

Issue & News

휴젤 (145020)

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

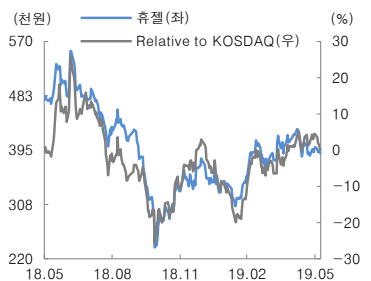
투자 의견 **BUY**
매수, 유지
6개월 목표주가 **520,000** 유지
현재주가 **392,000**
(19.06.10)

제약업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Sky Blue

KOSDAQ	721.14
시가총액	1,708십억원
시가총액비중	0.71%
자본금(보통주)	2십억원
52주 최고/최저	554,500원 / 238,100원
120일 평균거래대금	74억원
외국인지분율	54.22%
주요주주	Leguh Issuer Designated Activity Company 외 3인 41.42% Wellington Management Hong Kong Limited 외 2인 5.02%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.9	0.0	13.8	-16.5
상대수익률	-4.7	2.1	5.8	1.7



다양한 매력, 편안한 투자

투자 의견 매수, 목표주가 520,000원 유지

- 목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 영업가치는 12mF 순이익 609억원에 Target PER 23배(바이오뷰티 Peer 그룹 평균) 적용. 파이프라인의 가치는 보툴렉스 rNPV인 3,671억원을 적용

다양한 매력, 편안한 투자

- 휴젤의 투자포인트는
 - 1)대만항 수출 개시(2Q19), 중국 허가(1Q20)로 보툴렉스 수출국 다변화
 - 2)화장품 웰라주 중국 위생허가(3Q19)로 채널다변화 기대
 - 3)주주친화정책(순이익의 15~20% 이상 자사주 매입/배당 예정) 강화
 - 4)올릭스의 비대흉터치료제(OLX101, RNA치료제)의 아시아 판권 보유, 연내 국내 2상 종료 기대 등

하반기로 갈수록 높아지는 실적 매력

- 2Q19 연결 매출액 523억원(YoY+22.0%),영업이익 193억원(YoY+15.6%, OPM 36.9%), 순이익 164억원(YoY+3.0%)
- 2019년 매출액 2,125억원(YoY+16.5%),영업이익 742억원(YoY+23.2%, OPM 34.9%), 순이익 642억원(YoY-15.2%) 전망
- 주요 제품인 독신과 필러 수출 회복+ 전년도 실적 부진으로 인한 기저 효과로 2019년 하반기 실적 개선 가시성이 높음. 또한 화장품 웰라주의 판매호조로 인한 외형 성장 이어질 것으로 전망

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	182	182	213	232	244
영업이익	102	60	74	79	84
세전순이익	104	100	85	86	94
총당기순이익	81	76	64	65	71
지배지분순이익	73	70	59	60	65
EPS	19,382	16,030	13,574	13,790	14,958
PER	28.9	23.8	28.9	28.4	26.2
BPS	161,504	166,977	180,344	194,134	209,091
PBR	3.5	2.3	2.0	1.9	1.7
ROE	15.4	9.8	7.8	7.4	7.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 휴젤, 대신증권 Research&Strategy본부

표 1. 휴젤 목표주가 산출

(단위: 십억원)

	환산 가치	비고
영업가치	1,400	- 휴젤 12Fwd 순이익: 609억원 - Target P/E: 23배
비영업가치	367	
보틀렉스	367	
순차입금	-523	
기업가치	2,290	
전체 주식수	4,358,205	
목표 주가 (원)	525,365	

자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

표 2. 휴젤 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	45.8	42.9	34.9	58.8	49.1	52.3	51.1	60.0	182.1	182.4	212.5	231.5
영업이익	22.3	16.7	5.1	16.0	16.4	19.3	17.0	21.4	101.9	60.2	74.2	79.2
세전이익	27.5	20.3	30.0	21.8	18.8	21.8	20.2	24.2	103.5	99.5	85.0	86.4
당기순이익	21.3	16.0	23.9	14.5	14.1	16.4	15.3	18.4	81.4	75.7	64.2	65.2
증감률 (YoY %)												
매출액	3.5	-7.1	-16.0	17.4	7.3	22.0	46.3	2.0	46.6	0.2	16.5	8.9
영업이익	-13.7	-38.8	-78.4	-36.0	-26.3	15.6	232.0	33.3	61.1	-40.9	23.2	6.8
당기순이익	1.8	-22.0	23.9	-29.9	-34.0	3.0	-36.0	26.8	59.8	-7.0	-15.2	1.6
수익성 (%)												
영업이익률	48.7	39.0	14.7	27.3	33.5	36.9	33.3	35.6	56.0	33.0	34.9	34.2
세전이익률	60.0	47.3	85.8	37.1	38.2	41.6	39.6	40.3	56.9	54.6	40.0	37.3
순이익률	46.6	37.3	68.3	24.7	28.6	31.4	29.9	30.7	44.7	41.5	30.2	28.2

