

# 휴젤

## 145020

Aug 08, 2024

Buy

유지

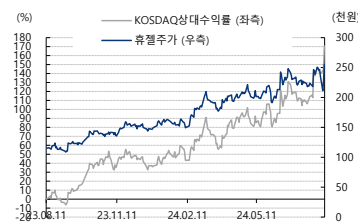
TP 300,000 원

상향

## Company Data

현재가(08/07)	255,000 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	255,000 원
52 주 최저가(보통주)	104,400 원
KOSPI (08/07)	2,568.41p
KOSDAQ (08/07)	748.54p
자본금	63 억원
시가총액	32,140 억원
발행주식수(보통주)	1,260 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	7.8 만주
평균거래대금(60 일)	184 억원
외국인지분(보통주)	55.61%
주요주주	
Aphrodite Acquisition Holdings LLC	42.49%

## Price &amp; Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	12.3	64.0	138.1
상대주가	27.2	77.9	185.7



제약/바이오 김정현

3771-9351, jh.kim@iprovest.com



KYOBO 교보증권

## 2Q24 Re. 어닝 서프라이즈! (Q&A 포함)

### 2Q24 실적 리뷰

2Q24 매출 954억(QoQ +28.4%, YoY +17.0%), OP 424억(QoQ +77.1%, YoY +51.6%, OPM +44.5%) 기록. 5/10일 교보증권 추정치(910억/336억)나 컨센서스(909억/327억)을 크게 상회. 어닝 서프라이즈의 배경은 1) 대규모 중국 특신 매출이 인식된 점. 2) 예상보다 ITC 비용 감소한 점. 기존에는 분기당 35~40억 인식했으나 동 분기 20억 이하 인식. 3) 그 동안 축소되어오던 휴젤 아메리카 등 인건비가 다시 한번 추가로 감소하며 인건비 감소 4) 전반적인 R&D 비용 및 마케팅 비용도 합리적인 수준에서 집행된 점 등. 종합적으로 중국 특신 매출과 합리적 비용 통제로 예상보다 낮은 판관비율(매출 대비 판관비율 1Q24 44.6% → 2Q24 30.5%)을 기록한 영향

### 2024년 실적 전망

24년 매출 3,679억(YoY +15.1%), OP 1,490억(YoY +26.5%, OPM 40.5%) 기록 전망. 5/10일 교보증권 추정치(3,626억/1,361억)를 상향한 것. 컨센서스는 매출 3,721억/OP 1,432억. 기존 특신/필러 매출성장 가정은 각각 YoY 약 +150억/140억이었으나 각각 YoY +231억/+219억으로 상향. 여기에 ITC 비용 부담이 사라지며 매출 대비 판관비율은 23년 40.1%에서 24년 35~36%대로 감소할 것으로 전망

### 투자의견 Buy, 목표주가 30만원 상향

투자의견 Buy, 목표주가 30만원으로 상향. 목표주가 상향의 근거는 기존 목표 P/E 30배에 상향된 24년 예상 EPS를 적용한 것. 휴젤은 기대했던 대로 ITC 예비 결정에서 승소하며 연간 균주 논쟁의 불확실성을 제거했을 뿐 아니라 연간 150억 정도의 ITC 비용도 절감 가능해져. 더구나 동사는 이번 실적 컨콜을 통해 EBITDA 가이던스 YoY +25~30% 성장 가이던스도 유지하는 실적 자신감 보여. 향후 관건은 미국 특신 파트너사인 베네브의 성과. 참고로 가장 최근에 미국에 출시된 특신 제품 Revance의 Daxxify(4Q22부터 판매)는 출시 후 첫 4개분기 동안 7,100만 \$의 매출을 기록. 베네브와의 계약은 추가적인 비용이 소요되지 않는 우호적인 조건의 계약으로 향후 의미있는 재무적인 성과를 기대해볼 만

### Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
매출액(십억원)	282	320	368	417	467
YoY(%)	21.5	13.5	15.1	13.4	12.0
영업이익(십억원)	101	118	149	168	190
OP 마진(%)	35.8	36.9	40.5	40.3	40.7
순이익(십억원)	61	98	126	131	149
EPS(원)	4,629	7,517	10,009	10,432	11,798
YoY(%)	0.1	62.4	33.2	4.2	13.1
PER(배)	29.1	19.9	25.5	24.4	21.6
PCR(배)	13.8	13.6	14.8	13.2	11.8
PBR(배)	2.1	2.4	3.5	3.1	2.7
EV/EBITDA(배)	11.4	11.3	16.8	14.3	12.0
ROE(%)	7.3	12.1	14.9	13.5	13.3

[도표 1] 휴젤 분기 &amp; 연간 실적 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24F	4Q24F		2023	2024F	2025F
매출액	644	816	848	889	743	954	937	1,045		3,197	3,679	4,172
QoQ(%)	-24.7%	26.7%	4.0%	4.9%	-16.5%	28.4%	-1.9%	11.6%				
YoY(%)	4.4%	27.7%	20.0%	4.0%	15.4%	17.0%	10.4%	17.5%		13.5%	15.1%	13.4%
Toxin	310	434	459	488	343	510	497	572		1,691	1,922	2,191
QoQ(%)	-38.5%	40.0%	5.8%	6.4%	-29.8%	48.8%	-2.6%	15.1%				
YoY(%)	-1.7%	17.4%	9.6%	-3.0%	10.6%	17.6%	8.3%	17.2%		5.2%	13.7%	14.0%
Filler	261	304	313	300	293	365	355	385		1,178	1,397	1,579
QoQ(%)	-2.9%	16.3%	2.8%	-4.0%	-2.5%	24.7%	-2.6%	8.2%				
YoY(%)	10.2%	43.2%	40.0%	11.5%	11.9%	20.0%	13.6%	28.1%		25.1%	18.6%	13.0%
이외	73	78	76	101	108	79	84	89		328	360	401
QoQ(%)	-11.5%	7.1%	-1.7%	32.1%	6.7%	-26.5%	6.3%	5.3%				
YoY(%)	13.3%	36.6%	18.2%	23.0%	48.4%	1.7%	10.1%	-12.2%		22.4%	9.7%	11.6%
영업이익	185	280	346	368	240	424	385	441		1,178	1,490	1,677
OPM	28.7%	34.3%	40.7%	41.4%	32.2%	44.5%	41.1%	42.2%		36.9%	40.5%	40.2%
QoQ(%)	-40.6%	51.3%	23.5%	6.5%	-34.9%	77.1%	-9.3%	14.6%				
YoY(%)	-24.9%	27.5%	31.5%	18.0%	29.5%	51.6%	11.4%	19.9%		15.0%	26.5%	12.6%
순이익	170	214	416	171	227	370	308	350		971	1,255	1,305
(%)	26.4%	26.2%	49.0%	19.3%	30.6%	38.8%	32.9%	33.5%		30.4%	34.1%	31.3%
QoQ(%)	520.2%	26.1%	94.3%	-58.8%	32.6%	62.7%	-16.8%	13.9%				
YoY(%)	6.6%	39.0%	58.5%	525.8%	33.8%	72.7%	-26.0%	104.6%		57.4%	29.2%	4.0%

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] 휴젤 2Q24 비교(연결 기준, 단위: 억원)

	2Q24P	교보 추정	차이	컨센서스	차이	2Q23	YoY(%)	1Q24	QoQ(%)
매출액	954	910	44	909	45	816	17.0%	743	28.4%
영업이익	424	336	89	327	97	280	51.6%	240	77.1%
순이익	370	240	130	266	104	214	72.7%	227	62.7%
영업이익률	44.5%	36.9%		36.0%		34.3%		32.2%	
순이익률	38.8%	26.4%		29.3%		26.2%		30.6%	

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] 휴젤 3Q24 &amp; 2024 실적 추정 변경 내역(연결 기준, 단위: 억원)

	3Q24F					2024F				
	변경 후	변경 전	차이	컨센서스	차이	변경 후	변경 전	차이	컨센서스	차이
매출액	937	959	-22	987	-50	3,679	3,626	53	3,721	-42
영업이익	385	376	9	399	-14	1,490	1,361	129	1,432	58
순이익	308	271	37	322	-14	1,255	1,035	221	1,115	140
영업이익률	41.1%	39.2%		40.4%		40.5%	37.5%		38.5%	
순이익률	32.9%	28.3%		32.6%		34.1%	28.5%		30.0%	

자료: 교보증권 리서치센터

주요 Q&A(일부 답변 재구성)

Q1. 판관비가 감소했는데 세부적인 절감 배경은?

