

# 휴젤

## 145020

Nov 14, 2023

Buy

유지

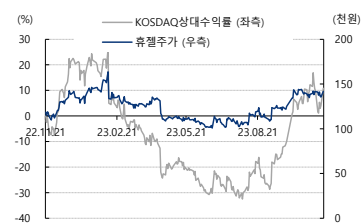
TP 170,000 원

유지

## Company Data

현재가(11/13)	141,700 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	163,500 원
52 주 최저가(보통주)	100,800 원
KOSPI (11/13)	2,403.76p
KOSDAQ (11/13)	774.42p
자본금	63 억원
시가총액	17,550 억원
발행주식수(보통주)	1,239 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	5.6 만주
평균거래대금(60 일)	78 억원
외국인자본(보통주)	56.14%
주요주주	
Aphrodite Acquisition Holdings LLC	43.24%
Massachusetts Financial Services	5.80%

## Price &amp; Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.2	27.0	17.4
상대주가	5.0	34.8	10.8

## 3Q23 Re. 컨센서스 상회, Top Pick(Q&amp;A 포함)

## 3Q23 실적 리뷰

3Q23 매출 848억(QoQ +4.0%, YoY +20.0%), OP 346억(QoQ +23.6%, YoY +31.7%, OPM +40.8%) 기록. 10/13일 교보증권 추정치(851억/284억)와 컨센서스(836억/281억)를 상회. 동 분기 실적의 특징은 1) 브라질 선전 재개 및 캐나다 매출 기여에 따라 북미 특 신 매출이 108억(QoQ +64억)을 기록한 점 2) 휴젤아메리카 인건비 감소로 인건비가 QoQ 17억 감소한 점 3) ITC 분쟁 법률 비용이 30억대 발생한 점(회사가 제시한 분기 예상 비용 50억) 4) 매출원가율은 21.9%(QoQ -1%p)를 기록하며 전분기 대비 소폭 개선된 점 5) CB 연장 계약에 따른 평가이익 130억이 영업외 이익에 반영된 점

## 23년 실적 전망

23년 매출 3,163억(YoY +12.3%), OP 1,150억(YoY +12.2%, OPM 36.3%) 기록 전망. 10/13일 교보증권 추정치(3,212억/1,041억)를 상회하며 컨센서스(3,228억/1,057억)를 상회할 것으로 예상. 실적 추정을 위한 가정 중 인건비 분을 하향 추정하며 나머지 제품별 매출이나 판매비용 가정은 유지했기 때문. 아직 발표되지 않았으나 미국 진출 전략이 재수립되고 있는 것으로 추정되며 이로 인해 향후 휴젤 아메리카 인건비 하향 추정. 또한 동 분기에 GMP 인증 관계로 감소한 가동률이 4Q에 정상화될 경우 매출원가율이 추가적으로 하락할 수 있으나 이는 보수적으로 추정

## 투자의견 Buy, 목표주가 17만원 유지, Top Pick

휴젤에 대한 투자의견은 Buy, 목표주가 17만 유지하며 커버리지 종목 중 Top Pick 의견 유지. 이번 분기 실적 발표로 휴젤의 뛰어난 이익 체력을 다시 한 번 증명. 특히 인건비 증가 속도가 둔화되며 4Q23~1H24까지는 호실적 이어질 것. 또한 직접 진출이 아닌 미국 진출 전략이 구체화될 경우 새로운 모멘텀이 될 수 있을 것. ITC 분쟁 불확실성이 완전히 경감될 수는 없으나 24년 6월 예비 판결 시점까지는 관련 동향을 차분히 확인할 필요.

