ISSUE & PITCH

11 Jun. 2024

박종현 의료기기 I alex.park@daolfn.com

이정우 연구원 I jungwoo@daolfn.com

BUY

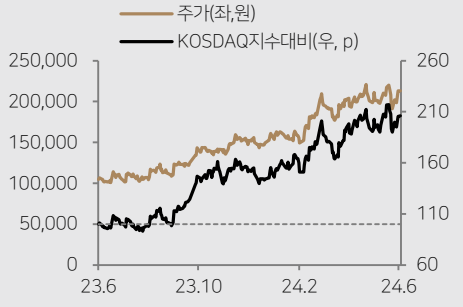
	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
적정주가	350,000	270,000	상향
Earnings			유지

Stock Information	
현재가 (06/10)	213,000원
예상 주가상승률	64.3%
시가총액	25,590억원
비중(KOSPI내)	0.62%
발행주식수	12,014천주
52주 최저가/최고가	100,800 - 221,000원
90일 일평균거래대금	111억원
외국인 지분율	55.6%
주요주주지분율(%)	
Aphrodite (외 1인)	44.6
자사주 (외 1인)	9.4
자사주신탁 (외 1인)	5.4

Valuation wide	2023	2024E	2025E
PER(배)	19.3	24.1	19.1
PBR(배)	3.2	4.0	3.4
EV/EBITDA(배)	11.1	13.9	10.8
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률 (%)	5.7	39.9	99.3	42.6
KOSPI 대비 상대수익률	5.6	35.7	101.4	42.8

Price Trend



DAOL 다올투자증권

휴젤 (145020)

긴 터널의 끝!

Issue

미국 USITC 메디톡스/휴젤 간 예비판결 결과 업데이트

Pitch

USITC 예비판결에서 동사가 무역법 337조를 침해하지 않았다는 판정. 예비판정 승소에 따라 동사 북미 사업 불확실성 해소. 북미 사업 가치 4천억원 반영한 SOTP 35만원 상향(Upside +64%), 투자의견 BUY 유지

Rationale

- 6/10일 USITC는 예비 판정 결과에서 휴젤이 무역법 337조를 침해(No violation)하지 않았다는 판결을 내림. **휴젤 ITC 승소로 가닥을 잡으며, 북미 사업에 대한 불확실성이 해소.** 남은 절차는 4개월 뒤 ITC 위원회의 최종 판정과 대통령 명령

- 휴젤 레티보는 북미에 허가받은 6번째 미용 톡신. Evolus Jeuveau 대비 Revance Daxxify의 낮은 침투율은 900kDa 톡신의 오랜 기간 인정받은 효과성과 안정성, 인지도에 기인. **동사는 2H24E 중 파트너십 체결 예정으로 북미 사업 가치 4,350억원 산정.** 2030E 북미 MS 8% 가정하며, 신공장 및 미국 톡신 개발 감가상각비에 따른 영업 레버리지로 북미 사업 EBIT Margin은 86%까지 점진적 증가 전망

- **북미 사업 가치 SOTP로 반영하여 적정 주가 기존 27만원 대비 상향된 35만원(Implied PER 39.5배), 투자의견 BUY.** 2024.05월 관세청 기준 중국향 톡신 수출 9.4백만달러로 YoY +88% 기록하며, 1Q24 부재했던 동사 중국 매출 기대감 존재. 동사 주가는 전년 저점 대비 +100% 상승했으나, 2016 – 2018년 톡신 업종의 평균 PER 대비 저평가 국면이며, 2024E EV/EBITDA는 13.9배에 불과. 과거 대비 톡신 업종의 경쟁 강도 소폭 심화되었으나, Galderma/메디톡스 외 후속 업체 진출 제한적 판단하여, 톡신 시장은 여전히 과점 시장으로서 안정적인 MS 확보 가능

Earnings Forecasts (단위: 십억원, 원, 배, %)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	282	320	368	430	484	545	613
영업이익	101	118	137	171	193	218	245
EBITDA	115	132	153	189	213	240	269
지배주주순이익	57	93	106	134	149	166	184
자산총계	1,050	929	1,036	1,175	1,328	1,499	1,688
자본총계	849	780	886	1,020	1,169	1,335	1,519
순차입금	(411)	(386)	(439)	(519)	(611)	(716)	(836)
매출증가율	21.5	13.5	15.2	16.9	12.5	12.5	12.6
영업이익률	36.0	36.8	37.2	39.7	39.9	39.9	39.9
지배순이익률	20.4	29.1	28.9	31.1	30.8	30.4	30.0
EPS증가율	(0.7)	67.4	14.3	25.9	11.4	11.0	11.0
ROE	7.7	12.7	14.1	15.3	14.8	14.3	13.9

