

주주美

시장의 확장
0 7 0



CONTENTS

- 5 1. Investment Summary

- 9 투자포인트 1. 미국 진출로 질적, 양적 성장 기대
 - 1) 보틀리닝 특신
 - 2) 스킨부스터
 - 3) RF 리프팅

- 24 투자포인트 2. 인바운드 수요, 기존의 캡을 뚫어내다
 - 1) 소비건수, 소비금액, 건당 소비금액 모두 증가 중
 - 2) 가격경쟁력 + 트렌드, 해외 시장이 끌려온다

- 32 3. 에스테틱 섹터 투자 전략

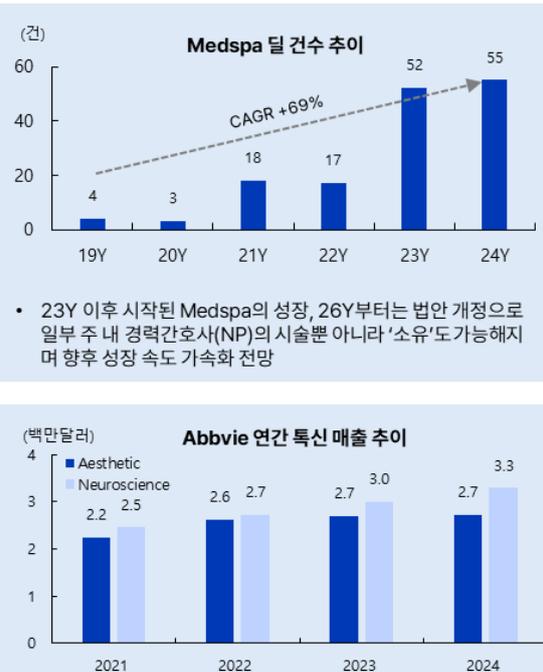
- 34 4. 수출입 데이터 훑어보기

- 33 ▶ 기업분석
 - 휴젤(145020)
 - 파마리서치(214450)
 - 클래시스(214150)
 - 대웅제약(069620)

Key Chart

[도표 1] 2025년 에스테틱 섹터 전망 - 미국 시장 진출 및 내수 인바운드 수요 증가로 멀티플 업사이드 여전히 존재

미국 시장 진출의 원년



Medspa (건) : 19Y: 4, 20Y: 3, 21Y: 18, 22Y: 17, 23Y: 52, 24Y: 55. CAGR +69%

Abbvie 연간 특신 매출 추이 (백만달러):
 - Aesthetic: 2021: 2.2, 2022: 2.6, 2023: 2.7, 2024: 2.7
 - Neuroscience: 2021: 2.5, 2022: 2.7, 2023: 3.0, 2024: 3.3

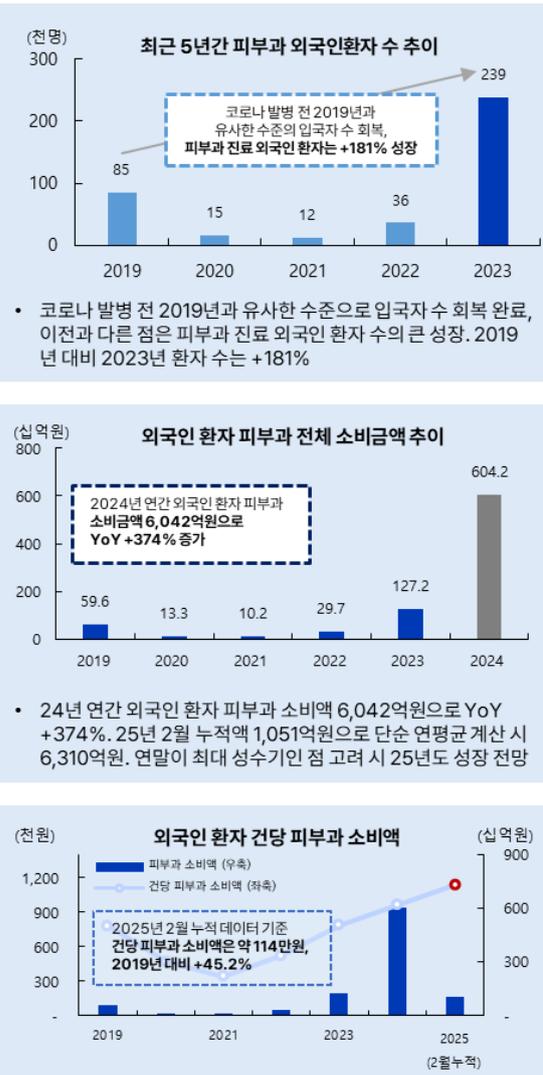
리뷰란 구글 트렌드 추이 (건): '21-12 ~ '24-12. MoM +63.2%씩증가

- 23Y 이후 시작된 Medspa의 성장, 26Y부터는 법안 개정으로 일부 주 내 경력간호사(NP)의 시술뿐 아니라 '소유'도 가능해지며 향후 성장 속도 가속화 전망
- 특신 1위 Abbvie, 가격 인상으로 M/S 잃어가는 모습, 이는 Evolus, Merz 등 2nd Tier의 레퍼런스 누적으로 가격 경쟁력이 명확한 소구점 역할 가능해짐에 기인
- 미국 인플루언서의 언급으로 성공한 국내 소비재 케이스 다수, '리뷰란' 등 국내 미용 시술의 미국 시장 내 트렌드 성장도 꾸준히 확인

1) 법안 개정, 소비자층 확장으로 인한 미국 미용 시장 TAM 증가
 2) 긴 시간 시장을 과점하던 1등 현지 업체 M/S 하락이 관찰
 3) 국내 시술의 미국 시장 내 트렌드 성장도 확인

→ 미국 시장 진출의 원년, 국내 대비 시술가 약 10배의 시장으로 침투율 성장에 따른 업체들의 마진을 개선까지 기대

내수 인바운드 수요 증가



최근 5년간 피부과 외국인환자 수 추이 (천명): 2019: 85, 2020: 15, 2021: 12, 2022: 36, 2023: 239. 코로나 발병 전 2019년과 유사한 수준의 입국자 수 회복, 피부과 진료 외국인 환자는 +181% 성장

외국인 환자 피부과 전체 소비금액 추이 (십억원): 2019: 59.6, 2020: 13.3, 2021: 10.2, 2022: 29.7, 2023: 127.2, 2024: 604.2. 2024년 연간 외국인 환자 피부과 소비금액 6,042억원으로 YoY +374% 증가

외국인 환자 건당 피부과 소비액 (십억원): 2019 ~ 2023 (피부과 소비액 우축), 2025 (2월 누적) (건당 피부과 소비액 좌축). 2025년 2월 누적 데이터 기준 건당 피부과 소비액은 약 114만원, 2019년 대비 +45.2%

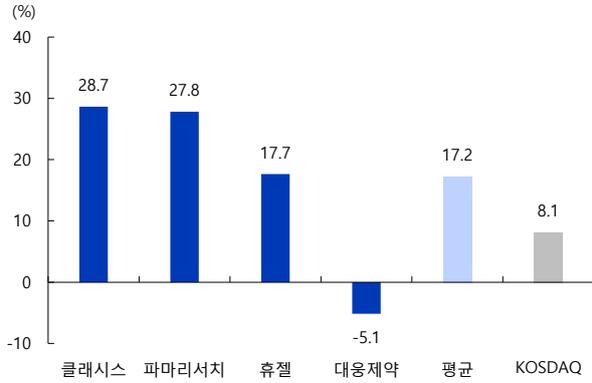
- 코로나 발병 전 2019년과 유사한 수준으로 입국자 수 회복 완료, 이전과 다른 점은 피부과 진료 외국인 환자 수의 큰 성장. 2019년 대비 2023년 환자 수는 +181%
- 24년 연간 외국인 환자 피부과 소비액 6,042억원으로 YoY +374%. 25년 2월 누적액 1,051억원으로 단순 연평균 계산 시 6,310억원. 연말이 최대 성수기인 점 고려 시 25년도 성장 전망
- 2025년 2월 누적 데이터 기준 진료건 당 피부과 소비금액은 약 114만원으로 19년 대비 +45.2%, 방문횟수/소비금액 동시에 성장하는 그림

1) 입국자 수는 코로나 이전과 유사한 수준으로 회복, 환자수는 성장
 2) 24년 외국인 환자 피부과 소비액 6,000억원, YoY +374%
 3) 진료 1건당 소비금액 114만원, 19년 대비 +45.2%

→ 절대 입국자수 대비 피부과 진료 환자 수 및 1건당 소비금액 지속 성장 중, 해외 시술 플랫폼도 국내 시술 예약 서비스 여는 등 인바운드 수요 증가에 따른 내수 시장 확장이 기대

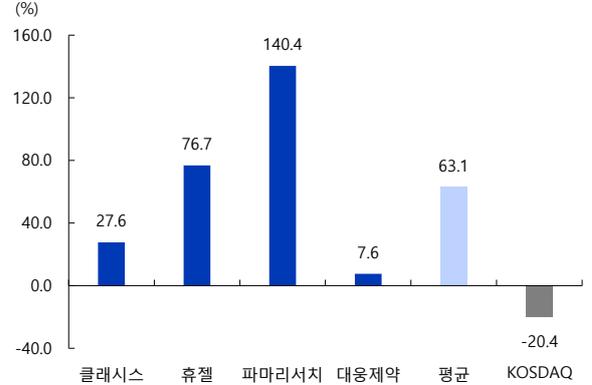
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] 2025년 KODAQ 대비 YTD 수익률 비교



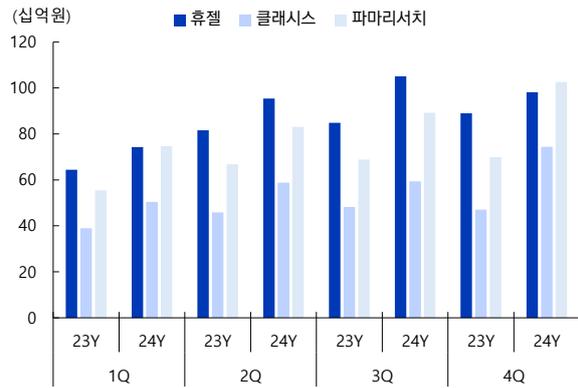
자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 2024년 KODAQ 대비 YTD 수익률 비교



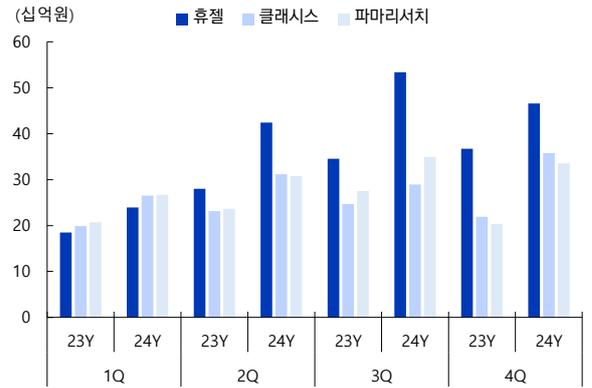
자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 업체별 분기 매출액 추이



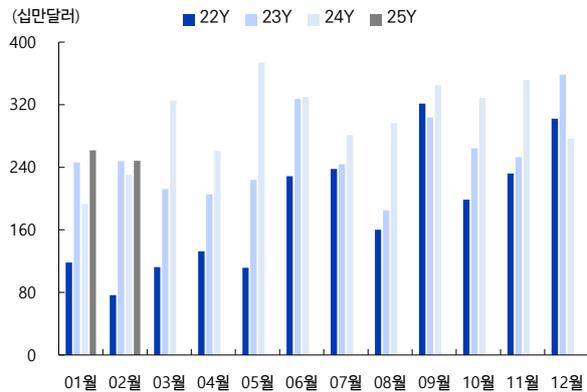
자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 업체별 분기 영업이익 추이



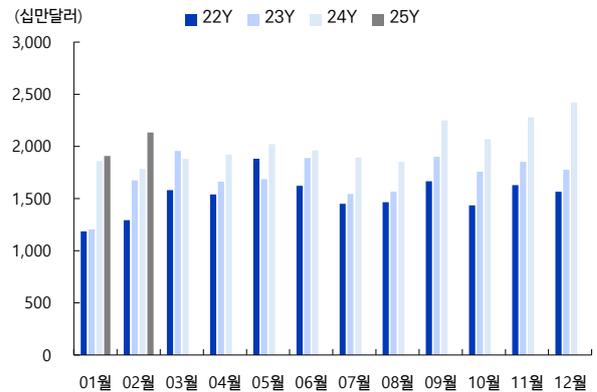
자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

[도표 6] 국내 특신 월별 수출 데이터 추이



자료: Trass, 교보증권 리서치센터

[도표 7] 국내 필러 월별 수출 데이터 추이



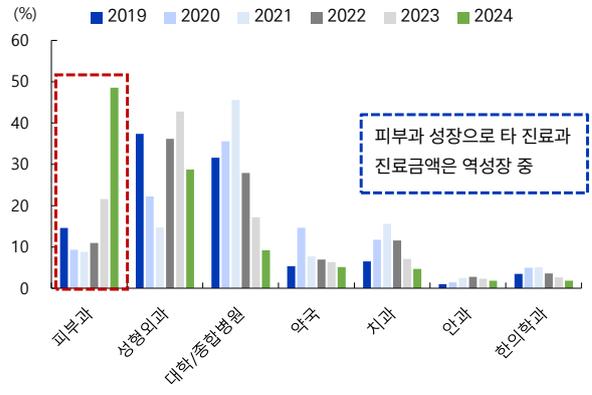
자료: Trass, 교보증권 리서치센터

[도표 8] 외국인 환자 의료비 지출액 내 피부과 비중 추이



자료: 관광지식정보시스템, 교보증권 리서치센터

[도표 9] 진료과별 외국인 환자 소비금액비율 추이



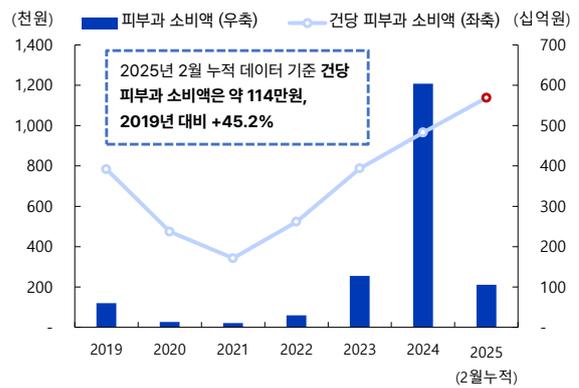
자료: 관광지식정보시스템, 교보증권 리서치센터

[도표 10] 연간 외국인 환자 피부과 소비금액 추이



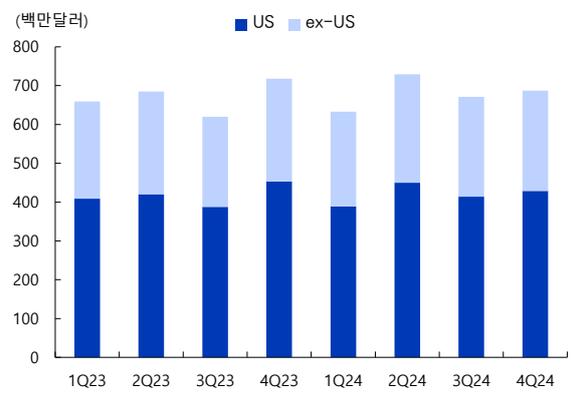
자료: 관광지식정보시스템, 교보증권 리서치센터

[도표 11] 진료과별 외국인 환자 소비금액비율 추이



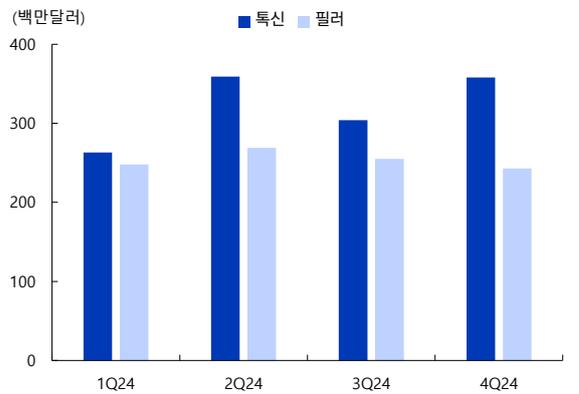
자료: 관광지식정보시스템, 교보증권 리서치센터

[도표 12] 분기별 Abbvie 미용 특신 매출 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 13] 분기별 Galderma Injectable 제품군 매출 추이



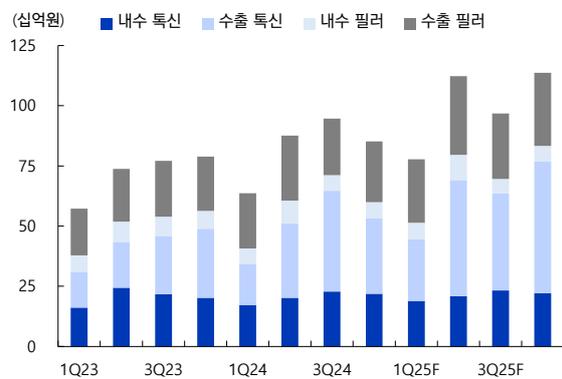
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 14] Top Pick: 휴젤



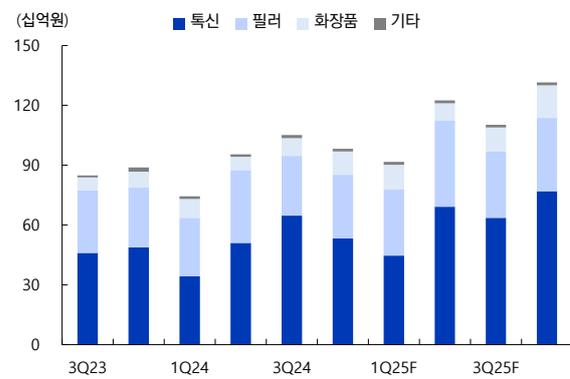
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 15] 휴젤 제품별 내수/수출 비중



자료: 휴젤, 교보증권 리서치센터

[도표 16] 휴젤 사업부문별 매출 비중 현황



자료: 휴젤, 교보증권 리서치센터

1. Investment Summary

2025년, 미용 섹터 주가의 추가 업사이드에 대한 고민 해결

2024년 미용 섹터 종목 전반의 멀티플 및 이익 성장이 동반 진행되었다. 코스닥이 연간 20.4% 하락했음에도 에스테틱 섹터는 평균 수익률 63.1%를 기록했다. 전년도의 실적 성장은 해외 수요 증가 및 신규 시장 형성에서 비롯된만큼 평균 12MF PER은 24년 연초 18.2배에서 연말 24.2배로 증가했다. 의료기기는 승인 허가 및 의원 대상 교육 등 영업 전 제반 작업이 필요한 산업이다. 따라서 신규국 진출이 숫자로 반영되는 데에는 시간이 필요하다. 섹터 멀티플이 큰 폭 증가한만큼 시장은 'What's Next?'에 대한 의문점을 가질 수 있다. **필자는 2025년 역시 시장 기대치 대비 실적 상회 가능한 포인트가 명확하다고 판단한다.** 24년 대비 올해의 성장의 기울기는 더 가파를 전망이다.

첫번째, 업체들의 미국 진출이 2025년 본격 시작되며 침투율 성장이 기대된다. 미국의 시술가는 국내 대비 약 10배에 형성되어 있어, 미국 판매의 비중이 증가함에 따라 업체들의 외형 성장 및 마진율 개선이 이뤄질 예정이다. 미국 시장 및 국내 업체들의 상황을 긍정적으로 전망하는 이유는 다음과 같다. 1) 미국 미용 시장의 TAM이 확대될 전망이다. 기존 의사만 개원 가능했던 법안이 개정되며 간호인력의 메드스파 운영이 가능해졌다. 2) 기존 공고한 1위 사업자 Abbvie의 M/S 이탈이 관찰된다. 국내 제품 Evolus 포함, Merz 등 2nd 티어 업체들의 레퍼런스 확보로 Abbvie의 가격 인상에 대한 저항이 거세지고 있다. 3) 국내 시술의 미국 내 트렌드 우상향이 전망된다. 국내 소비재 중 글로벌 인플루언서 언급이 매출 성장으로 이어진 케이스는 다수 존재한다. 리쥬란의 B2C 트렌드 지표는 꾸준히 우상향하는 그림이다.

두번째, 미용 섹터의 실적 하방 역할을 하던 내수의 재확장기가 시작되었다고 전망한다. 국내 미용 업체들의 주요 투자포인트가 해외 수출임에도 여전히 평균 내수 판매 비중이 약 40% 수준인 점 고려 시, 내수 시장 확장에 따른 큰 폭의 실적 성장이 기대된다. 인바운드 수요가 심상치 않다. 2024년 연간 외국인 환자의 피부과 지출금액은 총 6,000억원 수준이었다. 기존 내수 피부미용 시장 규모가 약 2조원으로 추산되던 점을 고려 시 의미 있는 숫자다. 국내 피부과는 아시아 평균 대비 4-5배 저렴한 시술가로 외국인 환자 대상 부가가치세 환급까지 가능하다. 트렌드와 가격 경쟁력이 더해지며 해외 시술 예약 플랫폼들도 크로스보더 서비스(해외에서 한국 시술 예약 서비스)를 운영하기 시작할 정도다. 인바운드 수요로 신규 Q가 유입되며 내수 시장의 확장기는 다시 초입에 들어서고 있다.

에스테틱 업종에 대해 '비중확대'를 제시한다. 섹터 내 Top pick으로는 휴젤(145020)을 제시한다. 미국 진출이 시작되는 해로 탐라인 성장과 마진율 개선이 기대된다. 중국 소비심리 개선이 예상되는 상황 속 파트너사의 사업부 강화로 공격적인 영업이 예정되어 있으며, 파트너십 종료로 일시 판매 중단되었던 브라질향 매출 또한 재발생할 예정이다. 2025년 연간 이익 체력, 영업이익률, BM, 미국 내 성장률까지 모든 지표에서 섹터 내 대장주 등극 가능한 상황이며 여전히 멀티플 업사이드도 남아있다. 관심종목은 과마리서치(214450), 클래스시스(214150), 대웅제약(069620)을 제시한다.

[도표 17] 2024년 에스테틱 섹터 요약 - 이익과 멀티플 동시 성장하며 시장 주도주 역할

이제 시작하는 몇 안 되는 소비재

(십억원) **업체별 분기 영업이익 추이**

기업	23Y 1Q	24Y 1Q	23Y 2Q	24Y 2Q	23Y 3Q	24Y 3Q	23Y 4Q	24Y 4Q
휴젤	~15	~20	~25	~35	~30	~40	~35	~50
클래시스	~10	~15	~12	~18	~15	~20	~18	~25
파마리서치	~10	~15	~10	~15	~12	~18	~15	~20

- 2Q24 이후 업체들의 수출입 데이터 및 실적 성장이 관찰. 해외 진출 시작 3-5년 지나며 레퍼런스 확보 및 소비자 인지도 증가로 본격 성장의 시작

(%) **보틀리눔 특산 업체별 생산 Capa**

기업	증설 이전 Capa (%)	증설 규모 (%)
대웅제약	500	1300
휴젤	570	730
파마리서치	200	600

- 수요 증가로 인한 공급 부족 심화. 의원단에서 선호하지 않았던 200 유닛 믹스 평균 50%까지 증가. 2025년 업체들의 신공장 GMP 허가 획득으로 증설도 완료

휴젤-메디톡스 ITC 소송 최종 판결

- 긴 시간 섹터 디레이팅 요인으로 작용했던 소송 리스크도 거의 종료. 휴젤-메디톡스의 ITC 소송 최종 판결 진행되며 연간 약 150억원 지출되던 소송비용의 제거

1) 2024 업체 평균 분기 영업이익 YoY + 38.5%
 2) 레퍼런스 확보 후 수요 폭증으로 공급 부족, 25년까지 증설 완료
 3) 섹터 디레이팅 요인이었던 소송 리스크 종료

→ 2024년 섹터 평균 YTD +63.1%로
 이제 시작하는 몇 안 되는 소비재 섹터

2024년의 시장 주도주

(%) **2024년 KOSDAQ 대비 YTD 비교**

기업	YTD (%)
클래시스	27.6
휴젤	76.7
파마리서치	140.4
대웅제약	7.6
평균	63.1
KOSDAQ	-20.4

- 2024년 코스닥 YTD -20.4%, 섹터 평균 YTD는 63.1%. 2025년 코스닥 YTD +8.1%, 섹터 평균 YTD 17.2%

(%) **업체별 12MF PER 변화 추이**

- 해외 수요 증가 및 신규 시장 형성에서 비롯된 실적 성장으로, 섹터 12MF PER은 2024년 연초 18.2x → 24.2x로 증가

(십만달러) **파마리서치 분기별 수출입데이터**

기간	수출	수입
1Q22	14	22
3Q22	32	33
1Q23	72	73
3Q23	75	67
1Q24	58	79
3Q24	84	113
2월 누적	90	-

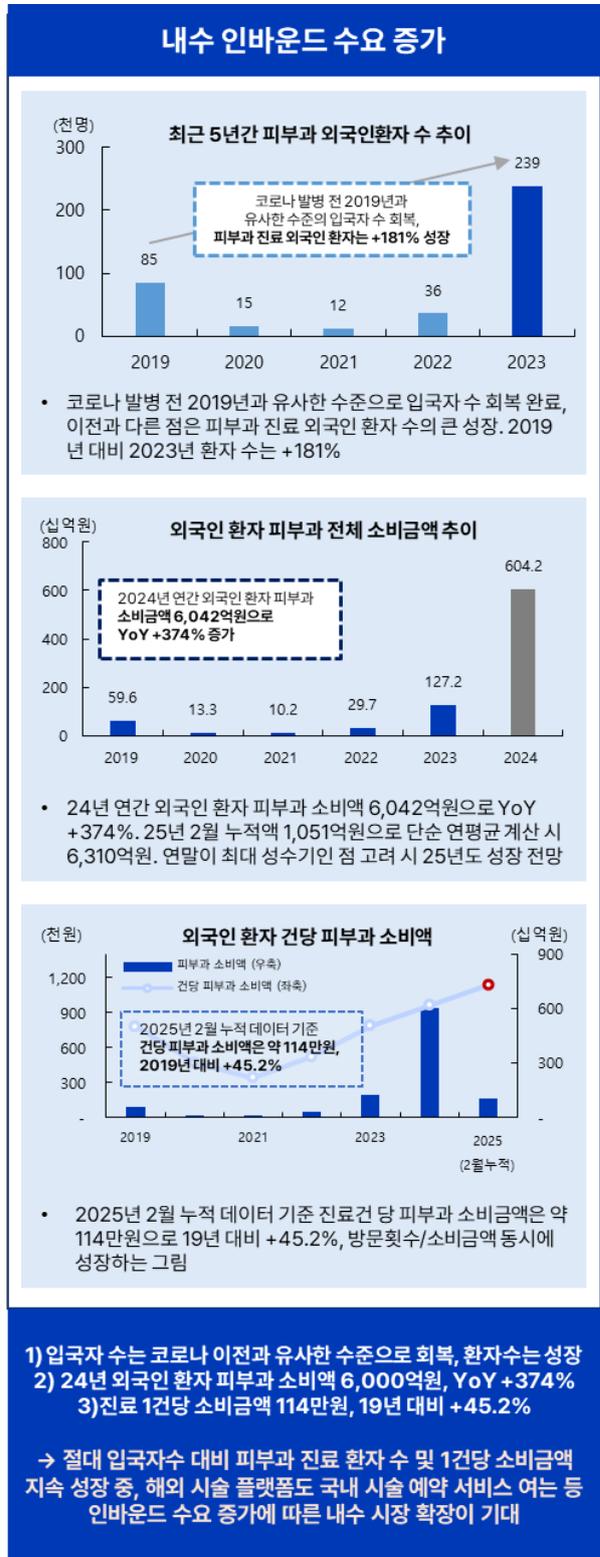
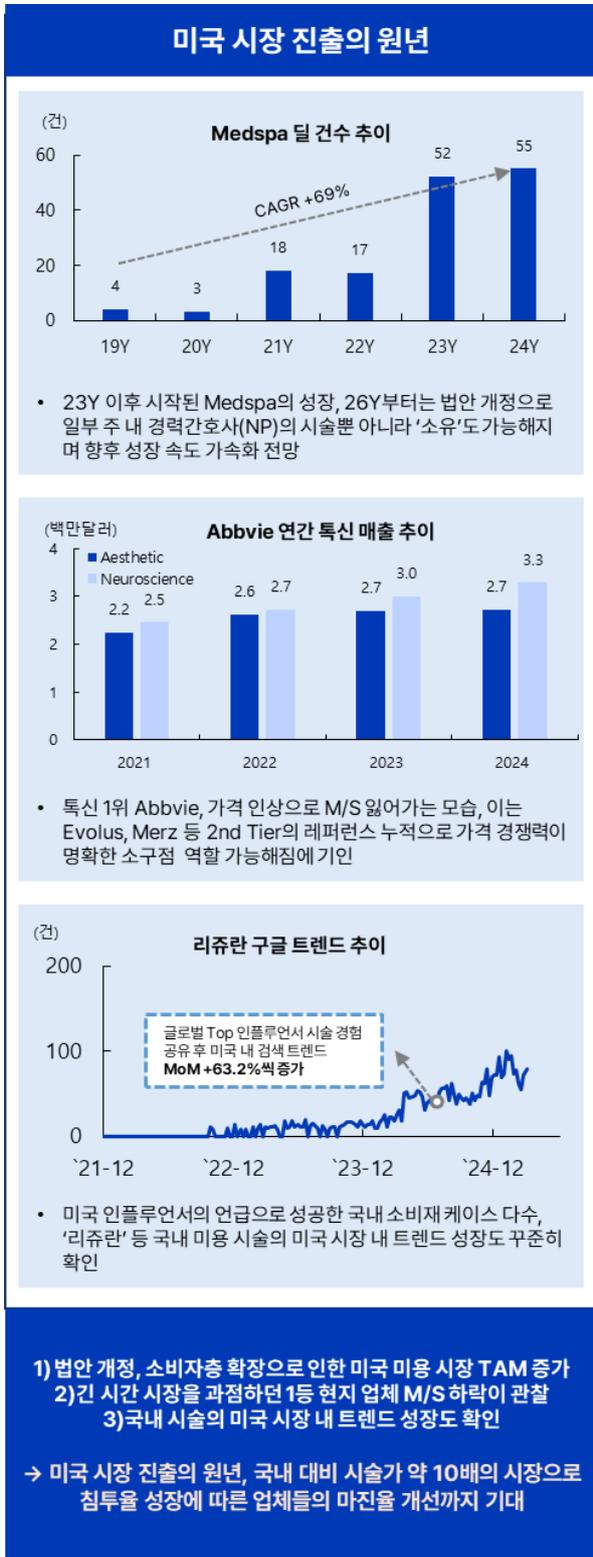
- 최근 수출입데이터의 성장은 과거와 달리 진출 3-5년차의 다국가 향으로 진행 중. 레퍼런스 확보 후 본격적으로 성장이 시작되며 최대치 경신함에 따라 성장의 기틀기 유지 전망

1) 2025년 코스닥 YTD 8.1% 대비 섹터 평균 17.2% 기록
 2) 2024년 연초 섹터 12MF PER 18.2X → 24.2X
 3) 수출입 데이터의 지속적인 최대치 경신

→ 2024년의 성장을 견인했던 주요국 (동남아, 남미, 중국)은
 트렌드 성장의 초입으로 성장의 기틀기 유지

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 18] 2025년 에스테틱 섹터 전망 - 미국 시장 진출 및 내수 인바운드 수요 증가로 멀티플 업사이드 여전히 존재



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 19] Top Pick: 휴젤



자료: 교보증권 리서치센터

2. 미국 진출로 질적, 양적 성장 기대

글로벌 미용 시장의 40% 점유, 국내 대비 시술가 10배의 고마진 시장 진입 시작

미국 미용 시장의 확장과 글로벌 1위 미용 기업들의 지속적인 M/S 감소가 동시에 진행 중이다. 국내 업체들은 가격 경쟁력을 소구점으로 2025년 시장 진출 예정이다. **미국은 국내 대비 시술가 10배의 시장으로 침투율 확대에 따른 국내 업체들의 외형 성장과 마진 개선이 전망된다.**

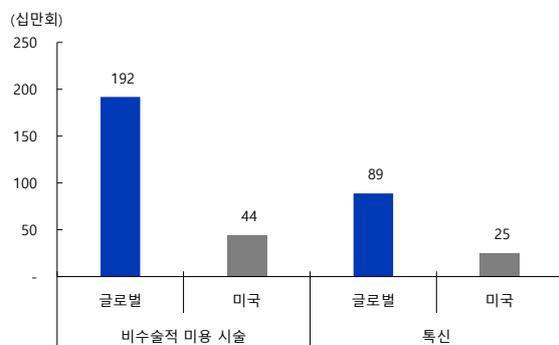
미국은 글로벌 미용 시장의 약 40%를 점유하고 있다. 2023년 글로벌 전체에서 시행된 미용 시술의 횟수가 약 2,000만 건이었는데 이 중 22%인 440만 건이 미국에서 시행되었다. 시술 중 접근성이 가장 좋은 보툴리눔 독신의 경우 글로벌 내 시술 건수 890만 건 중 28%인 250만 건이 미국에서 시술되었을 정도다.

