

2023. 8. 24

Tech팀

정동희

Analyst

donghee1009.jeong@samsung.com

휴젤 (145020)

묵묵히 할 수 있는 것은 다 하고 있다

- 2022년부터 시작된 지역 포트폴리오 다변화의 성과 실현 중으로, 특신/필러부터 스킨부스터, 리프팅실까지 라인업 확보를 통한 신규 성장 모멘텀 보유.
- 투자이견 BUY 유지, 목표주가 15만원으로 하향: SOTP 방식 목표주가 산출, 소송 이슈 해소 실마리 필요하나 보수적 관점의 기업 가치 대비 저평가 매력 부각.

WHAT'S THE STORY?

2Q23 review: 연결 기준 매출액 816억원(+21.0% y-y, +26.7% q-q), 영업이익 280억원(+25.4% y-y, +51.3% q-q)으로 컨센서스(FnGuide, 매출액 757억원, 영업이익 227억원) 상회. 소송 이슈에도 특신 내수(244억원, +26.8% y-y, +51.7% q-q) 시장 지배력 유지하며 온라인 채널 확장을 통해 성장, 수출(190억원, +7.3% y-y, +27.4% q-q)은 중국 파트너사 재고 조정 및 제품 단위 전환(100유닛 -> 50유닛)에도 불구하고 아시아와 유럽, 특히 4월 직판 시작한 호주 매출(30억원 규모) 신규 발생. 필러 내수(85억원, +102.6% y-y, +25.2% q-q) 국내 프로모션 효과 반영, 수출(219억원, +28.6% y-y, +13.3% q-q)은 전 지역 안정적 성장.

완성되어가는 토탈 에스테틱 라인업: 특신(레티보), 필러(더체움), 스킨부스터(바이리즌), 리프팅실(리셀비), 화장품(웰라쥬) 등 전체 미용성형 제품 라인업을 확보한 이후 품목별로 균형 있는 성장 기록 중. 특신은 주가에 가장 큰 영향을 미치는 중국 시장 외의 주요 수출국(유럽/태국/대만/일본)에서 지속 성장 중으로, 신규 진출하는 호주(4월 출시), 캐나다(2H23 출시 예정)에서는 기존 시장 대비 높은 ASP 기대되는 만큼 마진 개선 기여 전망. 필러 또한 국내 해외 모두 분기별로 전년 대비 20% 이상 성장 중이며, 주된 성장 동력은 B2C 마케팅(국내) 및 번들링(특신+필러) 구성을 통한 프로모션 진행. 복합 시술 선호도 증가하는 추세 속 전 라인업 확보에 따른 휴젤 중장기 수혜 기대.

투자이견 BUY 유지 및 목표주가 15만원으로 하향: 지난 2월 경쟁사 간 민사 1심 결과 이후 US ITC 소송 패소 우려 및 4월 미국 특신 허가 CRL 재수령 여파로 주가 10만원 초반대로 하락, 최근 소송 합의 기대감 및 지난 8월 18일 최대주주인 GS그룹 컨소시엄의 추가 지분 매입 소식으로 6월 저점 대비 20% 수준의 주가 반등. US ITC 소송은 2024년 6월 예비 판결, 10월 최종 판결 예정으로, 해당 소송에서 패소할 경우 미국 내 특신 사업 정지. 8월 내 레티보 BLA 재 제출하더라도 미국 내 허가 시점은 1Q24인 만큼 기존 실적에 미치는 영향은 미미하며, 레티보 사업가치(DCF) 중 미국 사업가치를 제외한 6,190억원 반영하여 SOTP 밸류에이션 기반 목표주가 15만원으로 하향. 근본적인 리레이팅을 위해서는 소송 이슈 해소의 실마리 필요하나, 현재 기업 가치 수준은 최악의 상황을 반영한 기업 가치(1.7조원) 대비 저평가 매력 부각.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2022	2023E	2024E	2025E
매출액 (십억원)	282	317	364	406
영업이익 (십억원)	101	104	121	139
순이익 (십억원)	61	79	88	102
EPS (adj) (원)	4,629	6,221	7,024	8,099
EPS (adj) growth (%)	0.1	34.4	12.9	15.3
EBITDA margin (%)	41.0	37.0	36.4	36.8
ROE (%)	7.3	9.5	10.0	10.4
P/E (adj) (배)	29.1	18.6	16.5	14.3
P/B (배)	2.0	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA (배)	11.4	9.3	7.5	6.0
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 휴젤, 삼성증권 추정