## Forecast earnings &amp; Valuation

12 결산(십억원)	2021.12	2022.12	2023.12E	2024.12E	2025.12E
매출액(십억원)	232	282	316	348	381
YoY(%)	9.9	21.5	12.3	10.1	9.5
영업이익(십억원)	96	101	115	128	141
OP 마진(%)	41.4	35.8	36.4	36.8	37.0
순이익(십억원)	60	61	107	97	107
EPS(원)	4,625	4,629	8,196	7,473	8,218
YoY(%)	39.5	0.1	77.1	-8.8	10.0
PER(배)	33.2	29.1	17.3	19.0	17.2
PCR(배)	17.0	13.8	10.8	9.9	9.1
PBR(배)	2.4	2.1	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA(배)	13.8	11.4	10.4	9.0	7.7
ROE(%)	7.6	7.3	12.0	9.8	9.8



제약/바이오 김정현

3771-9351, jh.kim@iprovest.com



KYOBO 교보증권

[도표 1] 휴젤 분기 &amp; 연간 실적 전망

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F		2022	2023F	2024F
매출액	616	639	707	855	644	816	848	856		2,817	3,163	3,482
QoQ(%)	6.9%	3.6%	10.7%	21.0%	-24.7%	26.7%	4.0%	0.9%				
YoY(%)	-3.4%	0.1%	35.0%	48.3%	4.4%	27.7%	20.0%	0.1%		21.5%	12.3%	10.1%
Toxin	315	369	419	504	310	434	459	451		1,607	1,653	1,819
QoQ(%)	-98.9%	17.2%	13.4%	20.3%	-38.5%	40.0%	5.8%	-1.7%				
YoY(%)	-99.2%	-98.9%	-98.3%	-98.2%	-1.7%	17.4%	9.6%	-10.4%		28.9%	2.9%	10.0%
Filler	237	212	223	269	261	304	313	326		942	1,204	1,366
QoQ(%)	-99.0%	-10.5%	5.2%	20.5%	-2.9%	16.3%	2.8%	4.2%				
YoY(%)	-98.7%	-99.0%	-99.0%	-98.8%	10.2%	43.2%	40.0%	21.1%		11.9%	27.8%	13.4%
이외	64	57	65	82	73	78	76	79		268	305	298
QoQ(%)	-99.0%	-11.1%	13.6%	26.9%	-11.5%	7.1%	-1.7%	2.7%				
YoY(%)	-99.2%	-99.3%	-98.9%	-98.7%	13.3%	36.6%	18.2%	-4.3%		16.4%	14.1%	-2.4%
영업이익	246	219	263	312	185	280	346	339		1,025	1,150	1,282
OPM	39.9%	34.4%	37.2%	36.5%	28.7%	34.3%	40.8%	39.6%		36.4%	36.3%	36.8%
QoQ(%)	-98.7%	-10.9%	19.7%	18.6%	-40.6%	51.3%	23.6%	-2.1%				
YoY(%)	-99.2%	-99.2%	-98.7%	-98.4%	-24.9%	27.5%	31.7%	8.7%		6.2%	12.2%	11.5%
순이익	159	154	263	27	170	214	416	269		617	1,069	974
(%)	25.8%	24.1%	37.1%	3.2%	26.4%	26.2%	49.0%	31.5%		21.9%	33.8%	28.0%
QoQ(%)	-96.4%	-3.3%	70.5%	-89.6%	520.2%	26.1%	94.3%	-35.3%				
YoY(%)	-99.2%	-99.0%	-98.8%	-99.4%	6.6%	39.0%	58.5%	882.8%		2.2%	112.6%	115.0%

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] 휴젤 3Q23 실적 컨센서스와 비교(단위: 억원)

	3Q23P	교보증권	차이	컨센서스	차이	3Q22	YoY(%)	2Q23	QoQ(%)
매출액	848	851	-3	818	30	707	20.0%	816	4.0%
영업이익	346	284	62	269	77	248	39.7%	280	23.6%
순이익	416	213	203	186	230	263	58.5%	214	94.3%
영업이익률	40.8%	33.4%		32.9%		35.0%		34.3%	
순이익률	49.0%	25.0%		22.7%		37.1%		26.2%	

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] 휴젤 4Q23 &amp; 2023 실적 추정 변경 내역(단위: 억원)

	4Q23F					2023F				
	변경 후	변경 전	차이	컨센서스	차이	변경 후	변경 전	차이	컨센서스	차이
매출액	856	902	-46	933	-78	3,163	3,212	-49	3,228	-65
영업이익	339	292	47	312	27	1,150	1,041	109	1,057	93
순이익	269	218	51	241	28	1,069	815	254	811	258
영업이익률	39.6%	32.4%		33.4%		36.3%	32.4%		32.7%	
순이익률	31.5%	24.2%		25.8%		33.8%	25.4%		25.1%	

자료: 교보증권 리서치센터

주요 Q&AQ1. 유럽 특신 사업을 재정비한 것으로 보이는데 구체적으로 코멘트한다면?