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

예비 판결 침해 없음. 이후에도 크게 바뀔 건 없다

ITC(Internatioanl Trade Commission)은 무역 문제에 관한 광범위한 조사권을 가지고, 미국 무역 정책의 기초가 되는 정보를 대통령/의회에 제공하는 독립적이고, 비정치적인 준사법적 연방 정부 기관

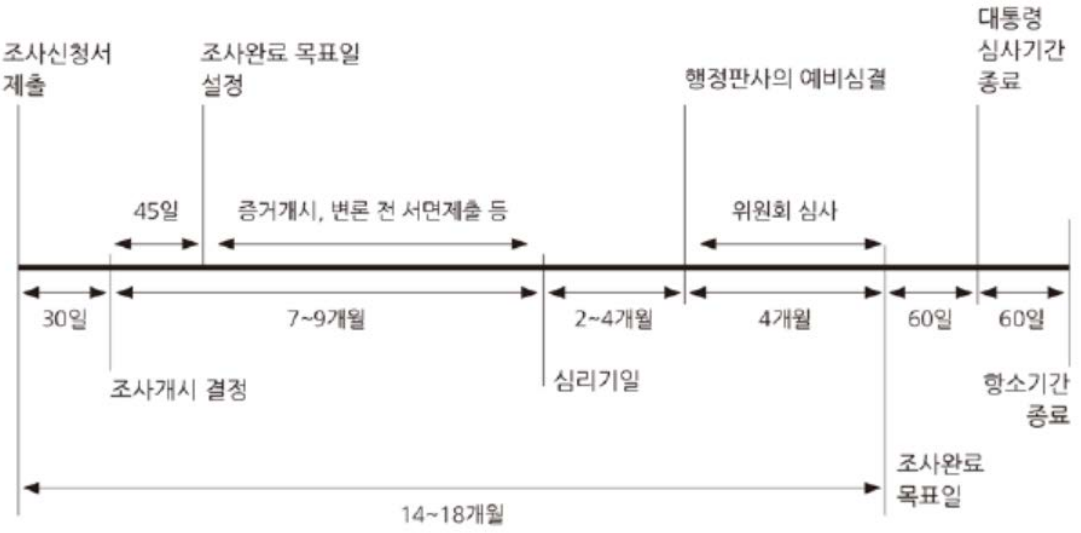
2022년 개시된 메디톡스와 휴젤 간의 톡신 균주와 제조 공정 영업 비밀을 둘러싼 ITC 소송이 예비 판정에서 휴젤의 침해 없음(No violation)으로 일단락되었다. "As explained in that determination, I have found that no violation of section 337 of the Tariff of 1930, as amended, has occurred in the importation into the United States of certain botulinum toxin products and processes for manufacturing or relating to same."

예비 판결(Initial determination) 후, 4개월 뒤에 최종 판결(Final determination)이 결정된다. 예비 판결은 제337조에 대한 위반 여부에 대한 행정 판사의 판정이며, 6인으로 구성된 위원회의 최종 판결이 내려진다. 예비 판정에 대하여 당사자가 위원회의 검토를 요청하지 않거나, 예비판정 접수 후 60일 이내에 위원회 자체에서 검토 결정이 없는 경우, 행정판사에 의한 예비 판정이 위원회의 최종 판정으로 결정된다.

따라서, 당사자가 예비판정에 대해 검토를 요청할 수 있으며 이 경우, 예비판정 후 12일 이내에 검토를 요청한다. 따라서 이번 ITC 예비 판정 이후, 당사자의 검토 요청에 따라 예비 판정이 변경될 수 있다. 검토 요청이 접수되면 60일 이내 검토 승인 여부를 결정해야 되며, 위원회 중 1인 이상의 요청 동의가 있으며, 예비 판정에 대해 지지/파기/변경/무효/환송 등이 가능하다.

