

휴젤

145020

Apr 04, 2022

Trading Buy 하향
TP 130,000 원 하향

Company Data

현재가(04/01)	120,700 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	267,000 원
52 주 최저가(보통주)	120,700 원
KOSPI (04/01)	2,739.85p
KOSDAQ (04/01)	940.57p
자본금	63 억원
시가총액	14,949 억원
발행주식수 (보통주)	1,239 만주
발행주식수 (우선주)	0 만주
평균거래량 (60 일)	7.2 만주
평균거래대금 (60 일)	96 억원
외국인자분 (보통주)	68.78%
주요주주	
Legu Issuer Designated Activity	43.24%
Massachusetts Financial Services	6.11%

Price & Relative Performance



주가지수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-17.8	-31.0	-32.0
상대주가	-23.0	-27.9	-30.2



제약/바이오 김정현
 3771-9351, jh.kim@iprovest.com



눈높이를 낮출 때

Letybo 미국 출시 22년 내 예상

휴젤은 3/31일(현지시간) 독신 제품 Letybo 관련하여 FDA로부터 CRL을 수령하였다. 당초 동사는 PDUFA에 근거하여 3월 31일까지 FDA로부터 답변 수령이 예상되는 상황이었다. 향후 출시 시점은 현 시점에서 FDA Resubmission까지 약 3개월, 그리고 이후 추가적으로 2개월(Class 1 기준) ~ 6개월 (Class 2 기준, 대응계약/Revance 사례) 가량 소요될 것으로 추정한다. 회사 측은 22년 내 미국 승인을 예상하고 있으며 교보증권은 Letybo 제품의 본격적인 미국 매출 발생 시점을 1H23으로 예상한다.

메디톡스와의 ITC 분쟁 발생

4월 1일 메디톡스는 휴젤을 독신 균주 및 제조 공정을 도용한 혐의로 ITC에 제소를 했다고 밝혔다. 휴젤은 이러한 내용이 사실과 다른 허위 주장이며 근거가 없는 무리한 제소라고 반박했다. 교보증권은 ITC 분쟁이 시작됨에 따라 휴젤의 법률 비용이 대규모로 발생할 것으로 예상한다. 유사한 사례인 대응계약의 경우 19년 1월 시작해 21년 2월 최종 합의로 ITC 분쟁이 종료되었으며 20년 1년 동안 관련 법률 비용으로 350억을 인식한 바 있다. 교보증권은 현재 법률비용을 추정하기에 **매우 불확실하기는 하나** 연간 최대 300억을 가정했으며 이번 실적 추정에는 22년 약 220억, 23년 약 100억을 가정하여 반영하였다. 향후 실적 추정은 분기별 실제 비용 발생 추이에 따라 조정할 예정이다.

눈높이를 낮출 때

휴젤에 대한 투자 의견을 기존 Buy에서 Trading Buy로 하향하며 목표주가 역시 19만원에서 13만원으로 하향한다. 목표주가의 근거는 12m FWD EPS 4250원에 PER 30배를 적용하였다. 20년 이후 휴젤의 PER은 30배-60배 사이에서 중국 매출 호조 & 미국 진출 기대감 & 대주주 변경 & 식약처 결정 등 이벤트에 따라 결정된 바 있다. 현재 시점은 미국 진출 지연과 법률 비용 발생이라는 부정적인 소식이 부각되는 시점이다. 눈높이를 낮추고 경쟁사와의 분쟁 해결 시점이나 중국/유럽 독신 매출 추이를 보다 면밀하게 관찰할 시기이다.

