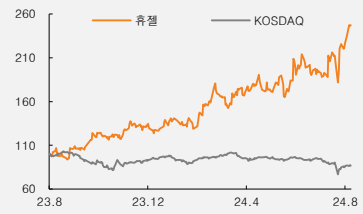


투자 의견(신규)	매수
목표주가(신규)	360,000원
현재주가(24/8/21)	286,500원
상승여력	25.7%

영업이익(24F,십억원)	146
Consensus 영업이익(24F,십억원)	152
EPS 성장률(24F,%)	12.3
MKT EPS 성장률(24F,%)	-
P/E(24F,x)	33.9
MKT P/E(24F,x)	-
KOSDAQ	779.87
시가총액(십억원)	3,611
발행주식수(백만주)	13
유동주식비율(%)	44.6
외국인 보유비중(%)	55.7
베타(12M) 일간수익률	-0.03
52주 최저가(원)	108,500
52주 최고가(원)	286,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	28.2	58.5	139.7
상대주가	36.2	75.6	173.2



[글로벌 바이오섹터]

서미화

mihwa.seo@miraeasset.com

휴젤

해외로 확대되는 K-특신

투자 의견 매수, 목표주가 36만원으로 커버리지 개시

동사의 목표주가 36만원은 과거 5년간의 휴젤 P/E 평균 30배를 적용하였다. 투자 의견은 상승여력이 25.7% 인점을 고려하여 매수로 제시하였다.

2024년 휴젤의 매출액 3,740억원(+17% YoY), 영업이익 1,472억원(+24.9% YoY)으로 추정하였다. 24년 하반기부터는 미국 수출 특신 매출이 증가할 것으로 예상되며, 이는 2026년 가속화될 것으로 보인다. 중국향 특신 매출도 전년 대비 증가하면서 이익에 기여할 수 있을 것으로 보인다.

미국, 중국, 유럽 허가를 모두 보유한 보틀리눔 특신 기업

동사는 보틀리눔 특신과 필러를 포함한 코스메틱 사업을 영위하고 있다. 2023년 기준 휴젤의 매출 중 53%는 보틀리눔 특신이며, HA필러 37%, 화장품 8%, 리프팅실 2%이다. 전세계 보틀리눔 특신 매출의 약 47%가 미용 관련 시장에서 나오고 있다. 동사는 미용 시장을 타깃으로하여 매출이 발생하고 있으며 필러, 화장품, 리프팅실 등 미용 제품의 다양성을 보유하고 있어 특신의 매출이 지속적으로 성장하고 있다. 휴젤은 보틀리눔 특신에 대해 미국, 중국, 유럽 허가를 모두 보유하고 있다.

휴젤의 특신 제품은 미국, 중국, 유럽에서 판매 허가를 승인받았다. 특히 24년 2월 승인받은 미국은 가장 큰 특신 시장을 형성하고 있는 국가이다. 미국에서는 베네브(BENEV)를 통해 판매될 예정이다. 베네브는 2000년 미국 캘리포니아에 설립된 기업으로 엑소좀, 고주파 마이크로 니들, PDO실 등 다양한 의료 미용 제품을 판매하고 있다. 베네브는 기존에 보유한 미용 제품과 휴젤의 특신을 함께 판매하며 시너지 효과를 낼 수 있을 것으로 기대된다. 3년 내 미국에서 약 10% 시장 점유율을 달성하고자 한다. 경쟁사인 에볼루스 대비, 시술자에게 교육을 제공할 수 있다는 이점을 통해 점유율을 확대할 수 있을 것으로 예상된다.

휴젤은 특신 뿐만 아니라 필러, 화장품 및 리프팅실 제품도 보유하고 있다. 특히 특신과 필러는 의사 및 환자의 입장에서 번들링 판매 및 시술이 많이 이뤄지는 제품이다. 또한, 특신과 필러는 미용의료 시술에서 1, 2위를 차지한다. 따라서 특신과 필러 두 제품을 모두 가지고 있는 것은 마케팅에 도움이 된다. 필러에 대한 매출 비중도 37%를 차지하고 있어 신규 국가에서 시장확대에 도움일 될 수 있는 부분이 될 것으로 판단된다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	282	320	374	459	566
영업이익 (십억원)	101	118	146	184	232
영업이익률 (%)	35.8	36.9	39.0	40.1	41.0
순이익 (십억원)	57	93	104	126	158
EPS (원)	4,629	7,517	8,445	10,021	12,554
ROE (%)	7.3	12.1	13.5	14.6	15.7
P/E (배)	29.1	19.9	33.9	28.6	22.8
P/B (배)	1.9	2.0	3.6	3.2	2.8
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 휴젤, 미래에셋증권 리서치센터

I. 투자포인트

1. 미국, 중국, 유럽 허가를 모두 보유한 보툴리눔 독신 기업

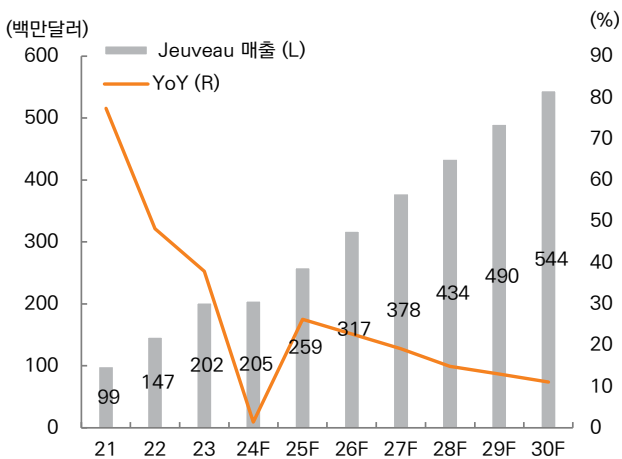
1) 미국

휴젤의 레티보는 2024년 2월 미국 판매허가를 승인받았다. 미국에서는 베네브(BENEV)를 통해 판매될 예정이다. 베네브는 2000년 미국 캘리포니아에 설립된 기업으로 엑소솜, 고주파 마이크로 니들, PDO실 등 다양한 의료 미용 제품을 판매하고 있다. 베네브는 기존에 보유한 미용 제품과 휴젤의 독신을 함께 판매하며 시너지 효과를 낼 수 있을 것으로 기대된다. 3년 내 미국에서 약 10% 시장 점유율 달성하고자 한다.

미국 독신 시장의 대부분은 애브비의 보톡스 제품이 점유하고 있다. 대웅제약의 주보는 휴젤보다 5년 빠른 2019년 2월 미국 판매허가를 획득하였다. 미국 파트너사는 에볼루스이다. 2024년 2분기 에볼루스는 실적발표 컨콜에서 2024년 미국 독신시장의 점유율 13%를 가지고 올 것으로 소동하였다. 에볼루스는 출시 첫해 4%, 출시 5년차인 2023년 처음으로 두자리수 침투율(11%)을 달성했다.

