

EARNINGS REVIEW

8 Aug. 2024

박종현 의뢰기기 | alex.park@daolfn.com

이정우 연구원 | jungwoo@daolfn.com

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
적정주가	350,000	350,000	유지
Earnings			상향

Stock Information

현재가(8/7)	255,000원
예상 증가상승률	37.3%
시가총액	32,140억원
비중(KOSDAQ내)	0.88%
발행주식수	12,604천주
52주 최저가/최고가	104,400 - 255,000원
3개월 일평균거래대금	186억원
외국인 지분율	55.6%
주요주주지분율(%)	
Aphrodite Acquisition (외 1)	42.5
차사주 (외 1인)	8.9
자사주신탁 (외 1인)	5.4

Valuation wide

	2023	2024E	2025E
PER(배)	19.3	24.2	18.8
PBR(배)	3.2	4.9	3.9
EV/EBITDA(배)	11.1	15.9	12.2
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance

	1M	6M	12M	YTD
추가상승률 (%)	12.3	64.0	138.1	70.7
KOSDAQ 대비 상대수익률	24.0	71.8	154.8	84.3

DAOL 다올투자증권

휴젤 (145020)

실적이 너무 좋아서 아직도 싸다

Issue

2Q24P Review

Pitch

2Q24P 매출액 당사 추정치 부합했으며 Hugel Amercia 인건비 감축 및 ITC 소송비용 감소(QoQ -30억원)로 영업이익 컨센서스 상회. 향후 지속적인 OPM 개선 이어질 전망이며, 3공장 실사 이슈 해소됨에 따라 3Q24E OPM 45% 기대. 의뢰기기 업종 내 Top-Pick 유지

Rationale

- 2Q24P 매출액 954억원(YoY +17%, QoQ +28%), 영업이익 424억원 (YoY +52%, QoQ +77%) 기록. 중국 선적 및 호주 매출 성장으로 APAC 특신 매출액 249억원(YoY +97%, QoQ +146%). APAC 필러는 주사침 변경 허가로 YoY +11% 성장한 142억원 달성. 3공장 cGMP 승인 이슈로 테스트 배치 생산으로 매출원가 상승, GPM 74.9%로 YoY -2.1%p 하락. **OPM 44.5% 달성하여 역대 최고 이익률 달성했으며, ITC 소송비용 10억원 기록하여 QoQ 30억원 절감하였으며, 인건비와 R&D 비용 Hugel America 인력 정리로 감소 추세. 2H24E에는 테스트 배치 생산 종료에 따라 GPM 78%대로 회복 기대하며, ITC 소송 비용은 2H24E 10억원 미만 기대. 이에 따라 당사는 분기 400억원대 영업이익의 체력 확보. 3Q24E OPM 45% 전망**
- 3Q24E에도 매출액 성장 기대되는 사유는 중국 선적 지속됨에 따라 특신 APAC 매출액 YoY +50% 증가한 201억원 전망. 북남미 매출액은 북미 선적 개시되나 브라질 신규 계약으로 인하여 YoY -35% 70억원 전망. 미국향 매출액은 KOL 네트워크를 강화한 2025E부터 본격화될 전망
- 동사 이익률 대폭 개선됨에 따라 2025E 매출액 4,493억원(YoY +20%)과 영업이익 1,999억원(YoY +26%) 전망. ITC 예비 판결 승소 후, 동사 추가 상승하여 Valuation에 대한 고민 있었으나, **추정치 상향으로 2025E PER 18.8배에 불과. 투자의견 BUY 유지하며, 적정주가 35만원 유지. 의뢰기기 업종 내 Top-pick 유지**

2Q24 Review

(단위: 십억원, %, %p)

	회사 잠정			시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2024.06(P)	2024.06(E)	vs Chg	2024.06(E)	vs Con	2023.06(A)	YoY	2024.03(A)	QoQ
매출액	95.4	93.8	1.8	90.9	5.0	81.6	17.0	74.3	28.4
영업이익	42.4	34.2	24.0	32.7	29.8	28.0	51.6	24.0	77.1
지배주주순이익	34.8	28.1	23.8	26.6	30.7	21.1	64.7	20.8	67.2
OPM	44.5%	36.5%	8.0%p	36.0%	8.5%p	34.3%	10.2%p	32.2%	12.2%p
NIM	36.4%	30.0%	6.5%p	29.3%	7.2%p	25.9%	10.6%p	28.0%	8.4%p

