

# 휴젤

## 145020

May 10, 2024

Buy

유지

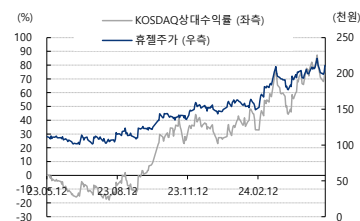
TP 250,000 원

상향

## Company Data

현재가(05/09)	211,000 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	221,000 원
52 주 최저가(보통주)	100,800 원
KOSPI (05/09)	2,712.14p
KOSDAQ (05/09)	870.15p
자본금	63 억원
시가총액	25,349 억원
발행주식수(보통주)	1,201 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	5.1 만주
평균거래대금(60 일)	105 억원
외국인지분(보통주)	56.84%
주요주주	
Aphrodite Acquisition Holdings LLC	44.58%

## Price &amp; Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.6	54.6	88.4
상대주가	7.2	42.6	81.0



제약/바이오 김정현

3771-9351, jh.kim@iprovest.com



KYOBO 교보증권

## 1Q24 Re. 운명의 6월 (Q&amp;A 포함)

## 1Q24 실적 리뷰

1Q24 매출 743억(QoQ -16.5%, YoY +15.4%), OP 240억(QoQ -34.9%, YoY +29.5%, OPM +32.2%) 기록. 2/15일 교보증권 추정치(823억/281억)나 컨센서스(777억/267억)를 소폭 하회. 1) 특신 수출은 171억으로 YoY로는 성장(+22억)했으나 동 분기 중국 매출 제외되며 QoQ -98억 기록. 참고로 4Q23에는 중국 특신 매출은 95-100억 정도 인식되었으며 1Q에는 선적되지 않아. 다만 1Q24 중국 현지 특신 판매량은 YoY +50% 증가한 것으로 추정되며 2Q부터 실제 수출 재개될 것. 2) 또한 국내 특신 경쟁이 격화됨에 따라 매출이 감소, 다만 1Q에는 계절적 비수기인 점도 실적에 영향을 미쳐 3) 필러의 경우 전분기와 유사한 293억 매출(QoQ -7억) 기록. 4) 신제품 출시 영향으로 화장품 매출 95억(QoQ +16억)으로 성장. 면세점을 비롯한 전 유통 채널에서 매출 증가 중

## 2024년 실적 전망

24년 매출 3,626억(YoY +13.4%), OP 1,361억(YoY +15.5%, OPM 37.5%) 기록 전망. 2/15일 교보증권 추정치(3,638억/1,361억)를 사실상 유지. 컨센서스는 매출 3,674억/OP 1,385억. 다만 일부 가정 중 특신/필러/화장품 매출은 각각 YoY 약 +150억/140억/130억 등으로 수정. 특신의 경우 2Q부터 중국 매출 반영될 것이며 필러도 중국 신규 매출, 기존 아시아/라틴 아메리카 매출 증가 반영되며 성장 가속화될 것. 매출원가율은 2Q부터 22~23%대로 안정적으로 유지되고 하반기부터는 ITC 비용 부담이 경감되며 판관비도 감소해 수익성도 지속 개선될 것

## 투자의견 Buy, 목표주가 25만원 상향

투자의견 Buy, 목표주가 25만원으로 상향. 목표주가 상향의 근거는 24년 EPS에 과거 FDA 승인 기대감이 높았던 시기 P/E 25~30배의 상단인 30배에 24년 EPS 적용한 것. 동사는 이번 실적 컨콜을 통해 EBITDA 가이던스 YoY +25~30% 성장 제시. OP도 비슷한 수준의 성장을 가정할 경우 현재 추정된 실적은 상당히 보수적인 수준. 휴젤의 기업가치의 핵심 변수는 24년 6월 10일에 예정된 ITC 예비 결정. 기존 휴젤이 소통해왔던 것처럼 승소로 결정될 경우 1) 특신 사업 불확실성 해소 2) 미국 진출 전략 청사진 제시(파트너십 or 단독 진출 3) ITC 소송 비용 제거에 따른 실적 추정치 상향 등 호재성 이슈 등이 쏟아질 것. 지금은 6월 10일에 예정된 예비 결정 결과를 기다릴 때

