

휴젤 (145020)

EARNINGS REVIEW

Company Analysis | 의료기기/신성장 | 2024.11.7

숫자로 증명한 특신 수출의 성장성과 수익성

3Q24P Review: 특신 수출 고성장으로 어닝서프라이즈

3Q24 잠정 매출액 1,051억원(+24% yoy), 영업이익 534억원(+54% yoy)으로 컨센서스 대비 매출 6%, 영업이익 21%를 상회하는 어닝서프라이즈를 기록했다. 사업부문 별 매출은 특신 647억원(+41% yoy), 필터 299억원(-4% yoy)을 기록했는데, 이번 분기 매출에 미국 첫 특신 선적 매출 약 100억원이 반영된 것으로 추정된다. 매출총 이익률은 79%(+1%p yoy)로 수익성이 좋은 미국 매출이 분기 약 10% 비중을 차지 하면서 개선되었고, 영업이익률은 51%(+10%p yoy)로 소송관련 비용이 큰 폭으로 축소되는 등 판관비 통제 효과로 큰 폭 개선되었다.

미국 특신 출시 성과에 대한 관심 지속

휴젤에 대해 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 2025F 예상 실적 및 타겟 멀티플 상향(미국/유럽 등 글로벌 탑 의료기기 시장으로 진출로가 확보된 피어기업 클래시스, 파마리서치의 2025F PER 평균을 10% 프리미엄 적용) 조정으로 380,000원으로 상향한다. 당사는 미국 진출 초기 매출 가정을 위해 미국 시장 3강 구도(엘러간, 갈더마, 멀츠) 이후 시장에 진입한 에볼루스와 레반스 사례를 참고해(2024.10.29 발간한 '미국, 기회와 위험: 수출 성과 확인하면서 바스켓 투자' 레포트 참고) 수출 첫해 매출 400억원(M/S 2% 가정) → 출시 +1년 600억원(M/S 3% 가정) → 출시 +2년 800억원(M/S 4% 가정)을 예상한다.

4Q24 예상 미국 매출은 분기 중 오피셜 런칭, 추가 선적을 가정해 70억원을 반영했다. 이번 분기 실적에서 기대치를 상회하는 미국 초도 매출을 달성한 것으로 추정되고, 당사가 제시한 매출 가정은 회사측에서 제시하는 미국 진출 3년차 볼륨 기준 시장점유율 10%(이를 휴젤 매출로 환산하면 약 1,500억원 추정)보다 보수적인 예상치이기 때문에, 분기 미국 수출 성과를 확인하면서 추가적인 예상 실적 상향조정과 멀티플 리레이팅이 가능할 것으로 판단한다.

Financial Data

(억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	2,817	3,197	3,814	4,513	5,186
영업이익	1,014	1,178	1,733	2,075	2,384
순이익	573	931	1,417	1,751	2,000
EPS (원)	4,856	8,829	12,725	15,733	17,966
증감률 (%)	2.4	81.8	44.1	23.6	14.2
PER (x)	27.8	16.9	25.2	20.4	17.9
PBR (x)	2.1	2.4	5.0	4.1	3.4
영업이익률 (%)	36.0	36.8	45.4	46.0	46.0
EBITDA 마진 (%)	41.0	41.2	49.7	49.9	49.7
ROE (%)	7.3	12.1	18.2	19.5	18.4

주: IFRS 연결 기준

자료: 휴젤, LS증권 리서치센터

Analyst 조은애
goodkid@ls-sec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (상향) 380,000 원

현재주가 321,000 원

상승여력 18.4 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회
●		

Stock Data

KOSDAQ (11/6)	743.31 pt
시가총액	40,459 억원
발행주식수	12,604 천주
52 주 최고가/최저가	321,000 / 135,500 원
90 일 일평균거래대금	322.2 억원
외국인 지분율	53.3%
배당수익률(24.12E)	n/a
BPS(24.12E)	64,314 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1개월 28.2%
	6개월 73.8%
	12개월 129.1%
주주구성	Aphrodite Acq. (외 1인) 42.5%
	자사주 (외 1인) 12.9%
	자사주신탁 (외 1인) 5.4%

