



| 소비재 |

# 휴메딕스(200670.KQ)

## 휴~메딕스 안 사면 휴~회한다

**2Q25 Review:** 당사는 2Q25 매출액 430억 원(YoY -6.2%), 영업이익 108억 원(YoY -17.3%) 기록하며 전년 동기 대비 감익했다. 국내 에스테틱 시장 내 경쟁 심화에 따른 특산·필러 내수 부진이 전사 매출 감소의 주된 요인으로 판단된다. 반면 필러 수출 부문은 견조한 성장세를 이어갔다. **2분기 필러 수출액은 109억 원(YoY +21.1%)을 기록하며 전사 실적을 방어했다.**

### Investment Point 1. 브라질, 중국, 태국, LET'S GO!

'25년 해외 필러 매출 약 318억 원(YoY +23.7%)을 전망한다. 1) 브라질은 글로벌 2위 성형시장으로 당사는 국내 최초 바디필러 허가를 추진 중이다. 선제적 품목 승인 시 독점적 지위를 확보해 초기 시장을 선점할 가능성이 높다. 2) 중국은 프리미엄 필러 시술량 (Q) 증가를 통해 매출 성장을 견인할 전망이며, 3) 태국은 의료관광 수요가 급증하여 동남아 시장 확장의 교두보 역할을 할 것으로 기대한다.

### Investment Point 2. 혁신기술로 완성하는 NEXT BEAUTY

당사의 1Q26E 코스메틱 부문 엘라비에 리투오 매출액 약 8.9억 원(QoQ +28%)을 전망한다. 1) 리들 부스터의 국내 독점 유통은 견고한 전국 유통망과의 시너지를 창출할 것이며, 2) 선구적인 스킨부스터 엘라비에 리투오는 **기존 제품을 뛰어넘는 혁신적인 작용 기전과 긴 유지 기간으로 매출 상승**을 견인할 예정이다. 이는 홈케어(B2C)에서 병원 시술(B2B)로 이어지는 고객 유입을 촉진하며, 국내 에스테틱 시장 내 경쟁 우위를 확고히 다질 전망이다.

### Investment Point 3. 파마리서치도 탐낼 CMO 사업부

당사의 CMO 사업부는 에스테틱 업황 저조에도 불구하고, **꾸준하게 하방을 지켜주는 든든한 기둥 역할**을 해줄 것으로 기대한다. 특히 국내 1) 골관절염, 2) 점안제 의료 소비액이 이끌어주는 견조한 모멘텀과 **헤파린 나트륨 국내 최초 국산화**는 중국 위주의 공급망 안정화 및 해외 매출 다각화 가능성을 내포한 숨겨진 밸류 리레이팅 요소로 작용할 수 있는 강력한 업사이드라고 기대한다.

### Valuation

당사의 가치평가 방식으로 **Historical Peer PER Method**를 채택하였으며, **목표주가 76,000원, 상승여력 20.3%, 투자 의견 Buy**를 제시한다.

### Investment Fundamentals

| FYE Dec | 2023    | 2024    | 2025E   | 2026E   |
|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액     | 152,274 | 161,873 | 172,825 | 198,866 |
| 영업이익    | 37,310  | 43,141  | 44,329  | 56,144  |
| 순이익     | 24,821  | 39,259  | 38,649  | 44,773  |
| EPS     | 2,314   | 3,496   | 3,441   | 3,986   |
| PER     | 15.27   | 12.09   | 18.36   | 15.85   |
| PBR     | 1.68    | 1.83    | 2.7     | 2.4     |
| OPM     | 24.5    | 26.7    | 25.6    | 28.2    |
| ROE     | 12.5    | 17.2    | 14.9    | 15.2    |

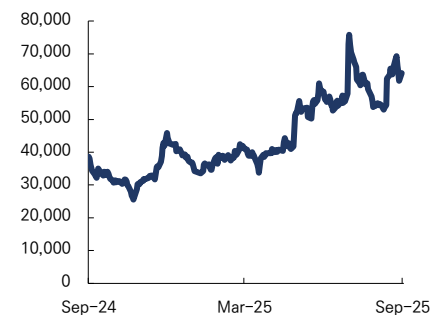
(백만원, 원, 배)

| 투자의견        | BUY     |
|-------------|---------|
| 목표주가        | 76,000원 |
| 현재주가(09.23) | 63,200원 |
| 상승여력        | 20.3%   |

### Stock Data

|               |                                  |
|---------------|----------------------------------|
| KOSPI (9/23)  | 3,486.19                         |
| KOSDAQ (9/23) | 872.21                           |
| 시가총액          | 7,097억 원                         |
| 발행주식수(주)      | 11,229,930                       |
| 52주 최고/최저(₩)  | 75,800/25,550                    |
| 외국인지분율(%)     | 5.30                             |
| 주요주주(%)       | 휴온스글로벌 (외 10인) 37.50%            |
|               | 자사주 8.16%                        |
|               | 브이아이피자산운용 6.71%                  |
| 주가상승률(%)      | 1개월 18.48, 6개월 52.62, 12개월 66.06 |

### Stock Price



### Research Team 3

|    |         |                                                                      |
|----|---------|----------------------------------------------------------------------|
| 팀장 | 40기 이의준 | <a href="mailto:dmlwns1717@gmail.com">dmlwns1717@gmail.com</a>       |
| 팀원 | 40기 고명은 | <a href="mailto:myeongeun3786@gmail.com">myeongeun3786@gmail.com</a> |
|    | 40기 배서윤 | <a href="mailto:syunlux@gmail.com">syunlux@gmail.com</a>             |
|    | 41기 염도규 | <a href="mailto:terry0506050@naver.com">terry0506050@naver.com</a>   |
|    | 41기 정재웅 | <a href="mailto:dost1@naver.com">dost1@naver.com</a>                 |
|    | 41기 정준영 | <a href="mailto:xoondud@naver.com">xoondud@naver.com</a>             |

## CONTENTS

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| Background knowledge .....      | 1  |
| I . Industry Analysis .....     | 2  |
| II . Company Analysis .....     | 8  |
| III . Investment Point .....    | 11 |
| 1. 브라질, 중국, 태국, LET'S GO! ..... | 11 |
| 2. 혁신기술로 완성하는 NEXT BEAUTY ..... | 16 |
| 3. 파마리서치도 탐낼 CMO 사업부 .....      | 19 |
| IV . Check Point .....          | 22 |
| V . Estimation Logic .....      | 23 |
| VI . Valuation .....            | 30 |

## Background knowledge

### 용어 정리

#### ▶ 필러

피부 아래에 주입하여 주름을 펴주거나 얼굴 특정 부위에 볼륨을 보충하는 주사 시술로, 주로 히알루론산 (HA) 성분이 사용된다. 깊은 주름 개선이나 얼굴 볼륨 보강에 효과적이다.

#### ▶ 더마필러

피부의 탄력 회복과 주름 개선을 목적으로 사용하는 필러 제품군으로, 주로 히알루론산을 기반으로 한다. 피부 진피층에 직접 주입하여 피부 구조를 보강하고 수분을 공급함으로써 자연스럽게 매끈한 피부결을 형성하는 데 효과적이다.

#### ▶ 보톡스 (톡신)

보툴리눔 톡신이라는 신경 독소를 정제해 사용하는 시술로, 근육을 일시적으로 마비시켜 표정 주름을 완화한다. 효과는 영구적이지 않고 보통 3~6개월 정도 지속되며, 이후 새로운 신경 말단이 생성되면 원래 상태로 돌아간다. 이를 통해 근육 크기 축소와 주름 완화 효과를 얻을 수 있다.

#### ▶ 스킨보톡스 (더모톡신, 메조보톡스)

보톡스를 근육층에 직접 주입하지 않고, 피부의 얇은 진피층에 소량씩 여러 차례 나누어 주사하는 방식이다. 피부결 개선, 모공 축소, 리프팅 효과를 기대할 수 있다.

#### ▶ 스킨부스터

히알루론산(HA), 콜라겐, 무세포동종진피 등 피부 재생에 효과적인 성분을 진피층 전반에 골고루 주입하는 시술이다. 단순히 겉으로 드러나는 주름이나 모공을 관리하는 것이 아니라 피부 속부터 수분을 공급하고 재생을 촉진하여 보습력과 탄력을 강화할 수 있다.

#### ▶ 엘라비에 리투오

동사의 스킨부스터 제품으로, 무세포동종진피를 주원료로 한다. 인체 피부에서 세포를 제거하고 콜라겐 등 피부 구조를 남겨둔 생체 재료로, 피부 재생에 효과적인 것이 특징이다.

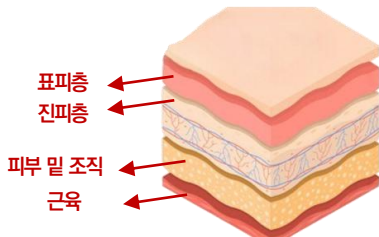
#### ▶ 엘라비에 딥라인

동사의 주력 히알루론산(HA) 필러 제품으로, 미간, 눈가, 팔자주름 등 깊은 주름을 채우거나 안면부의 볼륨을 회복시키는 데 효과적이다.

#### ▶ 벨피엔

동사가 개발 중인 복합 필러(하이브리드 필러)로, 히알루론산(HA)과 폴리뉴클레오타이드(PN)를 동시에 함유한다. 히알루론산은 즉각적인 볼륨 효과를 제공하며, PN은 연어 DNA에서 추출한 성분으로 피부 조직 재생에 도움을 준다.

피부 구조



### 무세포동종진피

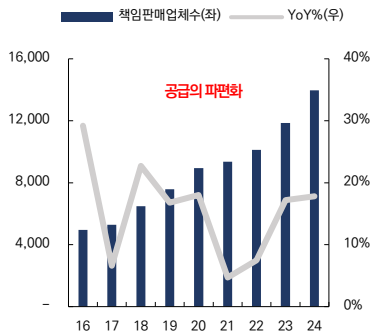
: 사람의 피부 조직에서 세포 성분을 제거하고 피부의 기본 구조만 남겨둔 생체 재료

### 복합 필러

: 두 가지 이상의 성분을 결합하여 만든 필러

# I . Industry Analysis

화장품 책임판매업자 수 추이



## ▶ K-뷰티 밸류체인

기존까지의 K-뷰티 산업은 화장품을 중심으로, '기획-제조-유통-브랜드'로 이어지는 전통적인 밸류체인을 형성해왔다. 종합 화장품 기업부터 원료/부자재만을 제조하는 기업, 화장품 제조(OEM/ODM)기업 등으로 나뉘어 브랜드 경쟁력과 유통 파워가 생태를 좌우하며, 제조사는 ODM/OEM 기업에 의존하는 형태로 고착화됐다. 그렇기에 OEM, ODM 브랜드 기업들이 난립하는 공급의 파편화가 진행되었고, 소비자 특성상 대형 벤더(vender)들의 유통 중심 경쟁이 진입장벽으로 존재하여 제조사는 수익성이 낮은 ODM, OEM에 머무르는 경우에 한했다.

## ▶ K-뷰티 속 K-미용/의료

K-미용/의료 산업 밸류체인은 전통적 K-뷰티 산업 밸류체인과 상이하게, '미용 의료기기-피부과/의사-환자'로 이어지는 새로운 밸류체인을 형성한다. 이는 유통 단계에 있어서 해계모니를 가져가는 채널이 없다는 점으로 개발, 제조사가 이점을 갖고 있으며, 인허가·임상·의료전문가와 같은 전문적인 네트워크가 필요하기에 새로운 기업들이 진출하기 어려운 진입 장벽과 같은 경제적 이점이 있다.

1) 전 세계적 고령화로 인한 안티에이징

2) 비만 치료제로 인한 보완적 시술

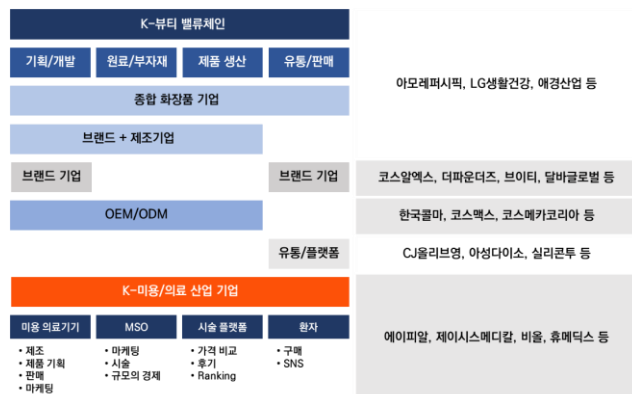
3) 저침습적 시술 수요 확대

그렇기에 최근 K-뷰티 밸류체인 속 신성장 동력으로 기대되는 K-미용/의료 산업에 주목해야 한다. 해당 산업은 K-뷰티의 전통적 화장품에서 벗어나 최근 에스테틱까지 확장하여 미용 의료기기, 주사제, 홈케어 디바이스까지 아우르는 기술 기반의 복합 산업으로 파생되었다. 현재 전 세계적인 기저 수요의 증가로 **폭발적 성장세**를 보이고 있는 유망한 산업으로 전망한다.

그 기저에는 ① 기존 K-뷰티 밸류체인과 상이한 구조, ② 고령화로 인한 안티에이징 수요, ③ 비만 치료 대중화로 인한 보완적 미용 치료, ④ 저침습적 시술 수요 확대 등의 경제적 해자가 존재한다. 글로벌 안티에이징 시장 규모는 '25년 1조 9,774억 달러에서 '29년 2조 8,062억 달러 (**CAGR +41.5%**), 세계 비만 인구는 '20년 8억 1,300만명에서 '35년 15억 3,200만명으로 (**CAGR +88.4%**) 전망된다. 미용/의료 산업은 산업 외 구조적 수혜에 따른 중장기적 모멘텀을 확보하여 꾸준한 실적 향상이 기대된다.

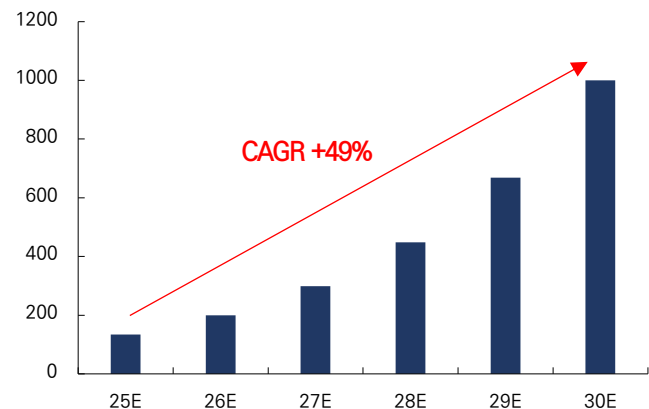
이에 본 리서치팀은 Top-down 방식으로 K-뷰티 속 신성장 축인 K-미용/의료 산업에 집중하고자 한다.

K-뷰티 밸류체인 vs K-미용/의료 산업 밸류체인 비교



비만치료제 시장 전망

(단위: 억달러)



## ▶ 에너지 기반 미용 의료기기(EBD) vs 비에너지 기반 미용 주사제

### 에너지 기반 미용 의료기기(EBD)

Vs

### 비에너지 기반 미용 주사제

특히 K-미용/의료 중에서 주목해야할 부분은 수익성으로 봤을 때, 1) 고마진 소모품 리커링 매출 발생이 가능한 **미용 의료기기(EBD)**, 2) 미용 주사제 중 시장 침투율이 낮은 **스킨부스터**가 산업 내 핵심 성장 분야로 판단한다. 특히 외국인들의 의료소비액 지출이 피부과에 집중된 것 역시 K-뷰티 산업 축이 미용/의료 산업으로 움직인 것을 의미한다.

본 리서치팀은 그 중에서도 클래식스, 파마리서치와 같은 산업 내 프론티어가 존재하여 다소 포화된 EBD 시장보다는 ① 시장 침투율이 낮고, ② 높은 성장 여력, ③ 반복 소비가 가능한 스킨부스터와 같은 **미용 주사제 기업**들에 주목하고자 한다.