## Forecast earnings &amp; Valuation

12 결산(십억원)	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
매출액(십억원)	282	320	363	399	447
YoY(%)	21.5	13.5	13.4	10.1	12.0
영업이익(십억원)	101	118	136	158	179
OP 마진(%)	35.8	36.9	37.5	39.6	40.0
순이익(십억원)	61	98	103	114	130
EPS(원)	4,629	7,517	8,207	9,031	10,333
YoY(%)	0.1	62.4	9.2	10.0	14.4
PER(배)	29.1	19.9	25.7	23.4	20.4
PCR(배)	13.8	13.6	15.9	13.9	12.4
PBR(배)	2.1	2.4	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA(배)	11.4	11.3	13.9	11.4	9.4
ROE(%)	7.3	12.1	12.4	12.1	12.2

[도표 1] 휴젤 분기 &amp; 연간 실적 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F		2023P	2024F	2025F
매출액	644	816	848	889	743	910	959	1,014		3,197	3,626	3,994
QoQ(%)	-24.7%	26.7%	4.0%	4.9%	-16.5%	22.4%	5.4%	5.8%				
YoY(%)	4.4%	27.7%	20.0%	4.0%	15.4%	11.6%	13.0%	14.1%		13.5%	13.4%	10.1%
Toxin	310	434	459	488	343	465	495	540		1,691	1,843	2,101
QoQ(%)	-38.5%	40.0%	5.8%	6.4%	-29.8%	35.6%	6.5%	9.1%				
YoY(%)	-1.7%	17.4%	9.6%	-3.0%	10.6%	7.2%	7.9%	10.6%		5.2%	9.0%	14.0%
Filler	261	304	313	300	293	331	345	351		1,178	1,320	1,492
QoQ(%)	-2.9%	16.3%	2.8%	-4.0%	-2.5%	13.2%	4.2%	1.7%				
YoY(%)	10.2%	43.2%	40.0%	11.5%	11.9%	8.9%	10.4%	17.0%		25.1%	12.0%	13.0%
이외	73	78	76	101	108	114	119	123		328	463	401
QoQ(%)	-11.5%	7.1%	-1.7%	32.1%	6.7%	5.5%	4.4%	3.8%				
YoY(%)	13.3%	36.6%	18.2%	23.0%	48.4%	46.1%	55.1%	21.9%		22.4%	41.3%	-13.3%
영업이익	185	280	346	368	240	336	376	410		1,178	1,361	1,578
OPM	28.7%	34.3%	40.7%	41.4%	32.2%	36.9%	39.2%	40.4%		36.9%	37.5%	39.5%
QoQ(%)	-40.6%	51.3%	23.5%	6.5%	-34.9%	40.1%	11.9%	9.0%				
YoY(%)	-24.9%	27.5%	31.5%	18.0%	29.5%	20.0%	8.8%	11.4%		15.0%	15.5%	15.9%
순이익	170	214	416	171	227	240	271	296		971	1,035	1,138
(%)	26.4%	26.2%	49.0%	19.3%	30.6%	26.4%	28.3%	29.2%		30.4%	28.5%	28.5%
QoQ(%)	520.2%	26.1%	94.3%	-58.8%	32.6%	5.6%	13.0%	9.2%				
YoY(%)	6.6%	39.0%	58.5%	525.8%	33.8%	12.1%	-34.8%	72.9%		57.4%	6.5%	10.0%

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] 휴젤 1Q24 비교(연결 기준, 단위: 억원)

	1Q24P	교보 추정	차이	컨센서스	차이	1Q23	YoY(%)	4Q23	QoQ(%)
매출액	743	823	-80	777	-34	644	15.4%	889	-16.5%
영업이익	240	281	-41	267	-27	185	29.5%	368	-34.9%
순이익	227	197	30	208	19	170	33.8%	171	32.6%
영업이익률	32.2%	34.1%		34.4%		28.7%		41.4%	
순이익률	30.6%	24.0%		26.8%		26.4%		19.3%	

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] 휴젤 2Q24 &amp; 2024 실적 추정 변경 내역(연결 기준, 단위: 억원)