A. 1) ITC 비용 감소, 기존에는 분기당 35~40억 인식했으나 동 분기 20억 이하 인식. 앞으로 서면 보고 이외에 남은 ITC 일정이 없어 추가 비용 크지 않을 것. 2) 휴젤 아메리카 등 인건비 감소. 3) R&D 비용도 효율화

Q2. 향후 국내 독신 시장 가격 전략은?

A. 기존의 휴젤 고객 세그먼트에서 프리미엄 이미지를 유지하기 위해 100 UNIT 등으로 영업 지속. 다만 체인 병원 등 커버리지 확대 위해 300UNIT 활용하는 것. 실제 300 UNIT QoQ 크게 성장했음. 병원은 크지 않은 비용을 아끼기 위해 제품 브랜드를 변경하는 위험을 감수하지 않을 것이라 예상.

Q3. 독신 중남미 매출 감소한 이유?

A. 2Q24 브라질 선적 없었음. 기존 파트너사와 파트너십 종료 예정이기 때문. 다만 칠레, 콜롬비아, 페루에서 YoY 성장하면서 감소 폭 축소

Q4. 중국 필러/독신 매출 현황은?

A. 현재 중국 필러/독신 구체적인 숫자 공개하기 어려움. 다만 중국 인바운드 매출 등은 여전히 빠른 속도로 성장하고 있음. 1Q24 매출 없었지만 동 분기에는 꽤 컸음. 참고로 전사 기준 YoY +25~30% 예비파 성장 가이던스는 그대로 유지

Q5. 유럽 독신 매출 성장 배경은?

A. 전년 동기에 누드 바이알로 계약 방식을 변경하면서 매출이 낮게 인식해 기저효과가 있었음. 현재는 재고 관리 잘되고 수요 올라오면서 매출 성장

Q6. 국내 필러 가격 인상이 예정된 것인지?

A. 3Q부터 10% 가격 인상 예정

Q7. 미국 초도 선적량은?

A. 미공개. 시장에 판매되지는 않았음. 런칭 준비 중

Q8. GPM 하락한 이유?

A. 3공장 KGMP 인증 위한 실사를 위해서 PV용 생산 진행. 다만 매출로는 이어지지 않았고 매출원가는 상승한 것. 3공장

2H24 GMP 인증 받고 25년초부터 상업 생산 목표, 25~26년부터는 GPM 추가적인 개선 가능할 것.

Q9. SG&A 감소한 것이 2H24나 내년에도 유지 가능한 수준인지?

A. 위에서 언급했듯 동 분기 비용 감소 분은 1) ITC, 2) 휴젤아메리카 인건비 절감, 3) 마케팅 비용 관리 등 영향. SG&A는 YoY 비슷한 수준 유지할 것

Q10. ITC 최종 결정 이후 추가로 예상되는 소송 비용 없는지?

A. 최종 결정 이후에는 소송비용 없을 것

Q11. 변동성 높은 중국 특신 매출을 어떻게 이해해야 하는지?

A. 파트너사의 중국 내 매출 상승 중이고 재고 소진도 되고 있는 중. 이번 분기에 매출 인식. 다만 구체적인 숫자는 미공개

Q12. 국내 특신 시장 축소 중. 이에 대한 전망은?

A. 국내 시장에서 1위 사업자인 만큼 적극적인 전략 세우고 있음. 가격 경쟁 측면에서는 체인병원 등에 300UNIT 물량 공급 중. 장기적으로 국내 1위 사업자로서 지위 공고히 하고자 함. 3공장은 25년 초에는 생산 가능하고, 800만 바이알 더해지는 등 충분한 공급 역량도 확보해나가는 중

Q13. 미국 파트너사인 베네브의 매출 규모가 크지 않아 보이는데 선택한 이유는?