Stock Price



표1 휴젤 3Q24P Review

(억원)	3Q24P	3Q23	yoy	2Q24	qoq	컨센서스	컨센서스 대비
매출액	1,051	848	+24%	954	+10%	991	+6%
영업이익	534	346	+54%	424	+26%	441	+21%
영업이익률	51%	41%	+10%p	44%	+6%p	44%	+6%p

자료: LS증권 리서치센터

표2 휴젤 예상 실적 변경

(억원)	변경전		변경후		증감	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	3,791	4,661	3,814	4,563	+1%	-2%
영업이익	1,588	1,982	1,733	2,105	+9%	+6%
순이익	1,388	1,630	1,417	1,775	+2%	+9%

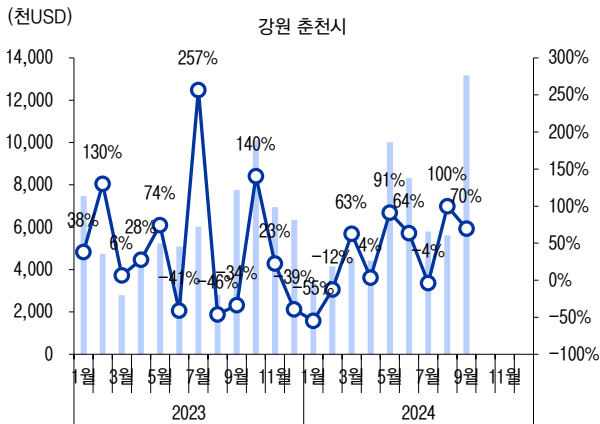
자료: LS증권 리서치센터

표3 휴젤 PER Valuation

	2021	2022	2023	2024E	12M FWD
지배주주순이익 (억원)	577	573	931	1,417	1,775
발행주식수(천주)					12,604
Target PER(x)					27
적정 시가총액 (억원)					47,647
현재주가 (원)					321,000
목표주가 (원)					380,000
상승여력					18.4%

