

2020. 4. 1

헬스케어팀

김슬
Analyst
seul3.kim@samsung.com
02 2020 7781

휴젤 (145020)

코로나19에도 중국 품목허가 진행 순항 중

- 코로나19 영향에 따른 매출 감소로 매출액 및 영업이익 컨센서스 하회 예상
- 내수는 1Q 부진 후 점진적 회복이 기대되나, 수출은 2Q까지 영향 불가피할 전망.
- 상반기 매출 추정치 하향 조정하나, 동사 적정가치 추정의 50%를 구성하는 보툴렉스 파이프라인에 영향 미미. 목표주가 50만원 유지. 연내 중국 품목허가를 시작으로 해외 빅마켓 진출 본격화 예상. BUY 투자의견 유지.

▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	500,000원	(48.4%)
현재주가	337,000원	
시가총액	1.5조원	
Shares (float)	4,319,765주 (46.7%)	
52주 최저/최고	298,000원/455,000원	
60일-평균거래대금	58.1억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
휴젤 (%)	-10.1	-12.6	-10.8
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	-3.5	-4.5	14.3

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	500,000	500,000	0.0%
2019E EPS	11,454	11,454	0.0%
2020E EPS	12,734	13,223	-3.7%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	7
Target price	485,714
Recommendation	4.0
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

WHAT'S THE STORY

1Q20 preview: 동사의 1Q 연결기준 매출액 및 영업이익은 전년대비 각 13.6%, 37.6% 감소한 424억, 102억원으로, 후자는 컨센서스 하회 예상. 코로나19 사태로 인한 내수(특신, 필러) 매출 부진(253억원 -27.4% y-y)이 컨센서스 하회의 주요 원인. 다만 2월을 저점으로 특신 및 필러 시술에 대한 수요가 점진적으로 회복 중인 것으로 파악. 2Q까지 내수 역성장을 우려할 수준은 아닐 것. 중국 이외 지역으로 코로나가 확산 중인 것을 감안 수출은 2Q까지 부진할 가능성 존재. 특히 2019년 유럽형 필러 수출이 본격적으로 확대됨에 따라 2020년 또한 고성장세가 지속될 것으로 전망하였으나, 상반기 성장 둔화 불가피.

순조로운 중국 품목허가 진행: 3월말 기준, 휴젤의 중국 약품감독국 품목허가 대기순번은 2번(2019년 12월초 대기순번 10번). 코로나19 사태로 인해 중국 심사당국의 허가 진행이 다소 지연될 것을 우려하였으나, 대기순번이 줄어드는 속도를 감안, 절차는 정상 진행 중인 것으로 추정. 3Q경 품목허가 기대. 허가 후 발매 시, 판매는 중국 파트너사인 사환제약이 담당할 예정이나, 가격정책, 마케팅 등 주요 의사결정은 휴젤과 논의 후 이루어질 계획. 과거 경쟁사보다 1년 이상 후행하여 중국 허가시장에 진입할 것으로 예상되었으나, 현재 진입 격차는 1분기 이내로 축소. 기존 예상 대비 진입 초기 시장점유율 확대에 유리할 전망.

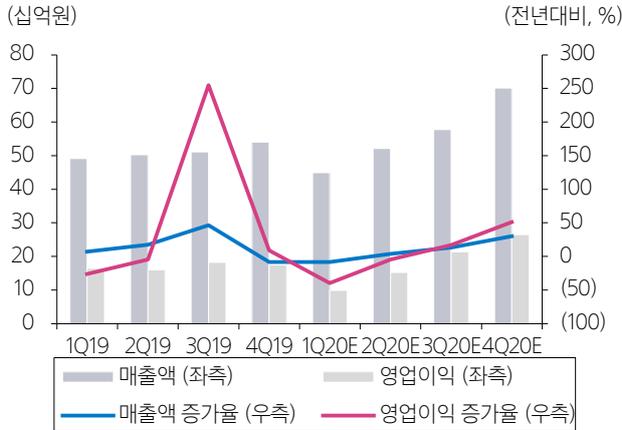
목표주가 유지: 코로나19 영향 감안, 1H20 매출은 전년대비 7.2% 역성장 추정. 다만, SOTP로 동사의 적정가치 산출 시, 50%를 구성하는 보툴렉스 파이프라인 가치(1.1조원)에 미치는 영향은 제한적. 목표주가 500,000원 유지. 중국 허가시점은 2Q 중 보다 구체화될 것으로 예상. 중국 허가 이외, 유럽 및 미국에서도 보툴렉스 품목허가를 위해 2Q20, 4Q20 BLA 제출 예정. 2020년부터 해외 빅마켓 진출 본격화 기대. BUY 투자의견 유지

