

휴메딕스

200670

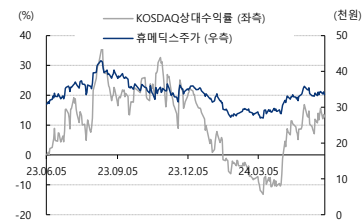
May 31, 2024

Buy 신규
TP 55,000 원 신규

Company Data

현재가(05/30)	33,550 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	43,000 원
52 주 최저가(보통주)	26,950 원
KOSPI (05/30)	2,635.44p
KOSDAQ (05/30)	831.99p
자본금	56 억원
시가총액	3,762 억원
발행주식수 (보통주)	1,123 만주
발행주식수 (우선주)	0 만주
평균거래량 (60 일)	9.7 만주
평균거래대금 (60 일)	33 억원
외국인지분 (보통주)	5.22%
주요주주	
휴온스글로벌 외 11 인	37.47%

Price & Relative Performance



주가수익률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.0	-0.6	7.2
상대주가	3.7	-2.5	7.8



제약바이오 김정현
 3771-9351, jh.kim@iprovest.com



이렇게 성장하는데 이렇게 싸다고?

히알루론산(HA)에 진심인 미용의료 기업, 휴메딕스

휴메딕스는 히알루론산 관련 제품을 제조/판매하는 미용의료 기업. 23년 매출은 1) HA 필러 32.2% 2) 보툴라눔 독신 18.2% 3) 관절염치료제 5.9% 4) 기타(수탁 CMO/원료의약품/안과용제 등) 43.7% 등으로 구성. HA 원재료를 생산해 필러/관절염치료제/점안제/안과용제/원료의약품 등으로 HA가 활용된 제품을 다양하게 생산/판매. HA 필러의 매출 비중 증가와 함께 매출원가율은 21년 60.2%에서 23년 약 53.8%로 6.4%p 감소. 향후 HA 필러 매출 확대와 함께 매출원가율이 하락하며 꾸준히 수익성이 개선될 것으로 기대

1) 필러 수출 확대 2) 화장품 수출 성장 3) 매력적인 Valuation 4) 오버행 종료

투자포인트는 1) 필러 수출 확대 2) 화장품 수출 성장 3) 매력적인 Valuation 4) 오버행 종료, 우선 1) 휴메딕스 필러 매출은 21년 260억, 22년 343억, 23년 491억 기록했으며 24년에는 신규 수출 국가 추가되며 YoY +30% 성장한 637억에 달할 것으로 전망. 향후 5년 내 1,000억까지 성장 가능성 높다고 판단. 2) 또한 국내외 영업 강화에 따라 화장품 사업부 매출은 23년 25억에서 24년 최대 180억까지 성장할 것으로 자체 기대 중. 3) 24e P/E는 9.2배로 미용의료 Peer의 평균 20배 대비 현저히 저평가. Peer 대비 할인된 Valuation은 수출 확대 및 수익성 개선과 함께 빠르게 해소될 것. 4) 기발행된 CB 450억은 23년 지속 전환되며 수급에 부담. 현재 모두 전환 및 상환. 더구나 휴메딕스는 현재 순현금 약 900억 보유. 23년부터 중간+기말 배당 및 자사주 매입도 나서며 적극적인 주주환원의지 알려.

투자의견 Buy, 목표주가 55,000원으로 커버리지 개시

휴메딕스에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 55,000원으로 커버리지 개시. 목표주가의 근거는 24년 EPS에 Peer 미용의료 기업 중 Valuation이 가장 낮은 파마리서치의 P/E 15배 적용. 참고로 휴메딕스의 역사적으로 거래된 Valuation 역시 그리 낮지 않아. 21년 말까지 12m Fwd P/E 15배 이상에서 꾸준히 거래된 바 있어. 22년부터 본격적인 실적 개선과 함께 Valuation은 오히려 낮아진 것. 24년까지 3년 연속 실적 개선세를 증명할 경우 과거의 Valuation으로 빠르게 회복될 것으로 판단. 더구나 최근 미용의료 기기 기업들의 M&A 사례와 함께 Peer들의 Valuation은 상향 중. Conviction Buy 의견 제시.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
매출액(십억원)	123	152	178	202	229
YoY(%)	31.5	23.6	17.1	13.3	13.1
영업이익(십억원)	26	37	50	57	65
OP 마진(%)	21.1	24.3	28.1	28.2	28.4
순이익(십억원)	21	25	41	47	54
EPS(원)	2,115	2,314	3,657	4,174	4,764
YoY(%)	134.5	9.4	58.0	14.1	14.2
PER(배)	13.1	14.6	9.2	8.0	7.0
PCR(배)	6.4	6.9	5.8	5.2	4.7
PBR(배)	2.0	1.9	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA(배)	5.7	6.2	4.4	3.5	2.6
ROE(%)	16.0	14.7	19.0	18.4	17.9

0. 핵심 투자포인트

필러 매출 고속 성장 전망

필러 매출의 가파른 성장이 기대된다. 현재 글로벌 미용 주사제 시장의 성장성은 의심할 필요가 없다. 특히 미용 필러 시장은 23년 25억\$에서 연간 Double Digit 이상 성장해 28년에는 40억 \$에 달할 것으로 예상된다. 미용 주사제 수요 성장에 힘입어 휴메딕스도 23년 필러 매출로 491억을 기록하였으며 이 중 수출 비중은 50%를 상회했다. 더구나 향후 수출이 가파르게 성장할 것으로 예상하는데 이는 기존 주요 수출 국가인 중국 / 브라질 등에서 YoY +30% 매출 성장을 기대할 수 있을 뿐 아니라 2Q24부터는 러시아/이외 CIS 국가/태국/베트남/요르단/사우디 등으로 신규 선적도 예상되기 때문이다. 또한 필러의 장기 성장성의 가시성 역시 높다고 판단한다. 경쟁사인 휴젤의 필러 매출은 500억대에서 1,100억 대까지 성장하는데 불과 5년이 소요되었을 뿐이다. 휴메딕스의 필러 역시 현재의 견조한 국내 영업 현황과 수출 국가 확대 추세를 감안할 때 향후 5년간 비슷한 장기 성장세를 기대해볼 수 있다고 판단한다. 더구나 현재 투자자들은 미용 의료기기에 대한 관심도 훨씬 높아졌고 미용 주사제 성장에 대한 가시성도 과거 대비 훨씬 높아졌다고 판단한다.