### 미용의료기기 vs 미용주사제

| 분류      | 정의                                          | 대표 제품 예시                        |
|---------|---------------------------------------------|---------------------------------|
| 미용 의료기기 | 주로 비침습 방식으로 피부 조직에 자극을 가해 피부 미용 효과를 내는 의료기기 | • 클래식스의 슈링크<br>• 원텍의 올리지오       |
| 미용 주사제  | 저침습 방식으로 피부에 직접 주입되는 미용 목적 주사제              | • 휴젤의 보툴렉스, 더채움<br>• 파마리서치의 리쥬란 |

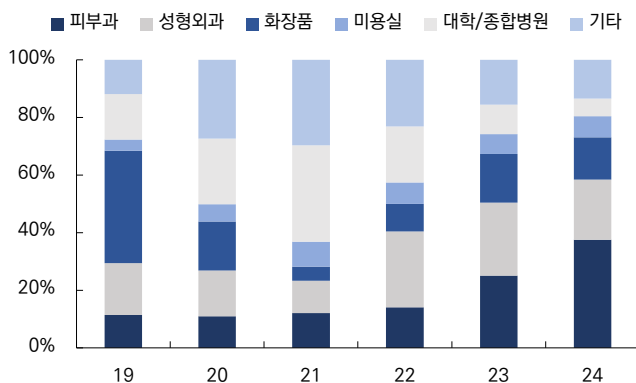
### 1Q25 미용/의료 기업들 실적 테이블

| 구분      | 기업명              | 1Q25 매출           | 1Q25 영업이익         |
|---------|------------------|-------------------|-------------------|
| 미용 의료기기 | 클래시스             | 771억원 (+53% YoY)  | 388억원 (+46% YoY)  |
|         | 원텍               | 374억원 (+68% YoY)  | 146억원 (+119% YoY) |
|         | 비올               | 167억원 (+48% YoY)  | 104억원 (+59% YoY)  |
| 미용 주사제  | 파마리서치 (의료기기도 겸업) | 1169억원 (+56% YoY) | 447억원 (+68% YoY)  |
|         | 휴젤               | 898억원 (+21% YoY)  | 330억원 (+63% YoY)  |
|         | 휴메딕스             | 411억원 (-2.5% YoY) | 114억원 (+7% YoY)   |

출처: Marketus, RFS Team 3

출처: Dart, RFS Team 3

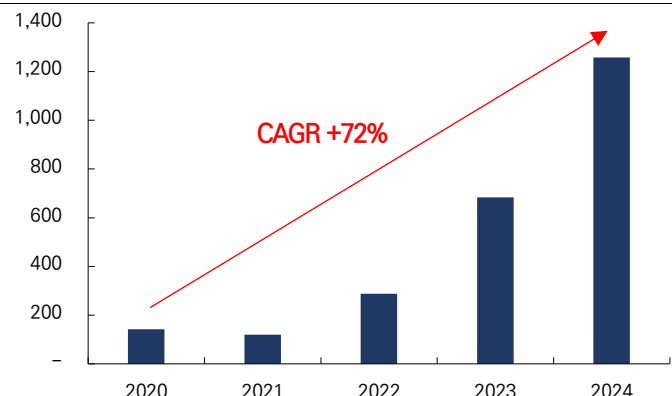
### 외국인 의료소비액 진료 과목별 비율 추이



출처: 한국관광데이터랩, RFS Team 3

### 외국인 K-의료관광 소비액 추이

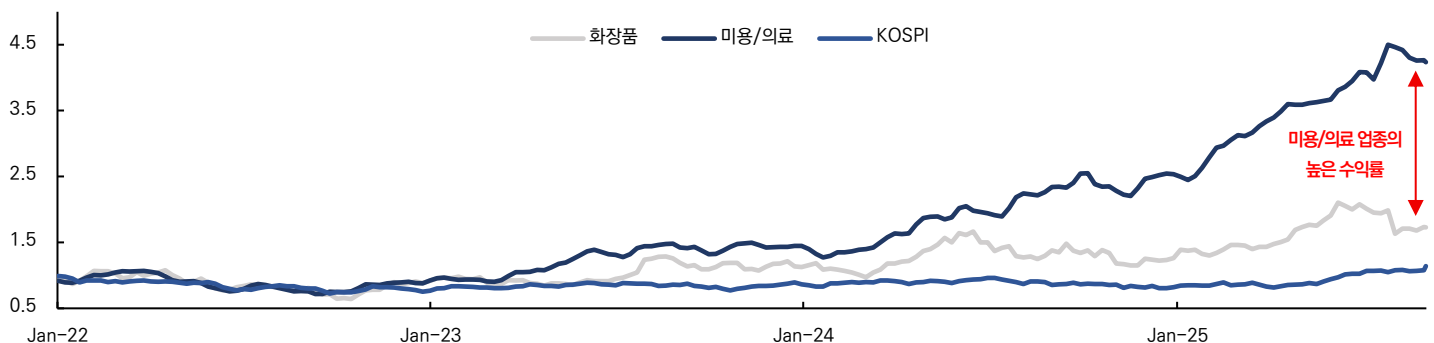
(단위: 십억 원)



출처: 한국관광데이터랩, RFS Team 3

### '22~'25 시장수익률 대비 미용/의료, 화장품 업종 주가 추이

(22년 1월 = 100)



출처: DataGudie, RFS Team 3, \*미용/의료 지수 = 파마리서치, 클래식스, 휴젤의 수익률을 산술평균함. \*화장품 지수: 아모레퍼시픽, 코스맥스, 한국콜마의 수익률을 산술평균함

▶ 미용 주사제, 필러, 독신, 그리고 스킨부스터

1) 보툴리눔 독신

2) 히알루론산 필러 (HA)

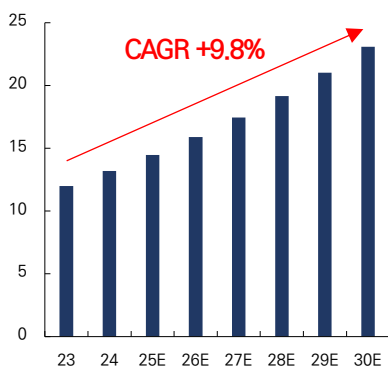
3) 스킨부스터

미용 주사제는 일반적으로 보툴리눔 독신, 필러 (HA), 스킨부스터 크게 3가지로 분류된다. 보툴리눔 독신과 필러 시장 규모는 각 122억 달러, 45억 달러로 안정적인 수요 기반으로 성장하고 있고, 최근 성장 동력으로는 아직 시장 침투율이 낮은 '스킨 부스터'가 대두되고 있다.

스킨부스터는 필러의 한 종류 중 하나로 **현재 글로벌 시장 침투율은 약 11%**인 점에서 타 주사제 대비 성장 여력이 높다. 1) 근원적 피부 개선, 2) 짧은 회복 기간, 적은 부작용으로 인한 낮은 소비자 저항, 3) 다른 시술과의 시너지 효과가 있다는 점에서 소비자들의 니즈를 충족시켜왔다. 글로벌 미용주사제 기업 1등인 애브비 역시 자사의 스킨부스터 '스킨바이브'를 신사업 동력으로 설정했으며, 글로벌 스킨부스터 시장은 +13% CAGR의 높은 성장률로 **미용주사제의 새로운 Key Point**라고 판단한다.

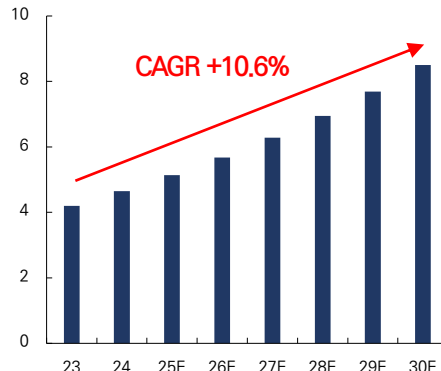
글로벌 독신 시장 규모 전망

(단위: 억 달러)



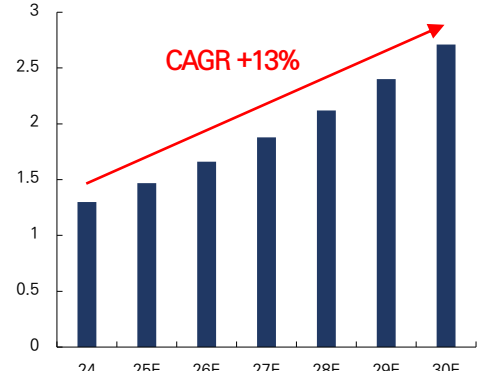
글로벌 HA 필러 시장 규모 전망

(단위: 억 달러)



글로벌 스킨 부스터 시장 규모 전망

(단위: 억 달러)



출처: GranViewResearch, 삼일PWC, RFS Team 3

출처: GranViewResearch, 삼일PWC, RFS Team 3

출처: GranViewResearch, 삼일PWC, RFS Team 3

K-뷰티 밸류체인 vs K-미용/의료 산업 밸류체인 비교

| 분류          | 보툴리눔 독신                                                                      | 필러 (HA)                                                                             | 스킨부스터                                                                                   |
|-------------|------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|
| 정의          | 보툴리눔균이라는 세균에서 생성되는 독소로, 신경과 근육이 만나는 부분에서 신경전달물질이 분비되지 않도록 하여 근육을 마비시키는 역할을 함 | 피부와 유사한 물질을 주사기로 피부 밑에 삽입하여 볼륨을 채우는 것으로, 화학적 반응을 통해 근원적인 피부 결을 개선하기 보다 물리적인 지지대로 작용 | 필러의 하위 분류 중 하나로, 꺼진 볼륨을 채우는 효과는 약하지만, 각종 유효 성분을 이용해 진피층의 콜라겐 형성을 촉진해 피부를 근본적으로 개선시키는 제품 |
| 시장 규모       | 약 122억 달러                                                                    | 약 45억 달러                                                                            | 약 14억 달러                                                                                |
| 시장 성장률      | CAGR 9.8%                                                                    | CAGR 10.6%                                                                          | CAGR 13%                                                                                |
| 주요 기업 (제품명) | 엘러간-애브비(보톡스), 갈더마-입센(디스포트), 멀츠(제오민), 휴젤(보툴렉스), 메디톡스(메디톡신)                    | 엘러간-애브비(주비덤), 갈더마(레스탈렌), 멀츠(벨로테로), 휴젤(더채움), 메디톡스(뉴라미스), 바이오플러스(스킨플러스-하이알)           | 갈더마(스컬트라), 멀츠(레이더스), 신클레어(엘라베), 엘러간(스킨바이브), 바이오클로브(쥬베룩), 파마리서치(리쥘린)                     |
| 점유율         | <p>■ 애브비 ■ 입센 ■ 멀츠 ■ 휴젤 ■ 메디톡스 ■ 기타</p>                                      | <p>■ 애브비 ■ 갈더마 ■ 멀츠 ■ 휴젤 ■ 메디톡스 ■ 기타</p>                                            | <p>갈더마 &gt; 멀츠 &gt; 파마리서치 &gt; 신클레어 &gt; 엘러간</p>                                        |

출처: GrandViewResearch, Medical Insight, 삼일Pwc경영연구원, RFS Team 3

## ▶ 국내 및 글로벌 미용 주사제 산업 전망

### (1) 국내

내수 시장은 인구 대비 미용 수술 건수가 세계 1위로 가장 적극적인 시장이다. 병의원 밀집도 및 미용 의료가 접근성이 매우 높은 편이기에, 시장의 경쟁도가 높고 다른 국가 대비 비교적 저렴한 시술 가격이 형성되어 있다. 특히 미용 의료 시술 자격이 의사에게 부여되어 의사 주도의 시술 문화가 자리 잡혀 있어, 미용 의료 제품의 성능과 기술력뿐만 아니라 시술자의 임상 경험과 스킬, 노하우가 중시된다. 한국의 미용 주사제 시장 규모는 '23년 기준 약 4억 달러로 추정되며, '30년 기준 10.2억 달러 (CAGR +14.3%) 도달할 것으로 예상된다.

다만, 필러와 독신의 경우 내수에서 국내 기업 간 경쟁이 심한 상태이다. 휴젤, 메디톡스, 파마리서치 등 국내 상위권 기업들이 브랜드 인지도를 바탕으로 굳건하게 지키고 있고, 중소기업의 인디브랜드 성공 사례들도 수없이 존재한다. 결국 내수 시장의 한계를 인지하고, 해외 수출 성장성과 새로운 시장의 침투 여부가 기업의 실적을 결정짓는 중요한 요소로 작용하고 있다.

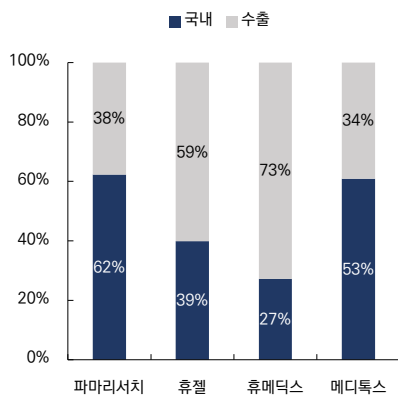
실제 올해 상반기 온라인 매출은 5억 3천만 달러 사상 처음 5억 달러를 돌파했고, 그 중 화장품 수출액은 2억 9천만 달러로 약 55%를 점유한 상황이다. 특히 전체 매출의 77.1%가 중소기업 온라인 수출액으로, 중소기업 중심의 온라인 수출 속 K-뷰티 산업 전반적인 패러다임이 '해외'로 타겟팅되고 있음을 의미한다.

내수 시장의 한계

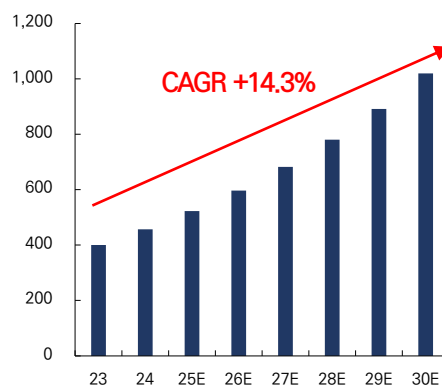


해외 수출 집중 전략

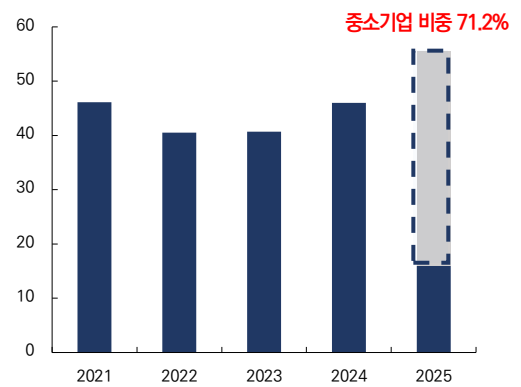
미용주사제 기업들 국내, 수출 매출 테이블



국내 미용 주사제 시장 규모 전망 (단위: 백만 달러)



K 화장품 수출액 추이 (단위: 억 달러)



출처: Dart, RFS Team 3

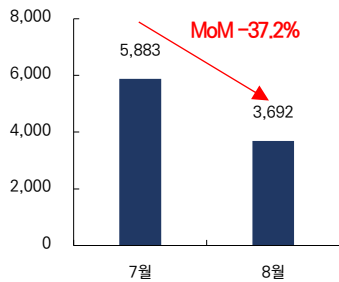
출처: GrandViewResearch, RFS Team 3

출처: 식품의약품안전처, RFS Team 3

### (2) 글로벌

국내의 미용주사제 기업들은 결국 내수의 한계에서 벗어나 글로벌 시장으로 진출할 수밖에 없다. 글로벌 미용주사제 시장은 '23년 109.9억 달러에서 '30년 기준 약 241.3억 달러로 (CAGR +11.9%) 예상된다. 미용주사제 종류 별로 가장 인기 있는 시술은 보툴리눔 독신, 히알루론산 필러로 각 880만, 550만 건을 기록했다.

K-뷰티 제품 미국 수출액 추이



## 북미, 아시아 태평양

북미는 가장 거대한 미용/의료 시장으로, 글로벌 Top-tier 기업들이 독보적인 브랜드 가치를 보유하며 선점하고 있다. 시장 자체의 규모와 성장성으로 살펴보면 놓칠 수 없는 시장이지만 새로운 기업들의 침투가 어려워, 북미를 제외하고 가장 M/S가 큰 지역인 **아시아 태평양 지역**에 집중할 필요가 있다고 판단한다. 특히 최근 미국 관세로 인하여 K-뷰티 제품 미국 수출액은 올해 8월 3,692억원으로 **전 월 대비 -37.2% 감소**했으며, 이는 미국 수출 위주의 미용/의료 기업들의 **대외적인 리스크가 아직 산재**한다고 판단한다.

그렇기에 **아시아 태평양 지역의 중요성**이 더욱 커지고 있으며, 해당 지역은 이미 K-컬처를 통해 K-뷰티가 친숙한 문화로 자리잡았고, 기본 가격대가 높은 미용 주사제의 특성상 해외 기업들보다 **비교적 저렴한** 국내 기업의 미용주사제를 선택하는 경향이 있으므로 국내 기업들의 침투가 용이하다.

## 브라질, 중국

미용주사제 시장에서 브라질은 **남미 최대 미용/의료 시장**이며, 비침습 시술에 있어서 **글로벌 3위**에 위치한 잠재력 있는 시장이다. 아모레퍼시픽 등 전통적 화장품 기업들이 이미 진출했고, K-뷰티를 경험한 소비자들이 존재한다. 중국 역시 K-뷰티 영향력이 높은 고속 성장 시장으로 **인구 기반 잠재력과 디지털 소비 문화**가 결합된 구조로 고성장세를 보인다. 특히 MZ세대 기반 20~30 중심 뷰티 시술이 일상화되었고, SNS, 왕징 콘텐츠 등 후기 마케팅 영향력이 높다. SNS와 인플루언서 중심으로 성장한 K-뷰티에 힘입어 이번 **한한령 해제 기대감과 하반기 2025 APEC**으로 인해 과거 중국 갈등으로 인해 한 풀 꺾인 **중국** 침투가 재개될 것으로 기대한다.

두 시장 모두 자국 기술력이 낮고, 소비자들이 K-뷰티에 친숙하기에 한국 제품에 대한 선호도가 높다. 결국 1) 꾸준히 북미를 사로잡거나, 2) 브라질 및 아시아 태평양 지역을 사로잡는 것이 **국내 기업들의 활로**가 될 것으로 판단한다.