	2Q24F					2024F				
	변경 후	변경 전	차이	컨센서스	차이	변경 후	변경 전	차이	컨센서스	차이
매출액	910	869	41	893	17	3,626	3,638	-12	3,674	-48
영업이익	336	321	15	325	11	1,361	1,357	4	1,385	-24
순이익	240	228	12	258	-18	1,035	970	64	1,038	-3
영업이익률	36.9%	36.9%		36.4%		37.5%	37.3%		37.7%	
순이익률	26.4%	26.3%		28.9%		28.5%	26.7%		28.3%	

자료: 교보증권 리서치센터

### 주요 Q&A(일부 답변 재구성)

#### Q1. 동 분기 화장품 매출 호조 배경은?

A. 해외 매출 성장 컸음. 특히 현대 백화점 면세점 등에 바이리즌 BR 출시하면서 성장. 또한 베트남 인플루언서 활용 마케팅이나 베트남도매상 분들을 한국으로 초청하는 등 마케팅 활동 노력 중.

#### Q2. 중국 특신/필러 진출 현황은?

A. 1Q24 중국 특신 수출 없음. 4Q23에 최대로 선적한 영향. 2Q24부터 중국 수출 재개 전망. 종합적으로 특신 매출은 23년 대비 24년 YoY 성장 기대. 필러는 24년 2월 중국 변경허가 마쳤으며 4월에 필러도 첫 선적. 2Q24 중국 특신/필러 매출 모두 인식될 것.

#### Q3. 국내 300 unit 비중은?

A. 여전히 주력 상품은 100 unit, 300unit은 가격 경쟁력이 필요한 체인 클리닉 중심으로 시장 반응이 좋음.

#### Q4. 동 분기 OPM 30% 이상인데 이게 지속 가능한지?

A. 비용 관리 철저히 하고 있어

#### Q5. 동 분기 인식한 ITC 비용은?

A. 40억

#### Q6. 국내 특신 매출이 QoQ 감소 배경은?

A. 우선 1Q 매출은 QoQ로 감소했을 뿐 YoY로 증가. 1Q는 전통적인 메디칼 에스테틱 비수기인 점 감안 필요. 또한 메디톡스의 뉴력스가 시장에 최저가로 출시되면서 국내 특신 시장 치열한 가격 경쟁 중. 동사는 기존 주력인 100 unit은 프리미엄 가격을 인정받고 300 unit은 경쟁력 있는 가격으로 판매하는 것이 전략. 종합적으로 동사는 1Q24에 국내 시장에서 비교적 방어 잘했다고 판단 중

#### Q7. 24년 EBITDA 가이드스에서 ITC 법률 비용은 얼마나 가정하였는지?

A. 23년 대비 ITC 비용 감소 전망. 23년 150억 인식했으며 24년 100억 내외로 가정

#### Q8. 중국 특신/필러 예상 매출 규모는?

A. 24년에는 21년/22년에 기록했던 250억과 유사한 수준 기대. 특히 최근 필러 변경허가 마쳐서 번들링 전략 올해부터 활

용 가능. 23년 대비 24년 큰 성장 기대

Q9. 화장품 매출은 2Q에도 성장 지속 가능한지?

A. 동사 화장품은 대부분의 유통 채널에서 성장 중. 특히 면세점은 기저가 낮아 성장 속도 가파르며 온라인, H&B채널 성장도 지속. BR 출시하면서 왕홍 등을 라이브 커머스도 활용하고 홍콩/말레이시아 등에도 진출.

Q10. 현재 R&D 단계의 신제품은 어떤 것들이 있는지?

A. 액상 특신 국내 3상 진행 중이며 지방 분해주사제 2상 진행중. 또한 E형 특신도 개발 개시

Q11. 국내 특신 매출이 기대 대비 다소 낮은 것으로 보이는 것에 대한 견해는? 그리고 2Q 전망은?

A. 국내 특신의 경우 12월이 가장 부진하고 1월~2월 거치며 회복 중. 동사는 가격 경쟁이 벌어지는 국내 시장 잘 방어했다고 판단 중. 아직 2Q에 대해서는 아직 전망 어려워

Q12. 24년 내 미국 특신 매출 인식 가능한지?