압도적인 Valuation 매력

경쟁 Peer 대비 휴메딕스의 Valuation은 현저히 저평가된 상황이다. 휴메딕스의 24년 예상 P/E는 9.2배 수준으로 일반적인 미용의료기기 기업들의 24E P/E가 20배 이상에서 거래가 되고 가장 낮은 파마리서치도 24E P/E 15배 이상을 인정받고 있는 것에 비해 현저히 낮다. 이와 같이 현저히 낮은 Valuation은 Peer와 유사한 수준으로 빠르게 상향될 것으로 판단하는데 이는 1) 필러 매출이 빠르게 성장하며 미용 제품 매출 비중이 현재 50% 이상에서 추가적으로 늘어날 것으로 예상되는 점, 2) 영업이익 예상 성장률이 YoY +26%로 경쟁 미용 의료기기 기업 대비 유사한 수준인 점, 3) 수익성이 높은 필러 매출 성장과 함께 전사 수익성도 꾸준히 개선될 것으로 예상되는 점 등을 근거로 한다. 사모펀드들의 미용의료기기 기업 M&A 러쉬와 함께 향후 미용 섹터의 Valuation이 추가로 상승할 수도 있는 만큼 휴메딕스의 Valuation도 보다 우호적으로 재평가될 것으로 예상된다.

오버행 종료 적극적인 주주환원의지

오버행 우려가 사라졌으며 휴메딕스도 이에 맞춰 적극적인 주주환원의지를 알리고 있다. 휴메딕스는 21년 4월 전환사채 450억을 발행한 바 있으며 해당 물량은 23년 내내 전환되며 수급 부담으로 작용되었다. 특히 전환가액 21,450원에 합계 126만주 정도 전환되었는데 이는 상장주식수의 10% 이상, 유통주식수의 20% 이상이 시장에 풀린 것이다. 다만 이 같은 신종자본증권 전환에 따른 수급 부담은 24년 1월로 전망 전환 및 상환으로 사라졌고 이제 휴메딕스는 900억에 달하는 현금성 자산을 보유한 우량한 회사로 변모했다. 23년부터 중간배당+결산배당 등을 실시하며 적극적인 주주 환원 의지를 알렸고 24년에도 중간 배당을 결정하고 자사주 매입 30억 공시를 하는 등 다양한 형태의 주주환원책을 준비하고 있다. 또한 휴메딕스는 연결 자회사 없이 개별재무제표만 공개하고 있는 점 역시 수출 기업의 실적 가시성을 높이는 요소이기도 하다. 신종자본증권에 의한 수급부담이 사라지고 우량한 재무구조를 보유한 미용 의료기기 기업에 대한 높은 관심이 필요한 시기이다.

1. 기업 개요

필러 중심으로 성장한 미용의료기기 기업

휴메딕스는 2002년에 설립된 한약마을을 모태로 설립된 제약사로 2005년부터 히알루론산(HA) 연구에 집중하며 기술력을 쌓는다. 그리고 2010년 휴메딕스가 경영권을 포함한 대주주 지분을 인수하며 휴메딕스로 사명이 변경되었다. 성장 초기에는 히알루론산을 기반으로 한 관절염 치료제 등이 주력 제품이었다. 이후 미용 사업 확대와 함께 미용 필러 엘라비에의 매출이 빠르게 성장한다. 또한 동사는 2015년 정식으로 중국에 진출해 현재까지 꾸준히 실적이 성장하고 있으며 브라질 등 남미 매출도 빠르게 증가했다. 이외에도 기술력의 바탕이 되었던 히알루론산 생산을 바탕으로 점안제, 원료의약품 등을 꾸준히 생산했다. 최근에는 필러 브랜드를 활용한 화장품 매출이 빠르게 성장할 것으로 기대되고 있으며 중국/베트남 등으로 해외 수출도 기대되고 있다.

[도표 1] 휴메딕스 연혁

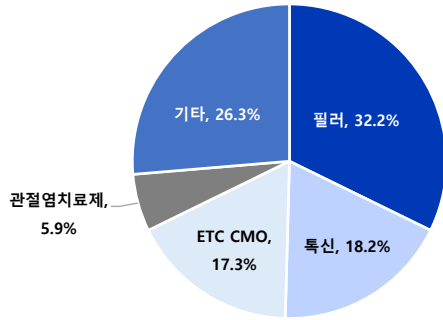
일시	내용
2002.08	한약 및 천연물질 중심의 신약 개발사 한약마을 설립
2005	회사의 핵심 기술력의 기반이 되는 히알루론산(HA) 연구 시작
2007.04	한약마을에서 (주)HVLS 로 사명 변경
2010.08	휴메딕스 인수 후 자회사로 편입, 휴메딕스로 사명도 변경
2012.01	필러 제품 엘라비에 국내 식약처(KFDA) 허가 취득
2014.12	코스닥 상장
2015.03. 08	엘라비에에딤라인 플러스 중국식품약품감독관리국(CFDA) 정식 등록 후 현지 런칭
2015.12	히알루론산 필러 엘라비에, 유럽 CE 인증 획득
2019.03	1 회 제형 골관절염 치료제 '휴미아주' 국내 품목 허가
2019.06	보툴리눔 독신 리즈톡스 출시, 휴메딕스는 리즈톡스의 국내 판매/유통 담당
2019.12	더말 필러 제품 연간 매출 200 억 상회
2022.12	더말 필러 제품 연간 매출 343 억 기록하며 고성장 이어가
2023.12	더말 필러 제품 연간 매출 491 억 기록하며 고성장

자료: 교보증권 리서치센터

휴메딕스 [200670]

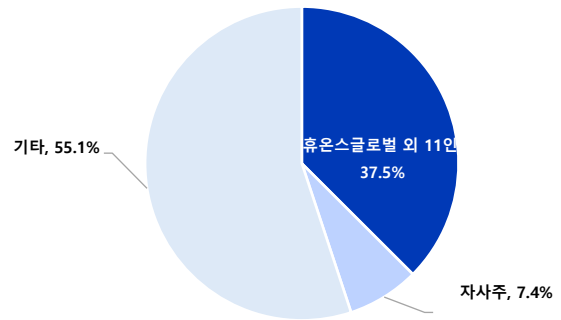
이렇게 성장하는데 이렇게 싸다고?