브라질, 중국

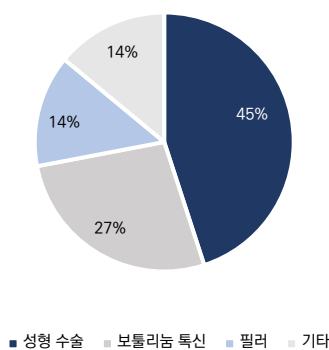


자국 기술력 낮고, K-뷰티에 익숙



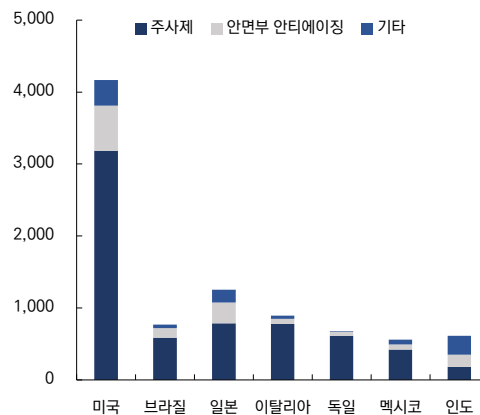
국내 기업들 침투 용이

25년 글로벌 미용 의료 시술 비중

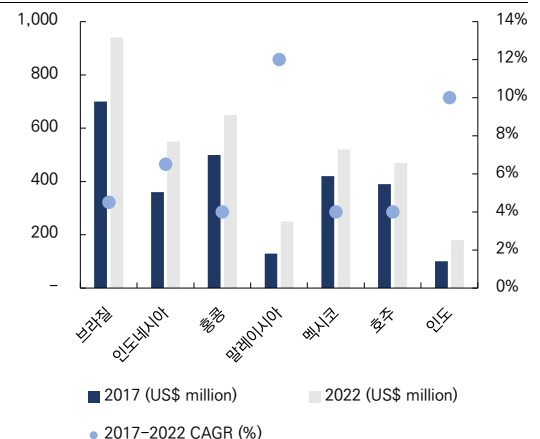


국가별 비침습 시술

(단위: 천 개)



17-22 가장 크게 성장한 상위 7대 안티에이징 시장



출처: ISAPS, RFS Team 3

출처: ISAPS, RFS Team 3

출처: Euromonitor, RFS Team 3

## ▶ Top-Pick: 휴메딕스

K-미용/의료 기업들은 단순한 OEM 저가 공급자가 아닌 **독자 브랜드와 고유 기술 기반의 제조자**로 부상하며, 기술 및 임상 주도 기업으로 도약 중이다. 그렇기에 EBD 대비 상대적 가격이 저렴하여 아시아 태평양 위주의 침투가 용이한 미용주사제 기업이 투자 매력도가 상당할 것으로 판단한다.

그 중에서 1) 리투오(스킨부스터)를 통한 부진했던 내수 회복 모멘텀, 2) 브라질, 중국, 태국 등 아시아태평양 시장 중심으로 높은 속도로 침투하고 있고, 3) 안정적 Cash Cow 사업 부문인 전문의약품(CMO) 동력을 바탕으로 **새로운 에스테틱 강자로 자리매김할 휴메딕스를 Top-Pick으로 선정한다.**

## ▶ 주가 분석

### ⑤: 피크 아웃은 오지 않는다. 믿으십시오.

본 리서치팀은 투자 의견 Buy를 제시한 만큼 앞으로의 주가 추이에 대한 간략한 전망과 지금 매수해야 할 근거를 서술하고자 한다. K-뷰티의 피크아웃 우려와 함께 제약·바이오 사업도 같이 영위하는 동사의 경우 기대감이 주가를 견인하여, 실적과의 괴리가 있을 때 주가 하락 압력이 가중될 위험이 크다.

현재 엘라비에 리투오 시중 품질 이벤트를 통해 주가는 반등했고 상승 국면에 진입하고 있다. 본 리서치팀은 단순한 K-뷰티 기대감 및 벨피엔의 임상과 같은 불확실한 요소가 아니라, △제품 차별성에 기인한 해외 매출 상승, △리들부스터를 통한 내수 회복, △CMO를 통한 견조한 성장 추세와 같은 기초 체력에 입각하여 동사의 투자 매력도가 높다고 판단한다.

휴메딕스 주가 분석



## II. Company Analysis

### ▶ 기업개요

동사는 '06년 설립 이후 히알루론산(HA) 필러와 관절염 치료제를 중심으로 국내 헬스케어 시장에 진출했다. '14년 코스닥 상장 이후 '15년 제2공장 증설 투자협약 체결, '16년 의료회사 휴온스메디컬(당시 파나시) 인수, '23년 엔솔바이오사이언스에 대한 꾸준한 지분 투자를 통해 사업의 기반을 강화했다.

현재 사업 부문은 크게 필러, 보툴리눔 독신, 더마코스메틱을 포함하는 '에스테틱 사업부'와 관절염 치료제, 점안제 등을 위탁 생산하는 'CMO(의약품 위탁생산) 사업부'로 구분된다. '24년 매출 중 필러가 34.7%, CMO 부문이 39.9%를 차지하며, 에스테틱과 CMO 사업부의 균형 잡힌 성장을 통해 안정적인 매출 구조를 구축했다. 1Q25 기준 매출액 401억 원 (YoY -3%), 영업이익 114억 원 (YoY +7%)을 기록하며 **고마진 필러와 원료의약품의 판매 비중을 높여 (Q 성장) 장기적인 수익성을 개선**하고 있다.

### ▶ 국가별 매출

동사는 해외 필러 시장을 주력으로 글로벌 시장 매출 비중을 확대 중이다. '24년 필러 수출은 370억원을 기록하며, 전년 대비 45.7% 증가율을 보였다. 기존 중국과 중남미 시장에서의 안정적 성장을 기반으로, 최근 브라질에서 바디 필러 품목 허가, 태국 식약처에서 히알루론산(HA) 필러 품목허가를 획득, '25년 하반기부터 본격적으로 동남아시아 시장에 진출할 예정이다. CMO 사업 또한 러시아, 독립국가연합(CIS), 기타 동남아시아 지역으로 진출 국가를 확대하며, 해외 수주 기회 확대와 매출 성장이 이루어질 것으로 전망한다.

① 고마진 필러

② 원료의약품 판매



수익성 ↑

브라질 Body 필러 허가 취득

태국 HA 필러 3종 허가 취득

매출액 영업이익 추이

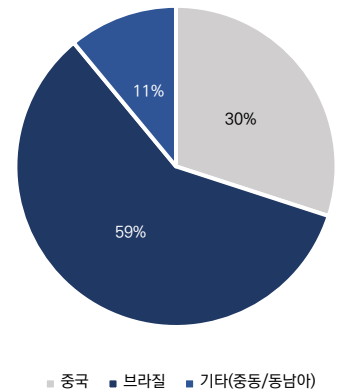
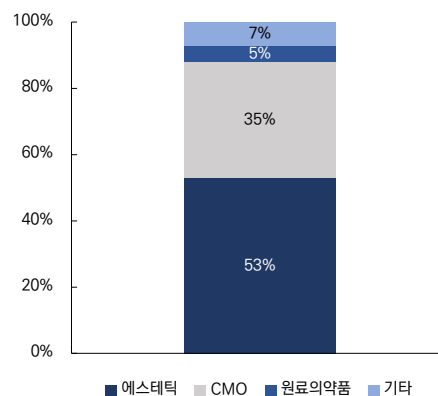
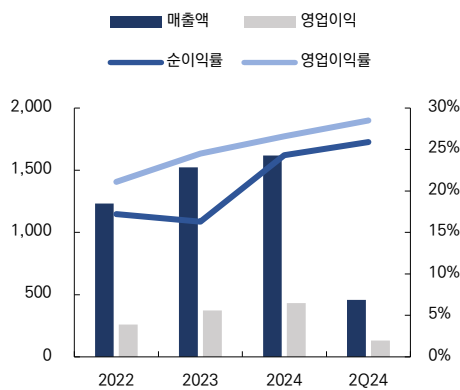
(단위: 억원 %)

사업부 별 매출

(단위: %)

국가별 매출 비중

(단위: %)



출처: 자사 IR, RFS Team 3

출처: 자사 IR, RFS Team 3

출처: 자사 IR, RFS Team 3

## ▶ 제품 포트폴리오

### ① 에스테틱 사업부

동사의 핵심 품목은 에스테틱 제품으로서 **스킨부스터 및 복합 필러 등 다양한 포트폴리오를 구성**하고 있다. 동사의 대표 에스테틱 제품인 **엘라비에 필러**는 중국, 브라질을 비롯한 해외시장에서 폭발적인 성장세를 보이며 주력 매출 품목으로 자리 잡고 있다. 특히 동사가 유통하는 스킨부스터 '**엘라비에 리투오**'는 타사 제품과는 차별화되는 hADM원료를 사용해 피부의 물리적 구조를 근본적으로 복구하며 차세대 재생 솔루션으로서의 입지를 다지고 있다.

### ② CMO 사업부

동사의 캐시카우는 CMO 사업부이다. 단순히 **CMO(의약품 위탁생산)를 넘어 CDMO(의약품 위탁개발생산)를 통해 의약품 개발 및 제조 전반의 과정을 담당**하며 주로 내수 시장을 대상으로 관절염 치료제와 점안제 생산에 집중하고 있다. 관절염 치료제인 '하이히알원스'의 경우, 1회 투여만으로 6개월간 약효가 지속되며, 원료의약품(API)의 경우 **혈전증 예방 및 혈액 응고 방지**에 사용되는 **헤파린 나트륨 원료를 국산화하여 시장 내 기술 경쟁력을 크게 강화**하고 있다.

CMO: 개발생산 X, 위탁 O

CDMO: 개발생산 O, 위탁 O

에스테틱 주요 제품

| 제품                                                                                  | 특징                                                    |
|-------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------|
|  | <b>[필러]</b><br>-종류: 엘라비에, 리볼라인<br>-효과: 콜라겐 촉진, 피부결 개선 |
|  | <b>[특신]</b><br>-종류: 리즈투스<br>-효과: 주름 개선, 노화 방지         |
|  | <b>[화장품]</b><br>-종류: 엘라비에 코스메틱<br>-효과: 미백, 모공 축소      |

CMO 주요 제품

| 제품                                                                                   | 특징                                                             |
|--------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------|
|  | <b>[관절염치료제]</b><br>-종류: 하이히알 시리즈<br>-효과: 치료 편의성 개선             |
|  | <b>[안과용제]</b><br>-종류: 프로산<br>-효과: 각결막 상피 장애 치료                 |
|  | <b>[전문약품/CDMO]</b><br>-종류: 앰플, 바이알, 프리필드 주사제<br>-효과: 약효 지속성 개선 |

출처: 자사 IR, RFS Team 3

출처: 자사 IR, RFS Team 3

## ▶ 비즈니스 모델

### B2B 와 D2C 의 선순환

#### [현지 유통 파트너십]

동사는 브라질, 중국 등 주요 해외 시장에서 현지 유통 파트너십을 통해 성공적으로 B2B 채널을 확장하고 있다. 태국 시장에서는 **1,500개 이상의 병의원 거래처를 보유한 협력사 'MnB Thai'와의 파트너십**을 통해 강력한 유통망을 구축했다. 이러한 유통과 생산이 나뉜 효율적인 분업 구조를 기반으로 해외 시장 진입을 가속화하고 있다.

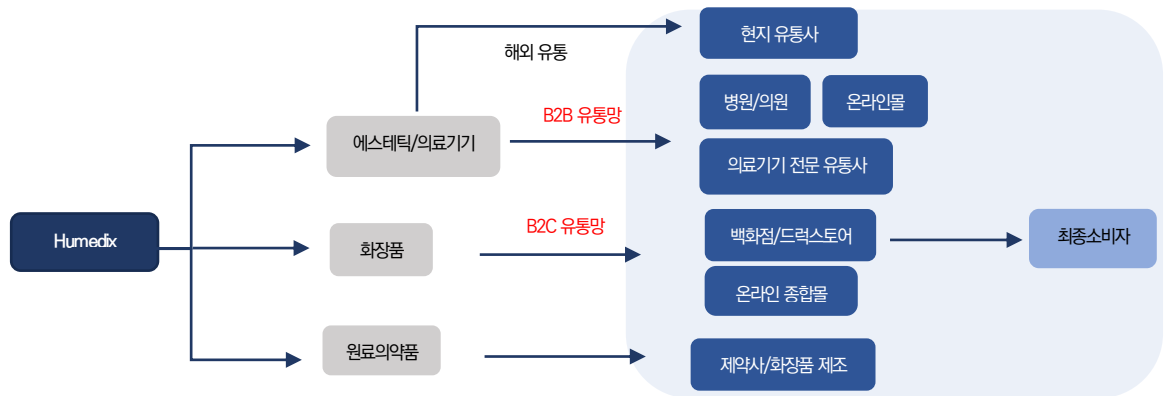
#### [학술 마케팅]

동사는 과거 홈쇼핑 중심의 B2C 방식에서 벗어나, B2B 채널(병원)을 통해 간접적인 D2C 수요를 창출하는 방식으로 진화하고 있다. 의료기기 및 의약품 시장에서 최종 소비자는 의사 및 의료진이기때 제품의 효과와 안전성에 대한 신뢰를 구축하는 것이 중요하다. 실제로 동사는 약 140여 명의 국내외 의료진을 대상으로 '25년 7월 5일 'HART 심포지엄'을 개최해 '엘라비에 리투오' 제품 공식 런칭을 알리고, 기술력을 소개했다. 이와 더불어 '25년 7월 1일 튀르키예에서 진행된 '25년 'Beauty Eurasia 박람회'에 참가해 신제품의 우수성을 전세계에 홍보했다. 이는 의료진이 **1) 제품의 효과를 직접 확인하고 2) 기술을 확산시켜, 3) 새로운 고객의 강력한 구매 유인**으로 이어지는 선순환을 형성한다. 결과적으로 이는 광고비용 절감으로 이어져, 높은 마진율을 유지해 동사의 영업이익률을 극대화하고 있다.

### BM 구조 선순환

:B2C→B2B→D2C

### 동사 유통 구조



출처: RFS Team 3

## III. Investment Point

### Investment Point 1. 브라질, 중국, 태국 LET'S GO!

동사의 '25년 해외 필러 매출은 318억 원 (YoY +23.7%) 전망한다. 이는 ① 브라질 바디필러 신시장 선점, ② 중국 프리미엄 포지션 기반 시술량(Q) 증가, ③ 태국 시장 진출을 통한 동남아시아 확장에 기인한다.

#### 1-(1). 새로운 기회의 땅, 브라질에서 답을 찾다

##### 브라질이 견인하는 필러 수출 성장

##### 브라질 필러 시장 성장 동력

- ① 확대되는 미용시장 규모
- ② 바디 중심 미용 수요
- ③ 충분한 전문 인력

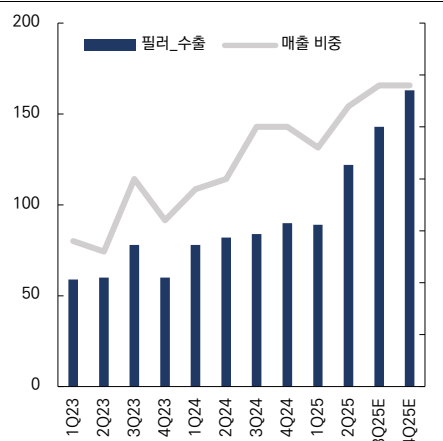


수출 확대 및 매출 성장 지속 가능

동사의 필러 수출 확대는 매출 증대로 직결돼 동사 전체 실적을 견인하고 있으며, 특히 **브라질 시장이 핵심 동력**으로 부상했다. 동사는 '22년 엘라비에의 브라질 품목 허가를 획득한 이후 본격적인 시장 진출을 시작했으며, 해당 제품은 '24년 94억 원, '25년 176억 원으로 전년 대비 87% 성장하며 필러 매출 확대를 이어 갈 것으로 전망한다.

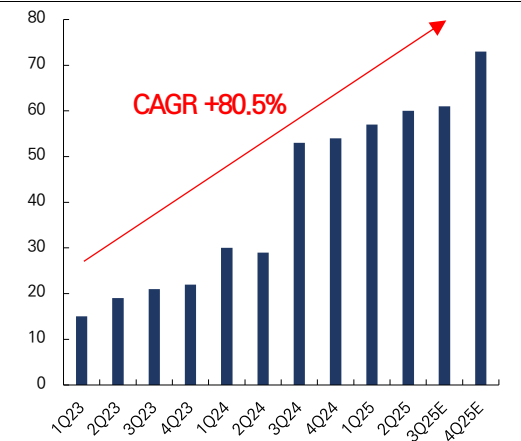
국제미용성형수술협회에 따르면 **브라질 내 성형·시술 건수는 '23년 약 302만 건으로 미국에 이어 세계 2위를 기록했다.** 지방흡입술(약 28만 건)을 비롯해 △가슴성형(약 24만 건) △눈꺼풀 수술(약 20만 건) 등에 대한 수요도 높다. 또한 **인구 1,000명 당 7.62명이 성형수술을 받을 정도로 접근성이 뛰어나며**, 브라질은 미국에 이어 세계에서 두 번째로 많은 6,200명의 성형전문의가 활동하고 있다. 실제로 브라질 수출입 통계 기관 코맥스스탯에 따르면 **'24년 1~8월 필러 수입액은 약 750억 원으로 이미 전년도 전체 수입액의 96%를 넘어섰다.** 이러한 풍부한 인력과 높은 수술 수요는 동사가 브라질 시장에서 안정적이고 지속적인 성장을 이어갈 수 있는 핵심 모멘텀으로 작용할 것으로 판단된다.

