

# 휴젤 (145020)

제약/바이오



서미화

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

RA 이혜인

02 3770 5580  
hyein.lee@yuantakorea.com

투자의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>300,000원 (U)</b>
현재주가 (7/13)	<b>229,000원</b>
상승여력	<b>31%</b>

시가총액	28,592억원
총발행주식수	12,485,455주
60일 평균 거래대금	175억원
60일 평균 거래량	79,111주
52주 고	248,000원
52주 저	149,000원
외인지분율	77.05%
주요주주	Leguh Issuer Designated Activity Company 42.90%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(0.7)	23.2	26.6
상대	(5.6)	19.3	(5.2)
절대(달러환산)	(3.8)	20.9	32.5

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	2Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	648	34.2	1.5	640	1.2
영업이익	259	55.1	-12.0	238	8.8
세전계속사업이익	267	19.8	-1.2	258	3.5
지배순이익	190	32.4	2.2	167	14.0
영업이익률 (%)	40.0	+5.4 %pt	-6.2 %pt	37.2	+2.8 %pt
지배순이익률 (%)	29.4	-0.4 %pt	+0.2 %pt	26.1	+3.3 %pt

자료: 유안타증권

## 국내 안정적, 수출 확대 시점

### 투자 의견 BUY, 목표주가 30만원으로 상향

투자 의견 BUY, 목표주가 30만원으로 상향하였다. 유럽 및 미국 특신 허가에 대한 가능성이 높아진 것으로 판단하여 기존 보톨리눔톡신 가치를 9,220억원에서 1조 7,278억원으로 상향하였다. 질병관리청 특신 군주 점검결과 발표(6월 3일)로 불확실성이 해소되었고, 특신 허가 신청 결과 미국 PDUFA에 따른 품목허가 심사 기한이 22년 3월 31로 결정되며, 미국 허가에 대한 기대감도 높아진 상황이다. 미국에서는 휴젤아메리카를 통해 특신 판매 예정으로 높은 수준의 수익률이 예상된다. 유럽은 올해 하반기 허가가 기대된다.

### 미용 소비 시장의 구조적 변화

휴젤은 작년 11월 내수 특신제품의 할인폭을 낮추면서도 점유율을 꾸준히 유지하고 있다. 가격이 높더라도 문제가 없는 제품을 사용하려는 의사와 환자의 생각이 매출에도 반영되고 있다. 국내 점유율 1위를 유지하고 있으며, 태국 점유율 1위, 대만 점유율 10%(20년 기준) 등 주요 아시아지역에서 점유율이 꾸준히 증가하고 있다. 영국 중심의 유럽국가에서는 필러 수요가 증가하는 추세로 특신 허가가 완료되면 필러와의 판매 시너지 효과도 기대할 수 있다.

### 주요 해외 국가 진출 임박

중국은 20년 10월 21일 허가 후 올해 2월 4일 런칭되었으며, 약 1,500개 병의원 영업망이 확보되었다. 사환제약은 현지 유통채널 확대, 휴젤은 현지 학술 마케팅 강화를 통해 시장을 확대하고 있어 연간 200-250억원 매출 달성은 무난할 것으로 보인다. 사환제약은 3년내 다양한 에스테틱 포트폴리오를 구축하여 점유율을 넓혀나갈 계획이다. 유럽 지역에서의 특신판매 허가과정은 진행 중으로, GMP 실사를 거쳐 하반기 허가가 예상된다. 미국은 2022년 3월 31일 PDUFA date가 확정되었다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	2,046	2,110	2,788	3,497
영업이익	681	781	1,132	1,389
지배순이익	446	420	800	1,006
PER	36.1	47.2	35.7	28.4
PBR	2.2	2.6	3.6	3.1
EV/EBITDA	17.5	16.5	19.1	15.1
ROE	6.3	5.8	10.4	11.9