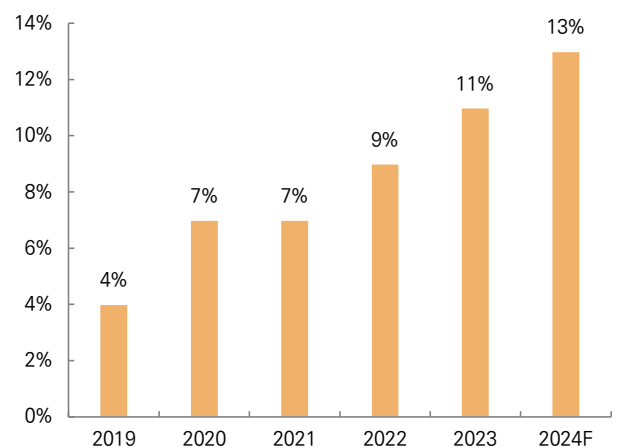
휴젤의 레티보는 2024년 7월부터 수출이 시작되었다. 런칭은 빠르면 연내 이뤄질 것으로 예상된다. 휴젤의 레티보는 에볼루스와 경쟁제품이 될 것으로 예상된다. 유사한 전략의 경쟁제품이 이미 있는 바, 점유율 확대가 순조롭게 이뤄지는지 지켜볼 필요가 있다.

그림 222. 에볼루스 주보 매출 추이 및 전망



자료: Evaluate Pharma, 미래에셋증권 리서치센터

그림 223. 주보의 미국 점유율 추이



자료: 에볼루스, 미래에셋증권 리서치센터

표 31. 국내 독신 기업의 미국 진출 현황

기업명	휴젤	메디톡스	대웅제약
제품명	레티보(Letybo)	이노톡스, MT10109L	주보(Jeuveau)
허가 진행 상황	2024.02 판매허가	MT10109L FDA 사전 심사 거절	2019. 02 판매허가
파트너사	베네브	Allergan으로 부터 반환	Evolus
비고		향후 직접판매 예정	23년 매출 2억 200만 달러

자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

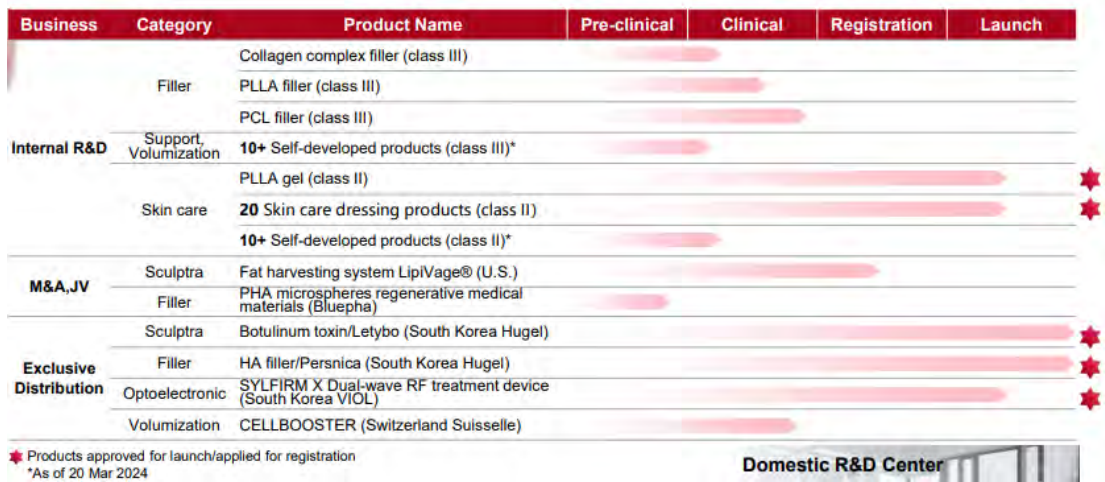
2) 중국

휴젤은 2020년 10월 중국 판매허가를 획득하였다. 휴젤의 독신은 4번째로 중국허가를 받은 제품이며, 최근 머츠의 제오민이 중국 허가를 획득하며 현재까지 5개의 제품만 중국 허가를 받았다.

대웅제약은 22년 중국 품목허가 신청을 완료한 상황이다. 휴온스바이오파마의 중국 파트너사 아이메이커도 24년 7월 중국 품목허가를 신청하였다. 종근당바이오는 자체 개발한 보틀리눔 독신에 대해 중국인 대상으로 임상 3상을 진행 중이다.

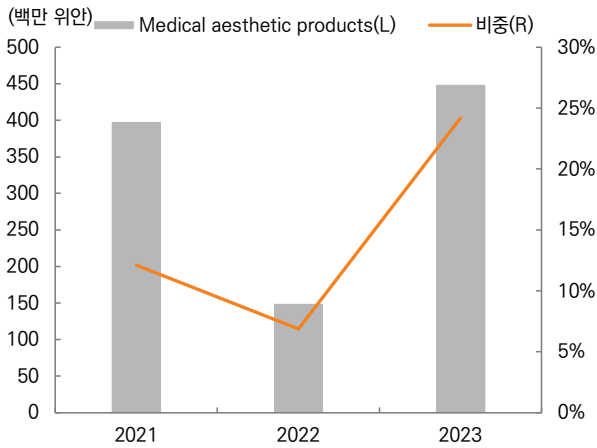
란저우의 BTXA(1997년), 애브비의 보톡스(2003년)가 중국 독신시장의 대부분을 점유하고 있다. 휴젤의 파트너사는 사환제약으로 21년 2월 중국 시장에 런칭되었다. 사환제약은 중국에서 필러와 독신 모두를 가지고 있는 기업이다. 독신 단독의 매출은 알수 없으나, 23년 기준 의료 미용 제품 매출은 4억 4,990만 위안(약 860억원)으로 중국 시장 독신 점유율 약 10%를 기록한 것으로 추정된다. 올해 4월에는 주사제를 변경한 휴젤의 필러 제품의 초도 물량이 선적되었다. 필러 판매 시너지 효과를 통해 독신 매출을 더 확대할 수 있을 것으로 기대된다. Frost & Sullivan 자료에 따르면, 중국 보틀리눔 독신 시장 규모는 2025년 126억 위안(2.4조원)에서 2030년 390억 위안(7.4조원)으로 성장할 것으로 예상된다.