A. 크로마 사와 유럽 사업을 재정비하는 내용을 실제 계약서로 정리한 것. 1) 50 UNIT 이외 제품에 대한 유럽 사업 권리 재 확보 2) Nude Vial로 공급 방식 변경. 이런 사업 재정비 영향으로 3Q23 유럽 매출 없었고 4Q23부터 유럽 선적 재개 예상

Q2. 이번 분기 중국 특신 매출은 어느 정도 인지?

A. 중국 3Q23 매출 30-35억. 3Q23까지는 중국 파트너사가 재고 현실화 위한 De-Stocking 진행 중으로 판단. 23년 중국 역성장 전망 유지. 24년부터 본격 성장 기대

Q3. 미국 특신 사업 업데이트는?

A. 품목허가 절차 순조롭게 진행 중이며 지난 분기와 크게 달라진 것은 없음. 내부적으로는 직접 진출을 우선 목표로 하고 있으나 최초 미국 진출 계획을 세우던 시점과 현재 경쟁 환경이 달라져 직접 진출 이외 다양한 옵션 검토 중. 미국 품목허가가 기대되는 1Q24에 구체적인 미국 진출 전략 공개할 수 있을 것

Q4. ITC 소송 진행 사항 업데이트는?

A. 23년 9월 Discovery 마무리하고 현재 전문가 Discovery 절차 진행 중이며 12/4일까지 관련 절차 진행 예정

Q5. 동 분기 매출원가율이 하락한 이유는?

A. YoY 기준 매출원가율은 전년 동기와 유사한 수준. 오히려 GMP 인증 관련하여 가동률은 소폭 하락

Q6. 인건비 및 지급 수수료 감소 영향으로 판관비가 감소했는데 구체적인 내용과 향후 전망은?

A. 지난 분기까지 호주/캐나다에서 직접 영업망을 갖추기 위해 휴젤 아메리카의 인건비 증가. 캐나다 출시 완료 후에는 인건비 증가 폭 감소. 또한 이번 분기 소송 비용이 YoY 10억 감소한 40억 언더로 집행되며 지급 수수료도 감소. 향후 인건비 관련 공식적인 전망치는 없지만 인건비 증가 추세는 과거 대비 둔화될 것. 연초 ITC 비용으로 분기 50억, 연간 200-250억 예상했으나 현 시점까지 적게 사용한 것이 맞음

Q7. 대규모 영업의 이익 인식했는데 구체적인 내용은 무엇인지?

A. 채무조정 이익 130억 인식 때문 1,000억 규모의 전환사채에 대해 3년 연장 계약 체결했으며 이와 관련 가치 평가 분이 영업의 이익에 반영됨

Q8. 향후 유럽에 공급한다는 Nude Vial의 의미는?

A. 기존에는 유럽 사업에서 개별 국가 수출시 해당 국가 내에서만 사용할 수 있어 재고 관리에 어려움을 겪었음. Nude Vial은 특정 국가 패키징 없이 수출되어 크로마가 각 국가 수요분에 따라 자체적으로 공급 배분 가능. 현지 영업 활동에 맞는 공급 방식으로 변경한 것