Note: K-IFRS 연결 기준
Source: 다올투자증권

Fig. 1: 휴젤 실적 추정

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	64.4	81.6	84.8	88.9	74.3	95.4	98.0	105.9	319.7	373.6	449.3
YoY(%)	-1%	21%	20%	4%	15%	17%	16%	19%	13%	17%	20%
특신	31.0	43.4	45.9	48.8	34.3	51.0	51.5	57.1	169.1	193.9	232.1
YoY(%)	-2%	17%	10%	-3%	11%	18%	12%	17%	5%	15%	20%
수출	14.9	19.0	24.2	28.6	17.1	30.8	29.8	35.9	86.8	113.6	147.8
APAC	6.9	12.7	13.4	19.9	10.1	24.9	20.1	23.9	52.9	79.1	98.0
북남미	4.1	4.4	10.8	5.9	3.5	2.7	7.0	8.4	25.3	21.7	34.1
유럽	3.9	1.9	0.0	2.8	3.5	3.2	2.7	3.5	8.6	12.9	15.7
국내	16.1	24.4	21.7	20.2	17.2	20.3	21.7	21.2	82.3	80.3	84.3
필러	26.1	30.4	31.3	30.0	29.3	36.5	36.5	36.6	117.8	138.9	167.9
YoY(%)	15%	53%	47%	19%	12%	20%	17%	22%	32%	18%	21%
수출	19.4	21.9	23.2	22.5	22.9	27.0	28.2	28.0	87.0	106.1	131.8
국내	6.8	8.5	8.0	7.5	6.4	9.5	8.3	8.7	30.8	32.8	36.1
화장품	6.3	6.0	6.6	7.9	9.5	6.6	8.9	9.9	26.8	34.9	43.6
YoY(%)	17%	41%	35%	23%	52%	10%	35%	25%	28%	30%	25%
의료기기/리프팅실	1.0	1.8	1.0	2.2	1.3	1.3	1.1	2.3	6.0	5.9	5.8
YoY(%)	4%	25%	-31%	23%	22%	-28%	-3%	3%	5%	-4%	-3%
매출비중											
특신	48%	53%	54%	55%	46%	53%	53%	54%	53%	52%	52%
필러	41%	37%	37%	34%	39%	38%	37%	35%	37%	37%	37%
화장품	10%	7%	8%	9%	13%	7%	9%	9%	8%	9%	10%
의료기기/리프팅실	2%	2%	1%	2%	2%	1%	1%	2%	2%	2%	1%
매출총이익	50.1	62.9	66.2	67.0	57.1	71.5	76.2	82.1	246.2	286.9	350.9
GPM	77.8%	77.1%	78.1%	75.3%	76.8%	74.9%	77.7%	77.6%	77.0%	76.8%	78.1%
영업이익	18.5	28.0	34.6	36.7	24.0	42.4	44.1	48.7	117.8	159.2	199.9
YoY(%)	-25%	28%	39%	22%	29%	52%	28%	33%	16%	35%	26%
인건비	8.5	9.2	7.4	7.9	8.6	6.8	7.0	7.7	33.0	30.1	34.6
R&D비용	3.4	3.2	2.8	1.6	2.3	2.2	2.6	2.6	11.0	9.8	11.5
광고선전비	2.3	2.9	3.4	3.1	2.4	3.1	4.9	4.7	11.6	15.1	18.9
ITC 소송비용	3.5	4.0	4.0	4.0	4.0	1.0	0.7	0.0	15.5	5.7	0.0
OPM	28.7%	34.3%	40.7%	41.3%	32.2%	44.5%	45.0%	46.0%	36.8%	42.6%	44.5%
소송비 제외 OPM	36.5%	41.1%	45.5%	45.8%	39.6%	47.1%	45.7%	46.0%	41.7%	44.1%	44.5%
지배주주 순이익	16.4	21.1	39.4	16.2	20.8	34.8	36.6	34.6	93.1	126.8	163.2
YoY(%)	9%	43%	53%	793%	27%	65%	-7%	114%	62%	36%	29%
NPM	25.4%	25.9%	46.4%	18.2%	28.0%	36.5%	37.3%	32.7%	29.1%	33.9%	36.3%