그림 224. 사환제약의 미용부문 R&D 파이프라인



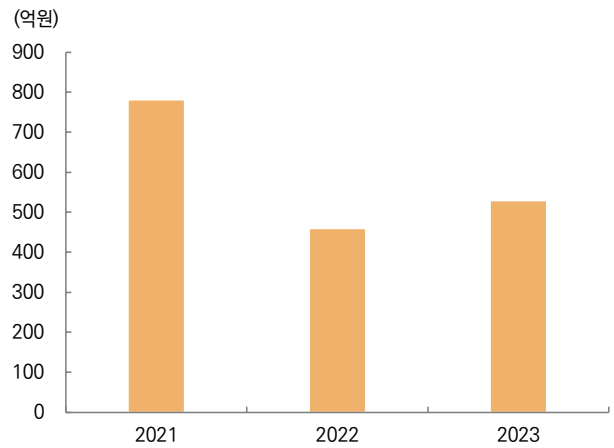
자료: 사환제약, 미래에셋증권 리서치센터

그림 225. 사환제약의 미용부문 매출 추이



자료: 사환제약, 미래에셋증권 리서치센터

그림 226. 휴젤의 아시아향 특신 매출 추이



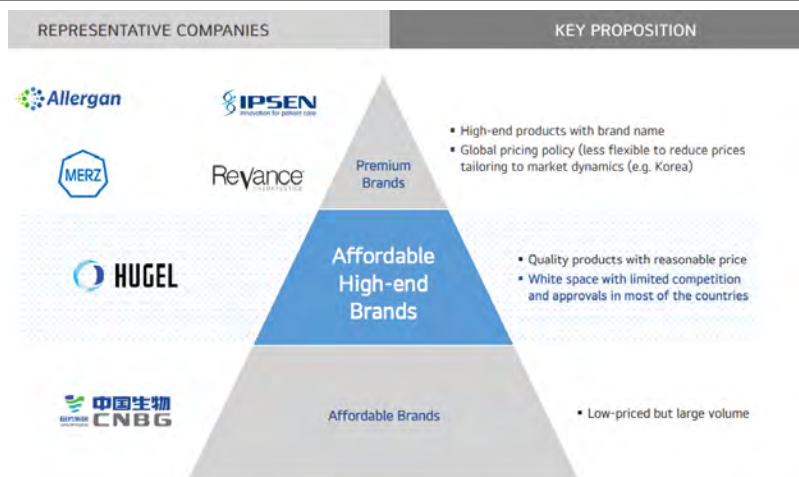
자료: 휴젤, 미래에셋증권 리서치센터

표 32. 국내 특신 기업의 중국 진출 현황

항목	휴젤	메디톡스	대웅제약	휴온스
제품명	레티보(Letybo)	이노톡스, MT10109L	주보(Jeuveau)	휴톡스
허가 진행 상황	2020. 10 판매허가	수입의약품 등록 신청 철회	2021년 BLA 신청 후 정식허가 대기	품목허가 신청서 제출(24년 7월)
파트너사	사환제약	Bloomage	파트너사 미공개	아이메이커 테크놀로지
비고	2021년 런칭	기존 파트너인 Bloomage와 1,200억원 규모 소송중	2025년 1분기 출시 목표	

자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 227. 휴젤의 특신 제품 포지셔닝

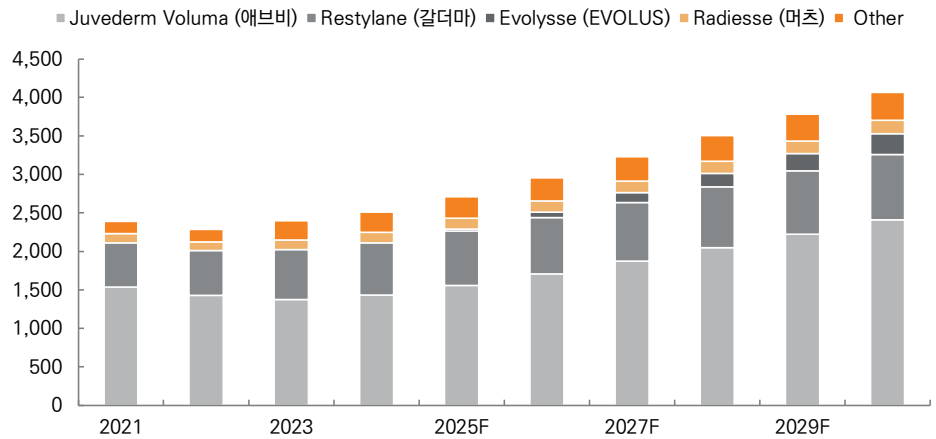


자료: 휴젤, 미래에셋증권 리서치센터

2. 독신 시장 확대의 기회: 필러도 가진 기업

독신과 필러는 미용의료 시술에서 1, 2위를 차지한다. 또한, 독신 사용자가 추가적으로 하는 시술 1위는 필러이다. 따라서 독신과 필러 두 제품을 모두 가지고 있는 것은 마케팅에 유리하다. 기업의 입장에서는 가장 많이 사용되는 2가지 시술에 대한 제품을 같이 판매함으로써 매출에 도움이 될 수 있다. 제품을 사게되는 병원의 입장에서도 2가지 이상의 제품을 한번에 구매하면 할인과 같은 혜택을 받을 수 있다. 따라서 독신을 가지고 있는 기업은 필러 제품을 확보하고자 하고, 필러 및 다양한 미용기기 제품을 보유한 기업은 독신 제품을 도입하려고 한다. 미국에서 독신의 점유율을 높이고 있는 에볼루스도 필러 제품의 허가를 준비하고 있다. 또한, 중국에서 휴젤의 독신 제품을 판매하고 있는 사한제약도 휴젤의 필러 제품을 도입하였다.

그림 228. 글로벌 필러 시장 규모



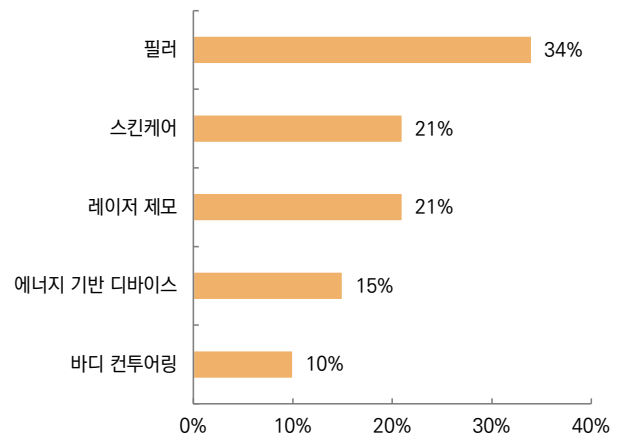
자료: 이벨류에이트파마, 미래에셋증권 리서치센터

그림 229. 대부분의 시술처에서 1위는 독신, 2위는 필러



자료: 에볼루스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 230. 독신 이용자가 함께하는 미용시술



자료: 에볼루스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 231. 필러 시술 시 효과

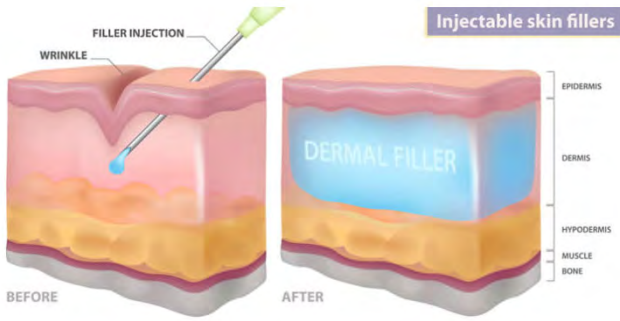


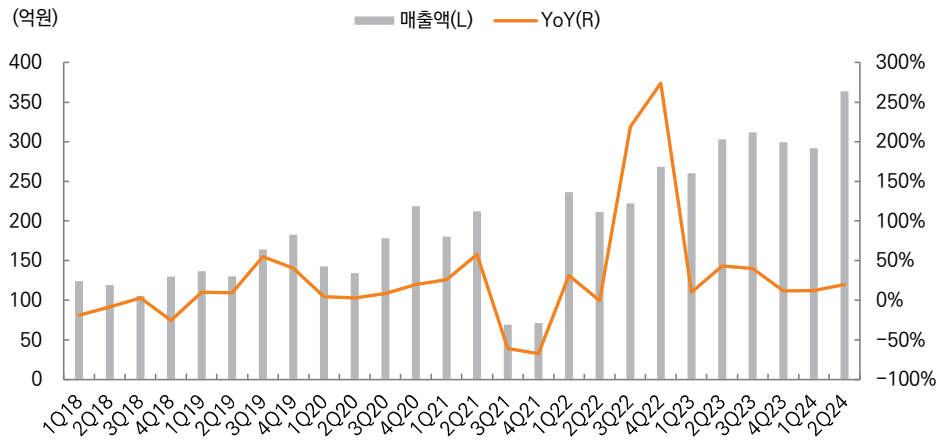
그림 232. 필러 시술 위치



자료: BEYOO, 미래에셋증권 리서치센터

자료: torontofacialplastic, 미래에셋증권 리서치센터

그림 233. 휴젤의 분기별 필러 매출액 추이



자료: 휴젤, 미래에셋증권 리서치센터

3. 화장품도 있다.