국내에는 시술의 높은 침투율로 공장형 병원 등 초저가 전략을 세우는 공장형 병원이 다수 등장하며, 시술가의 하락이 지속되고 있다. 독신 시술을 미끼 상품으로 이용해 일부 부위의 경우 몇 천원에 시술이 가능한 수준이다. 이로 인해 낮은 매출원가를 자랑하는 BM에도 국내향 독신 판매 마진율은 극히 낮다. 동남아, 남미의 시술가가 국내의 4-5배에 형성되어 있을 정도다.

미국의 경우 국내 대비 약 10배 수준의 시술가를 형성하고 있다. 국내에서 사각턱 보톡스 시술 시, 공장형 병원의 경우 약 2만원 내외의 가격에 시술이 가능하나, 미국의 경우 1,500달러 (한화 20만원) 수준이다. 따라서 현재 대부분의 물량이 해외향 판매 진행 중인 대응제약 '주보'의 경우 제품 영업이익률은 약 50%를 기록 중인 것으로 추정된다.

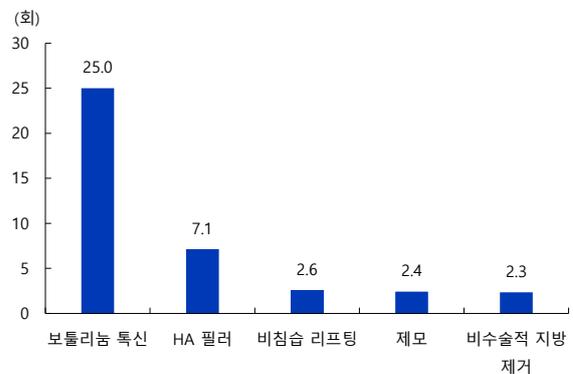
시장 규모 및 마진을 측면에서 매력도가 높은 시장이었음에도 그 승인허가의 까다로움으로 인해 국내 업체들의 진출에 시간이 소요되었다. 2025년 본격적으로 휴젤, 클래시스, 파마리서치 등의 미국 진출이 시작된다. **국내 업체들은 현지 제품 대비 매력적인 가격 경쟁력과 트렌드에 민감한 내수 시장에서 입증받은 제품력을 바탕으로 시장을 침투해나갈 것으로 전망된다.**

[도표 20] 2023년 글로벌 및 미국 내 미용 시술 횟수



자료: ISAPS, 교보증권 리서치센터

[도표 21] 미국 미용 시술별 시행 횟수 비교



자료: ISAPS, 교보증권 리서치센터

[도표 22] 미국 특신 부위별 시술가



자료: AEDIT, 교보증권 리서치센터

[도표 23] 국내 특신 부위별 시술가

<p>사각턱 보톡스 발달된 턱 근육을 줄여 가름한 V라인으로</p> <p style="text-align: right;">19,000원 부터</p>	<p>특수부위 보톡스 침샘 / 측두근 비대해진 침샘과 측두근 근육을 축소해 ...</p> <p style="text-align: right;">50,000원 부터</p>
<p>주름 보톡스 노안의 주범은 주름, 주름 예방주사로 해결!...</p> <p style="text-align: right;">30,000원 부터</p>	<p>바디보톡스 승모근, 종아리, 허벅지, 팔뚝</p> <p style="text-align: right;">59,000원 부터</p>
<p>다한증보톡스 손 / 발 / 겨드랑이를 뽀송뽀송하게!</p> <p style="text-align: right;">90,000원 부터</p>	<p>특수부위 보톡스 입꼬리 / 잇몸(거미스마일) / 광대 / 콧볼 모공(나비존) / 눈썹 / 입술세로 / 목주름</p> <p style="text-align: right;">30,000원 부터</p>

자료: 특스앤필, 교보증권 리서치센터

미국은 글로벌 미용 시장의 40%를 차지하는 대형 시장이다. 1) 메드스파의 체인화로 밀레니엄 세대 등 주요 소비자 층의 확장이 이뤄지고 있으며, 2) 일부 주의 법안 개정으로 메드스파 개원 자격층이 의사에서 간호사로 확대되었다. **미국 시장의 TAM 확장이 전망된다.**

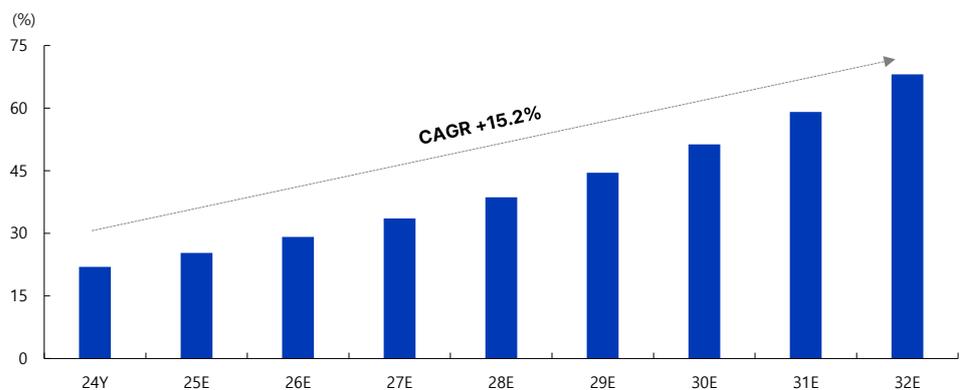
피부과 기술을 원내에서만 진행 가능한 국내와 달리, 미국은 간호사(RN) 등도 에스테틱 라이선스 보유 시 시술이 가능하다. 따라서 미국 소비자에게는 에스테틱 시술만을 전문으로 하며 병원 대비 가격 경쟁력이 큰 ‘메드스파’의 접근성이 높다. 메드스파는 2024년 65억 달러의 시장 규모로, 28년 114억 달러까지 성장할 것으로 전망되는 고성장 산업이다. 2022년 미국 전역 내 약 8,900개의 지점이 운영되고 있었으나, 2023년은 10,500개로 약 17.9%의 성장률을 보이고 있다.

메드스파의 성장은 강력한 가격 경쟁력을 바탕으로 기존 3050 여성 고객층에서 연령, 성별 등이 확장되며 이뤄진 결과다. 남성 신규 시술자는 연간 YoY +5% 수준으로 지속 증가하고 있으며, 미국 청년층 (18~24살)의 30%는 메드스파 방문 경험이 존재한다. 청년층의 약 16%는 방문 의사가 있다고 밝혔다. 미국 내 청년층의 구매의지 증가로 인해 2022년 메드스파 매출의 4% 수준을 차지했던 수준에서 2030년에는 최대 23%까지 상승할 것으로 전망되기도 한다.

현재 메드스파의 약 90%가 개인형이며, 10%가 체인형으로 운영되고 있다. 2023년부터 PE들의 메드스파 인수 달이 크게 증가하기 시작했다. 이는 개인 메드스파를 체인형으로 변환해 제품의 사업비용의 절감, 브랜드화에 따른 소비자 멤버십 강화를 위함이다. PE는 지역별 거점으로 소형 메드스파 인수를 통해 체인화를 진행 중이다.

국내 업체들은 체인형 메드스파 증가에 따라 그 영업이 용이해질 예정이다. 국내 시장에서도 업체의 신규 장비 출시 후 공장형 체인 병원 내 납품 시 대량 수주 계약이 발생한다. 원텍의 ‘올리시오 X’는 출시 첫 분기 체인 피부과 납품으로 99대 판매를 진행했다. 최근 파마리서치의 미국 영업용 자회사는 체인형 메드스파 ‘Laseraway’와의 협업 계획을 발표했다.

[도표 24] 미국 Medspa 시장 규모 추이 및 전망



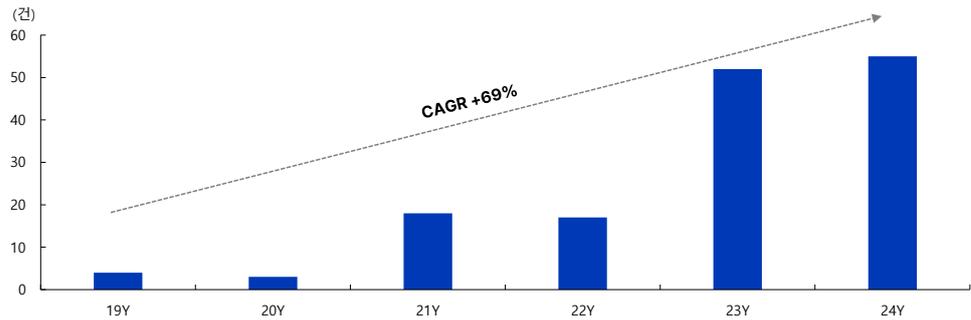
자료: Grandview Research, 교보증권 리서치센터

메드스파의 체인화가 본격 시작된 것이 2023년이다. 시장의 성장이 진행된 지 채 3년이 안되었다. **채널의 확대로 주요 소비자층의 확장에 더해, 개원 주체가 확장되는 법안 개정으로 미국 미용 시장의 레벨업이 예상된다.**

기존 미국 법안은 메드스파를 소유할 수 있는 주체는 의사 또는 의료단체에 제한되어 있었다. 51:49 법안으로 인해 51% 이상의 지분을 의사가 소유해야 했다. 따라서 전문 간호사(RN)는 시술자의 역할만 가능했다. 다만, 2026년을 기점으로 캘리포니아 주 법안 변경으로 경력 간호사의 메드스파 소유 및 개업이 가능해진다.

‘Assembly Bill-890’ 법안은 2020년 9월 통과, 2023년 1월부터 시행되며 경력 간호사의 자격을 확대했다. 전문 간호사(RN)가 캘리포니아 주 내에서 최소 3년의 정규 근무 시 경력 간호사(NP) 신청이 가능해진다. NP 등록 시 메드스파의 개원 및 독립적 진료 자격을 획득할 수 있다. 캘리포니아는 미국 내 가장 많은 수의 메드스파가 존재하는 주로, 미용 시장이 발달되어 있다. 2026년부터 NP 신청이 가능해짐에 따라 캘리포니아 메드스파 시장의 확장이 기대된다.

[도표 25] 미국 Medspa M&A 딜 건수



자료: Grandview Research, 교보증권 리서치센터

[도표 26] NP(전문간호사) 자격 등록 시 의료기관 소유 및 독립적 진료 자격 획득 가능한 법안 개정

Assembly Bill 890 (Wood, Chapter 265, Statutes of 2020)

General Information

In September 2020, Governor Gavin Newsom signed Assembly Bill (AB) 890 (Wood, Chapter 265, Statutes of 2020) into law which created two new categories of Nurse Practitioners (NP) that can function within a defined scope of practice without standardized procedures. Certain provisions of the bill were later amended by passage of SB 1451 (Ashby, Chapter 481, Statutes of 2024).

These new categories of NPs are:

- 103 NP - Works under the provisions outlined in Business and Profession Code Section 2837.103.
This NP must work in a group setting with at least one physician and surgeon.
- 104 NP - Works under the provisions outlined in Business and Professions Code Section 2837.104.
This NP may work independently within the population focus of their National Certification.

자료: California Board of registered Nursing, 교보증권 리서치센터

[도표 27] 미국 Medspa M&A 딜 내용

Select Recent M&A Transactions			
Date	Target	Acquiror	Location
Jun '24	 Absolute Aesthetics REJUVENATION CENTER	 Dermcare MANAGEMENT	Florida
Jun '24	 Mirabelle BEAUTY, SKIN TR & WELLNESS	PRINCETON MEDSPA PARTNERS	Kansas
May '24		estheticscenter	Virginia
May '24	 Artisan PLASTIC SURGERY	 OLYMPUS	Georgia
May '24	ASCEND PLASTIC SURGERY	SHERIDAN CAPITAL PARTNERS	Georgia
Apr '24	evolve	 Viper Equity Partners	New Jersey
Apr '24	 Skin MEDICAL SPA	 MDESTHETICS	Virginia
Apr '24	Mivaglio Aesthetics	 MDESTHETICS	Virginia
Apr '24	SKIN TOLOGY — MED PA — [DR. MICHAEL MURPHY] — TOWSON —	SKIN & SPIRIT	New York
Feb '24	 CERATE	 AESTHETICS	Tennessee
Jan '24		 SURGERY PARTNERS	Texas
Jan '24	Opulent AESTHETICS & WELLNESS	 MDESTHETICS	Massachusetts
Jan '24	 rabiance	 AESTHETICS	Florida

자료: Hyde Park Capital, 교보증권 리서치센터

1. 미국 보툴리눔 독신 시장

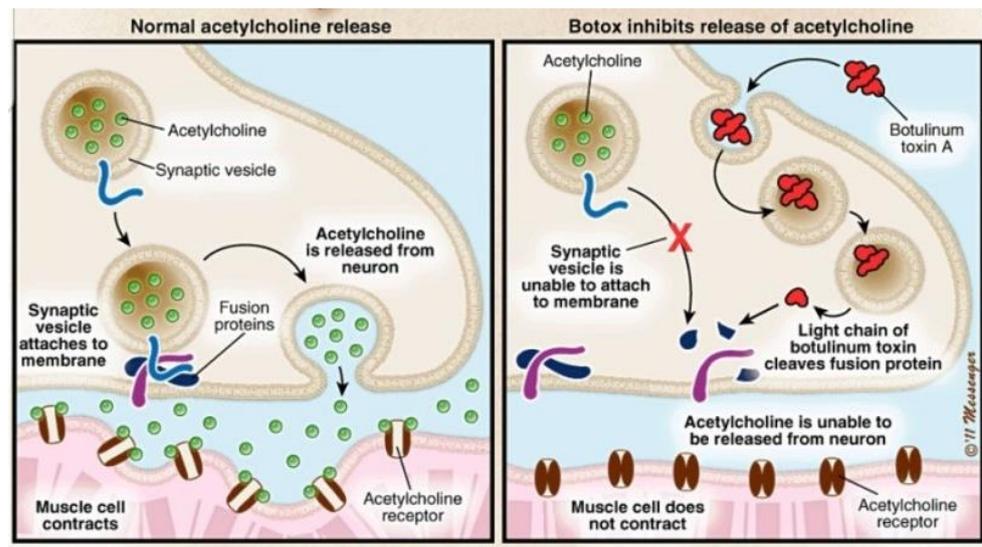
독신은 유통 및 생산 등 전과정에서 규제가 존재하는 의약품으로 Injector들의 제품 변경은 보수적일 수 밖에 없다. 공고했던 1위 사업자 'Botox'의 M/S 감소는 불과 2년이 되지 않은 일이다. 국내 업체 포함 타 옵션 채택 변경은 이제 시작 단계로 판단된다.

독신은 혐기성 박테리아인 클로스트리듐 보툴리눔(Clostridium botulinum)에서 분비되는 신경독소다. 이는 극소량으로도 치명적으로, 생물 무기로 개발되기도했다. 이후 1946년 독신 A형 분리 연구가 성공하며 앨러간사에서 1989년 사시뿔 눈꺼풀경련 적응증으로 최초 승인허가를 획득했다. 경련 환자의 치료를 위해 독신을 주사 시, 미간 부위의 주름이 없어지는 것이 발견되며 미용용 적응증 개발도 시작되었다. 2002년 앨러간 사에 의해 미간 주름, 2013년 눈가주름을 제거하는 미용용 적응증 허가 승인이 최초로 이뤄졌다.

독신은 자연 상태로 존재하는 독소를 결정 형태로 분리한 것으로 특허가 존재하지 않는다. 다만 생물 무기 금지협약의 대상으로 균주의 획득과 제조, 판매를 위해서는 신고 및 수출입허가 절차가 필요하다. 또한 독신 제조용 공장은 Bio Safety Lv.3 기준에 부합해야 한다. 맹독성 원료에 적합한 특수 장비가 요구되며, 제조공정 상의 노하우가 필요한 산업으로 진입 장벽이 공고하다.

현재 독신 주사는 '보톡스'라는 대명사로 알려져있으나, 이는 앨러간 사의 상품명이다. 보톡스는 가장 대표격인 오리지널 제품으로, 2023년 기준 약 70%의 글로벌 점유율을 유지하고 있었다. 나머지 30%의 점유율을 Evolus, Galderma, Merz, Revance의 4사가 나눠 먹고 있는 상황이다. 이렇듯 보툴리눔 독신 산업은 긴 시간 일부 업체의 과점 시장이 형성되어 있었으나, 최근 그 양상이 변화되고 있다.

[도표 28] 보툴리눔 독신 작용 기전

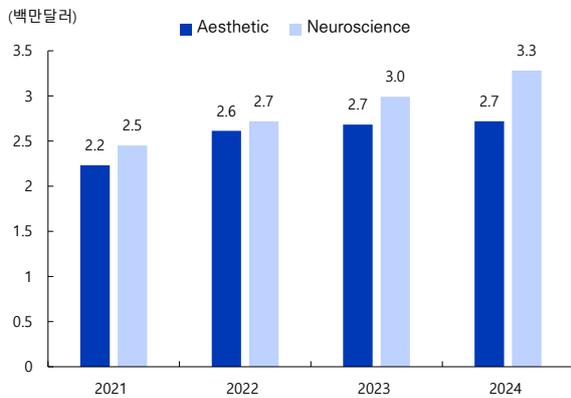


자료: Clin Med, 교보증권 리서치센터

글로벌 보톡스 시장의 60%를 Abbvie가 점유하고 있다. 1989년 첫 승인이후 이후 미용 및 치료용 내 6개의 적응증을 보유 중이다. Abbvie는 긴 시간 임상현장 내 레퍼런스를 쌓으며 공고한 1위 사업자를 유지 중이다. **다만 최근 보툴리눔 독신 시장 내 변화가 이뤄지고 있다고 판단된다.**

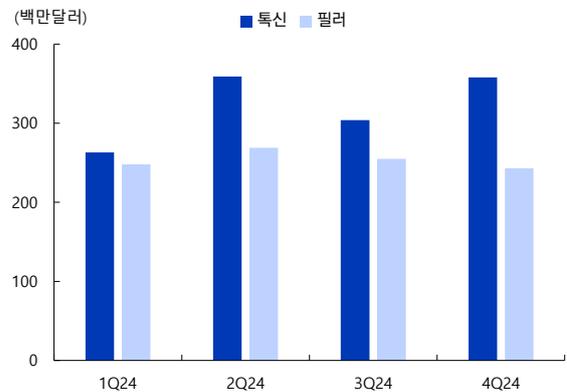
1Q21 기준 주요업체에 한정해 산정한 점유율에서 Abbvie는 약 71%를 차지하고 있었다. 2022년 Abbvie의 분기평균 전년동기대비 성장률은 25%로, 적응증 다양성과 임상 환경 내 레퍼런스를 바탕으로 1위 자리를 공고히 유지했다. 그러나 1Q24 기준 업체별 점유율에서 Abbvie는 약 60%로 크게 감소하는 모습을 보인다. 이는 Revance의 Daxxify, Merz의 Xeomin처럼 장기 지속 및 저내성 특성을 갖고 있는 제품, 신규 시술자 대상 활발한 마케팅을 진행 중인 Evolus 등 2nd Tier 업체들의 점유율이 급격하게 증가함에 기인한다.

[도표 29] 연간 Abbvie 특신 사업부별 매출 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 30] 분기별 Galderma Injectable 제품군 매출 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 31] Abbvie의 제품 'Botox'



자료: Abbvie, 교보증권 리서치센터

[도표 32] Revance의 제품 'Daxxify'



자료: Revance, 교보증권 리서치센터

[도표 33] Abbvie 치료용 보톡스 적응증 리스트

INDICATIONS AND USAGE

BOTOX is an acetylcholine release inhibitor and a neuromuscular blocking agent indicated for:

- Treatment of overactive bladder (OAB) with symptoms of urge urinary incontinence, urgency, and frequency, in adults who have an inadequate response to or are intolerant of an anticholinergic medication (1.1)
- Treatment of urinary incontinence due to detrusor overactivity associated with a neurologic condition [e.g., spinal cord injury (SCI), multiple sclerosis (MS)] in adults who have an inadequate response to or are intolerant of an anticholinergic medication (1.1)
- Treatment of neurogenic detrusor overactivity (NDO) in pediatric patients 5 years of age and older who have an inadequate response to or are intolerant of anticholinergic medication. (1.2)
- Prophylaxis of headaches in adult patients with chronic migraine (≥ 15 days per month with headache lasting 4 hours a day or longer) (1.3)
- Treatment of spasticity in patients 2 years of age and older (1.4)
- Treatment of cervical dystonia in adult patients, to reduce the severity of abnormal head position and neck pain (1.5)
- Treatment of severe axillary hyperhidrosis that is inadequately managed by topical agents in adult patients (1.6)
- Treatment of blepharospasm associated with dystonia in patients 12 years of age and older (1.7)
- Treatment of strabismus in patients 12 years of age and older (1.7)

자료: Abbvie, 교보증권 리서치센터

[도표 34] Abbvie 미용 보톡스 적응증 리스트

INDICATIONS AND USAGE

BOTOX Cosmetic is an acetylcholine release inhibitor and a neuromuscular blocking agent indicated in adult patients for the temporary improvement in the appearance of (1):

- Moderate to severe glabellar lines associated with corrugator and/or procerus muscle activity
- Moderate to severe lateral canthal lines associated with orbicularis oculi activity
- Moderate to severe forehead lines associated with frontalis muscle activity
- Moderate to severe platysma bands associated with platysma muscle activity

자료: Abbvie, 교보증권 리서치센터

Abbvie는 2020년 이후 약 3번의 가격 인상을 단행했다. 약 30년간 시장을 독점하며, 환자 및 Injector의 로열티가 강한 브랜드기에 할 수 있었던 결정이다. **다만 2nd Tier 업체들의 레퍼런스 누적으로 소비자의 옵션이 늘어남에 따라 공급가 인상에 대해 Injector들의 반발 심화가 전망된다.**

미국 Injector는 시술 환경 상 가격에 민감할 수 밖에 없다. 국내의 경우 시술 부위별 시술가에 차등을 두고 있다. 투여량이 더 많이 필요한 턱 부위와 소량만 주입해도 되는 미간 부위의 시술가에 차등을 두는 방식이다. 미국의 경우 유닛 단위 별로 시술가를 책정해둔 경우가 많다. 특히 Medspa내 자주 진행되는 프로모션은 Tier별 멤버십인데, 이는 멤버십을 여러 단계의 가격으로 형성해둔 뒤 멤버십 별로 투여할 수 있는 부위 개수와 빈도수에 차등을 두는 방식이다. 따라서 유닛 평균 공급가가 인상될 경우 인상분을 충분히 반영한 시술가를 책정하기가 어려워 마진 훼손이 심해진다.

[도표 35] 국내 병의원 특신 시술 가격표

사각턱보톡스 자세히보기+	국산보톡스 (50u)	(정가)3.5만원→(이벤트)1.9만원
	수입독일산 보톡스	12만원
뺨뺨보톡스 자세히보기+	(국산) 턱라인 스킨보톡스	8만원
	(국산) 폴페이스 스킨보톡스	16만원
	(수입) 턱라인 스킨보톡스	15만원
	(수입) 폴페이스 스킨보톡스	25만원
	잇몸노출	5만원
주름보톡스 자세히보기+	미간/바깥쪽눈가/눈밑 /콧등/입꼬리/치마주름	3만원
	이마전체	5만원

자료: 뽀의원, 교보증권 리서치센터

[도표 36] 미국 Medspa 멤버십 티어별 특신 시술 가격표

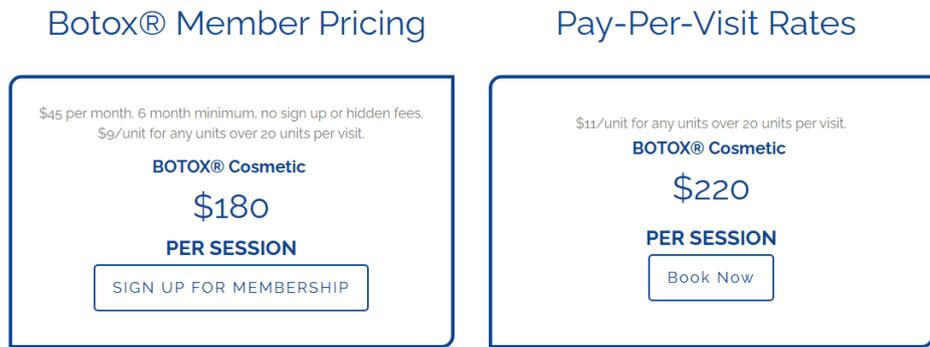
Silver	Gold	Platinum
Monthly Payment - \$200/month	Monthly Payment - \$350/month	Monthly Payment - \$500/month
Cancellation Policy - 1 year	Cancellation Policy - 1 year	Cancellation Policy - 1 year
Benefits:	Benefits:	Benefits:
\$12/unit on Botox,	\$12/unit on Botox,	\$12/unit on Botox,
25% Off Aesthetic Injectables	25% Off Aesthetic Injectables	25% Off Aesthetic Injectables
JOIN NOW	25% Off Laser & Skin Corrective	25% Off Laser & Skin Corrective
	25% Off Skincare Products	25% Off Skincare Products
	JOIN NOW	50% Off Body Contour
		JOIN NOW

자료:Nob Hill Aesthetics, 교보증권 리서치센터

즉, Abbvie의 점유율 이탈은 ‘Botox’의 지속적인 가격 인상과 동시에 Botox 외 옵션들이 출시 후 4-5년의 시간을 보내며 임상 레퍼런스를 충분히 쌓은 결과다. 기타 옵션들의 가격 경쟁력과 제품 포지셔닝을 바탕으로 Injector들의 이탈 시그널이 관찰된다. 미국 시장 대비 시술가가 낮게 형성되어 있는 non-US의 경우 가격 경쟁력을 통해 시장을 침투하는 국내 업체의 채택율이 더 높다. 동남 아시아 포함 아시아권과 남미권 등 전반적인 수출 호조의 이유다.

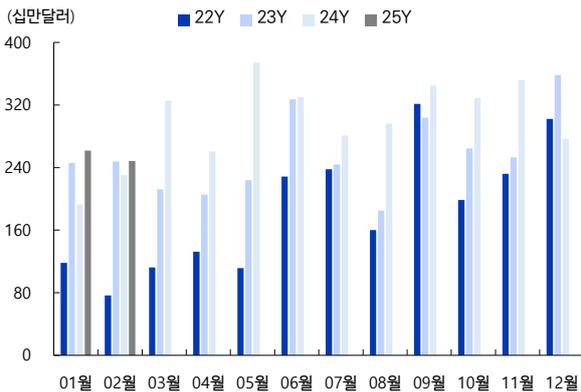
특신은 유통 및 생산 등 전과정에서 규제가 존재하는 의약품으로 Injector들의 제품 변경은 보수적일 수 밖에 없다. ‘Botox’의 M/S 감소는 불과 2년이 되지 않은 일이다. 국내 업체 포함 타 옵션 채택 변경은 이제 시작 단계로 판단된다.

[도표 37] 미국 Medspa 내 Botox 시술가격



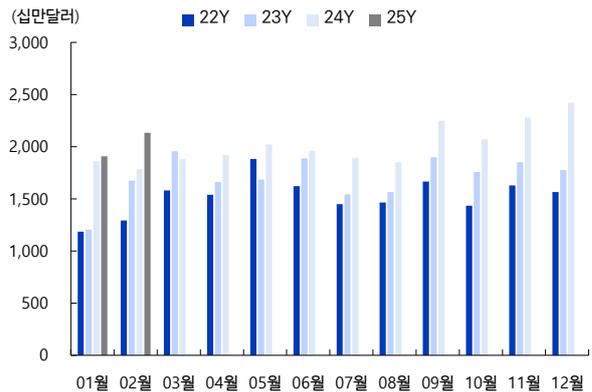
자료: dermani MEDSPA, 교보증권 리서치센터

[도표 38] 국내 특신 월별 수출 데이터 추이



자료: Trass, 교보증권 리서치센터

[도표 39] 국내 필러 월별 수출 데이터 추이



자료: Trass, 교보증권 리서치센터

2. 미국 스킨부스터 시장

미국 시장 내 스킨부스터 개념이 생소함에도 대형 인플루언서 언급으로 국내 스킨부스터의 미국 내 트렌드는 우상향 중이다. 파마리서치의 매출 고성장은 의료기기 승인 허가 후로 예상되나 글로벌 대형 업체의 스킨부스터 제품이 지속 출시되며 시장의 제반이 형성될 수 있을 것으로 전망한다.

스킨부스터란 피부 내에 유효성분을 주사하는 시술로, 피부톤 개선 및 보습, 탄력 관리 등의 효능이 존재한다. 특정 유효성분을 지칭하는 시술이 아니기에, 현재 시중에는 다양한 종류의 스킨부스터가 존재한다. 히알루론산(HA), 폴리데옥시리보뉴클레오티드 (PDRN), 폴리뉴클레오티드나트륨 (PN), 엑소좀 등을 유효성분으로 사용하는 주사제가 가장 흔하다.

