

휴젤 (145020.KQ)

기대되는 빅픽처

최대주주 베인캐피탈로 변경 예정. 경영권 분쟁 해소, 글로벌 사업전략 구체화 두 가지 측면에서 긍정적. 다수의 M&A 및 미국 파트너사 신규 확보로 중장기 성장성 및 기업가치 제고 기대

최대주주 베인캐피탈로 변경 예정

동사는 전일 추진 중인 경영권 양수도 거래에 관해 공시. 동사의 지분 24.4%를 보유한 최대주주 (주)동양에이치씨의 발행주식 전부(공시 전 지분 가치 2,912억원)를 베인캐피탈(Bain Capital Private Equity)이 4,728억원 (프리미엄 62.4%)에 인수하는 조건. 향후 추가로 제3자배정 유상증자 98만5,217주(3,547억원) 및 전환사채 발행 27만3,224주(1,000억원)으로 38.3% 지분 희석 후 최종적으로 동사 지분 45.3% 보유 예정

경영권 분쟁 해소, 글로벌 사업전략 구체화 두 가지 측면에서 긍정적

당분간 문경업, 심주업 공동대표 체제 유지 전망. 동양에이치씨 최대주주 흥성범 지분매각으로 경영권 분쟁 해소 판단. 지분 매입을 위한 베인캐피탈의 인수자금 외에 4,547억원 추가 투입 예정. 확보된 현금에는 향후 글로벌 사업역량 강화에 사용될 것으로 전망. 1) 현재 미국 파트너인 크로마社로부터 판권 회수 후 빅파마와 추가 판권 계약 2) 아시아 제약사 인수 후 직접 영업을 통한 수익성 개선 3) 필러 제조 자회사 아크로스 지분 확대를 통한 비배주주지분순이익 감소 기대

기대되는 베인캐피탈의 빅픽처

지난 4월 10일 베인캐피탈은 독일 6위(시가총액 기준) 제약사 STADA를 56억달러(프리미엄 49%)에 인수하기로 발표. STADA는 동사의 유럽 파트너사임. 향후 시너지가 기대되는 부분. 과거 베인캐피탈은 글로벌 CRO^{주)}업체 퀸타일즈(Quintiles)에 지분 투자 후 IMS health와 합병을 성사시킨 사례도 있음. 현재 Quintiles IMS Holdings의 시가총액은 186억달러. 또한 '15년 8월 QuVa Pharma의 지분인수 후 QuVa Pharma는 확보된 현금으로 '15년 8월 Healix 사업부 인수, '15년 11월 Unique Pharma 인수, '16년 7월 뉴저지의 바이오 공장 인수 등 단기간 내 드라마틱하게 기업이 변모함. 적지 않은 지분희석에도 불구하고 동사의 중장기 성장성 및 기업가치 제고가 기대됨. 바이오업종 최선호주로 매수 추천

주) CRO(Contract Research Organization): 임상시험 대행 업체

Company Comment | 2017. 04. 11

Buy (유지)

목표주가	520,000원 (유지)
현재가 ('17/04/17)	396,000원
업종	바이오
KOSPI / KOSDAQ	2134.88 / 618.24
시가총액(보통주)	1,195.4십억원
발행주식수(보통주)	3.3백만주
52주 최고가 ('16/09/23)	483,300원
최저가 ('15/11/28)	259,000원
평균거래대금(60일)	16,985백만원
배당수익률(2017E)	0.00%
외국인지분율	22.8%

주요주주	
동양에이치씨 외 13 인	25.2%
김병건 외 1 인	8.4%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	11.0	-15.3	13.0
상대수익률 (%p)	13.9	-9.0	26.8

	2015	2016	2017E	2018F
매출액	124.2	151.4	195.0	241.7
중감률	90.9	21.9	28.8	23.9
영업이익	63.3	72.0	98.1	126.9
영업이익률	50.9	47.6	50.3	52.5
(지배지분)순이익	43.3	49.5	66.8	88.2
EPS	13,177	15,071	20,338	26,861
중감률	-1.2	14.4	34.9	32.1
PER	24.4	26.3	19.5	14.7
PBR	4.2	4.3	3.5	2.8
EV/EBITDA	14.3	15.3	10.9	7.9
ROE	18.8	17.8	19.9	21.3
부채비율	7.4	7.5	7.8	7.7
순차입금	-103.9	-152.7	-220.2	-312.0