자료: 유안타증권

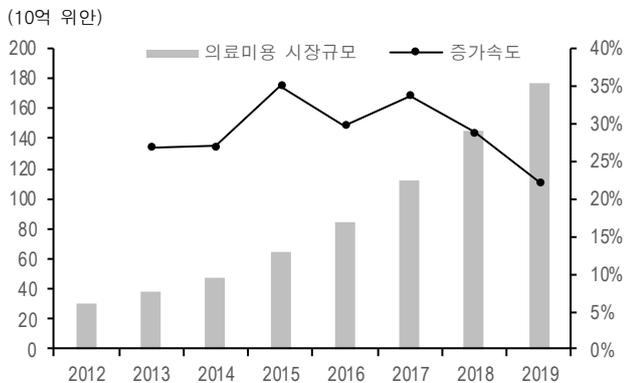
## 국내는 안정적, 중국이 중요해졌다

휴젤은 작년 11월 국내 백신의 할인을 폭을 낮추면서도 점유율을 꾸준히 유지하고 있다. 가격이 높더라도 문제가 없는 제품을 사용하려는 의사와 환자의 생각이 매출에도 반영되고 있다. 국내와 태국에서 점유율 1위를 유지하고 있으며, 대만에서는 4월 조인트벤처(휴젤 에스테틱 타이완)를 설립하는 등 주요 아시아지역에서 입지를 굳히고 있다. 유럽 지역의 백신 허가는 진행 중으로, GMP 실사가 진행된 후 하반기 허가가 예상된다. 영국을 중심으로 한 유럽국가에서는 필러 수요가 증가하는 추세로 백신 허가가 완료되면 판매 시너지 효과도 기대할 수 있다. 미국은 2022년 3월 31일 PDUFA date가 확정되었다. 올해부터는 미국 백신사업 관련 조직 구축 및 런칭 준비 등 선투자가 본격적으로 시작될 예정이다

휴젤은 작년 10월 중국에서 보툴리눔독소에 대한 판매허가를 획득하였고, 올해 2월 4일 레티보(보툴리눔독소 중국 제품명)를 런칭하였으며, 6월 기준 약 1,500개의 병의원 영업망 확보를 완료(올해 목표 3,000개 이상)하였다. 사환계약은 현지 유통채널 확대, 휴젤은 현지 학술 마케팅 강화를 통해 시장을 확대하고 있어 연간 200-250억원 매출 달성은 무난할 것으로 보인다. 사환계약은 3년내 다양한 에스테틱 포트폴리오를 구축하여 백신의 점유율을 높힐 계획을 가지고 있다.

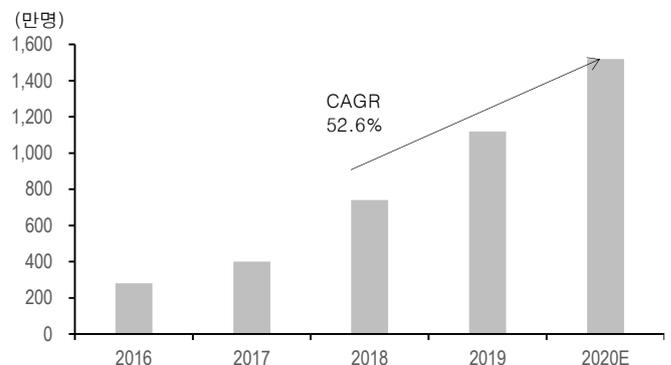
치엔잔왕에서 발표된 자료에 따르면 2019년 중국 의료미용 시장 규모는 1,769억 위안(약 31조 원)으로 2023년에는 3,115억 위안(약 55조원)에 이를 것으로 추정되고 있다. iiMedia Research에서는 2018년 740만명이던 중국 의료미용시장 고객 수 또한 2020년 1,520만명으로 증가할 것으로 추정하였다. 중국의 비수술 미용 시장은 증가하는 추세에 있는데 2019년 기준 1,191억 위안(20조원)으로 추정되며, 비수술주사의 비중은 57.04%로 가장 높았다. 비수술적 시술의 경우 간단하고 안전하다는 장점으로 수요가 점차 늘어나고 있다. 중국 소비자 연령별 의료 미용의 수요도 차이가 있는데 30-40대는 히알루론산주사, 20대는 안면지방흡입, 18세 전후는 보톡스 시술을 선호하는 것으로 나타난다. 전체 미용소비층은 20-25세에서 가장 높게 나타나고 있다.