**Q9. 특신의 북남미 매출 증가분은 구체적으로 어느 국가에서 기여한 것인지?**

A. 캐나다도 매출에 기여했고 브라질에서도 2Q23에 지연되었던 선적이 3Q23에 크게 반영

**Q10. 유럽 사업 재정비 혹은 크로마향 공급 방식 변경으로 향후 비용 반영 방식에 차이가 있는지?**

A. 영향 없음

**Q11. 캐나다/브라질 매출 기여분이 4Q23에도 계속 유지할 수 있는지?**

A. 다음 분기에 이번 분기 북남미 특신 매출 성장률(YoY+ 64%)이 유지되지 않을 수는 있지만 성장 분위기는 유지할 수 있을 것. 캐나다 매출 순항 중 .

**Q12. 유럽 크로마 50 Unit 이외 제품에 대한 운영 권리를 회수하는 것의 의미는?**

A. 다른 용량 제품을 직진출 하는 것보다는 크로마와 동사 사이의 사업 재정비를 보다 공식적인 계약으로 재정립한 것. 실제 50 Unit 수요 중심의 유럽 시장을 고려한 것. 100 Unit 등 다른 용량 제품을 출시할 계획은 아직 없어.

**Q13. 4Q23 혹은 24년 실적 가이드스 있는지?**

A. 연초에 23년 연간 매출 YoY + 20% 가이드스 제시한 바 있어. 그리고 2분기에 중국 매출 가이드스를 역성장으로 제시한 바 있어. 현재 중국 이외 지역은 10% 이상 성장하며 순항 중. 24년 가이드스는 아직 사업 계획을 수립 중이나 YoY 성장 전망.

**Q14. ITC 소송 관련 업데이트 있는지?**

A. 현재 전문가 Discovery 진행 중. 추가적인 언급 어려워

**Q15. 군주가 제외되고 공정만 남은 것으로 보도되고 있는데 보도된 것처럼 공정만 ITC 분쟁 쟁점으로 남으면 승소에 유리해지는 것인지?**

A. 언급 어려움.

**Q16. 캐나다 사업은 미국과 함께 진행하는 것으로 알고 있었는데 일단 캐나다만 따로 진행하는 게 맞는지?**

A. 인접한 지역을 기준으로 캐나다/미국 함께 묶어서 사업을 계획한 바 있어. 그런데 미국 진출은 지연되고 작년 캐나다에서 수요를 확인하면서 미국/캐나다 동반 진출보다 캐나다 먼저 진출을 하게 된 것. 캐나다에서 마케팅 활동을 9월부터 본격화한 상황

**Q17. 리프팅실의 매출 분류는?**

A. 현재 의료기기 매출 제거된 상황이며 리프팅실 별도 매출로 표기 중

## 휴젤 [145020]

3Q23 Re. 컨센서스 상회, Top Pick

### [휴젤 145020]

#### 포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	232	282	316	348	381
매출원가	55	63	71	77	85
매출총이익	177	219	246	271	297
매출총이익률 (%)	76.4	77.7	77.6	77.8	77.8
판매비와관리비	81	117	131	143	156
영업이익	96	101	115	128	141
영업이익률 (%)	41.2	36.0	36.4	36.8	37.0
EBITDA	110	115	127	139	151
EBITDA Margin (%)	47.4	41.0	40.3	40.0	39.6
영업외손익	-8	-28	30	11	12
관계기업손익	0	0	54	34	33
금융수익	12	23	24	25	27
금융비용	-20	-45	-42	-42	-42
기타	-1	-6	-6	-6	-6
법인세비용차감전순이익	87	73	145	139	153
법인세비용	28	9	38	42	46
계속사업순이익	59	64	107	97	107
중단사업순이익	1	-3	0	0	0
당기순이익	60	61	107	97	107
당기순이익률 (%)	26.0	21.5	33.8	28.0	28.1
비지배자분순이익	3	3	5	5	5
지배자분순이익	58	57	102	93	102
지배순이익률 (%)	24.9	20.4	32.1	26.6	26.7
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	9	3	8	8	8
포괄순이익	70	63	115	106	115
비지배자분포괄이익	5	5	10	9	10
지배자분포괄이익	65	58	106	97	106