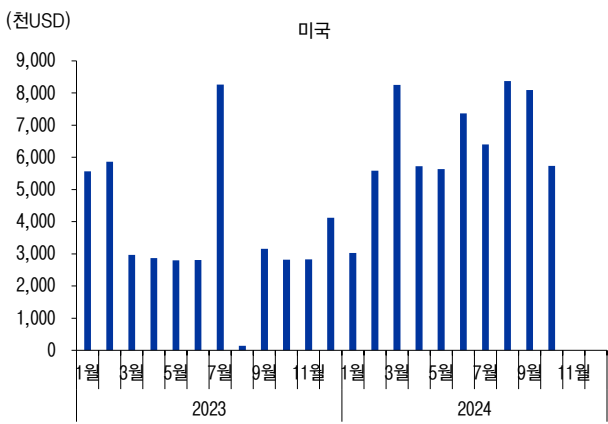
자료: 휴젤, LS증권 리서치센터

그림1 강원도 춘천시 특신 수출데이터



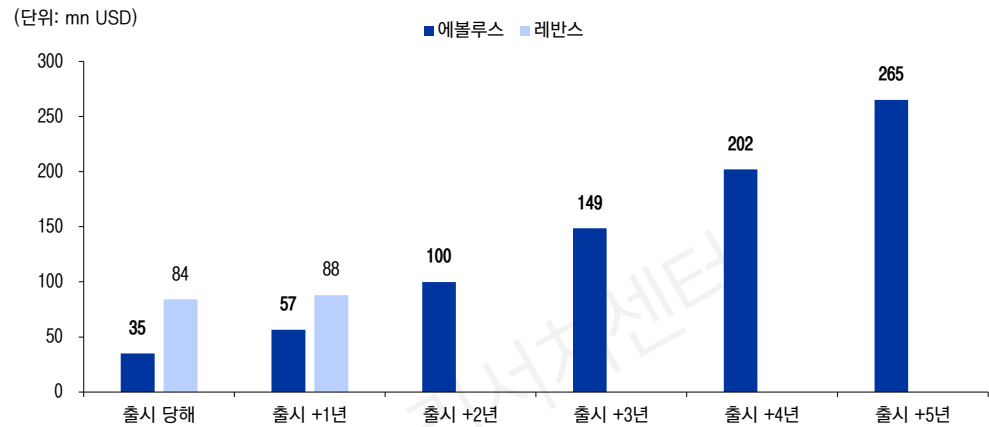
자료: TRASS, LS증권 리서치센터

그림2 특신 미국 수출데이터



자료: TRASS, LS증권 리서치센터

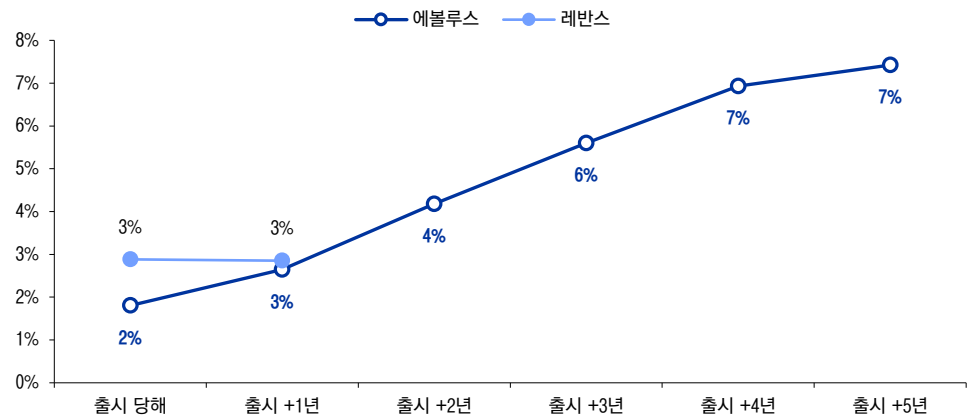
그림3 에볼루스, 레반스 미국 진입 이후 독신 매출액



자료: 각 사, Bloomberg, LS증권 리서치센터

주석: 진출 당해 연도는 에볼루스 2019년, 레반스 2023년 기준. 레반스 진출 +1년 매출액(2024년)은 1H24 매출을 연환산

그림4 에볼루스, 레반스 미국 진입 이후 독신 시장점유율



자료: 각 사, Bloomberg, LS증권 리서치센터

표4 FDA 인증 독신 브랜드

판매/유통사	에브비(미국)	갈더마(프랑스)	멜츠(독일)	에볼루스(미국)	레반스(미국)	베네브(미국)
제조사	에브비	입센(프랑스)	멜츠	대웅제약	레반스	휴젤
제품명	BOTOX	DYSPORE	Xeomin	JEUVEAU	Daxxify	Letybo
FDA 인증	2002-01	2009-04	2010-07	2019-02	2022-09	2024-02
북미 독신 시장점유율	2022	65%	20%	9%	6%	0%
	2023	59%	22%	9%	7%	3%
	2024E	58%	23%	9%	8%	4%

자료: FDA, 각 사, Medical Insight, LS증권 리서치센터

표5 에볼루스-레반스 시장점유율 사례를 통한 휴젤 미국 백신 시장점유율 가정

		출시 당해	+1 년	+2 년
WORST	평균 30% 할인	1%	2%	3%
BASE	평균	2%	3%	4%
BEST	평균 30% 할증	3%	4%	5%

자료: 에볼루스, 레반스, Medical Insight, LS증권 리서치센터

표6 휴젤 미국 백신 시장점유율 가정에 따른 유통사 백신 매출액 전망

매출액(억원)	점유율							시장규모 (조원)
	1%	2%	3%	4%	5%	8%	10%	
2025E	450	900	1,350	1,810	2,260	3,610	4,520	4.5
2026E	490	980	1,460	1,950	2,440	3,910	4,880	4.9
2027E	520	1,050	1,570	2,100	2,620	4,190	5,240	5.2

