-29.9%	-34.0%	-19.9%	-39.0%	17.4%	-7.0%	-22.8%	16.3%

자료: 휴젤, 유안타증권 리서치센터

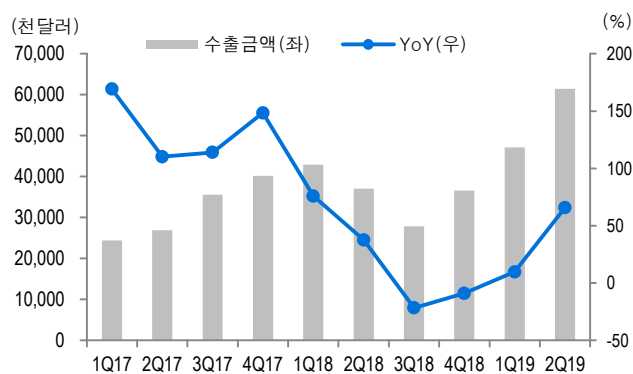
[표 3] 지역별 매출구분

(단위: 억원)

	18.2Q	18.3Q	18.4Q	19.1Q	19.2Q
Toxin					
Export	124.6	38.1	83.9	54.5	84.4
Asia	97.1	22.5	57.2	34.9	63.2
Latin America	21.6	9.5	21.2	11.5	16.4
EU/CIS	5.9	6.1	5.6	8.1	4.8
Domestic	119.8	118.5	172.8	148.4	146.9
Total	244.5	156.6	256.7	202.9	231.3
Filler					
Export	84.6	82.4	95.1	88.5	99.0
Asia	68.2	64.8	71.4	56.8	57.2
Latin America	1.6	0.7	1.4	3.2	0.0
EU/CIS	14.8	16.9	22.3	28.6	41.9
Domestic	35.5	24.1	35.9	49.3	32.7
Total	120.0	106.5	131.0	137.8	131.8

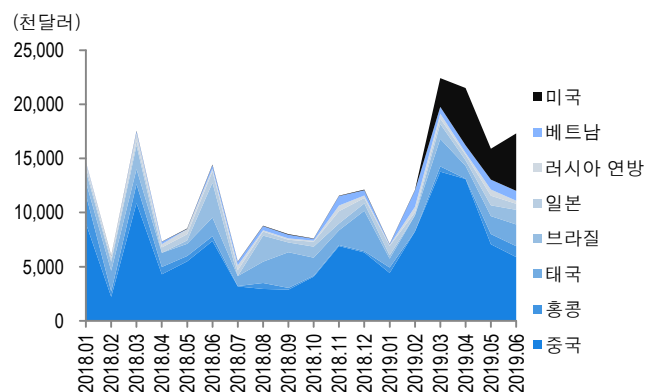
자료: 휴젤, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 보툴리눔독신(추정) 분기별 수출 데이터



자료: 관세청, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 주요 국가별 월간 보툴리눔독신(추정) 수출 현황



자료: 관세청, 유안타증권 리서치센터

휴젤 (145020) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	1,821	1,824	2,073	2,379	2,527
매출원가	400	510	623	714	758
매출총이익	1,421	1,314	1,450	1,666	1,769
판매비	402	712	753	839	884
영업이익	1,019	602	697	827	884
EBITDA	1,087	677	785	915	980
영업외손익	16	393	83	82	103
외환관련손익	-3	39	-17	-3	-3
이자손익	35	43	108	65	86
관계기업관련손익	-20	-4	0	0	0
기타	3	316	-8	20	20
법인세비용차감전순이익	1,035	995	780	908	987
법인세비용	222	239	196	228	248
계속사업순이익	814	757	584	680	739
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	814	757	584	680	739
지배지분순이익	728	697	554	641	697
포괄손익	812	728	584	680	739
지배지분포괄이익	727	677	542	631	686

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	6,050	4,701	5,586
현금및현금성자산	313	290	5,145	3,704	4,531
매출채권 및 기타채권	663	561	608	674	716
재고자산	155	219	251	277	294
비유동자산	1,415	2,335	3,659	5,675	5,660
유형자산	590	606	662	669	668
관계기업 등 지분관련자산	42	12	12	12	12
기타투자자산	147	592	1,813	3,837	3,837
자산총계	8,209	9,183	9,709	10,376	11,246
유동부채	227	230	262	268	441
매입채무 및 기타채무	108	139	127	133	306
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	803	1,104	1,136	1,136	1,136
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	796	829	838	838	838
부채총계	1,030	1,335	1,398	1,404	1,577
지배지분	6,957	7,277	7,774	8,415	9,112
자본금	22	22	26	26	26
자본잉여금	5,069	46	46	46	46
이익잉여금	1,792	7,605	8,159	8,800	9,497
비지배지분	222	571	536	557	557
자본총계	7,179	7,848	8,311	8,972	9,669
순차입금	-5,162	-5,046	-4,128	-2,687	-3,514
총차입금	796	973	1,022	1,022	1,022