휴젤은 웰라쥬(더마 코스메틱)와 바이리즌(럭셔리 코스메틱스)화장품도 꾸준히 판매 중이다. 20년 펜더믹 이후 다시 꾸준히 회복하여 23년 268억원으로 연간 최대 매출을 달성하였다. 2024년의 경우, 상반기만 161억원 매출액을 달성하여, 전년 대비 성장할 것으로 기대된다. 화장품이 주력 사업은 아니나, 휴젤의 특신과 필러 제품에 대한 관심이 증가하면서 화장품 매출 또한 꾸준히 증가할 것으로 보인다.

기존 웰라쥬는 소비자에게 친숙한 올리브영과 같은 채널에서 판매되고 있으며, 필러제품을 가진 휴젤이 만든 ‘히알루론산’ 함유 제품으로 알려지며 매출이 증가하였다. 최근에는 보툴 펩타이드 성분이 포함된 신제품을 출시하였다. 이와 같이 화장품 사업의 확장은 휴젤이 필러와 특신 제품을 보유한 기업인 것만으로도 충분히 마케팅 효과가 있다고 판단된다.

그림 234. 더마 코스메틱 브랜드 웰라쥬

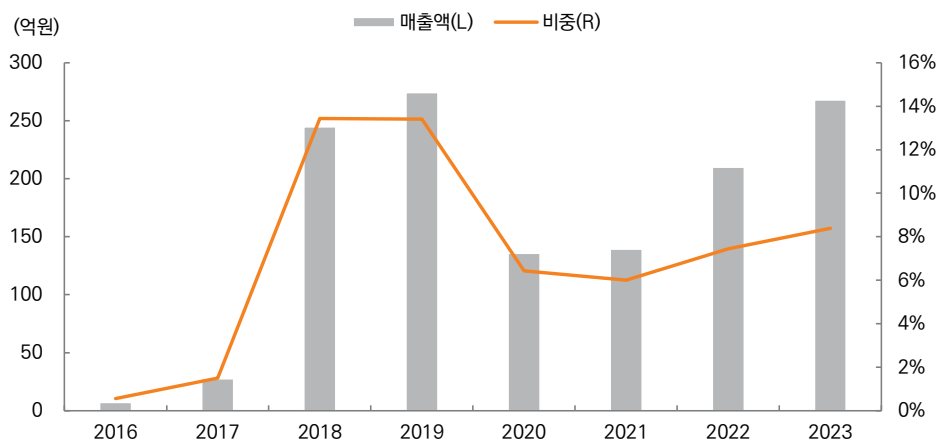
그림 235. 럭셔리 코스메틱 브랜드 바이리즌



자료: 휴젤, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 휴젤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 236. 휴젤의 화장품 매출 추이 및 비중



자료: 휴젤, 미래에셋증권 리서치센터

II. 기업가치

목표주가 360,000원, 투자 의견 매수로 커버리지를 개시한다. 동사의 목표주가는 과거 5년간의 휴젤 PER 평균 30배를 적용하였다. 투자 의견은 상승여력이 25.7% 인점을 고려하여 매수로 제시하였다. 글로벌 Peer 기업인 애브비의 경우 독신 매출 비중이 23년 기준 10.4%로 타 사업부문 매출이 더 크고, 레반스 테라퓨틱스, 에볼루스의 경우 2023년까지 영업적자로 평균 멀티플을 이용하기 어려웠다.

현재 주가는 12개월 선행 EPS의 33.9배로 거래 중이다. 지난 2년간 평균 이하 밸류에서 거래된 가장 큰 이유는 ITC 소송이다. 현재 미국 ITC 소송 중이며, 최종 결과는 10월에 확인할 수 있을 것으로 예상된다. 24년 6월 ITC는 휴젤이 균주 절취 사실 없다라고 예비 심결을 내린 상황이다. 6월 예비 결과에서 휴젤에 긍정적인 결과가 나온만큼 최종 결과를 통해 소송 이슈는 해결될 수 있을 것으로 판단된다. 독신 기업들의 주가가 과거 5년동안 좋지 않았던 가장 큰 이유가 소송 이슈였던 만큼 이슈 해소를 통해 기업의 적정 가치를 받을 수 있을 것으로 기대된다.

참고로, 22년 3월 메디톡스는 휴젤을 상대로 ITC에 보톡스 균주 절도, 균주 및 제조공정 등과 관련한 영업비밀 침해 등으로 휴젤, 휴젤아메리카, 크로마파마를 제소(미국 현지에서 상품 수입·판매와 관련된 불공정 행위를 단속하는 규정)하였다.

메디톡스가 24년 1월말 ITC에 제출한 사전 심리자료에 따르면 유전자 분석결과 양사의 균주에 차이가 있음을 인정, 하지만 휴젤의 균주가 자연 발견 가능성이 낮다고 주장하였다. 또한, 도용 이후 휴젤 균주에 돌연변이 발생 혹은 메디톡스 선행 균주로부터 유래했을 수 있다고 주장하였다. 휴젤은 사전 심리자료를 통해 통조림에서 균주 발견한 사실과 유전자 분석 결과의 차이를 강조하였다.

과거 메디톡스와 대응제약의 미국 소송의 경우 21년 3월 ITC 소송 결과에 따라 에볼루스, 메디톡스, 앨러간 3자 합의로 ITC 소송 전 상태로 복귀(합의금: 3,500만달러 + 향후 판매 로열티)를 결정 내렸다. 현재까지는 휴젤에 유리한 상황으로 판단되며, 소송의 종료될 경우 소송관련 이슈 해소 및 비용 절감으로 긍정적 주가 흐름이 예상된다.

최근 국내 화장품, 의료기기 등이 해외 소비자들에게 관심을 받으며, 독신 제품에 대한 관심도 함께 증가하고 있다. 독신 및 필러의 해외 허가 국가가 늘어나고 있어 이에 따른 지속적인 수혜가 예상된다.

2024년 8월 12일 Crown Laboratories는 레반스 테라퓨틱스(RVNC)라는 독신 기업을 인수하기로 결정하였다. 인수가는 전일(8월 9일) 종가 대비 89% 프리미엄을 부여한 9억 2,400만 달러이다. 비상장사인 Crown Laboratories는 피부관리 제품을 제조하는 기업이다. 레반스 테라퓨틱스는 독신 제품인 DAXXIFY와 필러 제품인 RHA 등을 보유하고 있다. 2023년 DAXXIFY 매출액은 8,400만 달러로 전체 매출액(2억 3,400만 달러)의 36% 비중이다. 24년 매출 가이드نس 기준 PSR 기준, 3.3배가 인수가이다.