A. 상업화 계약의 주요 조건인 MPQ(최소 구매 수량)와 TP(이전 가격)가 당사 수익성에 매우 우호적이었음. 5개 예비 파트너사와 협의했지만 베네브가 제시한 성장에 대한 가시성과 신뢰도가 가장 높다고 판단함.

Q14. 미국 관련 비용을 고려해도 판관비가 YoY 유지되는 건지?

A. 미국 관련 비용은 당사가 부담하지 않음. 판관비는 YoY 유지 전망

Q15. 미국 상업화 전략 관련 코멘트는?

A. 우선 당사는 비용을 부담하지는 않고 인적 자원 투입만 있을 것. 미국 특신은 Mid-Range Pricing을 통해 User-Friendly 가격으로 접근하고 동시에 1위의 K-뷰티 브랜드로서 신뢰 쌓아나가는 것이 목표.

## 휴젤 [145020]

2Q24 Re. 어닝 서프라이즈! (Q&A 포함)

### [휴젤 145020]

#### 포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	282	320	368	417	467
매출원가	63	74	86	95	106
매출총이익	219	246	282	322	362
매출총이익률 (%)	77.7	77.0	76.5	77.2	77.4
판매비와관리비	117	128	133	154	172
영업이익	101	118	149	168	190
영업이익률 (%)	36.0	36.8	40.5	40.2	40.7
EBITDA	115	132	163	182	205
EBITDA Margin (%)	41.0	41.2	44.4	43.7	43.9
영업외손익	-28	15	15	5	6
관계기업손익	0	0	-6	-21	-27
금융수익	23	42	46	51	57
금융비용	-45	-15	-13	-13	-13
기타	-6	-12	-11	-11	-11
법인세비용차감전순이익	73	133	164	173	196
법인세비용	9	36	38	42	47
계속사업순이익	64	98	126	131	149
중단사업순이익	-3	0	0	0	0
당기순이익	61	98	126	131	149
당기순이익률 (%)	21.5	30.5	34.3	31.5	31.8
비지배지분순이익	3	5	6	6	7
지배지분순이익	57	93	120	125	142
지배순이익률 (%)	20.4	29.1	32.7	30.0	30.3
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	3	0	2	2	2
포괄순이익	63	98	128	133	151
비지배지분포괄이익	5	6	7	8	9
지배지분포괄이익	58	92	121	126	142

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

#### 현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	81	118	137	157	181
당기순이익	61	98	126	131	149
비현금항목의 가감	63	43	43	57	63
감가상각비	9	9	10	11	11
외환손익	6	1	-3	-3	-3
자본법평가손익	0	0	6	21	27
기타	48	32	30	28	27
자산부채의 증감	-31	-2	-13	-13	-14
기타현금흐름	-12	-21	-19	-18	-17
투자활동 현금흐름	-192	43	-24	-24	-24
투자자산	2	18	0	0	0
유형자산	-33	-24	-15	-15	-15
기타	-161	49	-9	-9	-9
재무활동 현금흐름	-51	-187	-65	-65	-65
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	-51	-187	-65	-65	-65
현금의 증감	-162	-26	117	130	164
기초 현금	294	132	106	223	353
기말 현금	132	106	223	353	518
NOPLAT	89	86	114	128	144
FCF	38	75	100	114	131

자료: 휴젤, 교보증권 리서치센터

#### 재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	618	568	697	840	1,018
현금및현금성자산	132	106	223	353	518
매출채권 및 기타채권	58	49	57	65	73
재고자산	27	34	39	45	50
기타유동자산	401	378	378	378	378
비유동자산	432	361	362	363	363
유형자산	120	135	140	144	148
관계기업투자금	1	1	1	2	2
기타금융자산	89	22	22	22	22
기타비유동자산	222	203	199	195	191
자산총계	1,050	929	1,060	1,203	1,381
유동부채	177	57	63	74	98
매입채무 및 기타채무	25	27	27	28	28
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	153	31	35	46	70
비유동부채	23	92	92	94	99
차입금	0	0	0	0	0
사채	0	89	89	89	89
기타비유동부채	23	3	3	5	10
부채총계	200	150	154	168	197
지배지분	792	747	868	993	1,135
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	327	327	327	327	327
이익잉여금	899	936	1,057	1,182	1,324
기타자본변동	-447	-533	-533	-533	-533
비지배지분	57	32	38	43	49
자본총계	849	780	905	1,036	1,184
총차입금	119	90	89	89	89

