

# 휴젤

## 145020

Feb 15, 2024

Buy

유지

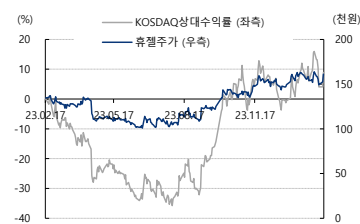
TP 210,000 원

유지

## Company Data

현재가(02/14)	161,100 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	163,800 원
52 주 최저가(보통주)	100,800 원
KOSPI (02/14)	2,620.42p
KOSDAQ (02/14)	853.30p
자본금	63 억원
시가총액	19,354 억원
발행주식수(보통주)	1,201 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	3.2 만주
평균거래대금(60 일)	50 억원
외국인자분(보통주)	59.73%
주요주주	
Aphrodite Acquisition Holdings LLC	44.58%
Massachusetts Financial Services	5.98%

## Price &amp; Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.6	39.0	14.7
상대주가	3.3	46.9	4.8



제약/바이오 김정현

3771-9351, jh.kim@iprovest.com

**KYOBO** 교보증권

## 4Q23 Re. 미국 진출 앞두고, 지금은 사야할 때 (Q&amp;A 포함)

## 4Q23 실적 리뷰

4Q23 매출 889억(QoQ +4.9%, YoY +4.0%), OP 368억(QoQ +6.5%, YoY +18.0%, OPM +41.4%) 기록. 11/13일 교보증권 추정치(856억/339억)나 컨센서스(919억/336억)를 소폭 상회. 이번 실적에서 주목할 점은 1) FDA 승인을 앞두고 모의실사 등 준비 과정을 거치며 GPM이 다소 상승해 75.1%(QoQ +3.0%p)를 기록했으며 2) 휴젤아메리카 비용 효율화 과정 등이 지속되며 매출 대비 판매비용은 33.8%(QoQ -3.5%p)로 하락했으며 3) 중국 특 신 분기 매출이 95-100억을 기록하며 3Q23 매출(30-35억) 대비 확연한 회복 추세를 보였고 4) 수익성 높은 해외 수출 증대 위해 국내 특신 매출은 202억(QoQ -6.8%)으로 소폭 감소했으며 5) 동 분기 소송 비용은 40억 이하를 인식 6) 일부 펀드 관련 손실, 휴젤아메리카/J월드 영업권 손상차손 등을 인식하며 영업 외 비용 인식

## 2024년 실적 전망

24년 매출 3,638억(YoY +13.8%), OP 1,357억(YoY +15.1%, OPM 37.3%) 기록 전망. 11/13일 교보증권 추정치(3,482억/1,282억)를 상회. 컨센서스는 매출 3,713억/OP 1,337억. 추정치의 핵심 가정은 특신/필러 각각 YoY 약 +200억 가정. 특신은 중국/유럽/라틴아메리카/미국 등 전 지역에서 고른 성장 기대. 필러는 중국 신규 매출에 기존 아시아/라틴아메리카 역시 성장 가속화. 매출원가율은 1Q24까지는 25%로 다소 높게 유지되나 2Q부터 22%대로 하락 가정. 24년 ITC 법률 비용은 90억(QoQ -50억) 추정

## 투자의견 Buy, 목표주가 21만원 상향

투자의견 Buy, 목표주가 21만원으로 상향. 목표주가 상향의 근거는 24년 EPS에 과거 FDA 승인 기대감이 높았던 시기 P/E 25~30배의 중간 구간인 27.5배에 24년 EPS 적용. 25년 EPS 기준 P/E 23배 수준. FDA 승인은 2월말~3월초 예상. 동사는 FDA 승인 시 3월 별도의 간담회를 통해 미국 진출 전략을 공유하고 가이던스도 제공할 예정. 승인 가능성이 높다고 판단하며 보다 수익성 높은 미국 진출 계약 가능성에 눈길이 가는 시점.