자료: Medical Insight, LS증권 리서치센터

표7 휴젤 북미 백신 시장점유율 가정에 따른 휴젤(공급가격 기준) 백신 매출액 전망

매출액(억원)	점유율						
	1%	2%	3%	4%	5%	8%	10%
2025E	180	360	540	720	900	1,440	1,810
2026E	200	390	580	780	980	1,560	1,950
2027E	210	420	630	840	1,050	1,680	2,100

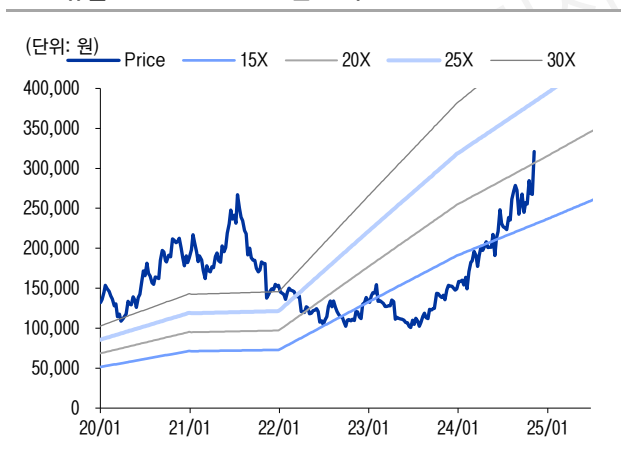
자료: LS증권 리서치센터

표8 휴젤 실적테이블

(단위: 억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F	2022	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	644	816	848	889	743	954	1,051	1,066	2,817	3,197	3,814	4,513	5,186
% yoy	-1%	21%	33%	4%	15%	17%	24%	20%	21%	13%	19%	18%	15%
1. 통신	310	434	459	488	343	510	647	633	1,607	1,691	2,133	2,670	3,198
% yoy	-2%	17%	10%	-3%	11%	18%	41%	30%		5%	26%	25%	20%
% sales	48%	53%	54%	55%	46%	53%	62%	59%	57%	53%	56%	59%	62%
내수	161	244	217	202	172	203	228	230	862	823	832	874	909
% yoy	-26%	27%	11%	-21%	7%	-17%	5%	14%		-5%	1%	5%	4%
% sales	25%	30%	26%	23%	23%	21%	22%	22%	31%	26%	22%	19%	18%
수출	149	190	242	286	171	308	419	403	745	868	1,301	1,796	2,290
% yoy	54%	7%	9%	15%	15%	62%	73%	41%		16%	30%	12%	12%
% sales	23%	23%	29%	32%	23%	32%	40%	38%	26%	27%	34%	40%	44%
미국	-	-	-	-	-	-	116	70	0	0	186	464	710
% yoy	-	-	-	-	-	-					-	150%	53%
% sales	-	-	-	-	-	-	11%	7%			5%	10%	14%
2. 필러	261	304	313	300	293	365	299	323	942	1,178	1,279	1,409	1,532
% yoy	10%	9%	40%	11%	12%	20%	-4%	7%	7%	25%	9%	10%	9%
% sales	41%	37%	37%	34%	39%	38%	28%	30%	33%	37%	34%	31%	30%
내수	68	85	80	75	64	95	65	71	209	308	294	306	318
% yoy	1%	103%	141%	13%	-6%	12%	-19%	-6%	-20%	47%	-5%	4%	4%
% sales	11%	10%	9%	8%	9%	10%	6%	7%	7%	10%	8%	7%	6%
수출	194	219	232	225	229	270	234	252	733	870	985	1,103	1,213
% yoy	14%	29%	22%	11%	18%	23%	1%	12%	18%	19%	13%	12%	10%
% sales	30%	27%	27%	25%	31%	28%	22%	24%	26%	27%	26%	24%	23%
매출총이익	501	629	662	670	571	715	829	832	2,189	2,462	2,947	3,499	4,022
GPM	78%	77%	78%	75%	77%	75%	79%	78%	78%	77%	77%	78%	78%
판관비	316	349	317	303	331	291	295	297	1,175	1,284	1,214	1,424	1,639
% sales	49%	43%	37%	34%	45%	30%	28%	28%	42%	40%	32%	32%	32%
변동비	202	207	204	183	191	169	162	164	472	746	796	687	849
% sales	31%	25%	24%	21%	26%	18%	15%	15%	26%	25%	18%	19%	19%
영업이익	185	280	346	367	240	424	534	535	1,014	1,178	1,733	2,075	2,384
OPM	29%	34%	41%	41%	32%	44%	51%	50%	36%	37%	45%	46%	46%