국내 시장은 리쥬란, 쥬베룩 등 인기도 높은 스킨부스터가 다수 존재해 그 개념이 익숙하나, 미국의 경우 현재 의미있게 승인허가를 획득한 제품이 극소수이기에 시장이 형성되지 않은 상황이다.

2024년 7월, 현재 글로벌 특신 시장 점유율 1위를 기록하고 있는 애브비에서 ‘스킨바이브’라는 HA 기반 스킨부스터 제품을 미국 내 최초 출시했다. ‘스킨바이브’가 승인허가를 취득하는 과정에서 FDA 내 스킨부스터 제품 분류가 진행되었다.

2005년 3월, 최초의 HA 필러인 갈더마의 ‘레스틸렌’은 스킨부스터 라인인 ‘레스틸렌 비탈’, ‘레스틸렌 비탈 라이트’에 대한 FDA 승인을 획득했다. 히알루론산 성분은 필러 제품과 동일하나, 그 물성에 차이를 두어 피부 표면에 전반적으로 주사하는 방식이다.

[도표 40] Abbvie 의 제품 ‘Skinvive’



자료: Abbvie, 교보증권 리서치센터

[도표 41] Galderma 의 제품 ‘레스틸렌’



자료: Galderma, 교보증권 리서치센터

2024년 7월, SNS 팔로워 수 기준 글로벌 상위 10명 내에 속하는 인플루언서 ‘킴 카다시안’이 리쥬란 시술에 대해 긍정적인 시술 후기를 공유했다. 현재 리쥬란은 FDA 허가 신청 진행 전으로 미국 내 시술이 불가능하기에, ‘연어 생식세포 시술’이라는 명칭으로 이를 언급했다. 다만 구글 트렌드를 통해 미국 내 ‘연어 생식세포’ 검색 추이는 ‘리쥬란’으로 이어짐을 확인할 수 있다.

국내 소비재 중 대형 인플루언서 언급이 곧 미국향 매출 증가로 이어지는 케이스는 이미 다수 존재한다. 삼양 식품의 ‘불닭볶음면’, 에이피알의 ‘부스터 힐러’가 그 예시다. 리쥬란은 FDA 허가 신청 진행 전으로 공식적인 미국 수출이 불가능하나, 인플루언서 언급 이후 Medspa에서 ‘리쥬란’ 시술 진행 중임을 확인 가능하다. 미국 내 수요 증가로 간접 수출을 통해 수입해 가는 것으로 추정된다. 따라서 당장의 미국 시장 내 매출 고성장을 기대하는 것은 어려울 수 있으나 출시 이전부터 시술의 브랜드 인지도를 쌓아가고 있다는 점은 주목해야 한다. 파마리서치는 미국, 유럽 내 임상 및 진출을 위한 파트너사 계약을 논의 중이다. 스킨부스터는 임상을 요하는 제품이기 때문에 시술에는 시간이 필요하다. 다만 이를 준비하는 기간 동안 미국 스킨부스터 시장의 제반이 형성될 수 있을 것으로 전망한다.

[도표 42] 미국 'Rejuran' 구글 트렌드 추이



자료: Google Trend, 교보증권 리서치센터

[도표 43] 미국 Medspa 내 리주란 시술 현황

FaceFix: Salmon DNA

★★★★★ (1) [READ REVIEWS](#)

#1 Glass Skin-treatment in Korean Beauty is now available at BeautyFix.

Unlock the ultimate secret to radiant, glass-like skin with Rejuran, the leading Korean product in advanced skin rejuvenation. Combining the potent bio-stimulatory properties of PDRN with state-of-the-art Korean skincare science, Rejuran!

- Reduction of fine lines and wrinkles
- Enhanced skin hydration and moisture retention
- Improvement in skin firmness and elasticity
- Restoration of youthful radiance and glow
- Reduction in the appearance of age spots and pigmentation issues
- Accelerated recovery time post-treatment

Note: This treatment is available at all of our locations. A consultation is needed to be booked prior to the appointment. The price includes 1 or 3 syringes, one syringe is required for each cheek.

St Patrick's Day Sale: Buy one and get any one treatment at 30% off. Offer valid on all services in variables of 2, 4, 6 and more. Excludes packages, giftcards and memberships. No code needed. Exclusions apply.

Area
(1) - \$699.00 >

ADD TO CART

BOOK CONSULTATION

자료: 산업 종합, 교보증권 리서치센터

[도표 44] 미국 대형 인플루언서의 리주란 시술 경험 언급



Kim Kardashian
 says she got *salmon-sperm(Rejuran)*
 injections on her face.

자료:산업 종합,, 교보증권 리서치센터

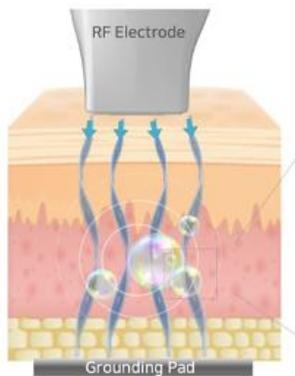
3. 미국 RF 장비 시장

RF 장비의 경우 영업 전 제반 작업이 필요하며, 미국 매크로 상황 등 고려해야 할 변수가 존재하는 상황이나 리프팅 시장 내의 '가격 경쟁력'이라는 소구점도 명확하다. B2B, B2C 대상으로 인지도를 쌓는 시간을 거쳐 시장 내 긍정적인 안착이 가능할 것으로 전망한다.

RF 시술이란(Radiofrequency) 고주파 에너지를 의미하는 것으로, 고주파를 통해 피부 속 진피 및 피하지방층에 열에너지를 전달해 콜라겐 생성을 유도하는 시술이다. 피부 표면을 조여 탄력이나 잔 주름, 피부결 개선 등의 효과를 낸다. 표피를 통해 에너지를 전달하며 피부가 얇은 환자에게 추천되는 시술이다.

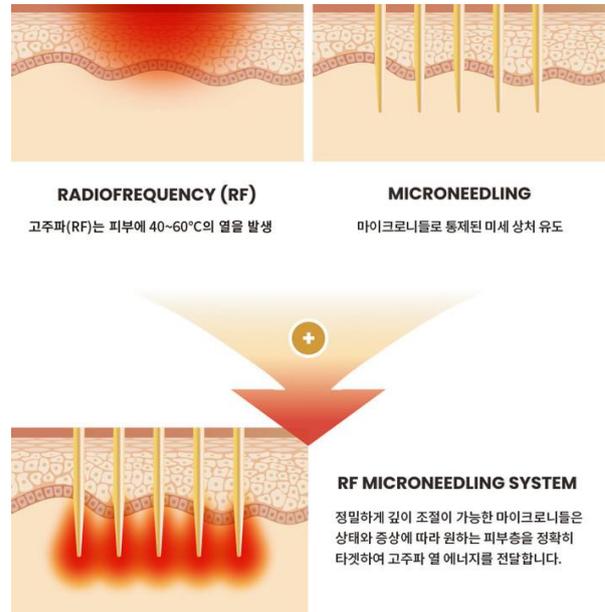
RF시술은 크게 접촉식과 니들로 나뉜다. Solta Medical의 '써마지'로 대표되는 접촉식 고주파 시술은 고주파 에너지를 전달하는 팁을 통해 피부에 접촉식으로 시술되며, 전반적인 피부결 개선에 사용된다. Inmode의 'Morpheus8'로 대표되는 Microneedle RF는 미세한 바늘을 통해 피부의 특정 깊이에 바늘을 찔러 고주파를 조사하는 방식이다. 따라서 리프팅 뿐 아닌 흉터 및 여드름 개선에도 효과적이다.

[도표 45] RF 리프팅 시술 조사 방식



자료:산업 종합, 교보증권 리서치센터

[도표 46] Microneedle RF 시술 조사 방식



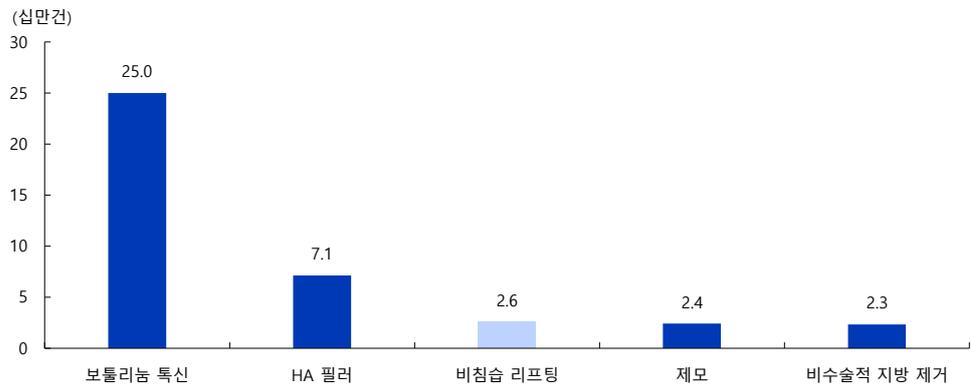
자료: 산업 종합, 교보증권 리서치센터

미국은 시술의 비중 확인 시 국내와 달리 비침습 리프팅의 시술 횟수가 현저히 낮은 모습이다. 2023년 미국 내 시행된 전체 시술의 56%가 보툴리눔 독신, 약 16%의 시술이 HA 필러 시술로 비침습 리프팅은 약 6% 내외를 차지하고 있다. 이는 시술가로 인한 상형임을 추정한다. 보툴리눔 독신이 1회 시술 시 1,500달러 수준인 것에 비해 리프팅 시술은 1회당 평균 4,000달러에 형성되어 있다.

국내 시장은 고가의 외산 장비의 가성비 버전으로 출시된 리프팅 장비가 다수 존재한다. 클래스스의 '슈링크', 원텍의 '올리지오' 등은 오리지널 장비의 50%의 가격으로 70%의 효과를 보이는 제품들이다. 따라서 3개월~6개월을 주기로 다회 시술이 필요해 비용 부담이 존재하는 리프팅 시술의 접근성이 높은 편이다.

다만, 미국 시장의 경우 오리지널 장비의 특허 문제와 승인허가 등으로 국내 가성비 장비의 진출이 더뎠다. 따라서 써마지, 울쎄라, Morpheus8로 대표되는 외산 장비들의 시술가가 긴 시간 유지되는 중이다. 2025년 클래스스의 RF 장비 '볼뉴머 (수출명 '에버레스')'가 본격적인 미국 진출을 시작한다. 2024년 4월 FDA 승인 허가 획득 후, 의료기기 전문 기업 Cartessa와의 판매 계약을 완료했다.

[도표 47] 미국 내 시술별 시행 횟수 비교



자료:ISAPS, 교보증권 리서치센터

3. 인바운드 수요, 기존의 캡을 뚫어내다

트렌드 지표 역할 수준의 내수 시장, 의료 관광 수요로 시장 규모 확장 중

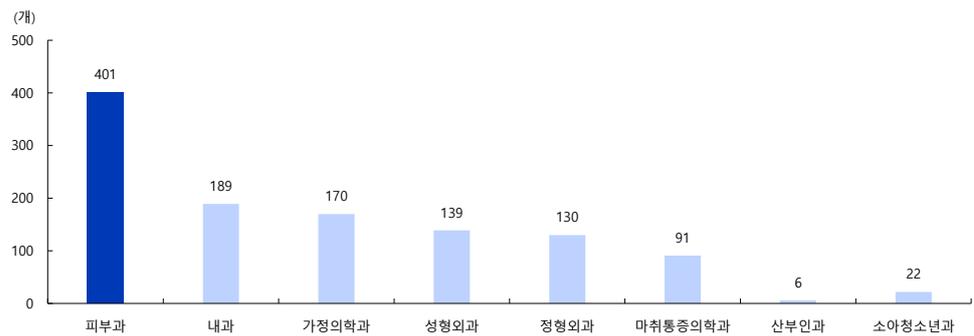
인바운드 수요가 심상치 않다. 2024년 연간 외국인 환자의 피부과 지출금액은 총 6,000억원 수준이었다. 기존 내수 피부미용 시장 규모가 약 2조원으로 추산되던 점을 고려 시 의미 있는 숫자다. 입국자 수가 코로나 이전 대비 94%로 회복했으나, 외국인 피부과 환자는 181% 성장했다. 1인당 피부과 지출 금액은 2019년 대비 45.2% 증가했다. 내수 시장의 재확장기가 시작되었음을 전망한다.

내수는 한계가 명확한 시장이었다. 경쟁의 고도화로 시술 트렌드나 장비의 검증 측면에서 높은 기준을 갖고 있기에, 테스트 베드로서의 역할에 충실하다. 다만 피부과 시술의 침투율이 높아 신규 Q가 발생하기는 어렵다. 일반적으로 블록버스터 미용의료기기의 경우에도 내수향으로 누적 약 4,000대 판매가 최대치다.

또한 시술의 경우 2050 여성의 53%가 시술 경험이 존재하며, 6개월 이내의 시술 경험자도 36%로 그 침투율이 매우 높은 수준이다. 피부과 의사 수는 2023년 기준으로 2,739명으로 글로벌 5위다. 미국, 브라질, 중국, 인도 다음으로 많다. 신규 개원 또한 진료과목 중 압도적으로 전년도 전체 개원 의원 중 35%가 피부과였다.

시술의 침투율은 성숙기이나 의료기관 및 인구 대비 피부과 의사 수는 포화 상황으로 시장의 경쟁이 치열한 상황이다. 업체들은 영업망이 잘 구축되어 있는 내수향 선출시를 통해 시장 반응을 확인 후, 해외향 승인허가 획득 및 판매를 순차적으로 진행하는 경우가 대부분이다. 따라서 해외 확장이 시작된 시기에는 내수향 판매 실적의 성장률은 감소하는 것이 일반적이었다.

[도표 48] 일반의 신규개설 의원급 의료기관 진료과목 신고 현황 (2024년 7월 기준)



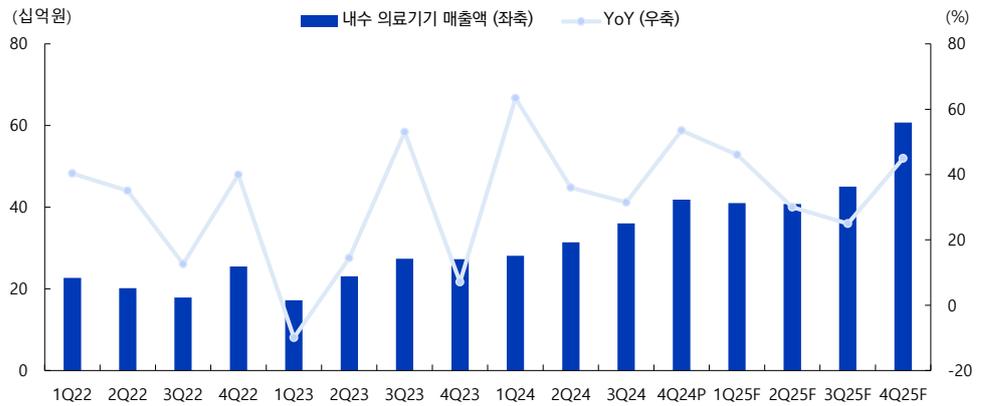
자료: 보건복지부, 교보증권 리서치센터

그러나 최근 중국, 일본인 의료 관광이 크게 증가함에 따라 일부 업체들의 내수 실적 성장이 눈에 띈다. 2H24 업종 전반의 서프는 수출 호조와 더불어 방한 외국인 관광객의 수요 증가에 기인했다. **내수 피부과 개수는 약 1,300개 수준으로 그 TAM이 한정되어 있었으나 일본, 중국 등 외국인 환자의 수요 증가로 멈춰있던 내수 시장의 성장이 관찰된다. 수출 데이터 외에 인바운드 통계도 살펴 봐야 하는 이유다.**

단순 입국자 수 통계를 살펴보면 2024년의 월별 평균 외국인 입국자 수는 코로나 발생 전의 2019년도 수준으로 회복했다. 8월은 여름 휴가 등 계절 특수로 연간 최대 입국자 수를 기록했다. 미용 산업의 수요 파악을 위해 단순 인바운드 통계의 업데이트에도 의미가 존재한다고 판단하는 이유는 최근의 외국인 관광객 행태에서 기인한다.

2H24 인바운드 비중 Top3 국가는 중국 (29.8%), 일본 (19.6%), 대만 (9%) 순이었는데 이 중 2030 여성 관광객은 중국 (35.9%), 일본(36%)에 달한다. 패키지 여행의 성지였던 '명동' 등의 방문 비중은 지속적으로 감소 중이며 압구정, 성수 등이 새로운 관광지로 떠오르고 있다. 피부과, 성형외과 등이 포진해 있는 압구정의 방문율은 작년 동기대비 136.7% 증가하고 있다.

[도표 49] 파마리서치 의료기기 사업부 내수 매출액 추이 및 전망



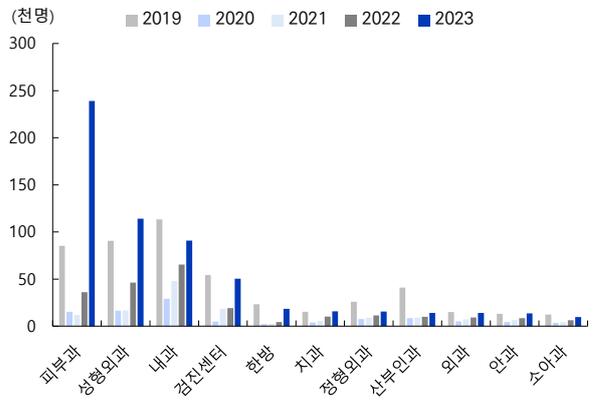
자료: 회사 자료, 교보증권 리서치센터

[도표 50] 연간 피부과 진료 외국인환자 추이



자료: 관광지식정보시스템, 교보증권 리서치센터

[도표 51] 진료과목별 외국인환자 추이



자료: 관광지식정보시스템, 교보증권 리서치센터

내수 시장의 캡이 열리고 있다. 2024년 외국인 환자 피부과 소비액은 6,000억원이다. 기존 시장 규모가 약 2조원 수준이었던 점 고려 시, 새로운 시장이 열린 수준의 의미 있는 금액이라고 판단한다.

2024년의 전체 입국자 수는 2019년의 94.9%에 해당하는 1,700만명을 기록했다. 코로나 이전 수준을 대부분 회복한 모습이다. 다만 외국인 환자는 2019년 대비 181% 성장한 239만명으로 전체 입국자 수 성장률을 상회하는 모습을 보인다. 외국인 환자의 증가와 동시에 피부과 방문 비중도 크게 성장하고 있다. 2019년 외국인 환자의 소비금액 중 피부과 비중은 약 14.6% 수준으로 성형외과 및 대학/종합병원의 비중이 절반 이상을 차지했으나, 2024년 기준으로 의료비 지출액 내 피부과 비중은 48.6%로 성장했다. 현재 전체 외국인 환자의 약 절반을 차지하고 있다.

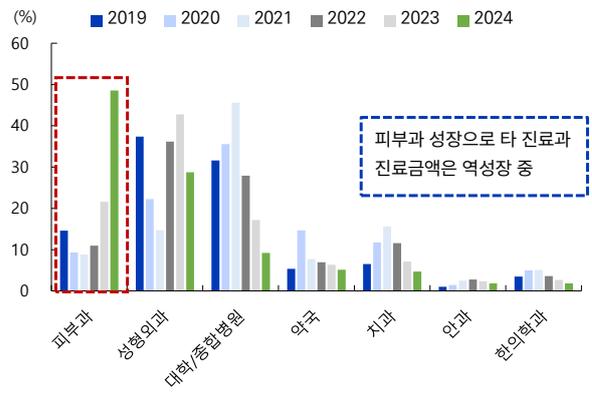
방문횟수뿐 아니라 전체 소비금액도 동시 성장 중이다. 2024년 연간 외국인 환자 피부과 소비금액은 6,042억원으로 YoY +374% 증가했다. 2025년 2월 누적 데이터 기준 피부과 소비금액은 1,051억원으로 단순 연평균 계산 시 2025년의 연간 소비금액은 6,310억원이다. **7~8월 및 11~12월이 최성수기로, 비수기 데이터만 고려해도 전년 대비 성장세를 보이고 있다.** 건당 소비금액도 증가 중이다. 2025년 2월 기준 진료 건당 피부과 소비액은 약 114만원으로 2019년 대비 45.2% 성장했다.

[도표 52] 외국인 환자 의료비 지출액 내 피부과 비중 추이



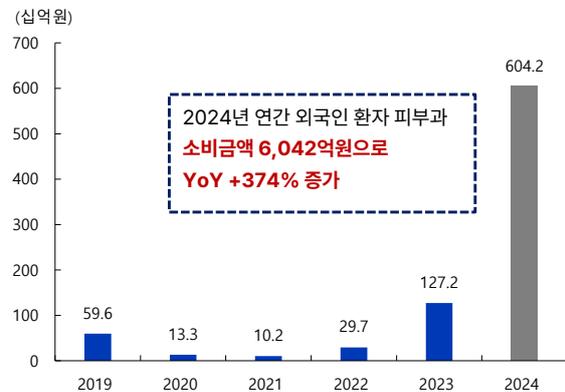
자료: 관광지식정보시스템, 교보증권 리서치센터

[도표 53] 진료과별 외국인 환자 소비금액비율 추이



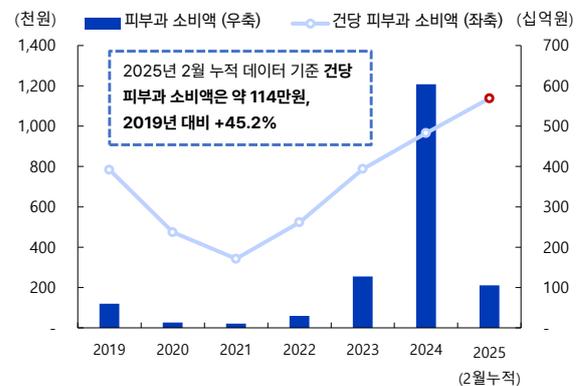
자료: 관광지식정보시스템, 교보증권 리서치센터

[도표 54] 연간 외국인 환자 피부과 소비금액 추이



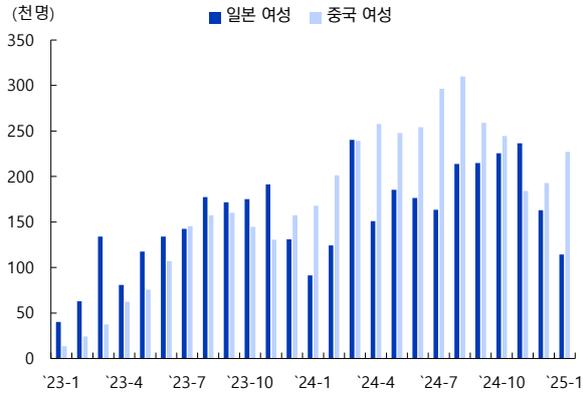
자료: 관광지식정보시스템, 교보증권 리서치센터

[도표 55] 진료과별 외국인 환자 소비금액비율 추이



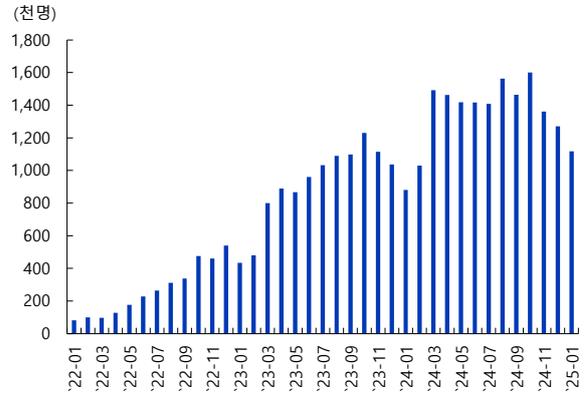
자료: 관광지식정보시스템, 교보증권 리서치센터

[도표 56] 월별 2050 중국인, 일본인 여성 입국자수 추이



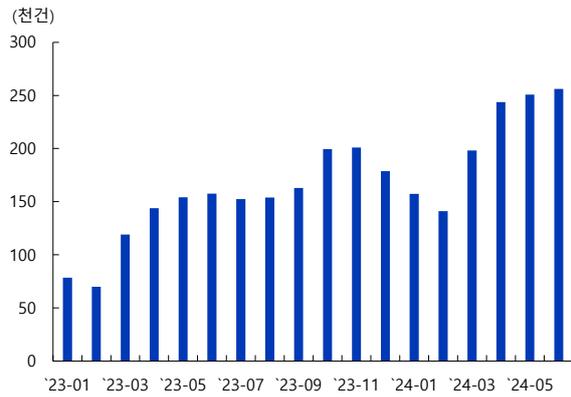
자료: 관광지식정보시스템, 교보증권 리서치센터

[도표 57] 월별 입국자수 추이



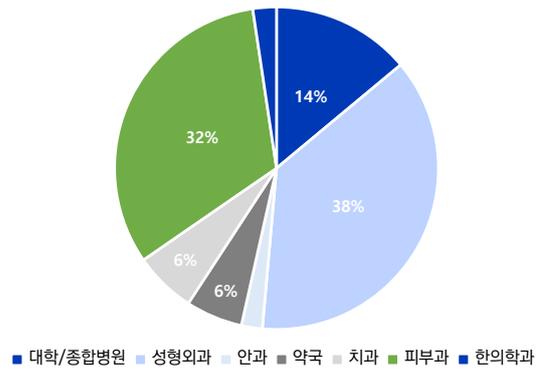
자료: 관광지식정보시스템, 교보증권 리서치센터

[도표 58] 글로벌 외국인 의료 소비건수 추이



자료: 한국관광데이터랩, 교보증권 리서치센터

[도표 59] 글로벌 외국인 의료 소비액 진료과목별 비율 추이



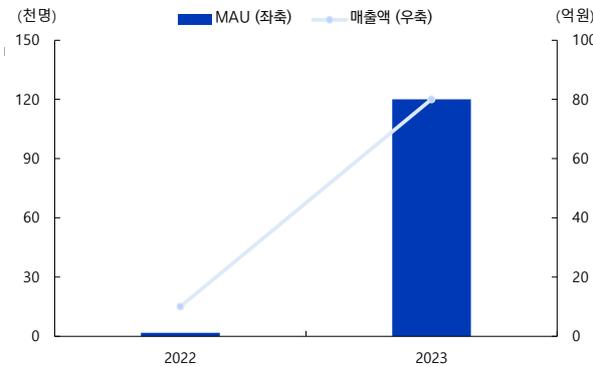
자료: 한국관광데이터랩, 교보증권 리서치센터

인바운드 수요의 폭증은 1) 가격 매력도, 빠른 시술 트렌드를 바탕으로 한 K-뷰티에 대한 관심도 증가, 2) 해외 서비스 다각화로 인한 국내 시술 접근성 확대에 기인했음을 전망한다.

국내 서비스 2022년 전체 국내 외국인 환자 중 일본인의 비율은 8.8%에 불과했으나, 1년 후 31%까지 성장하며 1위를 기록했다. 2023년 연간 피부과를 방문한 환자 24만명 중 50%인 12만명이 일본인이었다. 일본 현지 내 진출한 국내 시술 플랫폼 ‘강남언니’의 월간 활성 사용자(MAU) 및 매출액 증가 또한 가파르게 성장 중이다. 2022년 기준 1700명 수준이었던 MAU는 1년만에 12만명으로 증가했으며, 매출액 또한 2022년 기준 10억원에서 약 8배 성장한 80억원을 기록했다.

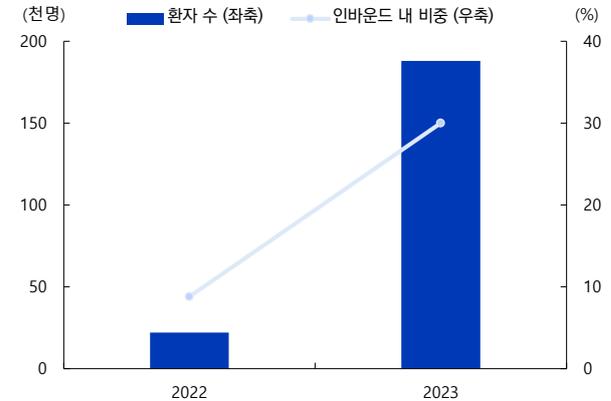
현재 강남언니 일본 서비스를 이용하는 현지인의 절반은 ‘크로스보더’라고 불리는 한국 현지 시술 예약자이며, 나머지 절반은 일본 현지 병원 시술 예약자이다. 일본 현지 시술 서비스 플랫폼 내 한국 병원 예약 서비스 성장이 빠르게 진행되며, 기존 일본 내 점유율 1위를 차지하고 있던 ‘트리뷰’ 또한 크로스보더 서비스에 집중하고 있다. 강남언니 단일 플랫폼만으로 매달 1만명의 환자가 국내 병원을 예약 중이다. 일본의 의료 관광 수요와 더불어 현지 내 국산 브랜드 인지도 성장세가 가파르다. 국산 브랜드들은 ‘트리뷰’ 및 ‘언니’ 플랫폼 내 검색어 상위를 꾸준히 유지하고 있으며, 일본향 수출입 데이터 및 검색어 트렌드 또한 우상향 중이다.

[도표 60] 일본 강남언니 서비스 MAU 추이



자료: 힐링페이퍼, 교보증권 리서치센터

[도표 61] 국내 외국인환자 중 일본인 수 및 비중



자료: 힐링페이퍼, 교보증권 리서치센터

[도표 62] 일본 시술 예약 플랫폼 '트리뷰' 메인페이지 내 크로스보더 서비스

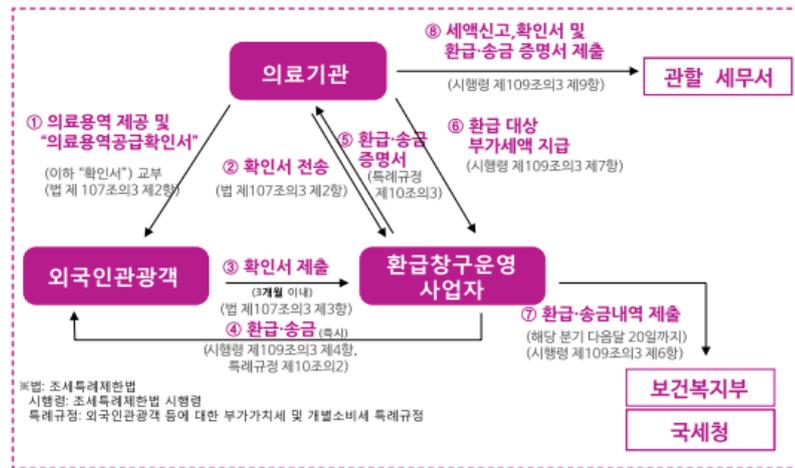


자료: 리뷰, 교보증권 리서치센터

경쟁 심화로 인해 국내 시술가는 동남아 및 남미 대비 4-5배 낮은 상황에서 부가가치세 환급까지 가능하다. 가격 매력도와 짧은 다운타임으로 외국인 관광객에게는 매력도가 높다고 판단된다.

