Earnings Preview

휴젤 (145020)

비용의 시간은 짧고, 수확의 시간은 길다

한송협

songhyeop.han@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	400,000 유지
현재주가 (26.04.13)	256,000

의료 장비 및 서비스 업종

- 1Q 매출은 견조하나 미국 직판 비용 선집행으로 OPM 35% 수준 전망
- 탄탄한 재무적 체력 위에서 미국 직판+BD 포트폴리오 확장 동시 진행
- 2개년 매출 CAGR 31%로 성장 기대. 12MF PER 17배는 싸다고 판단

투자의견 매수, 목표주가 400,000원 유지

목표주가는 12M Fwd EPS에 Target PER 28.8배(2H21 12MF PER 평균)를 적용(표1 참고). 현재 12MF PER 17배는 미국 FDA 승인 전(1H24 18~19배)보다도 낮은 수준. 미국 직판+BD 포트폴리오 확장+순현금 5,000억원의 질적 전환이 진행 중임에도 할인 구간에 위치. 26년 하반기 직판 매출 본격화와 함께 리레이팅 가능성을 따져보면 지금이 휴젤의 가장 싼 구간일 수 있음

1Q26 Preview: 탑라인 수출 견조, 비용 선집행 구간의 시작

1Q26 매출액 1,120억원(YoY+25%), 영업이익 392억원(OPM 35%) 전망. 매출은 컨센서스(1,107억원)를 소폭 상회하나 OP는 컨센(427억원) 하회 추정. 미국 직판 인건비(연간 250~300억원)와 글로벌 메디컬마케팅이 1Q부터 full 반영되는 반면 매출은 비수기에 해당하기 때문

수출은 견조. 춘천시 톡신 수출데이터 1~3월 누적 $32.1M(YoY+153%)으로 선적 또한 순조롭게 진행. 중국은 파트너사 사환제약의 톡신 M/S 22%(2nd largest)로 입지가 공고하며 계약은 2030년까지(가격 변동 없음). GPM은 77%로 3공장 비상업배치 비용 이연(1~2%p)과 미국 직판용 샘플 출하(매출 미인식, 원가만 반영)가 일시적 부담이나 상저하고 패턴대로 하반기 정상화 전망

To the 2028: 비용의 시간은 짧고, 수확의 시간은 길다

부채비율 10%, 순현금 5,000억원의 탄탄한 재무구조 위에서 본격적으로 외형 성장에 드라이브를 걸고 있음. 핵심은 ①미국 하이브리드 직판(당사 28F M/S 8~9% 추정, 직판 ASP 프리미엄 내재화) ②BD 포트폴리오 확장(ECM 셀르디엠 시작, 추가 판관비 거의 없는 구조) ③화장품 해외 채널 확대

26F 매출 5,128억원(+21%) → 27F 6,563억원(+28%) → 28F 8,750억원(+33%)으로 26F~28F CAGR 31%를 전망하며 이는 23~25년 CAGR 15% 대비 성장이 2배로 가속되는 구간. OPM도 26F 41% → 27F 45% → 28F 48%로 회복 기대. 단기 비용 부담보다는 투자를 통한 외형 성장의 과실이 본격화되는 27~28년에 주목할 때

(단위: 십억원, %)

구분	1Q25	4Q25	1Q26(F)					2Q26		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	90	119	109	112	24.7	-6.0	111	130	17.9	16.1
영업이익	39	58	44	39	0.7	-32.2	43	55	-2.8	40.4
순이익	29	39	33	29	-1.2	-25.6	34	40	10.7	40.5

