

휴젤(145020)

ITC 예비심결 승소로 가벼워진 주가

휴젤의 위반 사례 없음

미국시간 6월 10일 ITC 예비 심결결과가 공개됐다. ITC 판사는 메디톡스가 휴젤을 상대로 제기한 사건에 대해 '특정 보툴리눔 독신 제품 및 그 제조 또는 관련 공정을 미국으로 수입하는 경우 개정된 1930년 관세법 제337조를 위반한 사례가 없음을 확인했다.'고 예비심결을 내렸다. ITC의 결정에 따라 양사의 주가는 엇갈렸다. 휴젤의 최종심결 승소 가능성이 커진 상태이며 메디톡스는 ITC에 재검토를 요청하겠다고 밝힌 상태다. 최종심결은 10월 10일이다.

소송 리스크는 완화된 상태

시장은 2월말부터 휴젤의 승소 가능성에 베팅해왔다. 3월 1일 진행된 심리(Hearing) 전후로 ITC staff가 작성한 문서 등이 시장에 공개되면서 주가에 영향을 미쳤기 때문이다. 예비심결 결과 공개로 차익실현 물량이 부담인 상황이지만 휴젤에 대해 기대할 점이 많은 상황이라고 판단한다. 소송 불확실성이 완화된 상태이기 때문에 미국 파트너사와의 계약을 기대할 수 있는 상황이다. 미국 파트너사 계약 완료로 4분기부터 미국 매출이 반영되기 시작한다면 휴젤의 가이던스인 EBITDA 기준 25~30% 성장 달성이 가능하다.

목표주가 30만원으로 20% 상향

목표주가를 30만원으로 20% 상향한다. 4Q24 미국 독신 매출을 반영하면서 24F, 25F EBITDA를 각각 1,712억원(+30% YoY), 2,120억원(+24% YoY)으로 상향했으며, 비영업가치로 반영한 미국 독신 2~6년차 매출의 현가를 4,671억원으로 119% 상향했다. 적정 기업가치는 3.6조원이다. 영업가치 2.65조원(12MF EBITDA 1,893억원 x EV/EBITDA 14배)에 비영업가치 및 순현금을 적용했다. 휴젤의 주가는 올해들어 62% 상승했다. 단기간 차익실현 물량이 부담이지만 불확실성 해소, 이익 성장, 기업가치 제고 전략으로 긍정적인 흐름을 이어갈 전망이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2022A	282	101	57	4,811	1.6	115	28.0	10.6	1.9	7.3	0.0
2023A	320	118	93	8,217	70.8	132	18.2	10.1	2.0	12.1	0.0
2024F	381	156	125	11,567	40.8	171	18.4	11.5	2.6	15.6	0.0
2025F	455	194	156	14,315	23.7	212	14.9	8.7	2.3	16.8	0.0
2026F	568	243	193	17,672	23.5	263	12.1	6.7	2.0	17.5	0.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 300,000원(상향)

KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
NA	NA	NA	NA

Stock Data

KOSPI(6/11)	2,705
주가(6/11)	242,000
시가총액(십억원)	2,907
발행주식수(백만)	13
52주 최고/최저가(원)	242,000/100,800
일평균거래대금(6개월, 백만원)	11,838
유동주식비율/외국인지분율(%)	41.8/55.6
주요주주(%)	Aphrodite Acquisition Holdings LLC 44.6

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	20.1	59.6	126.4
KOSDAQ 대비(%)	19.6	55.7	128.1

주가추이



자료: FnGuide

위해주, Ph.D.

hwji@koreainvestment.com

이승우

seungwoo.lee@koreainvestment.com

<표 1> 휴젤 목표주가 300,000원으로 상향

(단위: 십억원, %, 천주, 원)

구분	주요 내용	비고
A. 영업가치(십억원)	2,650	
12MF EBITDA	189	
피어기업 12MF EV/EBITDA	14	국내 특신기업 5개사 평균
B. 비영업가치(십억원)	467	
레티보 미국 출시 2~6년차 매출의 현가	467	
C. 2024F 기준 순차입금(십억원)	(467)	
D. 기업가치 (A+B-C)	3,584	
E. 유통주식수 (천주)	12,014	
F. 적정주가 (C/D, 원)	298,307	
G. 목표주가	300,000	
H. 현재주가	242,000	6/11(화) 증가 기준
I. 상승여력	24.0%	