A. 진출 전략 미확정. 파트너 선정 후 유통할 경우 빠르게 매출 반영 가능하나 직접 진출시 실제 매출 인식 시점은 다소 늦어질 수도. 다만 아직 진출 전략이 확정되지 않았음

Q13. 24년 예상 중국 매출 250억에는 중국 필러 매출 포함 된 것인지?

A. 특신만 250억. 필러 합치면 더 클 것.

Q14. 중국 필러 4월 첫 선적 규모는?

A. 10~15억

Q15. 동 분기 판관비 증가 배경은?

A. SG&A 증가. 휴젤 아메리카 등에서는 인건비 절감했으나 휴젤 본사에서 인건비 증가 있었음.

Q16. 미국 진출 전략은 파트너링인지 직접 판매인것인지?

A. 보다 준비를 잘 하기 위해 늦어지는 것. ITC 결과에 대해서 파트너와 소통도 필요. 상반기 내 미국 진출 전략 관련 시장과 소통할 것.

Q17. ITC 결과에 대해 한국에 어떻게 알려지게 되는지?

A. 공시로 공개 예상

Q18. 중국 매출 회복 늦어지는 배경은? 수요 부진인지? 공급 과잉인지?

A. 사환제약 메디컬 에스테틱 매출 23년 YoY 200% 성장. 볼륨 기준 중국 현지 매출 1Q24 YoY +50% 성장 추정. PENT-UP 수요 회복되고 있어. 또한 중국 매크로 상황이 우리에게 도움 될 것. 동사는 앨리간의 프리미엄 가격 대비 합리적 가격에 제품을 제공할 수 있을 것이기 때문.

Q19. 중국 특신 시장의 목표 M/S는?

A. 23년 기준 13%. 24년에는 15% 이상 목표

Q20. ITC 분쟁에서 패배시 미국 사업 전략은 어떻게 되는지?

A. 동사는 전혀 패소를 고려하지 않고 있음. 다만 최악의 경우 가정시 대응-메디톡스 경우처럼 수개월~수년 수입 정지 처분 가능성 있음.

Q21. 국내 특신 시장에서 100unit 프리미엄 전략+300unit 가격 경쟁력 전략으로 M/S 성장도 가능하다고 판단하는지?

A. 동사의 국내 특신 전략은 100unit으로 프리미엄 클리닉, 300unit으로 가격 경쟁력 필요한 체인 병원 중심 진출하는 것. 그리고 이미 특신 생산 설비는 풀 가동 중이기 때문에 국내에서 치열한 가격 경쟁에 참가하는 것보다는 해외 진출이 좀 더 중요. 물론 국내에 시장 지배력 유지하는 것은 주요 목표.

Q22. 현재 휴젤아메리카의 역할은?

A. 4Q23에는 영업 인력 조정 있었던 것 맞음. 현재 파트너십 고려 중이지만 직판도 충분히 선택할 수 있는 선택지. 다만 아직 전략이 확정되지 않아 언급할 수 있는 것은 제한적

[휴젤 145020]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	282	320	363	399	447
매출원가	63	74	84	89	99
매출총이익	219	246	279	311	348
매출총이익률 (%)	77.7	77.0	77.0	77.8	77.8
판매비와관리비	117	128	143	153	169
영업이익	101	118	136	158	179
영업이익률 (%)	36.0	36.8	37.5	39.5	40.1
EBITDA	115	132	150	172	194
EBITDA Margin (%)	41.0	41.2	41.5	43.1	43.5
영업외손익	-28	15	-1	-8	-8
관계기업손익	0	0	-21	-33	-38
금융수익	23	42	45	49	55
금융비용	-45	-15	-13	-13	-13
기타	-6	-12	-11	-11	-11
법인세비용차감전순이익	73	133	136	150	171
법인세비용	9	36	32	36	41
계속사업순이익	64	98	103	114	130
중단사업순이익	-3	0	0	0	0
당기순이익	61	98	103	114	130
당기순이익률 (%)	21.5	30.5	28.5	28.5	29.1
비지배자분순이익	3	5	5	5	6
지배자분순이익	57	93	99	108	124
지배자순이익률 (%)	20.4	29.1	27.2	27.2	27.8
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	3	0	2	2	2
포괄순이익	63	98	105	116	132
비지배자분포괄이익	5	6	6	7	8
지배자분포괄이익	58	92	99	109	125