[그림 1] 2012-2019년 중국 의료미용 산업 시장 규모



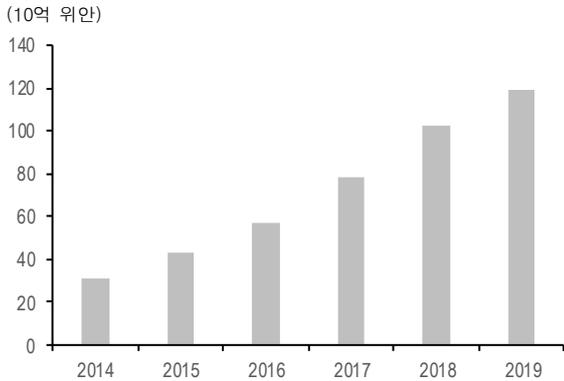
자료: 치엔잔왕, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 2016-2020년 중국 의료미용 시장 소비자 규모



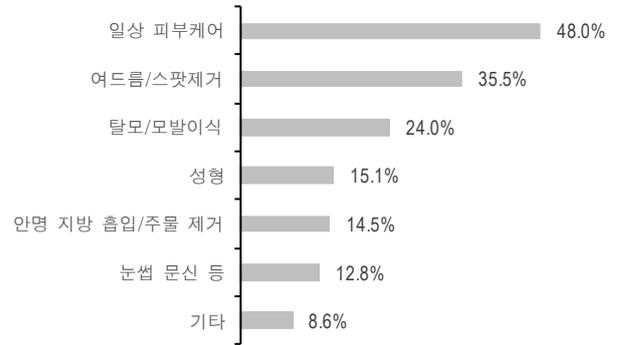
자료: iiMedia Research, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 2014-2019 중국 비수술적 미용 시장 규모



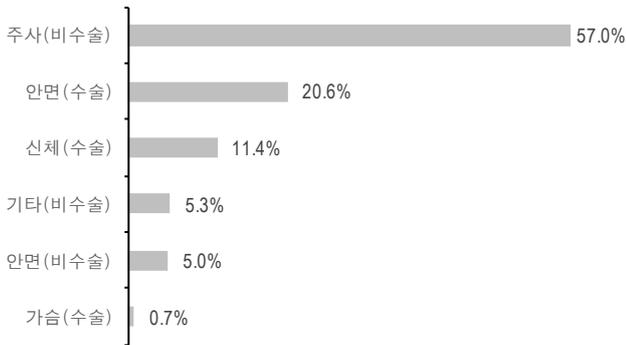
자료: 치엔잔왕, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 2020년 상반기 중국 소비자의 의료미용 수요



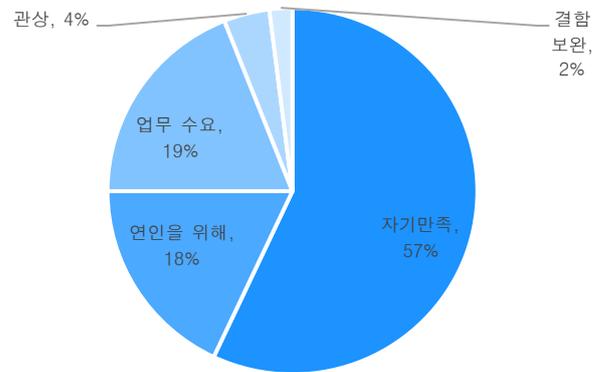
자료: iiMedia Research, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 2019년 중국 의료미용 소비 구조



자료: 치엔잔왕, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 2018년 중국 소비자 의료미용 소비 동기



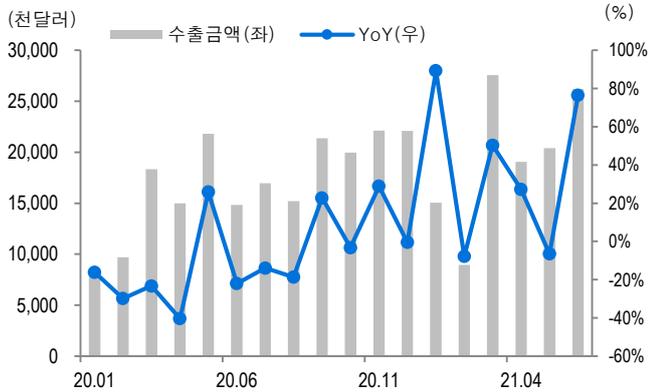
자료: 치엔잔왕, 유안타증권 리서치센터

[표 1] 사환제약이 연구개발 중인 주요 의료 미용 제품

제품명	중국내 경쟁 상황	개발 단계	허가 예상 시기
Composite collagen(Bio-fermented source)filler	적은 제품, 동물성	임상개시	2024
Plla filler 1.0	허가제품 없음	동물테스트	2023
Ellanse 2.0	허가제품 없음	동물테스트	2023
Lipolysis drugs for fat volume improvement	없음	임상개시	2023