정부는 2011년 7월 성형수술, 2014년 2월부터는 피부수술까지 부가가치세를 과세로 전환한 바 있다. 이후 외국인환자 유치 확대를 위해 2015년 7월 외국인 환자 미용성형수술 부가가치세 환급제를 도입했다. 환급제는 한시적으로 시행되었으나 매년 연장되며 현재까지 지속되는 중이다.

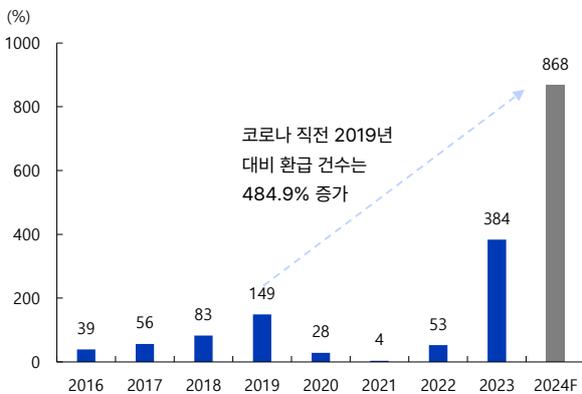
[도표 63] 외국인환자 미용성형부가가치세 환급 절차



자료: 한국보건산업진흥원, 교보증권 리서치센터

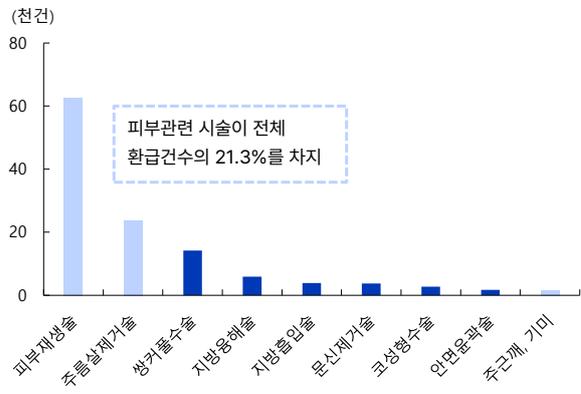
2023년 환급 건수는 38만건이었으나 2024년은 상반기에만 41만건을 달성하며 이미 작년 수치를 초과한 모습이다. 피부 시술은 8만 8,000건으로 환급 건수의 21% 비중을 차지하며 전체 분류 중 가장 높은 수준을 기록했다. 경쟁 심화로 인해 국내 시술가는 동남아 및 남미 대비 4-5배, 미국 대비 10배 낮은 상황에서 부가가치세 환급까지 가능하다. 피부과 시술은 회복에 시간을 요하지도 않아 외국인 환자 입장에서 관광 일정에 피부과 시술을 추가하는 것은 매력도가 충분하다.

[도표 64] 연간 외국인관광객 미용성형 부가세 환급 현황



자료: 한국보건산업진흥원, 교보증권 리서치센터

[도표 65] 1H24 시술/성형 분류별 부가세 환급건수



자료: 한국보건산업진흥원, 교보증권 리서치센터

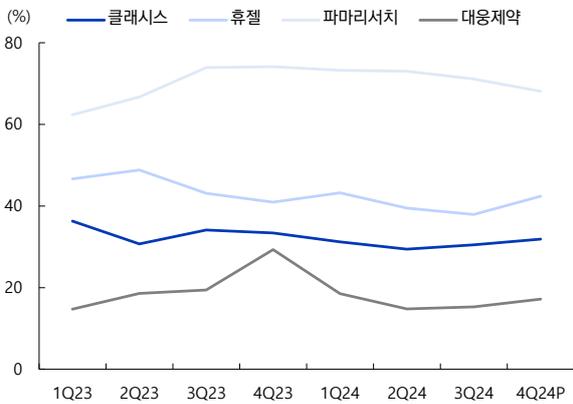
2024년 연간 4개 업체의 의료기기 사업부 내 내수 비중은 39.4%다. **테스트베드의 역할이 주요했던 내수 시장의 본격 확장이 시작되는 구간이다.** 이미 영업망 및 소비자 시술 경험을 충분히 보유하고 있는 국내 업체들의 수혜가 기대된다.

해외 확장이 주요 네러티브인 섹터임에도 여전히 내수 비중은 높은 상황이다. 이는 영업력이 중요한 의료기기 시장 내에서, 체인형 병원 및 전국구의 피부과 대상 영업망을 긴 시간 보유함에 기인한다. 또한 성장률의 둔화는 있으나, 시술 침투율 및 시장 규모가 큰 영향도 존재한다. 기존 업체들에게 실적의 하방 역할을 했던 내수 판매가 고성장 사업부로 전환될 예정이다. 코로나 이후 인바운드 수요의 회복은 뚜렷했으나, 본격적인 성장이 시작된 시간은 짧다.

해외 현지 시술 플랫폼에서도 MAU 증가를 위해 한국 시술 예약 서비스를 런칭한 점은 의미가 크다. 국내 의료관광의 두 큰 축인 일본과 중국은 SNS를 통해 현지의 시술 경험도 활발히 공유 중이다. 중국의 샤오홍슈 확인 시, ‘리뷰란’, ‘레티보’, ‘한국 피부과’ 등의 의미있는 해쉬태그 개수는 지속 증가 중이며, 일본 현지 플랫폼인 ‘트리뷰’ 및 ‘강남언니’에서도 시술 리뷰를 확인 가능하다.

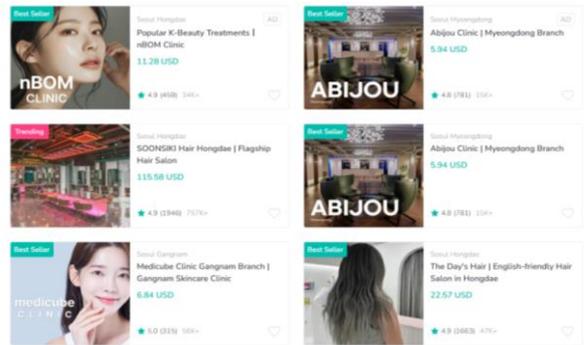
K-뷰티에 대한 관심으로 피부과 뿐 아니라 전반적인 뷰티 관련 패키지 상품에 대한 수요가 증가 중이다. 외국인 국내 관광 플랫폼 내 뷰티샵 판매 비중은 거래 건수 기준 47%, 거래액 기준 75%에 달한다. 헤어메이크업, 퍼스널컬러, 피부과 등 일본/중국인 여성 관광객들에게는 뷰티 관광이 여행 코스로 자리잡고 있다.

[도표 66] 업체별 의료기기 사업부 내 내수 비중 추이



자료: 각 사, 교보증권 리서치센터

[도표 67] 외국인 대상 패키지형 뷰티 관광



자료: 크리에이티브, 교보증권 리서치센터

4. 미용의료기기 투자 전략

미용의료기기 'Overweight', Top pick: 휴젤

2024년 섹터 전반의 멀티플 및 이익 성장이 동반 진행되었다. 코스닥이 연간 20.4% 하락했음에도 미용의료기기 섹터는 평균 수익률 63.1%를 기록했다. 전년도의 실적 성장은 해외 수요 증가 및 신규 시장 형성에서 비롯된만큼 평균 12MF PER은 24년 연초 연초 18.2배에서 24.2배로 증가했다.

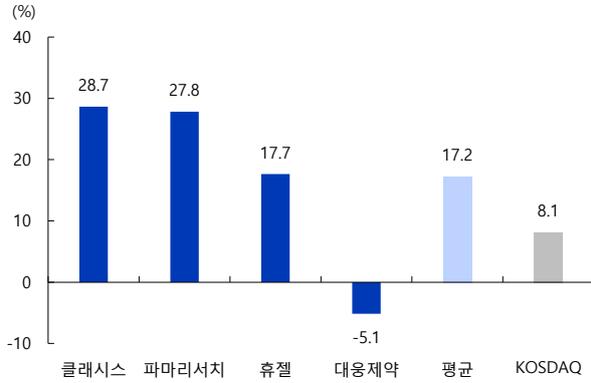
2024년의 성장 동력이었던 주요국에 대한 성장률도 유지될 예정이다. 지난 2Q24를 기점으로 특신/스킨부스터/미용장비 종목의 전반적인 실적 성장이 진행 중이다. 기존의 계절성을 무시하며 분기 영업이익이 QoQ로 지속 증가하고 있다. 이는 해외국 진출 후 3~5년간 레퍼런스를 쌓으며 소비자 트렌드와 가격 경쟁력에 대한 소구점이 명확해진 데에 기인한다. 현재 업체들의 주요 판매국인 동남아 및 남미 시장의 경우 치료용 시장도 오프라벨로 사용되기에 여전히 침투의 룬은 남아있다.

멀티플과 이익이 함께 증가하는 상황으로 밸류에이션 부담을 느낄 수 있는 구간이다. 다만 지난 하반기부터 시작된 내수의 확장과 2025년 본격 숫자로 반영될 미국 시장에 주목해야 한다. 성장이 멈췄던 내수향 매출이 신규 Q로 인해 TAM의 확장이 전망된다. 까다로운 FDA 승인 절차와 오리지널 장비의 특허 이슈로 진출이 늦었던 미국향 판매도 2025년 본격적으로 시작된다. 미국 미용 특신 시장은 지난 3년간 프리미엄과 중저가 세그먼트의 양극화가 진행 중으로, Medspa 내 청년층 구매의 지가 증가함에 따라 중저가 시장의 확대가 전망된다. 국내 업체들은 가격 경쟁력을 바탕으로 침투율 확대를 목표로 하고 있다. 대응제약을 통해 미국 비중 증가 시 영업이익률 약 50% 달성도 가능성이 확인되었다. 퓨어 미용 업체들의 미국 비중 증가는 곧 전사 마진율의 개선으로 이어질 예정이다.

한 번 레퍼런스를 형성할 경우 이후 영업이 수월해지는 보수적인 의료계 특성 상, 본격적인 M/S 증가 시점에서의 멀티플 리레이팅도 기대된다. 월별 수출입 데이터 및 입국자수 통계를 통해 분기 실적에 대한 추정이 가능하다. 몇 개월치의 물량을 한 번에 선적하는 특신/스킨부스터의 특성 상 MoM보다는 긴 호흡으로 수요를 판단해야 한다.

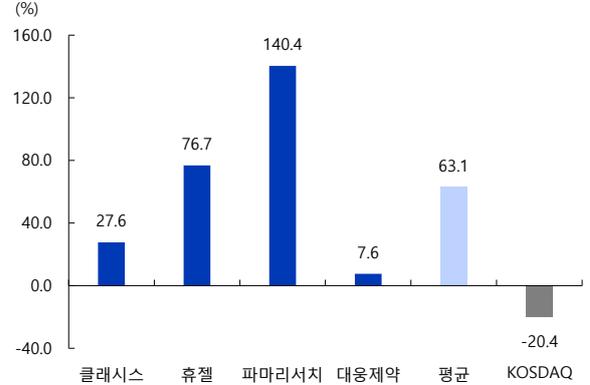
에스테틱 업종에 대해 '비중확대'를 제시한다. 섹터 내 Top pick으로는 휴젤(145020)을 제시한다. 미국향 특신 판매가 시작되는 해로 탑라인 성장과 마진율 개선이 동반될 예정이다. 중국 소비 심리 개선이 예상되는 상황에서 파트너사의 사업부 강화로 공격적인 영업이 예정되어 있으며, 파트너십 종료로 일시적으로 판매 중단되었던 브라질향 매출 또한 재발생 예정이다. 2025년 연간 이익 체력, 영업이익률, BM, 미국 내 성장률까지 모든 지표에서 섹터 내 대장주 등극 가능한 상황에서 여전히 멀티플 업사이드도 남아있다. 관심종목은 파마리서치(214450), 클래스스(214150), 대응계약(069620)을 제시한다.

[도표 68] 2025년 KODAQ 대비 연초대비 수익률 비교



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

[도표 69] 2024년 KODAQ 대비 연초대비 수익률 비교



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

[도표 70] 업체별 2025F PER 추이



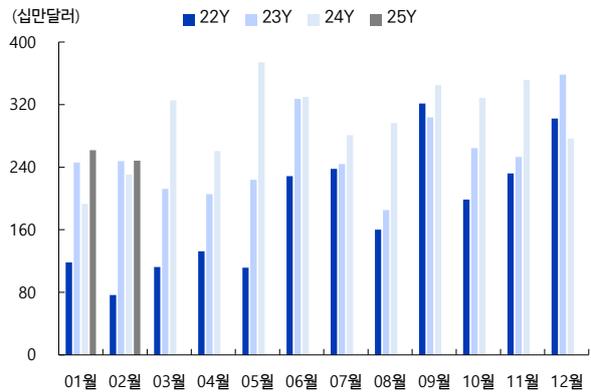
자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

[도표 71] 업체별 2026F PER 추이



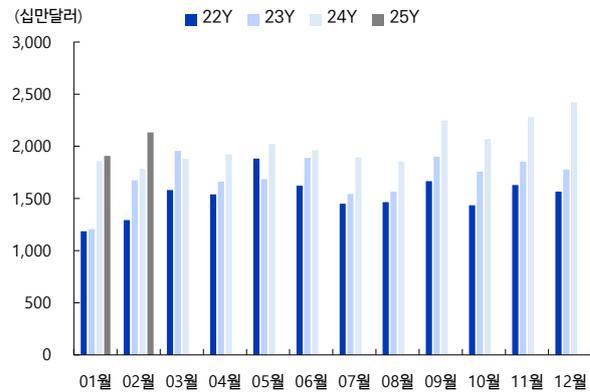
자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

[도표 72] 국내 특신 월별 수출 데이터 추이



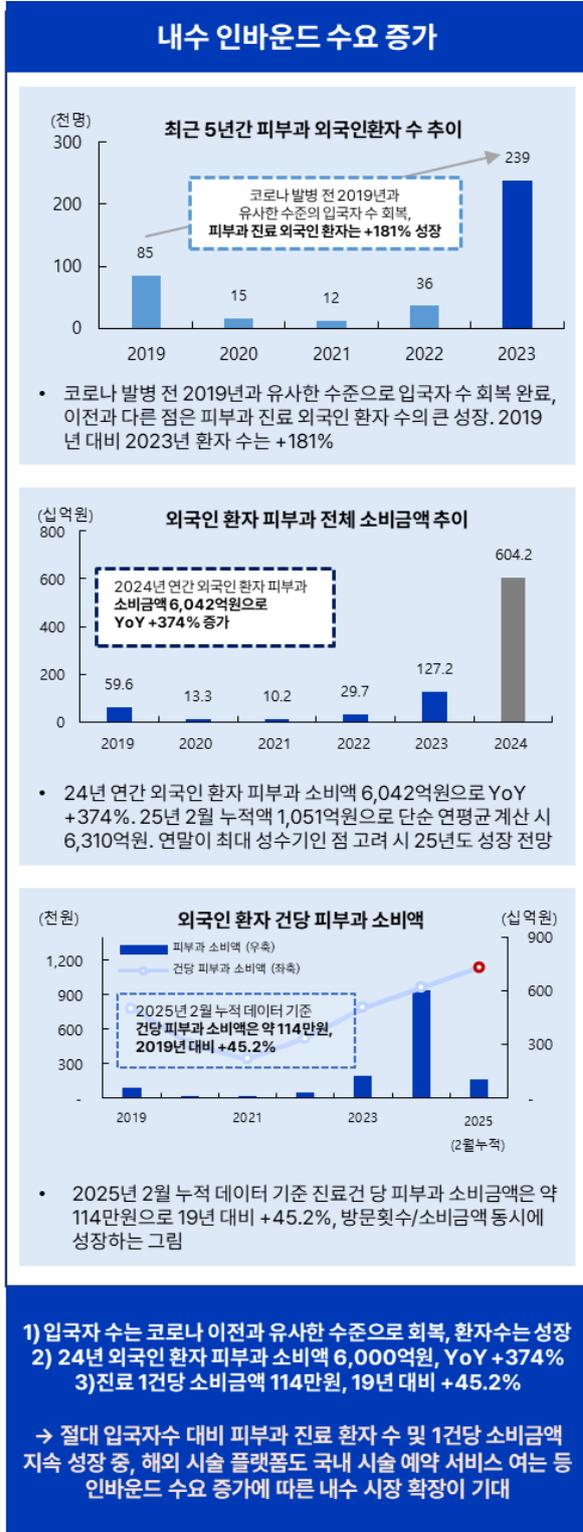
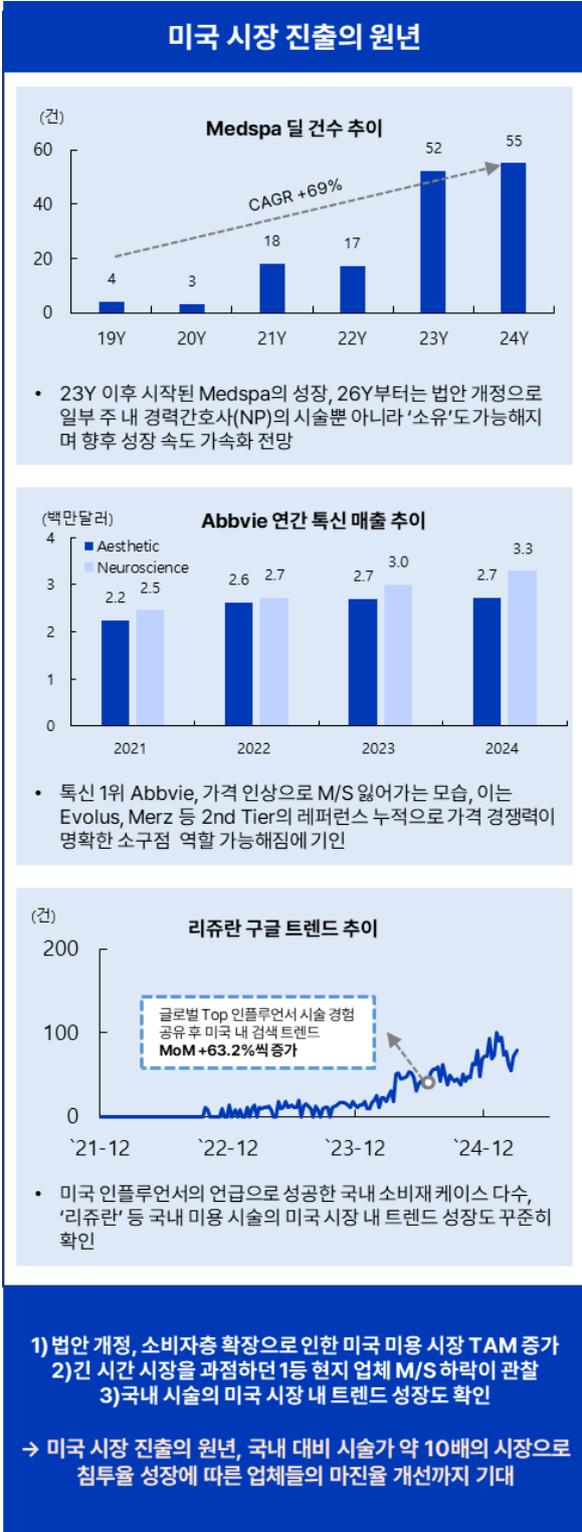
자료: Trass, 교보증권 리서치센터