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	131	155	174
당기순이익	61	98	103	114	130
비현금항목의 가감	63	43	53	65	70
감가상각비	9	9	10	11	11
외환손익	6	1	-3	-3	-3
자본법평가손익	0	0	21	33	38
기타	48	32	25	24	24
자산부채의 증감	-31	-2	-12	-10	-13
기타현금흐름	-12	-21	-14	-14	-13
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	96	116	146
기초 현금	294	132	106	202	317
기말 현금	132	106	202	317	464
NOPLAT	89	86	104	120	136
FCF	38	75	91	109	123

자료: 휴젤, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	618	568	675	800	959
현금및현금성자산	132	106	202	317	464
매출채권 및 기타채권	58	49	56	62	70
재고자산	27	34	39	43	48
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	1,037	1,163	1,322
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	167	197
지배자분	792	747	846	954	1,079
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	327	327	327	327	327
이익잉여금	899	936	1,035	1,143	1,268
기타자본변동	-447	-533	-533	-533	-533
비지배자분	57	32	37	41	47
자본총계	849	780	883	996	1,125
총차입금	119	90	89	89	89

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

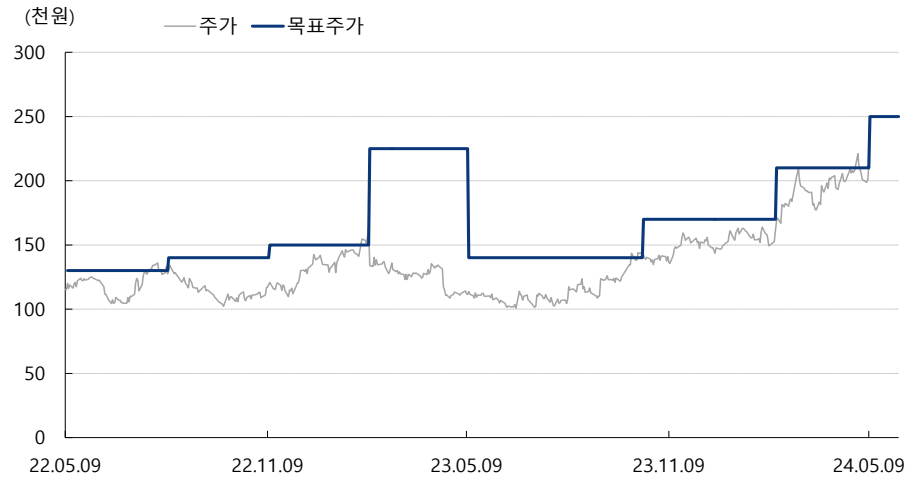
12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	4,629	7,517	8,207	9,031	10,333
PER	29.1	19.9	25.7	23.4	20.4
BPS	63,955	62,204	70,411	79,442	89,774
PBR	2.1	2.4	3.0	2.7	2.4
EBITDAPS	9,315	10,631	12,511	14,345	16,181
EV/EBITDA	11.4	11.3	13.9	11.4	9.4
SPS	22,742	25,819	30,182	33,245	37,232
PSR	5.9	5.8	7.0	6.3	5.7
CFPS	3,096	6,017	7,585	9,073	10,257
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	13.4	10.1	12.0
영업이익 증가율	6.0	16.2	15.6	15.9	13.8
순이익 증가율	0.5	60.9	5.9	10.0	14.4
수익성					
ROIC	28.0	25.5	29.3	32.8	36.2
ROA	5.6	9.4	10.0	9.9	10.0
ROE	7.3	12.1	12.4	12.1	12.2
안정성					
부채비율	23.6	19.2	17.5	16.8	17.5
순차입금비율	11.3	9.7	8.6	7.6	6.7
이자보상배율	32.6	40.1	46.4	53.7	61.1

## 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		
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 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 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\_2024.03.29

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 투자가간 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