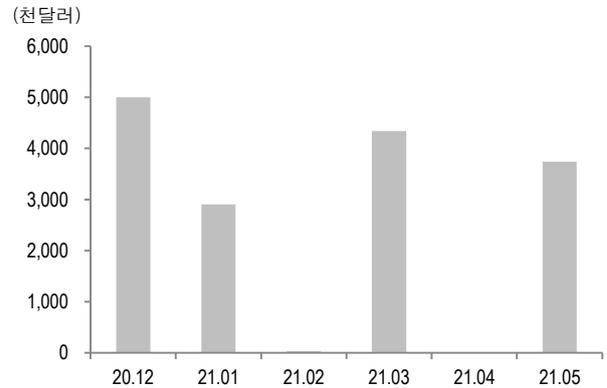
자료: 사환제약, 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 국내 보툴리눔톡신(추정) 수출액



자료: Trass, 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 춘천시에서 중국으로 수출된 보툴리눔톡신(추정)



자료: Trass, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 휴젤 실적 추이 및 전망

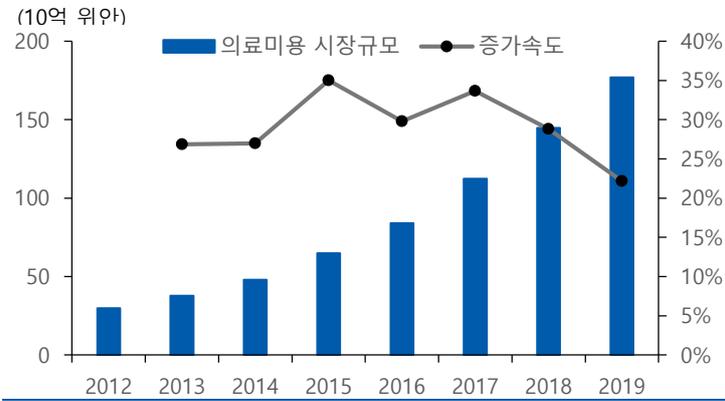
(단위: 억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
매출액	413	483	541	674	638	648	718	784	2,110	2,788	3,497
YoY	-16.0%	-3.9%	5.7%	24.8%	54.7%	34.2%	32.8%	16.3%	3.2%	32.1%	25.4%
보툴리눔톡신	180	267	282	367	373	376	427	471	1,095	1,647	2,245
YoY	-11.4%	15.3%	19.0%	46.1%	107.3%	41.0%	51.3%	28.5%	18.8%	50.4%	36.3%
HA 필러	144	135	179	220	181	188	210	227	678	807	902
YoY	4.4%	3.0%	8.5%	19.6%	26.0%	39.4%	17.6%	3.2%	9.7%	19.1%	11.8%
Medical device	52	44	36	45	44	45	36	46	176	172	175
YoY	11.0%	-5.4%	-27.5%	-2.6%	-13.7%	2.0%	2.0%	2.0%	-6.4%	-2.6%	2.0%
웰라주	31	32	38	34	32	33	39	35	136	140	144
YoY	-66.1%	-60.4%	-25.2%	-31.5%	3.9%	3.0%	3.0%	3.0%	-50.5%	3.2%	3.0%
영업이익	123	167	212	279	295	259	273	306	781	1,132	1,389
YoY	-25.1%	4.6%	16.2%	59.6%	139.3%	55.1%	29.0%	9.7%	14.6%	45.1%	22.7%
영업이익률	29.8%	34.6%	39.1%	41.3%	46.2%	40.0%	38.0%	39.0%	37.0%	40.6%	39.7%
세전순이익	93	223	204	173	270	267	281	315	693	1,134	1,428
YoY	-50.7%	30.3%	22.2%	1.4%	192.2%	19.8%	37.7%	81.5%	-0.6%	63.5%	26.0%
당기순이익	67	151	107	128	194	203	214	239	453	850	1,071
YoY	-52.4%	17.9%	-11.6%	13.3%	190.2%	34.3%	100.6%	86.3%	-9.9%	87.7%	26.0%

