휴젤 (145020)

EARNINGS REVIEW | Company Analysis | 의료기기/신성장 | 2025.11. 5

분기 실적 아쉽지만, 주가는 이미 바닥

Analyst 조은애
goodkid@ls-sec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (하향)	360,000 원
현재주가	236,000 원
상승여력	52.5 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSDAQ (11/4)	926.57 pt
시가총액	29,038 억원
발행주식수	12,304 천주
52 주 최고가/최저가	388,000 / 231,000 원
90 일 일평균거래대금	213.38 억원
외국인 지분율	54.7%
배당수익률(25.12E)	0.0%
BPS(25.12E)	78,163 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월 -25.8%
	6 개월 -64.9%
	12 개월 -52.5%
주주구성	Aphrodite Acquisition 43.7%
	자사주 (외 1 인) 12.6%
	자사주신탁 (외 1 인) 5.4%

Stock Price

3Q25 Review: 수출 견조, 내수 부진, 비용 증가로 수익성 하락

3Q25 매출은 1,059억원(+1% yoy, -4% qoq), 영업이익은 474억원(-11% yoy, -16% qoq)을 기록했다. 지역별 매출은 내수 178억원(-39% yoy, -30% qoq), 수출 726억원(+11% yoy, +4% qoq)을 기록했다. 수출은 미국향 수출 매출 성장세 지속, 9월 파트너쉽 체결한 브라질향 선적 매출이 반영되면서 성장세가 견조했다. 내수는 톡신 가격 경쟁 심화에 따른 매출 감소폭(내수 톡신 146억원, -36% yoy, -23% qoq)이 예상 보다 컸다.

매출총이익률은 거두3공장의 비경상적 비용 반영으로 77%(-2%p yoy, -2%p qoq)로 하락했다. 영업이익률은 화장품 사업 확대에 따른 지급수수료 및 광고선전비 증가와 주식보상비용 반영 등으로 판관비가 343억원(+16% yoy, +15% qoq)으로 증가하면서 45%(-6%p yoy, -6%p qoq)로 하락했다.

미국·중국 중심의 수출 성장 지속

휴젤에 대해 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 예상 실적 하향(높아진 판관비 수준 반영) 조정에 따라 360,000원으로 하향한다. 2026년은 신규 부임한 글로벌 CEO 캐리 스트롬(전 앨러간 에스테틱 총괄 사장)을 중심으로 미국 영업 타깃 지역이 기존 서부 중심에서 동부까지 확대되며, 미국 사업이 본격적으로 가속화되는 원년이 될 것으로 판단된다.

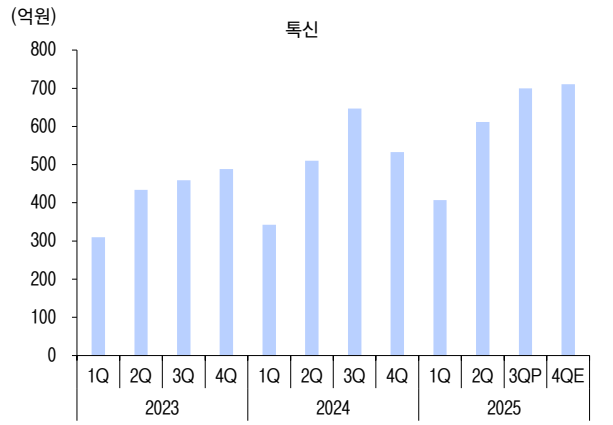
당사는 동사 미국 사업 첫해 매출을 약 480억원(3Q24 추정 150억 원, 2Q25 약 100억원, 3Q25 약 110억 원, 4Q25E 약 120억 원) → 2026E 690억원으로 전망하고 있다. 동사의 미국 유통사향 공급가격 배수를 2.5배로 가정할 경우, 이는 미국 톡신 시장 M/S 약 3~4% 수준에 해당하는 수준으로 추정되며, 회사의 2027년 미국 톡신 시장내 M/S 목표는 10% 이다. 당사가 예상 실적에 반영한 미국 매출은 회사의 목표 매출 대비 보수적인 수준이며, 이를 감안한 현재 주가수준 12M FWD PER 15배는 충분히 밸류에이션 매력이 높은 수준이라고 판단한다.

