

휴젤 (145020)

홍기혜 kahye.hong@daishin.com
한승협 songhyeop.han@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

510,000

유지

현재주가

411,500

(20.02.14)

제약업종

필러 사업 호조

투자의견 매수, 목표주가 510,000원 유지

- 목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 영업가치는 12mF 순이익 576억원에 Target P/E 23배 (바이오뷰티 Peer 그룹 평균) 적용. 파이프라인 가치는 보톨릭스 위험조정순현재가치(rNPV) 3,458억원 반영

4Q19 Review: 국내외 필러 사업 호조

- 4Q19 연결 매출액 540억원(YoY-8.1%, QoQ+5.6%), 영업이익 175억원(YoY+9.0%, QoQ-4.1%, OPM 32.4%), 순이익 127억원(YoY-12.1%, QoQ+5.7%) 시현. 영업이익은 당사 추정치와 컨센서스를 하회
- 사업부문별 매출액은 보톨릭스 특신 251억원(YoY-2.3%, QoQ+5.7%), 필러 184억원(YoY+40.3%, QoQ+11.4%), 화장품 50억원(YoY-66.6%, QoQ-0.9%), 의료기기 및 기타 56억원(YoY+10.3%, QoQ-5.2%)
- 특신 필러 사업부는 40%후반 수준의 양호한 영업이익률을 유지했으나, 인센티브 회계 선반영 영향으로 영업이익은 당사 추정치를 하회한 것으로 추정
- 특신 매출은 내수 160억원(YoY-7.5%, QoQ+1.1%), 수출 91억원(YoY+8.5%, QoQ+14.9%)으로 경쟁 심화에 따라 성장폭 둔화되었으나 국내 점유율 1위 지속, 중남미 지역 YoY+9.4% 증가
- 필러 매출은 내수 53억원(YoY+46.7%, QoQ+7.3%), 수출 131억원(YoY+37.9%, QoQ+13.1%)으로 국내외 호조 중. 국내에서는 프리미엄 라인 더채움 Style을 중심으로 한 제품 포트폴리오 확대로 첫 점유율 1위 달성. 수출은 아시아향 매출이 86억원(YoY+20.1%, QoQ+8.7%), 유럽향 매출 43억원(YoY+94.9%, QoQ+21.1%)으로 영국, 스웨덴, 덴마크 등을 중심으로 성장
- 화장품은 해외 매출 지연 영향으로 적자 지속. 올 1월 HA 원데이키트 중국 위생하기를 획득해 성장 동력을 확보, 2020년 BEP 달성 기대

성장을 위한 2020년

- 2020년 매출액 YoY+10~13%, 영업이익 YoY+10~15% 성장 가이드선 제시. 제품 확대 및 차세대 특신/필러 개발을 위한 공격적인 R&D투자(약 180억원, YoY+75%)가 예상되나, 수익성 높은 특신/필러 매출 확대로 이익 성장 가능할 전망. 특히 중국 특신 허가(6~7월)와 출시에 따른 추가 성장 기대. 특신 주요 3개 지역 허가 일정은 중국(mid-2020), 유럽(3Q21), 미국(4Q21~1Q22) 순
- 2020년 매출액 2,247억원(YoY+9.8%), 영업이익 769억원(YoY+13.0%, OPM 34.2%) 전망. 코로나19 영향에 따라 1Q20에는 일시적인 아시아향 수출 부진이 예상되나, 하반기로 갈수록 코로나19 영향 축소와 중국 특신 출시 등에 따라 실적 안정화 예상됨

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	182	182	205	225	241
영업이익	102	60	68	77	85
세전순이익	104	100	70	83	92
총당기순이익	81	76	52	63	69
자비지분순이익	73	70	48	58	64
EPS	19,382	16,030	10,165	13,345	14,777
PER	28.9	23.8	40.5	30.8	27.8
BPS	185,154	167,276	165,392	192,835	207,612
PBR	3.0	2.3	2.5	2.1	2.0
ROE	15.4	9.8	6.3	7.2	7.4

