

휴젤(145020)

당분간은 실적보다는 하반기 임상종료를 기대해야

필러 수출 감소로 1분기 실적은 예상치 하회
올해는 실적보다는 하반기 임상종료에 기대를 걸어야할 것
목표주가를 65만원으로 10% 하향

Facts : 필러 수출 감소와 비용증가로 예상치 하회

휴젤의 1분기 실적은 우리의 예상치(매출액 496억원, 영업이익 271억원)를 하회했다(매출액 457억원, 영업이익 224억원). 보툴리눔 독신(독신) 매출은 278억원으로 우리의 추정치 280억원에 부합했으나 필러 매출이 우리 추정치 180억원을 크게 하회한 125억원을 기록한 것이 부진한 매출의 주원인이다. 중국 내에서 불법 수입되는 필러에 대한 단속으로 아시아향 필러수출이 1Q17 126억원에서 1Q18 87억원으로 31% 감소했다. 한편 미국 자회사 설립에 대한 법률자문수수료 5억원, 광고비 25억원(1Q17 6억원) 등으로 판관비가 39% 증가하면서 영업이익은 전년 대비 13% 감소했다. 일회성 비용이 없었다면 영업이익률은 56%로 전년 평균 56%와 유사한 수준이다.

Pros & cons : 견조한 국내매출, 하지만 이젠 해외에서 보여줘야

독신의 국내와 해외매출은 각각 11%, 10% 증가하며 견조한 성장률을 보였다. 국내 필러 역시 경쟁이 완화되면서 전년 대비 52% 늘어났다는 점은 긍정적이다. 그러나 28% 감소한 필러의 해외매출 약세가 당분간은 이어질 수 있다는 점은 우려 사항이다. 또한 국내업체들의 지속적인 수출확대로 경쟁은 해외에서도 이어질 수 있어 하반기 완료될 유럽과 중국 임상 3상이 휴젤의 장기 성장성을 결정짓는데 중요한 요소로 작용할 것이다. 또한 2022년에 출시될 것으로 예상되는 미국에서의 파트너 선정에도 주목해야 한다는 판단이다.

Action : 당분간은 실적 모멘텀보다는 하반기 임상종료에 기대

휴젤에 대해 매수 투자 의견을 유지하나 실적 추정치를 하향하며 목표주가를 72만원에서 65만원으로 10% 하향한다. 올해 연간 영업이익 성장은 제한적(1,009억원, -1% YoY)일 것으로 예상되나 하반기 유럽과 중국 임상완료에 대한 기대감은 주가의 모멘텀으로 작용할 수 있을 전망이다. 향후에는 미국, 유럽, 중국 등 인구가 많고 진입장벽이 높은 시장으로 진입하는 업체들만이 valuation premium을 받을 수 있을 것이기 때문이다.

하회 부합 상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 650,000원(하향)

Stock Data

KOSPI(4/25)	2,449
주가(4/25)	552,000
시가총액(십억원)	2,406
발행주식수(백만)	4
52주 최고/최저가(원)	636,000/418,600
일평균거래대금(6개월, 백만원)	16,322
유동주식비율/외국인지분율(%)	52.5/55.2
주요주주(%)	Leguh Issuer Designated Activity Company 외 1 인 41.0

Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	28.7	31.8	31.1
PBR(x)	3.5	3.1	2.8
ROE(%)	15.4	10.3	9.5
DY(%)	-	-	-
EV/EBITDA(x)	17.6	16.8	14.9
EPS(원)	19,475	17,337	17,744
BPS(원)	161,836	176,857	196,709

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(1.7)	17.4	28.4
KOSDAQ 대비(%p)	(6.6)	(8.8)	(9.2)