Financial Data

(억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	3,197	3,730	4,163	5,090	5,712
영업이익	1,178	1,662	1,909	2,415	2,818
순이익	931	1,358	1,393	1,974	2,289
EPS (원)	7,747	10,775	11,326	16,046	18,605
증감률 (%)	67.4	39.1	5.1	41.7	15.9
PER (x)	19.3	26.0	20.8	14.7	12.7
PBR (x)	2.4	4.4	3.0	2.5	2.1
영업이익률 (%)	36.8	44.6	45.9	47.4	49.3
EBITDA 마진 (%)	41.2	48.6	50.0	50.7	52.4
ROE (%)	12.1	17.5	15.9	18.8	18.1

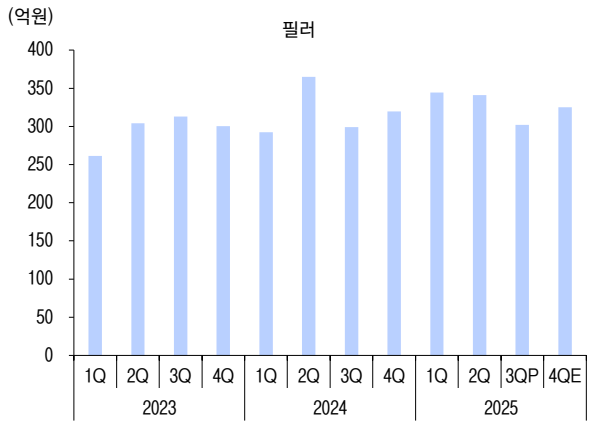
주: IFRS 연결 기준, 자료: 휴젤, LS증권 리서치센터

그림1 **톡신 매출 추이**



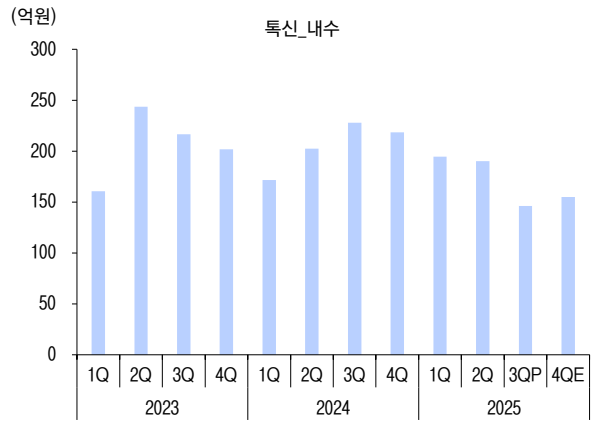
자료: 휴젤, LS증권 리서치센터

그림2 **필러 매출 추이**



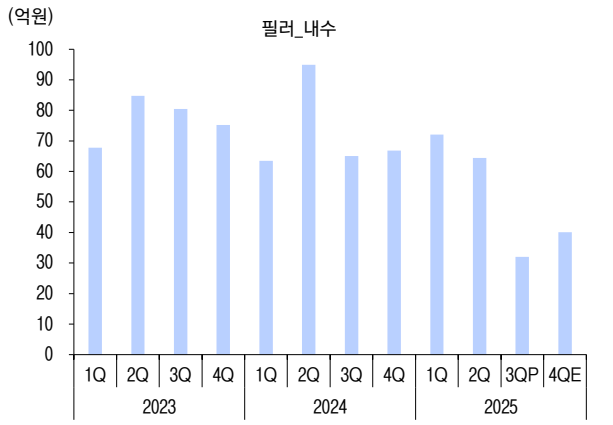
자료: 휴젤, LS증권 리서치센터

그림3 **톡신 내수 매출 추이**



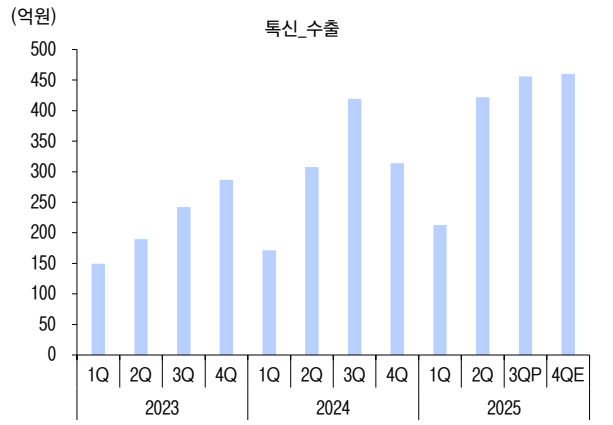
자료: 휴젤, LS증권 리서치센터

그림4 **필러 내수 매출 추이**



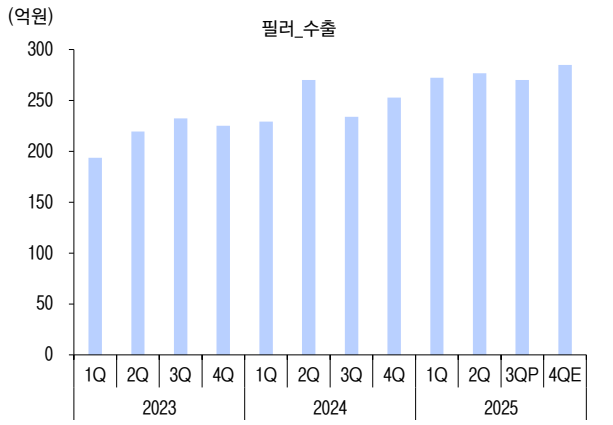
자료: 휴젤, LS증권 리서치센터

그림5 **톡신 수출 매출 추이**



자료: 휴젤, LS증권 리서치센터

그림6 **필러 수출 매출 추이**



자료: 휴젤, LS증권 리서치센터

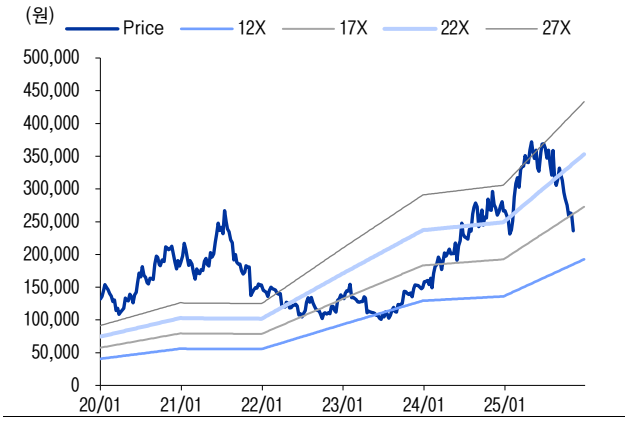
표1 휴젤 실적테이블

(억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	743	954	1,051	982	898	1,103	1,059	1,103	3,197	3,730	4,163	5,090