자료: 휴젤, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

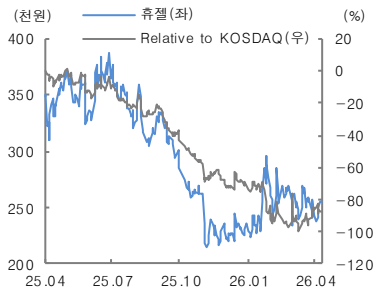
(단위: 십억원, 원, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	373	425	513	656	875
영업이익	166	201	210	294	416
세전순이익	165	197	210	299	427
총당기순이익	143	147	159	229	327
지배지분순이익	136	141	151	218	310
EPS	10,985	11,348	12,284	17,712	25,212
PER	25.5	20.3	20.8	14.4	10.1
BPS	65,015	76,546	85,280	102,585	127,797
PBR	4.3	3.0	3.0	2.5	2.0
ROE	17.5	16.1	15.1	18.9	21.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 휴젤, 대신증권 Research Center

KOSDAQ	1099.84
시가총액	3,150십억원
시가총액비중	0.66%
자본금(보통주)	7십억원
52주 최고/최저	388,000원 / 214,000원
120일 평균거래대금	197억원
외국인지분율	56.57%
주요주주	Aphrodite Acquisition Holdings LLC 외 1 인 43.56%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.9	9.6	-4.5	-24.9
상대수익률	12.1	-5.4	-25.3	-52.5



연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
매출액	511	588	513	656	0.4	11.6
판매비와 관리비	183	207	192	224	4.8	8.4
영업이익	213	247	210	294	-1.3	19.1
영업이익률	41.7	42.0	41.0	44.8	-0.7	2.8
영업외손익	7	7	-1	5	적자조정	-32.4
세전순이익	220	254	210	299	-4.9	17.6
지배지분순이익	159	184	151	218	-5.1	18.7
순이익률	32.8	32.9	31.0	35.0	-1.8	2.1
EPS(지배지분순이익)	12,938	14,927	12,284	17,712	-5.1	18.7

자료: 휴젤, 대신증권 Research Center

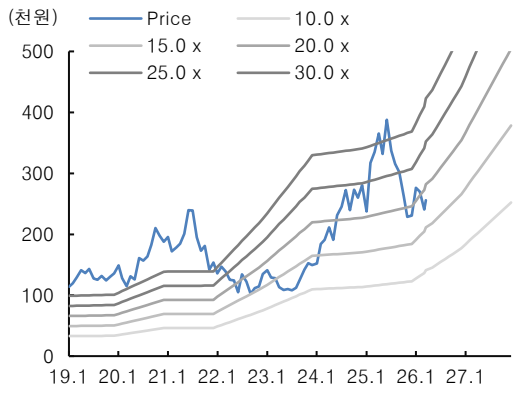
표1. 휴젤 목표주가 산출

(단위: 원, 배)

	내용	비고
12 개월 선행 EPS(원)	14,093	지난 4Q25 리포트 발간 시 13,270 원
Target Multiple(배)	28.8	**휴젤의 과거 21 년 하반기 평균 12FWD PER** 미국 BLA 제출 + GS 컨소시엄 인수 기대가 맞물리며 프리미엄 밸류에이션을 형성했던 구간으로 26 년 미국 하이브리드 직판 본격화에 따른 유사한 모멘텀 국면 재현을 가정
목표가(원)	**400,000**	
현재주가(원)	256,000	2026/04/13 KRX 종가 기준
Upside(%)	56.9%	

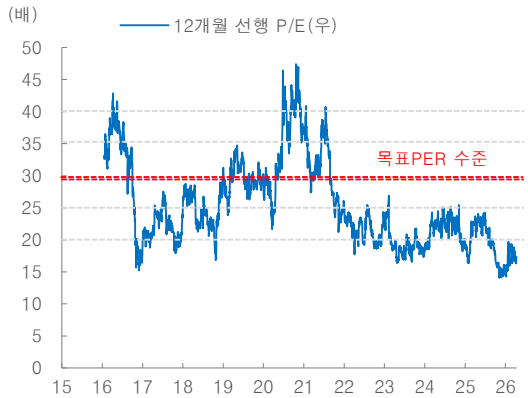
주: 글로벌 피어 평균 / 자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 휴젤 12 개월 선행 PER Band