필러 수출 매출과 매출 비중 추이 (단위: 억 원, %)



출처: 자사 IR, RFS Team 3

브라질 필러 수출 매출 추이



출처: 자사 IR, RFS Team 3

(단위: 억 원)

인구 1,000명당 성형수술 건수 상위 국가



출처: 인사이더몽키, RFS Team 3

#### 경쟁 없는 시장의 지배자, 바디필러로 선점한다

체형성형용 바디필러 시장은 안면 필러 대비 성장 속도가 빠르며, **동사의 바디필러는 브라질 시장에서 매**

오프라벨(Off-label) 방식  
: 허가받은 용도 외로  
약이나 의료기기를 사용하는 것

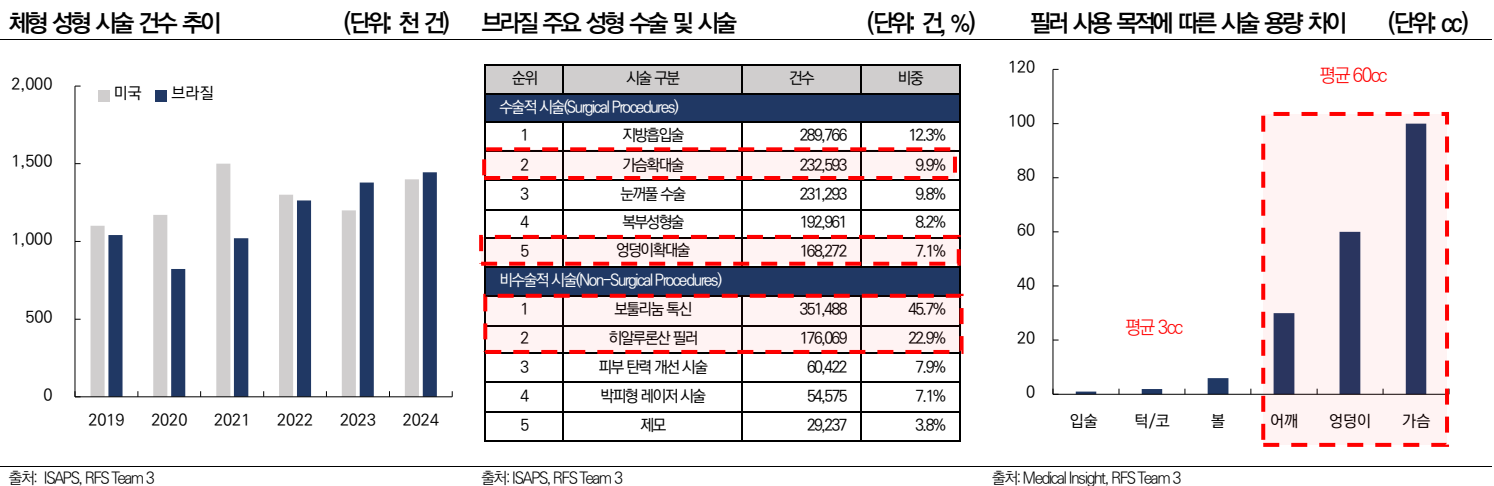


법적으로 금지된 건 아니지만,  
안전성·책임 문제가  
발생할 수 있는 사용 방식

출 성장의 핵심 성장 동력이 될 전망이다. GVR에 따르면 브라질의 체형 보형용 필러 시장은 '24년 약 4,850만 달러에서 '30년 1억1,560만 달러로 연평균 15.6% 성장할 전망이다. 현재 브라질 내 공식 바디필러 허가 기업은 전무하며, 대부분 안면용 필러를 오프라벨 방식으로 바디 시술에 사용하고 있다. 동사가 최초로 허가를 획득할 경우 독점적 시장 지위 확보가 가능하며, 이는 매출 성장의 결정적 전환점이 될 것으로 예상된다.

동사는 '24년 8월 브라질 위생감시국에 바디필러 품목 승인을 신청했으며, '25년 하반기 허가 취득을 목표로 하고 있다. 특히 **엘라비에의 성공적인 선행 품목 허가 경험은 후속 파이프라인의 허가 가능성을 크게 높이는 요인으로 작용할 것으로 기대된다.** 브라질 필러 시장에는 바이오플러스, 시지바이오 등 일부 국내 업체와 알러간, 갈더마, 메르츠 등 글로벌 메이저 업체들이 경쟁하고 있으나, 바디 필러 공식 허가를 확보한 기업은 없는 상황이다. 또한 브라질 미용 시장 내에서 바디필러의 미충족 수요가 크고, 규제 당국 또한 안전성 관리 차원에서 '공식 허가 제품' 도입 필요성을 인식하고 있어 동사의 선제적 승인 가능성은 상당히 유리한 위치에 있다고 판단된다.

바디필러는 안면 필러 대비 평균 사용량이 많아 시술당 매출 기여도가 높으며, 이는 매출 성장을 견인할 핵심 요인으로 작용할 것으로 예상된다. 안면 필러의 평균 사용량이 3cc인 반면 바디필러는 평균 60cc로 20배 많은 용량이 사용된다. 가슴 확대의 경우 100~300cc, 골반에는 200~1,000cc까지 사용되어 시술당 매출 단가가 기하급수적으로 증가한다. 브라질이 전통적으로 지방흡입, 가슴확대, 힙 확대 등 바디 콘투어링 중심의 미용 수요가 높은 국가임을 고려하면, 바디 필러의 허가는 단순한 라인업 확장을 넘어 시장 판도를 바꾸는 핵심 모멘텀으로 작용할 것으로 예상된다.



## ‘엘라비에 답라인-L’ 기반으로

- ① 프리미엄 포트폴리오 확장 가능성
  - ② 후속 제품 채택 가능성
- ↓
- 중국 시장 성장 동력 확보

## 1-(2). 준비된 자에게 찾아온 ‘중국’이라는 기회

### 선택받는 제품에는 이유가 있다

중국 미용의료 시장에서는 최근 **왕징(网京) 트렌드라** 불리는 **대용량 필러 시술 확산**이 두드러지고 있다. 이는 단순한 주름 개선을 넘어 **비수술적 방식**으로 안면 윤곽을 재구성하는 수요가 급증하면서, **필러 시술 1건당 사용량(Q)의 증가**를 이끌고 있다. 이러한 환경에서 시장의 최종 선택을 받기 위해서는 시술자와 환자 모두의 요구를 동시에 충족시킬 수 있는 **제품 경쟁력과 기술적 차별성**이 필수적이다.

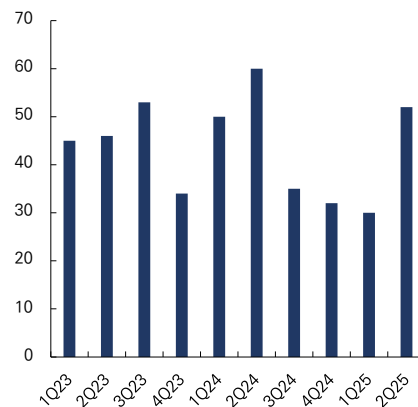
중국 히알루론산(HA) 필러 시장은 '19년 약 7,500억 원 규모에서 연평균 22.8%라는 높은 성장률을 기록하며 빠르게 확대되고 있다. 동사는 이 같은 기회 요인을 선제적으로 포착하여 안정적 진출 기반을 마련했다. '15년 '엘라비에'의 NMPA 정식 허가를 확보하며 시장에 안착한 이후, 본격적인 경쟁력 강화의 분기점은 '19년에 찾아왔다. 당시 중국 내 리도카인 함유 필러가 단 3개에 불과할 정도로 제한적이었던 상황에서, 시술 통증을 획기적으로 경감시켜 경쟁사 대비 우위를 확보했다. 한번 '엘라비에 답라인-L'의 우수성을 경험한 의료진과 환자는 향후 출시될 동사의 후속 제품(HA/PN 복합필러 등)에 대해서도 높은 신뢰를 바탕으로 채택할 가능성이 높아질 것으로 판단한다.

중국 인플루언서 왕징 필러 시술 트렌드



출처: YouTube, Instagram, RFS Team 3

중국 필러 수출 매출 추이



출처: 자사 IR, RFS Team 3

(단위: 억 원)

엘라비에 답라인-L 제품 사진



출처: 자사 IR, RFS Team 3

## Why 휴메딕스, 그 이유는?

휴젤·메디톡스 등 국내 주요 경쟁사 역시 중국 내 진출을 확대하고 있으나, 치열한 경쟁 환경 속에서도 동사를 선택하는 이유는 명확하다. 점유율이 큰 휴젤은 다양한 히알루론산 필러 라인업을 보유하고 있으나, 다상 또는 혼합형 기술 기반의 제품을 주력으로 하고 있어, 주사 시 점도의 균질성이 떨어지고 유지 기간이 상대적으로 짧다는 한계를 가진다. 반면 동사는 단일상피 기반으로 주사 시 점도가 일정하고 시술감이 우수하며, 유지기간 또한 긴 필러를 공급하고 있다. 이를 통해 얇은 주름 개선부터 깊은 볼륨 형성이 필요한 코·턱·광대 등 다양한 안면 부위 특성에 최적화된 시술이 가능하다. 단순히 결손 부위를 '채우는' 차원을 넘어, 섬세한 안면 '디자인'을 구현할 수 있는 솔루션을 제공한다는 점에서 경쟁사 대비 차별성이 부각된다.

### WHY? 휴메딕스

- ① 지속력 · 시술감 잡은 제품경쟁력
- ② 신뢰와 프리미엄 이미지
- ③ 규제 승인 및 공급 안정성

중국 시장 내 경쟁사별 포지셔닝을 보더라도 이러한 차이는 부각된다. 메디톡스는 보툴리눔 독소 부문에서 강점을 보이나, 필러 부문에서는 후발주자이며 과거 중국 무허가 수출 논란으로 브랜드 신뢰도 측면에서 일부 우려가 존재한다. 2013년 메디톡스는 중국 유통 허가가 없는 보툴리눔 독소 제품을 현지 도매상에 공급했으며, 이와 관련해 민사·형사 소송이 진행됐다. 이러한 사건은 현지 시장 내 제품 안전성과 법적 준수 여부에 대한 신뢰에 부정적 영향을 미칠 가능성이 높다. 반면, 휴젤은 현지화된 영업망을 보유했으나 브랜드 이미지는 상대적으로 '가성비' 중심이며, 프리미엄 시장에서의 경쟁력은 제한적이다.

동사는 '엘라비에' 브랜드를 통해 신뢰와 프리미엄 이미지를 확고히 하며, 중국 내 대형 병원 및 프리미엄 클리닉 중심의 채널 확장에 유리한 포지셔닝을 구축하고 있다. 실제로 소비자 설문에 따르면 필러 시술을 선택할 때 가장 중요한 고려 요인은 안전성(60.6%), 효과의 만족도(57.7%), 효과의 지속 기간(49.3%) 순으로 나타났다. 이는 가격 요인보다 제품의 품질·안정성·지속성에 대한 선호가 훨씬 뚜렷하다는 점을 방증

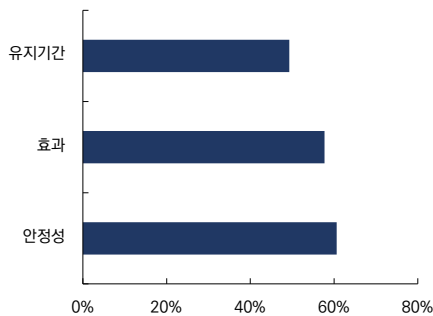
한다. 동사가 제공하는 단일상피 기반 프리미엄 제품은 이러한 수요와 맞아떨어지며, **장기적으로 프리미엄 채널 내 점유율 확대를 견인할 것으로 전망된다.**

규제 승인 및 공급 안정성 측면에서도 동사의 경쟁력은 유효하다. 2015년 '엘라비에' NMPA 정식 허가, 2019년 리도카인 함유 '엘라비에 답라인-L' 승인과 같은 2번의 주요 품목 허가를 통해 **현지 규제 리스크를 최소화**했다. 비록 '21년 재허가 과정에서 일시적 공급 차질을 겪었으나, '25년 5월 재허가 완료로 불확실성이 해소되며 공급 안정성이 재확립되었다. 이러한 안정적 규제 이력과 공급 기반은 병원 및 클리닉 채널에서 장기적 파트너십을 구축할 수 있는 핵심 요인으로 작용할 것으로 판단된다.

필러 시술 시 고려사항

(단위: %) 중국 필러 시장 진출 기업

메디톡스 중국 무허가 수출 논란



| 구분    | 회사명        | 허가연도  |
|-------|------------|-------|
| 국내 기업 | LG화학       | 2013년 |
|       | 휴메딕스       | 2015년 |
|       | 제노스        | 2019년 |
|       | 시자바이오      | 2019년 |
|       | 동방메디칼      | 2022년 |
| 해외 기업 | 휴젤         | 2022년 |
|       | 큐메드(스웨덴)   | 2008년 |
|       | 엘라칸(미국)    | 2015년 |
|       | 크로마(오스트리아) | 2017년 |

|           |                             |
|-----------|-----------------------------|
| 2008년     | 메디톡스, 메디톡신 출시               |
| 2016년 11월 | 메디톡스, 대용제약 균주 도용 의혹 제기      |
| 2019년 1월  | 메디톡스, MTC에 대용제약 제소          |
| 5월        | 前 메디톡스 직원, 메디톡신 원액 변경 공익신고  |
| 2020년 4월  | 식약처, 메디톡신 제조·판매 잠정 중지       |
| 6월        | 식약처, 메디톡신 품목허가 취소           |
|           | 메디톡스, 품목허가 취소 처분 취소 청구소송 제기 |
| 7월        | 美 FTC, 메디톡스-대용제약 예비판결       |
| 10월       | 강병원 더불어민주당의원, 약사법 개정안 대표발의  |
|           | 법무법인 오깁스, 메디톡신 중국 말수출 의혹 제기 |
|           | 식약처, 메디톡신 화수·폐기 명령          |
| 11월       | 美 FTC, 메디톡스-대용제약 최종판결       |

출처: 상글즈 RFS Team 3

출처: 이투데이, RFS Team 3

출처: 한국경제, RFS Team 3

### 1-(3). 'Thai'밍 맞춰 동남아시아로!

동사는 1Q25 필러 3종에 대해 태국 식품의약품청(TFDA)으로부터 품목 허가를 획득했다. 이어 2분기에는 필러 샘플을 선보였으며, 3Q25부터 본격적인 시장 진입을 계획하고 있다. 동사의 태국 시장 진출은 **현지 판매량 확대를 통한 수요(Q) 확보**뿐만 아니라, **동남아시아 시장 확장을 위한 발판**이 될 것으로 판단된다.

#### 가격은 반값, 인기 상승은 두 배 태국 필러 공략

방한 외국인 환자 중 '24년 피부과 진료 외국인 환자는 전년 대비 **194.9% 상승한 705,044명으로 전체 진료 과목 중 56.6%로 과반수**를 넘어섰다. 성형외과 역시 **141,845명으로 전년 대비 24.3% 증가**하는 등 K-뷰티를 직접 경험하려는 외국인 수요가 폭발적으로 확대되고 있다. 이러한 K-뷰티 수요 확대 속에서 태국 시장은 동사의 새로운 모멘텀으로 작용할 것으로 판단된다. 동사는 **경쟁사 대비 합리적인 가격**과 현지 유통사 M&V Thai가 보유한 **1,500개 병의원 네트워크**를 기반으로 초기 시장 안착이 용이할 전망이다.

태국 필러 시장은 오랫동안 글로벌 메이저 업체들이 주도해왔으나, **높은 가격 수준이 소비자 확대의 제약 요인으로 작용**해왔다. **1cc당 50만 원(약 11,456바트)에 달하는 가격**은 태국 **평균 월 임금 약 68만 원(약 15,700바트)**과 유사한 수준으로, 주요 소비자층에게도 부담이 큰 편이다. 반면 동사 제품은 현지 유통 비용과 프리미엄을 반영하더라도 **22만 원(약 5,094바트) 수준**으로 책정돼, 경쟁사 대비 절반 이하 수준의 가격 경쟁력을 확보하고 있다. 또한 구글 트렌드에서 태국어 '필러' 검색 지수가 '22년 이후 꾸준히 60 이상을 유지하고 있는 점을 감안할 때, 동사 제품의 가격경쟁력은 **태국 내 수요 확대(Q)를 견인**할 수 있을 것으로 판단된다.

#### 필러 가격

: 고와비에서 노출된 상위 10개 클리닉의 할인 가격을 기준으로 평균값 산출



메디톡스의 뉴라미스 할인 가격 평균값으로 벤치마킹.