주: 연결 기준

자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

표 3. 보틀렉스 가치 산정

(단위: 백만 달러)

	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
중국 보틀리눔 시장(미용용)	304	349	419	503	603	724	869	1,042	1,251
YoY(%)	10%	15%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
가격할인율(%)	30%	35%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
보틀렉스 M/S	3%	5%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	15%
총매출액	6	11	18	30	54	65	78	94	113
휴젤 매출액	5	9	14	24	43	52	63	75	90
휴젤 매출액(Risk-adjusted)	5	8	13	22	39	47	56	68	81
순매출액	4	7	11	18	33	40	48	57	69
현금흐름 현재가치	4	6	9	14	23	25	28	31	34
성공확률	90%								
할인율	8%								
현금흐름 현재가치 합	173								
영구성장률	-1%								
Terminal value	383								
Terminal value 현재가치 합	152								
시장가치	325								
시장가치(십억원)	367								

자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	182	182	213	232	244
매출원가	40	51	60	66	70
매출총이익	142	131	153	165	174
판매비와관리비	40	71	79	86	90
영업이익	102	60	74	79	84
영업이익률	56.0	33.0	34.9	34.2	34.3
EBITDA	109	68	82	87	92
영업외손익	2	39	11	7	10
관계기업손익	-2	0	0	0	0
금융수익	6	19	15	11	12
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-2	-4	-3	-4	-4
외환관련손실	1	0	0	0	0
기타	0	25	-1	1	2
법인세비용차감전순이익	104	100	85	86	94
법인세비용	-22	-24	-21	-21	-23
계속사업순이익	81	76	64	65	71
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	81	76	64	65	71
당기순이익률	44.7	41.5	30.2	28.2	29.0
비배지분순이익	9	6	5	5	6
지배지분순이익	73	70	59	60	65
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	81	73	65	66	72
비배지분포괄이익	9	5	5	5	6
지배지분포괄이익	73	68	60	61	66

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	19,382	16,030	13,574	13,790	14,968
PER	28.9	23.8	28.7	28.3	26.1
BPS	185,154	167,276	180,344	194,134	209,091
PBR	3.0	2.3	2.0	1.9	1.7
EBITDAPS	28,925	15,559	18,732	19,944	21,026
EV/EBITDA	17.6	17.7	15.2	13.6	12.3
SFS	48,460	41,925	48,762	53,120	55,968
PSR	11.5	9.1	8.4	7.8	7.4
CFPS	29,368	18,731	14,778	16,886	18,426
DPS	0	0	0	0	0

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
성장성					
매출액 증가율	46.6	0.2	16.5	8.9	5.3
영업이익 증가율	61.1	-40.9	23.2	6.8	5.6
순이익 증가율	59.8	-7.0	-15.2	1.6	8.5
수익성					
ROIC	47.1	21.5	22.6	22.9	23.4
ROA	18.3	6.9	8.2	8.5	8.4
ROE	15.4	9.8	7.8	7.4	7.4
안정성					
부채비율	14.3	17.0	5.8	5.3	4.8
순차입금비율	-71.9	-66.1	-61.7	-63.6	-65.8
이자보상배율	68.3	18.1	30.8	21.3	22.8

재무상태표 (단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	679	685	701	766	838
현금및현금성자산	31	29	24	73	130
매출채권 및 기타채권	66	56	65	70	74
채고자산	16	22	25	28	29
기타유동자산	566	578	587	595	604
비유동자산	142	233	196	195	192
유형자산	59	61	63	66	68
관계기업투자금	4	1	-2	-5	-8
기타비유동자산	78	172	135	134	133
자산총계	821	918	897	961	1,030
유동부채	23	23	22	21	20
매입채무 및 기타채무	11	14	15	16	16
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	12	9	7	5	4
비유동부채	80	110	28	28	28
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	80	83	83	83	83
기타비유동부채	1	28	-55	-55	-55
부채총계	103	133	49	48	48
자배지분	696	728	786	846	911
자본금	2	2	2	2	2
자본잉여금	507	5	5	5	5
이익잉여금	179	761	820	880	945
기타자본변동	7	-40	-40	-40	-40
비배지분	22	57	62	66	71
자본총계	718	785	848	912	983
순차입금	-516	-519	-523	-580	-646

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	64	66	32	37	46
당기순이익	81	76	64	65	71
비현금항목의 가감	29	6	0	8	10
감가상각비	7	7	7	8	8
외환손익	0	-2	-2	-2	-2
지분법평가손익	2	0	0	0	0
기타	20	0	-5	3	3
자산부채의 증감	-31	-10	-17	-13	-10
기타현금흐름	-15	-6	-15	-23	-24
투자활동 현금흐름	-555	-32	20	-16	-16
투자자산	-24	-12	39	3	3
유형자산					-6
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	-5	49	57
기초 현금	65	31	29	24	73
기말 현금	31	29	24	73	130
NOPLAT	80	46	56	60	63
FCF	80	37	54	58	62

자료: 휴젤, 대신증권 Research&Strategy 본부