[도표 73] 국내 필러 월별 수출 데이터 추이



자료: Trass, 교보증권 리서치센터

[도표 74] 2025년 에스테틱 섹터 전망 - 미국 시장 진출 및 내수 인바운드 수요 증가로 멀티플 업사이드 여전히 존재



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 75] Top Pick: 휴젤

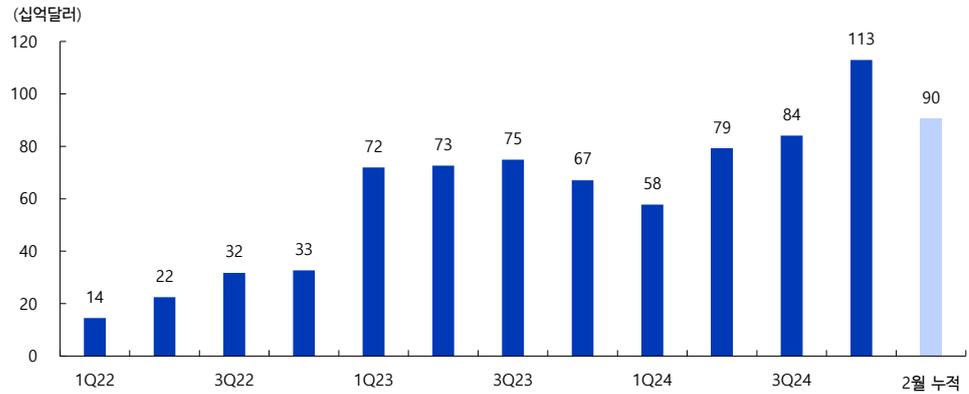


자료: 교보증권 리서치센터

5. 수출입 데이터 톺아보기

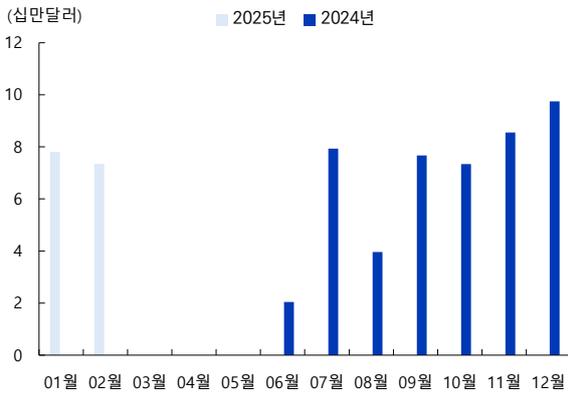
1. 파마리서치

[도표 76] 분기별 파마리서치 수출입데이터 추이



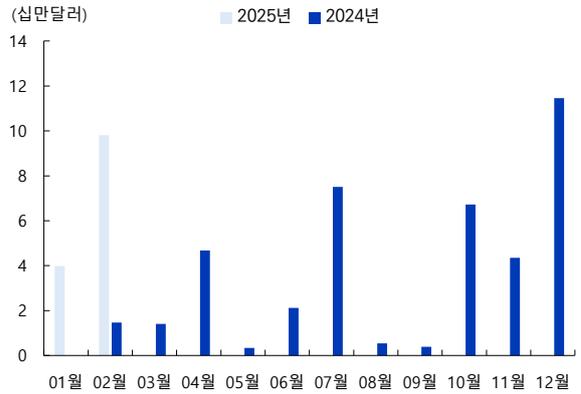
자료: Trass, 교보증권 리서치센터

[도표 77] 월별 파마리서치 인도네시아향 수출입데이터 추이



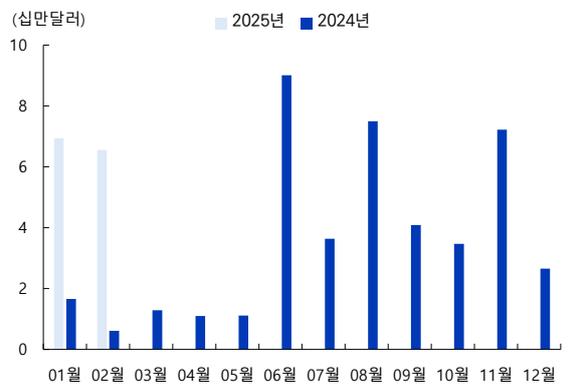
자료: Trass, 교보증권 리서치센터

[도표 78] 월별 파마리서치 일본향 수출입데이터 추이



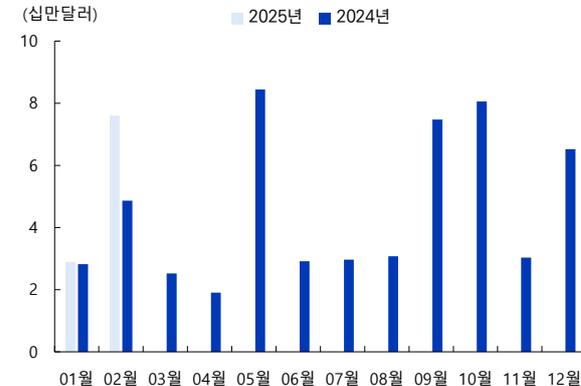
자료: Trass, 교보증권 리서치센터

[도표 79] 월별 파마리서치 싱가포르향 수출입데이터 추이



자료: Trass, 교보증권 리서치센터

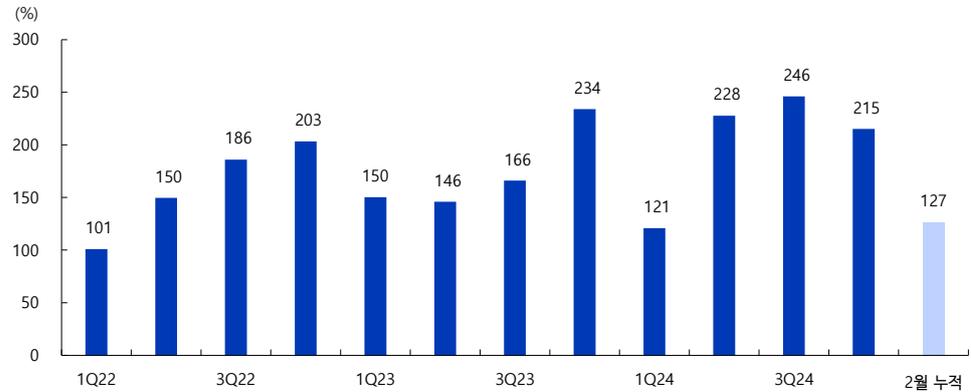
[도표 80] 월별 파마리서치 중국향 수출입데이터 추이



자료: Trass, 교보증권 리서치센터

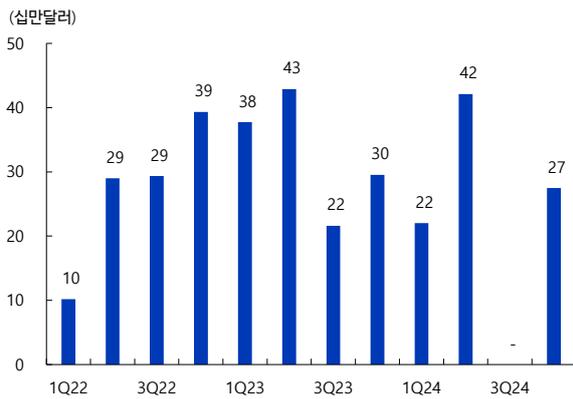
2. 휴젤

[도표 81] 분기별 휴젤 수출입데이터 추이



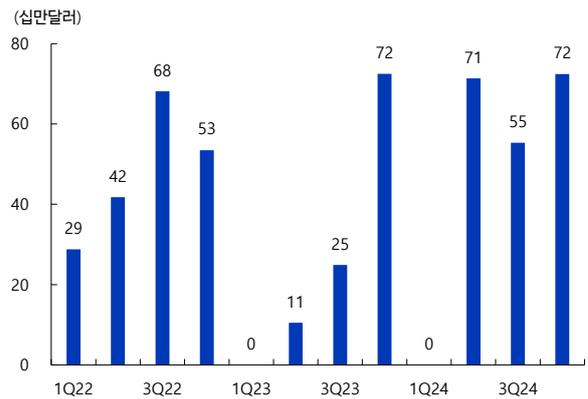
자료: Trass, 교보증권 리서치센터

[도표 82] 분기별 휴젤 태국향 수출입 데이터 추이



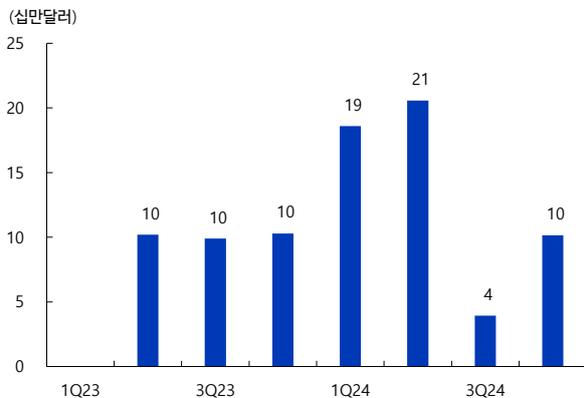
자료: Trass, 교보증권 리서치센터

[도표 83] 분기별 휴젤 중국향 수출입 데이터 추이



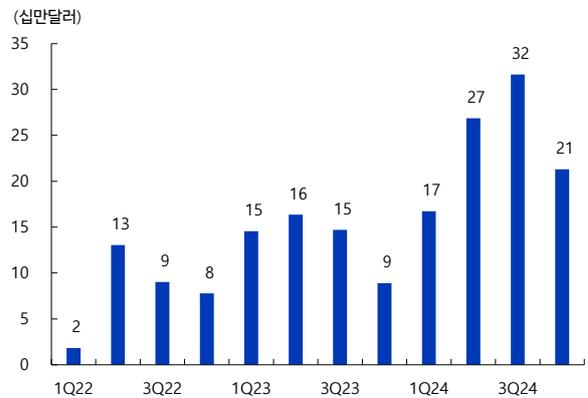
자료: Trass, 교보증권 리서치센터

[도표 84] 분기별 휴젤 호주향 수출입 데이터 추이



자료: Trass, 교보증권 리서치센터

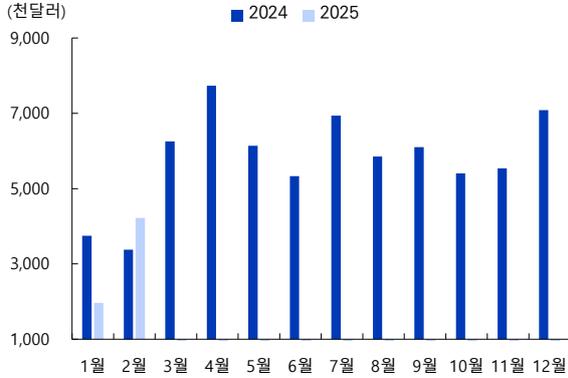
[도표 85] 분기별 휴젤 일본향 수출입 데이터 추이



자료: Trass, 교보증권 리서치센터

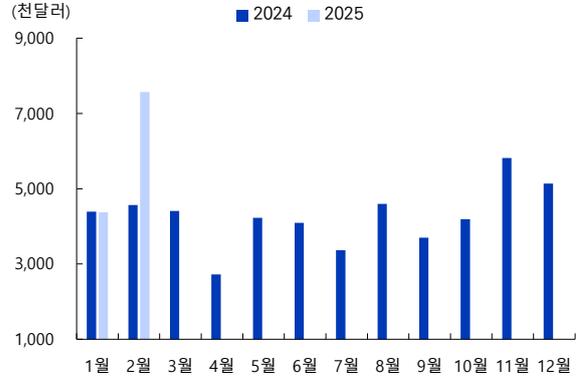
3. 클래스스

[도표 86] 월별 클래스스 장비 수출입데이터 추이



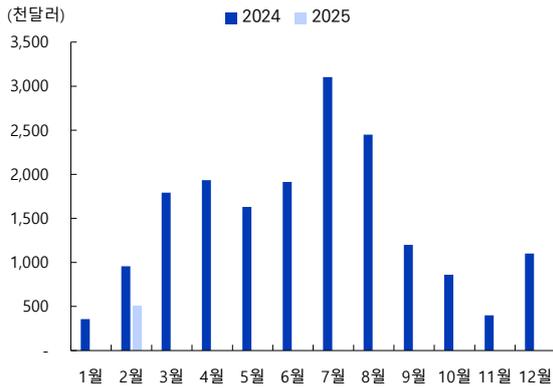
자료: Trass, 교보증권 리서치센터

[도표 87] 월별 클래스스 소모품 수출입데이터 추이



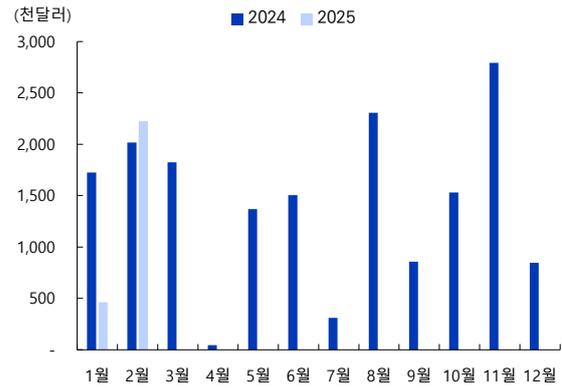
자료: Trass, 교보증권 리서치센터

[도표 88] 월별 클래스스 브라질향 장비 수출입데이터 추이



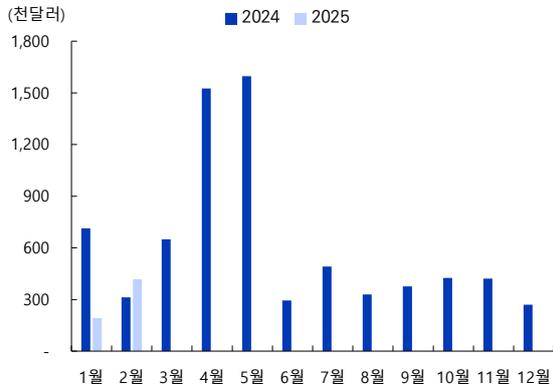
자료: Trass, 교보증권 리서치센터

[도표 89] 월별 클래스스 브라질향 소모품 수출입데이터 추이



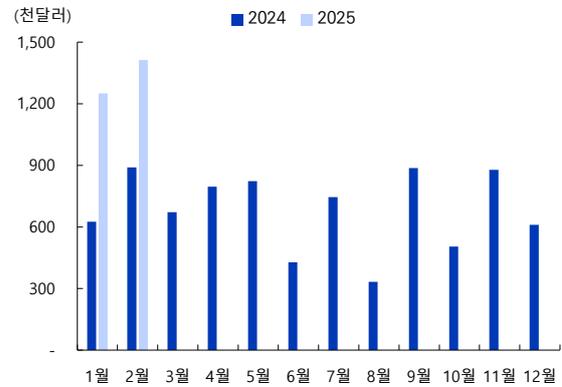
자료: Trass, 교보증권 리서치센터

[도표 90] 월별 클래스스 태국향 장비 수출입데이터 추이



자료: Trass, 교보증권 리서치센터

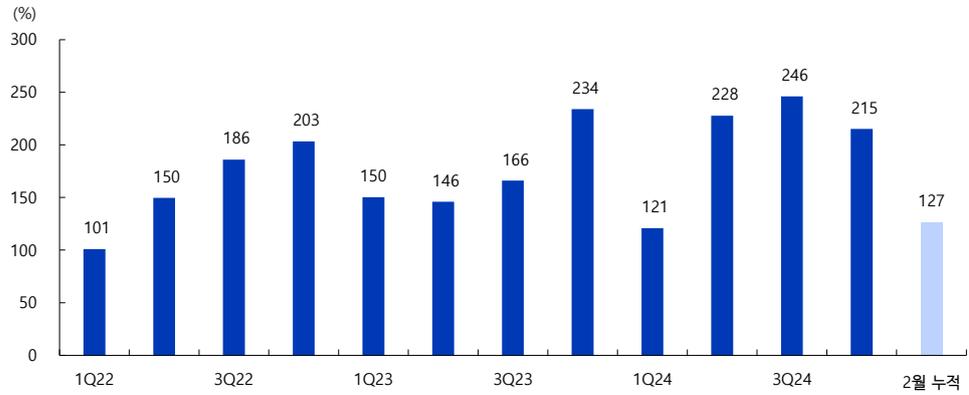
[도표 91] 월별 클래스스 태국향 소모품 수출입데이터 추이



자료: Trass, 교보증권 리서치센터

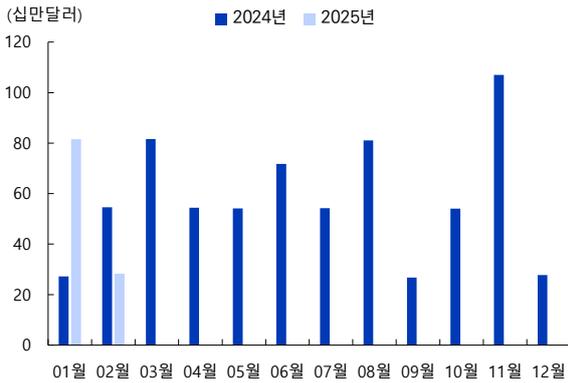
4. 대응제약

[도표 92] 월별 대응제약 특신 수출입데이터 추이



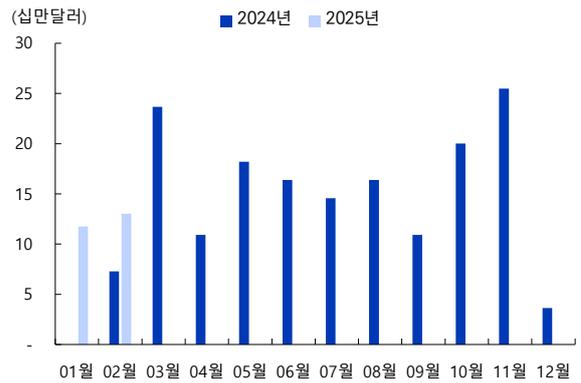
자료: Trass, 교보증권 리서치센터

[도표 93] 월별 대응제약 미국향 특신 수출입데이터 추이



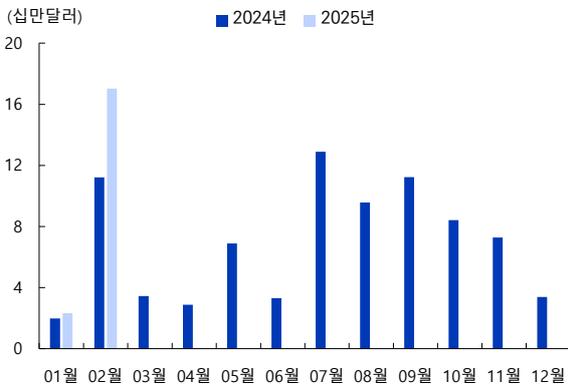
자료: Trass, 교보증권 리서치센터

[도표 94] 월별 대응제약 브라질향 특신 수출입데이터 추이



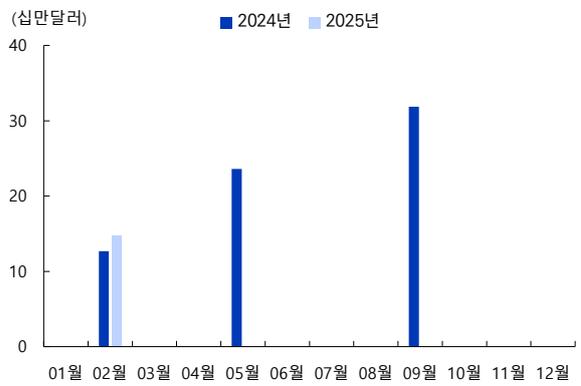
자료: Trass, 교보증권 리서치센터

[도표 95] 월별 대응제약 태국향 특신 수출입데이터 추이



자료: Trass, 교보증권 리서치센터

[도표 96] 월별 대응제약 캐나다향 특신 수출입데이터 추이



자료: Trass, 교보증권 리서치센터

Company



Analysis

회사명	EPS(원)	Target P/E (배)	TP(원)	의견	상승여력 (%)
휴젤(145020)	14,386	30.5	460,000	Buy	36.3%
파마리서치(214450)	12,982	29.0	380,000	Buy	18.9%
클래시스(214150)	2,316	30.0	70,000	Buy	20.1%
대웅제약(069620)	11,231	-	200,000	Buy	65.6%

자료: 교보증권 리서치센터

휴젤 145020

에스텍틱 섹터 대장주의 자질

Mar 26, 2025

Buy

신규

단기 수출입 모멘텀과 연간 밸류에이션 리레이팅 가능성 보유

TP 460,000 원

신규

Company Data

현재가(03/25)	337,500 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	337,500 원
52 주 최저가(보통주)	177,100 원
KOSPI (03/25)	2,643.13p
KOSDAQ (03/25)	719.41p
자본금	63 억원
시가총액	42,097 억원
발행주식수(보통주)	1,260 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	7.7 만주
평균거래대금(60 일)	248 억원
외국인지분(보통주)	55.11%
주요주주	
Aphrodite Acquisition Holdings	42.49%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.3	24.6	87.7
상대주가	16.6	29.6	136.0



[제약/바이오] 정희령
3771- 9730,
hr.jung@iprovest.com

휴젤의 2025년 매출액을 4,559억원 (YoY +22.2%), 영업이익을 2,335억원 (YoY +40.3%, OPM 51.2%)으로 전망. 초도 선적 진행된 3Q24 실적 당시 미국 비중 14% 판매 시, 전사 OPM 50% 달성 가능성을 확인. 2025년 미국 특신 판매를 290억원으로 추정. 현재 미국은 가성비 특신 시장의 개화가 시작. 미중족 수요가 있던 제품이어도 오리지널과 유사한 가격 대 형성 시 시장 침투 어려운 모습 확인. 휴젤은 가격 경쟁력 바탕으로 미국 시장 내 M/S 확보 예상되며 정식 런칭 후 첫 선적은 2Q25 예정되어 있어 단기 수출입 모멘텀도 존재.

미국 외 기존 판매 주요국인 중국, 브라질의 상황도 긍정적. 중국은 파트너사 사환계약의 미용의료기기 사업부 강화로 주요 제품 '레티보'에 대한 공격적 영업 중. 중국 정부의 1인당 1명 정책으로 최소 용량인 50 unit 승인허가를 획득한 Allergan과 휴젤의 단독 수혜 예상. 브라질은 2024년 하반기부터 파트너사 재선정 후 본격 영업 시작 예정.

메디톡스와 의 ITC 소송은 항소되었으나 최종 심결 후 항소의 피고는 ITC. 휴젤은 2024년 연간 소송 관련 비용으로 약 50억원 수준을 지출. 항소심은 소송 관련자로서 참여하게 되어 2025년 소송 관련 비용은 최소로 지출될 것을 전망.

투자이건 매수로 커버리지 개시 및 업종 내 Top pick 제시

휴젤에 대해 목표주가 460,000원으로 커버리지를 개시 및 의료기기 업종 내 Top pick으로 제시. 1) 미들 세그먼트 특신 시장이 개화 중인 미국 진출에 따른 멀티플 프리미엄 부여, 2) 이익체력 및 수익성, BM, 미국 내 성장성까지 연내 섹터 대장주 등극 가능한 상황에서, 3) 이익 및 멀티플 업사이드가 크게 존재하는 구간으로 판단.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
매출액(십억원)	282	320	373	456	556
YoY(%)	21.5	13.5	16.7	22.2	22.0
영업이익(십억원)	101	118	166	233	312
OP 마진(%)	35.8	36.9	44.5	51.1	56.1
순이익(십억원)	61	98	141	190	254
EPS(원)	4,629	7,517	10,849	14,386	19,213
YoY(%)	0.1	62.4	44.3	32.6	33.6
PER(배)	29.1	19.9	25.9	23.2	17.4
PCR(배)	13.8	13.6	19.9	17.5	13.4
PBR(배)	2.1	2.4	4.0	4.0	3.2
EV/EBITDA(배)	11.4	11.3	17.0	14.4	10.1
ROE(%)	7.3	12.1	16.5	18.6	20.5

1. Valuation

목표주가 460,000원으로 커버리지를 개시 및 의료기기 업종 내 Top pick으로 제시

휴젤을 의료기기 업종 내 Top pick으로 제시한다. 휴젤의 25F 순이익을 1,901억원으로 추정, Target PER 30.5배 제시하며 목표주가 460,000원으로 커버리지를 개시한다. Target PER은 파마리서치, 클래스시스의 평균 25F PER인 26.7x에 10%를 할증했다. 휴젤은 2025년을 기점으로 이익 체력 및 수익성, 비즈니스 모델, 미국 내 성장성까지 모든 지표에서 업체 중 가장 높은 수준을 보여줄 것으로 추정하며 대장주로서의 멀티플 리레이팅이 기대된다.

글로벌 미용 시장의 절반을 차지하는 미국 시장 진출이 2025년 본격적으로 시작된다. 미국은 국내 대비 시술가가 약 10배에 형성되어 있어, 판매 비중이 높아짐에 따라 전사의 마진율이 크게 개선될 예정이다. 또한, 특신은 균주의 취득과 보관, 이동 등에 각종 규제가 존재하며 의약품으로 분류되어 식약처 승인허가 획득이 까다로운 과점 산업이다. 소송 리스크도 종료되며 기존의 멀티플 할인 요소도 모두 제거되었다. 이익 및 멀티플 업사이드가 크게 존재하는 구간으로 판단한다.

[도표 97] 휴젤 Valuation (단위: 십억원, 배, 천주, 원, %)

휴젤 기업가치	5,703.4	
A. 휴젤 2025F (지배) 순이익	190.1	
B. Target PER	30.5	
보통주주식수	12,604	
적정주가 산출	450,000	
현재 주가	337,500	3월 25일 증가
상승 여력	36.3%	

자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

[도표 98] 피어 멀티플 비교 (단위: x)

	12MF PER	25F PER	26F PER
휴젤	21.8	23.0	18.7
파마리서치	24.9	26.4	21.3
대웅제약	11.3	11.8	10.0
클래스시스	25.3	26.9	21.4

자료: QuantWise, 교보증권 리서치센터

2. 회사 개요

휴젤은 글로벌 3대 주요 시장에 모두 진출한 국내 유일 백신/필러 업체

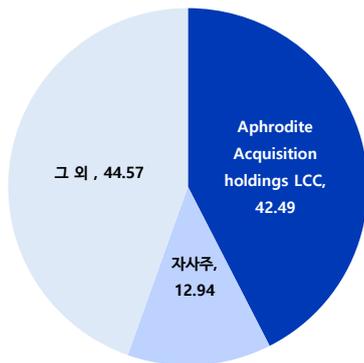
휴젤은 2001년 설립, 2015년 코스닥에 상장한 메디컬 에스테틱 전문 업체다. 보툴리눔 독신, 히알루론산 필러, 스킨부스터, 더마 코스메틱 등을 제조 및 판매하며, 대표 제품으로는 독신 '보툴렉스' (수출명 레티보), 필러 '더채움', 코스메틱 브랜드 '웰라쥬' 등이 있다. 글로벌 상위 3개 시장 (미국, 중국, 유럽)에 모두 진출한 유일한 국내 업체다. 2020년을 기점으로 국내 독신 M/S 1위를 유지하고 있다.

4Q24 기준 휴젤의 사업부문별 매출 비중은 독신 54.2%, 필러 32.6%, 화장품 11.9% 및 기타 1.3%다. 2010년 눈꺼풀 경련 적응증을 대상으로 보툴리눔 독신 '보툴렉스' 100유닛에 대한 품목허가를 획득하며 독신 시장 내 본격 진출했다. 작년 11월에는 공장형 성형외과 등 대용량을 선호하는 수요 대응을 위해 가격 경쟁력을 보유한 300유닛을 출시했다.

필러는 총 3개의 라인을 보유하고 있으며, 각 라인별로 겔 타입 등 제품이 세분화되어 있다. 시술 부위 또는 목적에 따라 점탄성 정도에 차이를 보유하고 있는 제품들이다. 2022년에는 진피에 유효 성분을 주입하는 제품인 '바이리즌' 스킨부스터를 출시했다. 이 외 흡수성 봉합사, '웰라젤' 화장품 등 미용 전반의 제품군을 보유하며 매출 확대를 이뤄내고 있다.

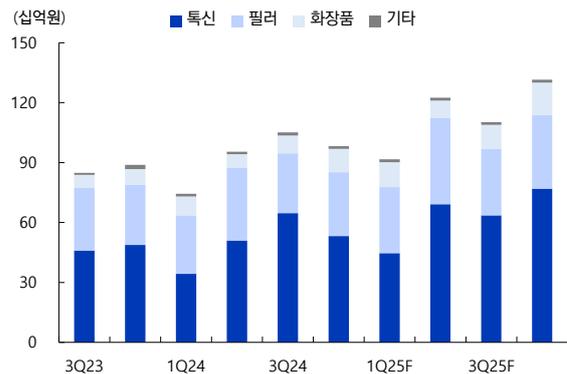
휴젤은 현재 연간 1,300만 바이알의 생산 시설을 확보했다. 춘천 내 위치한 제 1, 2, 3 공장을 합산한 생산 규모다. 제 3공장은 2Q25부터 가동이 시작될 신공장이다. 필러 제품은 2021년 이후 2배 증가한 800만 시린지 규모의 생산 능력을 갖추며 늘어나는 글로벌 독신/필러 수요에 대응 중이다.

[도표 99] 휴젤 주주 구성



자료: 휴젤, 교보증권 리서치센터

[도표 100] 휴젤 사업부문별 매출 비중 현황



자료: 휴젤, 교보증권 리서치센터

3. American dream

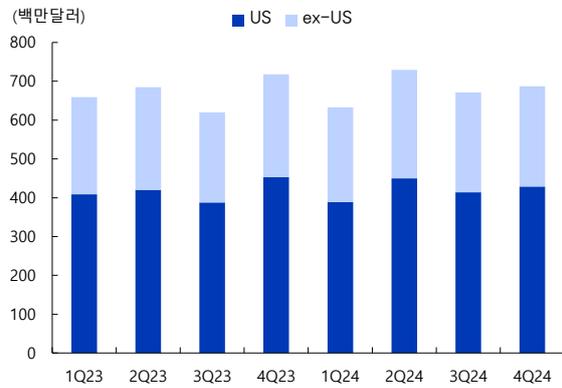
2025년 휴젤의 미국향
특신 판매를 290억원
추정

2024년 3월, 휴젤은 특신 제품 ‘레티보’의 FDA 허가 승인을 획득, 7월 말 첫 물량을 선적했다. 공식 출시 전 1Q25 내 미국 시장의 소프트 런칭이 시작되었다. 3Q24 내 선적된 초도 물량은 약 130억원 수준으로 추정하며, 이 중 다수는 마케팅용 제품이기 때문에 다음 선적 전 물량 소화 부담은 크지 않은 상황이다. 공식 출시 및 대량 선적은 2Q25로 예정되어 있어 단기 수출입 모멘텀도 존재한다. 2025년 미국향 특신 판매를 290억원으로 추정한다.

현재 본격적인 런칭을 앞두고 있는 시점에서 미국 시장 상황은 휴젤에게 우호적으로 변화 중이다. 기존 특신 시장은 약 20년간 Allergan이 독점해왔다. Allergan은 1989년 FDA 승인 허가 획득 후 미용 및 치료 적응증 6개를 보유해왔다. 이후 2019년 Abbvie가 Allergan을 인수 후 특신 포함 메디컬 에스테틱 사업부를 운영 중이다. Abbvie의 뉴로톡신 제품인 ‘보톡스’는 일반 환자들에게 성분명으로 인식될 정도로 긴 시간 판매되며 안정성 및 유효성을 검증받았다.

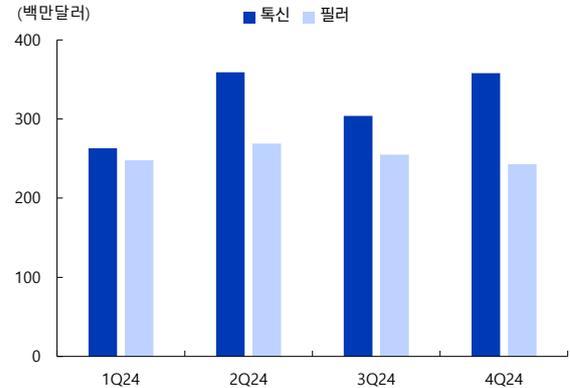
1Q21 기준 주요업체에 한정해 산정한 미국 미용 특신 시장 점유율에서 Abbvie는 약 71%를 차지하고 있었다. 그러나 3Q24 기준 업체별 점유율에서 Abbvie는 약 60%로 크게 감소하는 모습을 보인다. 이는 Revance의 Daxxify, Merz의 Xeomin처럼 장기 지속 및 저내성 제품, 신규 시술자 대상 활발한 마케팅을 진행 중인 Evolus 등 2nd Tier 업체들의 점유율이 급격하게 증가함에 기인한다.

[도표 101] 분기별 Abbvie 미용 특신 매출 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 102] 분기별 Galderma Injectable 제품군 매출 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

Abbvie는 2020년 이후 약 3번의 가격 인상을 단행했다. 약 30년간 시장을 독점하며, 환자 및 Injector의 로열티가 강한 브랜드기에 할 수 있었던 결정이다. 다만 지속적인 공급가 인상에 대해 최근 Injector들의 반발이 심해지고 있다. 미국 시장 내 Injector들은 시술 환경 상 가격에 민감할 수 밖에 없다. 국내의 경우 시술 부위별 시술가에 차등을 두고 있다. 투여량이 더 많이 필요한 턱 부위와 소량만 주입해도 되는 미간 부위의 시술가에 차등을 두는 방식이다.

미국의 경우 유닛 단위 별로 시술가를 책정해둔 경우가 많다. 특히 Medspa내 자주 진행되는 프로모션은 Tier별 멤버십인데, 이는 멤버십을 여러 단계의 가격으로 형성해둔 뒤, 멤버십 별로 투여할 수 있는 부위 개수와 빈도수에 차등을 두는 방식이다. 따라서 유닛 평균 공급가가 인상될 경우, 인상분을 충분히 반영한 시술가를 책정하기가 어려워 마진 훼손이 심해진다.

또한, 독신 업체들은 구매 수량별 개별 단가에 차등을 두고 있다. 한 번에 더 많은 독신을 구매 시 개별 단가가 저렴해지는 구조다. 따라서 개인이 운영하는 소형 Medspa의 경우 공급가 절감을 위해 1~2개 종류의 독신 시술만을 진행한다. 결국 소형 Medspa에서 사용하던 브랜드 변경 시, 지점 내 전체 수량을 변경하게 되어 Q 이탈이 큰 폭으로 늘 수 밖에 없다.

즉, Abbvie의 점유율 이탈은 'Botox'의 지속적인 가격 인상과 동시에, Botox 외 옵션들이 출시 후 4~5년의 시간을 보내며 임상 레퍼런스를 충분히 쌓은 결과다. 기타 옵션들의 가격 경쟁력과, 제품 포지셔닝을 바탕으로 Injector들의 이탈 시그널이 관찰된다.

독신은 유통 및 생산 등 전 과정에서 규제가 존재하는 의약품으로 Injector들의 제품 변경은 보수적일 수 밖에 없다. 'Botox'의 M/S 감소는 불과 2년이 되지 않은 일이다. 휴젤의 레티보 포함 타 옵션 채택 변경은 이제 시작 단계로 판단된다.

[도표 103] 휴젤 '레티보' 제품 사진



자료: 휴젤, 교보증권 리서치센터

4. 시장 성장을 상회하는 중국향 매출 성장

중국 NMPA 정책 및
파트너사 사업부 확장에
로 2025년 중국향 매출
358억원 추정

2024년 단일국 기준 판매 비중이 가장 높았던 국가는 중국이었다. 휴젤은 연간 250억원 이상의 중국향 매출을 기록, 시장 내 15%의 점유율을 보유한 것으로 추정한다. 현재 중국에는 6개의 특신만이 승인허가를 받은 상황이다. 이 중 2건이 2024년 허가를 획득했다. 긴 시간 점유율을 확보해 온 Abbvie는 안정성 및 유효성 면에서 우위를 갖고 있으나, 높은 가격대에 형성되어 있다. 중국 현지 특신인 란저우 바이오의 BTXA는 가장 낮은 가격에 판매 중이나 순도가 떨어져 안정성 면에서 적합하지 않은 제품이다. 휴젤의 레티보는 고순도 제제의 제품을 중저가에 출시하는 전략으로 2023년 출시 이후 빠른 속도로 시장을 점유하고 있는 상황이다.

2025년 중국향 휴젤 특신 매출액은 358억원 (YoY +30.2%)으로 추정한다. 중국 NMPA 정책 및 파트너사 사업부 확장으로 휴젤에게 우호적인 상황이 이어지고 있다. 중국 NMPA는 1인당 1바이알 정책을 시행 시작했다. 하나의 바이알을 개봉 후 다수에게 시술하는 ‘소분 시술’을 금지한다는 의미로 가장 작은 용량인 50 unit의 승인 허가를 획득한 Abbvie와 휴젤의 단독 수혜가 예상된다.

블랙마켓의 규제 또한 심화되고 있다. 정확한 규모를 추산하기는 어려우나, 중국은 블랙마켓의 비중이 상대적으로 거대하여 승인 허가 없이 매출 발생이 가능했다. 특신 시장의 과점은 승인 허가 장벽에서 비롯되기에, 이는 중국향 폭발적인 매출 성장을 가로막는 요소였다. 그러나 실제로 간접수출을 통해 중국향 판매를 하는 기업의 실적이 일부 감소하는 주요 요인으로 블랙마켓의 규제가 꼽히고 있다. 정식 승인허가 절차를 통해 화이트 마켓으로 판매되는 기업의 수혜가 전망된다.

[도표 104] 중국 승인허가 취득한 특신 리스트

기업명	제품명	승인 허가 획득 연도
Abbvie	Botox	2003
란저우 바이오	BTXA	1997
휴젤	Letybo	2020
Ipsen	Dysport	2020
Merz	Xeomin	2024
Revance	Daxify	2024

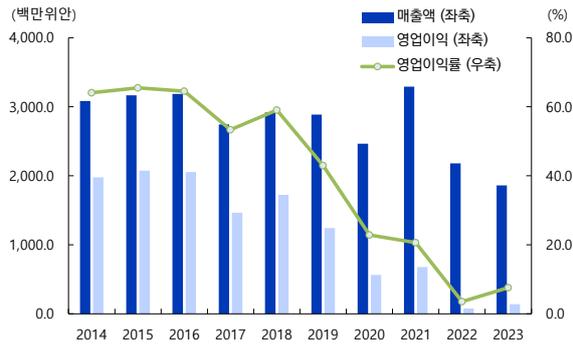
자료: 교보증권 리서치센터

파트너사의 공격적인 사업부 확장도 중국 성장의 주요 요인 중 하나다. 제품력 및 레퍼런스 측면에서 기업별로 차이가 존재하는 것은 사실이나 미용 시장이 큰 브라질, 태국 등의 케이스를 살펴보면 침투 측면에서 가장 중요한 것은 파트너사의 영업력이다.

사환제약이 미용의료기기 포트폴리오에 대해 공격적인 영업을 진행할 수 밖에 없는 이유는 명확하다. 2024년 8월 공개된 상반기 잠정 실적 내 사환제약의 매출액은 9억 4,970만 위안으로 전반기 대비 10% 감소했으나, 미용의료기기 사업부는 3억 2,280만 위안을 기록하며 전반기 대비 60% 성장했다.

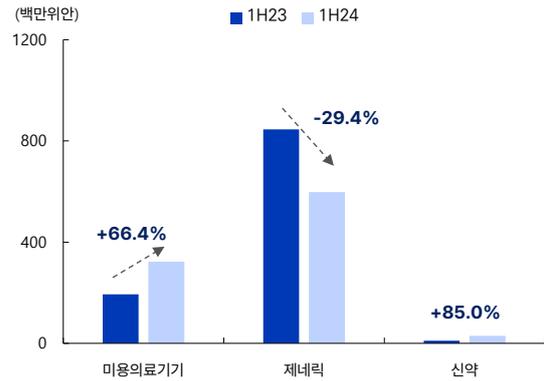
미용기기 사업부에 집중하고 있는 가장 큰 이유는 사환제약의 약 70% 비중을 차지했던 제네릭 사업부가 5억 9,730만 위안으로 전반기 대비 30% 감소했기 때문이다. 정부의 혁신 신약 개발 유도 기조로 제네릭 의약품의 P,Q가 동시에 감소 중이다. 사환 제약은 2분기 잠정 실적을 발표하며 기존 제네릭 의약품 전문 회사에서 혁신 신약 및 미용의료기기 중심의 회사로의 변화를 밝혔다. 연간 레티보 세미나를 1일에 2건 이상 개최, 각종 라이브 방송 등 B2B 및 B2C 대상 공격적인 영업을 진행 중이다.

[도표 105] 사환제약 매출액 추이



자료: 사환제약, 교보증권 리서치센터

[도표 106] 사환제약 사업부별 매출액 추이



자료: 사환제약, 교보증권 리서치센터

5. 실적 추정

2025년 매출액을 4,559억원 (YoY +22.2%), 영업이익을 2,335억원 (YoY +40.3%, OPM 51.2%)로 추정한다. 초도 선적 진행된 3Q24 실적 당시 미국 비중 14% 판매 시, 전사 OPM 50% 달성 가능성을 확인했다. 현재 미국은 가성비 특신 시장의 개화가 시작되었다. 미중측 수요가 있던 제품이어도 오리지널과 유사한 가격대 형성 시 시장 침투 어려운 모습이 확인된다. 휴젤은 가격 경쟁력 바탕으로 미국 시장 내 M/S 확보 예상되며 정식 런칭 후 첫 실적은 2Q25 예정되어 있어 단기 수출입 모멘텀도 존재한다.

미국 외 기존 판매 주요국인 중국, 브라질의 상황도 긍정적이다. 중국은 파트너사 사환제약의 미용의료기기 사업부 강화로 주요 제품 '레티보'에 대한 공격적 영업 중이다. 중국 정부의 1인당 1명 정책으로 최소 용량인 50 unit 승인허가를 획득한 Allergan과 휴젤의 단독 수혜 예상된다. 브라질은 2024년 하반기부터 파트너사 재선정 후 본격 영업 시작 예정이다.