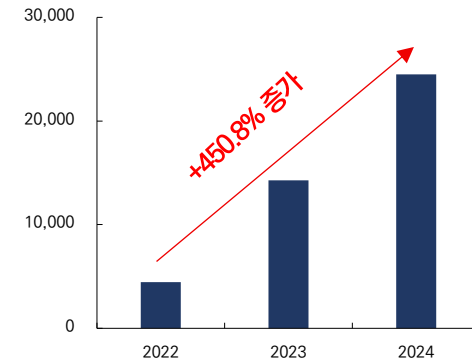
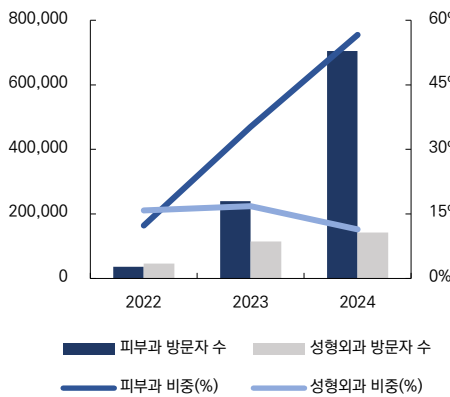
진료과별 외국인 환자 변화 추이

(단위: 명, %)

방한 태국인 피부과 이용자 수

(단위: 명)

태국 시장 필러 가격 비교



| 구분    | 회사명  | 제품명  | 가격(바트) | 가격(원)   |
|-------|------|------|--------|---------|
| 해외 기업 | 엘러간  | 주비덤  | 14,639 | 638,114 |
|       | 갈더마  | 레스탈렌 | 12,589 | 548,754 |
|       | 멀츠   | 벨로테로 | 11,456 | 499,367 |
| 국내 기업 | 휴메딕스 | 엘라비에 | 5,094  | 222,047 |

출처: 보건복지부, RFS Team 3

출처: 보건복지부, RFS Team 3

출처: 한국국제문화교류진흥원, RFS Team 3

## 태국은 시작일 뿐, 목표는 동남아까지

동사는 3Q25 태국 시장 진출을 시작으로 동남아시아 전역으로 사업을 확장할 계획이다. 엑자티튜드 컨설팅사에 따르면 동남아시아 미용 서비스 시장은 '24년 3억 2천만 달러에서 '34년 약 6억 5천만 달러로 확대될 전망이다, CAGR 7.6%의 견조한 성장세가 예상된다.

태국 시장 내  
브랜드 인지도 확대  
↓  
ASEAN 전역으로  
점유율 확대 가능

이러한 성장 환경 속에서 태국은 인접 국가 소비자들이 미용·의료 목적으로 방문하는 주요 허브로 자리 잡고 있다. 베트남, 말레이시아, 인도네시아 환자들은 방콕과 치앙마이 등 태국 주요 도시를 찾고 있으며, K-뷰티에 대한 관심과 경험률은 동남아 전역에서 꾸준히 상승하고 있다. 실제로 PONGO 조사에 따르면 베트남과 말레이시아 시장에서는 각각 61.2%, 65%의 소비자가 K-뷰티 제품을 선호하는 것으로 나타났다. 이는 한국산 뷰티 제품에 대한 높은 신뢰도를 반영하며, **태국 내에서의 브랜드 인지도 확장이 자연스럽게 주변국 소비자에게까지 확산될 수 있음을 시사한다.**

이러한 환경을 고려할 때, 동사의 태국 시장 진출은 단순한 지역 매출 확보를 넘어 ASEAN 전역에서의 시장 확대를 견인할 전략적 모멘텀으로 작용할 것으로 예상된다. 합리적 가격과 현지 유통망을 기반으로 초기 안착에 성공할 경우, 태국을 기점으로 **동남아시아 필러 시장까지 점유율 확대가 기대된다.**

주변국 태국 방문객 수 변화 추이

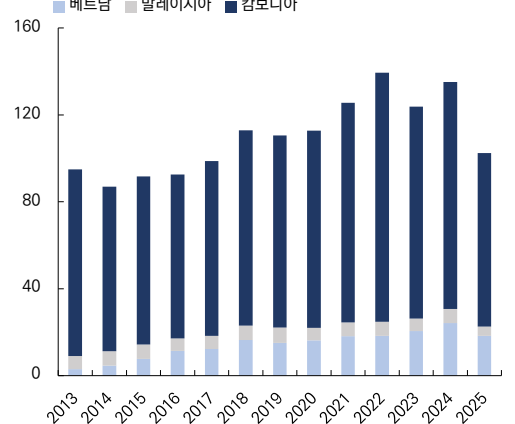
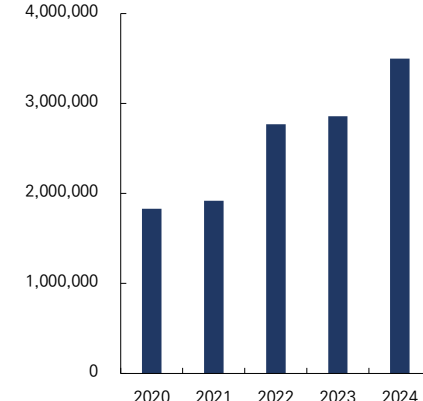
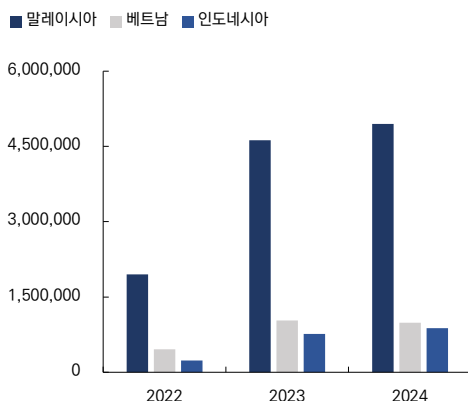
(단위: 명)

태국 의료관광 국제 방문자 수

(단위: 명)

동남아 필러 및 보톡스 수출액

(단위: 억 달러)



출처: 태국 관광체육부, RFS Team 3

출처: 태국 관광체육부, RFS Team 3

출처: 한국무역통계, RFS Team 3

## Investment Point 2. 혁신 기술로 완성하는 NEXT BEAUTY

동사는 필러 및 독신 전문 기업에서, 차세대 에스테틱 플랫폼으로 도약하고 있다. 특히 **1) 리들부스터의 국내 독점 유통, 2) 선구적인 스킨부스터 엘라비에 리투오**는 구매자 락인(lock-in)을 통해 시장을 개척하며 경쟁이 과열된 국내 내수 시장에서 확실한 우위를 점할 것이다.

### 2-(1). 엘라비에 리투오: ECM 시대의 개막

#### PDRN 가고 ECM 시대 온다

동사의 1Q26E 코스메틱 부문 엘라비에 리투오 매출액이 **약 8.9억 원(QoQ +28%)에 이를 것으로 전망**한다. 에스테틱 시장은 보톡스, 필러와 같은 1세대 에스테틱 시술에 이어 2세대 PDRN(폴리뉴클레오타이드)이 주성분인 '연어 주사' 열풍이 일어났다. 그러나 시장은 끊임없이 더 나은 효과와 지속성을 요구해왔고, 엘라비에 리투오는 기존 PDRN 기반 제품을 뛰어넘는 혁신적인 작용 기전을 통해 시장의 판도를 바꾸는 **5세대 제품**으로 도약하고 있다. 한국 엘러간 에스테틱스-애브비컴퍼니(이하 엘러간)의 '스킨바이브'가 최초로 미국 FDA 승인을 받으며 시장의 제도권 진입이 본격화된 가운데, 동사의 엘라비에 리투오는 **미국조직은행연합회(AATB)로부터 품질관리 시스템 인증 및 미국 FDA 원재료 승인을 획득**했다. 이러한 **독보적인 기술력과 제품력은 향후 동사의 거대한 성장 모멘텀으로 작용할 것이다.**

**엘라비에 리투오의 차별성은 작용 기전에서 비롯된다.** 이는 타사 제품(경쟁사) 대비 압도적인 효과를 입증한다. 대표적으로 국내 스킨부스터 시장을 개척한 파마리서치의 PDRN 기반 스킨부스터가 연어 DNA 추출물을 피부 진피층에 주입하여 피부의 자체적인 콜라겐 생성을 '**간접적으로 유도**'하는 방식이라면, 엘라비에 리투오는 '무세포동종진피(hADM)'를 주원료로 하는 세포외기질(ECM) 성분을 피부에 '**직접적으로 보충**'하는 방식을 채택하고 있다. 이는 단순한 피부 재생 유도를 넘어, **피부의 핵심 구조 단백질인 콜라겐, 엘라스틴, 피브로넥틴 등을 직접 채워 넣어 피부의 밀도와 탄력을 근본적으로 개선**하는 획기적인 효과를 제공한다. 기술적 우위는 기존 스킨부스터의 한계로 지적되던 '**주기적 시술**' 문제를 보완하며, **6개월 이상의 긴 유지 기간을 제공**함으로써 **소비자 락인(lock-in)효과**를 견인하는 핵심 강점으로 작용할 것이다.

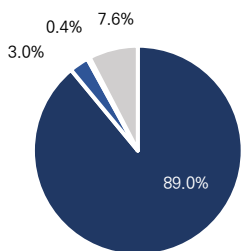
#### [에스테틱 패러다임 변천사]

에스테틱 → PDRN → 주베룩  
→ 엘라비에 리투오

| 구분  | PDRN       | ECM              |
|-----|------------|------------------|
| 성분  | 연어 DNA 추출물 | 피부 내 핵심 구조성 단백질  |
| 기전  | 콜라겐 간접 생성  | 콜라겐, 엘라스틴 직접 보충  |
| 효과  | 미세 주름 완화 등 | 피부 상태 개선, 볼륨감 향상 |
| 유지력 | 2~3 개월     | 6 개월 이상          |

#### 엘라비에 리투오 구성 성분

■ 콜라겐 ■ 엘라스틴 ■ 히알루론산 ■ 기타 ECM



#### 리쥬란(PDRN) VS 엘라비에 리투오(ECM)

| 구분    | 엘라비에 리투오    | 리쥬란        |
|-------|-------------|------------|
| 주성분   | hADM 기반 ECM | PN(연어 DNA) |
| 방식    | 손상된 ECM 재생  | 피부 재생 촉진   |
| 시술 주기 | 6~12 개월     | 3~6 개월     |
| 효과    | 체내에서 서서히 흡수 | 체내 빠른 분해   |

#### 엘라비에 리투오 제품 사진



출처: hitnews, RFS Team 3

출처: 한국과학기술단체총연합회, RFS Team 3

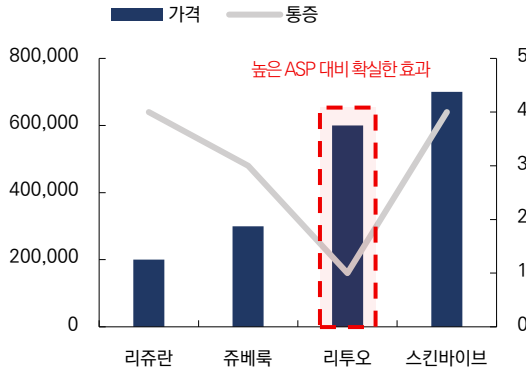
출처: 엘앤씨바이오, RFS Team 3

이와 같은 엘라비에 리투오의 직접적인 작용 기전은 확실한 효과를 입증하며 기존 PDRN 기반 제품들의 미충족 수요를 정면으로 공략하고 있다. 현재 강남, 청담 병원을 중심으로 재시술이 이어지며 입소문을 통해 빠르게 시장에 침투하고 있다. 또한 1회 시술가격 기준, 시중 경쟁 제품 대비 높은 가격에도 불구하고,

확실한 효과와 긴 유지 기간으로 통해 소비자 만족도를 극대화하며 높은 시장 경쟁력을 확보하고 있다. 또한 용량을 고려하면 오히려 타 스킨부스터 대비 낮은 가격으로 형성되어 있기에, 이는 가격 경쟁(P)을 넘어 제품의 품질과 효과에 대한 높은 선호도를 바탕으로 **시장 점유율(Q)을 확대하여 P, Q 동반상승과 내수 시장을 확보**하는 프리미엄 전략으로서 작용할 것으로 기대한다.

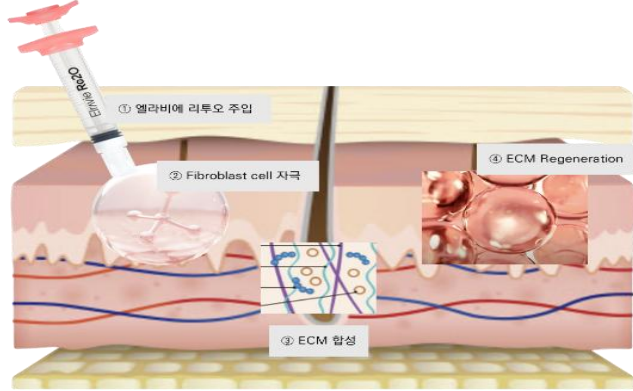
시중 스킨 부스터 제품 가격(1회 기준)

(단위: 원)



출처: Google, RFS Team 3

ECM 작용기전 및 합성 원리



출처: RFS Team 3

### 전략적 시장 침투와 독점적 지위

자체 개발의 리스크 없이, 검증된 기술의 제품을 유통하는 동사의 전략은 **사업 포트폴리오 고도화**에 이점이 있다. 동사는 '24년 11월 (주)엘앤씨바이오와의 독점 계약을 통해 국내 최초로 무세포동종진피를 미용 목적으로 사용하는 독자적인 기술을 확보하고 있다. 국내에서는 강력한 전국 3,000여 개 병원 유통망을 활용하여 시장 리더십을 빠르게 구축하고 있으며, 해외에서는 싱가포르 세미나에 이어 태국 ASLS 학회에서 리투오를 선보이는 등 **글로벌 학회 및 파트너십**을 통해 시장 확대를 가속화할 전망이다.

### 레누바

: 지방 이식술의 한 종류로, 사망한 기증자의 지방을 정제해 만든 주사

동사의 기술적 안정성 또한 차별화 요인으로 작용한다. 과거 인체 유래 세포를 활용한 필러 '레누바'와 같은 제품이 안전성 논란에 휩싸였던 것과 달리, 엘라비에 리투오는 유사한 작용 기전이면서도 **'생체 콜라겐' 유래라는 안전성 검증을 통해 부작용에 대한 우려를 사전에 불식**시키고 있다. 이러한 기술적 우위는 가시적인 시장 성과를 통해서도 확인할 수 있다. 실제로 출시 1년 만에 국내 300여 개 병원과 대형 피부과 체인에서 사용되고 있으며, 출시 직후 서울 강남 지역을 중심으로 품귀 현상을 빚을 정도로 높은 수요를 기록하고 있다. 이러한 빠른 시장 침투와 2H25 목표 2교대 생산 체제 전환, 리투오 전용 추가 제조소 추진을 통한 공급 확대 전략은 동사가 ECM 스킨부스터 시장을 개척하는 행보로 이어질 전망이다.

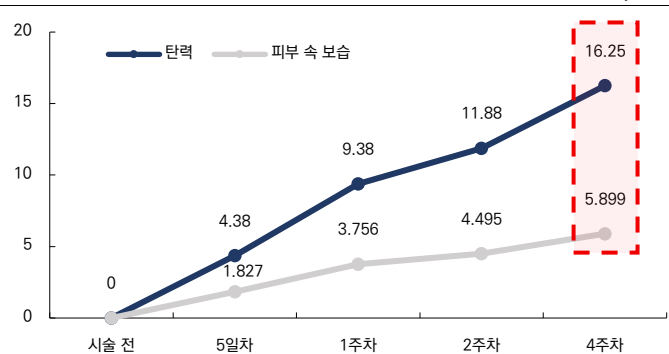
국내 주요 제약바이오사 스킨부스터 출시 현황

| 회사명     | 브랜드명       | 출시연월  | 주요 성분            |
|---------|------------|-------|------------------|
| 파라이서치   | 리주란(릴러)    | 2014년 | PN               |
| 바임      | 주베룩        | 2019년 | PDLLA, 히알루론산     |
| 휴메딕스    | 셀엑소좀       | 2020년 | 줄기세포 배양액, 엑소좀    |
| 휴젤      | 바이리즌       | 2022년 | 히알루론산, 펩타이드, 리포좀 |
| 유벤타헬스케어 | 리즈네        | 2022년 | PN               |
| LG 화학   | HP 비타란     | 2023년 | PN               |
| 동국제약    | 인에이블       | 2023년 | 섬유아세포 배양액        |
| 차메디텍    | 셀터미(리바이브엔) | 2023년 | 줄기세포 배양액         |

출처: hitnews, RFS Team 3

엘라비에 리투오 효과

(단위: %)



출처: 글로벌의학연구센터, RFS Team 3

## 2-(2). 리들부스터: 채널 지배력 강화와 브랜드 시너지 전략

### 소비자 마음잡고, 병원 문을 열다

동사는 '25년 8월 8일, 에보브테라퓨틱스와의 **국내 독점 판매 계약을 통해 리들부스터 PN/EX의 유통권을 확보**하며 에스테틱 포트폴리오를 더욱 강화했다. 해당 제품은 이미 높은 인지도와 레퍼런스를 확보한 'VT 리들샷'과 동일한 RED REEDLE™ 기술 기반인 상품으로, 리들샷에서 벗어나 더 높은 미적 욕구를 충족시킬 수 있는 **병/의원 전용 스킨부스터의 형태로 침체됐던 내수 매출을 회복할 수 있는 강력한 Turning Point**라고 기대한다.