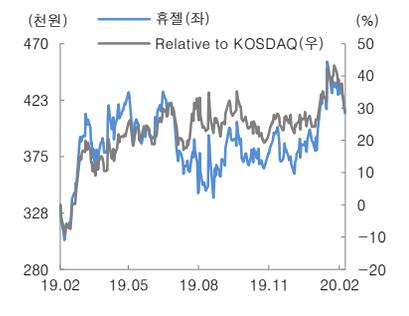
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 휴젤 대산증권 Research Center

4차 산업혁명/안전등급

■ Sky Blue

KOSDAQ	688.91
시가총액	1,778십억원
시가총액비중	0.80%
자본금(보통주)	2십억원
52주 최고/최저	455,000원 / 316,000원
120일 평균거래대금	40억원
외국인지분율	56.31%
주요주주	Leguh Issuer Designated Activity Company 외 2 인 43.21% The Capital Group Companies, Inc. 외 14 인 7.77%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.9	4.2	16.5	29.5
상대수익률	-4.4	0.3	1.0	39.6



(단위: 십억원 %)

구분	4Q18	3Q19	4Q19					1Q20		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	59	51	57	54	-8.1	5.6	56	48	-1.3	-10.3
영업이익	16	18	20	17	9.0	-4.1	19	17	2.8	-3.4
순이익	13	10	14	13	-2.6	25.6	15	14	-0.9	8.8

자료: 휴젤 FnGuide, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
매출액	207	233	205	225	-1.3	-3.7
판매비와 관리비	76	87	76	85	0.0	-1.9
영업이익	71	81	68	77	-3.9	-4.7
영업이익률	34.2	34.6	33.3	34.2	-0.9	-0.4
영업외손익	1	5	2	6	27.2	15.3
세전순이익	72	86	70	83	-3.3	-3.5
지배지분순이익	49	60	48	58	-3.6	-3.5
순이익률	25.9	27.8	25.3	27.8	-0.6	0.1
EPS(지배지분순이익)	10,445	11,666	10,165	13,345	-2.7	14.4

자료: 휴젤 대신증권 Research Center

표 1. 휴젤 목표주가 산출

(단위: 십억원)

	환산 가치	비고
영업가치	1,326	- 휴젤 12mF 순이익: 576억원 - Target P/E: 23배
비영업가치	346	
보틀렉스	346	
순차입금	-547	
기업가치	2,219	
전체 주식수	4,319,765	
목표 주가 (원)	513,683	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 휴젤 분기 및 연간 실적 전망

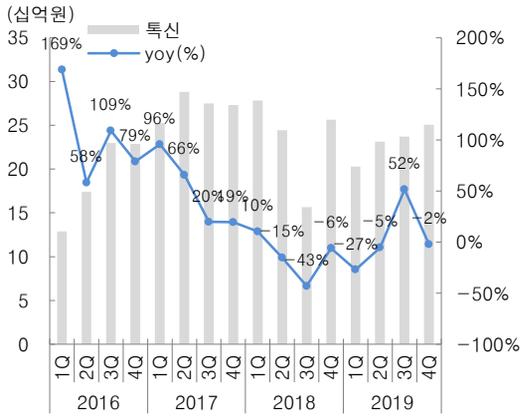
(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2017	2018	2019	2020F
매출액	45.8	42.9	34.9	58.8	49.1	50.3	51.1	54.0	182.1	182.4	204.6	224.7
영업이익	22.3	16.7	5.1	16.0	16.4	16.0	18.2	17.5	101.9	60.2	68.1	76.9
세전이익	27.5	20.3	30.0	21.8	18.8	17.1	16.7	17.2	103.5	99.5	69.8	82.8
당기순이익	21.3	16.0	23.9	14.5	14.1	12.8	12.1	12.7	81.4	75.7	51.7	62.5
증감률 (YoY %)												
매출액	3.5	-7.1	-16.0	17.4	7.3	17.3	46.4	-8.1	46.6	0.2	12.2	9.8
영업이익	-13.7	-38.8	-78.4	-36.0	-26.3	-4.5	254.9	9.0	61.1	-40.9	13.1	13.0
당기순이익	1.8	-22.0	23.9	-29.9	-34.0	-19.7	-49.5	-12.1	59.8	-7.0	-31.7	21.0
수익성 (%)												
영업이익률	48.7	39.0	14.7	27.3	33.4	31.8	35.6	32.4	56.0	33.0	33.3	34.2
세전이익률	60.0	47.3	85.8	37.1	38.2	34.0	32.7	31.9	56.9	54.6	34.1	36.9
순이익률	46.6	37.3	68.3	24.7	28.6	25.5	23.6	23.6	44.7	41.5	25.3	27.8