최종 판결 이후에는 대통령의 검토(Presidential Review)가 이루어진다. 대통령 위임을 받은 미국 무역 대표부(US Trade Representative)에서 1) 60일 이내 정책적 이유 결정 거부에 따라 구체조치가 효력 상실될 수 있으며, 2) 거부하지 않거나 판정 승인하면 위원회의 판정이 효력 발생한다. 다만, 거부권 행사의 경우는 매우 드물다. **또한, 최종 판정 이후, 60일 이내 미국 연방 항소 법원(Court of Appeals for the Federal Circuit)에 항소가 가능하다.**

Fig. 1: USITC의 일반적인 특허침해조사 절차



Source: 대법원 사법정책연구원, 다올투자증권

미국 사업 가시화에 따른 적정 주가 35만원 상향

미국 내 미용 목적으로 판매되고 있는 톡신 제품은 총 5종이다. 2H24E 휴젤의 레티보가 북미에 진출한다면 총 6종의 톡신이 판매될 예정이다. Allergan의 Botox와 Galderma/Ipsen의 Dysport, Merz의 Xeomin, Evolus의 Jeuveau, Revance의 Daxxify가 기출시 되어있다.

2023년 기준 미국 톡신 시장은 20억 달러를 기록하였으며, Allergan Botox가 16.7억 달러로 전체 MS의 78%를 점유하고 있다. 그 다음으로는 Evolus의 Jeuveau가 2억 달러로 MS 10% 달성에 성공하였다. 2022년 Revance의 Daxxify가 출시되었으나, 6개월 장기 지속형 톡신의 메리트 대비 높은 가격으로 인하여 시장 침투가 원할하지 못한 상태다. 휴젤의 Letybo는 Botox와 동일한 900kDa 톡신으로 사용 용법이 동일하여 빠른 시장 침투가 기대된다.

다만, 900kDa 톡신이 Botox/Jeuveau/Letybo 3종이 되는 만큼 톡신 외 다른 제품 간의 시너지를 통한 판매나 프로모션이 필수적일 전망이다. 또한, 추가적으로 북미 시장 진출이 가능해보이는 업체는 Galderma의 액상 톡신인 QM-1114 및 메디톡스의 액상 톡신 MT10109L 외에는 제한적이다. 따라서, 북미를 포함한 주요 미용 톡신 시장은 해당 상위 7개 업체 간의 과점 경쟁으로 휴젤 또한 안정적인 MS 확보가 가능하다.

Fig. 2: 미국 미용 톡신 시장 전망

(백만달러)	기업	2021-2026 CAGR	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
Botox	Allergan	9%	1,825	1,993	2,210	2,425	2,641	2,867	3,073	3,227
Dysport	Ipsen	8%	80	86	92	97	103	109	115	121
Xeomin	Merz	7%	17	18	20	21	23	25	27	29
주보	Evolus	26%	238	316	319	394	429	456	473	543
Daxxify	Revance		193	308	424	537	646	665	685	706
Letybo	휴젤 파트너		2	27	92	174	250	330	380	402
Total		14%	2,355	2,749	3,156	3,648	4,091	4,451	4,753	5,028
MS	진출 순서		2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
Botox	1번째		77.5%	72.5%	70.0%	66.5%	64.6%	64.4%	64.7%	64.2%
Dysport	2번째		3.4%	3.1%	2.9%	2.6%	2.5%	2.4%	2.4%	2.4%
Xeomin	3번째		0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
주보	4번째		10.1%	11.5%	10.1%	10.8%	10.5%	10.2%	9.9%	10.8%
Daxxify	5번째		8.2%	11.2%	13.4%	14.7%	15.8%	14.9%	14.4%	14.0%
Letybo	6번째		0.1%	1.0%	2.9%	4.8%	6.1%	7.4%	8.0%	8.0%

Source: Evaluate Pharma, 다올투자증권

Fig. 3: 휴젤 미국 매출 가정(파트너십)

<휴젤 미국 사업 가치 추정>

1. Target market: Evaluate Pharma 기준 미국 미용 보툴리눔 톡신 매출액 추정치 적용
2. 2024년 하반기 판매 개시 가정
3. 파트너십 판매 가정
4. 6th 시장 출시를 가정해 Peak 점유율 발매(2024년) 후 7년차 8% 가정(직접 판매로 인한 MS 40% 할인)
5. 바이알당 공급단가 10만원 가정, 유럽/중국/국내 대비 높은 판가 가정. 다만, 신공장 및 미국 임상 고정비 지출로 GPM 점진적 개선
6. 휴젤 아메리카의 휴젤 지분율은 100%
7. NPV 할인율은 12%