주: 당사 추정치 기준 / 자료: 휴젤, 대신증권 Research Center

그림 2. 휴젤 12 개월 선행 PER 추이



주: 컨센서스 추정치 기준 / 자료: 휴젤, 대신증권 Research Center

표2. 휴젤 분기 및 연간 실적 추정 (수정 후 – 1Q Preview) (단위: 십억원, %)

	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**112.0**	**130.0**	**130.9**	**139.9**	**141.9**	**166.9**	**163.8**	**183.6**	**425.1**	**512.8**	**656.3**	**875.0**
YoY (%)	25%	18%	24%	17%	27%	28%	25%	31%	14%	21%	28%	33%
톡신	**59.5**	**76.5**	**74.4**	**83.1**	**72.7**	**93.4**	**89.9**	**101.6**	**233.7**	**293.5**	**357.6**	**505.0**
내수	17.2	17.9	15.4	18.8	17.6	18.9	16.5	19.4	72.6	69.3	72.5	74.8
수출	**42.4**	**58.6**	**59.0**	**64.3**	**55.1**	**74.5**	**73.3**	**82.2**	**161.2**	**224.2**	**285.1**	**430.2**
APAC	17.5	29.8	23.5	21.7	21.1	33.8	26.7	24.7	81.2	92.5	106.3	117.5
북남미	**19.5**	**22.8**	**29.9**	**36.9**	**24.7**	**31.0**	**37.1**	**48.2**	**65.4**	**109.1**	**141.0**	**260.2**
유럽 등	5.4	6.0	5.5	5.7	9.2	9.8	9.5	9.4	14.5	22.6	37.8	52.4
필러	35.2	35.7	37.0	35.1	43.3	45.5	43.9	45.1	129.7	143.0	177.8	220.0
내수	7.0	6.3	6.2	8.6	10.5	11.9	9.4	14.0	22.4	28.1	45.8	63.1
수출	28.2	29.4	30.8	26.5	32.8	33.6	34.5	31.2	107.3	114.9	132.0	156.9
화장품/기타	17.3	17.8	19.5	21.7	25.9	28.0	30.1	36.9	61.7	76.3	120.9	150.0
매출총이익	**86.7**	**102.2**	**102.3**	**111.1**	**111.4**	**131.6**	**129.7**	**145.9**	**333.5**	**402.2**	**518.6**	**691.5**
YoY (%)	26%	18%	25%	16%	29%	29%	27%	31%	16%	21%	29%	33%
총이익률	77%	79%	78%	79%	79%	79%	79%	79%	78%	78%	79%	79%
영업이익	**39.2**	**55.1**	**53.5**	**62.6**	**61.1**	**74.7**	**73.8**	**84.8**	**200.9**	**210.4**	**294.3**	**415.9**
YoY (%)	1%	–3%	13%	8%	56%	36%	38%	36%	21%	5%	40%	41%
영업이익률	35%	42%	41%	45%	43%	45%	45%	46%	47%	41%	45%	48%
세전이익	**39.1**	**54.9**	**53.4**	**62.4**	**62.3**	**75.9**	**75.0**	**86.0**	**196.8**	**209.8**	**299.3**	**426.9**
YoY (%)	–5%	3%	4%	22%	59%	38%	41%	38%	19%	7%	43%	43%
세전이익률	35%	42%	41%	45%	44%	45%	46%	47%	46%	41%	46%	49%
당기순이익	**29.6**	**41.7**	**40.5**	**47.3**	**47.3**	**57.7**	**57.0**	**65.4**	**147.0**	**159.1**	**229.4**	**326.5**
YoY (%)	–4%	9%	6%	19%	60%	39%	41%	38%	3%	8%	44%	42%
당기순이익률	26%	32%	31%	34%	33%	35%	35%	36%	35%	31%	35%	37%