단위: 십억원, %, 원, 배

주: IFRS 별도 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망



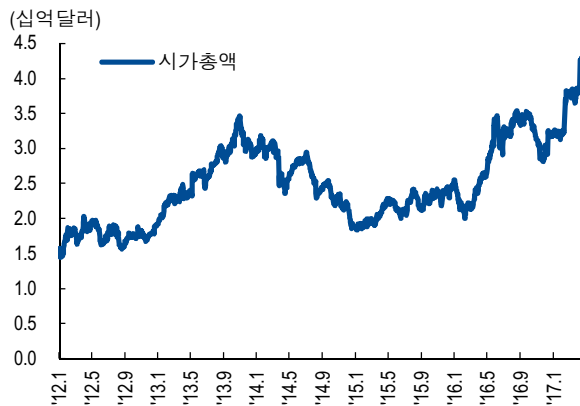
Analyst 구완성

02)768-7977, william.ku@nhqv.com

RA 김재익

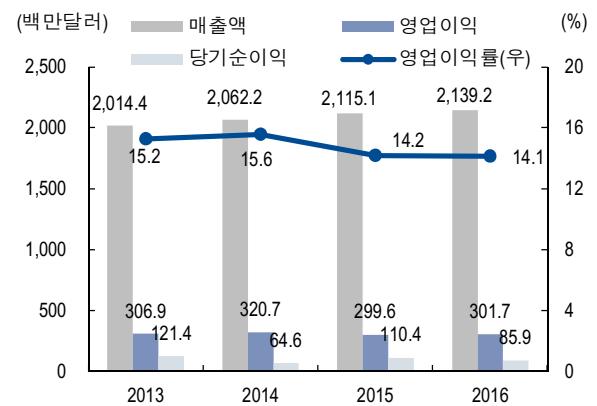
02)768-7350, jaeikik@nhqv.com

STADA 시가총액 추이



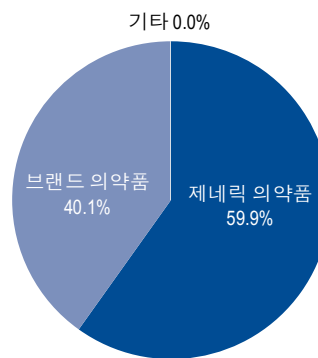
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

STADA 실적 추이



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

STADA 매출 비중



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

독일 제약사 시가총액 순위

(단위: 백만달러, 배)

	기업명	시가총액	2016년 매출액	2016년 영업이익	2016년 순이익	2016년 PER
1	BAYER AG-REG	93,721	54,434	9,438	7,709	12.9
2	MERCK KGAA	48,717	16,982	4,507	3,159	15.5
3	FRESENIUS SE & CO KGAA	44,064	39,019	5,815	2,244	19.6
4	FRESENIUS MEDICAL CARE AG &	26,120	20,894	3,094	1,577	17.5
5	RHOEN-KLINIKUM AG	1,835	1,339	88	58	29.7
6	STADA ARZNEIMITTEL AG	4,286	2,528	333	237	18.2
7	CARL ZEISS MEDITEC AG - BR	4,011	1,328	199	134	28.6

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

베인캐피탈(Bain Capital Private Equity) 연혁

연도	내용
1984	Bain&Company 가 설립, 3,680만달러로 PE Fund 1호 설립
1987	PE Fund 2호 설립 (1,060만달러 규모)
1989	PE Fund 3호 설립 (6,000만달러)
1996	Bain Capital Public Equity 설립
1998	Bain Capital Credit 설립, PE Fund 6 호 설립(12 억달러 규모)
2000	Bain Capital Ventures 설립, PE Fund 7 호 설립(31 억달러 규모)
2005	상하이, 도쿄, 홍콩, 시카고 오피스 설립
2006	PE Fund 9호 설립 (100억달러 규모)
2008	뭄바이 오피스 설립, Europeon Fund 3호(E-III) 설립(35억유로)
2011	Asia Fund 2호 설립(20억달러), Venture Fund 설립(6,010만달러)
2015	Double Impact 사 설립, Asia Fund 3호 설립(30억달러)

자료: Bain Capital, NH 투자증권 리서치본부

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
매출액	124.2	151.4	195.0	241.7
증감률 (%)	90.8	21.9	28.8	23.9
매출원가	29.8	35.8	45.3	56.1
매출총이익	94.3	115.6	149.7	185.6
Gross 마진 (%)	76.0	76.4	76.8	76.8
판매비와 일반관리비	31.1	38.9	46.5	53.1
영업이익	63.3	76.7	103.3	132.5
증감률 (%)	256.2	21.2	34.7	28.3
OP 마진 (%)	51.0	50.7	53.0	54.8
EBITDA	66.3	81.2	107.9	137.2
영업외손익	0.4	0.9	0.4	3.0
금융수익(비용)	0.7	0.9	1.4	2.0
기타영업외손익	0.5	1.0	0.0	0.0
종속, 관계기업관련손익	-0.7	-1.0	-1.0	1.0
세전계속사업이익	63.7	77.6	103.7	135.5
법인세비용	12.5	16.4	21.9	28.6
계속사업이익	51.2	61.2	81.8	106.9
당기순이익	51.2	61.2	81.8	106.9
증감률 (%)	42.7	19.7	33.6	30.7
Net 마진 (%)	41.2	40.5	41.9	44.2
지배주주지분 순이익	43.3	51.9	69.3	90.5
비지배주주지분 순이익	7.8	9.4	12.5	16.4
기타포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	51.2	61.2	81.8	106.9