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2018	2019E	2020E	2021E
매출액 (십억원)	182	205	223	260
영업이익 (십억원)	60	68	75	97
순이익 (십억원)	76	52	58	72
EPS (adj) (원)	16,030	11,454	12,734	16,300
EPS (adj) growth (%)	(17.3)	(28.5)	11.2	28.0
EBITDA margin (%)	37.1	37.0	37.6	41.0
ROE (%)	9.8	6.3	6.5	7.5
P/E (adj) (배)	21.0	29.4	26.5	20.7
P/B (배)	2.0	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA (배)	14.9	12.3	11.0	8.4
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

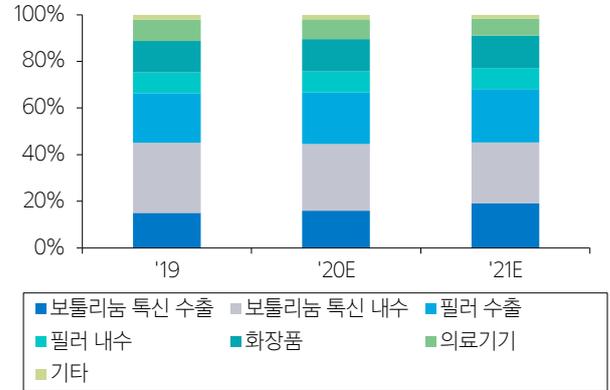
자료: 삼성증권 추정

분기 실적



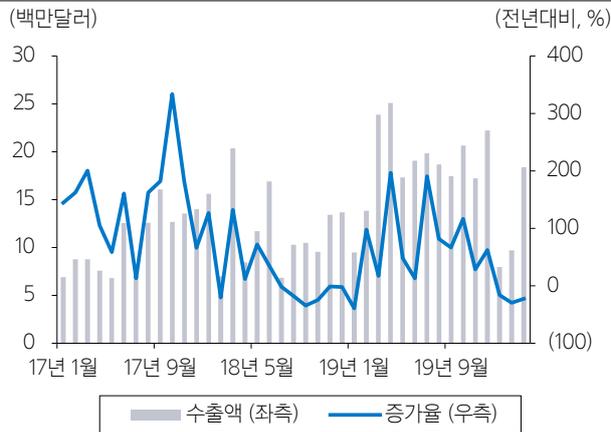
자료: 삼성증권 추정

부문별 매출액 추이



자료: 삼성증권

한국 월별 보틀리눔 특신 수출 데이터



자료: 관세청

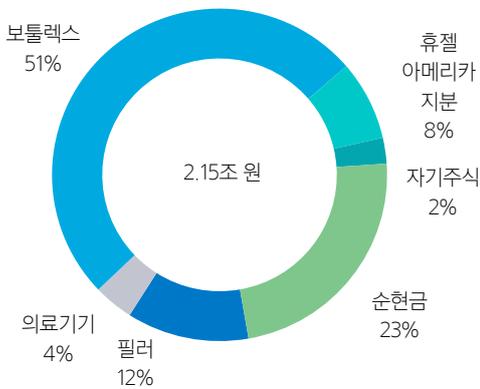
네이버 검색량 추이: 보톡스, 필러



참고: 주간 기준, 조회기간 내 최대 검색량=100

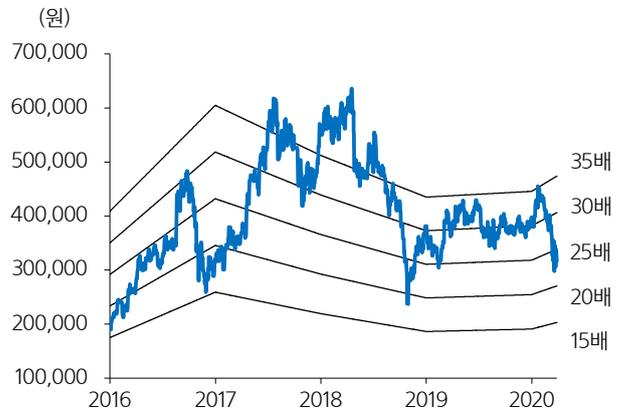
자료: 네이버 데이터랩

휴젤: 적정주가 breakdown



자료: 삼성증권 추정

Forward P/E



자료: Quantwise, 삼성증권

휴젤: 연결 실적 추정

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	49.1	50.3	51.1	54.0	42.4	49.8	58.9	71.9	204.6	223.0	259.6
보틀리눔 특신	20.3	23.1	23.7	25.1	18.2	23.7	26.5	30.8	92.2	99.2	116.5
국내	14.8	14.7	15.8	16.0	11.5	16.4	16.9	18.4	61.3	63.2	66.3
수출	5.4	8.4	7.9	9.1	6.7	7.3	9.6	12.4	30.9	36.0	50.2
필러	13.8	13.2	16.5	18.4	14.2	13.7	19.4	21.7	61.8	69.0	83.5
국내	4.9	3.3	4.9	5.3	3.8	5.0	5.4	6.0	18.4	20.2	23.2
수출	8.9	9.9	11.6	13.1	10.4	8.7	14.0	15.7	43.5	48.8	60.3
화장품	9.2	8.1	5.1	5.0	4.1	6.5	7.1	13.8	27.4	31.5	36.2
의료기기	4.6	4.7	4.9	4.6	4.6	4.7	4.9	4.6	18.9	18.9	18.9
