

# 휴젤 (145020.KQ)

## 기대되는 빅픽쳐

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

### 기대되는 베인캐피탈의 빅픽쳐

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<sup>(주)</sup>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 최선후주로 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
증감률	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
(지배자분)순이익	43.3 49.5 66.8 88.2
EPS	13,177 15,071 20,338 26,861
증감률	-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

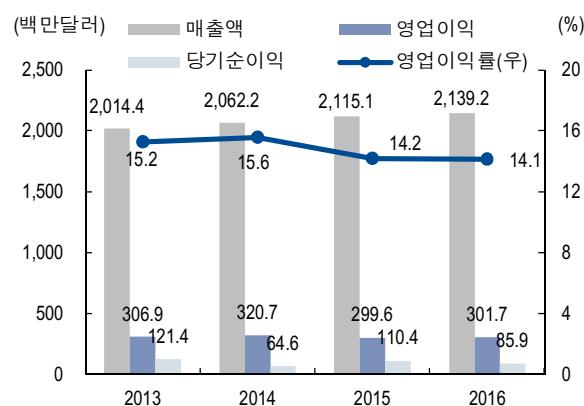
RA 김재익  
02)768-7350, jaeikik@nhqv.com

### STADA 시가총액 추이



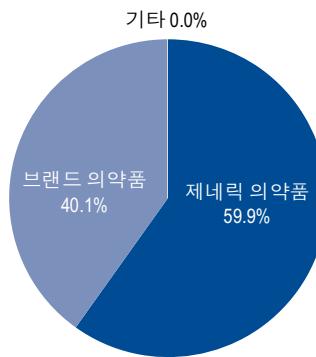
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

### STADA 실적 추이



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

### STADA 매출 비중



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

### 독일 제약사 시가총액 순위

(단위: 백만 달러, 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)