(백만달러)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
미국 미용 보툴리눔 톡신 시장	2,355	2,749	3,156	3,648	4,091	4,451	4,753	5,028
YoY(%)	*11%*	*17%*	*15%*	*16%*	*12%*	*9%*	*7%*	*6%*
MS	0.1%	1.0%	2.9%	4.8%	6.1%	7.4%	8.0%	8.0%
레티보 판매액	2	27	92	174	250	330	380	402
YoY(%)		*1057%*	*238%*	*89%*	*44%*	*32%*	*15%*	*6%*
레티보 공급가 기준 매출액	1	10	32	61	87	115	133	141
COGS	3	12	14	15	16	18	19	19
변동비	0	0	2	3	4	6	7	7
고정비(감가)	3	12	12	12	12	12	12	12
EBIT	-2	-3	19	46	71	98	114	122
EBIT margin	-269%	-31%	58%	75%	81%	85%	86%	86%
적용 환율 (원)	1,340	1,315	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250
Tax rate	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%
NOPLAT (십억원)	-2.2	-3.0	17.6	43.4	67.3	92.5	108.5	115.4
유형 감가상각 (3공장)	1.3	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
무형 감가상각 (미국 개발비 & 판매권)	1.8	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
Gross Cash Flow	0.8	9.0	29.6	55.4	79.3	104.5	120.5	127.4
순운전자본 변동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
CAPEX	1.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3
Investing Cash Flow	1.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3
Free Cash Flow	**-0.5**	**3.8**	**24.3**	**50.1**	**74.0**	**99.3**	**115.2**	**122.2**
PV Factor	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
NPV of FCF	-0.5	3.4	19.4	35.7	47.1	56.3	58.4	55.3

WACC	12.0%
Terminal Growth	2.0%

NPV of FCF (WACC: 12.0%)	220
NPV of CV (Terminal Growth: 2.0%)	401
Sum of NPV(십억원)	**435**

Source: 다올투자증권

동사는 금번 미국 ITC 결과를 토대로 적정 주가를 기존 27만원에서 35만원으로 상향 조정한다. 상향의 근거는 미국 사업 가치 반영으로 약 4,350억원을 신규 사업 가치로 반영한다.

미국 사업 가치 반영의 근거는 전체 미국 미용 톡신 시장에서 6번째 진출 업체로서 2030년 기준 MS를 8%로 가정하여 산정하였다. WACC는 12%, Terminal Growth는 2%로 산정하였으며, 파트너십을 통한 판매를 가정하였고, 신공장 가동에 따른 감가상각비 및 미국 임상 비용이 고정비로 작용하여 영업 레버리지에 따라 2030년 미국향 EBIT Margin은 86%에 달할 전망이다.

신공장 CAPEX 규모는 300억원으로 2025년부터 반영될 예정이며, 미국 톡신 개발 및 판매를 위한 자산화 처리 규모는 약 500억원으로 북미 판매 개시에 따라 상각 개시될 전망이다. 매출원가에 반영될 고정비성 유무형 감가상각비는 10년 정액법에 따라 연간 120억원 수준으로 추정하였다.

Fig. 4: 휴젤 SOTP Valuation

2024E EBITDA (십억원) ⓐ	152.7	
Target EV/EBITDA multiple (배) ⓑ	20.2	2016 - 2018년, 메디톡스와 휴젤의 평균 Fwd 12M EV/EBITDA 적용
순차입금 (십억원) ⓒ	-438.9	2024년 말 추정치
영업가치 (십억원) ① = ⓐ×ⓑ-ⓒ	3,523.4	미국 가치 제외 시, 적정주가 310,000원
레티보 미국 사업가치 (십억원) ②	435.0	신공장/미국 임상 비용 반영하여 GPM 점진적 개선
적정 시가총액 (십억원) ①+②	3,958.4	
보통주 발행주식수 (천주)	11,428	CB 1,000억원 완전 희석, 자사주 1.3백만주 제외
적정주가 (원)	350,000	
종가 (원)	213,000	
상승여력	64.3%	