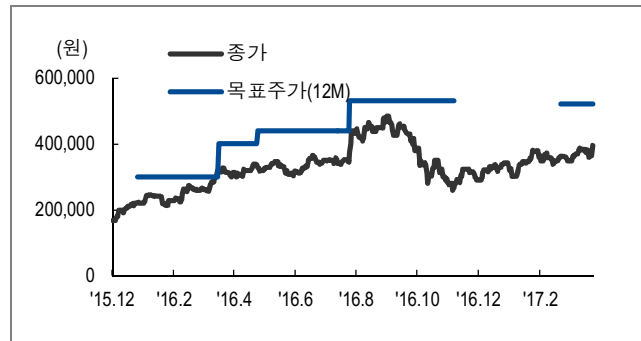
Valuation / Profitability / Stability				
	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
PER(배)	24.4	26.3	19.5	14.7
PBR(배)	4.2	4.3	3.5	2.8
PCR(배)	14.8	16.7	12.6	9.8
PSR(배)	8.5	8.6	6.7	5.4
EV/EBITDA(배)	14.3	15.3	10.9	7.9
EV/EBIT(배)	15.4	16.3	11.4	8.2
EPS(원)	13,177	15,071	20,338	26,861
BPS(원)	76,978	92,049	112,387	139,247
SPS(원)	37,816	46,094	59,377	73,586
자기자본이익률(ROE, %)	18.8	17.8	19.9	21.3
총자산이익률(ROA, %)	19.3	17.9	19.6	20.8
투자자본이익률 (ROIC, %)	39.2	38.2	50.9	62.6
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성장(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
총현금배당금(십억원)	0.0	0.0	0.0	0.0
보통주 주당배당금(원)	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채(현금)/자기자본(%)	-37.9	-46.0	-53.6	-60.6
총부채/ 자기자본(%)	7.4	7.5	7.8	7.7
이자발생부채	0.3	0.4	0.5	0.6
유동비율(%)	760.1	826.3	900.3	1,001.2
총발행주식수(백만원)	3.3	3.3	3.3	3.3
액면가(원)	500	500	500	500
주가(원)	321,100	396,000	396,000	396,000
시가총액(십억원)	1,054.5	1,300.5	1,300.5	1,300.5

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
현금및현금성자산	64.9	105.2	159.0	236.1
매출채권	31.2	31.6	40.7	50.4
유동자산	151.3	200.5	281.5	387.9
유형자산	58.8	60.5	62.1	63.6
투자자산	16.6	28.0	31.9	36.0
비유동자산	143.0	156.4	161.2	166.2
자산총계	294.3	357.0	442.7	554.1
단기성부채	0.3	0.4	0.5	0.6
매입채무	3.2	4.0	5.1	6.3
유동부채	19.9	24.3	31.3	38.7
장기성부채	0.0	0.0	0.0	0.0
장기충당부채	0.4	0.5	0.6	0.8
비유동부채	0.5	0.5	0.7	0.9
부채총계	20.4	24.8	32.0	39.6
자본금	1.6	1.6	1.6	1.6
자본잉여금	144.8	144.8	144.8	144.8
이익잉여금	106.5	155.9	222.7	311.0
비지배주주지분	21.1	29.9	41.6	57.2
자본총계	273.9	332.2	410.7	514.5

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
영업활동 현금흐름	45.1	68.4	78.3	100.9
당기순이익	50.9	58.2	78.6	103.8
+ 유/무형자산상각비	4.8	5.0	5.1	5.2
+ 종속, 관계기업관련손익	1.1	1.0	1.0	-1.0
+ 외화환산손실(이익)	-0.1	0.0	0.0	0.0
Gross Cash Flow	71.2	78.1	103.1	132.1
- 운전자본의증가(감소)	-23.5	4.1	-6.3	-7.0
투자활동 현금흐름	-53.9	-28.1	-24.7	-23.9
+ 유형자산 감소	0.1	0.0	0.0	0.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-15.6	-6.0	-6.0	-6.0
+ 투자자산의매각(취득)	-6.3	-12.4	-4.9	-3.1
Free Cash Flow	29.5	62.4	72.3	94.9
Net Cash Flow	-8.8	40.3	53.7	77.0
재무활동현금흐름	3.1	0.1	0.1	0.1
자기자본 증가	4.0	0.0	0.0	0.0
부채증감	-0.9	0.1	0.1	0.1
현금의증가	-5.6	40.3	53.8	77.1
기말현금 및 현금성자산	64.9	105.2	159.0	236.1
기말 순부채(순현금)	-103.9	-152.7	-220.2	-312.0

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
휴젤	145020.KQ	2017.03.15	Buy	520,000원(12개월) (담당자 변경)
		2016.08.17	Buy	530,000원(12개월)
		2016.05.17	Buy	440,000원(12개월)
		2016.04.18	Buy	400,000원(12개월)
		2016.01.18	Buy	300,000원(12개월)



종목 투자등급 (Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
- Buy : 15% 초과
 - Hold : -15% ~ 15%
 - Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자 의견 분포는 다음과 같습니다. (2017년 4월 14일 기준)

● 투자 의견 분포

Buy	Hold	Sell
74.8%	25.2%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자 의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자 의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 "휴젤"의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 제시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자 판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임 소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhqv.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.