[도표 2] 휴메딕스 제품별 매출 비중(2023년 기준)



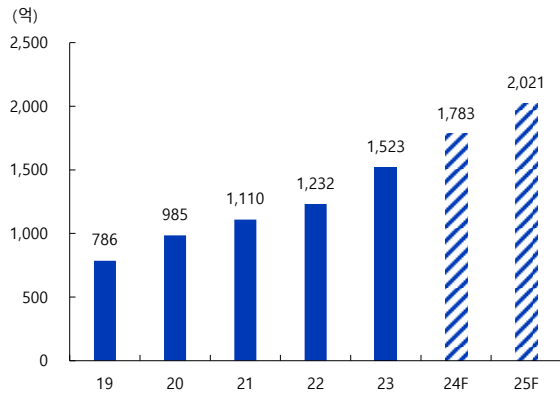
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] 휴메딕스 지분 구성(24년 5월 기준)



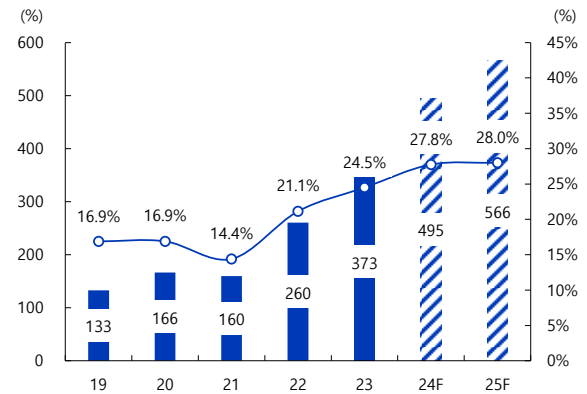
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 4] 휴메딕스 연간 매출 (24년 이후 추정치)



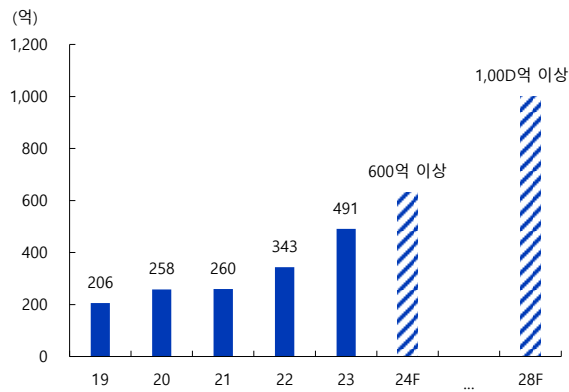
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 5] 휴메딕스 연간 영업이익/OPM (24년 이후 추정치)



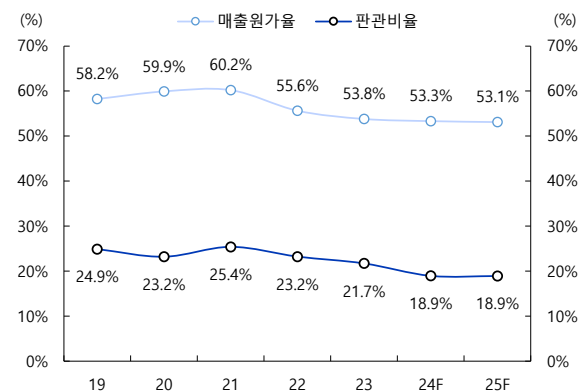
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 6] 휴메딕스 필러 매출 추이



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 7] 휴메딕스 매출원가율/판매비율(24년 이후 추정치)



자료: 교보증권 리서치센터

2. 주요 사업부

히알루론산 기반의 제품 라인업 다수 보유

휴메딕스는 필러/관절염치료제/점안제 등 히알루론산을 활용한 제품의 개발/판매/제조 사업을 주력으로 영위하며 휴온스 그룹의 특신 제품 리즈톡스의 국내 유통도 담당한다. 동사 매출에서 가장 큰 비중을 차지하는 제품은 엘라비에/리볼라인 등 필러 제품으로 12년 국내 출시되고 15년에는 중국에 정식으로 출시한 바 있다. 18년까지 연간 100억 대 매출로 성장한 뒤 이후 수출 확대와 함께 21년에는 260억, 22년 343억, 23년 491억까지 성장 속도가 가속화되고 있다. 최근에는 중국/브라질 등으로 수출 물량이 확대되고 있을 뿐 아니라 신규 수출 국가도 추가되고 있다. 휴메딕스 상장 초기 주력 제품이었던 히알루론산 성분 관절염치료제의 경우 역시 연간 100 이하의 매출을 꾸준히 기록하고 있는데 상장 초기에는 성장이 기대되었으나 현재 추가적인 성장은 정체되었다. 특신 제품 리즈톡스의 경우 휴온스바이오파마로부터 공급받아 휴메딕스의 필러 제품과 함께 국내에서 번들링 전략을 활용하게 된다.