기타	1.2	1.2	1.0	1.0	1.3	1.2	1.0	1.0	4.3	4.5	4.5
매출총이익	34.8	34.1	36.9	38.2	29.7	35.4	41.9	51.3	143.9	158.2	186.5
영업이익	16.4	16.0	18.2	17.5	10.2	14.4	22.4	28.1	68.1	75.1	96.5
세전이익	18.8	17.1	16.7	17.2	10.3	14.5	22.6	28.1	69.8	75.4	93.1
순이익	14.1	12.8	12.1	12.7	7.9	11.2	17.4	21.7	51.6	58.1	71.7
전년대비 (%)											
매출액	7.3	17.3	46.4	(8.1)	(13.6)	(0.9)	15.1	33.1	12.2	9.0	16.4
보틀리눔 특신	(27.0)	(5.6)	51.2	(2.3)	(10.3)	2.5	11.7	22.6	(1.5)	7.5	17.5
국내	25.3	22.4	32.8	(7.5)	(22.5)	11.6	7.0	14.9	15.6	3.0	5.0
수출	(65.8)	(32.5)	108.5	8.5	23.1	(13.4)	21.0	36.3	(23.9)	16.5	39.4
필러	10.3	9.8	54.9	40.3	3.2	3.9	17.5	18.0	28.1	11.6	21.1
국내	91.0	(7.8)	103.6	46.7	(22.8)	53.2	10.0	13.8	51.5	10.0	15.0
수출	(10.7)	17.1	40.6	37.9	17.7	(12.4)	20.6	19.7	20.3	12.2	23.7
화장품	436.2	191.3	1.5	(66.6)	(55.6)	(20.0)	39.9	176.3	11.8	15.0	15.0
의료기기	25.4	31.0	34.8	11.7	0.0	0.0	0.0	(0.0)	25.3	0.0	0.0
매출총이익	0.5	9.8	48.9	(6.8)	(14.6)	3.7	13.7	34.2	9.6	9.9	17.9
영업이익	(26.3)	(4.5)	254.9	9.1	(37.6)	(10.1)	23.1	60.6	13.2	10.3	28.4
세전이익	(31.6)	(15.5)	(44.2)	(21.1)	(45.4)	(15.3)	34.8	63.5	(29.9)	8.1	23.4
순이익	(34.0)	(19.7)	(49.5)	(12.4)	(43.8)	(13.0)	43.9	70.5	(31.8)	12.5	23.4
마진 (%)											
매출총이익률	70.8	67.9	72.1	70.7	70.0	71.1	71.2	71.3	70.4	71.0	71.9
영업이익률	33.4	31.8	35.6	32.4	24.2	28.8	38.1	39.1	33.3	33.7	37.2
세전이익률	38.2	34.0	32.7	31.8	24.2	29.1	38.3	39.1	34.1	33.8	35.9
순이익률	28.6	25.5	23.6	23.5	18.6	22.4	29.5	30.1	25.2	26.0	27.6