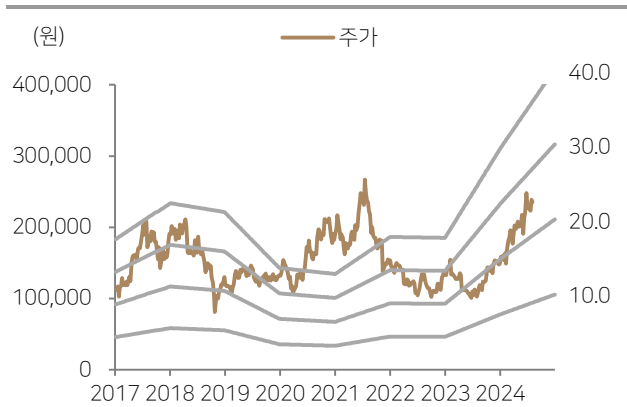
Source: 다올투자증권

Fig. 2: 휴젤 Implied PER

PER Valuation	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
EPS(원)	3,242	3,363	4,661	4,629	7,452	10,551	13,588
YOY	-41%	4%	39%	-1%	61%	42%	29%
적정주가(원)						350,000	350,000
Implied PER(배)						33.2	25.8

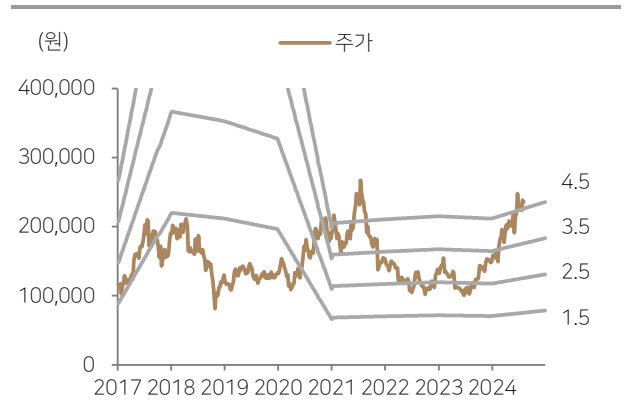
Source: 다올투자증권

Fig. 3: 휴젤 12M Fwd PER 밴드



Source: Quantwise, 다올투자증권

Fig. 4: 휴젤 12M Fwd PBR 밴드



Source: Quantwise, 다올투자증권

Fig. 5: 휴젤 실적변경

(단위: 십억원, %, %p)

	변경 전				변경 후				차이			
	2024.09	2024.12	2025.03	2025.06	2024.09	2024.12	2025.03	2025.06	2024.09	2024.12	2025.03	2025.06
매출액	99.6	101.0	90.1	114.9	98.0	105.9	90.0	115.0	(1.6)	4.9	(0.1)	0.1
영업이익	38.4	41.2	34.0	45.4	44.1	48.7	37.3	51.4	14.8	18.1	9.6	13.2
영업이익률	38.6	40.8	37.8	39.5	45.0	46.0	41.5	44.7	6.4	5.2	3.7	5.2
EBITDA	42.6	45.4	38.3	49.8	48.2	52.9	41.6	55.8	13.3	16.4	8.6	12.0
EBITDA이익률	42.7	45.0	42.5	43.3	49.2	50.0	46.2	48.5	6.5	5.0	3.7	5.2
지배주주순이익	32.3	28.9	28.7	37.2	36.6	34.6	31.2	41.8	13.3	19.8	8.9	12.4