소비자들의 피부 관리 니즈가 고도화되면서 '홈케어'와 '시술'의 경계가 무너지고 있다. 최근 '홈주란' 트렌드를 타고 VT 리들샷이 폭발적인 인기를 얻었고, 미세침 화장품을 활용한 홈케어가 유행 중이다. 그러나 이제 소비자들은 단순히 화장품의 흡수를 높이는 것을 넘어 **시술에 준하는 '피부 재생' 효과를** 원하고 있다.

하지만 앞서 언급한 바와 같이 **리주란 시술은 뛰어난 피부 재생 효과를 입증한 반면, 통증과 높은 비용**이라는 명확한 한계를 보유했다. 이러한 배경 속에서 동사의 **리들부스터가 강력한 대안이 될 것으로 전망**한다. 리들샷이 '흡수'에 초점을 맞춘 홈케어 화장품이라면, 리들부스터는 리주란과 같이 '피부 재생'을 직접 목표로 하는 고효율 유효 성분(PN)을 함유한 시술이다. 리들샷으로 이미 마이크로니들링 기술(최소침습)의 효과를 경험한 소비자들이 고통이 적고, 저렴하며, 강력한 효과를 가진 동사의 리들부스터를 찾는 자연스러운 흐름이 구축된다. 이는 결국 **홈케어(B2C)에서 병원(B2B)로 소비자를 유도**하여 궁극적으로 시장의 전체 파이를 키우는 전략이 될 것이라 판단한다.

### 유통망 경쟁력 강화와 시장 진입 장벽 구축

또한, 리들부스터 국내 독점 판매권 확보는 **동사의 강력한 자산인 3,000개 이상의 전국 병·의원 유통망의 지배력을 더욱 공고히 할 것으로 판단**한다. 동사는 기존 유통망에 경쟁력 있는 신제품을 추가하고, 특히 **엘앤씨바이오와의 협력을 통해 병·의원 직거래처를 2Q25 1,000개에서 4Q25 2,000개로 확장**할 전망이다. 이는 경쟁사가 동일 기술 기반의 제품으로 시장에 진입하는 것을 원천적으로 차단할 수 있는 유통망이다.

결론적으로 동사는 1) 리들부스터와 같은 독점적인 기술을 활용한 제품 포트폴리오를 통해 유통 채널의 가치를 높이고, 이를 통해 2) 주요 병·의원들과의 파트너십 계약을 확보할 것이다. 3) 이는 다시금 유통망 내 지배력을 강화하고, 강화된 유통망이 다시 새로운 파트너를 유치하는 **선순환 구조**가 구축될 것이다. 이에 따라 동사는 **단순한 유통 기업을 넘어 플랫폼 지배자**로서의 입지를 구축할 것으로 관망한다.

홈주란 = Home + Rejuran

: 집에서 바르는 리주란을 뜻함  
리주비넥스(PDRN) + 리들샷을 1:1로  
섞어바르는 방식

독점기술 + 유통망 결합

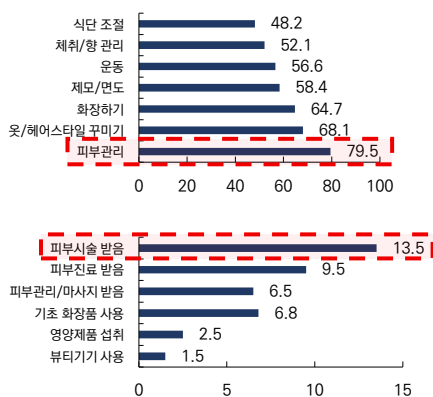


파트너십 확대, 경쟁 차단



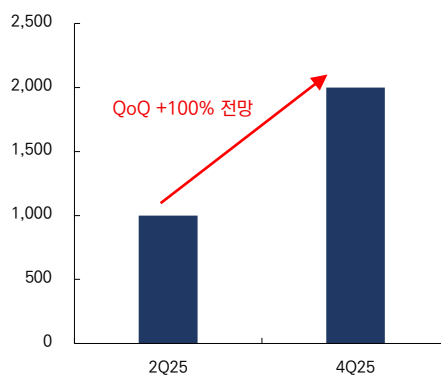
플랫폼 지배

소비자 미용 시술 트렌드 설문조사

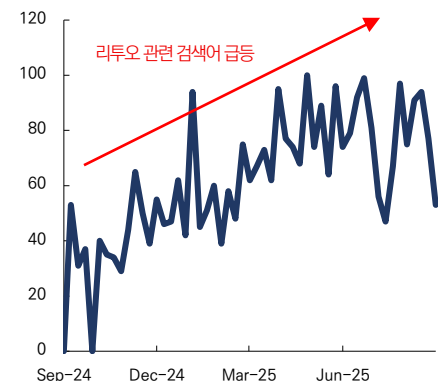


(단위: %)

휴메딕스 협업 거래처 및 엘앤씨바이오 직거래처 추이



국내 스킨부스터 구글 트렌드 추이



출처: 오픈서베이, RFS Team 3

출처: 엘앤씨바이오, RFS Team 3

출처: Google, RFS Team 3

## Investment Point 3. 파마리서치도 한 수 배우는 CMO 사업부

### 3-(1). 너넨 이런 거 없지?

#### 에스테틱에 없는 'CMO 캐시카우'

투트랙 사업구조  
: 에스테틱 + CMO 병행  
↓  
업황 변동성 완충 및  
에스테틱·바이오 집중 R&D 가능

동사는 K-미용/의료 중심의 필러·톡신 등 에스테틱 사업과 제약 중심의 CMO 사업을 영위하는 '투트랙' 사업구조를 갖추고 있다. 이는 미용성형 수요의 업황 변동에도 안정적인 수익 흐름을 유지할 수 있는 구조로, 타 에스테틱 중심 기업인 파마리서치나 휴젤과 비교했을 때 동사의 **안정적인 Cash Cow**의 강점으로 작용할 것으로 기대한다.

주요 에스테틱 경쟁사들은 자사 제품 매출에 에스테틱 사업으로 편중되어 있는 반면, 동사는 자체 생산 인프라를 활용한 위탁생산 비즈니스를 병행함으로써 수익 포트폴리오가 다각화되어 있다. 특히 동사의 CMO 사업부문 매출 비중은 2Q25 기준 35%로 매출의 견고한 하방을 지지하고 있으며, CMO 매출은 계열사인 휴온스(주) 등을 통해서 직납하는 방식으로 안정적 재고관리에 있어서도 이점을 갖는 효자 역할을 담당한다.

#### 경쟁사의 주요 사업분야 비교

| 구분      | 세부         | 휴메딕스 | 파마리서치      | 휴젤 |
|---------|------------|------|------------|----|
| 1. 에스테틱 | 톡신         | O    | O          | O  |
|         | 필러         | O    | O          | O  |
|         | 코스메틱       | O    | O          | O  |
| 2. CMO  | 전문약품       | O    | X          | X  |
|         | 관절염 치료제    | O    | O          | X  |
|         | 안과용제       | O    | X          | X  |
| 3. 원료약품 | HA, PDRN 등 | O    | △(자사 원재료용) | X  |

출처: Dart, RFS Team 3

#### CMO 사업부의 특정한 성장 동력

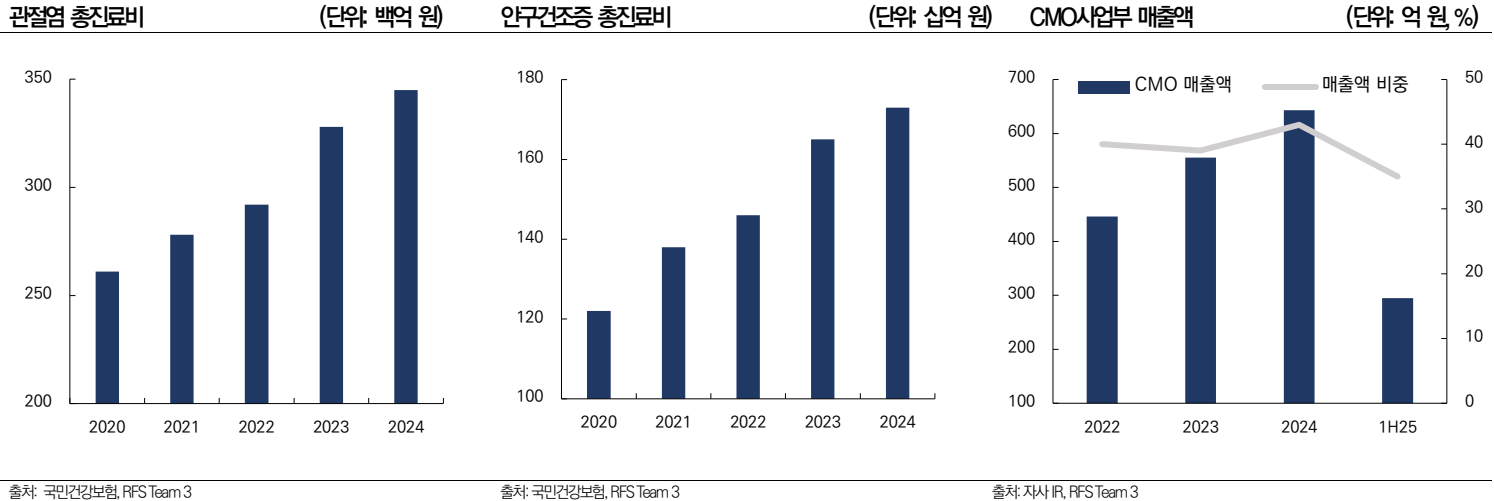
동사의 골관절염 포트폴리오는 '1회 제형 경쟁력'과 '해외 인증(CE'21·TFDA'24)'을 바탕으로 **수출 확대 모멘텀과 견조한 수요를 동시에 확보**했다. 국내 관절염 환자의 총진료비는 최근 5개년동안 2.6조 원에서 '24년 3.4조 원으로 증가해 수요 기반이 확대되고 있다.

동사의 1회 제형 골관절염 주사제인 '휴미아주'는 기존 3회·5회 제형 대비 투여 횟수를 1회로 줄이면서 약 6개월의 동등한 약효 지속을 구현해 **환자 편의성과 병의원 운영 효율을 동시에 개선**하는 포지셔닝을 갖췄다. 또한 '21년 5월 유럽 CE 인증에 이어 '24년 8월 대만 TFDA 인증을 확보하여 해외 매출 발판을 다지고 있다. 동사는 2Q25 기준 주사제 CMO 인프라와 원료·DMF 내재화를 기반으로 납기 신뢰도를 확보했고, CE·TFDA 레퍼런스를 발판으로 대만을 넘어 베트남, 멕시코 등으로 **수출 국가를 다변화**를 이루고 있다.

DMF (Drug Master File)  
: 원료약품의 핵심 품질 정보를  
규제기관에 비공개로 등록해두는  
마스터파일

국내 안구건조증 진료비는 '20년 1,220억 원에서 '24년 1,730억 원으로 **(CAGR +7.24%) 늘며 점안제 CMO의 안정적 외형 성장**을 견인할 예정이다. 스마트폰·PC 사용 시간 증가와 고령화가 맞물려 1회용 인공눈물과 같은 점안제 처방과 소비가 완만한 상승 흐름을 이어가고 있으며, 동사는 '21년 점안제용 초저분자(ULMW) HA 원료 DMF를 등록해 원가품질 및 납기 측면의 우위를 확보했다. 추가로 독일 룬레그

(Rommelag)사 기반 연 1.5억 관 일회용 점안제 CAPA를 확보하여, 추가 Capex 지출 없이 물량 증대와 신규 수주에 즉시 대응할 수 있는 여력을 갖춘 선제적 사업구조를 구축했다.



### 3-(2). 중국 대항 유일 Key Changer

#### 고춧가루 보다 더 중요한 헤파린 나트륨(Made In Korea)

헤파린 나트륨은 수술 후 혈액응고, 신장질환 환자의 혈액 투석 등 의료 현장에서 다양하게 사용되고 있는 중요한 원료의약품으로 세계보건기구가 선정한 혈액 응고에 처방하는 3대 의약품에 속한다. 최근까지 헤파린 나트륨 공급은 약 90%를 전량 중국에 의존하고 있고, 글로벌 헤파린 나트륨 시장은 '23년 88.8억 달러로 '28년까지 연평균 7.1%의 성장을 기대하는 놓칠 수 없는 시장이다. 다만, 중국의 대미 규제 등 중국 등지에서 발생하는 아프리카 돼지 열병으로 인해 원료 수급이 악화되어 가격 변동이 컸기에, 중국 공급처에 의존할 수밖에 없는 고질적인 리스크가 존재했다.

해당 맥락 속 동사는 '24년 헤파린나트륨 원료의약품 DMF 승인을 받아 국내 최초로 국산화에 성공하여 안정적인 공급망 구축에 성공했다. 헤파린 나트륨 국산화가 갖는 의미는 단순한 공급망 구축에서 벗어나, 글로벌 시장에서 중국 위주의 공급망을 개편할 수 있는 차세대 성장 동력으로서 작용한다. 그 근거는 기존 중국산 헤파린 나트륨은 1) 원재료 이력 추적의 어려움, 2) 퀄리티 및 안전 이슈가 상존했기 때문에, 동사의 1) 비중국산 기반 안전성, 2) 국내 공급 레퍼런스, 3) 원재료 이력 추적의 이점은 헤파린 나트륨 수요처들에게 매력적인 선택지로 작용할 것으로 기대한다.

실제 중국산 헤파린 나트륨은 2008년 11개 국에서 약 149명의 사망과 500건 이상의 부작용 이슈가 존재했고, 2016년에는 FDA가 산둥성에 있는 한 기업이 규격을 벗어난 헤파린 배치를 사용했다는 점이 지적되면서 불안정한 헤파린 공급망이 부각됐었다. 이는 급격한 헤파린 가격 상승으로 이어지며, 2008년 사건 이후 헤파린 가격은 7,000\$/KG에서 2019년 36,000\$/KG로 상승했다. 이처럼 Made In China에 비교한 Made In Korea가 가지는 경쟁력은 동사가 글로벌 시장에서 성공할 수밖에 없는 강력한 인센티브로 작용할 것이다.

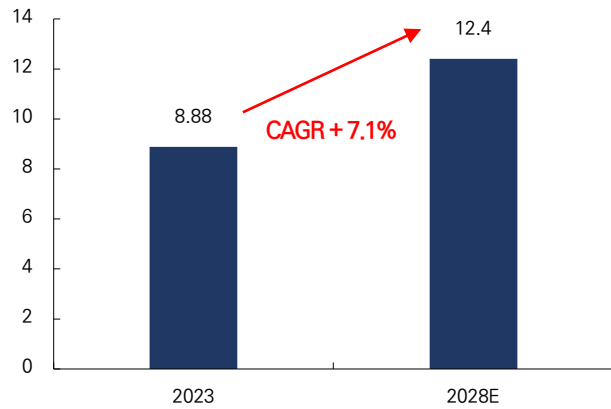
최근 트럼프 행정부는 생물보안법 입법 절차와 함께 중국산 원료의약품(API)을 과도하게 의존하는 경우,

- 헤파린 나트륨 국산화의 의미
- 1) 비중국산 기반 안전성과 신뢰성
  - 2) 국내 공급 레퍼런스
  - 3) 원재료 이력 추적 가능

수입을 제한하거나 관세를 부과하는 등의 조치를 취하고 있다. 이런 정책적 연결고리 속 동사는 **해외 시장에 침투 가능한 강력한 업사이드**를 보유하고 있기에 **중국 위주의 공급망 개편을 할 수 있는 유일한 Key Changer**라고 판단한다. 무엇보다 새로운 시장의 M/S를 뺏어올 수 있는 강력한 모멘텀은 동사의 **숨겨진 멀티플 리레이팅 요소**로 작용할 것으로 기대한다.