[도표 8] 휴메딕스의 주요 제품. 필러 제품 엘라비에



자료: Humedix, 교보증권 리서치센터

[도표 9] 관절염 치료제 하이히알원스



자료: Humedix, 교보증권 리서치센터

[도표 10] 리즈톡스 50 / 100 / 200 unit, 특신 제품



자료: Humedix, 교보증권 리서치센터

[도표 11] 휴메딕스가 CMO 사업을 영위하는 제천의 2공장



자료: Humedix, 교보증권 리서치센터

2-1. 성장성을 의심할 필요 없는 HA 필러

휴메딕스 필러 라인업

- 1) 엘라비에
- 2) 리볼라인

휴메딕스의 대표 제품은 히알루론산 (Hyaluronic Acid, HA)을 활용한 필러이다. 휴메딕스의 필러 라인업은 세부적으로는 다양하나 크게 1) 엘라비에 2) 리볼라인 으로 나눌 수 있다. 엘라비에는 40~50 대를 대상으로 한 보다 프리미엄 라인이고 리볼라인은 20~30 대 젊은 세대를 대상으로 한 제품이다. 두 제품간 점탄성 등 물성에 다소간 차이가 있다.

글로벌 미용 주사제 시장 연간 10% 이상 성장

글로벌 미용 주사제 시장의 성장성은 의심할 필요가 없고 특히 진입자들의 매출 성장 속도가 가파르다. 글로벌 미용 독신/필러 판매 기업 Evolus 에 따르면 글로벌 미용 독신/필러 주사제 시장은 23 년 60 억\$에서 28 년 최대 100 억\$으로 성장할 것으로 예상되며 이 중 필러는 23 년 25 억\$에서 연간 Double Digit 이상 성장해 28 년에는 40 억\$에 달할 것으로 가정하고 있다. 동시에 주목할 점은 글로벌 1 위 필러 제품인 Abbvie 의 Juvederm 의 23 년 매출은 YoY -4%인 13.8 억\$를 기록했다는 점이다. 미용 의료 시장이 Double Digit 이상으로 성장하는 상황에서 1 위 제품의 매출이 오히려 감소했다는 점은 신규 수요의 상당 분이 신규 경쟁자들에 의해 잠식당하고 있는 것을 의미한다. 휴메딕스가 중국/브라질 등에서 성공적으로 매출을 확대해나가는 것도 이러한 맥락에서 이해할 수 있다.

수출 국가 지속 확대 중

또한 휴메딕스의 필러 수출 국가는 지속적으로 늘어나고 있다. 휴메딕스의 주요 수출 국가는 현재는 중국(약 100 억대 후반) / 브라질(약 80 억대) 등이며 이 두 국가 모두 미용 주사제 수요가 고성장하는 대표적인 지역이다. 이 두 국가에서는 24 년에도 30% 이상의 매출 성장을 기대하고 있다. 또한 2Q24 부터 신규 수출 국가 등이 추가될 예정이다. 러시아향 수출은 2Q24 부터 신규로 반영되며 이외 CIS 국가향 매출도 2H24 부터 인식될 전망이다. 또한 태국/베트남/요르단/사우디 등으로 2H24 에 신규 수출이 기대되고 있다. 새로운 수출 국가가 늘어나는 만큼 24 년에도 연간 필러 매출은 YoY +30% 성장할 것으로 전망한다.

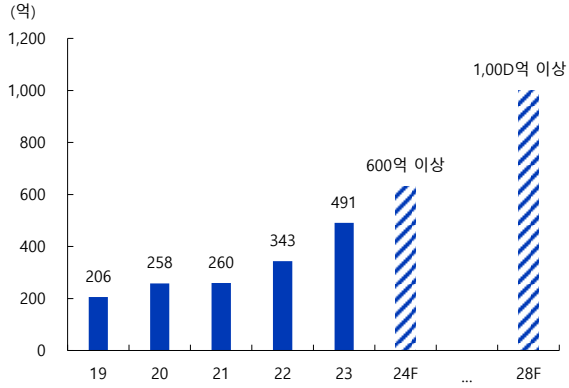
경쟁사 휴젤 필러 매출 18년 약 500억 23년 약 1,200억 5년간 2배 이상 성장

경쟁사 매출 성장 추이를 볼 때 필러의 장기 성장성에 대한 가시성도 높다고 판단한다. 이는 대표적인 메디컬 에스테틱 기업인 휴젤의 필러 매출 성장 추이를 통해 가능해볼 수 있다. 아래에서 보듯 휴젤의 필러 매출은 18 년 482 억을 기록한 뒤 23 년에는 1,178 억에 달했다. 연간 약 500 억의 필러 매출이 5~6 년간 CAGR +20%씩 꾸준히 성장하는 모습을 보인 것이다. 휴메딕스의 23 년 필러 매출은 491 억이다. 휴젤의 필러 매출 성장률을 감안한다면 휴메딕스의 필러 매출은 고성장할 수 있는 여지가 여전히 크게 남아있다고 판단한다. 휴메딕스의 필러 글로벌 M/S 는 23 년 M/S 1.5%로 추정되는데 만약 28 년 2%로 성장한다고만 가정해도 28 년 매출 약 1,000 억을 기대해볼 수 있는 것이다. 더구나 2024 년에는 다양한 미용의료기기 기업의 주가 상승과 함께 과거보다 성장에 대한 가시성은 더욱 높아진 상황이다.

휴메딕스 [200670]

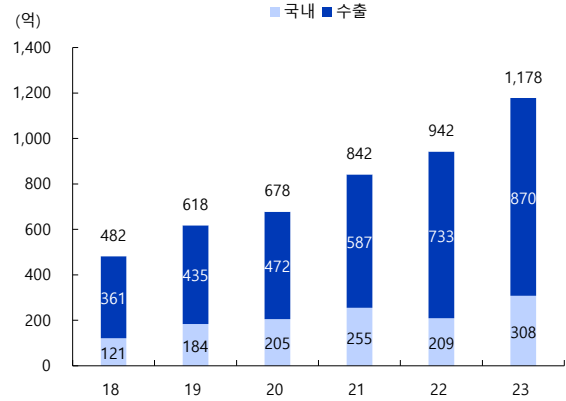
이렇게 성장하는데 이렇게 싸다고?