주: 연결 기준

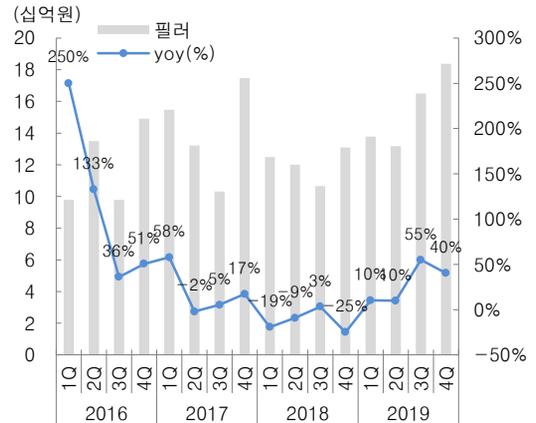
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 휴젤 특신 분기 실적 추이



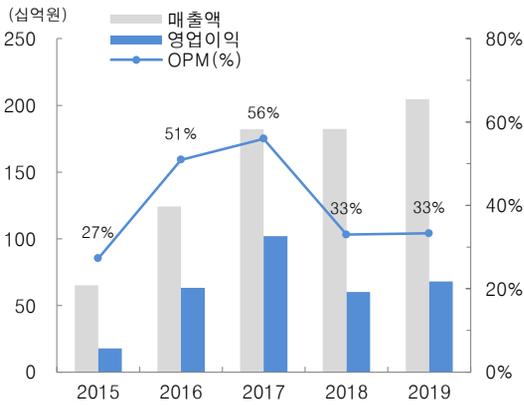
자료: 휴젤 대신증권 Research Center

그림 2. 휴젤 필러 분기 실적 추이



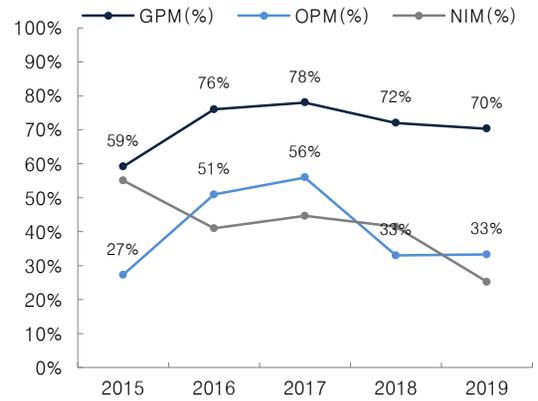
자료: 휴젤 대신증권 Research Center

그림 3. 휴젤 연간 실적 전망



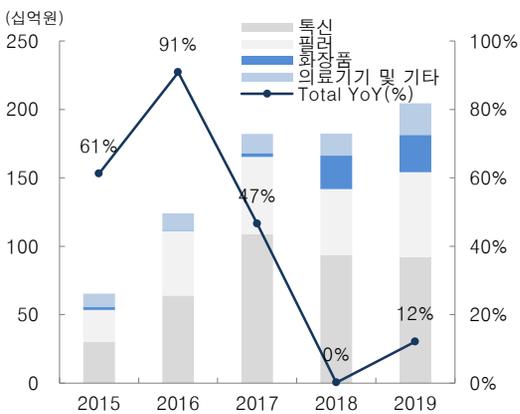
자료: 휴젤 대신증권 Research Center

그림 4. 휴젤 연간 실적 전망



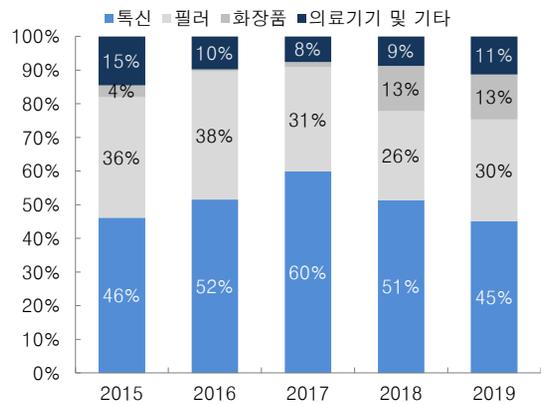
자료: 휴젤 대신증권 Research Center

그림 5. 휴젤 제품별 연간 실적 전망



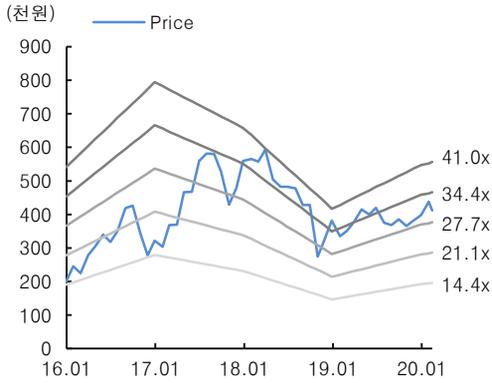
자료: 휴젤 대신증권 Research Center

그림 6. 휴젤 제품별 매출 비중 추이



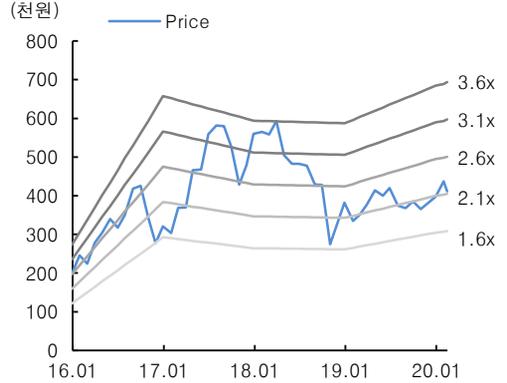
자료: 휴젤 대신증권 Research Center

그림 7. 휴젤 12Fwd PER 차트



자료: 휴젤 대신증권 Research Center