자료: 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
매출액	182	205	223	260	302
매출원가	51	61	65	73	83
매출총이익	131	144	158	187	219
(매출총이익률, %)	72.0	70.4	71.0	71.9	72.6
판매 및 일반관리비	71	76	83	90	98
영업이익	60	68	75	97	121
(영업이익률, %)	33.0	33.3	33.7	37.2	40.1
영업외손익	39	2	0	(3)	(4)
금융수익	19	17	10	7	6
금융비용	4	13	7	7	7
지분법손익	(0)	0	0	0	0
기타	25	(2)	(3)	(3)	(3)
세전이익	100	70	75	93	117
법인세	24	18	17	21	27
(법인세율, %)	24.0	26.0	23.0	23.0	23.0
계속사업이익	76	52	58	72	90
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	76	52	58	72	90
(순이익률, %)	41.5	25.2	26.0	27.6	29.8
지배주주순이익	70	49	56	69	87
비지배주주순이익	6	2	2	2	3
EBITDA	68	76	84	106	132
(EBITDA 이익률, %)	37.1	37.0	37.6	41.0	43.8
EPS (지배주주)	16,030	10,540	12,873	16,032	20,116
EPS (연결기준)	17,391	11,007	13,444	16,596	20,823
수정 EPS (원)*	16,030	11,454	12,734	16,300	20,364

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
영업활동에서의 현금흐름	66	49	56	66	84
당기순이익	76	52	58	72	90
현금유출입이없는 비용 및 수익	6	9	2	7	7
유형자산 감가상각비	6	6	8	9	10
무형자산 상각비	1	1	1	1	1
기타	(2)	1	(7)	(3)	(4)
영업활동 자산부채 변동	(10)	(12)	(4)	(12)	(13)
투자활동에서의 현금흐름	(32)	(27)	(42)	(44)	(44)
유형자산 증감	(9)	(8)	(22)	(23)	(24)
장단기금융자산의 증감	(17)	(16)	(16)	(16)	(16)
기타	(6)	(3)	(4)	(5)	(4)
재무활동에서의 현금흐름	(36)	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	18	0	0	0	0
자본금의 증가(감소)	(502)	0	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	449	0	0	0	0
현금증감	(2)	22	14	23	40
기초현금	31	29	51	66	88
기말현금	29	51	66	88	128
Gross cash flow	81	61	60	78	97
Free cash flow	57	41	34	43	59