% yoy	*15%*	*17%*	*24%*	*10%*	*21%*	*16%*	*1%*	*12%*	*13%*	*17%*	*12%*	*22%*
1. 톡신	343	510	647	532	407	612	602	615	1,691	2,032	2,236	2,953
% yoy	*11%*	*18%*	*41%*	*9%*	*19%*	*20%*	*-7%*	*16%*	*5%*	*20%*	*10%*	*32%*
% sales	*46%*	*53%*	*62%*	*54%*	*45%*	*56%*	*57%*	*56%*	*53%*	*54%*	*54%*	*58%*
내수	172	203	228	219	195	190	146	155	823	821	686	727
% yoy	*7%*	*-17%*	*5%*	*8%*	*13%*	*-6%*	*-36%*	*-29%*	*-5%*	*0%*	*-16%*	*6%*
% sales	*23%*	*21%*	*22%*	*22%*	*22%*	*17%*	*14%*	*14%*	*26%*	*22%*	*16%*	*14%*
수출	171	308	419	314	213	422	456	460	868	1,212	1,551	2,227
% yoy	*15%*	*62%*	*73%*	*10%*	*24%*	*37%*	*9%*	*47%*	*16%*	*40%*	*28%*	*44%*
% sales	*23%*	*32%*	*40%*	*32%*	*24%*	*38%*	*43%*	*42%*	*27%*	*32%*	*37%*	*44%*
미국	-	-	150	-	-	104	110	116	-	150	330	690
% yoy	-	-	-	-	-	-	*-27%*	-	-	-	*120%*	*109%*
% sales	-	-	*14%*	*0%*	-	*9%*	*10%*	*11%*	-	*4%*	*8%*	*14%*
2. 필러	293	365	299	319	344	341	302	325	1,178	1,276	1,312	1,400
% yoy	*12%*	*20%*	*-4%*	*6%*	*18%*	*-7%*	*1%*	*2%*	*25%*	*8%*	*3%*	*7%*
% sales	*39%*	*38%*	*28%*	*33%*	*38%*	*31%*	*29%*	*29%*	*37%*	*34%*	*32%*	*27%*