## Forecast earnings &amp; Valuation

12 결산(십억원)	2021.12	2022.12	2023.12E	2024.12E	2025.12E
매출액(십억원)	232	282	320	364	410
YoY(%)	9.9	21.5	13.5	13.8	12.8
영업이익(십억원)	96	101	118	136	162
OP 마진(%)	41.4	35.8	36.9	37.4	39.5
순이익(십억원)	60	61	97	97	117
EPS(원)	4,625	4,629	7,535	7,523	9,073
YoY(%)	39.5	0.1	62.8	-0.2	20.6
PER(배)	33.2	29.1	19.8	21.4	17.8
PCR(배)	17.0	13.8	10.5	9.3	8.0
PBR(배)	2.4	2.1	2.1	2.0	1.8
EV/EBITDA(배)	13.8	11.4	11.0	9.8	7.9
ROE(%)	7.6	7.3	11.1	10.0	10.9

## 휴젤 [145020]

4Q23 Re. 미국 진출 앞두고, 지금은 사야할 때 (Q&A 포함)

[도표 1] 휴젤 분기 & 연간 실적 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F		2023P	2024F	2025F
매출액	644	816	848	889	823	869	940	1,006		3,197	3,638	4,102
QoQ(%)	-24.7%	26.7%	4.0%	4.9%	-7.4%	5.5%	8.2%	7.0%				
YoY(%)	4.4%	27.7%	20.0%	4.0%	27.9%	6.5%	10.9%	13.1%		13.5%	13.8%	12.8%
Toxin	310	434	459	488	433	445	486	524		1,691	1,888	2,152
QoQ(%)	-38.5%	40.0%	5.8%	6.4%	-11.3%	2.8%	9.2%	7.8%				
YoY(%)	-1.7%	17.4%	9.6%	-3.0%	39.8%	2.6%	5.9%	7.3%		5.2%	11.7%	14.0%
Filler	261	304	313	300	305	332	356	377		1,178	1,370	1,548
QoQ(%)	-2.9%	16.3%	2.8%	-4.0%	1.7%	8.8%	7.2%	5.9%				
YoY(%)	10.2%	43.2%	40.0%	11.5%	16.8%	9.2%	13.8%	25.6%		25.1%	16.3%	13.0%
이외	73	78	76	101	85	92	98	105		328	380	401
QoQ(%)	-11.5%	7.1%	-1.7%	32.1%	-15.8%	7.8%	7.2%	6.7%				
YoY(%)	13.3%	36.6%	18.2%	23.0%	17.1%	17.8%	28.5%	3.8%		22.4%	15.8%	5.7%
영업이익	185	280	346	368	281	321	359	396		1,178	1,357	1,620
OPM	28.7%	34.3%	40.7%	41.4%	34.1%	36.9%	38.2%	39.4%		36.9%	37.3%	39.5%
QoQ(%)	-40.6%	51.3%	23.5%	6.5%	-23.7%	14.2%	12.1%	10.3%				
YoY(%)	-24.9%	27.5%	31.5%	18.0%	51.7%	14.5%	3.9%	7.7%		15.0%	15.1%	19.4%
순이익	170	214	416	171	197	228	259	286		971	970	1,171
(%)	26.4%	26.2%	49.0%	19.3%	24.0%	26.3%	27.5%	28.4%		30.4%	26.7%	28.5%
QoQ(%)	520.2%	26.1%	94.3%	-58.8%	15.2%	15.7%	13.2%	10.6%				
YoY(%)	6.6%	39.0%	58.5%	525.8%	16.2%	6.7%	-37.9%	66.9%		57.4%	-0.1%	20.6%

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] 휴젤 4Q23 비교(연결 기준, 단위: 억원)

	4Q23P	교보 추정	차이	컨센서스	차이	4Q22	YoY(%)	3Q23	QoQ(%)
매출액	889	856	34	919	-30	855	4.0%	848	4.9%
영업이익	368	339	29	336	32	312	18.0%	346	6.5%
순이익	171	269	-98	166	5	41	314.1%	416	-58.8%
영업이익률	41.4%	39.6%		36.6%		36.5%		40.7%	
순이익률	19.3%	31.5%		18.1%		4.8%		49.0%	

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] 휴젤 1Q24 & 2024 실적 추정 변경 내역(연결 기준, 단위: 억원)

	1Q24F				2024F				
	변경 후	변경 전	차이	컨센서스	차이	변경 후	변경 전	차이	컨센서스
매출액	823			808	15	3,638	3,482	156	3,713
영업이익	281			264	17	1,357	1,282	75	1,337
순이익	197			194	3	970	974	-4	966
영업이익률	34.1%			32.7%		37.3%	36.8%		36.0%
순이익률	24.0%			24.0%		26.7%	28.0%		26.0%

자료: 교보증권 리서치센터

주요 Q&A(일부 답변 재구성)

Q1. 23년에는 연간 가이드نس 제공했는데 24년에는 가이드نس 제공안하는 건지?