[도표 12] 휴메딕스 필러 매출 추이



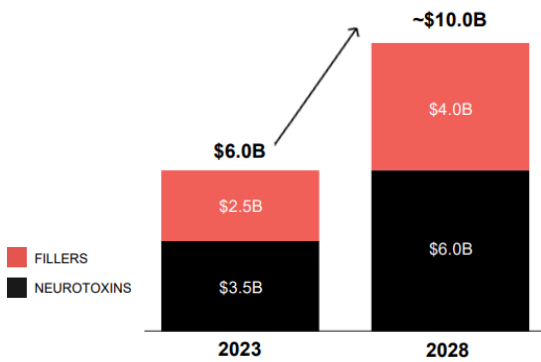
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 13] 휴젤 필러 매출 추이



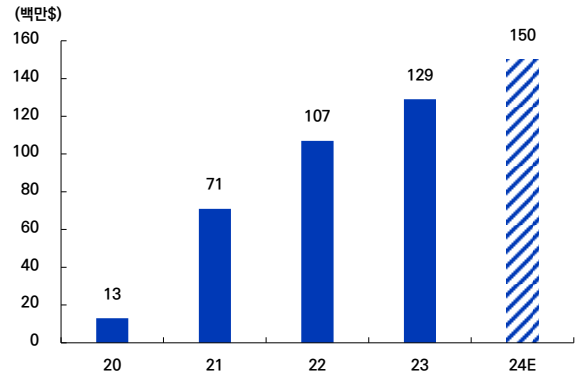
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 14] 글로벌 미용 특신/필러 시장. 5년간 CAGR +10%



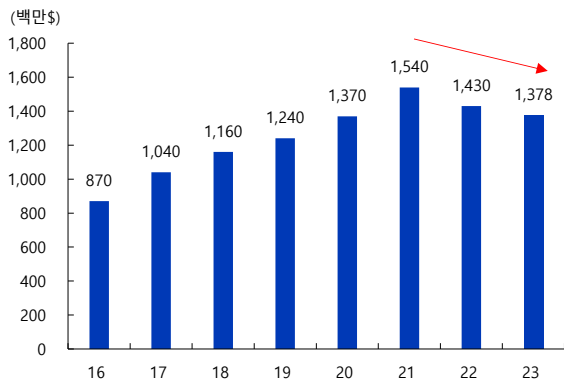
자료: Evolus, 교보증권 리서치센터

[도표 15] Revance의 필러 RHA Collection 연간 매출 추이



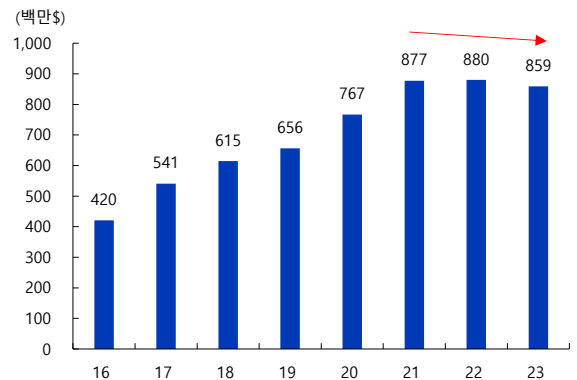
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 16] 글로벌 1위 필러 Abbvie의 Juvederm 연간 매출 추이



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 17] Abbvie의 Juvederm ex-US 연간 매출 추이



자료: 교보증권 리서치센터

2-2. 24년 화장품 수출 큰 폭 성장 기대

화장품 수출 확대 기대

휴메딕스의 화장품 사업은 2024년 큰 폭의 성장이 기대된다. 그 동안 동사는 화장품 사업 매출이 연간 20~30억 수준에서 24년부터 180억 이상의 매출을 기대하고 있다. 우선 2Q24에는 필러 브랜드 엘라비에가 활용된 화장품을 국내 홈쇼핑 등에 본격적으로 판매하기 시작했으며 24년 3월에는 대련 웨이미스 트레이딩과 중국 총판 계약을 맺으며 중국 진출 계획도 공개한 바 있다. 엘라비에 필러는 중국에서 이미 잘 알려져 있는 브랜드인 만큼 동 브랜드를 활용한 화장품 수출 확대에 대한 기대감이 높은 상황이다. 이외에도 베트남 등으로도 2Q24부터 수출이 시작될 예정이다.

[도표 18] 휴메딕스의 특신 제품, 리즈톡스



자료: Humedix, 교보증권 리서치센터

[도표 19] 휴메딕스의 화장품 사업 확대 전망



자료: Humedix, 교보증권 리서치센터

2-3. 리즈톡스 특신, 필러의 파트너

리즈톡스 국내 유통

휴메딕스는 휴온스바이오파마 리즈톡스의 국내 유통을 담당하고 있다. 국내 보툴리눔 독신(Botulinum Toxin, 이하 특신) 시장 크기는 조사기관마다 다르나 연간 약 1,600 억대로 추정하고 있으며 리즈톡스의 시장 점유율은 10% 후반으로 추정된다. 미용 의료 유통에서 특신/필러/의료기기 번들링 전략은 유효한 만큼 리즈톡스 판매는 매출 성장 뿐만 아니라 국내 필러 판매에도 중요한 역할을 한다.

국내 특신은 치열한 가격 경쟁 중

다만 최근 국내 특신 시장은 치열한 가격 경쟁에 진입했다. 경쟁사의 신제품 출시와 함께 치열한 가격 경쟁이 시작되었으며 휴메딕스/휴젤/대웅제약 등 특신 생산 기업들의 일정부분 이러한 가격 경쟁에 일정 부분 참여하고 있다. 다만 휴메딕스는 해당 매출을 휴메딕스바이오파마로부터 매입해서 판매하는 상품으로 인식하고 있기 때문에 향후 가격 경쟁이 지속되더라도 휴메딕스의 수익성에 미치는 영향이 크지는 않을 것으로 판단된다.