자료: 한국투자증권

<표 2> 휴젤 실적 전망

(단위: 십억원, %, %YoY)

	2023				2024F				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF	2022	2023	2024F	2025F
매출액(연결)	64	82	85	89	74	86	99	121	282	320	381	455
매출액 증가율	4.4	27.7	20.0	4.0	15.4	5.5	16.9	36.6	21.5	13.5	19.2	19.4
특신	31	43	46	49	34	44	54	73	161	169	204	245
필러	26	30	31	30	29	33	36	37	94	118	135	161
영업이익	19	28	35	37	24	32	41	58	101	118	156	194
영업이익 증가율	(26.0)	25.4	43.8	22.5	29.8	14.4	19.1	58.8	6.0	16.2	32.0	24.8
영업이익률	28.7	34.3	40.7	41.4	32.2	37.2	41.5	48.0	36.0	36.9	40.8	42.7
세전이익	24	31	54	24	29	33	43	61	73	133	165	205
지배주주 순이익	16	21	39	15	21	25	32	47	57	92	125	156
증가율	9.3	42.8	52.9	793.3	30.6	17.5	(17.6)	190.5	(0.7)	61.0	34.3	25.1

자료: 휴젤, 한국투자증권

<표 3> 레티보 미국 출시 2~6년차 매출의 현재가치는 4,671억원

(단위: 백만달러, %)

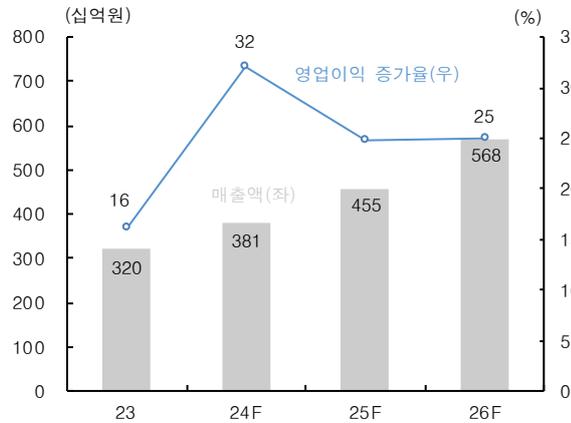
특신 경상기술료 및 마일스톤	24F	25F	26F	27F	28F	29F
미국 보톡스 시장(백만달러)	1,795	1,993	2,179	2,347	2,510	2,636
휴젤 타임라인	승인 및 론칭	온기 매출				
점유율(%) - 직판		0.8%	1.3%	1.8%	2.3%	2.8%
미국 매출(백만달러)		16	28	42	58	74
원환산(1\$=1,250원, 십억원)		20	35	53	72	92
영업이익(40%)		8	14	21	29	37
미국 매출 세후(80%)		6	11	17	23	30
WACC		5.1%				
영구성장률		-2.2%				
영구현금흐름 가치						396
현재가치		6	10	14	18	22
영구현금흐름 현재가치						467
risk-adjusted NPV(FDA 승인 획득, rNPV 100%)						467

주: WACC 5.1% 적용(타인자본비용(COD) 5.0% * 자본구조 32.1% + 자기자본비용(COE) 5.1%(Rf 3.28%, Rm 4.6%, 베타 0.4)/(1+ 자본구조 32.1%). 영구성장률 -2.2% 적용.