참고: * 일회성 수익(비용) 제외

** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 휴젤, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
유동자산	685	720	740	780	837
현금 및 현금등가물	29	51	66	88	128
매출채권	55	64	67	77	88
재고자산	22	25	27	31	36
기타	579	580	581	583	585
비유동자산	233	280	336	401	478
투자자산	60	60	60	60	60
유형자산	61	65	74	84	95
무형자산	112	0	0	0	0
기타	0	154	202	257	322
자산총계	918	999	1,076	1,181	1,315
유동부채	23	26	30	36	43
매입채무	6	6	7	8	10
단기차입금	0	0	0	0	0
기타 유동부채	17	20	23	27	33
비유동부채	110	137	152	179	217
사채 및 장기차입금	83	83	83	83	83
기타 비유동부채	28	54	70	96	134
부채총계	133	163	182	215	259
지배주주지분	728	832	890	962	1,051
자본금	2	2	2	2	2
자본잉여금	5	5	5	5	5
이익잉여금	761	865	923	994	1,084
기타	(40)	(40)	(40)	(40)	(40)
비지배주주지분	57	4	4	4	4
자본총계	785	836	894	966	1,056
순부채	(505)	(526)	(540)	(563)	(603)

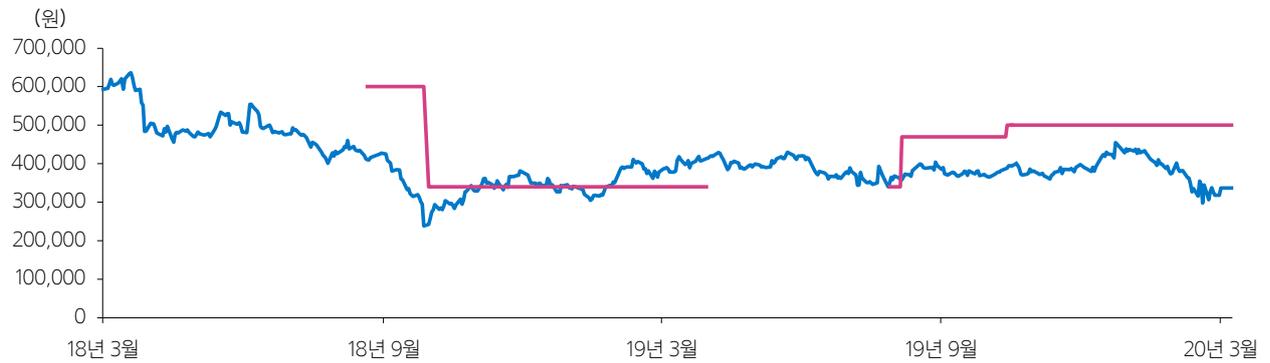
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
증감률 (%)					
매출액	0.2	12.1	9.0	16.4	16.3
영업이익	(40.9)	13.2	10.3	28.4	25.3
순이익	(7.0)	(31.8)	12.5	23.4	25.5
수정 EPS**	(17.3)	(28.5)	11.2	28.0	24.9
주당지표					
EPS (지배주주)	16,030	10,540	12,873	16,032	20,116
EPS (연결기준)	17,391	11,007	13,444	16,596	20,823
수정 EPS**	16,030	11,454	12,734	16,300	20,364
BPS	172,069	199,251	213,161	230,304	251,826
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	21.0	29.4	26.5	20.7	16.5
P/B***	2.0	1.7	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	14.9	12.3	11.0	8.4	6.5
비율					
ROE (%)	9.8	6.3	6.5	7.5	8.6
ROA (%)	8.7	5.4	5.6	6.4	7.2
ROIC (%)	21.9	14.6	18.1	19.2	19.9
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율 (%)	(64.3)	(62.9)	(60.4)	(58.3)	(57.1)
이자보상배율 (배)	18.1	20.1	22.2	28.5	35.7

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 3월 31일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 3월 31일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2018/9/19	10/29	2019/9/4	11/12
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	600,000	340,000	470,000	500,000
과리율 (평균)	(40.37)	3.26	(19.36)	
과리율 (최대/최소)	(28.70)	23.24	(14.00)	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

- BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
- SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하

산업

- OVERWEIGHT(비중확대)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2020년 3월 31일 기준

매수 (75%) | 중립 (25%) | 매도 (0%)

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권



삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpoc.com

삼성증권 지점 대표번호: 1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



MEMBER OF
**Dow Jones
Sustainability Indices**
In Collaboration with RobecoSAM