자료: 휴젤, 유안타증권 리서치센터

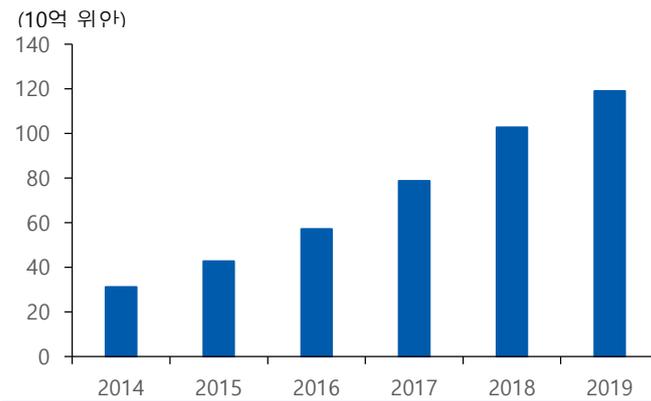
## Key Chart

2012-2019년 중국 의료미용 산업 시장 규모



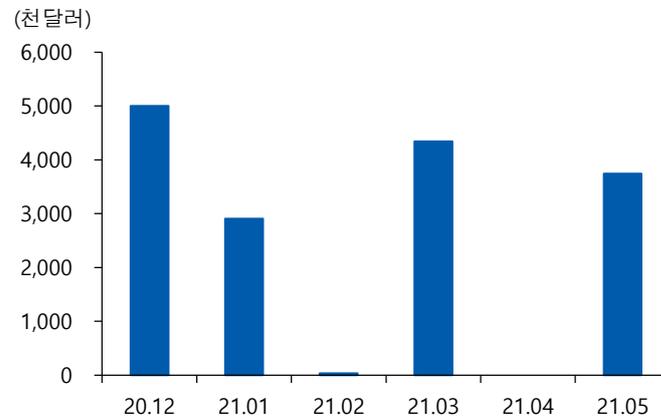
자료: 치엔진왕, 유안타증권 리서치센터

2014-2019년 중국 비수술적 미용 시장 규모



자료: 치엔진왕, 유안타증권 리서치센터

춘천시에서 중국으로 수출된 보툴리눔톡신(추정)



자료: Trass, 유안타증권 리서치센터

휴젤 (145020) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	2,046	2,110	2,788	3,497	4,481
매출원가	606	623	776	979	1,255
매출총이익	1,439	1,488	2,013	2,518	3,226
판매비	759	707	880	1,129	1,411
영업이익	681	781	1,132	1,389	1,815
EBITDA	776	888	1,268	1,545	1,997
영업외손익	16	-87	1	39	48
외환관련손익	-28	31	-15	4	4
이자손익	-8	3	6	10	19
관계기업관련손익	0	0	4	4	4
기타	52	-121	7	22	22
법인세비용차감전순이익	697	693	1,134	1,428	1,863
법인세비용	194	240	283	357	466
계속사업순이익	503	453	850	1,071	1,397
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	503	453	850	1,071	1,397
지배지분순이익	446	420	800	1,006	1,312
포괄순이익	470	489	927	1,148	1,474
지배지분포괄이익	401	473	909	1,137	1,460

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	770	743	901	1,188	1,758
당기순이익	503	453	850	1,071	1,397
감가상각비	79	86	103	125	153
외환손익	28	-34	16	-4	-4
중속, 관계기업관련손익	0	0	-4	-4	-4
자산부채의 증감	50	80	-292	-242	-25
기타현금흐름	110	159	227	242	240
투자활동 현금흐름	-10	-253	-612	-431	-431
투자자산	-9	129	3	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-123	-170	-333	-201	-201
유형자산 감소	2	4	0	0	0
기타현금흐름	120	-217	-283	-230	-230
재무활동 현금흐름	-903	-18	-73	-14	-14
단기차입금	2	-5	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-905	-14	-73	-14	-14
연결범위변동 등 기타	5	-1	-299	208	39
현금의 증감	-137	471	-83	951	1,352
기초 현금	290	153	624	541	1,492
기말 현금	153	624	541	1,492	2,843
NOPLAT	681	781	1,132	1,389	1,815
FCF	647	573	568	987	1,557