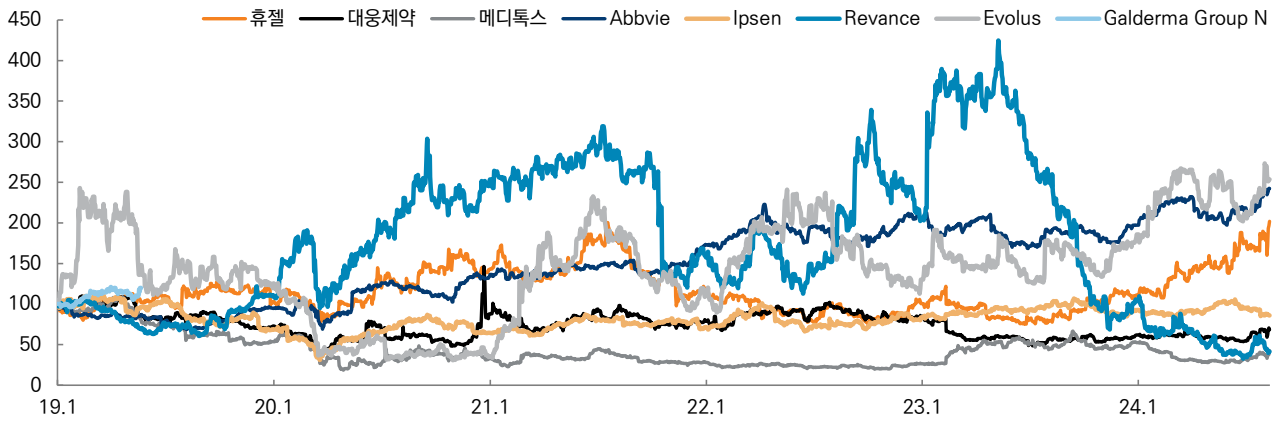
표 33. 휴젤 목표주가 산정

구분	내용	비고
P/E multiple	30	과거 5년 평균 P/E
예상 순이익(억원)	1,263	2025F 예상 순이익
주주가치(억원)	37,890	
주식수(천주)	10,627	
적정주가	356,557	
목표주가	360,000	
현재주가	286,500	8월 21일 종가
상승여력	25.7%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 237. 특신관련 기업의 시가총액 추이

(2019.01.01=100)



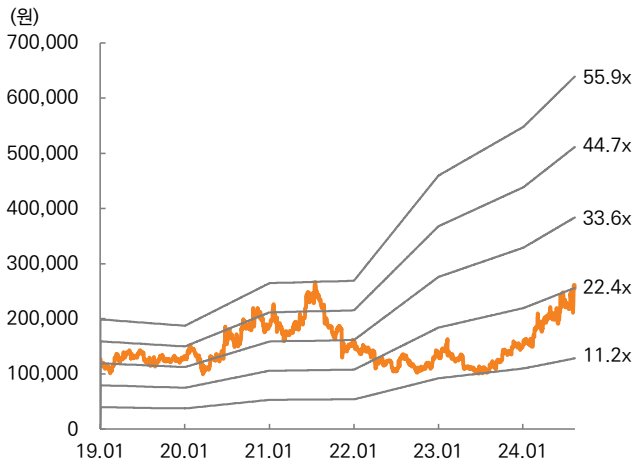
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

표 34. 글로벌 특신 관련 기업 밸류에이션

기업명	휴젤	대웅제약	메디톡스	Abbvie	Ipsen	Revance	Evolus	Galderma Group N	
시가총액(백만원, 백만달러)	3,352,673	1,488,875	1,427,236	336,312	9,326	309	822	20,347	
2022	매출액(백만원, 백만달러)	281,675	1,280,092	195,096	58,054	3,325	133	149	3,824
	영업이익(백만원, 백만달러)	101,378	95,797	46,665	18,117	769	-342	-65	311
	EBITDA(백만원, 백만달러)	115,373	134,150	61,429	26,785	1,244	-299	-60	589
	순이익(백만원, 백만달러)	57,332	42,240	37,010	11,836	683	-356	-74	-99
	EPS(원, 달러)	4,811	3,816	5,491	7	8	-5	-1	-0
	PER(배)	27	42	23	15	14	-	-	-
	PBR(배)	2	3	2	17	2	121	23	-
	ROE(%)	7	7	9	72	21	-879	-148	-2
	EV/EBITDA(배)	11	16	15	13	7	-	-	-
	PSR(배)	6	1	4	5	3	10	3	-
2023	매출액(백만원, 백만달러)	319,700	1,375,329	221,121	54,318	3,576	234	202	4,117
	영업이익(백만원, 백만달러)	117,782	122,592	17,322	12,757	883	-317	-49	536
	EBITDA(백만원, 백만달러)	131,642	165,293	32,410	21,644	1,203	-291	-42	812
	순이익(백만원, 백만달러)	93,076	121,739	9,755	4,863	697	-324	-62	-57
	EPS(원, 달러)	8,217	10,656	1,311	3	8	-4	-1	-0
	PER(배)	18	11	184	20	14	-	-	-
	PBR(배)	2	2	3	26	2	-	-	-
	ROE(%)	12	18	2	35	18	-	-	-1
	EV/EBITDA(배)	10	10	52	15	8	-	-	-
	PSR(배)	5	1	7	5	3	3	3	-
2024F	매출액(백만원, 백만달러)	374,700	1,421,900	256,058	55,650	3,705	277	267	4,540
	영업이익(백만원, 백만달러)	152,664	138,167	42,494	24,826	1,126	-146	-11	970
	EBITDA(백만원, 백만달러)	170,460	184,733	59,562	25,734	1,437	-94	-22	1,039
	순이익(백만원, 백만달러)	115,481	92,833	37,647	19,319	841	-168	-38	413
	EPS(원, 달러)	9,752	8,009	5,357	11	10	-2	-0	2
	PER(배)	27	16	36	18	11	-	-	46
	PBR(배)	4	2	3	34	2	-	-	3
	ROE(%)	15	11	7	251	17	-	-1,434	5
	EV/EBITDA(배)	18	10	25	15	6	-	-	22
	PSR(배)	9	1	6	6	3	1	3	4
2025F	매출액(백만원, 백만달러)	443,404	1,518,867	287,761	58,736	3,955	369	352	5,116
	영업이익(백만원, 백만달러)	189,475	160,477	75,004	27,699	1,171	-73	14	1,026
	EBITDA(백만원, 백만달러)	204,584	204,100	94,120	27,727	1,515	-30	12	1,189
	순이익(백만원, 백만달러)	148,076	107,400	56,111	21,432	917	-74	-10	694
	EPS(원, 달러)	12,398	9,269	8,112	12	11	-1	0	3
	PER(배)	21	14	24	16	10	-	104	30
	PBR(배)	3	2	2	32	2	-	-	2
	ROE(%)	16	12	11	-93	16	-	-	7
	EV/EBITDA(배)	15	9	16	14	6	-	74	19
	PSR(배)	8	1	5	6	2	1	2	4

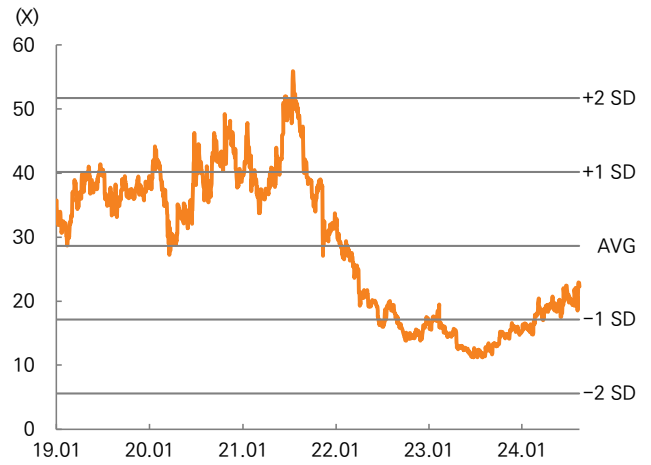
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 238. 휴젤의 12M Fwd P/E 밴드차트