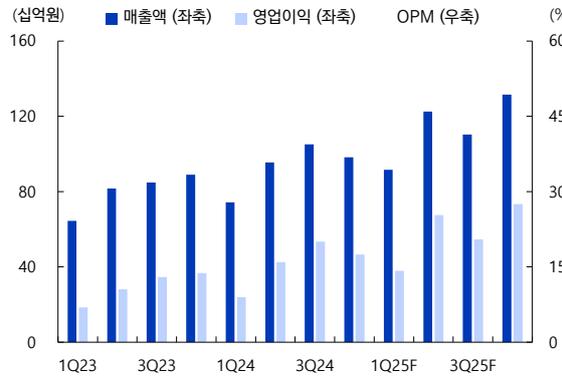
[도표 107] 휴젤 분기 실적 추정

(단위: 십억원,%)

	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24P	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	23	24P	25F
매출액	74.3	95.5	105.1	98.2	91.6	122.5	110.2	131.6	319.7	373.2	455.9
YoY	15.4	17.1	23.9	10.4	23.3	28.3	4.9	34.0	13.5	16.7	22.2
특신	34.3	51.1	64.7	53.2	44.7	69.1	63.6	77.0	169.1	203.3	254.4
YoY	10.6	17.6	40.8	9.0	30.2	35.4	-1.7	44.6	5.3	20.2	25.1
필러	29.3	36.5	29.9	32.0	33.1	43.1	33.1	36.7	117.7	127.7	146.0
YoY	12.7	20.1	-4.5	6.7	12.8	18.1	10.8	14.8	24.9	8.5	14.3
화장품	9.5	6.6	9.0	11.7	12.4	8.8	12.2	16.4	26.8	36.8	49.8
YoY	50.8	11.0	20.0	20.0	31.0	33.0	35.0	40.0	27.6	37.3	35.2
기타	1.3	1.3	1.5	1.3	1.5	1.4	1.4	1.5	6.0	5.4	5.7
YoY	30.0	-27.8	20.0	15.0	12.0	11.0	-10.0	15.0	-66.1	-10.0	6.4
매출총이익	57.1	71.6	82.9	76.0	71.9	97.0	86.5	104.1	246.2	287.5	359.5
YoY	14.0	13.8	25.1	13.4	26.0	35.6	4.4	37.0	12.5	16.8	25.1
GPM	76.8	74.9	78.8	77.4	78.5	79.2	78.5	79.1	77.0	77.0	78.9
영업이익	24.0	42.5	53.4	46.6	37.9	67.6	54.6	73.4	117.8	166.4	233.5
YoY	29.5	51.8	54.5	26.7	58.3	59.0	2.3	57.6	16.2	41.3	40.3
OPM	32.2	44.5	50.8	47.4	41.4	55.2	49.5	55.8	36.8	44.6	51.2
당기순이익	22.7	37.0	42.9	37.1	34.0	55.8	44.2	56.2	97.7	140.4	190.1
YoY	27.0	75.2	9.0	128.8	63.3	50.8	3.0	51.6	60.9	43.7	35.4
NPM	28.0	38.7	40.9	37.7	37.1	45.5	40.1	42.7	29.1	37.6	41.7

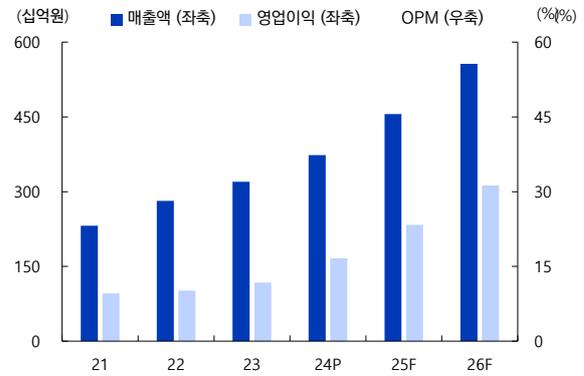
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 108] 분기 실적 추정



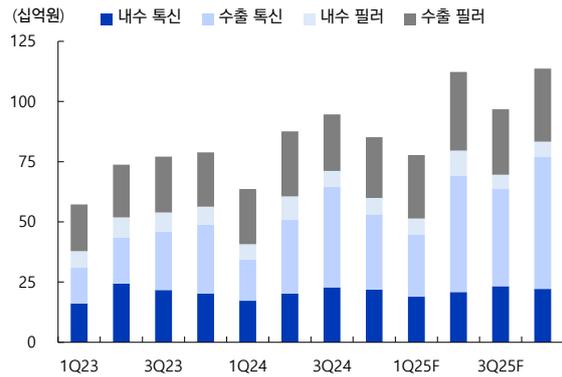
자료: 휴젤, 교보증권 리서치센터

[도표 109] 연간 실적 추정



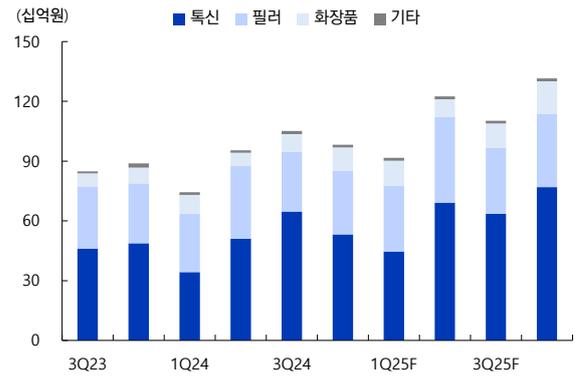
자료: 휴젤, 교보증권 리서치센터

[도표 110] 제품별 내수/수출 비중



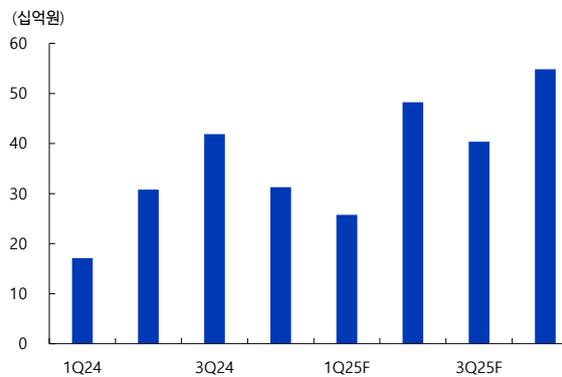
자료: 휴젤, 교보증권 리서치센터

[도표 111] 사업부문별 매출 비중 현황



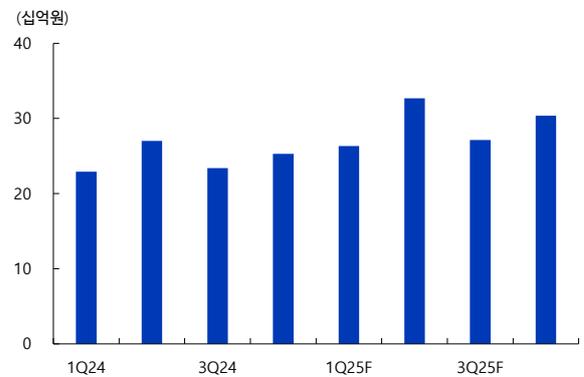
자료: 휴젤, 교보증권 리서치센터

[도표 112] 수출향 백신 매출 추이 및 추정



자료: 휴젤, 교보증권 리서치센터

[도표 113] 수출향 필러 매출 추이 및 추정



자료: 휴젤, 교보증권 리서치센터

[휴젤 145020]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	282	320	373	456	556
매출원가	63	74	86	96	109
매출총이익	219	246	288	360	447
매출총이익률 (%)	77.7	77.0	77.1	78.9	80.3
판매비와관리비	117	128	121	126	135
영업이익	101	118	166	233	312
영업이익률 (%)	36.0	36.8	44.6	51.2	56.1
EBITDA	115	132	179	245	323
EBITDA Margin (%)	41.0	41.2	47.9	53.7	58.0
영업외손익	-28	15	14	10	13
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	23	42	24	24	30
금융비용	-45	-15	-11	-13	-13
기타	-6	-12	1	-2	-4
법인세비용차감전순이익	73	133	180	244	326
법인세비용	9	36	40	54	72
계속사업순이익	64	98	141	190	254
중단사업순이익	-3	0	0	0	0
당기순이익	61	98	141	190	254
당기순이익률 (%)	21.5	30.5	37.7	41.7	45.7
비지배지분순이익	3	5	7	9	12
지배지분순이익	57	93	134	181	242
지배순이익률 (%)	20.4	29.1	35.9	39.8	43.5
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	3	0	2	2	2
포괄순이익	63	98	143	192	256
비지배지분포괄이익	5	6	8	11	15
지배지분포괄이익	58	92	134	181	241

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	81	118	140	183	242
당기순이익	61	98	141	190	254
비현금항목의 가감	63	43	40	56	68
감가상각비	9	9	8	7	6
외환손익	6	1	-5	-3	-3
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	48	32	37	52	64
자산부채의 증감	-31	-2	-14	-21	-26
기타현금흐름	-12	-21	-26	-42	-54
투자활동 현금흐름	-192	43	15	13	12
투자자산	2	18	0	0	0
유형자산	-33	-24	0	0	0
기타	-161	49	15	13	12
재무활동 현금흐름	-51	-187	-64	-65	-65
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-51	-187	-65	-65	-65
현금의 증감	-162	-26	168	215	288
기초 현금	294	132	106	274	488
기말 현금	132	106	274	488	777
NOPLAT	89	86	130	182	244
FCF	38	75	128	172	228

자료: 휴젤, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	618	568	725	939	1,232
현금및현금성자산	132	106	274	488	777
매출채권 및 기타채권	58	49	58	70	85
재고자산	27	34	40	49	60
기타유동자산	401	378	354	332	311
비유동자산	432	361	349	338	328
유형자산	120	135	126	119	113
관계기업투자금	1	1	1	2	2
기타금융자산	89	22	22	22	22
기타비유동자산	222	203	199	195	191
자산총계	1,050	929	1,074	1,277	1,560
유동부채	177	57	63	74	99
매입채무 및 기타채무	25	27	27	28	29
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	153	31	35	46	70
비유동부채	23	92	92	94	99
차입금	0	0	0	0	0
사채	0	89	89	89	89
기타비유동부채	23	3	3	5	10
부채총계	200	150	155	168	198
지배지분	792	747	882	1,063	1,305
자본금	6	6	7	7	7
자본잉여금	327	327	327	327	327
이익잉여금	899	936	1,070	1,252	1,494
기타자본변동	-447	-533	-533	-533	-533
비지배지분	57	32	38	46	57
자본총계	849	780	920	1,109	1,362
총차입금	119	90	89	89	89

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	4,629	7,517	10,849	14,386	19,213
PER	29.1	19.9	25.9	23.2	17.4
BPS	63,955	62,204	69,956	84,342	103,555
PBR	2.1	2.4	4.0	4.0	3.2
EBITDAPS	9,315	10,631	14,468	19,412	25,592
EV/EBITDA	11.4	11.3	17.0	14.4	10.1
SPS	22,742	25,819	30,185	36,171	44,145
PSR	5.9	5.8	9.3	9.2	7.6
CFPS	3,096	6,017	10,338	13,645	18,114
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	21.5	13.5	16.7	22.2	22.0
영업이익 증가율	6.0	16.2	41.3	40.2	33.8
순이익 증가율	0.5	60.9	44.1	35.2	33.6
수익성					
ROIC	28.0	25.5	37.2	51.4	66.5
ROA	5.6	9.4	13.4	15.4	17.1
ROE	7.3	12.1	16.5	18.6	20.5
안정성					
부채비율	23.6	19.2	16.8	15.1	14.6
순차입금비율	11.3	9.7	8.3	7.0	5.7
이자보상배율	32.6	40.1	15.8	18.4	24.6

파마리서치 214450

리쥬란으로 세계일주

Mar 26, 2025

Buy

신규

TP 380,000 원

신규

Company Data

현재가(03/25)	319,500 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	335,500 원
52 주 최저가(보통주)	91,000 원
KOSPI (03/25)	2,643.13p
KOSDAQ (03/25)	719.41p
자본금	53 억원
시가총액	34,366 억원
발행주식수(보통주)	1,051 만주
발행주식수(우선주)	118 만주
평균거래량(60 일)	9.3 만주
평균거래대금(60 일)	289 억원
외국인지분(보통주)	17.04%
주요주주	
정상수 외 8 인	38.17%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	13.5	62.7	259.3
상대주가	22.3	69.2	351.7



[제약/바이오] 정희령

3771- 9730,

hr.jung@iprovest.com

2025년 매출액 4,500억원, 영업이익 1,706억원 (OPM 37.9%) 전망

파마리서치의 2025년 매출액을 4,500억원 (YoY +28.6%), 영업이익을 1,706억원 (YoY +35.4%, OPM 37.9%)로 전망. 1,2월 수출입 데이터 확인 시 리쥬란 수출은 MoM으로 지속 성장 중인 것이 확인. 기존 주요 수출국인 동남아향을 중심으로 고수요 지속. 특정 국가에 국한된 것이 아닌 다양한 국가로의 데이터 성장이 확인된 것이 의미.

외국인 환자 및 인바운드 수요 증가의 가장 큰 수혜가 예상되는 업체. 2024년부터 관찰되는 외국인 환자의 피부과 지출액 증가는 일본, 중국의 2개 국가가 견인 중. 일본 현지 시술 예약 사이트 확인 시 '리쥬란' 시술의 인기도는 상위권을 지속 유지. 2025년 내수향 의료기기 매출은 864억원 (YoY +32.0%)로 추정하며, 외형 성장을 견인할 예정.

CVC가 보유한 헬스케어 영업망을 통해 기존 주요 수출국에 대한 성장은 가속화 전망. 동남아향의 본격 성장의 시작은 2024년으로, 여전히 침투할 틈은 크다고 판단. 동시에 신규 진출국에 대한 확장도 예정. 유럽향 판매 연초부터 본격 시작. 시장 형성에 시간은 소요될 것으로 판단하나 향후 중장기 성장동력의 기반 마련 전망.

투자의견 매수, 목표주가 380,000원으로 커버리지 개시

파마리서치에 대해 투자의견 매수, 목표주가 380,000원으로 커버리지 개시. 1)스킨부스터, 독신, 화장품, 향후 개발 예정인 미용의료기기까지 에스테틱 포트폴리오 전반을 보유함에 따라 전사업부의 동반 성장이 예상, 2)해외 스킨부스터 시장 형성에 장기간 소요되었던 만큼 매출 성장은 이제 시작 단계로 판단. 보수적인 의원단과 소비자 트렌드를 모두 확보한 만큼 '리쥬란' 시술의 인지도는 우상향 전망.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	261	350	450	565	708
YoY(%)	34.0	34.1	28.6	25.5	25.4
영업이익(십억원)	92	126	171	216	264
OP 마진(%)	35.2	36.0	38.0	38.2	37.3
순이익(십억원)	77	89	132	173	206
EPS(원)	7,481	8,642	12,992	17,018	20,241
YoY(%)	86.4	15.5	50.3	31.0	18.9
PER(배)	14.6	30.4	25.2	19.2	16.2
PCR(배)	10.7	17.9	16.0	13.2	11.2
PBR(배)	2.6	5.7	5.8	4.6	3.7
EV/EBITDA(배)	9.8	18.2	17.0	13.1	10.2
ROE(%)	19.7	18.9	22.7	24.0	22.9

1. Valuation

투자이견 매수,
 목표주가 380,000원으로
 커버리지 개시

파마리서치의 25F 순이익을 1,332억원으로 추정, Target PER 29배 제시하며 목표주가 380,000원으로 커버리지를 개시한다. 파마리서치는 2024년 수출 비중이 크게 증가하며 멀티플 리레이팅이 이뤄졌다. 출시 후 3~5년이 흐른 다국가를 대상으로 수출입 데이터의 레벨업이 확인되었다. ‘리쥬란’ 제품에 대한 소비자 인지도 및 시술 횟수의 증가는 트렌드 지표 및 매출액의 성장으로 이어졌다.

2024년의 파마리서치 성장이 중국, 태국 등 기존의 주요국 대상으로 진행되었다면, 2025년은 신규국으로의 침투를 상승이 예상된다. CVC의 유통망을 활용해 유럽향 판매를 시작한 파마리서치는 의원향 교육 및 소비자 인지도 제고를 위한 영업 가속화를 진행할 예정이다.

의료기기 ‘리쥬란’, 화장품 ‘리쥬란’ 및 특신까지 전반의 에스테틱 라인업을 보유한 파마리서치는 의료기기 사업부의 트렌드 성장이 타 사업부의 실적 성장까지 견인하는 긍정적인 BM을 보유하고 있다. 중국 및 내수에서 확인된 화장품 브랜드의 성장은 2025년에도 유지될 인바운드 수요를 통해 그 기을기를 유지할 것으로 전망된다.

[도표 114] 파마리서치 Valuation (단위: 십억원, 배, 천주, 원, %)

파마리서치 기업가치	3,861.7	
A. 파마리서치 2025F (지배) 순이익	133.2	
B. Target PER	29.0	
보통주주식수	10,112	
적정주가 산출	380,000	
현재 주가	319,500	3월 25일 증가
상승 여력	18.9%	

자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

[도표 115] 피어 멀티플 비교 (단위: x)

	12MF PER	25F PER	26F PER
휴젤	21.8	23.0	18.7
파마리서치	24.9	26.4	21.3
대웅제약	11.3	11.8	10.0
클래시스	25.3	26.9	21.4

자료: QuantiWise, 교보증권 리서치센터

2. 회사 개요

파마리서치는 원천 기술 보유한 PDRN, PN 기반 의료기기 업체

파마리서치는 2015년 7월 코스닥에 상장한 PDRN, PN 기반 의료기기 업체다. PDRN은 항염증 및 조직재생 효과를 가진 DNA 분절체로, 연어의 생식세포에서 추출한 DNA를 정제한 물질이다. 파마리서치는 PDRN을 기반으로 제조한 의약품, 의료기기, 화장품 등을 판매하고 있다. 원재료 추출 및 제품 제조방법 특허 기술을 보유하고 있어 다양한 사업으로서의 확장이 가능하다.

파마리서치는 2013년 강릉 GMP 인증공장 설립, 2019년 제2공장 준공을 통해 실적 성장의 기반을 마련했다. 2023년 기준 전사 매출 비중은 의료기기 52%, 화장품 23%, 의약품은 21%로 이루어져 있다. 의약품은 주로 전문의약품(ETC)으로 구성되어 있다. 수술 이후 조직 수복용으로 사용되는 ‘플라센텍스’, 항암면역증강제로 사용되는 ‘자닥신’ 등이 대표 제품이다. 주요 사업부인 의료기기는 피부과에서 사용되는 스킨부스터 ‘리쥘란’과 ‘리쥘란 HB plus’, 퇴행성 관절강 주사인 ‘콘쥘란’, 필러 ‘리쥘비엘’ 등이 있다. 화장품은 리쥘란의 인지도를 바탕으로 출시되었으며, 본격 리쥘란이 성장한 2019년부터 매출 성장세가 시작되었다.

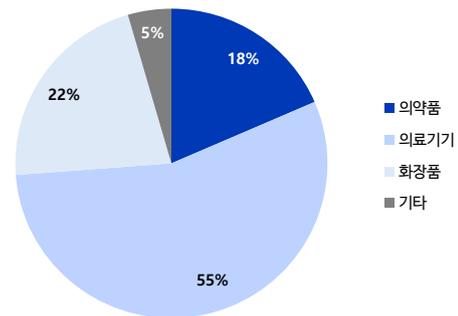
파마리서치는 2017년 이후 보툴리눔독신, 필러, 레이저 미용기기, AI기반 디지털 치료기기, 동물 의약품 기업 등 M&A 및 지분 투자를 통해 사업 부문을 확장해 나가고 있다. 향후 성장세가 예상되는 보툴리눔 독신 제품 ‘리앤톡스’는 파마리서치바이오를 통해 조달하며, 국내 대리점을 통해 전량 수출되고 있다. 현재 100단위는 올해 2월 국내 품목허가를 받아 2025년부터 내수향 판매를 시작할 예정이다. 국내 대리점을 통해 수출되고 있는 수출용은 100단위와 200단위를 대상으로 허가승인을 받아 향후 꾸준한 매출 성장이 예상된다.

[도표 116] 파마리서치 주주 구성



자료: 파마리서치, 교보증권 리서치센터

[도표 117] 파마리서치 2024년 사업부문별 매출 비중



자료: 파마리서치, 교보증권 리서치센터

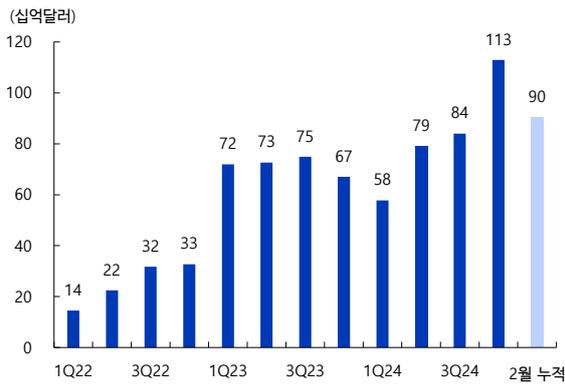
3. 리쥘란의 글로벌 수요, 지속 우상향 중

**글로벌 스킨부스터
시장을 형성 중인 리쥘란**

리쥘란은 PDRN/PN 기반의 스킨부스터다. 스킨부스터란 피부 개선에 도움을 주는 유효 성분을 피부 속에 주사하는 주사를 의미한다. 스킨부스터 시장은 타 주사제인 톡신/필러 제품 대비 역사가 짧다. 2014년 국내 리쥘란이 출시, 이후 본격적으로 인지도 상승이 시작된 것은 2019년이다. 리쥘란의 국내 인지도 상승과 동시에 스킨부스터 시장이 형성되었다고 해도 과언이 아니다.

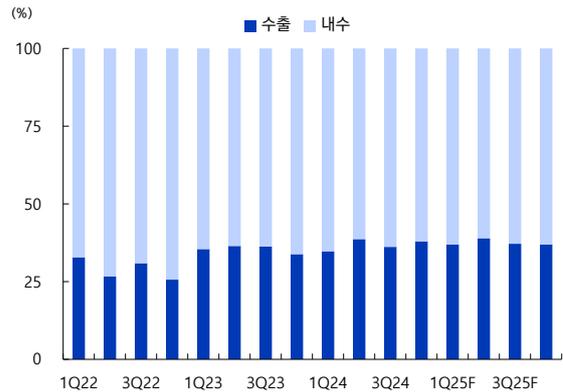
글로벌 스킨부스터 시장이 형성된 기간 또한 길지 않다. 리쥘란의 본격적인 수출은 2023년에 시작되었다. 2023년 기준 의료기기 사업부 내 수출 비중은 약 30%였다. 4Q24 리쥘란 수출입 데이터는 약 11.3백만 달러로 역대 최고치를 기록했다. 섹터 내 성수기 및 태국 초동 재고 확보를 위한 대량 판매 금액으로 수출액이 크게 증가했던 작년 상반기 대비해서도 성장한 금액이다. 글로벌 검색어 트렌드도 꾸준히 우상향 중이다. 출시 후 인지도를 쌓는 시간을 지나, 스킨부스터 시장이 형성되며 글로벌 수출이 본격 증가하는 구간으로 판단된다.

[도표 118] 파마리서치 분기별 수출입 데이터 추이



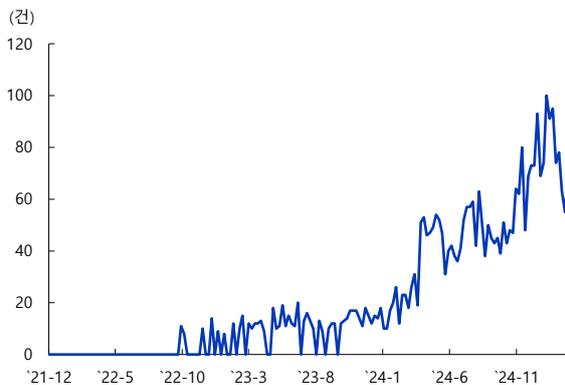
자료: 파마리서치, 교보증권 리서치센터

[도표 119] 파마리서치 수출 비중 추이



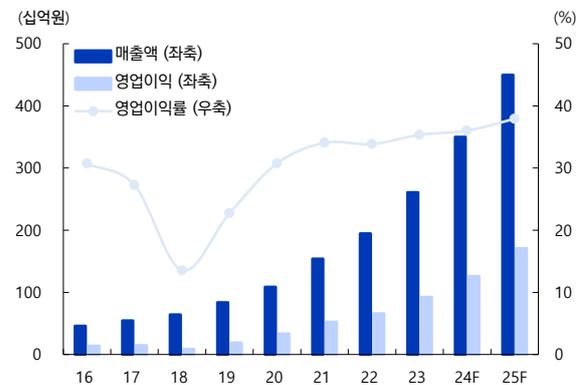
자료: 파마리서치, 교보증권 리서치센터

[도표 120] 리쥘란 구글 트렌드 추이



자료: Google Trend, 교보증권 리서치센터

[도표 121] 파마리서치 연간 실적 추이 및 추정



자료: 파마리서치, 교보증권 리서치센터

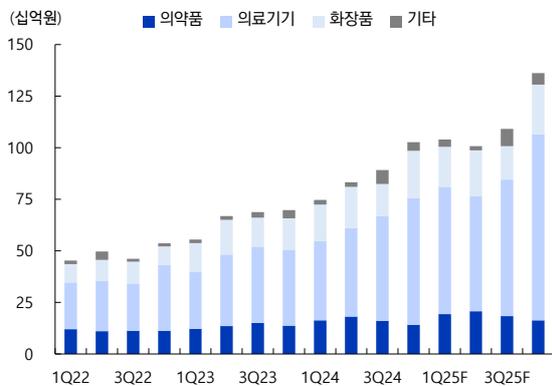
파마리서치는 2024년 9월, 글로벌 사모펀드 CVC에 제3자 배정 상환전환우선주(RCPS) 발행을 통해 2,000억원 규모의 투자를 유치했다. CVC는 헬스케어 딜을 다수 진행한 총 AUM 208조의 글로벌 사모펀드다. 포트폴리오 내 헬스케어 기업이 다수 존재함에 따라 동남아 및 유럽향 유통망에 강점을 갖고 있다. 리주란 판매의 시너지가 기대되는 투자다.

스킨부스터 ‘리주란’은 역사가 짧아 직접 시장을 형성해야 하며 신규 국가를 진출해야 하는 제품이다. 이로 인해 승인허가 → 파트너사 선정 → 시장 내 인지도 형성에 시간이 소요되어 신규국 본격 매출 발생에는 시간이 필요했던 상황이었다. 다만 CVC 투자로 해외 유통망 강화되어 매출 발생의 기간을 가속 가능하다. 파마리서치는 기존 유럽 진출 시점을 4~5년 후로 제시했으나 직접 진출 방식으로 2년 후 판매를 발표했으며, 최근 트렌드 및 실적 성장세 좋은 동남아 시장에 대해서도 유통망을 활용해 사업 확장을 예고했다.

파마리서치는 4Q24~1H25에 걸쳐 신규 승인을 득한 유럽, 대만 등의 국가에 판매를 시작할 예정이다. 2025년 1월 MDR 승인을 획득하며 유럽향 진출을 시작했다. 상대적으로 미용 시장의 개화가 덜 이루어진 유럽 시장의 특성 및 스킨부스터 시장이 부재한 점을 고려 시 매출 내 의미 있는 기여는 시간이 소요될 것으로 판단된다. 미국향 리주란 판매는 현재 도포형 화장품의 형태로 진행 중이다. 리주란의 영업 및 마케팅을 담당하는 미국 자회사는 최근 메드스파 체인점 LaserAway와 협업을 약속하는 등 미국 시장 내 시장 침투를 위해 다양한 영업을 실행하고 있다.

향후 파마리서치는 조달한 자금과 향후 창출된 현금을 통해 해외기업 인수합병 진행 예정이다. 미용의료기기, 바이오 기업 등 인수합병을 통해 해외 유통망 및 전사 포트폴리오 확장이 목표다. 파마리서치는 2017년부터 이어져온 독신 회사 ‘바이오씨앤디’, 필러 ‘에스트라’, 미용기기 회사 ‘메디코슨’, AI 헬스케어 기업 ‘튜링바이오’ 등의 인수를 통해 사업부 확장을 진행 중이다. 최근에는 2025년 연내를 목표로 HIFU 장비 출시 예정임을 발표했다. 대표 제품 리주란과의 영업 시너지를 통해 에스테틱 사업을 지속적으로 강화할 것으로 전망된다.

[도표 122] 파마리서치 분기별 사업부 매출 추이 및 추정



자료: 파마리서치, 교보증권 리서치센터

[도표 123] 파마리서치 ‘리주란’



자료: 파마리서치, 교보증권 리서치센터

4. 화장품 사업부

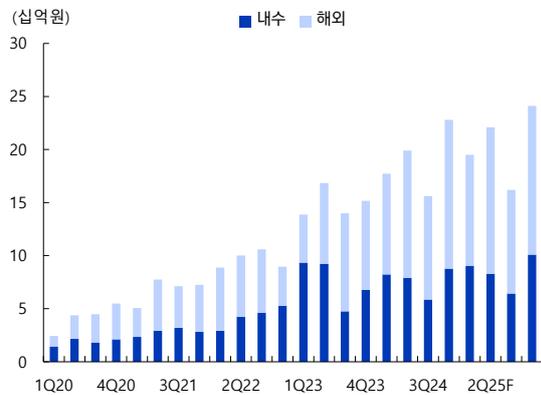
리쥘란의 시술 인지도가 화장품 구매로 이어지는 긍정적인 BM

리쥘란 화장품은 2024년 760억원의 매출액을 기록하며 전년 대비 27.0%의 성장세를 보였다. 화장품 사업부는 시술의 인지도가 본격적으로 성장하기 시작한 2018년 이후 의료기기 사업부와 유사한 성장세를 보이고 있다. 이는 ‘리쥘란’ 시술 인지도가 곧 화장품 구매로 이어지는 긍정적인 비즈니스 모델에 기인한다.

중국향 화장품 수출은 2018년 시작되었으나, 매출 성장이 본격적으로 이뤄진 것은 2021년이다. 2021년 해외향 화장품 매출액은 159억원을 기록하며, 전년 대비 72% 성장했다. 이는 중국향 리쥘란 의료기기 진출이 2020년부터 진행됨에 기인한다. 파마리서치는 중국 내 2등급 의료기기 허가를 받으며, 2020년부터 중국 내 의료기기 판매를 시작했다. 피부 내부로 주입하는 Injector 시술은 불가하나, 표피에 상처를 내며 스킨부스터를 주입하는 MTS 방식으로 시술이 진행되고 있다.

외국인향 시술 인지도가 우상향함에 따라, 화장품 매출의 성장도 이어졌다. 4Q24 기준 내수향 화장품 매출액은 88억원으로, 전년 대비 29.1% 성장했다. 현재 리쥘란 화장품 내수 판매는 올리브영, 면세점 및 온라인 채널을 통해 진행 중이다. 국내 병원에서 시술 경험을 쌓은 국내외 환자들의 브랜드 인지도 인식은 화장품 사업부의 판매 실적 증가로 이어지는 중이다.

[도표 124] 파마리서치 분기별 화장품 사업부 매출 추이



자료: 파마리서치, 교보증권 리서치센터

[도표 125] 파마리서치 '리쥘란' 화장품 제품



자료: 파마리서치, 교보증권 리서치센터

5. 실적 추정

파마리서치의
25년 매출액 4,500억원,
영업이익 1,706억원으로
추정

2025년 매출액을 4,500억원 (YoY +28.6%), 영업이익 1,706억원 (YoY +35.4%, OPM 37.9%)으로 추정한다. 1,2월 수출입 데이터 호조에 따라 1Q25의료기기 사업부의 매출액을 616억원 (YoY+ 24% 성장)을 추정한다. 수출입데이터는 특정 국가가 아닌 다국가향으로 전반적인 레벨업이 이뤄짐에 따라 ‘스킨부스터’ 시장의 형성에 따른 외형 성장은 초입 단계라고 판단된다. 2025년 외국인 환자의 인바운드 수요 증가의 가장 큰 수혜가 예상되는 업체로, 현재 국내 피부과 시장의 주요 소비국인 일본인 환자향의 높은 인지도를 보유하고 있다. 이는 내수 의료기기 사업부 뿐 아니라, 시술 경험을 통해 화장품 구매까지 동반 이어질 수 있다고 판단된다.