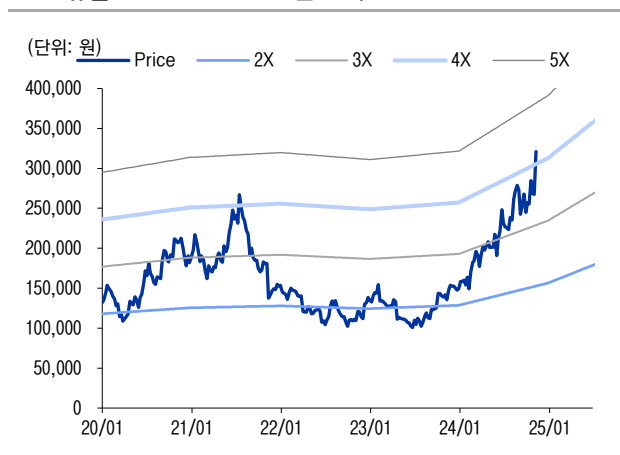
자료: 휴젤, LS증권 리서치센터

그림5 휴젤 12M FWD PER 밴드 차트



자료: 휴젤, FnGuide, LS증권 리서치센터

그림6 휴젤 12M FWD PBR 밴드 차트



자료: 휴젤, FnGuide, LS증권 리서치센터

휴젤 (145020)

재무상태표

(억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	6,179	5,678	5,349	6,828	8,551
현금 및 현금성자산	1,318	1,060	1,823	3,193	4,737
매출채권 및 기타채권	577	494	444	420	426
재고자산	269	343	374	396	455
기타유동자산	4,015	3,781	2,709	2,819	2,933
비유동자산	4,319	3,615	4,079	4,328	4,610
관계기업투자등	657	210	247	257	268
유형자산	1,205	1,347	1,582	1,789	2,028
무형자산	2,001	1,823	1,929	1,949	1,969
자산총계	10,498	9,293	9,427	11,155	13,162
유동부채	1,773	574	593	604	635
매입채무 및 기타채무	248	268	234	235	256
단기금융부채	994	37	113	113	113
기타유동부채	531	269	246	256	266
비유동부채	230	921	363	315	286
장기금융부채	210	899	330	280	250
기타비유동부채	20	22	33	35	36
부채총계	2,003	1,496	956	919	922
지배주주지분	7,921	7,473	8,106	9,858	11,858
자본금	63	63	66	66	66
자본잉여금	3,273	3,273	3,953	3,953	3,953
이익잉여금	8,991	9,363	10,780	12,531	14,532
비지배주주지분(연결)	573	324	365	365	365
자본총계	8,495	7,797	8,471	10,223	12,223

현금흐름표

(억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	806	1,177	1,596	1,954	2,163
당기순이익(손실)	607	977	1,458	1,751	2,000
비현금수익비용가감	634	429	215	193	201
유형자산감가상각비	93	94	115	129	146
무형자산상각비	47	45	47	48	48
기타현금수익비용	494	291	11	17	7
영업활동 자산부채변동	-315	-19	63	9	-38
매출채권 감소(증가)	-260	80	54	23	-6
재고자산 감소(증가)	3	-80	-8	-22	-59
매입채무 증가(감소)	-55	-2	84	1	21
기타자산, 부채변동	-2	-18	-67	6	6
투자활동 현금흐름	-1,918	432	674	-534	-589
유형자산처분(취득)	-328	-237	-218	-335	-385
무형자산 감소(증가)	-65	81	-92	-68	-68
투자자산 감소(증가)	-1,672	398	1,022	-118	-123
기타투자활동	147	190	-37	-13	-13
재무활동 현금흐름	-514	-1,871	-1,529	-50	-30
차입금의 증가(감소)	-19	-18	-40	-50	-30
자본의 증가(감소)	-445	-1,218	-1,489	0	0
배당금의 지급	0	1	0	0	0
기타재무활동	-50	-635	0	0	0
현금의 증가	-1,624	-258	763	1,370	1,545
기초현금	2,941	1,318	1,060	1,823	3,193
기말현금	1,318	1,060	1,823	3,193	4,737