내수	64	95	65	67	72	64	32	40	308	290	209	215
% yoy	*-6%*	*12%*	*-19%*	*-11%*	*13%*	*-32%*	*-51%*	*-40%*	*47%*	*-6%*	*-28%*	*3%*
% sales	*9%*	*10%*	*6%*	*7%*	*8%*	*6%*	*3%*	*4%*	*10%*	*8%*	*5%*	*4%*
수출	229	270	234	253	272	277	270	285	870	986	1,104	1,185
% yoy	*18%*	*23%*	*1%*	*12%*	*19%*	*2%*	*15%*	*13%*	*19%*	*13%*	*12%*	*7%*
% sales	*31%*	*28%*	*22%*	*26%*	*30%*	*25%*	*25%*	*26%*	*27%*	*26%*	*27%*	*23%*
매출총이익	571	715	829	757	690	866	817	845	2,462	2,872	3,219	4,003
% yoy	*14%*	*14%*	*25%*	*13%*	*21%*	*21%*	*-1%*	*12%*	*12%*	*17%*	*12%*	*24%*
GPM	*77%*	*75%*	*79%*	*77%*	*77%*	*79%*	*77%*	*77%*	*77%*	*77%*	*77%*	*79%*
판관비	331	291	295	293	301	300	343	366	1,284	1,209	1,310	1,588
% yoy	*14%*	*14%*	*25%*	*13%*	*21%*	*21%*	*16%*	*25%*	*9%*	*-6%*	*8%*	*21%*
% sales	*45%*	*30%*	*28%*	*30%*	*33%*	*27%*	*32%*	*33%*	*40%*	*32%*	*31%*	*31%*
영업이익	240	424	534	465	390	567	474	479	1,178	1,662	1,909	2,415
% yoy	*29%*	*52%*	*54%*	*26%*	*63%*	*34%*	*-11%*	*3%*	*16%*	*41%*	*15%*	*26%*
OPM	*32%*	*44%*	*51%*	*47%*	*43%*	*51%*	*45%*	*43%*	*37%*	*45%*	*46%*	*47%*