주가추이



자료: WISEfn

진흥국

hg.jin@truefriend.com

정은영

eunice.jung@truefriend.com

<표 1> 분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	44.3	46.2	41.6	50.1	45.8	(8.6)	3.5	50.5
영업이익	25.8	27.3	23.7	25.1	22.4	(10.7)	(13.4)	28.0
영업이익률(%)	58.4	59.2	57.1	50.0	48.9	(1.1)	(9.5)	55.5
세전이익	25.7	27.0	24.5	26.4	27.9	5.4	8.5	29.1
순이익	18.3	18.6	17.2	18.7	19.4	3.8	6.0	23.2

자료: 한국투자증권

<표 2> 휴젤 실적 추이 및 전망 (수정후)

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	44	46	42	50	46	51	49	50	182	195	213
YoY	95.3	49.2	26.7	32.6	3.5	10.4	17.7	(0.4)	46.6	7.4	8.7
보틀리눔 특신	25	29	28	27	28	32	30	31	109	120	131
HA 필터	16	13	10	18	13	15	14	15	56	57	61
기타	3	4	4	5	5	5	4	4	17	18	20
수출비중	64.1	58.0	66.2	67.5	56.7	57.3	60.1	59.8	63.9	58.5	62.7
국내비중	35.9	42.0	33.8	32.5	43.3	42.7	39.9	40.2	36.1	41.5	37.3
영업이익	26	27	24	25	22	28	27	24	102	101	109
YoY	194.0	67.0	32.3	24.1	(13.4)	2.8	12.1	(4.8)	61.1	(1.0)	8.1
OPM	58.4	59.2	57.1	50.0	48.9	55.1	54.3	47.8	56.0	51.6	51.3
당기순이익	18	19	17	19	19	20	19	17	73	75	77
YoY	232.4	59.6	37.0	38.1	6.0	8.0	10.7	(8.1)	68.3	3.5	2.5
NPM	41.4	40.2	41.4	37.4	41.7	39.3	38.9	34.5	40.0	38.6	36.4

자료: 한국투자증권

<표 3> 휴젤 실적 추이 및 전망 (수정전)

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	44	46	42	50	50	54	48	56	182	208	245
YoY	95.3	49.2	26.7	32.6	12.0	17.2	15.1	12.7	46.6	14.2	17.8
보틀리눔 특신	25	29	28	27	28	35	32	28	109	122	149
HA 필터	16	13	10	18	18	15	11	23	56	67	76
기타	3	4	4	5	4	5	4	5	17	18	20
수출비중	64.1	58.0	66.2	67.5	69.0	69.7	71.8	71.2	63.9	70.4	75.3
국내비중	35.9	42.0	33.8	32.5	31.0	30.3	28.2	28.8	36.1	29.6	24.7
영업이익	26	27	24	25	27	32	27	28	102	114	137
YoY	194.0	67.0	32.3	24.1	4.9	15.7	11.8	13.7	61.1	11.6	20.2
OPM	58.4	59.2	57.1	50.0	54.7	58.4	55.5	50.5	56.0	54.7	55.8
당기순이익	18	19	17	19	20	24	20	21	73	85	103
YoY	232.4	59.6	37.0	38.1	10.8	26.8	16.1	14.4	68.3	17.1	20.5
NPM	41.4	40.2	41.4	37.4	41.0	43.5	41.8	37.9	40.0	41.0	41.9

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 휴젤 목표주가 산출

(단위: 십억원, 배, %)

본업가치	1,773
2018F 세후영업이익	76
target PER	23.4
파이프라인 가치	442
미국	136
유럽	78
중국	228
2018F 순현금	599
Target value	2,815
목표주가(원)	653,376