그림 8. 휴젤 12Fwd PBR 차트



자료: 휴젤 대신증권 Research Center

표 3. 휴젤 주요 국가 개발 현황

국가	제조사	제품명	파트너사	개발단계	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	허가 신청	허가	출시	Upcoming Events				비고
												2019	2020	2021	2022	
미국	휴젤	Botulax	휴젤 아메리카	임상3상				추가					허가신청		허가(4Q)	
유럽	휴젤	Botulax	크로마, 스타다	임상3상									허가신청		허가(2H)	
중국	휴젤	Botulax	사환제약	허가신청									허가 (6-7월)			
국내	휴젤	Botulax		출시												

자료: 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

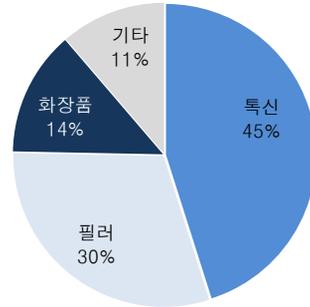
- 2001년 설립 바이오 의약품 제조업체, 보툴리눔 독신 및 필러 제품 개발 및 판매
- 주요 사업부문: 보툴리눔 독신 및 필러, 화장품, 의료기기 판매
- 보툴리눔 독신 제품 수출국 확대 중, 임상 및 허가를 통한 진입
- 휴젤 대표이사 손지훈
- 자산 0.89조, 부채 0.15조, 자본 0.74조(2019년 말 기준)
(발행주식 수: 4,319,765)

