

휴젤(145020)

고난의 행군

특신수출 급감과 매출채권 대손상각 등으로 earnings shock 시현
에이전시 개편으로 내년 특신수출 타격 예상
낮아진 실적 추정치를 반영하여 목표주가 39만원으로 29% 하향

Facts : 컨센서스를 대폭 하회한 실적 시현

휴젤의 3분기 영업이익은 51억원(-79% YoY, 영업이익률 15%)으로 컨센서스 203억원을 대폭 하회했다. 보틀리눅 특신(특신) 수출의 급감에 따른 매출액 감소(-16% YoY), 화장품 관련 비용(광고비 및 면세점향 수수료) 발생 등에 따른 판매비 급증(3Q17 87억원 vs. 3Q18 196억원)과 매출채권 대손상각비(60억원) 등이 주원인이다. 불법으로 유통되고 있는 특신을 중국에서 단속하기 시작하면서 회사의 특신 수출에 직접적 영향을 끼쳤다. 에이전시가 판매대금을 지불하지 못해 매출채권을 상각처리한 것도 이와 연관이 있는 것으로 사료된다. 한편 휴젤이 7.3%의 지분을 보유하고 있는 울릭스가 7월 18일 코스닥에 상장하면서 발생한 222억원의 관계기업투자처분이익으로 순이익은 239억원을 기록했다.

Pros & cons : 더 이상 대손상각은 없겠지만..

2분기(29억원)에 이어 3분기에도 대손상각비가 발생했다. 이에 따라 회사는 대금 지불이 빠르거나 현금으로 구매하는 우량한 에이전시 위주로 판매망을 재구축해 나가고 있어 향후 대손상각비가 재발할 가능성은 제한적이라 판단이다. 그러나 한편으로는 에이전시 축소에 따라 내년 특신수출이 위축될 가능성도 상존한다. 한편 올해 상반기 중국에서 임상 3상을 마친 휴젤은 연중에 중국 판매허가를 신청할 계획이다. 실시는 2020년경에 이루어질 것으로 보여져 내년 중국향 수출공백이 우려된다. 2017년 약 690억원이었던 것으로 추산되는 특신수출은 올해 396억원, 내년 314억원으로 각각 43%, 21% 감소할 것으로 예상된다. 이에 따라 2019년 휴젤의 영업이익과 순이익 추정치를 종전 대비 38%, 31% 하향한다.

Action : 내년 특신수출 타격을 최소화하는 것이 관건

매수의견을 유지하나 낮아진 실적 추정치를 반영하여 목표주가를 39만원으로 29% 하향한다. 내년 난항이 예상되는 특신수출의 타격을 향후 얼마나 최소화하느냐가 관건이다. 목표주가는 본업가치 5,390억원(2019년 이자수익차감후 순이익 367억원에 피어그룹 내 2019년 최저 PER 14.7배 적용), 파이프라인 가치 4,605억원과 2019년 순현금 6,600억원을 합산하여 산출했다.

하 회	부 합	상 회
-----	-----	-----

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 390,000원(하향)

Stock Data

KOSPI(10/25)	2,063
주가(10/25)	294,800
시가총액(십억원)	1,285
발행주식수(백만)	4
52주 최고/최저(원)	636,000/294,800
일평균거래대금(6개월, 백만원)	12,143
유동주식비율/외국인지분율(%)	50.3/54.0
주요주주(%)	Leguh Issuer Designated Activity Company 외 3 인 41.4

Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	28.7	17.6	24.2
PBR(x)	3.5	1.7	1.6
ROE(%)	15.4	10.0	6.7
DY(%)	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA(x)	17.6	10.6	10.0
EPS(원)	19,475	16,786	12,186
BPS(원)	161,836	172,951	188,136

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(29.1)	(46.6)	(37.3)
KOSDAQ 대비(%p)	(12.1)	(25.5)	(36.9)

주가추이



자료: WISEfn

진홍국

hg.jin@truefriend.com

〈표 1〉 분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	41.6	50.1	45.8	42.9	34.9	(18.6)	(16.0)	44
영업이익	23.7	25.1	22.3	16.7	5.1	(69.5)	(78.5)	20
영업이익률(%)	57.1	50.0	48.7	39.0	14.6	—	—	46.4
세전이익	24.5	26.4	27.5	20.3	30.0	48.0	22.6	23
순이익	17.2	18.7	19.4	14.6	22.8	56.0	32.5	16