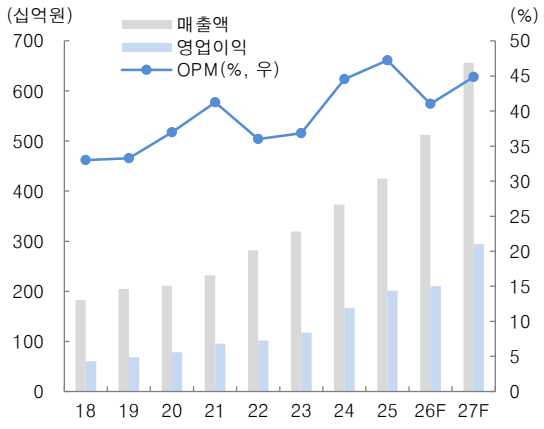
자료: 휴젤, 대신증권 Research Center

표3. 휴젤 분기 및 연간 실적 추정 (수정 전 – 4Q Review) (단위: 십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2023	2024	2025	2026F
매출액	**89.8**	**110.3**	**105.9**	**119.1**	**109.3**	**126.3**	**129.6**	**145.5**	**319.7**	**373.0**	**425.1**	**510.8**
YoY (%)	21%	16%	1%	21%	22%	15%	22%	22%	13%	17%	14%	20%
톡신	**40.7**	**61.2**	**60.2**	**71.6**	**55.9**	**71.6**	**75.7**	**86.9**	**169.1**	**203.2**	**233.7**	**290.1**
내수	19.5	19.0	14.6	19.5	19.2	18.6	17.5	19.1	82.3	82.0	72.6	74.4
수출	**21.3**	**42.2**	**45.6**	**52.1**	**36.7**	**52.9**	**58.2**	**67.8**	**86.8**	**121.2**	**161.2**	**215.7**
APAC	14.9	26.5	20.8	19.1	22.2	25.2	26.5	30.5	52.9	75.4	81.2	104.4
북남미	**3.0**	**13.1**	**20.9**	**28.5**	**11.0**	**24.6**	**27.2**	**32.0**	**25.3**	**30.9**	**65.4**	**94.9**
유럽 등	3.4	2.6	3.9	4.6	3.5	3.1	4.5	5.2	8.6	14.9	14.5	16.4
필러	34.4	34.1	30.2	30.9	36.8	36.8	35.2	37.3	117.8	127.6	129.7	146.2
내수	7.2	6.4	3.2	5.5	6.5	5.8	5.8	7.2	30.8	29.0	22.4	25.2
수출	27.2	27.7	27.0	25.4	30.4	31.0	29.4	30.2	87.0	98.5	107.3	121.0
화장품/기타	14.7	14.9	15.5	16.6	16.6	18.0	18.8	21.2	32.9	42.2	61.7	74.5
매출총이익	**69.0**	**86.6**	**81.7**	**96.2**	**84.0**	**97.6**	**100.9**	**113.8**	**246.2**	**287.2**	**333.5**	**396.3**
YoY (%)	21%	21%	–1%	27%	22%	13%	24%	18%	12%	17%	16%	19%
총이익률	77%	79%	77%	81%	77%	77%	78%	78%	77%	77%	78%	78%
영업이익	**39.0**	**56.7**	**47.4**	**58.6**	**44.3**	**51.8**	**54.4**	**62.7**	**117.8**	**166.2**	**201.6**	**213.2**
YoY (%)	63%	34%	–11%	26%	14%	–9%	15%	7%	16%	41%	21%	6%
영업이익률	43%	51%	45%	49%	41%	41%	42%	43%	37%	45%	47%	42%
세전이익	**41.1**	**53.3**	**51.1**	**52.1**	**46.2**	**53.7**	**56.2**	**64.5**	**133.3**	**165.2**	**197.5**	**220.5**
YoY (%)	40%	12%	–4%	47%	12%	1%	10%	24%	82%	24%	20%	12%
세전이익률	46%	48%	48%	44%	42%	42%	43%	44%	42%	44%	46%	43%
당기순이익	**30.9**	**38.2**	**38.0**	**36.8**	**35.1**	**40.8**	**42.7**	**49.0**	**97.7**	**143.1**	**144.0**	**167.6**
YoY (%)	36%	3%	–9%	–11%	14%	7%	12%	33%	61%	47%	1%	16%
당기순이익률	34%	35%	36%	31%	32%	32%	33%	34%	31%	38%	34%	33%