2-4. 전문의약품(CMO) 및 안과용제 시장

CMO 매출 지속 확대 중

휴메딕스는 앰플/바이알/주사제 CMO 전문의약품 사업을 영위하고 있다. 휴메딕스의 제천 1/2 공장은 주로 앰플/바이알/프리필드시린지/1 회용 점안제 등을 수주 기반으로 생산/판매 하는 것이다. 특히 18 년에 증설된 제천 2 공장은 최신 PFS 생산 설비를 충분히 확보하고 있어 다양한 CMO 수요에 대응하고 있다. 또한 동사는 롬멜락사의 1회용 점안제 설비를 도입했으며 연간 1.5억관 규모의 점안제 생산 능력을 갖춘 상황이다. 24 년 전문의약품/안과용제 매출/원료의약품은 연간 약 540 억으로 추정된다. 반면 Full Capa 기준 1 공장은 500 억, 2 공장 2,000 억 규모의 수준으로 현재 유휴 CAPA 가 충분해 향후 3~4 년간은 꾸준히 매출이 성장할 수 있을 것으로 예상된다.

[도표 20] 휴메딕스의 제천 2 공장 전경



자료: Humedix, 교보증권 리서치센터 추정

[도표 21] 휴메딕스의 제천 2 공장 내 최신식 1 회용 점안제 생산 설비



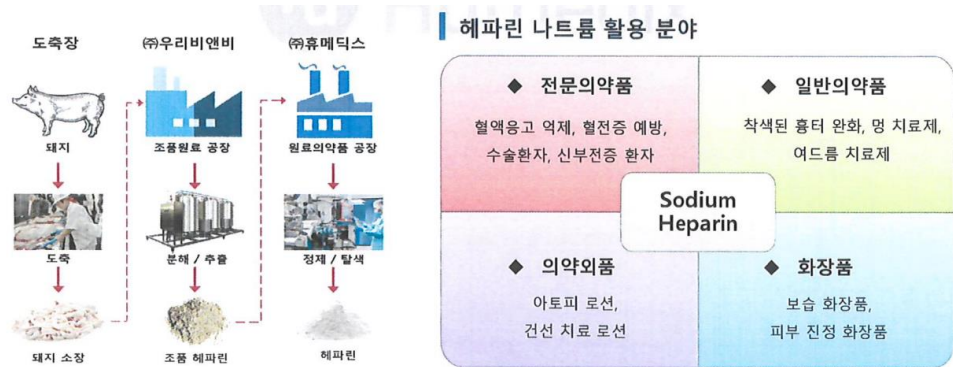
자료: Humedix, 교보증권 리서치센터 추정

2-5. 헤파린나트륨이 추가될 원료의약품 사업

헤파린나트륨
신규 사업 진출

휴메딕스는 히알루론산 기반으로 성장해왔던 만큼 2008년부터 히알루론산나트륨 원료공급 사업도 영위하고 있다. 히알루론산나트륨은 미용 필러, 관절염주사제, 점안제 등 휴메딕스의 자체 제품에도 활용되기도 하지만 원료의약품 단계에서 외부 판매되고 있다. 또한 휴메딕스는 24년 3월 돼지 소장에서 추출해 원료의약품 등으로 활용하는 헤파린 나트륨의 원료의약품 등록에 국내 최초로 성공했으며 올해부터 추가로 매출을 인식할 수 있을 것으로 예상된다. 헤파린 나트륨의 국내 공급은 전량 중국에 의존하고 있기 때문에 빠른 국산화 효과도 기대된다.

[도표 22] 휴메딕스의 헤파린나트륨 원료의약품 사업



자료: Humedix, 교보증권 리서치센터 추정

2-6. HA 관절염치료제, 하이히알

관절염치료제
점진적 실적 성장 기대

휴메딕스는 히알루론산 기반 관절염치료제 하이히알을 제조/판매하고 있다. 하이히알은 상장 초기 주력 매출원으로 빠른 매출 성장이 기대되기도 했으나 2015년 148억의 매출을 기록한 후 다양한 경쟁 관절염치료제 등장과 함께 매출은 100억대에서 정체된 상황이다. 다만 1회 투약 제형인 하이히알원스 등을 출시하였으며 유럽 CE 인증도 추가로 받는 등 향후 꾸준한 매출 성장이 기대되는 제품이다.

[도표 23] 관절염치료제 하이히알



자료: Humedix, 교보증권 리서치센터 추정

3. 실적 추정

24년 매출 1,783억
OP495억 예상

휴메딕스의 24년 매출은 1,783억, 영업이익은 495억으로 추정한다. 휴메딕스의 24년 실적 추정의 주요 가정은 1) 필러 매출 637억 (YoY +30%) 2) 화장품 180억 (YoY +150억) 3) 필러 매출 비중 증가에 따른 매출원가율 -0.5%p 추가 개선 4) 매출 대비 판관비율 2.8%p 하락 5) 순현금 축적에 따른 영업외 이자 수익 발생 등이다.

