

# 휴젤(145020)

하 회    **부 합**    상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

## 2분기부터는 이익개선을 기대해 본다

컨센서스에 부합한 영업이익 시현  
 특신수출은 부진했지만 화장품은 채널확대 중  
 2분기부터 나타날 이익개선으로 매수의견과 목표주가 유지

## 매수(유지)

목표주가: 490,000원(유지)

### Facts : 컨센서스에 부합한 영업이익 시현

1분기 영업이익은 164억원(-26% YoY, 영업이익률 33%)으로 컨센서스 161억에 부합했다. 국내 특신매출은 점유율 확대 등으로 전년대비 25% 증가했으나 특신수출은 67% 감소했다. 1분기 국내 특신수출은 3.4% 증가(미국향 수출 제외 기준)했으나 이는 대부분 국내 중간상인의 재고소진으로 충당된 것으로 추정한다. 또한 지난 3분기부터 일부 수출 에이전시를 정리하면서 수출회복에 대한 수혜를 제대로 누리지 못했던 것도 부진한 특신수출의 원인이었던 것으로 분석된다. 한편 화장품 사업부문(웰라쥬)의 약진이 눈에 띈다. 전년 4분기부터 150억원의 본격적 매출이 발생하기 시작한 화장품 사업은 1분기에도 92억원의 매출을 기록하며 전사매출의 볼륨확대에 기여했다. 판매채널도 상대적으로 수익성 높은 수출도매, H&B채널로 확대되어 해당 사업부문의 수익성도 소폭 개선된 것으로 추정된다.

### Stock Data

KOSPI(5/10)	2,108
주가(5/10)	412,000
시가총액(십억원)	1,796
발행주식수(백만)	4
52주 최고/최저(원)	554,500/238,100
일평균거래대금(6개월, 백만원)	8,442
유동주식비율/외국인지분율(%)	46.9/54.0
주요주주(%)	Legu Issuer Designated Activity Company 외 3 인 41.4
	Wellington Management Hong Kong Limited 외 2 인 5.0

### Valuation 지표

	2018A	2019F	2020F
PER(x)	21.8	29.0	25.8
PBR(x)	2.2	2.1	1.9
ROE(%)	9.8	7.7	7.7
DY(%)	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA(x)	17.3	15.0	12.2
EPS(원)	17,481	14,196	15,961
BPS(원)	176,790	197,415	216,029

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	0.7	35.6	(14.6)
KOSDAQ 대비(%p)	5.7	30.4	0.9

### 주가추이



### Pros & cons : 특신수출은 부진했지만 화장품은 채널확대 중

1분기 무역통계진흥원 특신수출이 회복했음에도 휴젤의 특신 해외매출은 감소했다는 점은 아쉽다. 그러나 우리의 추정에 따르면 중간상인의 재고는 모두 소진된 것으로 예상되어 2분기부터는 특신 해외매출이 본격적 증가세에 돌입할 전망이다. 한편 화장품 매출이 의미 있는 수준으로 올라온 가운데, 유통채널을 수익성 낮은 면세점 외에도 새로운 채널로 확대되고 있다는 점은 긍정적이다. 화장품 사업부문이 전사 매출볼륨뿐 아니라 이익증가에도 기여할 수 있을 것이기 때문이다.

### Action : 2분기부터 나타날 이익개선으로 매수의견과 목표주가 유지

1분기까지 부진했던 영업이익은 2분기부터 다시 증가세로 전환될 것으로 예상되는 바 매수의견과 SOTP로 산출한 목표주가 49만원을 유지한다. 목표주가는 2019년 이자 손익차감후 순이익 460억원에 기존 목표 PER 19.7배를 적용하고 파이프라인 가치 6,770억원과 2019년 순현금 5,680억원을 합산하여 산출했다. 휴젤은 경쟁사 대비 valuation이 낮으나 중국, 미국 등의 진출이 보다 가시화될 경우 valuation도 re-rating될 전망이다. 회사는 순이익의 15~20% 규모의 현금배당 혹은 자사주 매입 등 주주친화정책을 시행할 계획을 밝혔으며 이는 주주가치 제고로 이어질 수 있어 긍정적이다