주가 변동요인

- (+) 독신 및 필러 수출액 증가, 기술수출 계약 체결
- (-) 독신 임상 중단 및 실패, R&D 비용 증가로 인한 수익성 악화 등

자료: 휴젤, 대신증권 Research Center

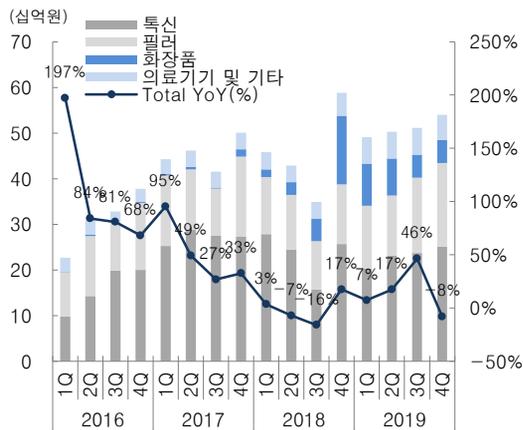
사업부별 매출 비중



주: 2019년 기준
자료: 휴젤, 대신증권 Research Center

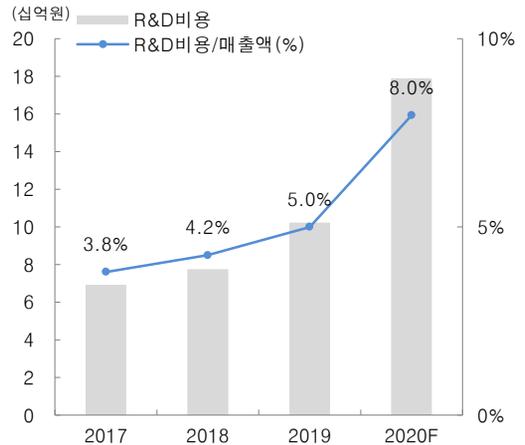
2. Earnings Driver

휴젤 제품 매출액 추이



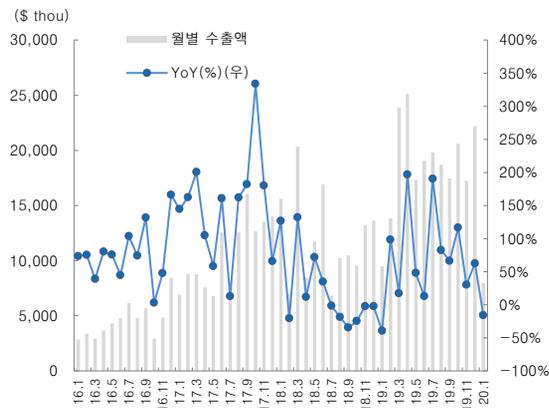
자료: 휴젤, 대신증권 Research Center

휴젤 R&D 투자금액 추이



주: 경상연구개발비 기준
자료: 휴젤, 대신증권 Research Center

보툴리눔 독신 월별 수출액 추이



주: 2020년 1월 기준
자료: 한국무역통계진흥원, 대신증권 Research Center

휴젤 제품 수출허가 국가 현황



주: 허가 기준 / 아시아 7개국, 중남미 15개국, 유럽 47개국, 중동 1개국(외교부 분류기준)
자료: 대신증권 Research Center

재무제표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	182	182	205	225	241
매출원가	40	51	61	63	67
매출총이익	142	131	144	162	174
판매비와관리비	40	71	76	85	90
영업이익	102	60	68	77	85
영업외수익	56.0	33.0	33.3	34.2	35.0
EBITDA	109	68	76	85	92
영업외손익	2	39	2	6	7
관계기업손익	-2	0	0	0	0
금융수익	6	19	8	10	11
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-2	-4	-4	-5	-6
외환관련손실	1	0	0	0	0
기타	0	25	-2	1	2
법인세비용차감전순이익	104	100	70	83	92
법인세비용	-22	-24	-18	-20	-22
계속사업순이익	81	76	52	63	69
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	81	76	52	63	69
당기순이익	44.7	41.5	25.3	27.8	28.7
비재계분순이익	9	6	4	5	5
재계분순이익	73	70	48	58	64
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	81	73	52	63	69
비재계분포괄이익	9	5	4	5	5
재계분포괄이익	73	68	48	58	64

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	19,382	16,030	10,165	13,345	14,777
PER	28.9	23.8	40.5	30.8	27.8
BPS	185,154	167,276	165,392	192,835	207,612
PBR	3.0	2.3	2.5	2.1	2.0
EBITDAPS	28,925	15,559	16,119	19,601	21,412
EV/EBITDA	17.6	18.0	17.1	14.7	12.8
SPS	48,460	41,925	43,637	52,016	55,894
PSR	11.5	9.1	9.4	7.9	7.4
CFPS	29,368	18,731	12,060	16,604	18,878
DPS	0	0	0	0	0