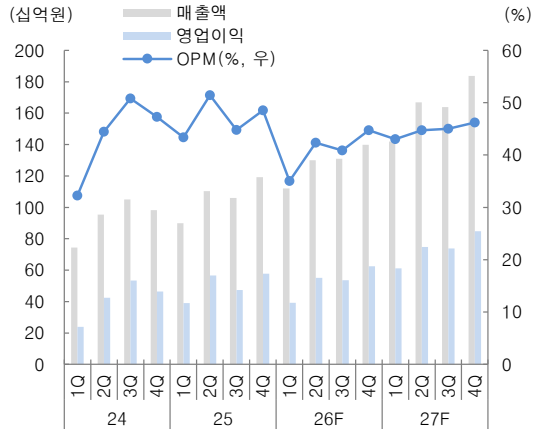
자료: 휴젤, 대신증권 Research Center

그림 3. 연간 매출, 영업이익, 영업이익률



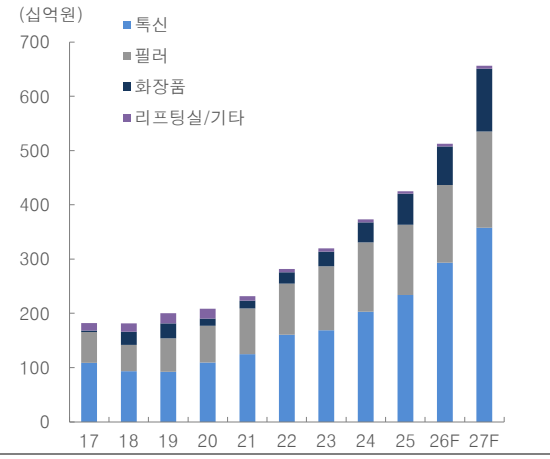
자료: 휴젤, 대신증권 Research Center

그림 4. 분기 매출, 영업이익, 영업이익률



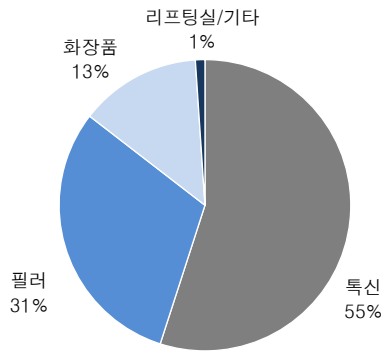
자료: 휴젤 대신증권 Research Center

그림 5. 사업부별 매출 추이 (연간)



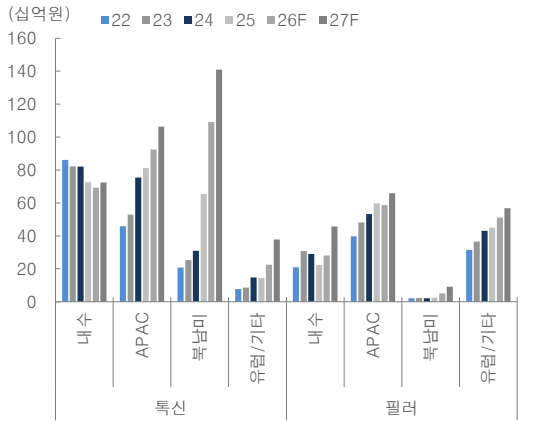
자료: 휴젤, 대신증권 Research Center

그림 6. 사업부별 매출 비중 (2025 년)