자료: 휴젤, LS증권 리서치센터, 주석: 미국 매출액은 LS증권 추정치

LS증권 리서치센터

그림1 휴젤 12M FWD PER 밴드 차트

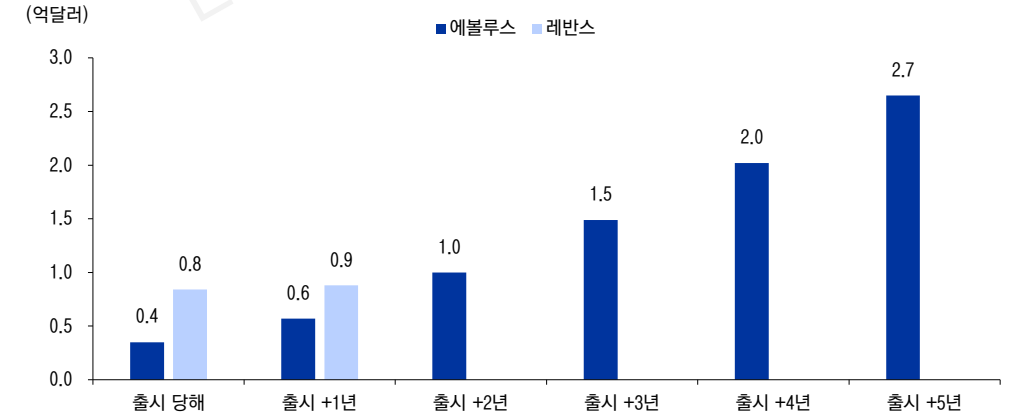


자료: 휴젤, FnGuide, LS증권 리서치센터

그림1 휴젤 12M FWD PBR 밴드 차트

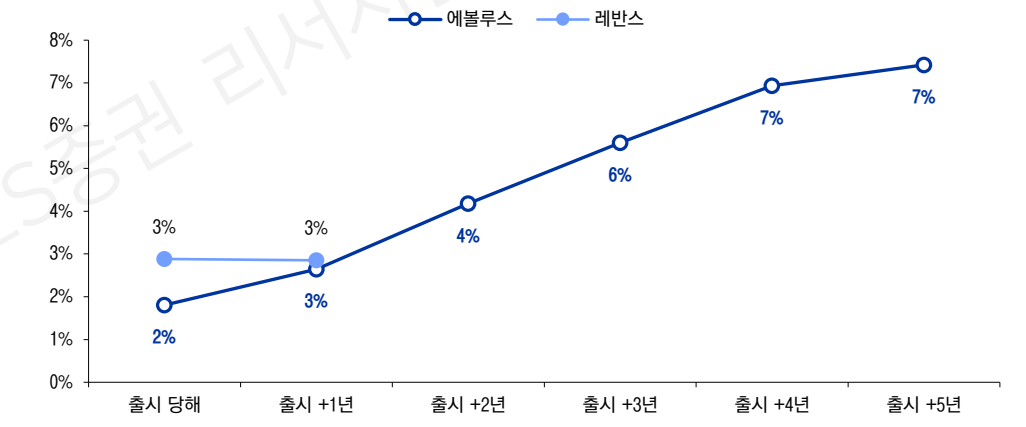
자료: 휴젤, FnGuide, LS증권 리서치센터

그림2 에볼루스, 레반스 미국 진입 이후 톡신 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

그림3 에볼루스, 레반스 미국 진입 이후 톡신 시장점유율



자료: 각 사, Bloomberg, LS증권 리서치센터

표1 FDA 인증 톡신 브랜드

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

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

표2 에볼루스-레반스 시장점유율 사례를 통한 휴젤 미국 톡신 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

표3 휴젤 미국 톡신 시장점유율 가정에 따른 유통사 톡신 매출액 전망

매출액(억원)	점유율							시장규모
	3%	4%	5%	6%	7%	8%	10%	(조원)
출시 당해	1,210	1,590	2,050	2,730	3,180	3,640	4,550	4.5
출시 +1 년	1,300	1,720	2,210	2,950	3,440	3,940	4,920	4.9
출시 +2 년	1,400	1,850	2,380	3,170	3,700	4,220	5,280	5.3

자료: Medical Insight, LS증권 리서치센터

표4 휴젤 북미 톡신 시장점유율 가정에 따른 휴젤(공급가격 기준) 톡신 매출액 전망

매출액(억원)	점유율						
	3%	4%	5%	6%	7%	8%	10%
출시 당해	480	640	820	1,090	1,270	1,460	1,820
출시 +1 년	520	690	880	1,180	1,380	1,580	1,970
출시 +2 년	560	740	950	1,270	1,480	1,690	2,110

자료: LS증권 리서치센터
주석: 출시 당해(3Q24, 2Q25, 3Q25, 4Q25), 출시 +1년(2026년), 출시 +2년(2027년)