[도표 24] 휴메딕스 분기 & 연간 실적 전망

	1Q22	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	361	398	397	367	412	437	458	476	1,523	1,783	2,021
QoQ(%)	10.5%	10.1%	-0.3%	-7.4%	12.1%	6.1%	4.8%	3.9%			
YoY(%)	34.5%	25.3%	24.3%	12.4%	14.0%	9.9%	15.5%	29.6%	23.6%	17.1%	13.4%
필러	113	114	137	127	148	155	161	173	491	637	745
QoQ(%)	13.0%	0.8%	20.0%	-7.1%	16.3%	5.0%	3.9%	7.5%			
YoY(%)	64.6%	46.9%	40.8%	26.9%	30.6%	36.0%	17.8%	36.2%	42.9%	29.7%	17.0%
매출원가	194	210	203	212	228	235	242	245	819	950	1,073
(%)	53.8%	52.8%	51.2%	57.6%	55.5%	53.7%	52.9%	51.5%	53.8%	53.3%	53.1%
QoQ(%)	7.4%	8.0%	-3.2%	4.2%	7.9%	2.8%	3.2%	1.2%			
YoY(%)	24.7%	19.0%	18.2%	16.9%	17.5%	11.8%	19.2%	15.8%	19.5%	16.0%	12.9%
판관비	74	74	80	103	77	82	87	91	330	338	382
(%)	20.4%	18.6%	20.1%	28.1%	18.7%	18.8%	19.1%	19.1%	21.7%	18.9%	18.9%
QoQ(%)	-11.3%	0.0%	8.1%	29.2%	-25.4%	6.8%	6.5%	4.0%			
YoY(%)	6.0%	13.9%	16.5%	24.0%	4.2%	11.3%	9.6%	-11.7%	15.5%	2.1%	13.2%
영업이익	93	114	114	53	106	120	128	140	373	495	566
OPM	25.8%	28.7%	28.6%	14.3%	25.9%	27.5%	28.0%	29.4%	24.5%	27.8%	28.0%
QoQ(%)	48.5%	22.4%	-0.3%	-53.7%	102.5%	12.9%	6.7%	9.1%			
YoY(%)	116.0%	49.4%	44.7%	-16.1%	14.4%	5.5%	12.9%	166.0%	43.3%	32.6%	14.4%
순이익	111	33	72	32	93	99	106	116	248	414	465
(%)	30.7%	8.2%	18.2%	8.8%	22.5%	22.6%	23.2%	24.4%	16.3%	23.2%	23.0%
QoQ(%)	-693.1%	-70.4%	120.0%	-55.0%	185.4%	6.8%	7.2%	9.4%			
YoY(%)	-2.9%	-39.3%	16.2%	-273.8%	-16.4%	201.5%	47.0%	257.4%	17.3%	66.6%	12.3%

자료: 교보증권 리서치센터

4. Valuation 및 목표 추가

Peer는 클래식스, 휴젤, 파마리서치, 제이시스메디칼, 원텍, 비올 등

휴메딕스에 대한 투자를 고민해보았던 투자자라면 드는 의문은 다른 미용 기업에 비해 밸류에이션이 낮은 이유 일 것이다. 휴메딕스의 통상적인 Peer 군으로는 1) 휴젤, 케어젠, 메디톡스, 파마리서치, 바이오플러스 등 특신/필러 전문 기업이고 보다 광의의 Peer 군들은 2) 클래식스, 제이시스메디칼, 원텍, 비올 등 의료기기 기업 등까지 포함할 수 있다. 이 중 실적 컨센서스가 있는 기업은 클래식스, 휴젤, 파마리서치, 제이시스메디칼, 원텍, 비올 등이며 이들의 24 P/E는 15~30배 사이에서 형성되어 있는 반면 휴메딕스는 컨센서스 기준 11배 수준에서 거래되고 있다.

24eP/E 15배 보수적인 수준

결론적으로 휴메딕스의 다른 미용기업 현저히 낮은 Valuation은 빠르게 정상화될 것으로 판단한다. 우선 1) 휴메딕스는 미용제품(특신/필러) 매출 비중이 50% 이상에 달하는 만큼 충분히 미용 의료기기 기업으로 분류할 수 있다. 2) 또한 다른 미용 의료기기 기업 대비 성장성이나 수익성이 열위에 있지 않다. 휴메딕스의 올해 영업이익의 성장률은 YoY +25.5%로 Peer 그룹과 유사한 이익 성장성(YoY +16~48%)을 보이고 있다. 3) 또한 휴메딕스의 역사적인 멀티플도 낮지 않았다. 19년 상반기까지는 높은 성장성을 여전히 인정받으며 12m Fwd P/E 15 이상에서 거래되었으나 19년~21년의 이익 성장 정체기에 진입하면서 21년 이후 12m Fwd P/E 10대로 하락한 것 뿐이다. 만약 현재와 같이 필러의 수출 확대 구간에 진입해 수익성 개선 효과를 증명할 경우 멀티플 확장과 순이익 성장 모두 가능할 것으로 판단한다. Peer군 중 Valuation이 가장 낮은 파마리서치의 24e P/E인 15배 이상과 유사한 수준으로 조기에 재평가될 것으로 판단한다.

투자의견 Buy 목표주가 55,000원

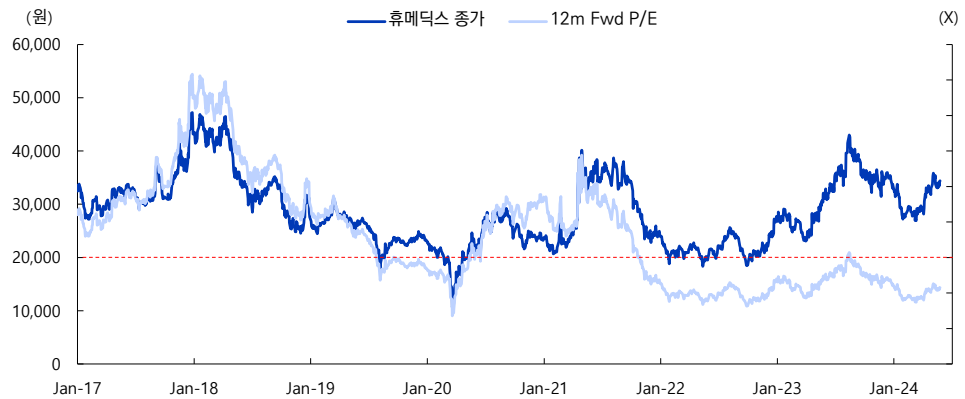
휴메딕스에 대한 투자의견 Buy, 목표주가는 55,000원을 제시한다. 휴메딕스의 24년 예상 EPS 3,657원에 목표 P/E 15배를 적용하였다. 목표 P/E를 선정한 기준은 컨센서스가 있는 국내 미용의료기업 중 가장 낮은 Multiple을 인정받는 파마리서치의 것을 준용하였다.