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 실적 추정치 변경

(단위: 십억원, %)

	기존전망		수정전망		차이	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	176	191	171	169	(5.4)	(22.1)
영업이익	75	83	60	56	(14.7)	(26.9)
영업이익률	42.4	43.3	35.2	33.2		
순이익	66	72	73	53	6.7	(19.4)

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 휴젤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	44	46	42	50	46	43	35	47	182	171	169
YoY	95.3	49.2	26.7	32.6	3.5	(7.3)	(16.0)	(5.9)	46.6	(6.3)	(1.0)
보툴리눔 독신	25	29	28	27	28	24	16	14	110	82	74
HA 필터	16	13	10	18	13	12	11	21	56	56	55
기타	3	4	4	5	5	6	9	13	16	33	40
수출비중	64.1	58.0	66.2	67.5	56.7	49.3	34.7	21.9	64.4	40.7	38.3
국내비중	35.9	42.0	33.8	32.5	43.3	50.7	65.3	78.1	35.6	59.3	61.7
영업이익	26	27	24	25	22	17	5	16	102	60	56
YoY	194.0	67.0	32.3	24.1	(13.7)	(38.9)	(78.5)	(36.7)	61.1	(41.2)	(6.4)
OPM	58.4	59.2	57.1	50.0	48.7	39	14.6	33.6	56.0	35.2	33.2
당기순이익	18	19	17	19	19	15	22	17	73	73	53
YoY	232.4	59.6	37.0	38.1	6.0	(21.2)	27.1	(10.1)	68.3	(0.1)	(27.8)
NPM	41.4	40.2	41.4	37.4	42.4	34.2	62.7	35.7	40.0	42.7	31.1

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 휴젤 목표주가 산출

(단위: 십억원, 배, %)

본업가치	539
2019년 이자수익차감후 순이익	36.7
target PER	14.7
파이프라인 가치	461
미국	184
유럽	93
중국	183
2019F 순현금	660
Target value	1,659
목표주가(원)	385,148

자료: 한국투자증권

〈표 5〉 휴젤 peer group

(단위: 십억원)

		메디톡스	휴메딕스	휴온스	파마리서치	케어젠	평균	휴젤
Sales	2017	181	55	285	54	58		182
	2018F	205	63	324	75	71		171
	2019F	235	73	371	110	93		169
OP	2017	90	12	35	15	32		102
	2018F	91	10	46	27	41		60
	2019F	111	13	52	38	57		56
OPM(%)	2017	49.7	21.7	12.4	27.3	54.7		56.0
	2018F	44.4	15.9	14.3	36.3	58.6		35.1
	2019F	47.4	17.8	13.9	34.4	61.8		33.2
NP	2017	73	12	34	13	24		73
	2018F	71	8	38	25	37		73
	2019F	85	11	42	34	48		53
EPS growth(%)	2017	24.3	10.2	114.1	(6.9)	5.6	23.6	47.8
	2018F	(3.1)	(33.9)	(17.2)	86.8	50.9	8.4	(14.0)
	2019F	20.2	37.5	10.6	34.9	30.8	26.4	(27.9)
PER(X)	2017	35.0	33.4	16.1	43.0	37.9	33.1	28.7
	2018F	46.3	37.4	16.0	19.9	25.8	29.1	24.9
	2019F	38.5	27.2	14.5	14.7	19.7	22.9	34.5
PEG(x)	2017	1.4	3.3	0.1	(6.3)	6.8	1.1	0.6
	2018F	(14.8)	(1.1)	(0.9)	0.2	0.5	(3.2)	(1.8)
	2019F	1.9	0.7	1.4	0.4	0.6	1.0	(1.2)
PBR(x)	2017	10.7	3.2	4.4	3.0	3.4	4.9	3.5
	2018F	10.7	2.4	3.9	NA	NA	5.7	2.4
	2019F	8.6	2.3	3.2	NA	NA	4.7	2.2
EV/EBITDA(x)	2017	28.2	24.7	14.3	34.7	27.6	25.9	17.6
	2018F	32.7	21.8	10.5	NA	NA	21.6	18.3
	2019F	26.7	18.0	8.8	NA	NA	17.8	18.3