표5 휴젤 3Q25 Review

(억원)	3Q25P	3Q24	yoy	2Q25	qoq	컨센서스	컨센서스 대비
매출액	1,059	1,051	*+1%*	1,103	*-4%*	1,189	*-11%*
영업이익	474	534	*-11%*	567	*-16%*	603	*-21%*
영업이익률	*45%*	*51%*	*-6%p*	*51%*	*-7%p*	*51%*	*-6%p*

자료: LS증권 리서치센터

표6 휴젤 예상 실적 변경

(억원)	변경전		변경후		증감	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	4,419	5,296	4,163	5,090	*-6%*	*-4%*
영업이익	2,031	2,558	1,909	2,415	*-6%*	*-6%*
영업이익률	1,485	2,088	1,469	2,015	*-1%*	*-4%*

자료: LS증권 리서치센터

표7 휴젤 PER Valuation

	2023	2024	2025E	12M FWD	2026E
지배주주순이익 (억원)	931	1,358	1,393	1,878	1,974
발행주식수(천주)				12,300	
Target PER(x)				23	
적정 시가총액 (억원)				43,934	
현재주가 (원)				236,000	
목표주가 (원)				360,000	
상승여력				52.5%	

자료: 휴젤, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

휴젤 (145020)

재무상태표

(억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	5,678	5,229	6,653	8,354	10,371
현금 및 현금성자산	1,060	1,301	2,625	4,123	5,956
매출채권 및 기타채권	494	529	459	474	469
재고자산	343	426	387	446	501
기타유동자산	3,781	2,973	3,181	3,310	3,445
비유동자산	3,615	4,165	4,190	4,451	4,725
관계기업투자등	210	234	167	174	181
유형자산	1,347	1,510	1,540	1,591	1,658
무형자산	1,823	1,959	2,038	2,224	2,405
자산총계	**9,293**	**9,394**	**10,842**	**12,805**	**15,096**
유동부채	574	611	689	726	756
매입채무 및 기타재무	268	244	242	265	282
단기금융부채	37	54	120	120	120
기타유동부채	269	313	328	341	355
비유동부채	921	375	353	305	276
장기금융부채	899	348	316	266	236
기타비유동부채	22	27	37	39	41
부채총계	**1,496**	**986**	**1,042**	**1,030**	**1,033**
지배주주지분	7,473	8,038	9,526	11,500	13,790
자본금	63	66	66	66	66
자본잉여금	3,273	3,945	4,371	4,371	4,371
이익잉여금	9,363	10,705	11,589	13,563	15,853
비지배주주지분(연결)	324	370	274	274	274
자본총계	**7,797**	**8,408**	**9,800**	**11,774**	**14,064**

손익계산서

(억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**3,197**	**3,730**	**4,163**	**5,090**	**5,712**
매출원가	735	859	944	1,086	1,201
매출총이익	2,462	2,872	3,219	4,003	4,511
판매비 및 관리비	1,284	1,209	1,310	1,588	1,692
영업이익	**1,178**	**1,662**	**1,909**	**2,415**	**2,818**
(EBITDA)	1,316	1,813	2,082	2,583	2,995
금융손익	162	196	84	90	88
이자비용	29	12	11	14	12
관계기업등 투자손익	-2	-3	2	2	2
기타영업외손익	-6	-204	-64	-19	-24
세전계속사업이익	**1,333**	**1,652**	**1,931**	**2,487**	**2,884**
계속사업법인세비용	356	220	462	473	548
계속사업이익	977	1,431	1,469	2,015	2,336
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**977**	**1,431**	**1,469**	**2,015**	**2,336**
지배주주	931	1,358	1,393	1,974	2,289
총포괄이익	1,021	1,624	1,469	2,015	2,336
매출총이익률 (%)	77.0	77.0	77.3	78.7	79.0
영업이익률 (%)	36.8	44.6	45.9	47.4	49.3
EBITDA 마진률 (%)	41.2	48.6	50.0	50.7	52.4
당기순이익률 (%)	30.5	38.4	35.3	39.6	40.9
ROA (%)	9.4	14.5	13.8	16.7	16.4
ROE (%)	12.1	17.5	15.9	18.8	18.1
ROIC (%)	23.2	35.5	32.8	42.6	46.7