Forecast earnings & Valuation

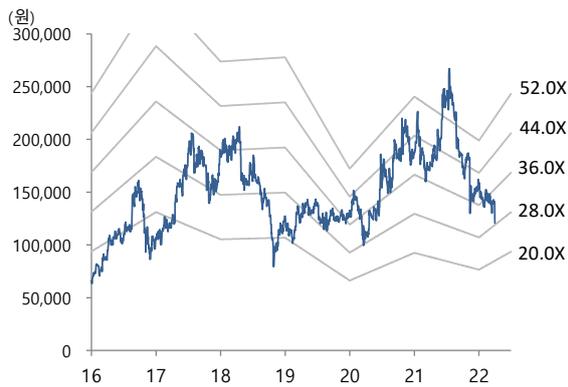
12 결산(십억원)	2020.12	2021.12	2022.12E	2023.12E	2024.12E
매출액(십억원)	211	245	283	325	374
YoY(%)	3.2	16.2	15.4	15.0	15.0
영업이익(십억원)	78	97	78	110	133
OP 마진(%)	37.0	39.6	27.6	33.8	35.6
순이익(십억원)	45	60	50	72	88
EPS(원)	3,314	4,625	3,826	5,547	6,768
YoY(%)	-65.2	39.5	-17.3	45.0	22.0
PER(배)	56.7	33.2	31.5	21.8	17.8
PCR(배)	26.8	17.0	16.1	12.1	10.3
PBR(배)	3.2	2.4	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA(배)	22.7	13.7	11.5	8.0	6.3
ROE(%)	5.8	7.6	5.9	8.0	9.0

[도표 1] 휴젤 분기 실적 추정

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2020	2021	2022F
매출액	63,824	64,528	55,791	61,050	65,110	70,314	73,243	74,269	211,038	245,193	282,936
QoQ(%)	-5.3%	1.1%	-13.5%	9.4%	6.7%	8.0%	4.2%	1.4%			
YoY(%)	54.7%	33.7%	3.2%	-9.5%	2.0%	9.0%	31.3%	21.7%	3.2%	16.2%	15.4%
Toxin	37,256	35,298	25,083	27,706	33,611	37,017	39,146	39,372	109,533	125,343	149,146
QoQ(%)	1.6%	-5.3%	-28.9%	10.5%	21.3%	10.1%	5.8%	0.6%			
YoY(%)	107.3%	32.4%	-11.2%	-24.4%	-9.8%	4.9%	56.1%	42.1%	18.8%	14.4%	19.0%
Filler	18,130	21,314	21,388	23,431	22,350	23,900	24,450	25,000	67,794	84,263	95,700
QoQ(%)	-17.6%	17.6%	0.3%	9.6%	-4.6%	6.9%	2.3%	2.2%			
YoY(%)	26.0%	57.7%	19.5%	6.5%	23.3%	12.1%	14.3%	6.7%	9.7%	24.3%	13.6%
Others	8,438	7,916	9,320	9,913	9,149	9,397	9,647	9,897	33,711	35,587	38,090
QoQ(%)	-3.9%	-6.2%	17.7%	6.4%	-7.7%	2.7%	2.7%	2.6%			
YoY(%)	-5.2%	-2.2%	17.4%	12.9%	8.4%	18.7%	3.5%	-0.2%	-33.3%	5.6%	7.0%
영업이익	29,458	26,589	21,355	19,735	22,330	16,614	19,258	20,006	78,060	97,137	78,208
OPM	46.2%	41.2%	38.3%	32.3%	34.3%	23.6%	26.3%	26.9%	37.0%	39.6%	27.6%
QoQ(%)	5.7%	-9.7%	-19.7%	-7.6%	13.1%	-25.6%	15.9%	3.9%			
YoY(%)	139.3%	59.1%	0.9%	-29.2%	-24.2%	-37.5%	-9.8%	1.4%	14.6%	24.4%	-19.5%
당기순이익	19,434	15,398	21,147	4,157	11,634	7,576	9,454	9,984	45,316	60,135	49,848
당기순이익률	30.4%	23.9%	37.9%	6.8%	17.9%	10.8%	12.9%	13.4%	21.5%	24.5%	17.6%
QoQ(%)	51.4%	-20.8%	37.3%	-80.3%	179.9%	-34.9%	24.8%	5.6%			
YoY(%)	190.2%	1.8%	98.3%	-67.6%	-40.1%	-50.8%	-55.3%	140.2%	-9.9%	32.7%	-17.1%