▶ AT A GLANCE

투자이견	BUY	
목표주가	150,000원	29.4%
현재주가	115,900원	
시가총액	1.4조원	
Shares (float)	12,385,455주 (47.3%)	
52주 최저/최고	100,800원/163,500원	
60일-평균거래대금	88.1억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
휴젤 (%)	6.4	-15.4	-4.2
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	12.7	-24.9	-15.0

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자이견	BUY	BUY	
목표주가	150,000	190,000	-21.1%
2023E EPS	6,221	6,938	-10.3%
2024E EPS	7,024	8,172	-14.0%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	2
Target price	145,000
Recommendation	4.0
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

SOTP 밸류에이션

(십억원)	환산가치	12MF EBITDA	EV/EBITDA (배)	비고
영업가치 (A)*	668	89.0	7.5	Peer** 대비 30% 할인
비영업가치 (B)	619			
레티보 해외사업	619			미국 사업 가치(2,440억원) 제외
순부채 (C)	-404			
적정 주주가치 (D=A+B-C)	1,691			
보통주 수 (E, 1,000주)	11,214			
적정 주가 (D/E, 원)	150,765			
목표주가 (원)	150,000			

참고: *레티보 수출 제외

**Bloomberg (메디톡스/휴젤/대웅제약/휴메디스/파마리서치/한스바이오테드/Shanghai Haohai/Ipsen/Sihuan Pharmaceutical)

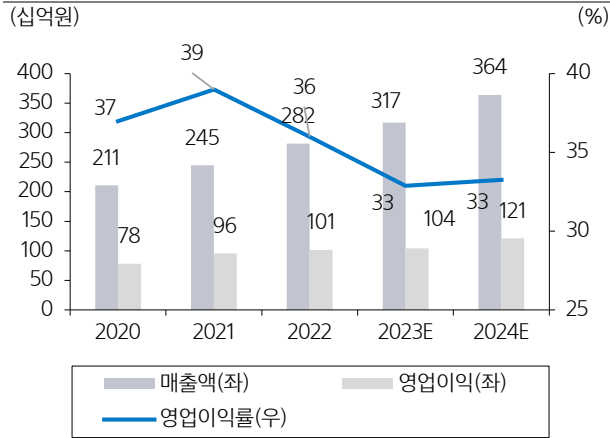
자료: 삼성증권 추정

휴젤 실적 추정 (연결)