현금흐름표

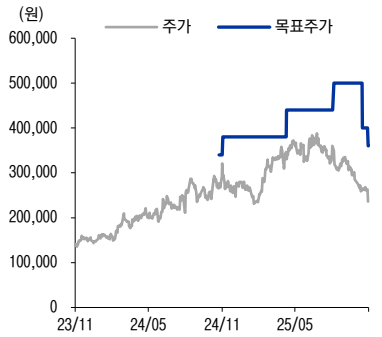
(억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**1,177**	**1,491**	**1,654**	**2,097**	**2,439**
당기순이익(손실)	977	1,431	1,469	2,015	2,336
비현금수익비용가감	429	482	506	127	130
유형자산감가상각비	94	105	121	118	122
무형자산상각비	45	45	51	50	54
기타현금수익비용	291	332	329	-44	-50
영업활동 자산부채변동	-19	-193	-108	-45	-27
매출채권 감소(증가)	80	-19	44	-15	5
재고자산 감소(증가)	-80	-92	18	-59	-55
매입채무 증가(감소)	-2	-3	-135	23	17
기타자산, 부채변동	-18	-78	-35	6	6
투자활동 현금흐름	**432**	**424**	**-415**	**-549**	**-576**
유형자산처분(취득)	-237	-123	-134	-169	-189
무형자산 감소(증가)	81	-210	-247	-236	-236
투자자산 감소(증가)	398	786	-14	-127	-132
기타투자활동	190	-29	-21	-18	-19
재무활동 현금흐름	**-1,871**	**-1,721**	**110**	**-50**	**-30**
차입금의 증가(감소)	-18	-22	-42	-50	-30
자본의 증가(감소)	-1,218	-1,663	152	0	0
배당금의 지급	1	0	0	0	0
기타재무활동	-635	-35	0	0	0
현금의 증가	**-258**	**241**	**1,324**	**1,497**	**1,833**
기초현금	1,318	1,060	1,301	2,625	4,123
기말현금	1,060	1,301	2,625	4,123	5,956

주요 투자지표

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
투자지표 (x)					
P/E	19.3	26.0	20.8	14.7	12.7
P/B	2.4	4.4	3.0	2.5	2.1
EV/EBITDA	11.1	17.4	11.5	8.6	6.7
P/CF	12.8	18.5	14.7	13.6	11.8
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
매출액	13.5	16.7	11.6	22.3	12.2
영업이익	16.2	41.1	14.9	26.5	16.7
세전이익	82.3	23.9	16.9	28.8	15.9
당기순이익	60.9	46.6	2.7	37.1	15.9
EPS	67.4	39.1	5.1	41.7	15.9
안정성 (%)					
부채비율	19.2	11.7	10.6	8.8	7.3
유동비율	988.7	856.1	965.5	1,151.4	1,371.6
순차입금/자기자본(x)	-49.5	-44.9	-52.9	-58.2	-62.9
영업이익/금융비용(x)	40.1	141.1	170.4	173.7	227.9
총차입금 (십억원)	936	402	436	386	356
순차입금 (십억원)	-3,863	-3,773	-5,187	-6,856	-8,846
주당지표(원)					
EPS	7,747	10,775	11,326	16,046	18,605
BPS	62,204	63,772	77,422	93,468	112,073
CFPS	11,702	15,182	16,052	17,409	20,040
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 휴젤, LS증권 리서치센터

휴젤 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2024.10.29	신규	조은애			
2024.10.29	Buy	340,000	-5.6		-16.3
2024.11.07	Buy	380,000	-5.8		-24.4
2025.04.15	Buy	440,000	-11.8		-19.8
2025.08.11	Buy	500,000	-30.2		-38.4
2025.10.21	Buy	400,000	-32.9		-34.8
2025.11.05	Buy	360,000			

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비

LS증권 리서치센터

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 당사에게 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)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% -15% 이하 기대	89.4% 10.6%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2024.10.1 ~ 2025.9.30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)