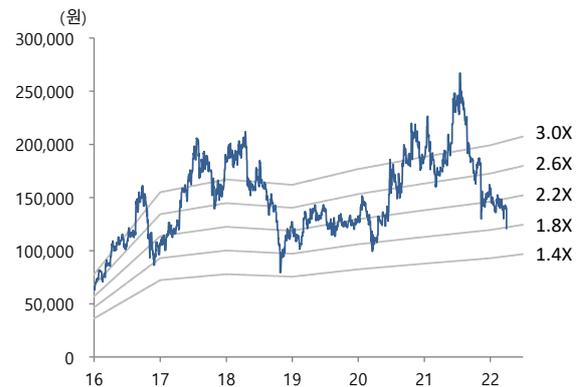
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] 휴젤 Fwd PER 밴드



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] 휴젤 Fwd PBR 밴드



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 4] 대웅제약과 메디톡스 ITC 분쟁 일지

내용	내용
2019.01	메디톡스/Allergan 대웅제약과 Evolus 를 ITC 에 제소
2019.02	FDA, 대웅제약/Evolus 의 후보(Jeuveau) 품목 허가
2019.03	ITC, 메디톡스의 제소에 대해 공식 조사 착수
2019.05	ITC, 대웅제약에 균주 관련 자료 제출 명령
2019.07	양 사 균주에 대한 유전자 염기서열 분석 실시
2019.10	양 사, 상반된 염기서열 분석 결과 발표 메디톡스 측 카임 교수는 대웅제약의 보툴리눔 균주가 메디톡스 균주에서 유래했다고 분석 대웅제약 측 데이비드 셔먼 박사는 전체 유전자 서열분석(WGS)시 양사의 균주 차이 있다고 분석
2020.03	ITC 소속 변호사, 대웅제약이 메디톡스의 보툴리눔 균주를 사용했다고 판단하는 의견서 제출
2020.07	ITC, 대웅제약이 메디톡스의 영업비밀을 침해했다며 Jeuveau 의 미국 수입을 10 년간 금지하는 예비 결정 내려
2020.09	ITC, 2020 년 9 월 내린 예비 결정에 대해 재검토 결정
2020.12	ITC, 대웅제약이 메디톡스의 균주 제조 공정상 영업비밀을 침해했다며 Jeuveau 의 미국 수입을 21 개월간 금지하는 최종 결정 내려
2021.02	메디톡스/Allergan/Evolus, ITC 분쟁 종결 합의, 메디톡스는 Evolus 지분과 Jeuveau 매출에 대한 로열티 확보

자료: 언론 보도 종합, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 2016 년 이후 휴젤의 12m FWD PER 밴드



자료: 교보증권 리서치센터

[휴젤 145020]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	211	245	283	325	374
매출원가	62	64	82	96	110
매출총이익	149	181	201	229	264
매출총이익률 (%)	70.5	73.7	71.0	70.5	70.5
판매비와관리비	71	84	123	119	131
영업이익	78	97	78	110	133
영업이익률 (%)	37.0	39.6	27.6	33.9	35.5
EBITDA	89	111	92	124	147
EBITDA Margin (%)	42.1	45.5	32.6	38.2	39.2
영업외손익	-9	-8	-5	-4	-4
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	27	12	12	13	14
금융비용	-28	-20	-18	-18	-18
기타	-8	-1	0	0	0
법인세비용차감전순손익	69	89	73	106	129
법인세비용	24	29	23	34	42
계속사업순손익	45	60	50	72	88
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	45	60	50	72	88
당기순이익률 (%)	21.5	24.6	17.5	22.1	23.4
비지배지분순이익	3	3	2	3	4
지배지분순이익	42	58	47	69	84
지배순이익률 (%)	19.9	23.5	16.8	21.1	22.4
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	4	9	9	9	9
포괄순이익	49	69	59	81	97
비지배지분포괄이익	2	5	4	6	7
지배지분포괄이익	47	64	54	75	90