헤파린 나트륨 시장 전망 추이

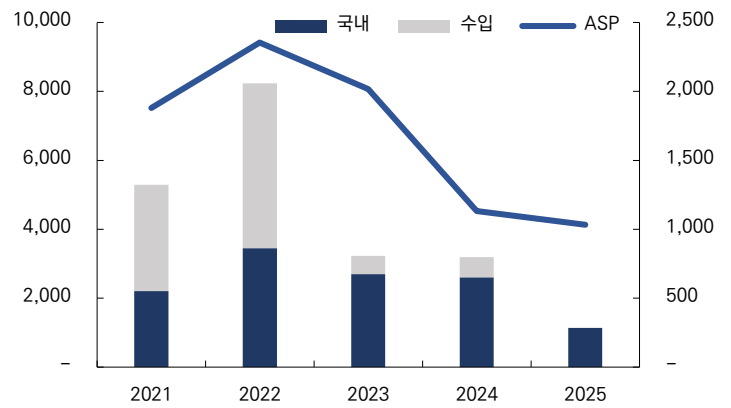
(단위: 백만 달러)



출처: 자사 IR, RFS Team 3

헤파린 나트륨 ASP, 국내 - 수입 매출 비중

(단위: 백만 원)



출처: Dart, RFS Team 3

## IV. Check Point

### 차세대 복합필러 ‘벨피엔’, 게임 체인저로 부상 준비 완료

‘벨피엔’은 동사의 주가 기대감을 형성하는 핵심적인 **파이프라인**이다. 과거 동사의 주가는 벨피엔 관련 개발 모멘텀이 부각될 때마다 민감하게 반응하는 모습을 보여왔으며, 이는 해당 신약이 R&D 자산을 넘어 시장의 게임 체인저로 평가받고 있음을 의미한다. ‘벨피엔’은 **’26년 하반기 출시를 목표로 하며, 동사의 프리미엄 내수 시장 점유율 회복에 기여할 것으로 기대한다.**

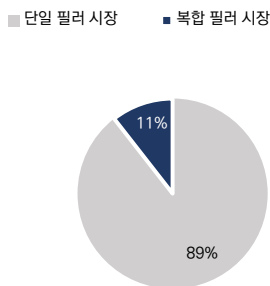
기존의 문제였던 혈액 채취 과정이 불필요하고, 더 높은 콜라겐 합성 능력과 저장 탄성률 보유하고 있어 ‘경쟁 우위 확보’

대표적 성공 사례인 차바이오텍의 ‘큐오필’은 연 매출 200억원의 브랜드로 성장하며 복합 필러 시장의 높은 잠재력을 입증했다. 하지만 1) 환자의 컨디션에 따라 효과 편차가 큰 자가혈액 속 줄기세포를 사용해 시술 결과를 예측하기 어렵고, 2) 시술 시 매번 혈액을 채취해야 한다는 한계를 지니고 있다. ‘벨피엔’은 표준화된 PN 성분을 통해 일관된 콜라겐 생성 효과를 보장하며 혈액 채취 과정이 불필요한 기성품이다. 특히 **최대 3.6배 높은 콜라겐 합성 능력과 최대 3.4배 높은 저장 탄성률을 보유하고** 있어, 경쟁사가 단기간에 모방하기 어려운 기술적 진입장벽을 확보하여 프리미엄 시장에 유리한 경쟁 우위를 구축할 것으로 기대한다.

이러한 시장의 흐름 속에서 벨피엔은 ‘큐오필’이 검증한 시장 수요를 그대로 흡수하면서, 국내 출시와 동시에 글로벌 시장에 진출하여 초기 성장 리스크는 최소화하고 매출은 극대화할 수 있을 것으로 기대된다. 동사는 ‘21년 선제적으로 확보한 수출용 허가를 거쳤고, 현재 신약 허가를 위한 마지막 임상인 3상 단계를 순조롭게 진행 중이다. **임상 완료 및 최종 허가 획득 시, ‘벨피엔’은 즉시 국내외 시장에 출시되어 매출이 본격화될 것으로 기대된다.**

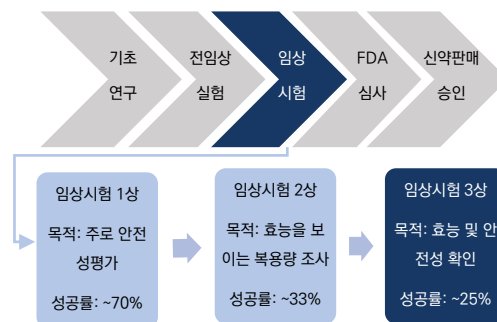
다만, 임상 3상은 최종 상업화를 위한 마지막 관문이라는 점에서, 향후 발표될 최종 데이터의 통계적 유의성 여부 및 예상치 못한 안전성 이슈 가능성, 그리고 이에 따른 식약처의 허가 지연 리스크 등은 모멘텀 실현에 영향을 미칠 수 있는 변수이므로 주의 깊게 모니터링할 필요가 있다.

전체 필러 시장 중 복합 필러 점유율



출처: 데일리팜, RFS Team 3

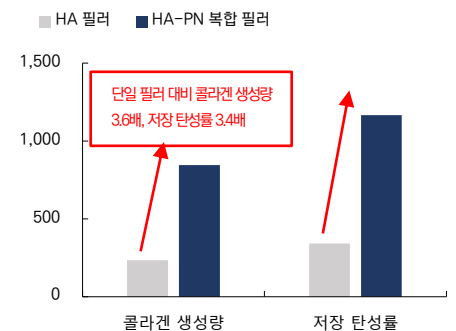
임상시험 단계



출처: 메디게이트, RFS Team 3

단일 필러 vs. 복합 필러

(단위: Pa)



출처: HA 필러와 HA-PN 복합 피부 필러의 비교 평가, RFS Team 3

## V. Estimation Logic

### 매출추정

| 단위: 억 원       | 1Q25   | 2Q25  | 3Q25E  | 4Q25E  | 1Q26E | 2Q26E | 3Q26E  | 4Q26E  |
|---------------|--------|-------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|
| 필러            | 148    | 146   | 149    | 162    | 177   | 182   | 168    | 180    |
| % of Sales    | 37%    | 34%   | 33%    | 36%    | 37%   | 37%   | 33%    | 35%    |
| 수출            | 67     | 81    | 80     | 91     | 105   | 113   | 98     | 109    |
| % of 필러 Sales | 45%    | 55%   | 54%    | 56%    | 60%   | 62%   | 58%    | 61%    |
| 브라질           | 42     | 48    | 36     | 50     | 53    | 59    | 45     | 63     |
| % QoQ         | 27.2%  | 13.2% | -24.0% | 39.6%  | 4.2%  | 13.2% | -24.0% | 39.6%  |
| 중국            | 22     | 24    | 39     | 33     | 44    | 45    | 45     | 38     |
| % QoQ         | -32.5% | 9.9%  | 60.3%  | -15.9% | 35.2% | 2.0%  | -0.3%  | -15.9% |
| 태국            |        |       |        | 2.2    | 2.1   | 2.3   | 2.1    | 2.3    |
| % QoQ         |        |       |        |        | -4.0% | 9.6%  | -10.7% | 11.5%  |
| 기타            | 3      | 9     | 5      | 6      | 7     | 6     | 6      | 6      |
| 내수            | 81     | 65    | 69     | 71     | 72    | 69    | 70     | 70     |
| % of 필러 Sales | 55%    | 45%   | 46%    | 44%    | 40%   | 38%   | 42%    | 39%    |
| 보툴리눔 독신       | 35     | 32    | 34     | 33     | 33    | 33    | 33     | 33     |
| % QoQ         | 17%    | -9%   | 6%     | -4%    | 2%    | -1%   | 1%     | -1%    |

### 필러 매출 추정

동사의 필러 ASP는 병의원으로 직납하는 방식이기에, 병의원 마다 각기 다른 ASP와 Q가 존재한다. 또한 자료 또한 공개되지 않아 Bottom-up 추정이 불가능하다. 따라서 **Top-down 방식으로 필러 매출 추정**을 진행하는 것이 합리적이다.

#### 1) 중국 HA필러

중국의 경우 '24년까지 매출 추이는 시장의 성장에 따라 지속적으로 상승해왔으나, 1H25 중국 NMPA 재 인증 이슈에 따라 매출이 일시적으로 감소했다. **5월 재인증 허가를 받아서 불확실성을 해소했기** 때문에 24년 3Q, 4Q 매출 추이를 올해 하반기에 회복할 것으로 가정했다. 올해 하반기 한한령 기대감과 APEC 역시 동사의 매출 기대감에 긍정적 영향을 미칠 것으로 판단하나, 1) 지속적으로 한한령이 해제되지 않는 점, 2) 중국 내 M/S를 2% 내로 유지하고 있다는 점을 봤을 때 기존 추세를 적용한 매출 시나리오가 적합하다고 판단했다. 따라서 **DRG medTech에서 제시한 중국 필러 시장 전망치를** 사용하여 매출 추정을 진행했다.

## 2) 브라질 HA필러

브라질은 1Q25 기준 50억의 (YoY +50%) 매출액을 달성하는 동사의 핵심 고성장 시장이다. 이미 시장에 진입한 K-미용/의료 기업이 있다는 점, 새로운 경쟁자들이 뛰어드는 시장이라는 점에서 앞서 진출한 기업의 벤치마킹을 매출 시나리오로 설정한 것이 합리적이라 판단한다.

TRASS 코드를 통해 국내에서 브라질로 수출되는 필러 코드 내 매출 추이를 비교 분석함으로써 동사의 브라질향 매출 성장세를 합리적으로 추정했다. 휴젤의 경우 동사와 마찬가지로 성남시에 공장이 있어 성남에서 수출되는 필러의 매출 중 휴젤의 값을 차감해야 한다. 특히 휴젤이 2Q25부터 초도 물량을 선적했다는 점과 성남 매출의 1H25 YoY가 급격하게 성장했다는 점을 봤을 때 휴젤의 초도 물량이 기여했다고 판단하여 해당 분을 차감하여 휴젤의 성남발 매출액을 차감했다.

메디톡스의 경우 청주에서 HA필러를 제작하고 수출한다. 또한 LG 화학을 제외하고 국내 기업 중 브라질 HA필러 시장에 침투한 산업 내 프론티어다. 메디톡스의 경우 '23년 (YoY +92%), '24년 (YoY +44%) 정도로 초기 성장 대비 어느정도 정체한 추이를 보인다. 이는 K-미용/의료 산업 내 강력한 경쟁자인 동사와 휴젤의 시장 진입 효과라고 판단한다.

성남발 브라질 매출액과 강릉 원주발 브라질 매출액을 가산한 것이 동사의 총 브라질향 필러 매출액이다. '23, '24년도 높은 브라질향 매출 성장세를 보였으나, 메디톡스와 다른 점은 바다필러를 통한 '25년 역시 높은 성장세를 보였다는 점이다. 다만, 1) 강력한 경쟁자인 휴젤의 시장 진출과 2) 중국 매출 회복으로 인한 PFS 가동률 87.1%는 실질적 상승 여력에 다소 한계가 있다고 판단했다. 따라서 벤치마킹 기업인 메디톡스의 매출 감소 시나리오를 동사의 분기별 성장률에 적용하여 브라질 HA필러 매출 추정을 진행했다.

## 3) 태국 HA 필러 매출추정

태국은 동남아시아 대표 의료관광 허브이다. 하지만 필러 시장은 아직 초기 단계에 머물러 있고, 개별 기업의 데이터가 제한적이어서 직접적인 자료 확보가 어렵다. 따라서 TRASS 데이터를 기반으로 이미 태국 시장에 진출한 메디톡스와 휴젤의 첫 해 성과를 반영해 '25년 2.2억원, '26년 8.8억원을 기대한다.

메디톡스는 TRASS HS Code 3304.99-9000 자료를 참고하여 '18년 출시 전년도에 잡힌 수치는 타 제품 매출로 간주해 차감했고, 이전의 수치는 비정상적으로 크거나 미미한 수준이라 추정에서 제외했다. 휴젤은 강원 춘천시에서 동일 코드 중 태국 수출 기업은 휴젤만 존재한다는 점에서 마찬가지로 TRASS를 기준으로 추정했다. 휴젤은 '24년 출시 이전 5년간의 수출 평균치를 차감한 매출을 반영했다.

이를 통해 추정한 두 기업의 첫 해 성과는 유사한 수준이기에 두 회사의 태국 초기 진입 매출액을 산술평균하여 동사의 첫 해 매출을 설정했고, 동사는 4Q25에 첫 매출이 예정돼 있어 4Q25는 연간 성과의 1/4만 반영했다.

'26년에는 신규 경쟁사의 진입이 예상되지만, 태국으로 베트남·말레이시아·인도네시아 등의 주변국 의료관광객이 계속 유입되는 점과 현지 대형 유통 파트너 M&V Thai와 협력해 안정적인 판매 채널을 확보하고 있다는 점에서 첫 해 성과를 유지할 것이라 판단했다. 분기별 매출은 최근 10년 대한민국의 태국향 필러 수출 데이터를 적용했다. 분석 결과 2Q와 4Q의 비율이 높게 나타났고, 이는 태국의 주요 축제 송크란과 연말 연초 등 미용 시술 수요가 집중되는 시기와 부합하는 계절성을 고려해 분기별로 적용했다.

| 단위: 억 원 | 1Q25  | 2Q25  | 3Q25E | 4Q25E | 1Q26E | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 시장 규모   | 437   | 437   | 437   | 437   | 493   | 493   | 493   | 493   |
| % MS    | 0.92% | 0.98% | 1.20% | 1.47% | 1.81% | 2.21% | 2.70% | 3.31% |
| 리투오 매출액 | 4.01  | 4.30  | 5.26  | 6.44  | 8.89  | 10.89 | 13.33 | 16.31 |
| % QoQ   |       | 7.2%  | 22.4% | 22.4% | 38.1% | 22.4% | 22.4% | 22.4% |

### 엘라비에 리투오 내수 매출추정

동사의 '엘라비에 리투오'는 매출액은 **국내 스킨부스터 시장 규모 \* 예상 MS를 기반으로 산출**했다. 리투오의 병·의원 납입 단가(P)와 판매 수량(Q)을 알 수 없어 단순한 바텀업 방식으로는 정확한 매출 산출이 어렵다고 판단했으며, 이에 따라 타당한 방식으로 접근했다. 기존 시장 분석이 상장사 중심으로 편향되어 있다는 점을 보완하기 위해 파마리서치, 바임의 리주란·주베룩 매출액 추정 후, **국내 1위 미용의료 플랫폼인 '강남언니'의 리뷰 수를 활용하여 실질적인 시장 MS를 추정**했다.

'24년 국내 스킨부스터 시장 규모를 약 1,549억 원으로 재산정했으며, GVR 과거 성장률과 미래 전망치의 평균인 12.8%를 적용하여 '26년에는 약 1,972억 원까지 시장이 확대될 것으로 예상한다. 신제품 리투오의 MS는 과거 주베룩이 시장에 안정적으로 안착했던 분기별 확장 속도(QoQ +22.4%)를 적용하여 추정하였으며, 이에 따라 **1Q25 4.01억 원으로 시작해 4Q26 16.31억 원에 이를 것으로 전망**된다.

| 단위: 억 원    | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25E | 4Q25E | 1Q26E | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E |
|------------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| CMO        | 170  | 173  | 197   | 176   | 188   | 191   | 220   | 194   |
| % of Sales | 37%  | 34%  | 33%   | 36%   | 37%   | 37%   | 33%   | 35%   |
| 전문약품       | 96   | 98   | 103   | 91    | 112   | 115   | 121   | 107   |
| % QoQ      | -19% | -2%  | -5%   | 13%   | -19%  | -2%   | -5%   | 13%   |
| 관절염치료제     | 23   | 22   | 35    | 26    | 24    | 23    | 37    | 28    |
| % QoQ      | -19% | -2%  | -5%   | 13%   | -19%  | -2%   | -5%   | 13%   |
| 점안제        | 27   | 29   | 38    | 35    | 29    | 31    | 40    | 37    |
| % QoQ      | 22%  | -7%  | -24%  | -9%   | 22%   | -7%   | -24%  | 9%    |
| 원료약품       | 23   | 21   | 19    | 21    | 20    | 20    | 20    | 20    |
| 기타         | 1    | 3    | 2     | 2     | 2     | 2     | 2     | 2     |

### [CMO 매출추정]

동사의 CMO사업부문은 크게 전문의약품, 관절염 치료제, 안과용제로 이루어져 있다. 일반적인 CMO와는 다르게 동사는 상시 주문 및 납품 시스템으로 운영되고 있다. 다만, Dart나 재무제표 상에 유의미한 수주내역을 공시하지 않기 때문에 프로젝트별 계약기간 및 금액을 통해 추정하는 것이 타당하지 않다. 따라서 **약학정보원에서 제공하는 제품의 약가를 활용하여 ASP를 산출하고 Q의 추이를 중심으로 Bottom-up 추정을 진행했다.**

각 영역별로 YoY 흐름에 따른 성장률을 중심으로 두고, 최근 성장률에 더 높은 가중치를 두어 성장률을 산정했다. 다만, **관절염 치료제와 안과용제 영역의 경우, 고령화 및 전자기기 사용 증가 등과 같은 요인에 따른 수요 기반 증가가 확실한 영역**이라고 판단하였다. 따라서 각각 최근 5개년 총진료비 CAGR +5.74%(관절염 치료제), +7.24%(안구건조증)을 별도로 반영해주었다.