Note: K-IFRS 연결 기준
Source: 휴젤, 다올투자증권

휴젤 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(F_UNIT)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	617.9	567.8	623.7	760.4	917.6
현금성자산	531.3	480.0	534.6	655.9	798.7
매출채권	57.7	49.4	29.2	32.9	37.0
재고자산	26.9	34.3	55.7	67.4	77.6
비유동자산	431.9	361.5	407.9	441.9	478.8
투자자산	111.4	44.4	50.3	52.4	54.5
유형자산	120.5	134.7	160.2	180.7	204.2
무형자산	200.1	182.3	197.3	208.9	220.2
자산총계	1,049.8	929.3	1,031.6	1,202.3	1,396.5
유동부채	177.3	57.4	66.4	73.8	80.3
매입채무	24.8	26.8	33.9	41.0	47.2
유동성이자부채	99.4	3.7	5.3	5.3	5.3
비유동부채	23.0	92.1	104.3	104.4	104.5
비유동이자부채	21.0	89.9	102.2	102.2	102.2
부채총계	200.3	149.6	170.8	178.2	184.8
자본금	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3
자본잉여금	327.3	327.3	327.3	327.3	327.3
이익잉여금	899.1	936.3	1,063.1	1,226.3	1,413.9
자본조정	(440.6)	(522.6)	(570.1)	(570.1)	(570.1)
자기주식	(96.4)	(163.1)	(217.3)	(217.3)	(217.3)
자본총계	849.5	779.7	860.8	1,024.1	1,211.7
투하자본	372.9	372.3	406.6	447.4	491.0
순차입금	(410.8)	(386.3)	(427.1)	(548.4)	(691.2)
ROA	5.9	9.9	13.4	14.6	14.4
ROE	7.7	12.7	16.6	18.0	17.3
ROIC	25.5	23.2	31.3	35.5	37.6

현금흐름표

(F_UNIT)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금	80.6	117.7	162.9	173.4	199.8
당기순이익	60.7	97.7	130.9	163.2	187.6
자산상각비	14.0	13.9	16.2	18.0	19.9
운전자본증감	(31.5)	(1.9)	1.6	(8.0)	(7.9)
매출채권감소(증가)	(26.0)	8.0	14.9	(3.7)	(4.1)
재고자산감소(증가)	0.3	(8.0)	(19.3)	(11.7)	(10.2)
매입채무증가(감소)	(5.5)	(0.2)	15.7	7.1	6.2
투자현금	(191.8)	43.2	11.2	(64.6)	(70.0)
단기투자자산감소	(167.2)	39.8	59.1	(12.7)	(13.2)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(5.3)	(1.1)	(1.1)
설비투자	(32.8)	(23.7)	(24.2)	(33.3)	(38.1)
유무형자산감소	(6.4)	8.1	(16.6)	(16.6)	(16.6)
재무현금	(51.4)	(187.1)	(54.7)	0.0	0.0
차입금증가	(1.9)	(1.8)	(0.5)	0.0	0.0
자본증가	(44.5)	(121.8)	(54.2)	0.0	0.0
배당금지급	0.0	(0.1)	0.0	0.0	0.0
현금 증감	(162.4)	(25.8)	120.3	108.8	129.8
총현금흐름(Gross CF)	124.1	140.6	162.1	181.4	207.7
(-) 운전자본증가(감소)	(18.9)	25.4	(6.1)	8.0	7.9
(-) 설비투자	32.8	23.7	24.2	33.3	38.1
(+) 자산매각	(6.4)	8.1	(16.6)	(16.6)	(16.6)
Free Cash Flow	(99.2)	181.8	174.8	108.8	129.8
(-) 기타투자	0.0	0.0	5.3	1.1	1.1
잉여현금	(99.2)	181.8	169.5	107.6	128.7