(십억원)	2022	2023E	2024E	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E
매출액	281.7	317.3	364.2	61.6	63.9	70.7	85.5	64.4	81.6	78.8	92.6	79.4	86.5	88.4	109.8
보틀리능 특신	160.7	171.2	198.4	31.5	36.9	41.9	50.4	31.0	43.4	43.3	53.5	41.7	47.9	47.6	61.2
국내	86.2	90.5	95.0	21.8	19.2	19.6	25.5	16.1	24.4	21.6	28.4	20.8	24.8	21.3	28.1
수출	74.5	80.7	103.4	9.7	17.7	22.3	24.8	14.9	19.0	21.7	25.0	20.9	23.1	26.3	33.1
필러	94.2	111.9	127.8	23.7	21.2	22.3	26.9	26.1	30.4	26.8	28.6	29.3	30.3	31.7	36.5
국내	20.9	28.2	29.6	6.7	4.2	3.3	6.7	6.8	8.5	6.0	7.0	7.1	7.0	6.7	8.8
수출	73.3	83.7	98.2	17.0	17.0	19.0	20.3	19.4	21.9	20.8	21.6	22.2	23.3	25.0	27.6
화장품	20.9	27.2	29.9	5.4	4.3	4.9	6.4	6.3	6.0	6.7	8.2	7.0	6.3	7.0	9.6
기타	5.8	7.0	8.1	1.0	1.4	1.6	1.8	1.0	1.8	1.9	2.4	1.4	2.0	2.2	2.5
매출총이익	218.9	245.0	280.7	47.5	50.6	54.1	66.7	50.1	62.9	60.5	71.5	60.8	66.5	68.3	85.1
영업이익	101.4	104.3	121.1	25.0	22.3	24.0	30.0	18.5	28.0	25.9	31.9	24.1	27.8	28.6	40.6
세전이익	79.0	113.0	127.2	22.3	23.2	30.3	3.3	24.3	30.9	25.9	31.9	25.4	29.3	30.2	42.2
지배주주순이익	57.3	77.0	87.0	15.0	14.8	25.8	1.8	16.4	21.1	17.7	21.8	17.4	20.1	20.7	28.9
전년대비 (%)															
매출액	14.9	12.7	14.8	-3.4	-1.0	26.7	40.1	4.5	27.7	11.4	8.3	23.3	6.0	12.3	18.6
보틀리능 특신	28.2	6.5	15.9	-15.4	4.6	66.9	81.8	-1.7	17.4	3.5	6.2	34.5	10.4	9.8	14.5
국내	21.4	5.0	5.0	2.3	-12.6	66.1	60.9	-26.3	26.8	10.4	11.3	29.4	1.8	-1.5	-1.1
수출	37.1	8.3	28.1	-39.1	33.2	67.7	109.8	53.6	7.3	-2.4	0.9	40.0	21.4	21.0	32.3
필러	11.9	18.8	14.2	30.8	-0.4	4.5	15.1	10.2	43.2	19.9	6.2	12.1	-0.3	18.3	27.6
국내	-18.0	35.0	5.0	23.2	-27.7	-52.4	-8.1	0.7	102.6	78.4	5.4	4.7	-17.6	13.0	25.9
수출	24.8	14.2	17.3	34.1	9.8	32.2	25.5	14.0	28.6	9.6	6.5	14.6	6.5	19.9	28.1
화장품	44.7	30.0	10.0	65.6	58.4	16.8	47.7	17.3	40.9	37.5	27.6	11.5	5.0	3.7	17.7
기타	-72.3	20.0	15.0	-80.1	-72.5	-69.4	-67.6	-5.3	23.8	20.0	31.5	45.8	11.5	15.0	5.0
매출총이익	23.6	11.9	14.6	-0.6	7.0	30.6	64.4	5.4	24.3	11.9	7.2	21.3	5.8	12.8	19.1
영업이익	6.0	2.9	16.0	-15.2	-16.1	12.5	65.0	-26.0	25.4	7.8	6.3	30.0	-0.6	10.5	27.1
세전이익	-11.6	43.0	12.6	-17.5	4.6	6.7	-72.5	8.8	33.3	-14.5	880.3	4.8	-5.0	16.6	32.2
지배주주순이익	-0.7	34.4	12.9	-19.6	0.6	25.8	-53.9	9.3	42.8	-31.2	1,104.9	6.3	-5.0	16.6	32.2
마진 (%)															
매출총이익률	77.7	77.2	77.1	77.1	79.2	76.5	78.0	77.8	77.1	76.8	77.2	76.5	76.9	77.2	77.5
영업이익률	36.0	32.9	33.2	40.5	35.0	34.0	35.1	28.7	34.3	32.9	34.5	30.3	32.2	32.4	37.0
세전이익률	28.1	35.6	34.9	36.2	36.3	42.9	3.8	37.7	37.8	32.9	34.5	32.0	33.9	34.1	38.5
지배순이익률	20.4	24.3	23.9	24.3	23.1	36.4	2.1	25.4	25.9	22.5	23.6	21.9	23.2	23.4	26.3