주: 10월 25일 종가기준

자료: Dataguide, 한국투자증권

〈표 6〉 휴젤 보툴렉스 사업가치

	2016	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
미국 미용 보톡스 시장 (백만달러)	863	958	1,054	1,149	1,240	1,327	1,407	1,490	1,576	1,666	1,759	1,856
YoY(%)	12.7	11.0	10.0	9.0	8.0	7.0	6.0	5.9	5.8	5.7	5.6	5.5
유럽 미용 보톡스 시장(백만달러)	314	345	369	395	423	452	482	514	547	582	619	657
YoY(%)	9.0	10.0	7.0	7.0	7.0	6.8	6.7	6.6	6.5	6.4	6.3	6.2
중국 미용 보톡스 시장(백만달러)	191	216	250	295	354	436	540	664	804	949	1,100	1,246
YoY(%)		13.0	16.0	18.0	20.0	23.0	24.0	23.0	21.0	18.0	16.0	13.2
a) 보툴렉스 매출(백만달러)						3	10	32	74	120	156	192
경쟁사 대비 가격(%)						60	60	60	60	60	60	60
보툴렉스 미국 매출(백만달러)								9	28	50	63	78
보툴렉스 미국 MS(%)								1.0	3.0	5.0	6.0	7.0
보툴렉스 유럽 매출(백만달러)								3	16	24	33	39
보툴렉스 유럽 MS(%)								1.0	5.0	7.0	9.0	10.0
보툴렉스 중국 매출(백만달러)						3	10	20	29	46	59	75
보툴렉스 중국 MS(%)						1.0	3.0	5.0	6.0	8.0	9.0	10.0
b) 휴젤의 보툴렉스 매출(백만달러) a)*60%(공급가격)						2	6	19	44	72	94	115
보툴렉스 미국							-	5	17	30	38	47
보툴렉스 유럽							-	2	10	15	20	24
보툴렉스 중국						2	6	12	17	27	36	45
c) 보툴렉스 영업이익(백만달러) OPM 50%						1	5	15	35	58	75	92
보툴렉스 미국								4	14	24	30	37
보툴렉스 유럽							-	1	8	12	16	19
보툴렉스 중국						1	5	10	14	22	29	36
d) NOPAT(백만달러) c)*(1-t), t=23%						1	4	12	27	44	58	71
보툴렉스 미국								3	10	18	23	29
보툴렉스 유럽							-	1	6	9	12	15
보툴렉스 중국						1	4	7	11	17	22	28
e) NPV of NOPAT(백만달러) WACC 8%						1	3	8	17	26	31	35
보툴렉스 미국								2	7	11	13	14
보툴렉스 유럽							-	1	4	5	7	7
보툴렉스 중국						1	3	5	7	10	12	14
f) NPV of NOPAT(십억원) 1,100 원/달러						1	3	9	19	28	34	39
보툴렉스 미국								2	7	12	14	16
보툴렉스 유럽								1	4	6	7	8
보툴렉스 중국						1	3	5	7	11	13	15
g) NPV of forecasts(십억원)		132										
보툴렉스 미국		51										
보툴렉스 유럽		26										
보툴렉스 중국		55										
h) NPV of terminal value(십억원) terminal growth 2%		328										
보툴렉스 미국		133										
보툴렉스 유럽		67										
보툴렉스 중국		128										
i) NPV of 보툴렉스 (십억원) g)+h)		461										
보툴렉스 미국		184										
보툴렉스 유럽		93										
보툴렉스 중국		183										

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

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

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	151	679	733	798	868
현금성자산	65	31	93	162	227
매출채권및기타채권	32	66	56	53	57
재고자산	14	16	14	13	14
비유동자산	143	142	140	138	82
투자자산	17	19	18	17	22
유형자산	59	59	57	55	54
무형자산	64	64	64	64	9
자산총계	294	821	873	936	950
유동부채	20	23	21	21	22
매입채무및기타채무	8	11	8	8	9
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	0	80	76	72	68
사채	0	80	76	72	68
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	20	103	97	93	90
지배주주지분	253	696	752	819	860
자본금	2	2	2	2	2
자본잉여금	145	507	507	507	507
기타자본	0	8	(9)	5	(13)
이익잉여금	106	179	252	304	364
비지배주주지분	21	22	23	24	0
자본총계	274	718	775	843	860