진흥국

hg.jin@truefriend.com

<표 1> 1분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	45.8	42.9	34.9	58.8	49.1	(16.5)	7.2	46.3
영업이익	22.3	16.7	5.1	16.0	16.4	2.5	(26.5)	16.1
영업이익률(%)	48.7	38.9	14.6	27.2	33.4			34.8
세전이익	27.5	20.3	30.0	21.8	18.9	(13.3)	(31.3)	16.7
순이익	19.4	14.6	22.8	12.9	13.2	2.3	(32.0)	13.5

자료: 한국투자증권

<표 2> 휴젤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>46</b>	<b>43</b>	<b>35</b>	<b>59</b>	<b>49</b>	<b>51</b>	<b>50</b>	<b>62</b>	<b>182</b>	<b>211</b>	<b>229</b>
YoY	3.5	(7.1)	(16.0)	17.4	7.3	18.6	42.3	4.6	0.2	15.8	8.6
보틀리눔 특신	28	24	16	26	20	27	24	31	94	103	110
HA 필터	13	12	11	13	14	13	12	14	48	53	56
화장품	2	3	5	15	9	6	8	12	24	35	42
기타	4	4	4	5	6	5	5	5	15	20	23
수출비중	56.7	49.2	34.6	31.1	29.1	44.1	43.2	37.7	42.4	38.5	38.2
국내비중	43.3	50.8	65.4	68.9	70.9	55.9	56.8	62.3	57.6	61.5	61.8
<b>영업이익</b>	<b>22</b>	<b>17</b>	<b>5</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>20</b>	<b>14</b>	<b>24</b>	<b>60</b>	<b>74</b>	<b>83</b>
YoY	(13.7)	(38.8)	(78.4)	(36.0)	(26.3)	18.3	176.8	48.8	(40.9)	23.4	12.3
영업이익률	48.7	39.0	14.7	27.3	33.4	38.9	28.6	38.8	33.0	35.2	36.4
<b>당기순이익</b>	<b>19</b>	<b>15</b>	<b>23</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>16</b>	<b>12</b>	<b>19</b>	<b>70</b>	<b>59</b>	<b>66</b>
YoY	6.0	(21.2)	32.4	(31.1)	(32.7)	6.8	(48.5)	45.9	(4.2)	(15.0)	12.0
순이익률	42.4	34.1	65.2	22.0	26.6	30.7	23.6	30.6	38.2	28.1	28.9

주: 당기순이익=지배주주순이익

자료: 한국투자증권

<표 3> 휴젤 목표주가 산출

(단위: 십억원, 배, %)

<b>본업가치</b>	<b>906</b>
2019년 이자손익차감후 순이익	46
목표 PER	19.7
<b>파이프라인 가치</b>	<b>677</b>
미국	261
유럽	130
중국	286
2019F 순현금	568
<b>Target value</b>	<b>2,151</b>
<b>목표주가(원)</b>	<b>493,452</b>