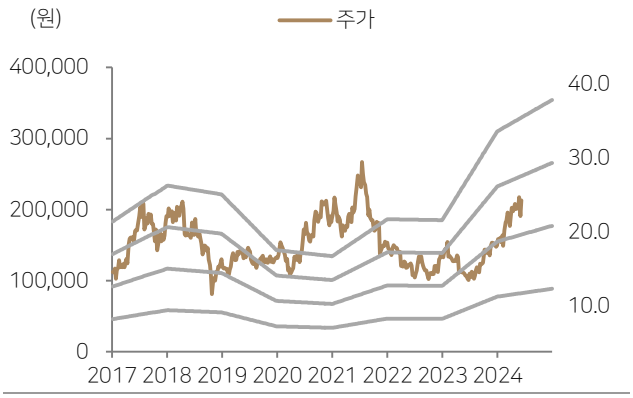
Source: 다올투자증권

Fig. 5: 휴젤 Implied PER

PER Valuation	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
EPS(원)	3,242	3,363	4,661	4,629	7,452	8,857
YOY	*-41%*	*4%*	*39%*	*-1%*	*61%*	*19%*
적정주가(원)						350,000
Implied PER(배)						39.5

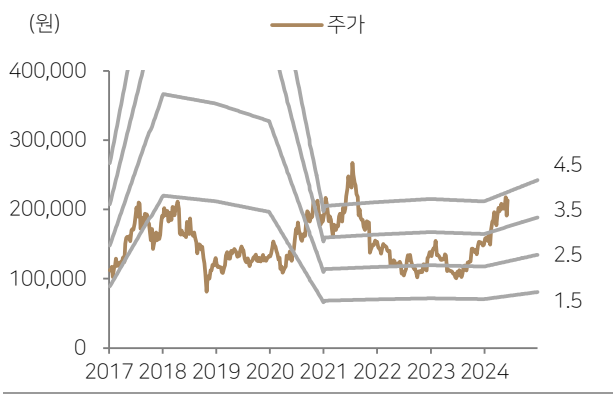
Source: 다올투자증권

Fig. 6: 휴젤 12M Fwd PER 밴드



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 7: 휴젤 12M Fwd PBR 밴드



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 8: 휴젤 실적 추정

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	64.4	81.6	84.8	88.9	74.3	90.7	99.6	103.5	319.7	368.2	430.4
YoY(%)	*-1%*	*21%*	*20%*	*4%*	*15%*	*11%*	*17%*	*16%*	*13%*	*15%*	*17%*
톡신	31.0	43.4	45.9	48.8	34.3	44.7	51.7	52.8	169.1	183.4	207.4
YoY(%)	*-2%*	*17%*	*10%*	*-3%*	*11%*	*3%*	*13%*	*8%*	*5%*	*8%*	*13%*
수출	14.9	19.0	24.2	28.6	17.1	23.9	28.9	30.2	86.8	100.2	121.6
APAC	6.9	12.7	13.4	19.9	10.1	15.5	16.7	17.9	52.9	60.2	73.6
북남미	4.1	4.4	10.8	5.9	3.5	6.2	9.7	8.9	25.3	28.3	33.8
유럽	3.9	1.9	0.0	2.8	3.5	2.3	2.5	3.4	8.6	11.6	14.2
국내	16.1	24.4	21.7	20.2	17.2	20.7	22.7	22.6	82.3	83.2	85.8
필러	26.1	30.4	31.3	30.0	29.3	35.1	36.6	36.3	117.8	137.2	166.5
YoY(%)	*15%*	*53%*	*47%*	*19%*	*12%*	*15%*	*17%*	*21%*	*32%*	*16%*	*21%*
수출	19.4	21.9	23.2	22.5	22.9	26.2	27.9	27.7	87.0	104.6	129.1
국내	6.8	8.5	8.0	7.5	6.4	8.9	8.7	8.7	30.8	32.6	37.5
화장품	6.3	6.0	6.6	7.9	9.5	9.0	10.2	11.9	26.8	40.6	48.7
YoY(%)	*17%*	*41%*	*35%*	*23%*	*52%*	*50%*	*55%*	*50%*	*28%*	*52%*	*20%*
의료기기/리프팅실	1.0	1.8	1.0	2.2	1.3	2.0	1.2	2.5	6.0	6.9	7.8
YoY(%)	*4%*	*25%*	*-31%*	*23%*	*22%*	*10%*	*6%*	*15%*	*5%*	*13%*	*12%*
매출총이익	50.1	62.9	66.2	67.0	57.1	70.1	77.2	79.7	246.2	284.2	331.8
GPM	77.8%	77.1%	78.1%	75.3%	76.8%	77.3%	77.5%	77.0%	77.0%	77.2%	77.1%
영업이익	**18.5**	**28.0**	**34.6**	**36.7**	**24.0**	**31.0**	**39.7**	**42.3**	**117.8**	**137.0**	**171.0**
YoY(%)	*-25%*	*28%*	*39%*	*22%*	*29%*	*11%*	*15%*	*15%*	*16%*	*16%*	*25%*
ITC 소송비용	3.5	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	2.0	15.5	14.0	0.0
OPM	**29%**	**34%**	**41%**	**41%**	**32%**	**34%**	**40%**	**41%**	***37%***	***37%***	***40%***
소송비 제외 OPM	37%	41%	45%	46%	40%	40%	44%	43%	42%	41%	40%
지배주주 순이익	16.4	21.1	39.4	16.2	20.8	25.8	31.6	28.2	93.1	106.4	133.9
YoY(%)	*9%*	*43%*	*53%*	*793%*	*27%*	*22%*	*-20%*	*74%*	*62%*	*14%*	*26%*
NPM	*25%*	*26%*	*46%*	*18%*	*28%*	*28%*	*32%*	*27%*	*29%*	*29%*	*31%*