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	45	64	101	79	75
당기순이익	51	81	80	57	65
유형자산감가상각비	4	6	7	7	7
무형자산상각비	1	1	1	1	0
자산부채변동	(24)	(31)	11	4	(4)
기타	13	7	2	9	7
투자활동현금흐름	(54)	(555)	(35)	(6)	(6)
유형자산투자	(16)	(6)	(5)	(6)	(6)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(37)	(549)	1	0	(5)
무형자산순증	(0)	(1)	(1)	(1)	55
기타	(1)	1	(30)	1	(50)
재무활동현금흐름	3	458	(4)	(4)	(4)
자본의증가	10	358	0	0	0
차입금의순증	(1)	100	(4)	(4)	(4)
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	(6)	(0)	(0)	0	0
기타현금흐름	0	(0)	0	0	0
현금의증가	(6)	(34)	62	69	65

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

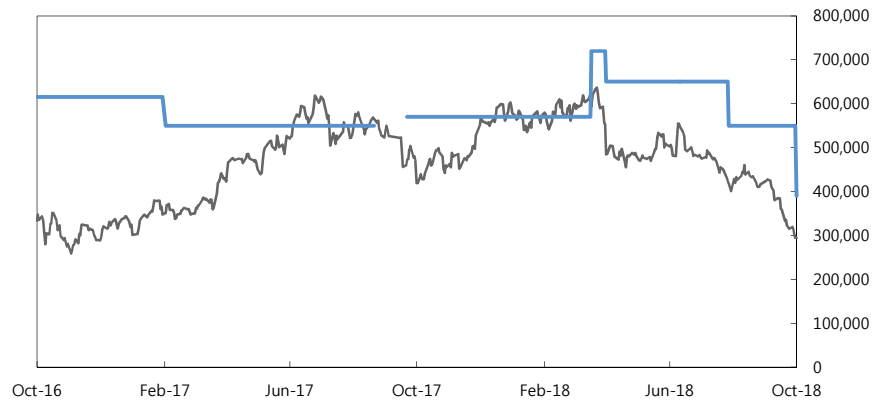
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	124	182	171	169	191
매출원가	30	40	46	44	50
매출총이익	94	142	124	125	141
판매관리비	31	40	64	69	75
영업이익	63	102	60	56	66
금융수익	2	6	14	13	15
이자수익	1	5	12	13	15
금융비용	1	2	3	3	2
이자비용	0	1	3	3	2
기타영업외손익	1	(0)	30	6	4
관계기업관련손익	(1)	(2)	0	0	0
세전계속사업이익	64	104	101	73	82
법인세비용	13	22	21	15	17
연결당기순이익	51	81	80	57	65
지배주주지분순이익	43	73	73	53	59
기타포괄이익	0	(0)	0	0	0
총포괄이익	51	81	80	57	65
지배주주지분포괄이익	43	73	73	53	59
EBITDA	68	109	68	65	73

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	13,177	19,475	16,786	12,186	13,754
BPS	79,022	161,836	172,951	188,136	197,681
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	90.9	46.6	(6.3)	(1.0)	13.2
영업이익증가율	256.2	61.1	(41.3)	(6.3)	17.7
순이익증가율	27.5	68.3	(0.1)	(27.8)	12.9
EPS증가율	(1.4)	47.8	(13.8)	(27.4)	12.9
EBITDA증가율	252.6	59.7	(37.1)	(5.5)	13.6
수익성(%)					
영업이익률	50.9	56.0	35.1	33.2	34.5
순이익률	34.8	40.0	42.7	31.1	31.0
EBITDA Margin	54.8	59.7	40.1	38.3	38.4
ROA	19.3	14.6	9.4	6.4	6.9
ROE	18.8	15.4	10.0	6.7	7.1
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	(104)	(516)	(587)	(660)	(729)
차입금/자본총계비율(%)	0.1	11.1	9.7	8.5	7.9
Valuation(X)					
PER	24.4	28.7	17.6	24.2	21.4
PBR	4.1	3.5	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	14.2	17.6	10.5	10.0	7.6

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
휴젤(145020)	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	-16.5	-11.7
	2018.04.26	매수	650,000원	-24.9	-14.7
	2018.08.22	매수	550,000원	-28.0	-16.3
	2018.10.26	매수	390,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 10월 26일 현재 휴젤 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 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 (2018.9.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0.0%

※ 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 높이 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.