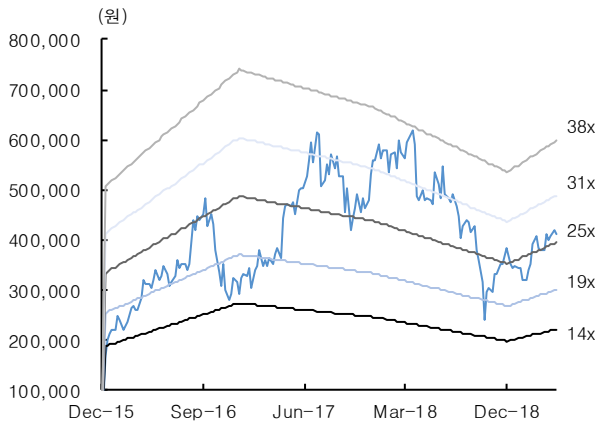
자료: 한국투자증권

<표 4> 휴젤 보틀렉스 사업가치

	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
미국 미용 보틀렉스 시장(백만달러)	863	958	1,073	1,191	1,322	1,454	1,599	1,743	1,900	2,071	16,571	115,998
YoY(%)	13	11	12	11	11	10	10	9	9	9	7	6
유럽 미용 보틀렉스 시장(백만달러)	314	345	387	429	472	519	566	617	666	720	5,759	40,310
YoY(%)	9	10	12	11	10	10	9	9	8	8	7	6
중국 미용 보틀렉스 시장(백만달러)	191	216	250	295	354	436	540	664	804	949	1,100	1,246
YoY(%)		13	16	18	20	23	24	23	21	18	16	13
a) 보틀렉스 매출(백만달러)						3	10	38	98	161	207	252
경쟁사 대비 가격(%)						60	60	60	60	60	60	60
보틀렉스 미국 매출(백만달러)								10	34	62	80	99
보틀렉스 미국 MS(%)								1	3	5	6	7
보틀렉스 유럽 매출(백만달러)								4	20	30	42	49
보틀렉스 유럽 MS(%)								1	5	7	9	10
보틀렉스 중국 매출(백만달러)						3	10	24	43	68	86	105
보틀렉스 중국 MS(%)						1	3	6	9	12	13	14
b) 휴젤의 보틀렉스 매출(백만달러) a)*60%(공급가격)						1	5	19	49	80	104	126
보틀렉스 미국								5	17	31	40	49
보틀렉스 유럽								2	10	15	21	24
보틀렉스 중국						1	5	12	22	34	43	52
c) 보틀렉스 영업이익(백만달러) 영업이익률 80%						1	4	16	41	68	88	107
보틀렉스 미국								4	15	26	34	42
보틀렉스 유럽								2	8	13	18	21
보틀렉스 중국						1	4	10	18	29	36	44
d) NOPAT(백만달러) c)*(1-t), t=23%						1	3	13	33	55	70	86
보틀렉스 미국								4	12	21	27	34
보틀렉스 유럽								1	7	10	14	17
보틀렉스 중국						1	3	8	15	23	29	36
e) NPV of NOPAT(백만달러) WACC 8%						1	3	9	22	34	41	46
보틀렉스 미국								3	8	13	16	18
보틀렉스 유럽							-	1	5	6	8	9
보틀렉스 중국						1	3	6	10	14	17	19
f) NPV of NOPAT(십억원) 1,100원/달러						1	3	10	24	37	45	51
보틀렉스 미국								3	9	14	17	20
보틀렉스 유럽								1	5	7	9	10
보틀렉스 중국						1	3	6	11	16	19	21
g) NPV of forecasts(십억원)		171										
보틀렉스 미국		63										
보틀렉스 유럽		32										
보틀렉스 중국		76										
h) NPV of terminal value(십억원) terminal growth 2%		506										
보틀렉스 미국		198										
보틀렉스 유럽		98										
보틀렉스 중국		210										
i) NPV of 보틀렉스(십억원) g)+h)		677										
보틀렉스 미국		261										
보틀렉스 유럽		130										
보틀렉스 중국		286										