[도표 25] Peer 군의 매출/영업이익/순이익 비교(컨센서스 기준)

역 원	시가총액	24E P/E	매출			영업이익			순이익		
			23	24E	25E	23	24E	25E	23	24E	25E
휴메딕스	3,768	10.5	1,523	1,793	2,088	373	468	547	248	359	407
			17.7%	16.5%		25.5%	16.9%		44.8%	13.4%	
클래시스	30,720	29.3	1,801	2,306	2,837	896	1,174	1,480	742	1,049	1,241
			28.0%	23.0%		31.0%	26.1%		41.4%	18.3%	
휴젤	23,103	21.0	3,197	3,656	4,266	1,178	1,373	1,689	977	1,102	1,295
			14.4%	16.7%		16.6%	23.0%		12.8%	17.5%	
파마 리서치	14,645	15.5	2,610	3,194	3,688	923	1,155	1,365	773	944	1,163
			22.4%	15.5%		25.1%	18.2%		22.1%	23.2%	
제이시스 메디칼	9,189	21.6	1,430	1,874	2,266	363	536	695	251	426	543
			31.0%	20.9%		47.7%	29.7%		69.7%	27.5%	
원텍	6,602	14.1	1,156	1,477	1,936	460	567	782	388	468	656
			27.8%	31.1%		23.3%	37.9%		20.6%	40.2%	
비율	6,017	19.3	425	614	855	223	328	463	216	312	403
			44.5%	39.3%		47.1%	41.2%		44.4%	29.2%	

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 26] 휴메딕스의 증가 및 역사적 12m Fwd P/E 추이



자료: 교보증권 리서치센터 추정

[도표 27] 목표주가 산정

	24년 EPS	목표 P/E	목표주가
휴메딕스	3,657	15	54,855
목표주가			55,000

자료: 교보증권 리서치센터

[휴메딕스 200670]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	123	152	178	202	229
매출원가	69	82	95	96	108
매출총이익	55	70	83	107	121
매출총이익률 (%)	44.4	46.2	46.7	52.7	52.7
판매비와관리비	29	33	34	50	56
영업이익	26	37	50	57	65
영업이익률 (%)	21.1	24.5	27.8	28.0	28.3
EBITDA	38	49	61	68	76
EBITDA Margin (%)	30.5	31.9	34.2	33.7	33.4
영업외손익	3	-5	2	3	3
관계기업손익	1	-2	4	3	2
금융수익	4	6	7	8	10
금융비용	-9	-9	-8	-8	-8
기타	8	0	0	0	0
법인세비용차감전순손익	29	32	52	59	68
법인세비용	8	8	11	13	14
계속사업순손익	21	25	41	47	54
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	21	25	41	47	54
당기순이익률 (%)	17.2	16.3	23.0	23.2	23.4
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	21	25	41	47	54
지배순이익률 (%)	17.1	16.3	23.0	23.2	23.4
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	21	25	41	47	54
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	21	25	41	47	54

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

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	38	31	46	53	60
당기순이익	21	25	41	47	54
비현금항목의 가감	22	27	23	25	26
감가상각비	11	11	11	11	11
외환손익	0	0	0	0	0
자본법평가손익	-1	2	-4	-3	-2
기타	12	14	16	17	17
자산부채의 증감	-4	-11	-11	-10	-11
기타현금흐름	-1	-10	-8	-8	-9
투자활동 현금흐름	54	-15	-13	-14	-14
투자자산	17	-6	-1	-1	-1
유형자산	-7	-9	-12	-12	-12
기타	44	0	0	-1	-1
재무활동 현금흐름	-11	-26	-26	-25	-25
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	-4	-7	-5	-5	-5
기타	-7	-19	-20	-19	-19
현금의 증감	81	-10	26	34	40
기초 현금	9	91	80	107	140
기말 현금	91	80	107	140	181
NOPLAT	19	29	39	45	51
FCF	19	20	28	34	40

자료: 휴메딕스, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	141	130	164	205	254
현금및현금성자산	91	80	107	140	181
매출채권 및 기타채권	22	20	23	26	30
재고자산	21	29	34	38	43
기타유동자산	7	1	1	1	1
비유동자산	87	90	91	93	94
유형자산	50	50	51	52	53
관계기업투자금	3	5	6	7	8
기타금융자산	18	20	20	20	20
기타비유동자산	15	14	14	13	13
자산총계	227	220	255	298	348
유동부채	85	20	19	20	21
매입채무 및 기타채무	14	14	15	16	17
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	1	1	0	0	0
기타유동부채	70	4	4	4	4
비유동부채	3	2	2	3	4
차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	3	2	2	3	4
부채총계	88	22	22	23	25
지배지분	139	198	234	275	323
자본금	5	6	6	6	6
자본잉여금	90	130	130	130	130
이익잉여금	80	98	134	175	223
기타자본변동	-36	-35	-35	-35	-35
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	139	198	234	275	323
총차입금	36	3	1	1	0

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	2,115	2,314	3,657	4,174	4,764
PER	13.1	14.6	9.2	8.0	7.0
BPS	13,912	17,637	20,816	24,504	28,782
PBR	2.0	1.9	1.6	1.4	1.2
EBITDAPS	3,764	4,530	5,423	6,069	6,801
EV/EBITDA	5.7	6.2	4.4	3.5	2.6
SPS	12,352	14,197	15,877	17,997	20,356
PSR	2.2	2.4	2.1	1.9	1.6
CFPS	1,916	1,838	2,460	3,025	3,530
DPS	500	525	525	525	525

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	31.5	23.6	17.1	13.3	13.1
영업이익 증가율	113.5	43.3	32.7	14.3	14.3
순이익 증가율	135.3	17.3	65.4	14.1	14.2
수익성					
ROIC	24.3	36.6	44.7	47.0	49.7
ROA	10.0	11.1	17.3	16.9	16.6
ROE	16.0	14.7	19.0	18.4	17.9
안정성					
부채비율	63.3	11.1	9.2	8.3	7.7
순차입금비율	15.7	1.2	0.5	0.2	0.1
이자보상배율	8.2	25.8	55.9	68.0	83.1

휴메딕스 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2024.05.31	매수	55,000							

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 것이나, 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 저작권은 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_2024.03.29

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	95.6	2.9	1.5	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