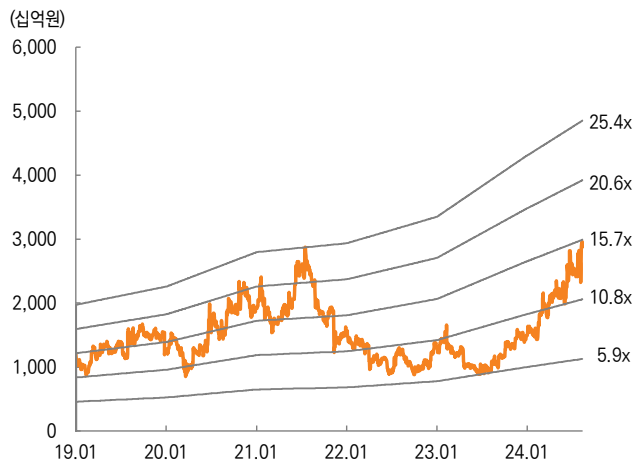
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 239. 휴젤의 12M Fwd P/E 추이



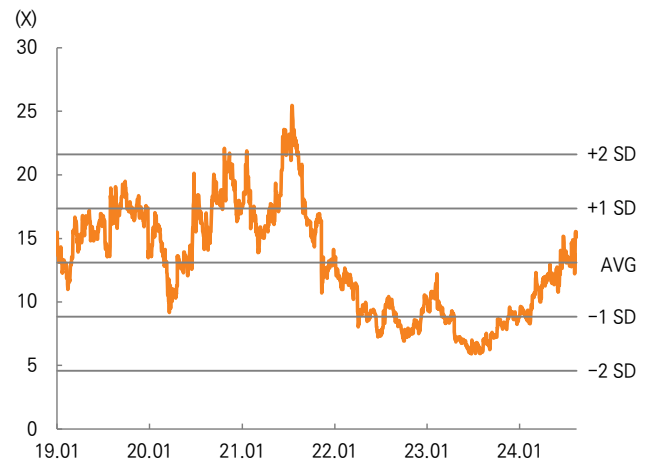
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 240. 휴젤의 12M Fwd EV/EBITDA 밴드차트



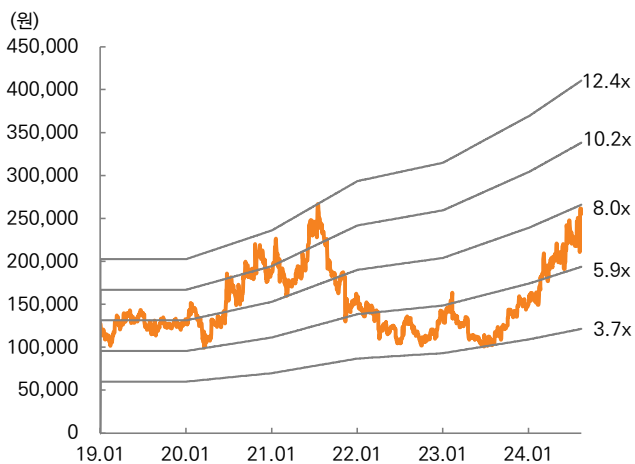
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 241. 휴젤의 12M Fwd EV/EBITDA 추이



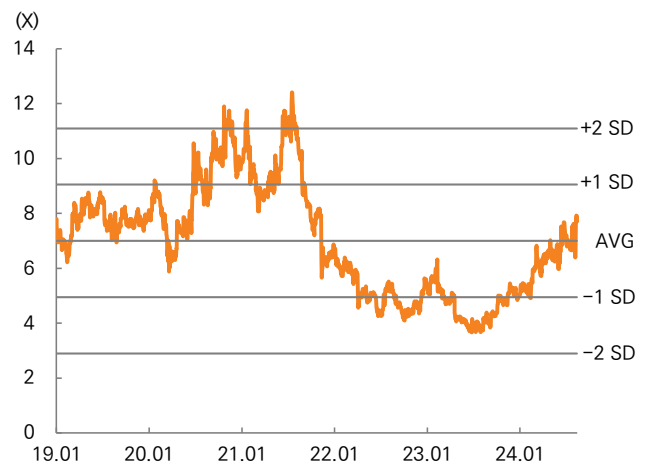
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 242. 휴젤의 12M Fwd P/S 밴드차트



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 243. 휴젤의 12M Fwd P/S 추이



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

III. 실적

1. 2Q24 실적리뷰

연결기준 2Q24 매출액 954억원(+17% YoY), 영업이익 423억원(+51.6% YoY)을 기록하였다. 지급 수수료 및 인건비 감소로 판관비가 16.6% 감소하였으며, 영업이익률은 44.4%를 기록하였다.

특신 수출은 308억원(+62% YoY)를 기록하였다. 특히 아시아 및 유럽 국가 매출이 전년 동기 대비 각각 96.7%, 66.4% 증가하였기 때문이다. 유럽은 누드바이얼 수출로 계약 방식을 바꾸면서 매출이 증가하였다. 누드바이얼 방법은 레이블을 유럽 판매사가 하는 방식으로 체계적인 재고 관리 및 유통이 가능할 것으로 예상된다.

2분기에는 브라질 수출 물량이 없어 전년 동기 대비 북남미 매출액이 39.2% 감소하였다. 올해 브라질 파트너사와 계약이 종료될 예정으로 브라질 선적이 없었다. 이에 따라 북남미 매출이 감소하였으나, 칠레, 콜롬비아, 페루 지역에서 매출이 증가하면서 감소폭을 일부 상쇄하였다.

특신 내수 매출액은 203억원으로 전년 동기 대비 16.9% 감소하였다. 국내의 경우 지속적 경쟁 심화 및 국내 사업에 대한 전반적 전략 검토로 전년 동기 대비 16.9% 감소하였다.

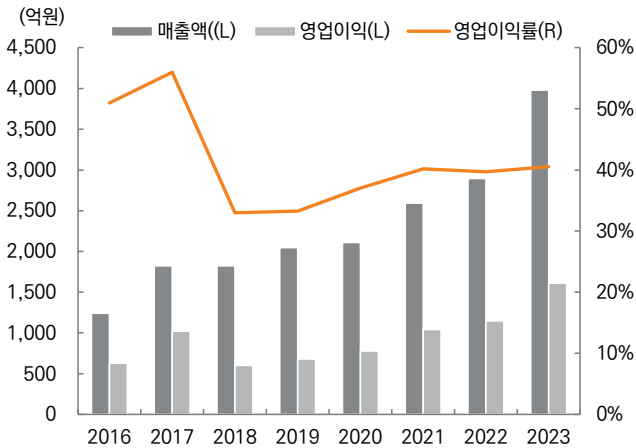
필러 수출은 270억원(+23.1% YoY)을 기록하였다. 필러 수출은 아시아 태평양 및 중남미 고루하게 성장하였다. 중국의 경우 주사제를 변경한 필러의 초도 선적(4월) 물량이 매출에 반영되었다. 필러 내수 매출액은 95억원(+12% YoY)을 기록하였다. 5월 이나영 모델 교체 및 TV 광고 등으로 인한 신규 고객 유입 때문으로 파악된다. 국내 필러는 7월 10% 가격 인상이 있었으며 이 효과는 3분기에 반영될 것으로 보인다.

화장품은 10% 성장하였는데, 대부분 해외 시장 매출이 견인했다. 베트남 뿐만아니라 작년 말, 중국에 제품을 런칭하여 직접 판매 유통하는 부분이 생기면서 중국 매출이 늘어나는 모습을 보이고 있다.