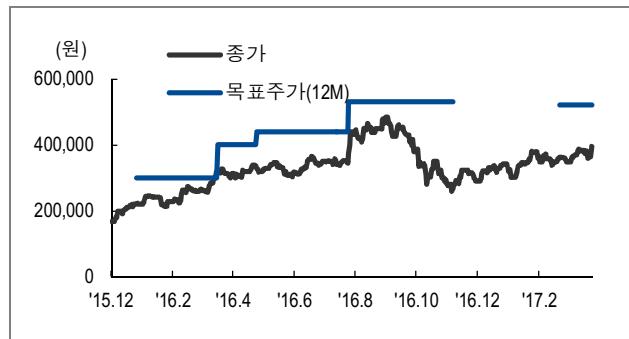
자료: Bain Capital, NH 투자증권 리서치본부

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME					Valuation / Profitability / Stability				
(십억원)	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F		2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
매출액	124.2	151.4	195.0	241.7	PER(배)	24.4	26.3	19.5	14.7
증감률 (%)	90.8	21.9	28.8	23.9	PBR(배)	4.2	4.3	3.5	2.8
매출원가	29.8	35.8	45.3	56.1	PCR(배)	14.8	16.7	12.6	9.8
매출총이익	94.3	115.6	149.7	185.6	PSR(배)	8.5	8.6	6.7	5.4
Gross 마진 (%)	76.0	76.4	76.8	76.8	EV/EBITDA(배)	14.3	15.3	10.9	7.9
판매비와 일반관리비	31.1	38.9	46.5	53.1	EV/EBIT(배)	15.4	16.3	11.4	8.2
영업이익	63.3	76.7	103.3	132.5	EPS(원)	13,177	15,071	20,338	26,861
증감률 (%)	256.2	21.2	34.7	28.3	BPS(원)	76,978	92,049	112,387	139,247
OP 마진 (%)	51.0	50.7	53.0	54.8	SPS(원)	37,816	46,094	59,377	73,586
EBITDA	66.3	81.2	107.9	137.2	자기자본이익률(ROE, %)	18.8	17.8	19.9	21.3
영업외손익	0.4	0.9	0.4	3.0	총자산이익률(ROA, %)	19.3	17.9	19.6	20.8
금융수익(비용)	0.7	0.9	1.4	2.0	투하자본이익률 (ROIC, %)	39.2	38.2	50.9	62.6
기타영업외손익	0.5	1.0	0.0	0.0	배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
종속, 관계기업관련손익	-0.7	-1.0	-1.0	1.0	배당성향(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	63.7	77.6	103.7	135.5	총현금배당금(십억원)	0.0	0.0	0.0	0.0
법인세비용	12.5	16.4	21.9	28.6	보통주 주당배당금(원)	0.0	0.0	0.0	0.0
계속사업이익	51.2	61.2	81.8	106.9	순부채(현금)/자기자본(%)	-37.9	-46.0	-53.6	-60.6
당기순이익	51.2	61.2	81.8	106.9	총부채/ 자기자본(%)	7.4	7.5	7.8	7.7
증감률 (%)	42.7	19.7	33.6	30.7	이자발생부채	0.3	0.4	0.5	0.6
Net 마진 (%)	41.2	40.5	41.9	44.2	유동비율(%)	760.1	826.3	900.3	1,001.2
지배주주지분 순이익	43.3	51.9	69.3	90.5	총발행주식수(백만원)	3.3	3.3	3.3	3.3
비지배주주지분 순이익	7.8	9.4	12.5	16.4	액면가(원)	500	500	500	500
기타포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	주가(원)	321,100	396,000	396,000	396,000
총포괄이익	51.2	61.2	81.8	106.9	시가총액(십억원)	1,054.5	1,300.5	1,300.5	1,300.5

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION					CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F	(십억원)	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
현금및현금성자산	64.9	105.2	159.0	236.1	영업활동 현금흐름	45.1	68.4	78.3	100.9
매출채권	31.2	31.6	40.7	50.4	당기순이익	50.9	58.2	78.6	103.8
유동자산	151.3	200.5	281.5	387.9	+ 유/무형자산상각비	4.8	5.0	5.1	5.2
유형자산	58.8	60.5	62.1	63.6	+ 종속, 관계기업관련손익	1.1	1.0	1.0	-1.0
투자자산	16.6	28.0	31.9	36.0	+ 외화환산손실(이익)	-0.1	0.0	0.0	0.0
비유동자산	143.0	156.4	161.2	166.2	Gross Cash Flow	71.2	78.1	103.1	132.1
자산총계	294.3	357.0	442.7	554.1	- 운전자본의증가(감소)	-23.5	4.1	-6.3	-7.0
단기성부채	0.3	0.4	0.5	0.6	투자활동 현금흐름	-53.9	-28.1	-24.7	-23.9
매입채무	3.2	4.0	5.1	6.3	+ 유형자산 감소	0.1	0.0	0.0	0.0
유동부채	19.9	24.3	31.3	38.7	- 유형자산 증가(CAPEX)	-15.6	-6.0	-6.0	-6.0
장기성부채	0.0	0.0	0.0	0.0	+ 투자자산의매각(취득)	-6.3	-12.4	-4.9	-3.1
장기충당부채	0.4	0.5	0.6	0.8	Free Cash Flow	29.5	62.4	72.3	94.9
비유동부채	0.5	0.5	0.7	0.9	Net Cash Flow	-8.8	40.3	53.7	77.0
부채총계	20.4	24.8	32.0	39.6	재무활동현금흐름	3.1	0.1	0.1	0.1
자본금	1.6	1.6	1.6	1.6	자기자본 증가	4.0	0.0	0.0	0.0
자본잉여금	144.8	144.8	144.8	144.8	부채증감	-0.9	0.1	0.1	0.1
이익잉여금	106.5	155.9	222.7	311.0	현금의증가	-5.6	40.3	53.8	77.1
비지배주주지분	21.1	29.9	41.6	57.2	기말현금 및 현금성자산	64.9	105.2	159.0	236.1
자본총계	273.9	332.2	410.7	514.5	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) (당장자 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 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2017년 4월 14일 기준)

● 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
74.8%	25.2%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자의견 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 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 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 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작 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](http://www.nhqv.com))에서 이를 조회하실 수 있습니다.