2025년 영업이익을 1,706억원 (YoY +35.4%, OPM 37.9%)으로 추정한다. 고마진 사업부인 의료기기의 꾸준한 성장에 따라 영업이익률은 전년대비 1.9% 성장할 것으로 전망된다. 본격 해외 확장기로 컨퍼런스 및 TV 광고 등 광고선전비는 전년대비 32% 증가할 것으로 예상된다.

[도표 126] 파마리서치 분기 실적 추정

(단위: 십억원,%)

	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24P	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	23	24P	25F
매출액	74.7	83.1	89.2	102.6	104.0	100.7	109.1	136.1	261.0	349.9	450.0
YoY	34.8	24.4	29.6	46.7	39.2	21.2	22.3	32.6	34.0	34.0	28.6
의약품	16.3	18.1	16.1	14.2	19.3	20.7	18.3	16.3	54.5	64.7	74.6
YoY	32.7	33.9	7.5	3.2	18.6	14.3	13.7	15.0	19.5	18.6	15.4
의료기기	38.4	43.0	50.7	61.5	61.6	55.9	66.3	90.2	136.1	193.6	274.0
YoY	39.0	24.1	36.7	67.1	60.7	30.0	30.8	46.6	33.4	42.2	41.6
화장품	17.7	19.9	15.6	22.8	19.5	22.1	16.2	24.1	59.9	76.0	81.9
YoY	27.7	18.2	11.6	50.3	10.0	11.0	3.7	5.8	55.8	27.0	7.7
기타	2.3	2.3	6.8	4.2	3.5	2.0	8.3	5.6	10.3	15.6	19.5
YoY	38.5	-20.0	5.0	5.0	51.4	-20.0	5.0	5.0	18.6	51.6	24.6
매출총이익	51.8	59.2	64.6	75.3	73.8	73.2	79.7	99.1	190.3	250.9	325.8
YoY	28.1	18.8	27.6	52.5	42.4	23.6	23.5	31.5	34.4	31.9	29.8
GPM	69.3	71.3	73.4	72.3	70.9	72.7	73.4	73.1	72.9	71.7	72.4
영업이익	26.7	30.8	34.9	33.6	41.1	38.1	41.6	49.7	92.3	126.0	170.6
YoY	28.6	30.1	27.0	65.2	54.2	23.9	19.3	47.7	40.0	36.6	35.4
OPM	35.7	37.0	39.1	32.8	39.5	37.9	38.2	36.5	35.3	36.0	37.9
당기순이익	18.3	28.7	25.5	15.8	0.0	29.8	31.0	37.3	77.3	88.3	131.8
YoY	-2.6	87.6	-7.5	2.5	-100.0	-0.9	0.0	108.6	88.6	16.4	49.4
NPM	23.1	37.8	27.7	15.4	0.0	30.9	22.7	24.2	29.3	25.5	29.6

자료: 교보증권 리서치센터

[파마리서치 214450]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	261	350	450	565	708
매출원가	71	99	124	150	186
매출총이익	190	251	326	415	522
매출총이익률 (%)	72.9	71.8	72.4	73.5	73.7
판매비와관리비	98	125	155	200	258
영업이익	92	126	171	216	264
영업이익률 (%)	35.3	36.0	37.9	38.2	37.3
EBITDA	104	140	182	226	273
EBITDA Margin (%)	39.9	39.9	40.5	40.0	38.6
영업외손익	8	-10	-2	6	-1
관계기업손익	1	6	1	1	1
금융수익	18	25	9	10	11
금융비용	-6	-41	-9	-6	-9
기타	-4	0	-3	1	-3
법인세비용차감전순이익	101	116	169	222	264
법인세비용	23	27	37	49	58
계속사업순이익	77	89	132	173	206
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	77	89	132	173	206
당기순이익률 (%)	29.6	25.4	29.3	30.6	29.0
비지배지분순이익	1	-3	-5	-6	-7
지배지분순이익	77	92	137	179	213
지배순이익률 (%)	29.3	26.3	30.3	31.7	30.0
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	1	2	2	2	2
포괄순이익	79	91	134	175	207
비지배지분포괄이익	1	-3	-5	-6	-7
지배지분포괄이익	78	94	139	181	215

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	65	138	150	183	212
당기순이익	77	89	132	173	206
비현금항목의 가감	28	61	78	81	95
감가상각비	8	10	9	8	7
외환손익	0	-1	3	-1	3
지분법평가손익	0	0	-1	-1	-1
기타	19	52	67	74	85
자산부채의 증감	-31	0	-23	-26	-33
기타현금흐름	-9	-12	-37	-44	-56
투자활동 현금흐름	-45	-226	-19	-12	-9
투자자산	-14	-5	2	2	2
유형자산	-12	-36	0	0	0
기타	-19	-184	-20	-13	-11
재무활동 현금흐름	-26	183	180	181	181
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	-2	10	10	10	10
장기차입금	-15	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-8	-10	-13	-11	-11
기타	-2	182	183	182	182
현금의 증감	-6	98	136	185	214
기초 현금	73	67	165	301	486
기말 현금	67	165	301	486	700
NOPLAT	71	97	133	168	206
FCF	40	74	122	153	182

자료: 파마리서치, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	256	555	731	954	1,211
현금및현금성자산	67	165	301	486	700
매출채권 및 기타채권	35	43	54	68	85
재고자산	50	57	74	93	116
기타유동자산	104	289	302	307	309
비유동자산	279	301	291	284	282
유형자산	123	147	138	130	123
관계기업투자금	17	21	19	18	16
기타금융투자자산	86	67	67	67	67
기타비유동자산	53	66	66	68	75
자산총계	535	856	1,022	1,237	1,493
유동부채	66	83	88	93	100
매입채무 및 기타채무	19	40	43	47	52
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	46	42	44	46	48
비유동부채	7	203	234	268	304
차입금	0	1	2	2	2
사채	0	0	10	20	30
기타비유동부채	7	202	223	246	272
부채총계	73	286	322	361	404
지배지분	433	539	663	830	1,031
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	175	197	197	197	197
이익잉여금	261	343	466	634	835
기타자본변동	-5	-5	-5	-5	-5
비지배지분	29	30	37	46	57
자본총계	462	569	699	876	1,089
총차입금	34	206	237	269	303

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	7,481	8,642	12,992	17,018	20,241
PER	14.6	30.4	25.2	19.2	16.2
BPS	41,966	46,161	56,696	71,024	88,250
PBR	2.6	5.7	5.8	4.6	3.7
EBITDAPS	10,188	13,065	15,611	19,355	23,399
EV/EBITDA	9.8	18.2	17.0	13.1	10.2
SPS	25,506	33,603	42,845	53,757	67,403
PSR	4.3	7.8	7.6	6.1	4.9
CFPS	3,909	6,960	10,461	13,058	15,596
DPS	950	1,100	1,100	1,100	1,100

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	34.0	34.1	28.6	25.5	25.4
영업이익 증가율	40.0	36.6	35.4	26.4	22.4
순이익 증가율	77.9	15.1	48.3	31.0	18.9
수익성					
ROIC	35.9	45.3	59.6	70.2	78.6
ROA	15.1	13.2	14.5	15.8	15.6
ROE	19.7	18.9	22.7	24.0	22.9
안정성					
부채비율	15.8	50.3	46.1	41.2	37.1
순차입금비율	6.3	24.1	23.2	21.7	20.3
이자보상배율	30.9	27.2	18.0	35.2	29.3

클래시스 214150

제 2의 확장기 시작

Mar 26, 2025

Buy

신규

2025년 매출액 3,555억원, 영업이익 1,807억원 (OPM 50.8%) 추정

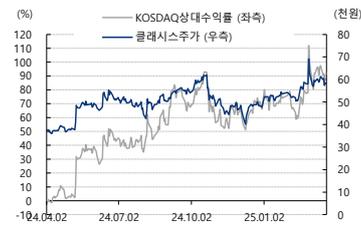
TP 70,000 원

신규

Company Data

현재가(03/25)	58,300 원
액면가(원)	100 원
52 주 최고가(보통주)	69,100 원
52 주 최저가(보통주)	35,300 원
KOSPI (03/25)	2,643.13p
KOSDAQ (03/25)	719.41p
자본금	65 억원
시가총액	38,255 억원
발행주식수(보통주)	6,551 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	119.1 만주
평균거래대금(60 일)	745 억원
외국인지분(보통주)	73.37%
주요주주	
BCPE Centur Investments, LP 외 2 인	72.95%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.7	5.2	64.3
상대주가	6.9	9.5	106.5



[제약/바이오] 정희령
3771- 9730,
hr.jung@iprovest.com

클래시스의 2025년 매출액을 3,555억원 (YoY +46.3%), 영업이익을 1,807억원 (YoY +44.2%, OPM 50.8%)으로 추정. 신규국 미국 진출 포함 해외향 불뉴머 고속 성장, 유럽 및 일본향 울트라포머 MPT 영업 본격화 등 장비 및 소모품 수출이 견인 예정. 이루다의 신제품 시크릿 Max, 리팻도 국내 시장 내 사용자 경험 확대하며 성장 기대.

불뉴머의 해외 시장 진출이 예상 대비 가속화 중. 2024년 브라질 진출 당시, RF 제품군에 대한 인식 약해 교육 등 제반 업무에 시간이 필요할 것이라고 예상됨. 런칭 첫 해 100대 판매되었으나, 미충족 수요 타깃하며 2024년 연간 800대 수출 달성. 연내 신규 진출할 미국, 기존 영업 강화 중이던 태국 등 주요국향 침투 가속화로 2025년은 전년 대비 성장률 가파른 상승할 것으로 전망.

이루다는 국내향 신제품 시크릿 Max를 출시. 흑자 치료제 리팻은 사용자 경험 확대하며 지속적으로 침투율 확대 중. 지속적인 생산 효율화로 원가 관리 진행되며 2025년 연간 영업이익률은 50.8% 달성할 것으로 추정.

투자의견 매수 및 목표주가 70,000원으로 커버리지 개선

클래시스에 대해 투자의견 매수 및 목표주가 70,000원으로 커버리지를 개선. 1) 기존 대표 제품 대비 마진율 및 평가 개선된 불뉴머의 본격 해외 성장 구간, 3) 장비 확장기에 후행하는 소모품 판매로 상저하의 이익률 전망. 최대주주 지분 매각 이슈로 단기 주가 변동성 존재했으나 펀더멘탈 고려 시 해외향 장비 확장기로 투자 매력도 높다고 판단.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
매출액(십억원)	142	180	243	355	460
YoY(%)	41.0	27.0	34.9	46.3	29.5
영업이익(십억원)	69	90	125	181	223
OP 마진(%)	48.6	50.0	51.4	51.0	48.5
순이익(십억원)	75	74	98	152	184
EPS(원)	1,164	1,146	1,514	2,316	2,809
YoY(%)	71.9	-1.5	32.1	53.0	21.3
PER(배)	15.8	32.9	31.5	25.2	20.8
PCR(배)	16.2	25.0	20.6	20.4	16.7
PBR(배)	5.2	8.6	8.5	7.5	5.6
EV/EBITDA(배)	15.7	25.3	23.0	19.3	15.0
ROE(%)	38.3	28.9	30.0	34.7	31.1

1. Valuation

투자 의견 '매수',
 목표주가 70,000원으로
 커버리지를 개시

클래시스에 대해 투자 의견 '매수', 목표주가 70,000원으로 커버리지를 개시한다. 20.1%의 상승여력을 보유하고 있다. 목표주가는 2025년 예상 지배주주순이익 1,518억원에 Target PER 30배를 적용해 산출했다. Target PER 30배는 국내 주요 미용의료기기/용품 업체(클래시스, 휴젤, 파마리서치)의 2025년 예상 PER에 20%를 할증한 값이다. 클래시스는 2024년 미용의료기기 업체 이루다의 인수합병 후 수평적 포트폴리오 확장을 진행하며 합병 시너지를 목표로 하고 있다.

1) 예상대비 빠른 속도의 볼뉴머 해외 확장, 2) 미국 진출에 따른 신규 시장 확장, 3) 하반기 장비 설치에 후행되는 소모품 성장이 예상된다. 2025년 해외 진출 스토리에 따라 연간 3,400억원~3,600억원이라는 높은 수준의 성장률을 가이던스로 제시했다. 최대주주 지분 매각설로 최근 주가 변동성 존재했으나 펀더멘털 고려 시 2025년은 해외향 장비 확장기로 투자 매력은 높다고 판단한다.

[도표 127] 클래시스 Valuation (단위: 십억원, 배, 천주, 원, %)

클래시스 기업가치	4553.8	
A. 클래시스 2025F (지배) 순이익	151.8	
B. Target PER	30.0	
보통주주식수	64,777	
적정주가 산출	70,000	
현재 주가	58,300	3월 25일 증가
상승 여력	20.1%	

자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

[도표 128] 피어 멀티플 비교 (단위: x)

	12MF PER	25F PER	26F PER
휴젤	21.8	23.0	18.7
파마리서치	24.9	26.4	21.3
대웅제약	11.3	11.8	10.0
클래시스	25.3	26.9	21.4

자료: QuantWise, 교보증권 리서치센터

2. 회사 개요

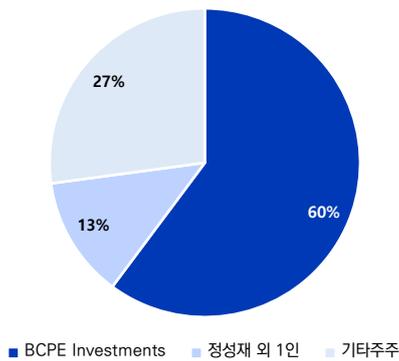
HIFU, RF, 레이저까지
미용기기 전 포트폴리오
보유하고 있는 업체

2007년 설립, 2017년 12월 코스닥에 상장한 미용의료기기 기업이다. HIFU, RF 등 다양한 에너지를 활용하여 피부과 및 성형외과에서 사용되는 의료기기를 개발, 제조 및 판매한다. 대표 제품으로는 ‘슈링크’, ‘슈링크 유니버스’, ‘볼뉴머’ 등이 있으며, 제품을 기반으로 피부 리프팅 솔루션을 제공하고 있다.

클래시스는 글로벌 시장에서 꾸준한 고성장을 보임과 동시에, 교체 및 신규 수요를 창출하는 지속적 성장 사이클을 구축한 기업이다. 클래시스는 2019년 내수 B2C 시장 내 ‘슈링크’에 대한 인기를 시작으로 기술 인지도가 상승되며 실적 성장의 기반을 다졌다. 2021년 해외향 슈링크 장비 매출액 YoY +78%를 달성하며 글로벌 시장 내 기술 수요를 입증했다. 2022년 기존 슈링크 대비 업그레이드 된 ‘슈링크 유니버스’를 출시하며 교체 수요를 이끌었다. 2023년에는 RF 에너지 기반 신규 디바이스 ‘볼뉴머’를 출시하며 포트폴리오 확장을 진행했다. 2024년 마이크로니들RF 및 레이저 전문 미용의료기기 회사 ‘이루다’를 인수합병했다. 연결 실적은 4Q24부터 반영되었으며 합병에 따라 포트폴리오 및 판매 국가 확충을 통한 시너지 발생 예정이다.

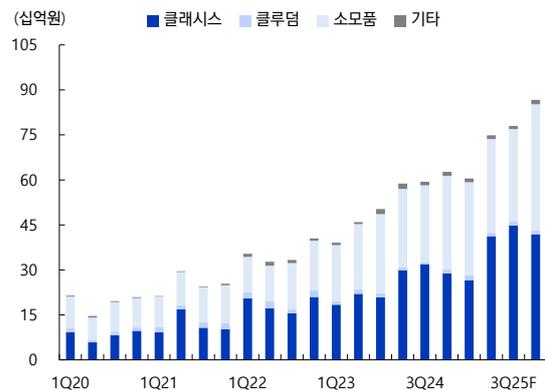
2024년 연결 기준 매출액 2,429억원 (+34.9% YoY), 영업이익 1,253억원 (+39.8% YoY, OPM 51.6%)을 시현했다. 해외 매출액 비중은 69%이며, 장비 성장률은 YoY +23.9%를 달성했다. 이는 해외 현지 대리점을 통한 영업 전략 활성화를 통해 글로벌 점유율을 강화하고 있는 것에 기인한다. 2025년에는 신규 장비 볼뉴머를 통한 지역 확장을 진행할 것으로 예상된다. 해외 출시 초기의 목표치를 상회하는 판매 대수를 꾸준히 기록 중이다. 고마진의 소모품 판매를 기반으로 연간 약 50%의 높은 영업이익률을 꾸준히 유지하고 있다. 장비 판매에서 이어지는 소모품 비중 확대, 전사 영업이익률 개선이라는 성장 사이클을 유지하며, 신제품을 중심으로 고성장의 지속을 증명할 것으로 판단한다.

[도표 129] 클래시스 주주 구성



자료: 클래시스, 교보증권 리서치센터

[도표 130] 클래시스 사업부문별 매출 비중 현황



자료: 클래시스, 교보증권 리서치센터

3. 볼뉴머 성장으로 업사이드 열기

24년 볼뉴머 해외향
800대 판매 추정, 25년
약 1500대 판매 전망

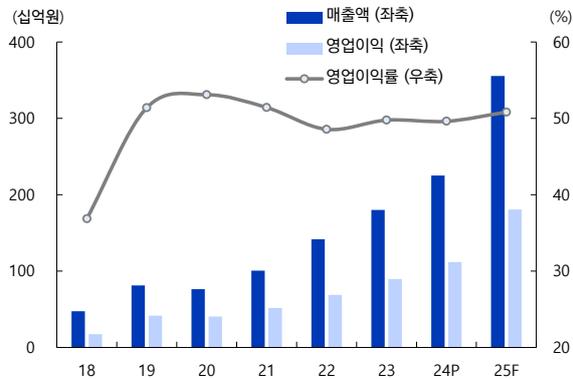
2025년은 클래식스 성장의 큰 폭 도약 시기가 될 예정이다. 2024년 이루다 인수합병으로 인해 미용의 료기기 전체 포트폴리오를 보유한 업체로 성장했다. HIFU, RF, 레이저 등 다양한 에너지 기반의 장비 번들 판매로 영업 시너지 발생이 가능하다. 기존 클래식스의 차세대 장비 ‘볼뉴머’의 해외향 판매 호조도 본격적으로 진행될 예정이다.

2022년 해외 런칭이 시작된 볼뉴머는 첫 해 연간 100대 수준을 판매했으나, 영업 2년차인 2024년 연간 800대가 판매되며 높은 성장률을 보이고 있다. 기존 클래식스의 주요 판매국인 브라질은 RF 시장이 형성되어 있지 않은 국가였다. 따라서 출시 이후 의원단 교육 및 영업 등 제반 작업에 시간이 소요될 것이라 판단했었으나, 미중족 수요의 타격을 통해 출시 초반부터 빠른 침투가 진행되고 있다.

태국의 경우 RF 장비의 경쟁 강도가 가장 높은 국가로, 경쟁사들은 태국 법인 설립을 통해 직판 체제로 공격적인 영업을 진행 중이다. 클래식스의 경우 대형 프랜차이즈 클리닉과의 협업을 통해 시장을 침투하고 있다. 초반 대량 수주가 가능한 동시에 소비자 대상 인지도를 빠른 속도로 획득 가능한 방식이다. 한류스타 광고 모델 기용을 통한 B2C 마케팅도 진행 중이다.

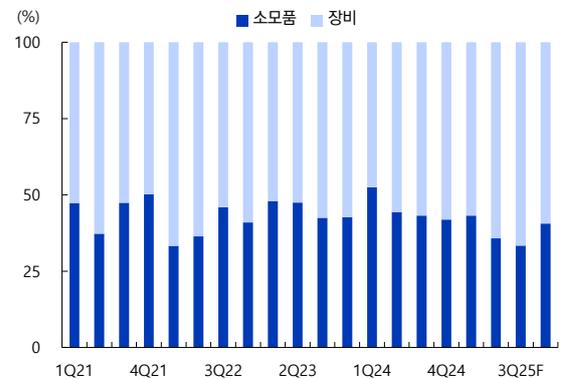
2025년은 미국 시장의 진입, 브라질 및 태국 내 인지도 상향 및 의사 대상 교육 완료됨에 따라 고성장을 유지할 것으로 전망한다. Cartessa Aesthetic과의 파트너십을 통해 미국 시장을 진출할 예정이다. 현재 미국은 비침습 RF보다는 마이크로니들 RF 시술이 더 대중화된 상황으로 출시 초반 데모 장비 시연, 키닥터 대상 마케팅 등 인지도를 쌓는 시간을 거칠 것으로 추정한다. 다만 미국은 글로벌 미용 시장 규모 1위의 국가이며, 현재 FDA 승인을 획득한 후 영업을 시작한 국내 피어 업체의 존재(루트르닉, 윌텍 등), 기존 오리지널 장비 ‘써마지’의 시술 인지도 등으로 빠른 속도로 시장을 형성 가능할 것으로 전망한다. 신제품 진출의 확대와 기존 대표제품의 시술 인지도 우상향이 동시에 이뤄지며 실적의 고성장을 이어가는 그림이다.

[도표 131] 클래식스 연간 실적 추이 및 추정



자료: 클래식스, 교보증권 리서치센터

[도표 132] 클래식스 분기별 소모품 및 장비 판매 비중 추이



자료: 클래식스, 교보증권 리서치센터

4. 실적 추정

2025년 클래시스의 매출액을 3,555억원 (YoY +46.3%)로 추정한다. 해외향 볼뉴머 및 울트라포머 MPT 판매 호조가 예상됨에 따라 장비 사업부의 매출액을 1,544억원 (YoY +38.5%)으로 추정한다. 소모품 매출의 성장률이 장비를 상회했던 2024년과 달리, 2025년은 성장률 측면에서 장비의 기여도가 가장 높을 것으로 판단된다. 판가 높은 장비 사업부의 매출 성장으로 외형 성장이 기대된다. 이루다는 1Q25 내 일부 비인기 품목을 판매 중단할 예정으로 일시적인 영향은 있겠으나, 리팻의 사용자 경험 확대 및 신제품 '시크릿 Max' 출시 예정임에 따라 상저하의 흐름이 예상된다.

2025년 클래시스의 영업이익은 1,807억원 (YoY +44.2%, OPM 50.8%)으로 추정한다. 이루다 연결 실적 반영에 따라 전년 대비 이익률의 일시적 감소가 예상되나, 원가 효율화 및 클래시스 사업부 고성장으로 50% 이상 달성은 가능하다고 판단한다. 상반기 장비 판매 이후 후행되는 소모품 판매는 하반기부터 크게 반영되며 계단식의 영업이익률 성장을 보일 것으로 전망된다.

[도표 133] 클래시스 분기 실적 추정표

(단위: 십억원,%)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	23	24	25F
매출액	50.3	58.8	59.4	74.4	72.0	87.7	92.4	103.4	180.1	242.9	355.5
YoY	29.1	28.1	23.1	58.3	43.1	49.2	55.6	38.9	27.0	34.9	46.3
클래시스	20.8	29.9	31.9	28.9	26.6	41.2	44.8	41.8	90.0	111.5	154.4
YoY	13.0	35.9	23.6	21.4	27.8	37.8	40.4	44.8	21.3	23.9	38.5
클루덤	1.4	1.0	0.6	1.3	1.5	1.1	1.3	1.4	5.1	4.3	5.3
YoY	20.3	-33.3	-33.3	-13.9	9.0	8.0	114.0	10.0	-35.6	-15.1	23.7
소모품	26.4	26.1	25.7	31.2	31.1	31.4	30.8	42.0	81.1	109.4	135.3
YoY	41.2	19.7	25.4	55.2	17.9	20.1	20.0	34.5	45.9	34.9	23.7
기타	1.7	1.8	1.2	1.3	1.3	1.2	1.1	1.5	4.0	6.0	5.0
YoY	112.5	200.0	20.0	-18.8	-26.5	-33.3	-8.3	11.5	-4.8	50.0	-16.7
이루다	0.0	0.0	0.0	11.7	11.5	12.9	14.4	16.7	0.0	11.7	55.4
YoY	N/A	42.6	N/A	N/A	17.4						
매출총이익	40.1	47.6	46.6	56.8	54.2	67.4	70.7	79.1	140.5	191.1	271.3
YoY	32.9	31.0	25.9	53.9	35.0	41.6	51.7	39.2	29.9	36.1	42.0
GPM	79.8	80.9	78.5	76.3	75.3	76.8	76.5	76.5	78.0	78.7	76.3
영업이익	26.5	31.2	29.0	35.8	35.4	45.1	46.9	53.2	89.7	125.3	180.7
YoY	33.0	34.9	17.6	63.3	33.9	44.4	61.7	48.7	30.2	39.8	44.2
OPM	52.6	53.1	48.8	48.1	49.2	51.4	50.8	51.5	49.8	51.6	50.8
당기순이익	26.1	26.5	16.5	28.4	30.8	36.1	38.4	46.4	74.2	97.6	151.8
YoY	38.9	43.0	-22.1	80.9	18.1	36.2	132.8	63.5	-1.6	31.5	55.5
NPM	51.8	45.1	27.8	38.2	42.8	41.2	41.6	44.9	41.2	40.2	42.7

자료: 교보증권 리서치센터

[클래시스 214150]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	142	180	243	355	460
매출원가	34	40	52	84	104
매출총이익	108	140	191	271	357
매출총이익률 (%)	76.3	78.0	78.7	76.3	77.5
판매비와관리비	39	51	66	91	134
영업이익	69	90	125	181	223
영업이익률 (%)	48.6	49.8	51.6	50.8	48.4
EBITDA	73	94	129	184	226
EBITDA Margin (%)	51.3	52.1	53.2	51.8	49.1
영업외손익	28	4	3	10	10
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	3	9	3	27	20
금융비용	-5	-4	0	2	1
기타	30	-1	0	-19	-11
법인세비용차감전순이익	97	94	128	191	233
법인세비용	21	20	30	39	49
계속사업순이익	75	74	98	152	184
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	75	74	98	152	184
당기순이익률 (%)	53.2	41.2	40.2	42.7	40.0
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	75	74	98	152	184
지배순이익률 (%)	53.2	41.2	40.2	42.7	40.0
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	75	74	98	152	184
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	75	74	98	152	184

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	55	65	107	156	182
당기순이익	75	74	98	152	184
비현금항목의 가감	-2	24	52	36	46
감가상각비	4	4	4	3	3
외환손익	0	-1	14	19	11
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-6	21	34	14	32
자산부채의 증감	-6	-9	-11	-21	-20
기타현금흐름	-13	-25	-30	-10	-28
투자활동 현금흐름	-92	-48	-41	-53	-69
투자자산	-15	-10	0	0	0
유형자산	-27	-4	0	0	0
기타	-50	-34	-41	-53	-69
재무활동 현금흐름	21	-26	-16	-17	-17
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	32	-2	-2	-2	-2
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-4	-7	-13	-13	-13
기타	-6	-16	-1	-1	-1
현금의 증감	-17	-8	41	73	90
기초 현금	43	26	18	60	132
기말 현금	26	18	60	132	222
NOPLAT	54	71	96	144	176
FCF	24	62	88	126	159

자료: 클래시스, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	148	186	273	413	585
현금및현금성자산	26	18	60	132	222
매출채권 및 기타채권	8	18	24	34	44
재고자산	23	19	26	38	50
기타유동자산	90	130	163	208	270
비유동자산	184	190	186	182	179
유형자산	104	139	135	132	129
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타금융자산	1	4	4	4	4
기타비유동자산	78	47	46	46	46
자산총계	331	375	458	595	764
유동부채	36	29	30	30	31
매입채무 및 기타채무	9	10	10	10	10
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	2	2	2	2	2
기타유동부채	25	17	17	18	18
비유동부채	66	63	60	58	55
차입금	64	62	60	57	55
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1	1	1	1	1
부채총계	102	92	90	88	86
지배지분	230	284	368	507	678
자본금	6	6	7	7	7
자본잉여금	24	24	24	24	24
이익잉여금	204	271	356	494	665
기타자본변동	-5	-18	-18	-18	-18
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	230	284	368	507	678
총차입금	67	65	62	60	58

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	1,164	1,146	1,514	2,316	2,809
PER	15.8	32.9	31.5	25.2	20.8
BPS	3,544	4,377	5,625	7,741	10,350
PBR	5.2	8.6	8.5	7.5	5.6
EBITDAPS	1,124	1,450	2,003	2,812	3,451
EV/EBITDA	15.7	25.3	23.0	19.3	15.0
SPS	2,189	2,781	3,765	5,426	7,025
PSR	8.4	13.6	12.7	10.8	8.3
CFPS	365	960	1,365	1,919	2,433
DPS	116	200	200	200	200

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	41.0	27.0	34.9	46.3	29.5
영업이익 증가율	33.2	30.1	39.8	44.2	23.3
순이익 증가율	72.1	-1.5	31.6	55.4	21.3
수익성					
ROIC	54.5	52.4	57.0	79.2	88.2
ROA	27.5	21.0	23.4	28.8	27.1
ROE	38.3	28.9	30.0	34.7	31.1
안정성					
부채비율	44.4	32.4	24.4	17.4	12.7
순차입금비율	20.3	17.3	13.6	10.1	7.5
이자보상배율	26.4	45.8	0.0	-76.5	-393.1

대웅제약 069620

다 잘하는 강호의 제약사

Mar 26, 2025

Buy

신규

2025년 매출액 1조 5,216억원, 영업이익 1,677억원(OPM 10.4%) 추정

TP 200,000 원

신규

대웅제약의 2025년 매출액(연결기준)을 1조 5,216억원으로 전년동기대비 7.0% 성장할 것으로 추정. 2025년의 외형 성장도 나뉘다가 이끌 예정. 에블루스는 연간 매출액 가이던스 성장률 30~33%를 제시. '주보' 출시 7년 차 미국 시장 내 M/S 13% 달성하며 시장 내 2위 사업자 위치 확보. 2025년 수출향 나뉘다 매출액 전년동기대비 25.1% 성장한 1,951억원으로 추정하며 수출 비중도 지속 성장. 미국 특신 시장의 성장률을 상회하는 매출 증가 제시함에 따라 마들 세그먼트 시장의 확장 및 1위 사업자 M/S 지속 이탈될 것으로 판단.