A. FDA 승인 여부가 2월말/3월초 결정 예정. FDA 승인 여부가 24년 실적에 큰 영향을 미치기 때문에 승인 결정 이후 3월 별도의 간담회를 통해 가이드نس 공개 예정

Q2. 4Q23 중국 특신 매출 및 24년 중국 전망은?

A. 4Q23 95-100억. 참고로 23년 합계 기준 150억 이하. 24년에는 23년 대비 성장 전망.

Q3. 국내 특신 300 unit 출시 이후 100/200 unit 가격 변화 있는지?

A. 다른 유닛 가격 변화 없음. 300 unit 을 100 unit 단위로 가격 환산하면 300 unit 국내 가격은 상당히 경쟁력 있음

Q4. 4Q23 ITC 소송비용은?

A. 4Q23 소송비용은 40억 이하 인식

Q5. 중국 필러 재출시 시점은?

A. (일부 답변 수정) 1Q24에 변경 허가 완료 기대하며 2Q24 선적 목표

Q6. 대규모 영업외 비용 인식되었는데 구체적인 내용은?

A. 라임/젠투 관련 손실 약 50억 추가 인식. 또한 휴젤아메리카/J월드(리프팅실) 관련 영업권 손상차손도 일부 인식.

Q7. "사업 운용 최적화" 전략이란 구체적으로 무엇인지?

A. 4Q23 휴젤 아메리카 관련 비용 감소가 대표적. 마케팅 팀 인건비/컨설팅 비용 등이 컸으나 이를 절감. 3Q23부터 비용 감소 중.

Q8. 국내 매출이 감소했는데 M/S도 감소한 것인지?

A. 경쟁사 제품이 추가로 출시되는 등 국내 특신 시장은 가격 경쟁적. 해외 수출 가격은 국내 가격보다 높아 해외 수출을 보다 강화한 것. 동사는 300UNIT 출시로 가격 경쟁적인 시장에 대응하면서 기존 프라이빗 클리닉 시장에서 프리미엄 브랜드 유지해나갈 것. 결론적으로 프리미엄 전략 바탕으로 시장 #1 지위 유지.

Q9. 동 분기 매출원가율이 상승한 이유는?

A. 4Q23에 FDA 승인 준비로 모의 실사 등을 진행한 영향. 또한 국가별 주문 주기에 따라 가동률에 영향을 주기도 해.

## 휴젤 [145020]

4Q23 Re. 미국 진출 앞두고, 지금은 사야할 때 (Q&A 포함)

### [휴젤 145020]

#### 포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	232	282	320	364	410
매출원가	55	63	74	85	91
매출총이익	177	219	246	279	319
매출총이익률 (%)	76.4	77.7	76.9	76.6	77.8
판매비와관리비	81	117	128	143	157
영업이익	96	101	118	136	162
영업이익률 (%)	41.2	36.0	36.8	37.3	39.5
EBITDA	110	115	130	147	172
EBITDA Margin (%)	47.4	41.0	40.7	40.4	42.0
영업외손익	-8	-28	15	-8	-8
관계기업손익	0	0	40	15	13
금융수익	12	23	24	25	27
금융비용	-20	-45	-42	-42	-42
기타	-1	-6	-6	-6	-6
법인세비용차감전순이익	87	73	133	128	154
법인세비용	28	9	36	31	37
계속사업순이익	59	64	97	97	117
중단사업순이익	1	-3	0	0	0
당기순이익	60	61	97	97	117
당기순이익률 (%)	26.0	21.5	30.4	26.7	28.5
비지배자분순이익	3	3	4	4	5
지배자분순이익	58	57	93	93	112
지배순이익률 (%)	24.9	20.4	29.2	25.6	27.4
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	9	3	8	8	8
포괄순이익	70	63	105	105	125
비지배자분포괄이익	5	5	9	9	10
지배자분포괄이익	65	58	97	97	115

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

#### 현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	86	81	99	121	141
당기순이익	60	61	97	97	117
비현금항목의 가감	55	63	39	56	61
감가상각비	10	9	8	7	6
외환손익	2	6	1	1	1
자본법평가손익	0	0	-40	-15	-13
기타	43	48	69	63	67
자산부채의 증감	-8	-31	-10	-12	-13
기타현금흐름	-21	-12	-26	-20	-24
투자활동 현금흐름	180	-192	-50	-38	-38
투자자산	21	2	0	0	0
유형자산	-24	-33	-32	-20	-20
기타	183	-161	-18	-18	-18
재무활동 현금흐름	-36	-51	-7	-7	-7
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	-36	-51	-7	-7	-7
현금의 증감	232	-162	65	74	93
기초 현금	62	294	132	196	271
기말 현금	294	132	196	271	364
NOPLAT	65	89	86	103	123
FCF	47	38	56	82	101