자료: 한국투자증권

〈표 5〉 휴젤 peer valuation

		메디톡스	대웅제약	평균	휴젤
매출액(십억원)	2017	181	960		182
	2018F	224	1,034		195
	2019F	275	1,096		213
영업이익(십억원)	2017	90	39		102
	2018F	115	46		101
	2019F	143	56		109
영업이익률(%)	2017	49.7	4.1		56.0
	2018F	51.3	4.5		51.6
	2019F	52.1	5.1		51.3
순이익(십억원)	2017	73	32		73
	2018F	91	37		75
	2019F	113	44		77
PER(배)	2017	37.4	60.4	48.9	28.7
	2018F	40.9	57.9	49.4	31.8
	2019F	32.8	48.7	40.7	31.1
EPS 증가율(%)	2017	23.7	17.1	20.4	47.8
	2018F	24.3	17.2	20.7	(11.0)
	2019F	24.6	19.0	21.7	2.3
PEG(배)	2017	1.6	3.5	2.6	0.6
	2018F	1.7	3.4	2.5	(2.9)
	2019F	1.3	2.6	2.0	13.2
PBR(배)	2017	10.7	3.4	7.0	3.5
	2018F	11.2	3.6	7.4	3.1
	2019F	8.6	3.4	6.0	2.8
ROE(%)	2017	42.2	6.2	24.2	15.4
	2018F	38.3	6.9	22.6	10.3
	2019F	35.0	7.7	21.3	9.6

주: 1. 메디톡스와 대웅제약은 FnGuide 컨센서스 연결 기준, 2. 2018년 4월 25일 종가 기준

자료: Data Guide, 한국투자증권

[그림 1] 지역별 매출 구분

	Toxin				Filler & Others			
	2017 1Q		2018 1Q		2017 1Q		2018 1Q	
Export	145	57.4%	160	57.3%	139	72.9%	100	56.0%
Asia	60	23.8%	106	38.0%	126	66.2%	87	48.4%
Latin America	4	1.4%	16	5.8%	1	0.4%	0	0.2%
Eastern Europe	2	0.7%	7	2.6%	0	0.0%	1	0.4%
Japan & Others	79	31.5%	31	11.0%	12	6.2%	13	7.0%
Domestic	107	42.6%	119	42.7%	52	27.1%	79	44.0%
Total	252	100.0%	278	100.0%	190	100.0%	179	100.0%

자료: 휴젤, 한국투자증권

기업개요

휴젤은 2001년에 설립해 보툴리눔 독신을 활용한 바이오의약품을 연구개발 및 제조하는 기업이다. 2016년 매출액 중 51%가 보툴리눔 독신, 38%가 HA필러로 이루어져 있다. 2016년 수출 및 내수는 각각 54%, 46%로 구성돼 있다. 현재 보툴렉스는 26개국에서, 필러는 5개 국가에서 판매되고 있다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	151	679	755	840	888
현금성자산	65	31	110	193	220
매출채권및기타채권	32	66	64	66	68
재고자산	14	16	16	16	17
비유동자산	143	142	136	134	168
투자자산	17	19	20	22	26
유형자산	59	59	60	59	65
무형자산	64	64	64	64	77
자산총계	294	821	891	975	1,056
유동부채	20	23	22	22	16
매입채무및기타채무	8	11	8	9	10
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	0	80	76	72	70
사채	0	80	76	72	70
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	20	103	98	94	86
지배주주지분	253	696	769	856	936
자본금	2	2	2	2	2
자본잉여금	145	507	507	507	507
기타자본	0	8	6	15	15
이익잉여금	106	179	255	332	412
비지배주주지분	21	22	23	24	34
자본총계	274	718	792	880	970

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	45	64	91	93	100
당기순이익	51	81	84	87	90
유형자산감가상각비	4	6	7	7	8
무형자산상각비	1	1	1	1	1
자산부채변동	(24)	(31)	3	(3)	(9)
기타	13	7	(4)	1	10
투자활동현금흐름	(54)	(555)	(8)	(6)	(61)
유형자산투자	(16)	(6)	(8)	(6)	(14)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(37)	(549)	(1)	(2)	(4)
무형자산순증	(0)	(1)	(1)	(1)	(14)
기타	(1)	1	2	3	(29)
재무활동현금흐름	3	458	(4)	(4)	(12)
자본의증가	10	358	0	0	0
차입금의순증	(1)	100	(4)	(4)	(2)
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	(6)	0	0	0	(10)
기타현금흐름	0	(0)	0	0	0
현금의증가	(6)	(34)	79	83	26