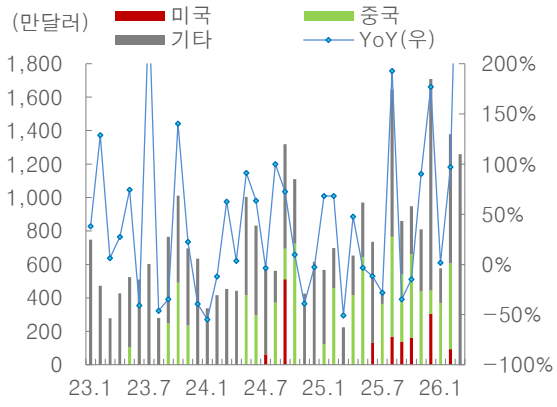
자료: 휴젤 대신증권 Research Center

그림 7. 톡신+필러 지역별 매출 추이 (연간)



자료: 휴젤, 대신증권 Research Center

그림 8. 톡신 수출액 현황 (강원 춘천시)



주: HSCODE: 3002.49.1000. 강원 춘천시(휴젤 추정)
자료: 관세청, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

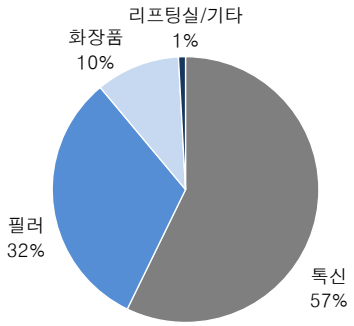
- 2001년 설립, 2015년 KOSDAQ 상장, 톡신과 필러를 중심으로 토탈 에스테틱 솔루션을 제공.
- 주요 사업: 바이오의약품(보툴리눔 톡신 제제), 미용의료기기(필러 및 스킨부스터), 화장품(더마코스메틱 웰라쥬) 및 기타(리프팅실 등)
- 설립자 정성재, 최대주주 베인캐피탈, 대표이사 백승한
- 자산 1조 768억원, 부채 967억원, 자본 9,802억원 (25년 연결 기준) (발행주식 수: 12,304,033)