Source: 다올투자증권

휴젤 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	617.9	567.8	631.9	725.1	831.1
현금성자산	531.3	480.0	532.5	612.2	704.6
매출채권	57.7	49.4	55.6	62.5	70.4
재고자산	26.9	34.3	39.6	46.1	51.8
비유동자산	431.9	361.5	404.3	449.9	497.3
투자자산	111.4	44.4	46.3	48.1	50.1
유형자산	120.5	134.7	151.2	170.9	193.1
무형자산	200.1	182.3	206.9	230.8	254.2
자산총계	1,049.8	929.3	1,036.2	1,175.0	1,328.4
유동부채	177.3	57.4	57.9	62.7	66.8
매입채무	24.8	26.8	27.0	31.5	35.3
유동성이자부채	99.4	3.7	3.7	3.7	3.7
비유동부채	23.0	92.1	92.2	92.3	92.4
비유동이자부채	21.0	89.9	89.9	89.9	89.9
부채총계	200.3	149.6	150.1	155.0	159.2
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	1,042.7	1,176.7	1,325.9
자본조정	(440.6)	(522.6)	(522.6)	(522.6)	(522.6)
자기주식	(96.4)	(163.1)	(263.1)	(263.1)	(263.1)
자본총계	849.5	779.7	886.1	1,020.0	1,169.2
투하자본	372.9	372.3	425.3	478.7	534.6
순차입금	(410.8)	(386.3)	(438.9)	(518.5)	(610.9)
ROA	5.9	9.9	11.5	12.8	12.5
ROE	7.7	12.7	14.1	15.3	14.8
ROIC	25.5	23.2	26.1	28.7	28.9

손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	281.7	319.7	368.2	430.4	484.3
증가율 (Y-Y,%)	21.5	13.5	15.2	16.9	12.5
영업이익	101.4	117.8	137.0	171.0	193.3
증가율 (Y-Y,%)	6.0	16.2	16.3	24.8	13.1
EBITDA	115.4	131.6	152.7	188.6	213.2
영업외손익	(28.0)	15.8	11.2	15.0	13.9
순이자수익	8.4	14.7	20.4	17.3	16.2
외화관련손익	(3.7)	1.6	0.1	0.2	0.3
지분법손익	0.0	0.0	(0.1)	0.0	0.0
세전계속사업손익	73.1	133.3	148.3	186.0	207.2
당기순이익	60.7	97.7	112.8	141.0	157.1
지배기업당기순이익	57.3	93.1	106.4	133.9	149.2
증가율 (Y-Y,%)	0.5	60.9	15.5	24.9	11.4
NOPLAT	88.6	86.3	104.3	129.6	146.5
(+) Dep	14.0	13.9	15.7	17.7	19.8
(-) 운전자본투자	(18.9)	25.4	11.1	8.8	9.4
(-) Capex	32.8	23.7	27.3	31.9	35.9
OpFCF	88.7	51.0	81.6	106.5	121.0
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	11.3	14.8	16.7	15.2	14.8
영업이익증가율(3Yr)	14.2	14.7	12.7	19.0	18.0
EBITDA증가율(3Yr)	14.1	14.0	11.6	17.8	17.4
순이익증가율(3Yr)	6.5	29.2	23.2	32.4	17.2
영업이익률(%)	36.0	36.8	37.2	39.7	39.9
EBITDA마진(%)	41.0	41.2	41.5	43.8	44.0
순이익률(%)	21.5	30.5	30.6	32.8	32.4