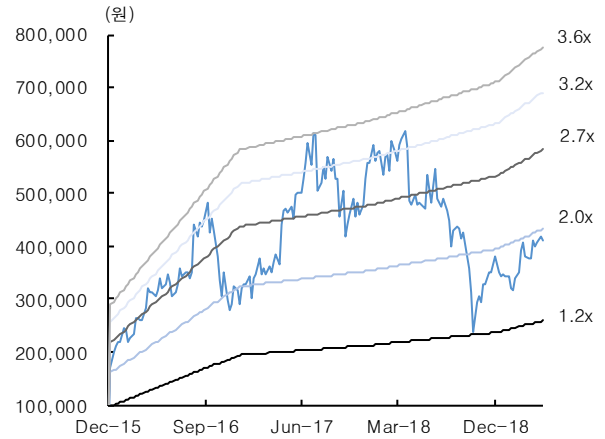
자료: 한국투자증권

[그림 1] 12MF PER band



자료: 한국투자증권

[그림 2] 12MF PBR band



자료: 한국투자증권

**기업개요 및 용어해설**

휴젤은 2001년에 설립해 보툴리눔 독신을 활용한 바이오의약품을 연구개발 및 제조하는 기업임. 2018년 매출액 중 52%가 보툴리눔 독신, 27%가 HA필러, 13%가 화장품으로 이루어져 있음. 2016년 수출 및 내수는 각각 42%, 58%로 구성돼 있음. 현재 보툴 렉스는 26개국에서, 필러는 5개 국가에서 판매되고 있음.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	679	685	733	795	866
현금성자산	31	29	74	134	172
매출채권및기타채권	66	56	61	63	65
재고자산	16	22	24	25	25
비유동자산	142	233	247	202	203
투자자산	19	60	70	91	106
유형자산	59	61	60	58	59
무형자산	64	112	129	85	85
자산총계	821	918	980	998	1,068
유동부채	23	23	24	24	24
매입채무및기타채무	11	14	7	9	10
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	80	110	80	75	71
사채	80	83	79	75	71
장기차입금및금융부채	0	14	0	0	0
부채총계	103	133	103	99	96
지배주주지분	696	728	818	899	973
자본금	2	2	2	2	2
자본잉여금	507	5	5	5	5
기타자본	8	(38)	(8)	7	5
이익잉여금	179	761	820	886	962
비지배주주지분	22	57	60	0	0
자본총계	718	785	878	899	973

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	64	66	71	81	83
당기순이익	81	76	64	72	78
유형자산감가상각비	6	6	7	7	5
무형자산상각비	1	1	2	1	1
자산부채변동	(31)	(10)	(15)	(2)	(2)
기타	7	(7)	13	3	1
투자활동현금흐름	(555)	(32)	(8)	(6)	(37)
유형자산투자	(6)	(9)	(6)	(6)	(6)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(549)	(15)	(10)	(21)	(15)
무형자산순증	(1)	(8)	(18)	43	(1)
기타	1	0	26	(22)	(15)
재무활동현금흐름	458	(36)	(18)	(16)	(8)
자본의증가	358	6	0	0	0
차입금의순증	100	0	(19)	(4)	(4)
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	(42)	1	(12)	(4)
기타현금흐름	(0)	(0)	0	0	0
현금의증가	(34)	(2)	45	60	38

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	182	182	211	229	248
매출원가	40	51	57	59	67
매출총이익	142	131	154	170	181
판매관리비	40	71	80	87	94
영업이익	102	60	74	83	88
금융수익	6	19	10	12	13
이자수익	5	8	10	12	13
금융비용	2	4	3	3	3
이자비용	1	3	3	3	3
기타영업외손익	(0)	25	4	4	8
관계기업관련손익	(2)	(0)	0	0	0
세전계속사업이익	104	100	85	96	106
법인세비용	22	24	21	24	27
연결당기순이익	81	76	64	72	78
지배주주지분순이익	73	70	59	66	76
기타포괄이익	(0)	(3)	0	0	0
총포괄이익	81	73	64	72	78
지배주주지분포괄이익	73	68	59	66	76
EBITDA	109	68	83	92	94

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	19,475	17,481	14,196	15,961	18,250
BPS	161,836	176,790	197,415	216,029	233,071
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	46.6	0.2	15.8	8.6	8.1
영업이익증가율	61.1	(40.9)	23.4	12.3	5.0
순이익증가율	68.3	(4.2)	(15.0)	12.0	14.3
EPS증가율	47.8	(10.2)	(18.8)	12.4	14.3
EBITDA증가율	59.7	(37.7)	23.0	10.2	2.6
수익성(%)					
영업이익률	56.0	33.0	35.2	36.4	35.3
순이익률	40.0	38.2	28.1	28.9	30.6
EBITDA Margin	59.7	37.1	39.4	40.0	37.9
ROA	14.6	8.7	6.7	7.3	7.6
ROE	15.4	9.8	7.7	7.7	8.1
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)	(516)	(505)	(568)	(632)	(703)
차입금/자본총계비율(%)	11.1	12.4	9.0	8.3	7.3
Valuation(X)					
PER	28.7	21.8	29.0	25.8	22.6
PBR	3.5	2.2	2.1	1.9	1.8
EV/EBITDA	17.6	17.3	15.0	12.2	11.2

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
휴젤 (145020)	2017.02.27	매수	550,000원	-11.3	12.3
	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	-12.8	5.4
	2019.03.28	매수	490,000원	-	-



#### ■ Compliance notice

- 당사는 2019년 5월 12일 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 (2019. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.7%	20.3%	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.