자료: 다올투자증권

손익계산서

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	281.7	319.7	373.6	449.3	513.7
증가율 (Y-Y,%)	21.5	13.5	16.9	20.3	14.3
영업이익	101.4	117.8	159.2	199.9	233.0
증가율 (Y-Y,%)	6.0	16.2	35.2	25.6	16.6
EBITDA	115.4	131.6	175.4	217.9	252.9
영업외손익	(28.0)	15.8	11.6	15.4	14.4
순이자수익	8.4	14.7	13.6	17.3	16.2
외화관련손익	(3.7)	1.6	0.7	0.2	0.3
지분법손익	0.0	0.0	(0.0)	0.0	0.0
세전계속사업손익	73.1	133.3	170.8	215.4	247.5
당기순이익	60.7	97.7	130.9	163.2	187.6
지배기업당기순이익	57.3	93.1	126.8	163.2	187.6
증가율 (Y-Y,%)	0.5	60.9	34.1	24.7	14.9
NOPLAT	88.6	86.3	122.0	151.5	176.6
(+) Dep	14.0	13.9	16.2	18.0	19.9
(-) 운전자본투자	(18.9)	25.4	(6.1)	8.0	7.9
(-) Capex	32.8	23.7	24.2	33.3	38.1
OpFCF	88.7	51.0	120.1	128.1	150.5
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	11.3	14.8	17.2	16.8	17.1
영업이익증가율(3Yr)	14.2	14.7	18.5	25.4	25.5
EBITDA증가율(3Yr)	14.1	14.0	16.9	23.6	24.3
순이익증가율(3Yr)	6.5	29.2	29.4	39.1	24.3
영업이익률(%)	36.0	36.8	42.6	44.5	45.4
EBITDA마진(%)	41.0	41.2	47.0	48.5	49.2
순이익률(%)	21.5	30.5	35.0	36.3	36.5

주요투자지표

(원, 배)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Per share Data					
EPS	4,629	7,747	10,551	13,588	15,613
BPS	47,801	47,030	52,377	65,002	79,676
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	29.1	19.3	24.2	18.8	16.3
PBR	2.8	3.2	4.9	3.9	3.2
EV/EBITDA	10.9	11.1	15.9	12.2	10.0
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	13.5	12.8	18.9	16.9	14.8
PSR	5.9	5.6	8.2	6.8	6.0
재무건전성(%)					
부채비율	23.6	19.2	19.8	17.4	15.3
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	348.5	988.7	939.1	1,030.2	1,142.9
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	1.1	0.9	0.8	1.1	1.1
자산구조					
투하자본(%)	36.7	41.5	41.0	38.7	36.5
현금+투자자산(%)	63.3	58.5	59.0	61.3	63.5
자본구조					
차입금(%)	12.4	10.7	11.1	9.5	8.1
자기자본(%)	87.6	89.3	88.9	90.5	91.9

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다

투자등급 비율

BUY : 84.0% HOLD : 16.0% SELL : 0.0%

투자등급 관련사항

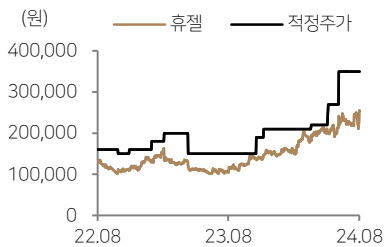
아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미
 · BUY: 추천기준일 증가대비 +15% 이상.
 · HOLD: 추천기준일 증가대비 -15% 이상~ +15% 미만.
 · SELL: 추천기준일 증가대비 -15% 미만.
 · SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커진 경우, 분석 잠정적 중단. 적정주가 미제시.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
 동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음
 · Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
 · Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
 · Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

휴젤 (145020)



일자	2022.10.04	2022.11.15	2023.01.09	2023.02.10	2023.03.15	2023.04.17
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	150,000원	160,000원	180,000원	200,000원	200,000원	200,000원
일자	2023.04.19	2023.11.25	2023.11.14	2024.03.26	2024.05.13	2024.06.11
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	150,000원	190,000원	210,000원	220,000원	270,000원	350,000원

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2022.10.04	150,000원	111,352원	120,700원	-25.8	-19.5
2022.11.15	160,000원	126,158원	142,600원	-21.2	-10.9
2023.01.09	180,000원	145,255원	163,500원	-19.3	-9.2
2023.02.10	200,000원	130,123원	140,400원	-34.9	-29.8
2023.04.19	150,000원	114,483원	144,000원	-23.7	-4.0
2023.10.25	190,000원	139,093원	142,000원	-26.8	-25.3
2023.11.14	210,000원	164,090원	209,500원	-21.9	-0.2
2024.03.26	220,000원	201,432원	221,000원	-8.4	0.5
2024.05.13	270,000원	205,684원	220,000원	-23.8	-18.5
2024.06.11	350,000원	231,921원	248,000원	-33.7	-29.1

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 증가 산출일(24년 8월 7일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

www.daolfn.com

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

DAOL 다올투자증권

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.