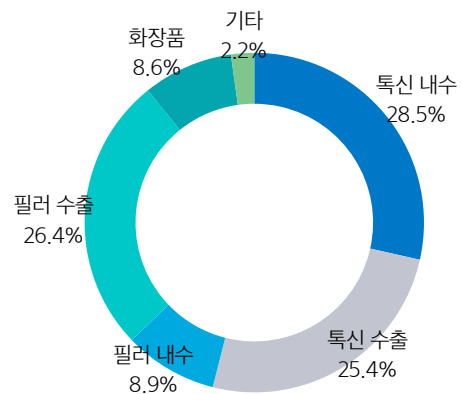
자료: 휴젤, 삼성증권 추정

실적 추이 및 전망



자료: 휴젤, 삼성증권 추정

품목별 매출 비중 (2023E)



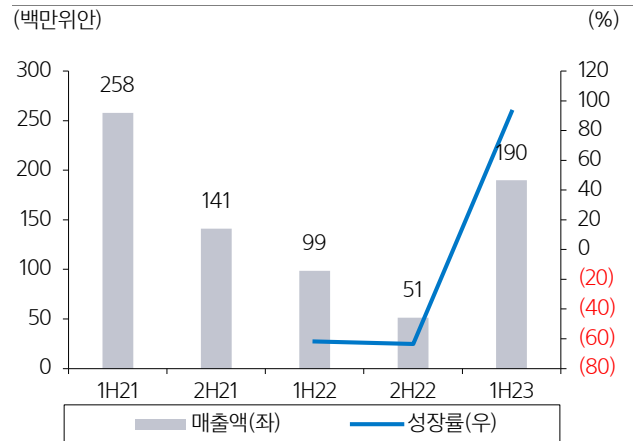
자료: 휴젤, 삼성증권 추정

주요 품목별 출시 현황

품목	주요 제품	출시 현황	파트너십
특신	보톨렉스 (레티보)	한국(2009), 중국(2020), 유럽(2022~), 호주(2023) 캐나다(2H23), 미국(1H24)	중국(사환제약) 유럽(Croma Pharma)
	HG102*	한국(2상)	
필러	더채움**	중국(2022), 유럽(2022~) 태국(4Q23)	중국(사환제약) 유럽(각 국가별 상이)
스킨부스터	바이리즌	한국(2023) 중국(비임상)	
	리프팅실	리셀비 태국(2023) 브라질(3상)	

참고: *리도카인 함유 액상 특신, **수출명 레볼렉스/더말렉스/퍼스니카
자료: 삼성증권 정리

사환제약 의료 미용 사업부 매출 추이



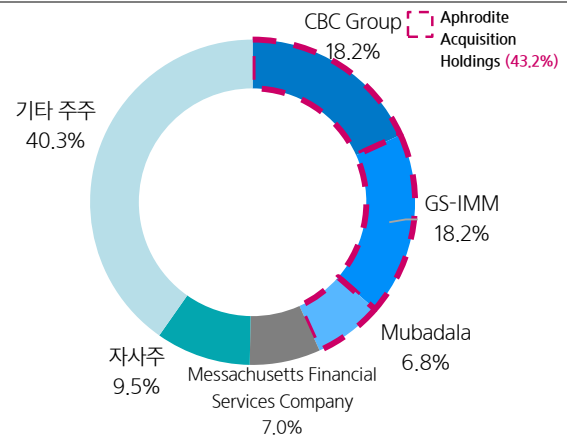
자료: 사환제약, 삼성증권 정리

USITC 소송 일정

PROCEDURAL SCHEDULE			
Initiating Document Received Date:	03/30/2022	Start Date:	04/29/2022
Date of Publication of FR Notice (NOI): 05/05/2022			
Start Date Markman Hearing:	End Date Markman Hearing:	Markman Hearing Suspended/Canceled:	
Hearing/Conf Start Date:	Hearing/Conf End Date:	Hearing/Conf Suspended/Canceled:	
Date ALJ Issued Target Date Order: 05/26/2022			
Initial Determination Type:	Initial Determination Date: 06/10/2024		
Final Determination Type:	Final Determination Date:		
Target Date: 10/10/2024			
Investigation Termination Date:			