자료: 휴젤, LS증권 리서치센터

손익계산서

(억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	2,817	3,197	3,814	4,513	5,186
매출원가	628	735	867	1,014	1,163
매출총이익	2,189	2,462	2,947	3,499	4,022
판매비 및 관리비	1,175	1,284	1,214	1,424	1,639
영업이익	1,014	1,178	1,733	2,075	2,384
(EBITDA)	1,154	1,316	1,894	2,251	2,577
금융손익	47	162	142	99	107
이자비용	31	29	26	26	23
관계기업등 투자손익	-2	-2	-2	-2	-2
기타영업외손익	-328	-6	-16	45	43
세전계속사업이익	731	1,333	1,857	2,217	2,532
계속사업법인세비용	92	356	399	466	532
계속사업이익	639	977	1,458	1,751	2,000
중단사업이익	-32	0	0	0	0
당기순이익	607	977	1,458	1,751	2,000
지배주주	573	931	1,417	1,751	2,000
총포괄이익	610	1,021	1,458	1,751	2,000
매출총이익률 (%)	77.7	77.0	77.3	77.5	77.6
영업이익률 (%)	36.0	36.8	45.4	46.0	46.0
EBITDA 마진률 (%)	41.0	41.2	49.7	49.9	49.7
당기순이익률 (%)	21.5	30.5	38.2	38.8	38.6
ROA (%)	5.6	9.4	15.1	17.0	16.5
ROE (%)	7.3	12.1	18.2	19.5	18.4
ROIC (%)	25.5	23.2	34.2	37.7	40.8

주요 투자지표

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
투자지표 (x)					
P/E	27.8	16.9	25.2	20.4	17.9
P/B	2.1	2.4	5.0	4.1	3.4
EV/EBITDA	10.9	11.1	19.2	15.5	12.9
P/CF	13.5	12.8	24.2	20.8	18.4
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
매출액	21.5	13.5	19.3	18.3	14.9
영업이익	6.0	16.2	47.1	19.8	14.9
세전이익	-16.4	82.3	39.3	19.4	14.2
당기순이익	0.5	60.9	49.3	20.1	14.2
EPS	2.4	81.8	44.1	23.6	14.2
안정성 (%)					
부채비율	23.6	19.2	11.3	9.0	7.5
유동비율	348.5	988.7	902.2	1,130.0	1,345.8
순차입금/자기자본(x)	-48.4	-49.5	-47.2	-54.0	-59.0
영업이익/금융비용(x)	32.6	40.1	67.6	79.0	101.8
총차입금 (억원)	1,205	936	443	393	363
순차입금 (억원)	-4,108	-3,863	-3,995	-5,521	-7,206
주당지표(원)					
EPS	4,856	8,829	12,725	15,733	17,966
BPS	63,955	62,204	64,314	78,210	94,079
CFPS	10,019	11,702	13,270	15,430	17,462
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

휴젤

목표주가 추이

(원)

주가

목표주가

400,000

350,000

300,000

250,000

200,000

150,000

100,000

50,000

0

22/11

23/05

23/11

24/05

24/11

투자 의견

변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비
2024.10.29	신규	조은애			
2024.10.29	Buy	340,000	-5.6	-16.3	
2024.11.07	Buy	380,000			

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 조은애).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.

따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비	Overweight (비중확대)			
	업종 비중 기준	Neutral (중립)			
	투자등급 3 단계	Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준	Buy (매수)	+15% 이상 기대	93.9%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±15%로 변경
	투자등급 3 단계	Hold (보유)	-15% ~ +15%	6.9%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자 의견 비율은 2023.10.1 ~ 2024.9.30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)