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	95	105	115
당기순이익	60	61	107	97	107
비현금항목의 가감	55	63	26	48	50
감가상각비	10	9	8	7	6
외환손익	2	6	1	1	1
자본법평가손익	0	0	-54	-34	-33
기타	43	48	71	73	76
자산부채의 증감	-8	-31	-9	-9	-9
기타현금흐름	-21	-12	-28	-31	-33
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	74	77	86
기초 현금	62	294	132	206	283
기말 현금	294	132	206	283	369
NOPLAT	65	89	85	90	99
FCF	47	38	56	72	80

자료: 휴젤, 교보증권 리서치센터

#### 재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	616	618	706	796	895
현금및현금성자산	294	132	206	283	369
매출채권 및 기타채권	30	58	64	70	77
재고자산	27	27	30	33	36
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	1,157	1,256	1,366
유동부채	54	177	177	177	177
매입채무 및 기타채무	23	25	25	26	26
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	894	986	1,088
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	327	327	327	327	327
이익잉여금	841	899	1,001	1,093	1,195
기타자본변동	-404	-447	-447	-447	-447
비지배자분	52	57	65	71	79
자본총계	829	849	958	1,058	1,167
총차입금	115	119	118	118	117

#### 주요 투자지표

단위: 원, 배, %

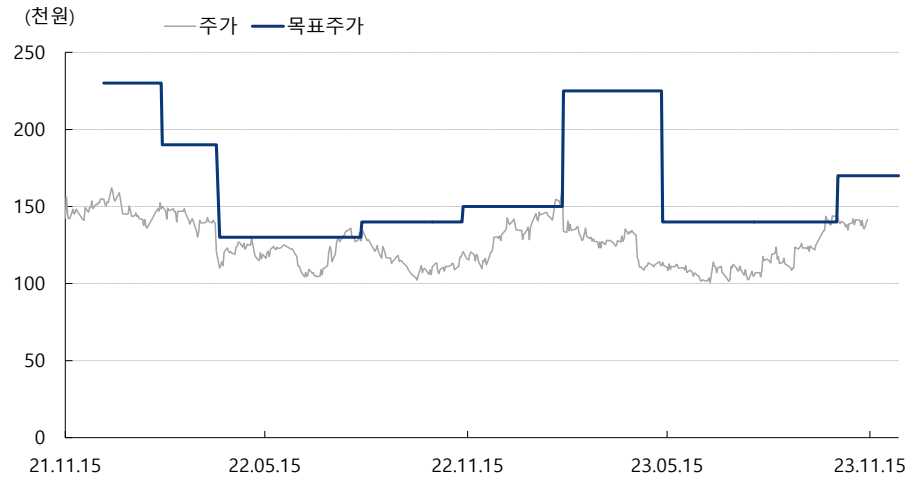
12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	4,625	4,629	8,196	7,473	8,218
PER	33.2	29.1	17.3	19.0	17.2
BPS	62,742	63,955	72,151	79,624	87,842
PBR	2.4	2.1	2.0	1.8	1.6
EBITDAPS	8,805	9,315	10,293	11,249	12,202
EV/EBITDA	13.8	11.4	10.4	9.0	7.7
SPS	18,575	22,742	25,538	28,114	30,786
PSR	8.3	5.9	5.5	5.0	4.6
CFPS	3,776	3,096	4,523	5,828	6,443
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	12.3	10.1	9.5
영업이익 증가율	22.5	6.0	13.4	11.4	10.1
순이익 증가율	33.3	0.5	76.1	-8.8	10.0
수익성					
ROIC	23.0	28.0	24.8	24.5	25.7
ROA	5.9	5.6	9.2	7.7	7.8
ROE	7.6	7.3	12.0	9.8	9.8
안정성					
부채비율	21.8	23.6	20.8	18.8	17.0
순차입금비율	11.4	11.3	10.2	9.4	8.6
이자보상배율	25.7	32.6	30.6	34.0	37.5

## 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)	2023.10.13	매수	170,000	(18.20)	(16.47)
2022.04.04	Trading Buy	130,000	(6.70)	(0.46)	2023.11.14	매수	170,000		
2022.05.11	Trading Buy	130,000	(7.80)	4.62					
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 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\_2023.09.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	94.2	2.9	2.9	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