자료: usitc.gov, 삼성증권

휴젤 지분구조 (반기보고서 기준)



참고: Aphrodite Acquisition Holdings 보유 전환사채 행사 시 지분 46.7%
자료: DART, 삼성증권 정리

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	232	282	317	364	406
매출원가	55	63	72	83	92
매출총이익	177	219	245	281	314
(매출총이익률, %)	76.4	77.7	77.2	77.1	77.3
판매 및 일반관리비	81	117	141	160	175
영업이익	96	101	104	121	139
(영업이익률, %)	41.2	36.0	32.9	33.2	34.2
영업외손익	-6	-22	9	6	8
금융수익	12	23	9	10	11
금융비용	20	45	3	3	3
지분법손익	0	-0	0	0	0
기타	1	-0	3	0	0
세전이익	89	79	113	127	147
법인세	28	9	34	39	45
(법인세율, %)	31.6	11.6	30.5	30.6	30.6
계속사업이익	59	64	79	88	102
중단사업이익	1	-3	0	0	0
순이익	60	61	79	88	102
(순이익률, %)	26.0	21.5	24.7	24.2	25.1
지배주주순이익	58	57	77	87	100
비지배주주순이익	3	3	1	1	1
EBITDA	110	115	117	133	149
(EBITDA 이익률, %)	47.4	41.0	37.0	36.4	36.8
EPS (지배주주)	4,625	4,629	6,221	7,024	8,099
EPS (연결 기준)	4,838	4,899	6,339	7,123	8,213
수정 EPS (원)*	4,625	4,629	6,221	7,024	8,099

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동에서의 현금흐름	86	81	83	93	104
당기순이익	60	61	79	88	102
현금유출이없는 비용 및 수익	55	63	42	44	48
유형자산 감가상각비	10	9	9	7	6
무형자산 상각비	4	5	4	4	4
기타	41	49	29	33	37
영업활동 자산부채 변동	-8	-31	-4	-0	-0
투자활동에서의 현금흐름	180	-192	353	5	8
유형자산 증감	-24	-33	-29	0	0
장단기금융자산의 증감	219	-174	398	-5	-3
기타	-15	15	-16	10	11
재무활동에서의 현금흐름	-36	-51	-42	-3	-3
차입금의 증가(감소)	8	-1	2	0	0
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-44	-50	-44	-3	-3
현금증감	232	-162	395	95	109
기초현금	62	294	132	526	621
기말현금	294	132	526	621	731
Gross cash flow	115	124	121	133	149
Free cash flow	62	48	54	93	104

참고: * 일회성 수익(비용) 제외

** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 휴젤, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	616	618	644	756	875
현금 및 현금등가물	294	132	526	621	730
매출채권	28	53	58	68	74
재고자산	27	27	29	35	38
기타	266	406	31	32	33
비유동자산	394	432	458	452	444
투자자산	90	90	93	98	101
유형자산	96	120	141	133	127
무형자산	197	200	202	198	194
기타	11	21	23	23	23
자산총계	1,010	1,050	1,102	1,208	1,319
유동부채	54	177	191	208	218
매입채무	7	5	6	7	8
단기차입금	0	0	0	0	0
기타 유동부채	47	173	185	201	210
비유동부채	127	23	24	24	24
사채 및 장기차입금	94	0	0	0	0
기타 비유동부채	33	23	24	24	24
부채총계	181	200	215	232	242
지배주주지분	777	792	828	915	1,015
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	327	327	327	327	327
이익잉여금	841	899	976	1,063	1,163
기타	-398	-441	-482	-482	-482
비지배주주지분	52	57	60	61	62
자본총계	829	849	887	975	1,077
순부채	-419	-411	-404	-499	-608