#### 주요 투자지표

단위: 원, 배, %

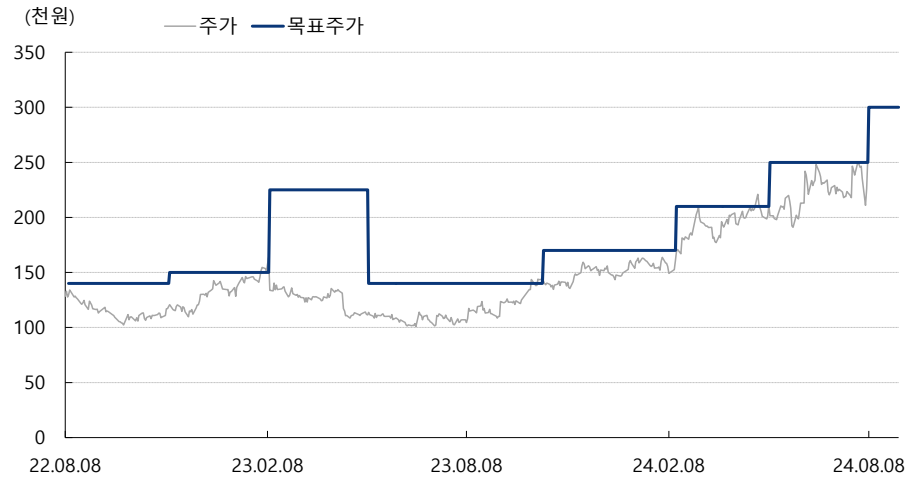
12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	4,629	7,517	10,009	10,432	11,798
PER	29.1	19.9	25.5	24.4	21.6
BPS	63,955	62,204	72,213	82,645	94,443
PBR	2.1	2.4	3.5	3.1	2.7
EBITDAPS	9,315	10,631	13,585	15,185	17,072
EV/EBITDA	11.4	11.3	16.8	14.3	12.0
SPS	22,742	25,819	30,623	34,726	38,888
PSR	5.9	5.8	8.3	7.3	6.6
CFPS	3,096	6,017	8,362	9,466	10,893
DPS	0	0	0	0	0

#### 재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	21.5	13.5	15.1	13.4	12.0
영업이익 증가율	6.0	16.2	26.5	12.6	13.3
순이익 증가율	0.5	60.9	29.2	4.2	13.1
수익성					
ROIC	28.0	25.5	32.2	34.6	37.9
ROA	5.6	9.4	12.1	11.1	11.0
ROE	7.3	12.1	14.9	13.5	13.3
안정성					
부채비율	23.6	19.2	17.1	16.2	16.7
순차입금비율	11.3	9.7	8.4	7.4	6.4
이자보상배율	32.6	40.1	50.7	57.1	64.7

## 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)	2023.07.17	매수	140,000	(23.28)	(18.57)
2021.11.11	매수	230,000	(35.77)	(20.78)	2023.08.10	매수	140,000	(22.93)	(16.14)
2021.12.20	매수	230,000	(35.73)	(20.78)	2023.08.17	매수	140,000	(18.99)	2.86
2022.02.11	매수	190,000	(25.48)	(21.63)	2023.10.17	매수	170,000	(18.20)	(16.47)
2022.04.04	Trading Buy	130,000	(6.70)	(0.46)	2023.11.14	매수	170,000	(11.31)	(3.65)
2022.05.11	Trading Buy	130,000	(7.80)	4.62	2024.02.15	매수	210,000	(7.25)	5.24
2022.08.11	Trading Buy	140,000	(18.55)	(4.14)	2024.05.10	매수	250,000	(10.63)	2.00
2022.11.11	매수	150,000	(11.41)	9.00	2024.08.08	매수	300,000		
2023.02.10	매수	225,000	(44.10)	(37.60)					
2023.05.11	매수	140,000	(20.85)	(19.50)					
2023.05.30	매수	140,000	(23.13)	(18.57)					

자료: 교보증권 리서치센터

## ■ Compliance Notice ■

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

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 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 2024.06.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	96.2	3.2	0.6	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 투자가 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