자료: 유안타증권

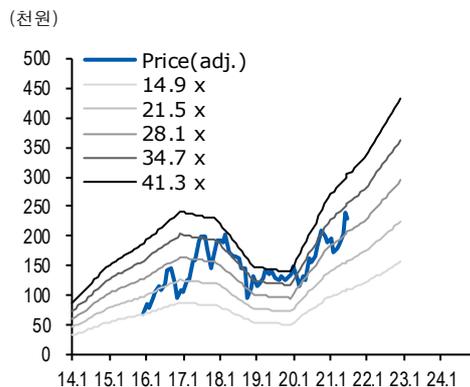
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	6,409	6,684	6,790	7,913	9,502
현금및현금성자산	153	624	541	1,491	2,843
매출채권 및 기타채권	383	308	381	477	610
재고자산	289	232	296	372	476
비유동자산	2,538	2,879	3,229	3,277	3,299
유형자산	698	769	1,002	1,078	1,126
관계기업 등 지분관련 자산	12	12	16	20	23
기타투자자산	482	361	352	352	352
자산총계	8,947	9,563	10,019	11,190	12,802
유동부채	376	438	408	425	725
매입채무 및 기타채무	180	157	143	159	460
단기차입금	2	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,129	1,185	1,217	1,217	1,217
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	864	901	910	910	910
부채총계	1,504	1,623	1,625	1,641	1,941
지배지분	6,995	7,467	7,883	8,966	10,277
자본금	22	64	63	63	63
자본잉여금	3,314	3,272	3,273	3,273	3,273
이익잉여금	7,683	8,085	8,495	9,501	10,812
비지배지분	448	474	511	583	583
자본총계	7,443	7,941	8,394	9,549	10,860
순차입금	-4,640	-5,010	-4,920	-5,871	-7,223
총차입금	1,067	1,124	1,139	1,139	1,139

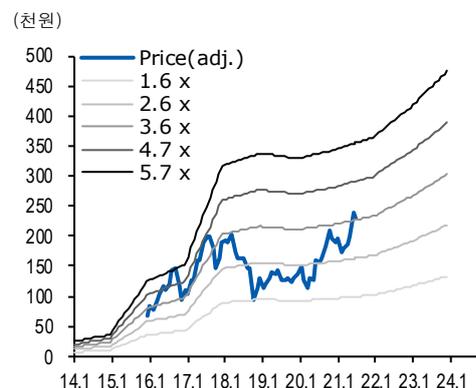
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	3,573	3,363	6,411	8,054	10,505
BPS	57,965	60,494	64,117	72,921	83,588
EBITDAPS	16,547	7,006	10,156	12,377	15,996
SPS	15,098	16,903	22,333	28,007	35,886
DPS	0	0	0	0	0
PER	36.1	47.2	35.7	28.4	21.8
PBR	2.2	2.6	3.6	3.1	2.7
EV/EBITDA	17.5	16.5	19.1	15.1	11.0
PSR	8.5	9.4	10.3	8.2	6.4

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	12.2	3.2	32.1	25.4	28.1
영업이익 증가율 (%)	13.1	14.6	45.1	22.7	30.6
지배순이익 증가율 (%)	-36.0	-5.9	90.6	25.6	30.4
매출총이익률 (%)	70.4	70.5	72.2	72.0	72.0
영업이익률 (%)	33.3	37.0	40.6	39.7	40.5
지배순이익률 (%)	21.8	19.9	28.7	28.8	29.3
EBITDA 마진 (%)	37.9	42.1	45.5	44.2	44.6
ROIC	20.9	20.6	29.8	32.4	41.3
ROA	4.9	4.5	8.2	9.5	10.9
ROE	6.3	5.8	10.4	11.9	13.6
부채비율 (%)	20.2	20.4	19.4	17.2	17.9
순차입금/자기자본 (%)	-66.3	-67.1	-62.4	-65.5	-70.3
영업이익/금융비용 (배)	19.1	21.3	30.7	37.5	49.0

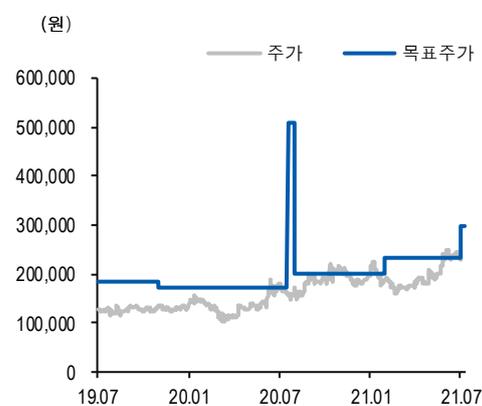
P/E band chart



P/B band chart



휴젤 (145020) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-07-14	BUY	300,000	1년		
2021-02-10	BUY	235,000	1년	-15.88	5.53
2020-08-12	BUY	200,000	1년	-4.21	13.25
2019-11-13	BUY	173,917	1년	-20.47	9.31
2019-05-13	BUY	184,147	1년	-29.09	-20.44

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)	0.0
Buy(매수)	94.3
Hold(중립)	5.7
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-07-11

※해의 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 투자사결정은 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.