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	642	658	451	485	752
당기순이익	814	757	584	680	739
감가상각비	56	63	72	73	81
외환손익	0	-21	17	3	3
종속, 관계기업 관련손익	20	4	0	0	0
자산부채의 증감	-312	-100	-185	-172	29
기타현금흐름	64	-45	-37	-99	-100
투자활동 현금흐름	-5,553	-322	5,593	-98	-98
투자자산	-213	4	1	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-63	-91	-78	-80	-80
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-5,277	-235	5,670	-18	-18
재무활동 현금흐름	4,576	-356	-50	0	0
단기차입금	-3	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	1,000	0	0	0	0
자본	3,546	0	4	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	32	-356	-54	0	0
연결범위변동 등 기타	0	-2	-1,139	-1,828	173
현금의 증감	-336	-23	4,855	-1,441	827
기초 현금	649	313	290	5,145	3,704
기말 현금	313	290	5,145	3,704	4,531
NOPLAT	1,019	602	697	827	884
FCF	493	341	347	455	707

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

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

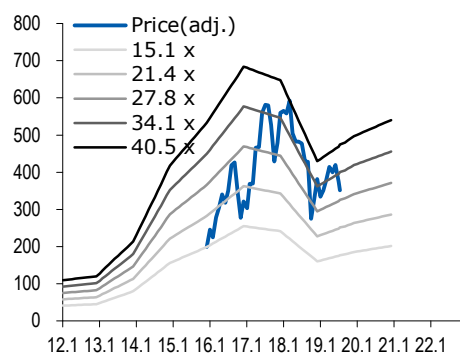
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	16,906	16,001	10,612	12,283	13,354
BPS	161,588	172,069	156,262	169,145	183,156
EBITDAPS	28,925	15,559	15,042	17,524	18,768
SPS	48,460	41,925	39,720	45,584	48,413
DPS	0	0	0	0	0
PER	27.3	29.5	33.1	28.6	26.3
PBR	2.9	2.7	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA	11.4	23.7	18.8	17.7	15.7
PSR	9.5	11.3	8.8	7.7	7.3

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	46.6	0.2	13.7	14.8	6.2
영업이익 증가율 (%)	61.1	-40.9	15.8	18.5	7.0
지배지분이익 증가율 (%)	68.3	-4.2	-20.6	15.7	8.7
매출총이익률 (%)	78.0	72.0	69.9	70.0	70.0
영업이익률 (%)	56.0	33.0	33.6	34.7	35.0
지배지분이익률 (%)	40.0	38.2	26.7	26.9	27.6
EBITDA 마진 (%)	59.7	37.1	37.9	38.4	38.8
ROIC	48.0	22.0	21.7	24.6	26.6
ROA	13.1	8.0	5.9	6.4	6.4
ROE	15.4	9.8	7.4	7.9	8.0
부채비율 (%)	14.3	17.0	16.8	15.6	16.3
순차입금/자기자본 (%)	-74.2	-69.3	-53.1	-31.9	-38.6
영업이익/금융비용 (배)	68.3	18.1	19.8	23.3	25.0

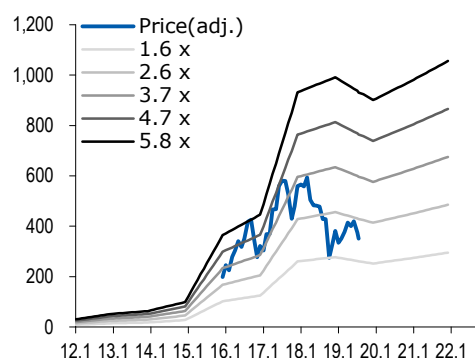
P/E band chart

(천원)

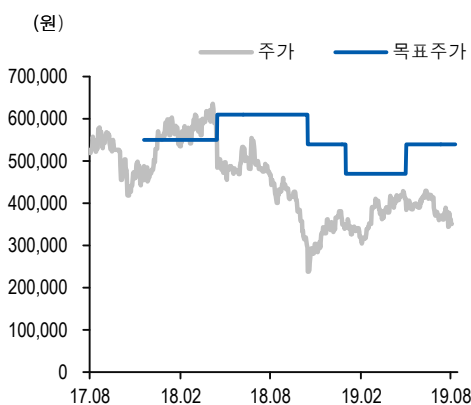


P/B band chart

(천원)



휴젤 (145020) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-08-14	BUY	540,000	1년		
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)	0.6
Buy(매수)	87.2
Hold(중립)	12.2
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-08-11

※ 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.