주가 변동요인

- (+)분기 실적 컨센 상회, 수출입 데이터 호조, 미국 매출 가시화
- (-) 분기 실적 컨센 하회, 수출입 데이터 부진, 소송 리스크 발생

자료: 휴젤, 대신증권 Research Center

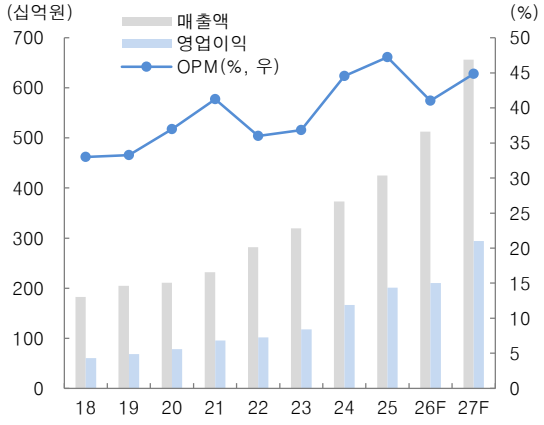
사업부별 매출 비중



주: 2025년 연결 기준
자료: 휴젤, 대신증권 Research Center

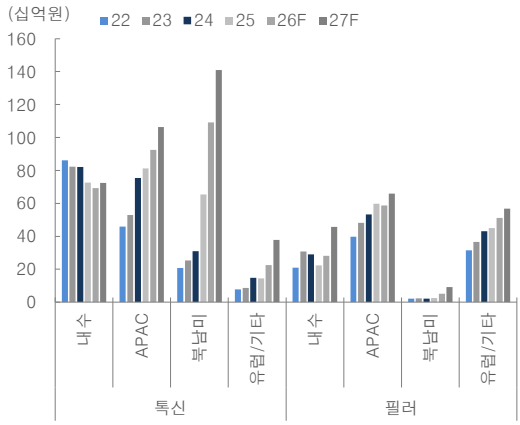
Earnings Driver

연간 매출, 영업이익, 영업이익률



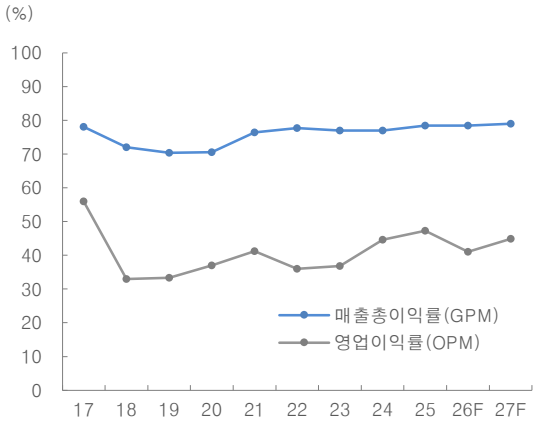
자료: 휴젤, 대신증권 Research Center

톡신+필러 지역별 매출 추이 (연간)



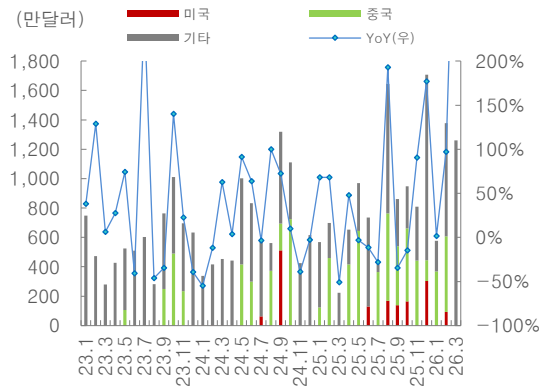
자료: 휴젤, 대신증권 Research Center

매출총이익률(GPM), 영업이익률(OPM) 추이



자료: 휴젤 대신증권 Research Center

톡신 수출액 현황 (강원 춘천시)



주: HSCODE: 3002.49.1000. 강원 춘천시(휴젤 추정)
자료: 관세청, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	373	425	513	656	875
매출원가	86	92	111	138	184
매출총이익	287	333	402	519	691
판매비와관리비	121	133	192	224	276
영업이익	166	201	210	294	416
영업이익률	44.6	47.2	41.0	44.8	47.5
EBITDA	181	221	230	315	437
영업외손익	-1	-4	-1	5	11
관계기업손익	0	0	-1	-1	-1
금융수익	25	18	18	20	22
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-5	-10	-7	-6	-4
외환관련손실	3	6	1	1	1
기타	-21	-12	-12	-9	-7
법인세비용차감전순손익	165	197	210	299	427
법인세비용	-22	-50	-51	-70	-100
계속사업순손익	143	147	159	229	327
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	143	147	159	229	327
당기순이익률	38.4	34.6	31.0	35.0	37.3
비지배지분순이익	7	6	8	11	16
지배지분순이익	136	141	151	218	310
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	2	0	0	0	0
포괄순이익	161	150	162	229	327
비지배지분포괄이익	7	6	8	11	16
지배지분포괄이익	153	144	154	218	310

재무상태표 (단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	523	679	759	962	1,287
현금및현금성자산	130	210	135	161	211
매출채권 및 기타채권	52	80	72	94	128
재고자산	43	56	57	73	97
기타유동자산	298	334	495	634	850
비유동자산	417	397	397	416	414
유형자산	151	147	143	149	154
관계기업투자금	5	6	5	5	4
기타비유동자산	260	245	249	262	256
자산총계	939	1,077	1,157	1,378	1,701
유동부채	61	93	74	76	79
매입채무 및 기타채무	24	25	26	28	31
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	37	68	48	48	48
비유동부채	38	4	1	1	1
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	25	0	0	0	0
기타비유동부채	13	4	1	1	1
부채총계	99	97	74	76	79
지배지분	804	950	1,049	1,262	1,572
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	394	437	437	437	437
이익잉여금	1,071	1,160	1,311	1,529	1,839
기타자본변동	-668	-653	-705	-710	-710
비지배지분	37	30	33	40	49
자본총계	841	980	1,082	1,302	1,622
순차입금	-383	-509	-587	-752	-1,018