미국 보톡스 약가의 CAGR -2.2%

자료: Evaluate Pharma, 한국투자증권

[그림 1] 연간 매출액 및 영업이익의 증가율 전망



자료: 휴젤, 한국투자증권

[그림 2] 연간 사업부문별 매출액 전망



자료: 휴젤, 한국투자증권

<표 4> FDA 승인 받은 글로벌 독신 제품

기업	에브비	입센/갈더마	덜츠	에볼루스	레방스	휴젤
제품	보톡스	디스포트	제오민	주보	닥시파이	레티보
FDA 최초 승인	1989년	2009년	2010년	2019년	2022년	2024년
균주	Hall	Hall	Hall	Hall	Hall	Hall
일반명	onabotulinumtoxin A	abobotulinumtoxin A	incobotulinumtoxin A	prabotulinumtoxin A	daxibotulinumtoxin A	letibotulinumtoxin A
분자량(kDa)	900	~400	150	900	150	900
정제 과정	침전	크로마토그래피	크로마토그래피	크로마토그래피	크로마토그래피	크로마토그래피
신경독소의 단백질	포함	포함	미포함	포함	미포함	포함
부형제	HSA, Nacl	HSA, lactose	HSA, sucrose	HSA, Nacl	RTD004 펩타이드	HSA, Nacl
성상	파우더	파우더	파우더	파우더	파우더	파우더
건조법	감압	동결	동결	감압	동결	동결
보관	2~8°C	2~8°C	상온	2~8°C	상온	2~8°C
미용 목적 승인	2002년	2009년	2011년	2019년	2022년	2024년
미간주름 개선 용량	20U	50U	20U	20U	40U	TBD
≥2 주름개선 환자	46~61%	52~60%	48~60%	68~70%	74%	TBD
지속 기간 중앙값	3~4개월	3~4개월	3~4개월	3~4개월	5~6개월	TBD
면역원성	0%	0.13%	0.34%	0.14%	0.43%	TBD
	(0명/916명)	(2명/1,554명)	(9명/2,649명)	(2명/1,414명)	(12명/2,786명)	-
비고			독소만 분리된 독신	보톡스와 가장 유사	효능 지속 기간 개선	국내 기업 자체 FDA 승인 획득 첫 사례

주: 회색 음영은 보톡스와의 차별점을 의미함
 자료: Evaluate Pharma, 각 사, 한국투자증권

기업개요

휴젤은 2001년 설립되어 생물공학관련 제품의 개발, 제조 및 판매 사업을 영위 중이다. 클로스트리디움 보툴리눔이라는 미생물을 기반으로 A형 보툴리눔 독신을 활용한 바이오의약품을 연구개발 및 제조한다. 2018년 지분 100% 자회사였던 휴젤파마주를 흡수합병하여 현재 내부조직에서 보툴렉스(보툴리눔 독신)과 더재움(HA필러) 등 판매 사업을 영위한다. 24년 3월 1일 레티보 FDA 품목허가 승인을 획득했다.

손익계산서

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	282	320	381	455	568
매출원가	63	74	87	103	127
매출총이익	219	246	294	352	440
판매관리비	117	128	139	158	198
영업이익	101	118	156	194	243
영업이익률(%)	36.0	36.8	40.8	42.7	42.7
EBITDA	115	132	171	212	263
EBITDA Margin(%)	41.0	41.2	44.9	46.6	46.4
영업외수익	(28)	15	9	11	10
금융수익	23	42	36	39	42
금융비용	45	15	15	15	15
기타영업외손익	(6)	(12)	(11)	(13)	(17)
관계기업관련손익	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
세전계속사업이익	73	133	165	205	253
법인세비용	9	36	34	41	51
연결당기순이익	61	98	131	164	203
지배주주지분순이익	57	93	125	156	193
지배주주순이익률(%)	20.4	29.1	32.8	34.4	34.0
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	21.5	13.5	19.2	19.4	24.8
영업이익 증가율	6.0	16.2	32.0	24.8	25.0
지배주주순이익 증가율	(0.7)	62.3	34.4	25.0	23.5
EPS 증가율	1.6	70.8	40.8	23.7	23.5
EBITDA 증가율	5.0	14.1	30.1	23.8	24.1

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동현금흐름	81	118	262	232	234
당기순이익	61	98	131	164	203
유형자산감가상각비	9	9	11	12	13
무형자산상각비	5	4	5	6	8
자산부채변동	(31)	(2)	109	42	1
기타	37	9	6	8	9
투자활동현금흐름	(192)	43	(230)	(191)	(189)
유형자산투자	(33)	(24)	(25)	(26)	(27)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(167)	40	(97)	(1)	(30)
무형자산순증	(6)	8	(40)	(48)	(72)
기타	14	19	(68)	(116)	(60)
재무활동현금흐름	(51)	(187)	(24)	(6)	(7)
자본의증가	0	1	0	0	0
차입금의순증	(2)	(2)	2	2	2
배당금지급	0	(0)	0	0	0
기타	(49)	(186)	(26)	(8)	(9)
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	(162)	(26)	8	36	37
FCF	51	71	192	129	114