자료: 휴젤, 교보증권 리서치센터

#### 재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	616	618	697	788	899
현금및현금성자산	294	132	196	271	364
매출채권 및 기타채권	30	58	65	73	82
재고자산	27	27	31	35	39
기타유동자산	265	401	405	409	413
비유동자산	394	432	452	461	471
유형자산	96	120	144	157	171
관계기업투자금	2	1	2	2	2
기타금융자산	88	89	89	89	89
기타비유동자산	208	222	217	213	209
자산총계	1,010	1,050	1,149	1,249	1,369
유동부채	54	177	177	177	178
매입채무 및 기타채무	23	25	25	26	27
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	31	153	151	151	151
비유동부채	127	23	22	22	22
차입금	0	0	0	0	0
사채	94	0	0	0	0
기타비유동부채	33	23	22	22	22
부채총계	181	200	199	199	199
지배자분	777	792	885	979	1,091
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	327	327	327	327	327
이익잉여금	841	899	992	1,086	1,198
기타자본변동	-404	-447	-447	-447	-447
비지배자분	52	57	64	71	79
자본총계	829	849	950	1,049	1,170
총차입금	115	119	118	118	117

#### 주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	4,625	4,629	7,535	7,523	9,073
PER	33.2	29.1	19.8	21.4	17.8
BPS	62,742	63,955	71,490	79,013	88,086
PBR	2.4	2.1	2.1	2.0	1.8
EBITDAPS	8,805	9,315	10,519	11,863	13,898
EV/EBITDA	13.8	11.4	11.0	9.8	7.9
SPS	18,575	22,742	25,813	29,373	33,119
PSR	8.3	5.9	5.8	5.5	4.9
CFPS	3,776	3,096	4,550	6,652	8,127
DPS	0	0	0	0	0

#### 재무비율

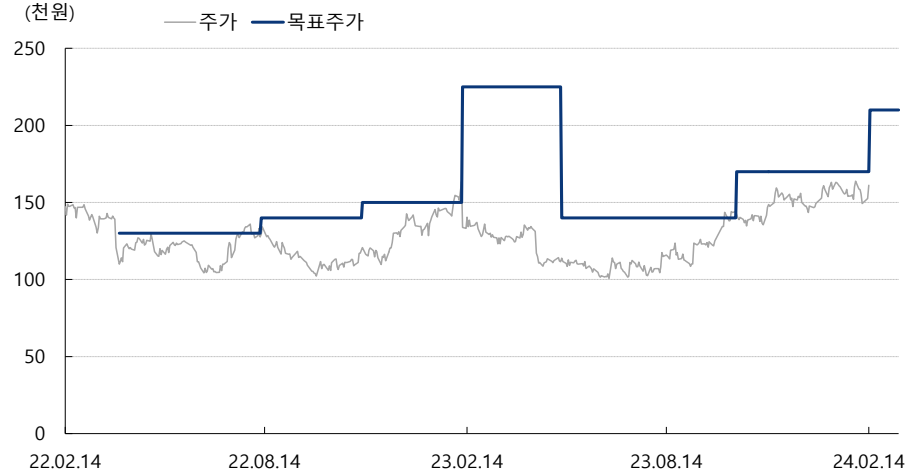
단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	9.9	21.5	13.5	13.8	12.8
영업이익 증가율	22.5	6.0	16.2	15.2	19.4
순이익 증가율	33.3	0.5	60.2	-0.2	20.6
수익성					
ROIC	23.0	28.0	25.1	28.0	31.5
ROA	5.9	5.6	8.5	7.8	8.6
ROE	7.6	7.3	11.1	10.0	10.9
안정성					
부채비율	21.8	23.6	21.0	19.0	17.0
순차입금비율	11.4	11.3	10.3	9.4	8.6
이자보상배율	25.7	32.6	31.3	36.1	43.0

## 휴젤 [145020]

4Q23 Re. 미국 진출 앞두고, 지금은 사야할 때 (Q&A 포함)

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		
2022.08.11	Trading Buy	140,000	(18.55)	(4.14)					
2022.11.11	매수	150,000	(11.41)	9.00					
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 저작권권은 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.

### ■ 투자 의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자\_2023.12.29

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	94.2	3.6	2.2	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