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	10,985	11,348	12,284	17,712	25,212
PER	25.5	20.3	20.8	14.4	10.1
BPS	65,015	76,546	85,280	102,585	127,797
PBR	4.3	3.0	3.0	2.5	2.0
EBITDAPS	14,662	17,770	18,687	25,616	35,514
EV/EBITDA	17.6	10.7	11.3	7.7	5.0
SPS	30,174	34,244	41,674	53,340	71,115
PSR	9.3	6.7	6.1	4.8	3.6
CFPS	15,478	18,633	19,957	27,291	37,352
DPS	0	0	0	0	0

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	149	150	209	238	319
당기순이익	143	147	159	229	327
비현금항목의 가감	48	84	86	106	133
감가상각비	15	20	20	21	21
외환손익	-3	-1	-2	-2	-2
지분법평가손익	0	0	1	1	1
기타	36	66	68	87	113
자산부채의 증감	-19	-44	5	-38	-55
기타현금흐름	-23	-38	-41	-60	-86
투자활동 현금흐름	42	-49	-181	-179	-236
투자자산	-5	15	1	1	1
유형자산	-12	-13	-10	-20	-20
기타	59	-50	-171	-159	-216
재무활동 현금흐름	-172	-22	11	-20	-20
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	68	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-240	-22	11	-20	-20
현금의 증감	24	80	-74	26	50
기초 현금	106	130	210	135	161
기말 현금	130	210	135	161	211
NOPLAT	144	150	160	226	318
FCF	126	140	159	206	319

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	16.7	14.0	20.6	28.0	33.3
영업이익 증가율	41.1	20.8	4.7	39.9	41.3
순이익 증가율	46.6	2.7	8.2	44.2	42.3
수익성					
ROIC	37.2	35.9	36.5	47.8	61.0
ROA	17.8	19.9	18.8	23.2	27.0
ROE	17.5	16.1	15.1	18.9	21.9
안정성					
부채비율	11.7	9.9	6.9	5.9	4.9
순차입금비율	-45.6	-52.0	-54.3	-57.8	-62.8
이자보상배율	141.1	177.7	68.2	92.7	436.6

자료: 휴젤, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

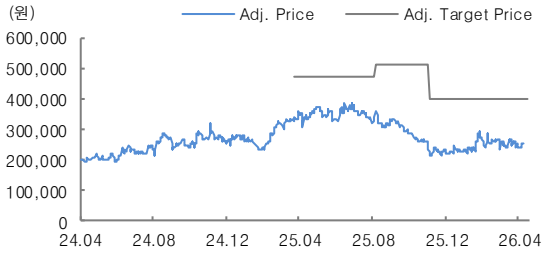
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:한송협)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

휴젤(145020) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	26.04.14	26.02.12	25.11.05	25.08.07	25.08.05	25.07.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	400,000	400,000	400,000	510,000	470,000	470,000
괴리율(평균,%)		(39.09)	(40.51)	(41.22)	(25.46)	(25.38)
괴리율(최대/최소,%)		(25.88)	(25.88)	(29.61)	(17.45)	(17.45)
제시일자	25.07.02	25.05.09	25.03.24			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	470,000	470,000	470,000			
괴리율(평균,%)	(25.22)	(25.21)	(26.41)			
괴리율(최대/최소,%)	(17.45)	(17.45)	(20.85)			
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20260411)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중	Underperform(매도)
비율	90.5%	9.5%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상