영업이익은 전년 동기 대비 51.6% 증가하였는데, 판관비 절감이 두드러졌다. 1) ITC 소송과 정에서 대면 보고의 비중이 낮아지며 비용이 감소되었다. 23년의 경우, 분기 당 35~40억원의 비용이 지출되었으나, 2Q24의 경우 20억원 수준이었다. 2) 다음으로는 휴젤 아메리카에서 불필요 인원을 감축시킨 부분이 컸다. 3) 그밖에 R&D 비용의 감소도 있었다. 사업성이 낮은 R&D를 정리하는 작업이 진행되었기 때문이다.

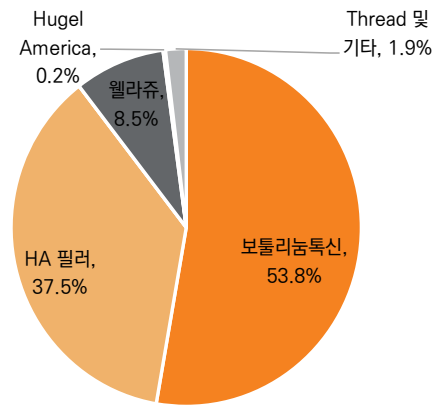
2024년 매출액은 3,740억원이 예상된다. 미국 특신 수출이 시작되었으며, 중국 특신 물량도 증가할 것으로 예상되기 때문이다. 중국 특신은 전년 동기 대비 성장할 것으로 예상되며, 연간 250억원 매출이 기대된다. 국내필러는 전년 대비 15.6% 성장할 것으로 예상되며 이는 하반기 가격 인상에 따른 것이다.

그림 244. 휴젤의 매출액 및 영업이익의 추이



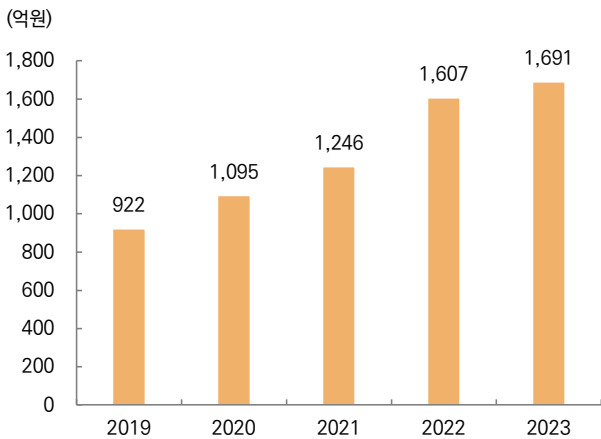
자료: 휴젤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 245. 휴젤의 매출 구성(2023년 기준)



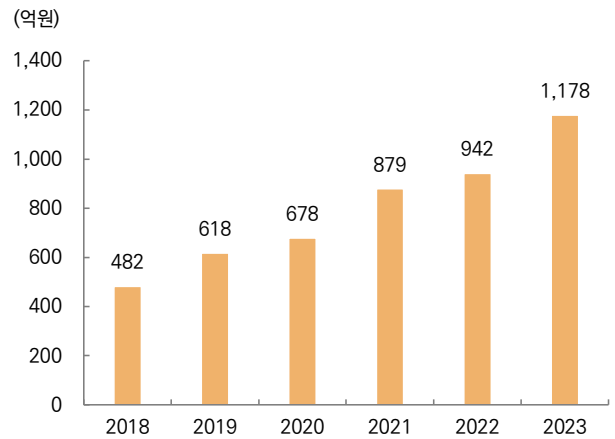
자료: 휴젤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 246. 휴젤의 독신 매출액 추이



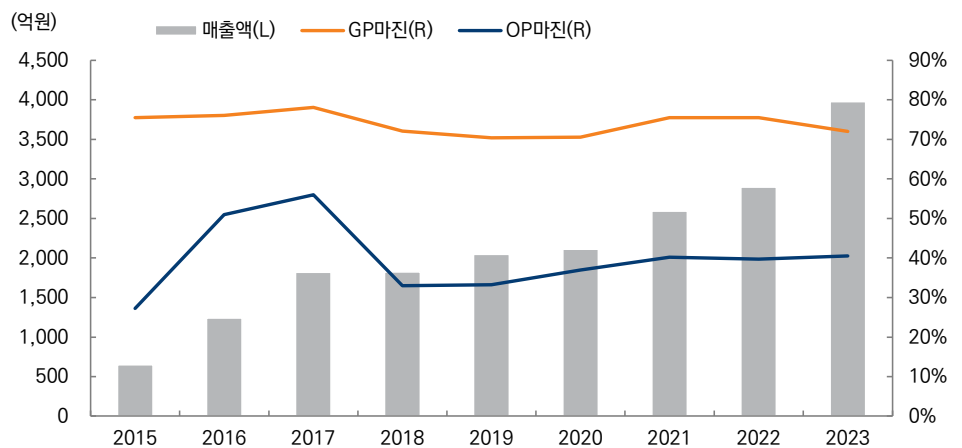
자료: 휴젤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 247. 휴젤의 필러 매출액 추이



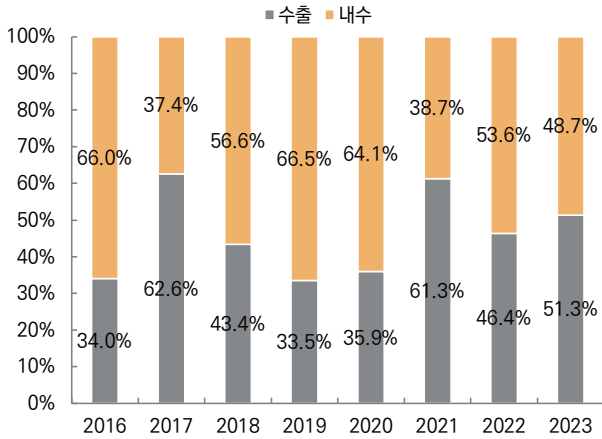
자료: 휴젤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 248. 휴젤의 연간 마진률 추이



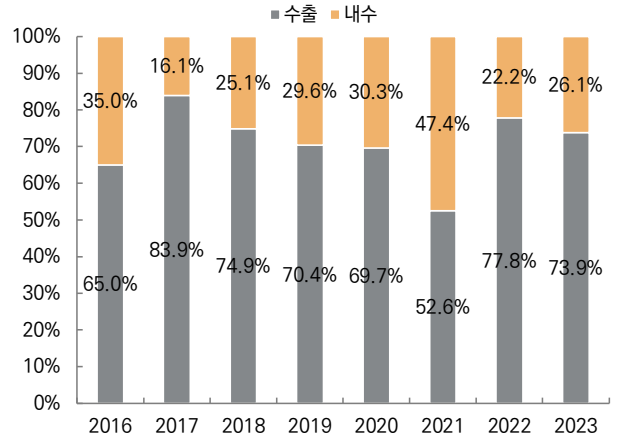
자료: 휴젤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 249. 특신의 국가별 매출 비중



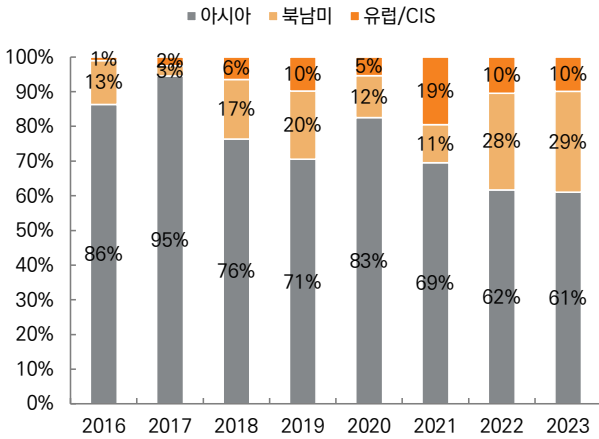
자료: 휴젤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 250. 필러의 국가별 매출 비중