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
성장성					
매출액 증/감	466	0.2	122	98	7.5
영업이익 증/감	61.1	-40.9	13.1	13.0	9.9
순이익 증/감	59.8	-7.0	-31.7	21.0	10.7
수익성					
ROIC	47.1	21.5	20.5	22.5	23.8
ROA	18.3	6.9	7.2	7.7	7.9
ROE	15.4	9.8	6.3	7.2	7.4
안정성					
부채비율	14.3	17.0	15.8	14.6	13.5
순차입금비율	-71.9	-64.3	-65.5	-67.0	-68.8
이자보상비율	68.3	18.1	17.0	16.2	16.1

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	679	685	736	799	870
현금및현금성자산	31	29	63	109	163
매출채권 및 기타채권	66	56	62	68	73
재고자산	16	22	25	27	29
기타유동자산	566	578	587	595	604
비유동자산	142	233	232	230	228
유형자산	59	61	63	66	68
관계기업투자지분	4	1	-2	-5	-8
기타비유동자산	78	172	171	169	168
자산총계	821	918	968	1,029	1,098
유동부채	23	23	22	21	20
매입채무 및 기타채무	11	14	15	15	16
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	12	9	7	5	4
비유동부채	80	110	110	110	110
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	80	83	83	83	83
기타비유동부채	1	28	28	28	28
부채총계	103	133	132	131	130
자본부분	696	728	775	833	897
자본금	2	2	2	2	2
자본잉여금	507	5	5	5	5
이익잉여금	179	761	808	866	930
기타자본변동	7	-40	-40	-40	-40
비재계부분	22	57	61	65	70
자본총계	718	785	836	898	967
순차입금	-516	-505	-547	-602	-665

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	64	66	22	34	43
당기순이익	81	76	52	63	69
비현금항목의기감	29	6	5	9	12
감가상각비	7	7	7	8	8
외환손익	0	-2	-2	-2	-2
자본법평가손익	2	0	0	0	0
기타	20	0	-1	3	6
자산부채의증감	-31	-10	-14	-13	-12
기타현금흐름	-15	-6	-20	-24	-27
투자활동 현금흐름	-555	-32	-15	-16	-16
투자자산	-24	-12	3	3	3
유형자산	-6	-9	-9	-9	-9
기타	-525	-11	-10	-10	-10
재무활동 현금흐름	458	-36	6	6	6
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	100	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	355	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	3	-36	6	6	6
현금의 증감	-34	-2	34	46	54
기초 현금	65	31	29	63	109
기말 현금	31	29	63	109	163
NOPLAT	80	46	50	58	64
FCF	80	37	49	57	63

자료: 휴젤 대신증권 Research Center

[Daishin House View 4 차 산업혁명 / 안전등급]

- 대신증권 Research Center 소속의 각 분야 및 기업 담당 애널리스트의 분석을 기초로 토론 과정을 거쳐 산업 및 기업별 안전등급 최종 확정
- 4차 산업혁명 전개 과정에서 산업 및 종목에 미치는 영향을 파악, 긍정, 중립, 부정적 영향에 따라 Sky Blue, Neutral Green, Dark Gray 등급 부여

Dark Gray (하위)	Neutral Green (보통)	Sky Blue (맑음)
----------------	--------------------	---------------

[Compliance Notice]

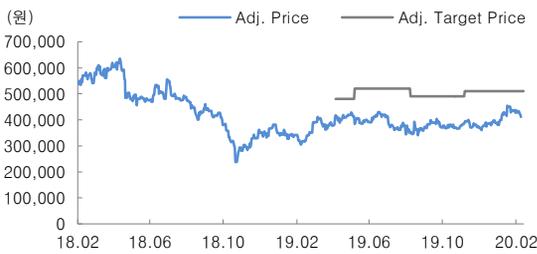
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당시의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당시의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:홍기혜)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

휴젤(145020) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	2002.17	19.11.12	19.08.14	19.06.11	19.05.13	19.04.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	510,000	510,000	490,000	520,000	520,000	480,000
과다율(평균%)		(21.71)	(23.48)	(24.93)	(24.09)	(14.30)
과다율(최대/최소%)		(10.78)	(17.51)	(17.38)	(21.87)	(10.60)
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20200212)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	86.0%	13.5%	0.5%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상