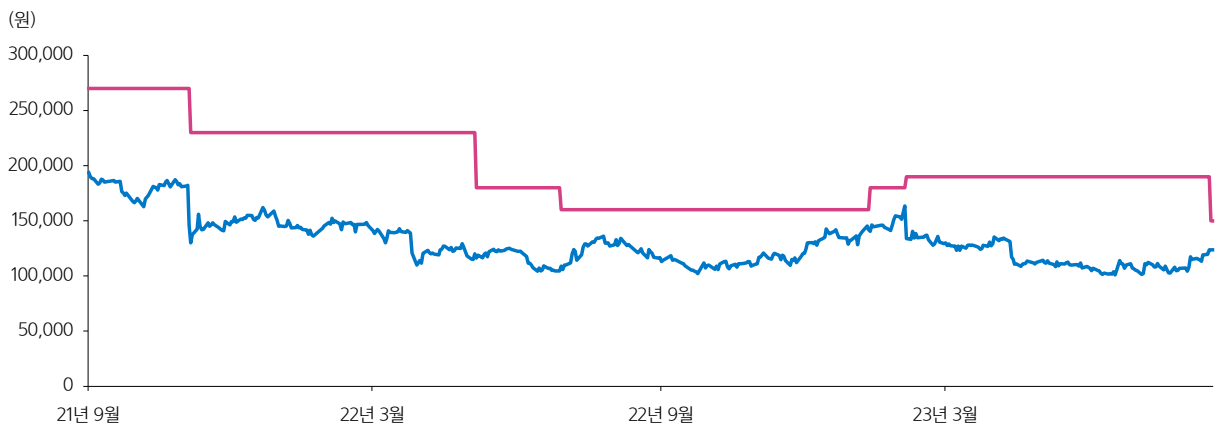
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2021	2022	2023E	2024E	2025E
증감률 (%)					
매출액	9.9	21.5	12.6	14.8	11.4
영업이익	22.5	6.0	2.9	16.0	14.7
순이익	33.3	0.5	29.4	12.4	15.3
수정 EPS**	37.5	0.1	34.4	12.9	15.3
주당지표					
EPS (지배주주)	4,625	4,629	6,221	7,024	8,099
EPS (연결 기준)	4,838	4,899	6,339	7,123	8,213
수정 EPS**	4,625	4,629	6,221	7,024	8,099
BPS	63,860	67,095	73,807	81,565	90,509
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	33.2	29.1	18.6	16.5	14.3
P/B***	2.4	2.0	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	14.0	11.4	9.3	7.5	6.0
비율					
ROE (%)	7.6	7.3	9.5	10.0	10.4
ROA (%)	6.1	5.9	7.3	7.6	8.1
ROIC (%)	22.5	27.5	21.1	24.2	28.7
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율 (%)	-50.5	-48.4	-45.6	-51.1	-56.4
이자보상배율 (배)	25.7	32.6	n/a	35.4	40.6

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2023년 8월 23일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2021/1/5	5/12	11/11	2022/5/12	7/5	2023/1/18	2/10	8/24
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	250,000	270,000	230,000	180,000	160,000	180,000	190,000	150,000
과리율 (평균)	-25.74	-22.26	-39.10	-35.92	-24.33	-17.15	-38.70	
과리율 (최대or최소)	-9.40	-1.11	-29.52	-30.50	-9.13	-9.17	-26.11	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

· 2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업

- BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외
- SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

산업

- OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2023.06.30

매수(79.9%)·중립(20.1%)·매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CS&A