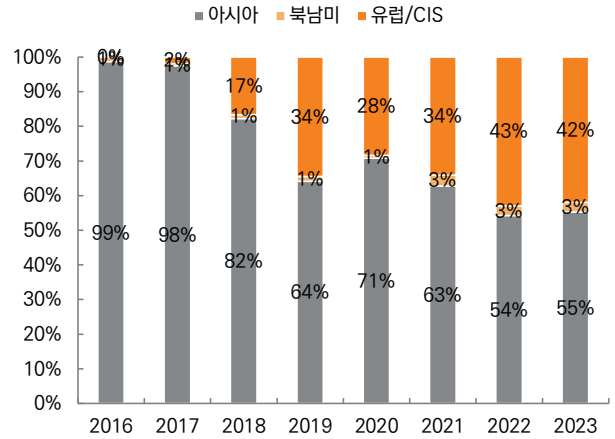
자료: 휴젤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 251. 특신의 지역별 수출 비중



자료: 휴젤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 252. 필러의 지역별 수출 비중



자료: 휴젤, 미래에셋증권 리서치센터

표 35. 휴젤 실적 추이 및 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	644	816	848	889	743	954	992	1,051	3,197	3,740	4,592
YoY	4.4%	27.7%	20.0%	4.0%	15.4%	17.0%	17.0%	18.1%	13.5%	17.0%	22.8%
보툴리눔 특신	310	434	459	488	343	510	536	584	1,691	1,974	2,513
YoY	-1.7%	17.4%	9.6%	-3.0%	10.6%	17.6%	16.9%	19.6%	5.2%	16.7%	27.3%
HA 필러	261	304	313	300	293	365	361	344	1,178	1,363	1,583
YoY	10.2%	43.2%	40.0%	11.5%	11.9%	20.0%	15.5%	14.5%	25.1%	15.6%	16.2%
화장품	63	60	66	79	95	66	83	99	268	342	428
YoY	0.0%	28.6%	-31.3%	22.2%	30.0%	-27.8%	10.0%	10.0%	5.2%	2.1%	10.0%
영업이익	520	178	633	1,019	602	681	781	956	1,178	1,462	1,838
YoY	27.5%	0.0%	256.2%	61.1%	-40.9%	13.1%	14.6%	22.5%	16.2%	24.1%	25.7%
영업이익률	80.8%	21.8%	74.6%	114.6%	81.0%	71.4%	78.7%	91.0%	36.8%	39.1%	40.0%

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

휴젤 (145020)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	320	374	459	566
매출원가	74	90	111	136
매출총이익	246	284	348	430
판매비와관리비	128	138	165	198
조정영업이익	118	146	184	232
영업이익	118	146	184	232
비영업손익	15	6	0	0
금융손익	15	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	133	152	184	232
계속사업법인세비용	36	38	46	59
계속사업이익	98	114	138	173
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	98	114	138	173
지배주주	93	104	126	158
비지배주주	5	10	12	15
총포괄이익	98	120	138	173
지배주주	92	112	129	161
비지배주주	6	8	9	12
EBITDA	132	161	197	244
FCF	94	123	143	175
EBITDA 마진율 (%)	41.3	43.0	42.9	43.1
영업이익률 (%)	36.9	39.0	40.1	41.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	29.1	27.8	27.5	27.9

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	118	125	143	175
당기순이익	98	114	138	173
비현금수익비용가감	43	51	59	71
유형자산감가상각비	9	10	9	8
무형자산상각비	4	5	4	4
기타	30	36	46	59
영업활동으로인한자산및부채의변동	-2	-9	-9	-10
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	8	-8	-13	-15
재고자산 감소(증가)	-8	-4	-10	-12
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	1	1
법인세납부	-37	-37	-46	-59
투자활동으로 인한 현금흐름	43	-77	-109	-128
유형자산처분(취득)	-24	-2	0	0
무형자산감소(증가)	8	-4	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	47	-68	-109	-128
기타투자활동	12	-3	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-187	-56	1	1
장단기금융부채의 증가(감소)	-27	13	1	1
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-160	-69	0	0
현금의 증가	-26	-8	35	47
기초현금	132	106	98	133
기말현금	106	98	133	180

자료: 휴젤, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

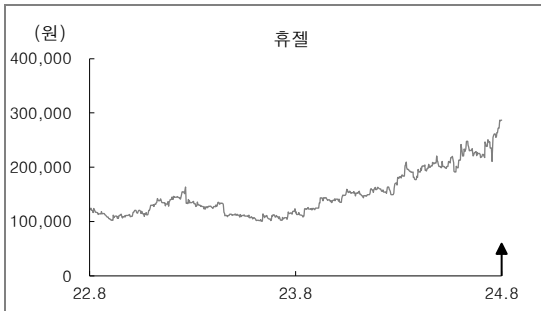
(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	568	643	810	1,014
현금 및 현금성자산	106	98	133	180
매출채권 및 기타채권	45	53	66	81
재고자산	34	40	50	62
기타유동자산	383	452	561	691
비유동자산	361	372	359	348
관계기업투자등	1	1	2	2
유형자산	135	139	130	122
무형자산	182	185	181	176
자산총계	929	1,014	1,170	1,363
유동부채	57	68	84	104
매입채무 및 기타채무	13	15	19	23
단기금융부채	4	4	5	7
기타유동부채	40	49	60	74
비유동부채	92	105	105	106
장기금융부채	90	102	102	102
기타비유동부채	2	3	3	4
부채총계	150	173	190	210
지배주주지분	748	800	926	1,085
자본금	6	6	6	6
자본잉여금	327	327	327	327
이익잉여금	936	1,041	1,167	1,325
비지배주주지분	32	42	54	68
자본총계	780	842	980	1,153

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	19.9	33.9	28.6	22.8
P/CF (x)	13.2	21.4	18.3	14.8
P/B (x)	2.0	3.6	3.2	2.8
EV/EBITDA (x)	11.4	20.0	15.7	12.0
EPS (원)	7,517	8,445	10,021	12,554
CFPS (원)	11,354	13,386	15,652	19,368
BPS (원)	75,779	80,696	90,717	103,271
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	13.5	17.0	22.8	23.2
EBITDA증가율 (%)	14.1	22.4	22.4	23.7
조정영업이익증가율 (%)	16.2	24.1	25.7	26.2
EPS증가율 (%)	62.4	12.3	18.7	25.3
매출채권 회전율 (회)	6.6	7.8	7.8	7.8
재고자산 회전율 (회)	10.4	10.0	10.1	10.1
매입채무 회전율 (회)	19.0	28.0	28.3	28.1
ROA (%)	9.9	11.7	12.6	13.7
ROE (%)	12.1	13.5	14.6	15.7
ROIC (%)	25.1	30.0	37.9	47.8
부채비율 (%)	19.2	20.5	19.4	18.2
유동비율 (%)	988.7	947.5	959.9	975.5
순차입금/자기자본 (%)	-49.5	-51.6	-58.8	-65.1
조정영업이익/금융비용 (x)	40.1	0.0	0.0	0.0

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
휴젤 (145020) 2024.08.22	매수	360,000	-	-



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(□)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.52%	12.05%	8.43%	0%

* 2024년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.