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금	80.6	117.7	218.8	143.4	160.4
당기순이익	60.7	97.7	112.8	141.0	157.1
자산상각비	14.0	13.9	15.7	17.7	19.8
운전자본증감	(31.5)	(1.9)	(11.1)	(8.8)	(9.4)
매출채권감소(증가)	(26.0)	8.0	(6.2)	(7.0)	(7.9)
재고자산감소(증가)	0.3	(8.0)	(5.3)	(6.6)	(5.7)
매입채무증가(감소)	(5.5)	(0.2)	0.2	4.5	3.9
투자현금	(191.8)	43.2	(81.4)	(79.6)	(84.4)
단기투자자산감소	(167.2)	39.8	(22.9)	(16.4)	(17.1)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.9)	(0.9)	(0.9)
설비투자	(32.8)	(23.7)	(27.3)	(31.9)	(35.9)
유무형자산감소	(6.4)	8.1	(29.4)	(29.4)	(29.4)
재무현금	(51.4)	(187.1)	(100.0)	0.0	0.0
차입금증가	(1.9)	(1.8)	0.0	0.0	0.0
자본증가	(44.5)	(121.8)	(100.0)	0.0	0.0
배당금지급	0.0	(0.1)	0.0	0.0	0.0
현금 증감	(162.4)	(25.8)	37.4	63.8	76.0
총현금흐름(Gross CF)	124.1	140.6	229.9	152.2	169.8
(-) 운전자본증가(감소)	(18.9)	25.4	11.1	8.8	9.4
(-) 설비투자	32.8	23.7	27.3	31.9	35.9
(+) 자산매각	(6.4)	8.1	(29.4)	(29.4)	(29.4)
Free Cash Flow	(99.2)	181.8	137.4	63.8	76.0
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.9	0.9	0.9
잉여현금	(99.2)	181.8	136.5	62.9	75.1

주요투자지표

(원, 배)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Per share Data					
EPS	4,629	7,747	8,857	11,148	12,420
BPS	47,801	47,030	53,843	62,996	73,470
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	29.1	19.3	24.1	19.1	17.1
PBR	2.8	3.2	4.0	3.4	2.9
EV/ EBITDA	10.9	11.1	13.9	10.8	9.1
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	13.5	12.8	11.1	16.8	15.1
PSR	5.9	5.6	7.0	5.9	5.3
재무건전성 (%)					
부채비율	23.6	19.2	16.9	15.2	13.6
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	1,091.2	1,157.4	1,244.2
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	1.1	0.9	1.1	1.1	1.2
자산구조					
투하자본(%)	36.7	41.5	42.4	42.0	41.5
현금+투자자산(%)	63.3	58.5	57.6	58.0	58.5
자본구조					
차입금(%)	12.4	10.7	9.6	8.4	7.4
자기자본(%)	87.6	89.3	90.4	91.6	92.6

자료: 다올투자증권

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자가 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 : 85.7%	HOLD : 13.6%	SELL : 0.6%

투자등급 관련사항

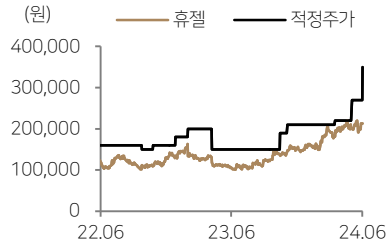
아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미
· BUY: 추천기준일 종가대비 +15% 이상.
· HOLD: 추천기준일 종가대비 -15% 이상~ +15% 미만.
· SELL: 추천기준일 종가대비 -15% 미만.
· SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커진 경우, 분석 잠정적 중단. 적정주가 미제시.

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	2023.10.25	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

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

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	201,430원	221,000원	-8.4	0.5
2024.05.13	270,000원	205,684원	220,000원	-23.8	-18.5
2024.06.11	350,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(24년 06월 10일)
** 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.