Company Data

현재가(03/25)	120,800 원
액면가(원)	2,500 원
52 주 최고가(보통주)	161,100 원
52 주 최저가(보통주)	100,600 원
KOSPI (03/25)	2,643.13p
KOSDAQ (03/25)	719.41p
자본금	290 억원
시가총액	13,707 억원
발행주식수(보통주)	1,159 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	2.6 만주
평균거래대금(60 일)	33 억원
외국인지분(보통주)	8.81%
주요주주	
대웅 외 4 인	61.46%
국민연금공단	11.14%

대웅제약의 2025년 영업이익(연결기준)을 1,677억원 (YoY +13.1%, OPM 10.4%) 추정. 펙수클루, 엔블로 등 고마진 제품의 적응증 확대로 제품 M/S 성장이 곧 영업이익 성장으로 이어질 전망. 2025년 펙수클루 매출액 전년동기대비 55.4% 성장한 1,509억원, 엔블로 매출액은 전년동기대비 97.3% 성장한 227억원으로 추정. 현재 전임상 진행 중인 비만 및 항암 파이프라인의 임상 1상 진입 예정에 따라 연구개발비 증가할 것으로 판단되나, 4월 예정되어 있는 AACR 내에서 합성치사 PolQ 저해제 'DWP223'의 전임상 데이터초록 발표 등 R&D 현황도 확인 가능할 예정.

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.6	-17.6	-2.1
상대주가	-10.3	-19.2	2.1

투자의견 매수 및 목표주가 200,000원으로 커버리지 개시

대웅제약에 대해 투자의견 매수 및 목표주가 200,000원으로 커버리지 개시. 1) 에블루스의 디지털 마케팅 및 멤버십으로 신규 시장 소비자인 밀레니엄 세대 대상 로열티 강화, 2) 금년 에스테틱 업종의 전체적인 미국 진입이 시작됨에 따라 국내 업체 중 시장 선도자로서 특신 수출에 대한 관심 제고될 것으로 추정, 3) 고마진 제품의 지속적인 비중 확대 진행 중으로 향후 전사 마진을 개선이 전망

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	1,375	1,423	1,522	1,704	1,893
YoY(%)	7.4	3.4	7.0	12.0	11.1
영업이익(십억원)	123	148	168	206	238
OP 마진(%)	8.9	10.4	11.0	12.1	12.6
순이익(십억원)	120	23	123	158	182
EPS(원)	10,507	2,135	11,231	14,413	16,676
YoY(%)	188.2	-79.7	426.1	28.3	15.7
PER(배)	11.1	59.2	10.5	8.2	7.1
PCR(배)	7.5	7.5	4.2	3.8	3.5
PBR(배)	1.8	1.8	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA(배)	11.0	11.0	9.4	7.6	6.2
ROE(%)	17.7	3.2	15.2	16.7	16.5



[제약/바이오] 정희령
3771- 9730,
hr.jung@iprovest.com

1. Valuation

목표주가 200,000원으로 커버리지를 개시

대웅제약의 25F EBITDA를 22,921억원으로 추정, Target EV/EBITDA 10.4배 제시하며 목표주가 200,000원으로 커버리지를 개시한다. Target EV/EBITDA는 상위 제약사 4개(한미약품, 종근당, 녹십자, 동아에스티)의 평균 12MF EV/EBITDA를 사용했다.

대웅제약은 2025년 나보타 중심의 외형 성장이 기대된다. 현재 미국 진출 7년차 M/S 13%를 획득하며 시장의 2위 사업자로 자리잡고 있다. 미국의 미용 시장이 밀레니엄 세대를 중심으로 확장되고 있는 만큼, 디지털 마케팅 및 멤버십 프로모션을 통해 젊은 세대의 고객 로열티를 확보하고 있는 점이 긍정적이다. 펙수클루, 엔볼로 등 고마진 제품의 적응증 확장으로 전사 믹스 개선도 전망된다.

		비고
대웅제약 기업가치	22,921.21	
영업가치	23,839.8	
A. 대웅제약 2025F EBITDA	2,296.7	
B. Target EV/EBITDA	10.4	상위 4개 제약사 평균 12MF EV/EBITDA
한올바이오파마 비영업가치	4,345.5	3개월 평균 시가총액 * 지분율 * 지주사 할인 30% 적용
순차입금	5,264.1	
발행주식수 (천주)	11,587	
현재주가	120,800	3월 25일 종가
적정주가	197,818	
목표주가	200,000	
상승여력	65.6%	

자료: 교보증권 리서치센터

	12MF PER	25F PER	26F PER
휴젤	21.8	23.0	18.7
파마리서치	24.9	26.4	21.3
대웅제약	11.3	11.8	10.0
클래시스	25.3	26.9	21.4

자료: QuantWise, 교보증권 리서치센터

2. 회사 개요

대웅제약은 2002년 코스피에 상장한 제약사

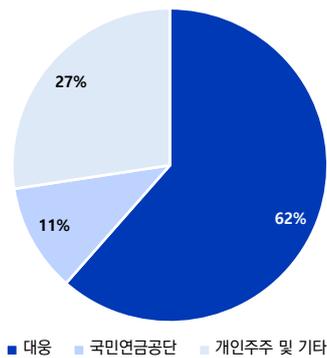
대웅제약은 1961년 설립, 2002년에 코스피에 상장한 제약사다. 보툴리눔 독신, 전문의약품, 일반의약품 등을 제조 및 판매하며, 대표 제품으로는 독신 ‘나보타’, P-CAB 제제 ‘펙스클루’, 간약 ‘우루사’ 등이 있다. 대웅제약은 미국 미용 독신 시장 진입 7년차로 2024년 기준 점유율 13%를 획득하고 있다.

4Q24 기준 사업부문별 매출 비중은 ETC 59.4%, 나보타 13.2%, OTC 9.1% 및 기타 18.2%다. 대웅제약은 2019년 나보타(수출명 후보)의 FDA 승인허가를 획득 후 미국 시장에 진출했다. 2024년 나보타 수출 매출액은 1,560억원을 기록했다. 에볼루스와의 파트너사 계약 후 고품질 제품의 가성비 포지셔닝으로 시장 내 고속 성장 중이다. 나보타는 중국 허가 신청 후 승인 획득을 연내 예상하고 있다. 대웅제약은 현재 500만 바이알의 생산 시설을 보유하고 있으며, 3공장은 완공 후 GMP 인증 과정을 거치고 있다. 3공장 증설로 인해 최대 1,800만 바이알의 생산 능력을 확보할 예정이다.

ETC 사업부에서는 고마진의 제품 매출 비중을 확대 중이다. 2022년 7월 펙스클루, 2023년 5월 엔블로 출시했다. 2024년 연간 각 제품의 전년 대비 성장률은 76.9%, 150%였다. 그 외 대표제품으로는 2024년 연간 매출액 700억원을 기록한 간약 ‘우루사’ 등이 있다.

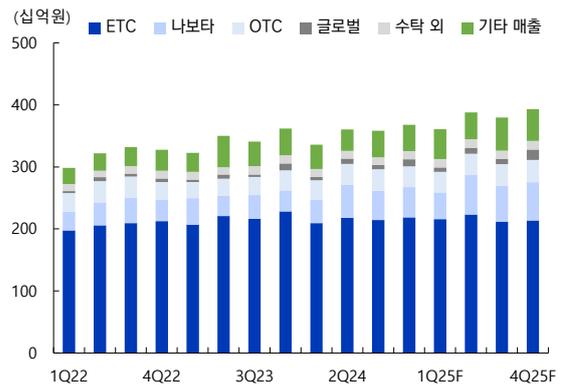
대웅제약은 대사, 비만, 항암에 대한 R&D 파이프라인을 보유 중으로 현재 전임상 진행 중인 비만 및 항암제 관련 파이프라인의 1상 진입을 연내 목표로하고 있다. 2025년 4월 진행될 AACR에서 합성치사 PolQ 저해제 ‘DWP223’의 전임상 데이터를 초록 발표할 예정이다.

[도표 136] 대웅제약 주주 구성



자료: 대웅제약, 교보증권 리서치센터

[도표 137] 대웅제약 분기별 사업부 매출 추이



자료: 대웅제약, 교보증권 리서치센터

3. 나보타, 미국 시장을 장악하다

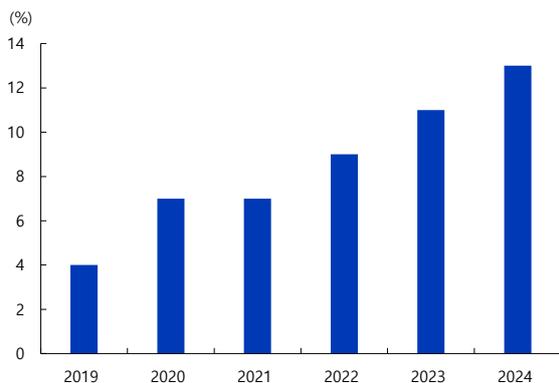
대웅제약, 나보타 미국 출시 7년차 시장 내 M/S 13% 달성

대웅제약은 2019년 나보타(수출명 주보)의 FDA 승인허가를 획득 후 미국 시장에 진출했다. 현재 출시 후 7년차로 미국 미용 시장의 13%를 점유하고 있다. 빠른 속도로 M/S 확보가 가능했던 요인은 파트너사 에볼루스의 영업력에 있다. 에볼루스는 앨리간의 영업 임원 출신 인력들이 설립한 회사다. 앨리간의 보톡스가 긴 시간 안정성을 인정받은 차별점으로 보유하고 있다면, 에볼루스의 주보는 상대적으로 젊은 세대를 타깃하는 방식을 택했다. 전문의약품의 광고행위가 불가능한 국내와 달리, 대중 대상 광고가 가능한 미국 시장이기에 B2C 대상 온라인 및 TV 광고를 활발히 진행 중이다.

에볼루스는 고객 대상 멤버십 프로그램을 운영하며 소비자 로열티를 확보하는 데에 힘을 쏟고 있다. 'Evolus Rewards'는 2020년에 런칭되어, 환자 등록 시 90일마다 40달러의 시술 할인을 제공하는 프로그램이다. 리워즈 프로그램을 통해 누적 200만건의 시술 달성, 100만명 이상의 소비자가 등록되었다. 또한 구독형 멤버십 프로그램인 'Club Evolus'를 통해 매월 49달러 지불 시 20Unit의 시술이 가능한 프로그램을 제공하고 있다. 프로그램 구독 시 연간 372달러의 절감이 가능한 멤버십으로 젊은 세대를 타깃한 프로그램 등을 운영 중이다. 두 멤버십 모두 등록자 수의 우상향이 지속적으로 관찰되고 있다. 기존 미국 미용 시장의 주요 타깃층은 4050 여성이었으나, 최근 시장의 성장은 2030 여성의 시술소비 의지 강화에 기인했다. 에볼루스의 디지털 마케팅 및 멤버십 프로그램 모두 신규 Q를 확보 및 이탈 방지에 효과적이라고 판단된다.

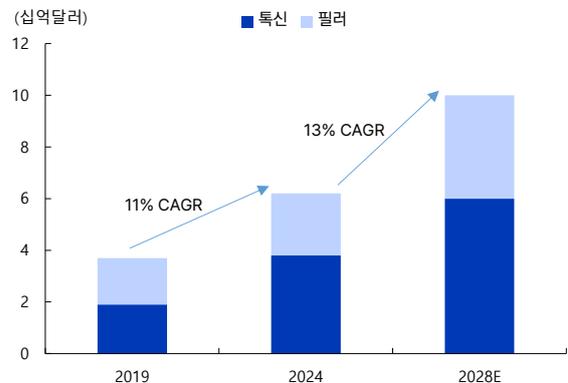
에볼루스는 2025년 3억 4,500만 달러~3억 5,500만 달러의 가이드언스를 제시했다. 이는 전년대비 30~33%의 성장률이다. 공고한 1위 사업자 Abbvie의 후발주자로서 M/S 2위까지 확보한 '주보'의 꾸준한 성장이 기대된다. 독신 시장 성장률보다 매출 가이드언스 성장률이 더 높은 상황으로 향후 지속적인 M/S 상승이 전망된다.

[도표 138] 주보 미국 독신 시장 점유율 추이



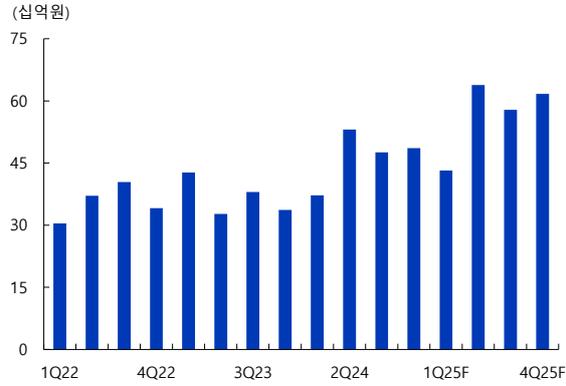
자료: Evolus, 교보증권 리서치센터

[도표 139] 에볼루스 사업부별 매출 현황 및 목표



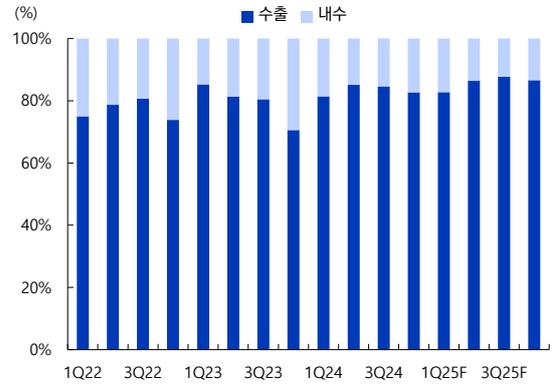
자료: Evolus, 교보증권 리서치센터

[도표 140] 대웅제약 나보타 분기별 매출 추이 및 추정



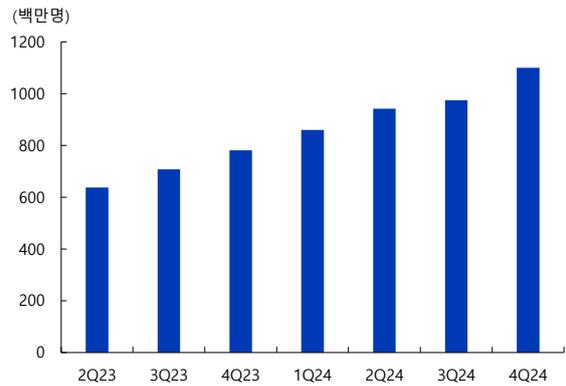
자료: 대웅제약, 교보증권 리서치센터

[도표 141] 대웅제약 나보타 수출 비중 추이 및 추정



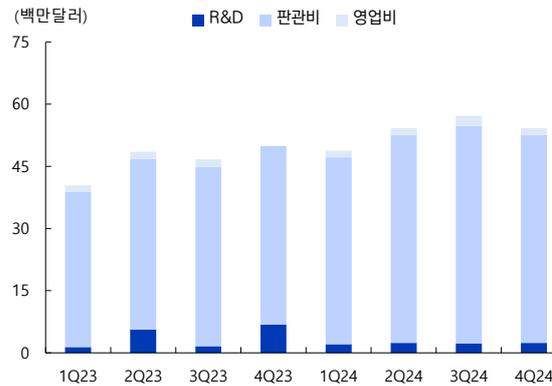
자료: 대웅제약, 교보증권 리서치센터

[도표 142] 분기별 에볼루스 리워드 프로그램 등록자 수 추이



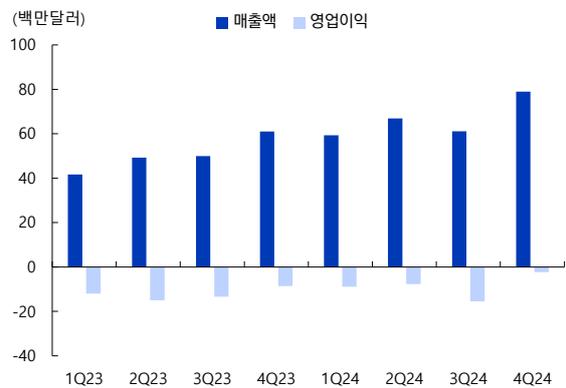
자료: Evolus, 교보증권 리서치센터

[도표 143] 분기별 에볼루스 비용 구조



자료: Evolus, 교보증권 리서치센터

[도표 144] 분기별 에볼루스 실적 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 145] 에볼루스 '주보' 제품 사진



자료: Evolus, 교보증권 리서치센터

4. ETC 사업부, 고마진 제품의 확대

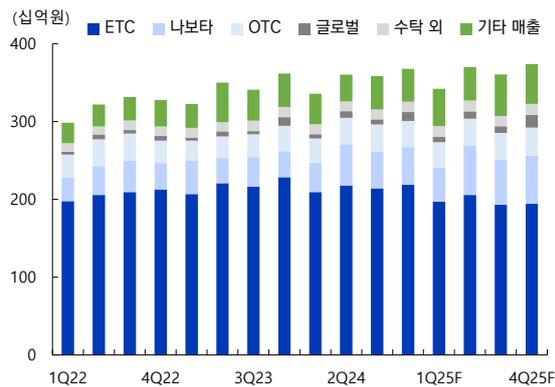
펙수클루, 엔블로 등 고마진 제품의 비중 확대 로 전사 영업이익률 개선

대웅제약은 제품 매출 비중을 확대하며 마진을 개선을 위해 꾸준히 노력 중이다. ‘펙수클루’는 위산 관련 질환 치료제로 P-CAB 계열 의약품이다. 위산분비억제제는 세대에 따라 H2RA, PPI, P-CAB으로 나뉘어진다. 3세대인 P-CAB의 경우 과거 제품 대비 1) 약효의 발현이 빠르고, 2) 작용 시간의 연장, 3) 식사와 무관한 복용으로 편의성의 개선, 4) 안정성면에서 개선이 이뤄진 기전이다. P-CAB의 복용 편의성은 위산에 의한 활성화 과정이 필요하지 않은 점에 기인한다.

2024년 기준 971억원의 매출을 기록하며 전년동기대비 76.9% 성장했다. 펙수클루는 경쟁 제품 대비 반감기가 약 5시간 정도 길어 야간위산분비 억제에 효과적이다. 현재 미란성 위식도역류질환, 급성위염 및 만성위염의 위점막 병변 개선을 적응증으로 승인을 획득했다. 2025년 펙수클루 매출액을 전년동기대비 55.4% 성장한 1,509억으로 추정한다. 위염 시장 내 PPI 제제 의약품의 M/S를 지속적으로 확보하며 제품의 외형 성장 및 전사 마진을 개선에도 기여할 것으로 전망한다.

대웅제약의 다른 고마진 제품은 경구용 혈당강하제 ‘엔블로’다. 제 2형 당뇨병 환자의 혈당조절 향상을 위해 식이요법 등의 보조제로 투여되는 제품이다. SGLT-2 억제제 계열로 2023년 출시되었다. 국내 시장 내 제네릭 제품이 다수 출시되어 있으나, 2024년 전년동기대비 150% 성장한 115억원의 매출을 기록하며 긍정적인 성장세를 보이고 있다. 2024년 6월에는 만성 신장질환을 동반한 제 2형 당뇨병에 대한 적응증 확대 3상 승인을 획득했다. 2025년 엔블로의 매출액을 전년동기대비 97.3% 성장한 227억원으로 추정한다. 향후 동물당뇨 등 추가적인 적응증 확장으로 인한 매출 성장이 기대된다.

[도표 146] 대웅제약 분기별 사업부 매출액 추이



자료: 대웅제약, 교보증권 리서치센터

[도표 147] 대웅제약 ‘펙수클루’, ‘엔블로’ 제품 사진



자료: 대웅제약, 교보증권 리서치센터

5. 실적 추정

2025년 대웅제약의 매출액을 1조 5,216억원(YoY +7.0%)로 추정한다. 올해 외형 성장도 나보타가 주도할 것으로 전망된다. 해외향 나보타 매출액을 1,951억원(YoY +25.1%)으로 추정하며, 제품 내 수출 비중의 꾸준한 확대가 전망된다. 제 3공장의 GMP 승인 획득 후 상업화 목표는 2026년 상반기로, 에블루스의 지역 확장 및 필러 번들 판매 확대 전략의 순향이 예상된다.

2025년 대웅제약의 영업이익을 1,677억원(YoY +13.1%, OPM +11.0%)으로 추정한다. 현재 전임상 진행 중인 전신경화증 적응증의 베르시포르신, 비만 치료제 DWRX5003, TEAD1 계열 항암제 DWP216262, 난소암 치료제 DWP223384 등이 1상 단계로 진입할 예정이다. 2025년 4월 진행될 AACR에서 합성치사 PolQ 저해제 'DWP223'의 전임상 데이터를 초록 발표도 예정되어 있다. R&D 강화에 따라 연간 연구개발비의 증가가 전망되나, 고마진 제품의 비중 확대로 영업이익은 전년 대비 194억원 성장할 것으로 추정한다.

[도표 148] 대웅제약 분기 실적 추정

(단위: 십억원,%)

	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24P	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	23	24P	25F
매출액	335.9	360.6	358.5	367.9	360.9	387.8	379.8	393.2	1375.3	1422.7	1521.6
YoY	4.1	3.0	5.1	1.7	7.4	7.6	5.9	6.9	7.4	3.4	7.0
ETC	209.5	218.0	214.3	218.7	215.8	223.4	212.0	213.5	872.5	860.5	864.7
YoY	1.3	-1.2	-1.0	-4.2	3.0	2.5	-1.1	-2.4	5.7	-1.4	0.5
나보타	37.2	53.1	47.6	48.6	43.2	63.8	57.8	61.7	147.1	186.5	226.6
YoY	-12.9	62.4	25.3	44.2	16.1	20.2	21.5	27.0	3.6	26.8	21.5
OTC	31.7	33.7	34.4	33.5	33.2	34.1	34.7	36.2	115.3	133.3	138.2
YoY	21.9	22.1	17.8	3.1	4.7	1.3	0.9	8.0	-9.6	15.6	3.7
기타	57.5	55.8	62.2	67.1	68.7	66.5	75.2	81.8	240.8	242.6	292.2
YoY	22.1	-19.4	8.6	-0.1	19.5	19.2	20.9	21.8	30.2	0.7	20.4
매출총이익	171.1	191.3	182.3	189.8	184.1	201.7	197.5	198.7	688.1	734.5	781.9
YoY	7.4	4.5	10.5	4.7	7.6	5.4	8.3	4.7	7.7	6.7	6.4
GPM	50.9	53.1	50.9	51.6	51.0	52.0	52.0	50.5	50.0	51.6	51.4
영업이익	29.7	42.4	37.4	38.7	37.0	45.3	45.3	40.0	122.6	148.3	167.7
YoY	19.8	6.0	26.8	34.8	24.6	6.9	21.2	3.4	27.9	21.0	13.1
OPM	8.8	11.8	10.4	10.5	10.3	11.7	11.9	10.2	8.9	10.4	11.0
당기순이익	7.9	-1.3	28.4	-13.4	28.5	34.9	35.2	29.8	120.0	21.6	122.8
YoY	-42.8	-104.5	85.6	-121.5	260.4	-2781.4	24.0	-322.4	218.3	-53.5	177.9
NPM	3.2	4.8	13.8	11.7	11.0	12.3	15.8	13.6	8.9	1.5	8.1

자료: 교보증권 리서치센터

[대웅제약 069620]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,375	1,423	1,522	1,704	1,893
매출원가	687	689	740	822	911
매출총이익	688	734	782	882	983
매출총이익률 (%)	50.0	51.6	51.4	51.8	51.9
판매비와관리비	566	586	614	676	744
영업이익	123	148	168	206	238
영업이익률 (%)	8.9	10.4	11.0	12.1	12.6
EBITDA	166	197	212	246	275
EBITDA Margin (%)	12.1	13.8	13.9	14.4	14.5
영업외손익	-1	-91	-10	-4	-5
관계기업손익	-2	13	7	2	3
금융수익	13	18	15	9	8
금융비용	-29	-42	-38	-22	-20
기타	17	-80	6	7	4
법인세비용차감전순이익	122	57	157	202	234
법인세비용	2	33	35	44	51
계속사업순이익	120	23	123	158	182
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	120	23	123	158	182
당기순이익률 (%)	8.7	1.6	8.1	9.3	9.6
비지배지분순이익	-2	-1	-7	-9	-11
지배지분순이익	122	25	130	167	193
지배순이익률 (%)	8.9	1.7	8.6	9.8	10.2
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	10	-3	7	7	7
포괄순이익	130	20	130	165	190
비지배지분포괄이익	7	-13	-82	-104	-119
지배지분포괄이익	123	33	212	269	309

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	136	51	209	224	246
당기순이익	120	23	123	158	182
비현금항목의 가감	59	171	193	192	197
감가상각비	33	36	32	29	26
외환손익	1	-5	-6	-7	-4
지분법평가손익	2	-13	-7	-2	-3
기타	24	152	173	173	178
자산부채의 증감	-21	-83	-49	-68	-70
기타현금흐름	-22	-60	-58	-57	-63
투자활동 현금흐름	-166	-265	-37	-39	-43
투자자산	-19	-33	-1	-1	-1
유형자산	-109	-155	0	0	0
기타	-37	-77	-35	-38	-42
재무활동 현금흐름	39	201	174	201	201
단기차입금	26	-26	-26	-26	-26
사채	0	105	105	105	105
장기차입금	65	127	127	127	127
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-7	-8	-7	-7	-7
기타	-44	2	-25	2	2
현금의 증감	9	-9	280	353	370
기초 현금	103	112	103	383	735
기말 현금	112	103	383	735	1,105
NOPLAT	121	61	131	160	186
FCF	34	-128	126	132	153

자료: 대웅제약, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	575	613	939	1,371	1,832
현금및현금성자산	112	103	383	735	1,105
매출채권 및 기타채권	180	215	241	282	328
재고자산	242	256	274	307	341
기타유동자산	42	39	41	47	57
비유동자산	1,195	1,364	1,334	1,309	1,287
유형자산	518	656	624	595	569
관계기업투자금	33	34	48	62	76
기타금융투자자산	174	151	151	151	151
기타비유동자산	471	523	511	501	491
자산총계	1,770	1,977	2,272	2,679	3,119
유동부채	696	629	547	531	516
매입채무 및 기타채무	243	225	231	242	253
차입금	167	206	180	154	128
유동성채무	207	117	90	90	90
기타유동부채	78	81	46	46	46
비유동부채	162	421	655	890	1,128
차입금	65	130	257	384	512
사채	0	194	299	404	509
기타비유동부채	97	96	98	102	107
부채총계	858	1,050	1,202	1,422	1,644
지배지분	767	795	918	1,078	1,264
자본금	29	29	29	29	29
자본잉여금	149	150	150	150	150
이익잉여금	619	636	759	919	1,105
기타자본변동	-2	-2	-2	-2	-2
비지배지분	145	132	153	180	211
자본총계	912	927	1,071	1,257	1,475
총차입금	470	684	863	1,068	1,274

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	10,507	2,135	11,231	14,413	16,676
PER	11.1	59.2	10.5	8.2	7.1
BPS	66,223	68,583	79,218	93,035	109,115
PBR	1.8	1.8	1.5	1.3	1.1
EBITDAPS	14,360	16,996	18,292	21,230	23,747
EV/EBITDA	11.0	11.0	9.4	7.6	6.2
SPS	118,700	122,787	131,326	147,038	163,409
PSR	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7
CFPS	2,962	-11,037	10,892	11,424	13,165
DPS	600	600	600	600	600

재무비율

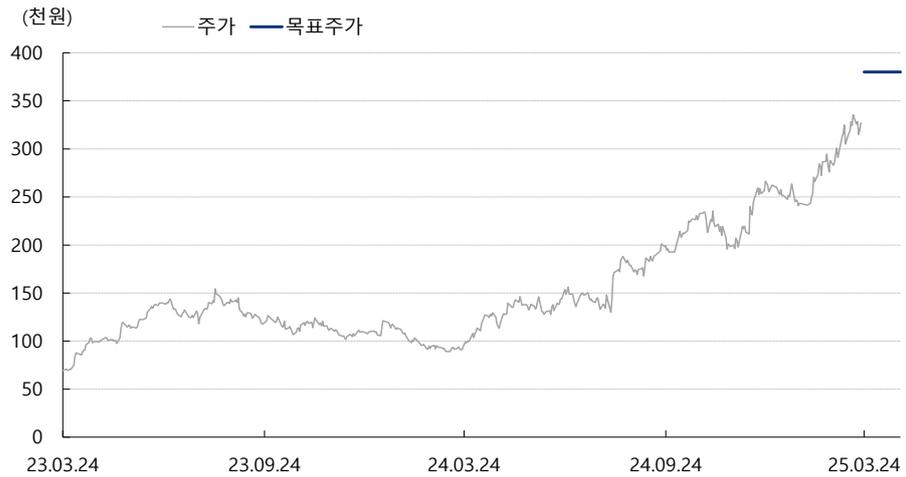
단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	7.4	3.4	7.0	12.0	11.1
영업이익 증가율	28.0	20.7	13.3	22.7	15.9
순이익 증가율	206.4	-80.5	426.1	28.3	15.7
수익성					
ROIC	13.2	5.6	10.7	13.0	14.8
ROA	7.3	1.3	6.1	6.7	6.7
ROE	17.7	3.2	15.2	16.7	16.5
안정성					
부채비율	94.1	113.3	112.2	113.1	111.5
순차입금비율	26.5	34.6	38.0	39.9	40.9
이자보상배율	9.0	21.2	4.5	9.3	12.0

휴젤 최근 2년간 목표주가 변동추이



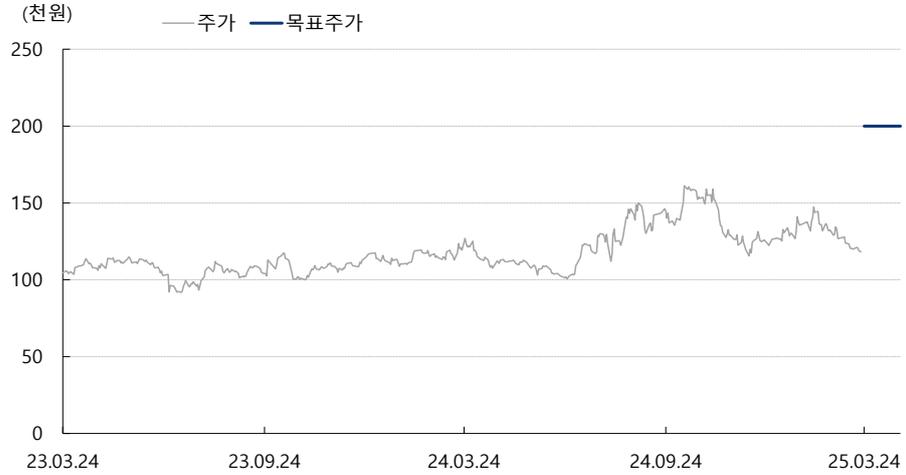
파마리서치 최근 2년간 목표주가 변동추이



클래시스 최근 2년간 목표주가 변동추이



대웅제약 최근 2년간 목표주가 변동추이



휴젤 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2025.03.26	매수	460,000							

자료: 교보증권 리서치센터

파마리서치 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2025.03.26	매수	380,000							

자료: 교보증권 리서치센터

클래시스 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2025.03.26	매수	70,000							

자료: 교보증권 리서치센터

대웅제약 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2025.03.26	매수	200,000							

자료: 교보증권 리서치센터

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 기준일자_2024.12.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	96.9%	2.5%	0.6%	0.0%

【업종 투자의견】

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

【기업 투자기간 및 투자등급】 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되거나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하