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

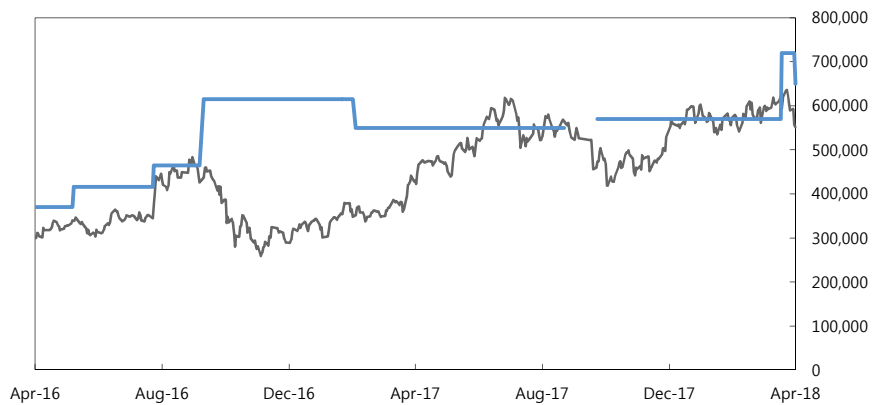
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	124	182	195	213	220
매출원가	30	40	46	52	48
매출총이익	94	142	149	161	171
판매관리비	31	40	49	52	59
영업이익	63	102	101	109	112
금융수익	2	6	10	10	11
이자수익	1	5	10	10	11
금융비용	1	2	1	1	1
이자비용	0	1	1	1	1
기타영업외손익	1	(0)	(0)	(5)	(5)
관계기업관련손익	(1)	(2)	0	0	0
세전계속사업이익	64	104	109	113	117
법인세비용	13	22	25	26	27
연결당기순이익	51	81	84	87	90
지배주주지분순이익	43	73	75	77	80
기타포괄이익	0	(0)	0	0	0
총포괄이익	51	81	84	87	90
지배주주지분포괄이익	43	73	75	77	80
EBITDA	68	109	109	117	121

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표 (원)					
EPS	13,177	19,475	17,337	17,744	18,331
BPS	79,022	161,836	176,857	196,709	215,031
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	90.9	46.6	7.4	8.7	3.3
영업이익증가율	256.2	61.1	(1.1)	8.1	2.7
순이익증가율	27.5	68.3	3.5	2.5	3.3
EPS증가율	(1.4)	47.8	(11.0)	2.3	3.3
EBITDA증가율	252.6	59.7	0.1	7.6	3.4
수익성(%)					
영업이익률	50.9	56.0	51.6	51.3	51.0
순이익률	34.8	40.0	38.6	36.4	36.4
EBITDA Margin	54.8	59.7	55.6	55.0	55.1
ROA	19.3	14.6	9.8	9.3	8.8
ROE	18.8	15.4	10.3	9.5	8.9
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	(104)	(516)	(599)	(686)	(733)
차입금/자본총계비율(%)	0.1	11.1	9.5	8.2	7.2
Valuation(X)					
PER	24.4	28.7	31.8	31.1	30.1
PBR	4.1	3.5	3.1	2.8	2.6
EV/EBITDA	14.2	17.6	16.8	14.9	14.1

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
휴젤(145020)	2016.04.05	매수	370,000원	-13.9	-8.1
	2016.06.01	매수	416,000원	-19.2	-12.4
	2016.08.17	매수	465,000원	-4.4	3.9
	2016.10.04	매수	615,000원	-45.1	-25.2
	2017.02.27	매수	550,000원	-12.0	12.3
	2017.09.18	NR	-	-	-
	2017.10.17	매수	570,000원	-6.1	8.9
	2018.04.12	매수	720,000원	-15.6	-11.7
	2018.04.25	매수	650,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 4월 25일 현재 휴젤 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.