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	74	86	65	87	101
당기순이익	45	60	50	72	88
비현금항목의 가감	46	55	47	57	64
감가상각비	9	10	10	10	10
외환손익	-3	2	1	1	1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	40	43	37	46	53
자산부채의 증감	8	-8	-10	-11	-12
기타현금흐름	-25	-21	-21	-31	-38
투자활동 현금흐름	-25	180	156	156	156
투자자산	44	21	0	0	0
유형자산	-17	-24	-10	-10	-10
기타	-52	183	166	166	166
재무활동 현금흐름	-2	-36	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-1	-36	0	0	0
현금의 증감	47	232	62	68	82
기초 현금	15	62	294	357	424
기말 현금	62	294	357	424	507
NOPLAT	51	66	53	75	90
FCF	53	48	47	68	82

자료: 휴젤, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	668	616	671	748	841
현금및현금성자산	62	294	357	424	507
매출채권 및 기타채권	31	30	33	38	44
재고자산	23	27	32	36	42
기타유동자산	552	265	249	249	249
비유동자산	288	394	387	384	380
유형자산	77	96	96	96	96
관계기업투자금	1	2	2	3	3
기타금융자산	36	88	85	85	85
기타비유동자산	174	208	204	200	197
자산총계	956	1,010	1,058	1,131	1,221
유동부채	44	54	55	56	58
매입채무 및 기타채무	16	23	24	25	26
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	28	31	31	31	31
비유동부채	119	127	125	124	123
차입금	0	0	0	0	0
사채	90	94	94	94	94
기타비유동부채	28	33	31	30	30
부채총계	162	181	180	181	181
지배지분	747	777	822	891	975
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	327	327	327	327	327
이익잉여금	809	841	889	957	1,041
기타자본변동	-395	-404	-404	-404	-404
비지배지분	47	52	55	60	65
자본총계	794	829	877	951	1,040
총차입금	112	115	115	114	113

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	3,314	4,625	3,826	5,547	6,768
PER	56.7	33.2	31.5	21.8	17.8
BPS	58,932	62,742	66,389	71,937	78,704
PBR	3.2	2.4	1.8	1.7	1.5
EBITDAPS	7,006	8,929	7,445	10,032	11,835
EV/EBITDA	22.7	13.7	11.5	8.0	6.3
SPS	16,903	19,640	22,459	25,832	29,707
PSR	11.1	7.8	5.4	4.7	4.1
CFPS	4,163	3,876	3,800	5,474	6,592
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
성장성					
매출액 증가율	3.2	16.2	15.4	15.0	15.0
영업이익 증가율	14.6	24.5	-19.6	41.2	20.4
순이익 증가율	-9.9	33.3	-17.9	45.0	22.0
수익성					
ROIC	20.6	23.4	17.3	24.2	28.7
ROA	4.5	5.9	4.6	6.3	7.1
ROE	5.8	7.6	5.9	8.0	9.0
안정성					
부채비율	20.4	21.8	20.6	19.0	17.4
순차입금비율	11.8	11.4	10.8	10.1	9.3
이자보상배율	21.3	26.1	21.0	29.6	35.7

휴젤 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2021.11.08	매수	230,000	(28.67)	(20.78)					
2021.11.11	매수	230,000	(35.77)	(20.78)					
2021.12.20	매수	230,000	(35.73)	(20.78)					
2022.02.11	매수	190,000	(25.48)	(21.63)					
2022.04.04	Trading Buy	130,000							

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이며, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2022.03.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	98.8	0.0	1.2	0.0

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하