주: K-IFRS (연결) 기준

재무상태표

(단위: 십억원)

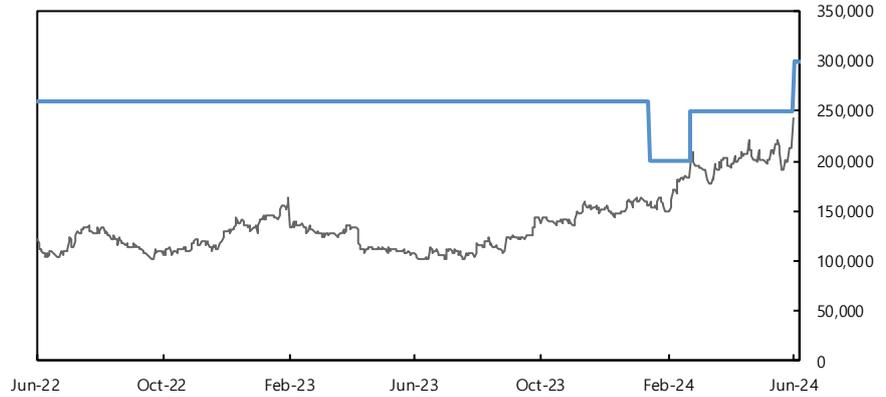
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	1,050	929	1,178	1,400	1,642
유동자산	618	568	671	816	933
현금성자산	132	106	114	150	187
매출채권및기타채권	58	49	59	70	88
재고자산	27	34	46	45	57
비유동자산	432	361	507	566	680
투자자산	90	23	120	121	150
유형자산	120	135	149	163	177
무형자산	200	182	217	259	324
부채총계	200	150	286	345	383
유동부채	177	57	194	251	289
매입채무및기타채무	25	27	32	38	48
단기차입금및단기사채	98	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	23	92	93	93	94
사채	0	89	89	89	89
장기차입금및금융부채	21	1	1	1	1
자본총계	849	780	891	1,056	1,259
지배주주지분	792	747	853	1,010	1,203
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	327	327	327	327	327
기타자본	(447)	(533)	(553)	(553)	(553)
이익잉여금	899	936	1,061	1,218	1,411
비지배주주지분	57	32	39	46	56
순차입금	(411)	(388)	(467)	(598)	(683)

주요 투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	4,811	8,217	11,567	14,315	17,672
BPS	71,739	75,779	80,916	93,390	108,786
DPS	0	0	0	0	0
수익성(%)					
ROA	5.9	9.9	12.5	12.7	13.3
ROE	7.3	12.1	15.6	16.8	17.5
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
부채비율(x)	23.6	19.2	32.1	32.6	30.4
차입금/자본총계비율(%)	14.2	12.0	10.7	9.3	7.9
이자보상배율(x)	32.6	40.1	58.7	71.6	87.6
순차입금/EBITDA(x)	-3.6	-2.9	-2.7	-2.8	-2.6
Valuation(x)					
PER	28.0	18.2	18.4	14.9	12.1
최고	33.2	20.3	20.0	16.1	13.1
최저	21.0	12.1	12.7	10.3	8.3
PBR	1.9	2.0	2.6	2.3	2.0
최고	2.2	2.2	2.9	2.5	2.1
최저	1.4	1.3	1.8	1.6	1.4
PSR	5.9	5.8	6.9	5.9	4.7
EV/EBITDA	10.6	10.1	11.5	8.7	6.7

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
휴젤 (145020)	2024.01.24	매수	200,000원	-16.7	-7.1
	2024.03.04	매수	250,000원	-19.9	-11.6
	2024.06.11	매수	300,000원	-	-



Compliance notice

- 당사는 2024년 6월 11일 현재 휴젤 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 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
- 중립 : 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 (2024. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
84.7%	15.3%	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
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 증목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.