## 비용추정

추정 IS Table

| (단위: 백만 원)      | 2021A   | 2022A   | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   | 2028E   |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액             | 110,992 | 123,173 | 152,274 | 161,873 | 172,825 | 198,866 | 223,467 | 251,112 |
| YoY(%)          |         |         |         |         | 6.8%    | 15.1%   | 12.4%   | 12.4%   |
| 매출원가            | 66,827  | 68,530  | 81,920  | 86,869  | 90,998  | 101,946 | 113,003 | 124,804 |
| 매출원가율(%)        | 60.2%   | 55.6%   | 53.8%   | 53.7%   | 52.7%   | 51.3%   | 50.6%   | 49.7%   |
| 원재료 사용액 및 상품매입액 | 33,529  | 37,338  | 49,263  | 50,633  | 53,642  | 62,137  | 70,345  | 78,499  |
| % of sales      | 30%     | 30%     | 32%     | 31%     | 31%     | 31%     | 31%     | 31%     |
| 급여              | 10,454  | 10,781  | 12,615  | 13,915  | 15,274  | 16,766  | 18,404  | 20,202  |
| % of sales      | 9%      | 9%      | 8%      | 9%      | 9%      | 8%      | 8%      | 8%      |
| 감가상각비           | 10,066  | 9,270   | 8,876   | 8,744   | 8,810   | 8,777   | 8,793   | 8,785   |
| % of sales      | 9%      | 8%      | 6%      | 5%      | 5%      | 4%      | 4%      | 3%      |
| 외주가공비           | 3,460   | 3,517   | 2,280   | 3,449   | 4,148   | 4,416   | 4,608   | 5,533   |
| % of sales      | 3%      | 3%      | 1%      | 2%      | 2%      | 2%      | 2%      | 2%      |
| 매출총이익           | 44,166  | 54,643  | 70,354  | 75,004  | 81,827  | 96,920  | 110,465 | 126,308 |
| GPM(%)          | 39.8%   | 44.4%   | 46.2%   | 46.3%   | 47.3%   | 48.7%   | 49.4%   | 50.3%   |
| 판매비와관리비         | 28,176  | 28,600  | 33,044  | 31,862  | 37,498  | 40,776  | 44,493  | 49,524  |
| % of sales      | 25.4%   | 23.2%   | 21.7%   | 19.7%   | 21.7%   | 20.5%   | 19.9%   | 19.7%   |
| 급여              | 6,948   | 6,521   | 7,125   | 6,895   | 7,569   | 8,308   | 9,120   | 10,011  |
| % of sales      | 6%      | 5%      | 5%      | 4%      | 4%      | 4%      | 4%      | 4%      |
| 경상연구개발비         | 8,932   | 8,857   | 10,086  | 9,207   | 11,235  | 12,470  | 13,750  | 15,840  |
| % of sales      | 8%      | 7%      | 7%      | 6%      | 7%      | 6%      | 6%      | 6%      |
| 지급수수료           | 4,210   | 4,751   | 5,988   | 6,418   | 8,641   | 9,943   | 11,173  | 12,556  |
| % of sales      | 4%      | 4%      | 4%      | 4%      | 5%      | 5%      | 5%      | 5%      |
| 해외시장개척비         | 79      | 192     | 311     | 358     | 406     | 459     | 520     | 588     |
| % of sales      | 0%      | 0%      | 0%      | 0%      | 0%      | 0%      | 0%      | 0%      |
| 사용권자산상각비        | 481     | 817     | 832     | 880     | 843     | 421     | 0       | 0       |
| % of sales      | 0%      | 1%      | 1%      | 1%      | 0%      | 0%      | 0%      | 0%      |
| 광고선전비           | 1,249   | 1,240   | 2,906   | 2,340   | 2,720   | 2,624   | 2,771   | 2,798   |
| % of sales      | 1%      | 1%      | 2%      | 1%      | 2%      | 1%      | 1%      | 1%      |
| 영업이익            | 15,990  | 26,043  | 37,310  | 43,141  | 44,329  | 56,144  | 65,971  | 76,784  |
| % OPM           | 14%     | 21%     | 25%     | 27%     | 26%     | 28%     | 30%     | 31%     |
| 지분법손익           |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 지분법투자손익         | (989)   | 820     | (2,187) | (2,315) | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 금융손익            |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 파생상품손익          | 3,757   | 3,413   | 5,556   | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 기타손익            |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 종속기업처분손익        | 0       | 7,276   | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 관계기업주식처분손익      | 0       | 529     | 0       | 0       | 3,209   | 0       | 0       | 0       |
| 법인세비용차감전순이익     | 11,339  | 28,989  | 32,410  | 48,355  | 47,538  | 56,144  | 65,971  | 76,784  |
| 법인세비용           | 1,288   | 7,835   | 7,590   | 9,096   | 8,889   | 11,370  | 13,434  | 15,836  |
| 법인세율            | 11%     | 27%     | 23%     | 19%     | 20%     | 22%     | 21%     | 21%     |
| 당기순이익           | 10,051  | 21,154  | 24,821  | 39,259  | 38,649  | 44,774  | 52,537  | 60,947  |
| % NPM           | 9%      | 17%     | 16%     | 24%     | 22%     | 23%     | 24%     | 24%     |

출처: RFS Team 3

### ① 매출원가

1) 원재료 사용액 및 상품매입액: 최근 4년간 원재료 비용이 큰 변동 없이 매출액과 비례하여 움직이는 추세를 반영했다. 향후에도 이 비율은 큰 변동 없이 유지될 것으로 판단되어 최근 4년간('21-'25년) Average

적용하여 추정했다.

**2) 급여:** 직원 수 증가율과 급여 증감율의 이동평균을 반영해 추정치를 산출했다. 직원 수는 '21년 232명에서 '24년 371명으로 꾸준히 늘어 향후에도 일정 수준의 증가세가 이어질 것으로 가정했다. 이에 직원 1인당 평균 급여 추이를 분석해, 과거 인상률을 바탕으로 CAGR을 산출했다. 이를 토대로 산정한 인상률을 직원 수 증가율과 결합해 매출원가 급여 총액을 추정했다.

**3) 감가상각비:** 향후 '24년 수준에서 안정적으로 유지될 것으로 판단되어 '23년과 '24년 수치를 평균한 이동평균법을 적용하였다.

**4) 외주가공비:** 동사의 외주가공비는 최근 4년 동안 매출원가 대비 비중이 '21년 3%, '22년 3%, '23년 1%, '24년 2%로 나타났다. 매출액 대비 1~3% 수준을 유지하며, 매출과 연동된다고 판단해 최근 4년간의 비율을 이동평균 적용해 추정했다.

매출원가 주요 계정 Table

| (단위: 백만 원)      | 2021A  | 2022A  | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E   | 2027E   | 2028E   |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 매출원가            | 66,827 | 68,530 | 81,920 | 86,869 | 92,930 | 118,180 | 132,626 | 148,302 |
| 급여              | 10,454 | 10,781 | 12,615 | 13,915 | 15,274 | 16,766  | 18,404  | 20,202  |
| % of sales      | 9.4%   | 8.8%   | 8.3%   | 8.6%   | 8.6%   | 6.8%    | 6.6%    | 6.4%    |
| 원재료 사용액 및 상품매입액 | 33,529 | 37,338 | 49,263 | 50,633 | 55,436 | 77,239  | 88,250  | 99,391  |
| % of sales      | 30.2%  | 30.3%  | 32.4%  | 31.3%  | 31.0%  | 31.2%   | 31.5%   | 31.3%   |

출처: RFS Team 3

## ② 판매관리비

**1) 급여:** 판매관비에 포함되는 급여는 매출원가 급여와 동일한 방식으로 추정하였다.

**2) 경상연구개발비:** 동사의 현재 진행 중인 벨피엔 개발 이외 추가적인 R&D 투자 계획이나 신규 파이프라인 변화는 없다. 금액 변동도 크지 않아 최근 4년간의 수치에 이동평균을 적용해 추정했다.

**3) 지급수수료:** 리들부스터 독점 유통과 수출 국가 확대에 따라 해외 에이전시 수수료가 늘어날 것으로 예상된다. 이에 따라 매출액 대비 약 5% 수준으로 증가할 것으로 추정했다.

**4) 해외시장개척비:** 금액 규모는 크지 않지만 최근 뚜렷한 증가 추세를 보이고 있다. 중국 재허가와 더불어 태국, 대만, 베트남, 멕시코 등으로 수출이 확대되면서 점진적인 증가가 예상된다. 동사의 경우 '21년에서 '24년으로 넘어가며 금액이 4배 이상 증가했고, 이 수준이 유지 이상 될 것이라 판단한다. 따라서 '24년 수준을 기준으로 약간 상향된 금액을 가정했으며 증가율은 최근 2개년('23년-'24년) 변화율을 반영해 추정했다.

**5) 광고선전비:** 동사는 에스테틱 제품 매출 확대를 적극적으로 추진하고 있으며 광고선전비는 이러한 목적을 반영하는 성격이 강하다. 광고선전비 총액은 광고선전비가 급증했던 '23년과 '24년의 평균액을 기준으로 삼았다. 해당 금액 중 에스테틱 제품 매출 비중 53%를 추출한 뒤, 이를 다시 국내매출과 해외매출 비율로 나누어 각각에 국내매출 성장률과 해외수출 성장률을 연동했다. 해외 부문은 브라질, 중국, 동남아 순으로 비중이 형성되어 있어, '23년부터의 해외 매출 성장률을 반영하여 매년 광고선전비가 점진적으로 상향될 것으로 가정해 추정했다.

## 6) 사용권자산상각비

동사는 '21년 7월 본사 신사옥 이전과 관련된 비용을 사용권 자산 처리했다. 해당 건물은 5년 임대계약으로 총 상각액 3,568,265,092원을 정액법으로 처리하고 있다. 이에 따라 사용권자산상각비는 2H21부터 반영됐으며, 1H26까지만 비용으로 인식될 예정이다.

판매관리비 주요 계정 Table

| (단위: 백만 원) | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 광고선전비      | 1,249 | 1,240 | 2,906 | 2,340 | 2,720 | 2,624 | 2,771 | 2,798 |
| % of sales | 1.1%  | 1.0%  | 1.9%  | 1.4%  | 1.5%  | 1.1%  | 1.0%  | 0.9%  |
| 해외시장개척비    | 79    | 192   | 311   | 358   | 406   | 459   | 520   | 588   |
| % of sales | 0.1%  | 0.2%  | 0.2%  | 0.2%  | 0.2%  | 0.2%  | 0.2%  | 0.2%  |

출처: RFS Team 3

③ **금융손익** 중 파생상품손익은 전환사채 관련 파생상품부채가 '23년부터 전환으로 소멸되어 더 이상 발생하지 않으므로 이후에는 0으로 flat 적용했다.

④ **기타손익**의 경우 과거에 몇 차례 일회성 요인이 반영됐다. '22년 종속기업인 휴온스메디컬 정리로 인해 종속기업처분이익이 발생했다. 또한 1Q25에는 관계기업인 엔솔바이오사이언스 지분 정리로 관계기업주식 처분이익이 발생했다. 하지만 이러한 사건들은 일회성에 불과해 '25년 나머지 분기 및 '26년에는 영향이 없을 것으로 판단했다. 따라서 왜곡을 제거하기 위해 '23년과 '24년 2년간의 평균치를 기준으로 기타수익을 추정했다.

⑤ **지분법손익**의 경우, 4Q24 우리비앤비 관계주식 전부를 손상차손 처리했고, 1Q25 엔솔바이오사이언스 지분 모두를 정리했다. 더 이상 지분법 손실이 발생하지 않을 것으로 판단되어 향후에는 0원으로 가정했다.

⑥ **법인세율**은 과세표준 법인세율을 적용하여 추정했다.

## VI. Valuation

### Historical Peer PER Valuation

| 항목          | 내용            | 단위         | 비고              |
|-------------|---------------|------------|-----------------|
| 26E 당기순이익   | 44,774        | (백만원)      | (A) 추정          |
| Target P/E  | 19.1          | (배)        | (B)             |
| 적정 기업가치     | 8,544         | (억 원)      | (C) = (A) x (B) |
| 발행 주식 수     | 11,229,930    | (주)        | (D)             |
| 적정주가        | 76,083        | (원)        | (E) = (C) / (D) |
| <b>목표주가</b> | <b>76,000</b> | <b>(원)</b> |                 |
| 현재주가        | 63,200        | (원)        | 25.09.23 종가     |
| <b>상승여력</b> | <b>20.3</b>   | <b>(%)</b> |                 |

출처: RFS Team 3

#### [Historical Peer 선정 논리]

본 리서치팀은 동사가 ① 브라질 태국 중심으로 필러 매출이 고성장하고 있는 점, ② 엘라비에 리투오를 통한 내수 '스킨부스터' 시장에 높은 속도로 침투하고 있다는 점에서 과거 유사했던 기업들의 멀티플을 벤치마킹 한 **Historical Peer PER Valuation**이 적합하다고 판단한다. 동사는 앞서 서술했듯이 CMO를 통한 비에스텍 부문이 매출의 30~40% 부분을 차지하여 타 미용주사제 기업 대비 저평가를 받아왔으나, 앞서 서술한 내용을 토대로 매출과 수익성 개선을 이룰 것이기에 **PER Method**가 적합하다고 판단한다.

동사는 미용주사제와 CMO를 영위하지만, 1) 미용주사제 중 그동안 매출 실적을 이끌어왔던 내수 필러 시장은 정체되었던 점, 2) 해외 필러 매출이 실적을 이끄는 점, 3) ECM 기반 새로운 스킨부스터로 내수 고속 침투를 보이는 점에 입각하여 **Peer 그룹의 Historical PER**을 설정하고자 한다.

#### ① 내수가 정체된 필러 Peer 그룹

해당 Peer는 16~17 기간의 **파마리서치와 메디톡신의 평균 PER인 37.3X**를 설정했다. 파마리서치 및 메디톡신 모두 내수 필러, 독신 경쟁 심화로 인해 매출 성장세가 정체되었던 기간이다. 또한 해외 제휴 직전의 내수 위주의 매출 비중을 보유하고 있어, 동사의 내수 필러 시장이 정체된 밸류에이션을 반영할 것으로 판단한다.

#### ② 해외 필러 매출 고성장 (브라질, 태국 중심)

해당 Peer는 **1Q23~3Q23 휴젤의 평균 PER인 19.2X**를 설정했다. 해당 기간 휴젤은 브라질이 주도하는 라틴 아메리카 매출액 YoY +159%를 달성했고, 태국 HA 필러 시장 점유율 1위를 확보한 기간이기에 동사

의 브라질, 태국이 주도하는 해외 매출 성장세를 반영한 밸류에이션에 적합하다고 판단한다.

### ③ ECM 기반 새로운 스킨부스터를 통한 내수 침투

해당 Peer는 17-19 파마리서치의 평균 PER인 27.8X를 설정했다. 해당 기간은 파마리서치의 스킨부스터 리쥬란이 국내 처음 출시되고, 이후 스킨부스터 시장을 빠르게 잠식했던 시기다. 해당 기간 PER 멀티플이 27~30배까지 리레이팅 됐으며, 이는 신제품 창출에 따른 프리미엄이 반영되었기 때문에 동사의 스킨부스터가 이끄는 밸류에이션을 적절하게 반영했다고 예상한다.

이를 종합하여 매출 비중을 고려한 각 가중치 “① \* 0.3 + ② \* 0.4 + ③ \* 0.3 = 27.3”이 적절하다고 판단하나, 리쥬란의 침투율과 상이한 점, 동사의 CMO 매출 비중 등을 고려하여 30%의 디스카운트를 적용했다.

앞선 논의를 종합하여, 26F EPS 3,986원에, Target Multiple PER 19.1X가 적용된 **목표주가는 76,000원으로 상승여력 20.3%, 투자 의견 BUY**를 제시한다.

| 포괄손익계산서 (단위: 백만원) | 2023A     | 2024A    | 2025E     | 2026E     |
|-------------------|-----------|----------|-----------|-----------|
| 매출액               | 152,274   | 161,873  | 172,825   | 198,866   |
| 매출원가              | 81,920    | 86,869   | 90,998    | 101,946   |
| 매출총이익             | 70,354    | 75,004   | 81,827    | 96,920    |
| 판매비와관리비           | 33,044    | 31,862   | 37,498    | 40,776.2  |
| 조정영업이익            | -         | -        | -         | -         |
| 영업이익              | 37,310    | 43,141   | 44,329    | 56,144    |
| 비영업손익             | 58.0      | 461.2    | (2,148.3) | (4,608.6) |
| 금융손익              | (2,770.8) | 7,068.1  | 2,148.6   | 4,608.3   |
| 관계기업등 투자손익        | (2,187)   | (2,315)  | 3,209     | 0         |
| 세전계속사업손익          | 32,410.2  | 48,355.3 | 47,538.3  | 56,143.7  |
| 법인세 비용            | 7,589.5   | 9,095.9  | 8,889.1   | 11,370.2  |
| 계속사업이익            | 24,820.7  | 39,259.4 | 38,649.1  | 44,773.5  |
| 중단사업이익            |           |          |           |           |
| 당기순이익             | 24,820.7  | 39,259.4 | 38,649.1  | 44,773.5  |
| 지배주주              | 24,820.7  | 39,259.4 | 38,649.1  | 44,773.5  |
| 비지배주주             |           |          |           |           |
| 총포괄이익             | 24,820.7  | 39,259.4 | 38,649.1  | 44,773.5  |
| 지배주주              | 24,820.7  | 39,259.4 | 38,649.1  | 44,773.5  |
| 비지배주주             |           |          |           |           |
| EBITDA            | 48,292.1  | 54,194.1 | 55,333.5  | 66,732.4  |
| FCF               | 29,940.5  | 35,520.6 | 35,436.8  | 42,089.4  |
| EBITDA 마진율 (%)    | 31.7      | 33.5     | 32.0      | 33.6      |
| 영업이익률 (%)         | 24.5      | 26.7     | 25.6      | 28.2      |
| 지배주주귀속 순이익률 (%)   |           |          |           |           |

| 현금흐름표 (단위: 백만원) | 2023A    | 2024A    | 2025E    | 2026E    |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|
| 영업활동으로 인한 현금흐름  | 30,885   | 50,744   | 71,004.7 | 74,106.4 |
| 당기순이익           | 24,821   | 39,259   | 38,649.1 | 44,773.5 |
| 감가상각비(계)        | 10,982   | 11,053   | 11,004   | 10,589   |
| 유형자산 감가상각비      | 9,543    | 9,486    | 9,515    | 9,500    |
| 무형자산 상각비        | 607      | 687      | 647      | 667      |
| 사용권자산 상각비       | 832      | 880      | 843      | 421      |
| 영업활동 자산부채 변동    | (11,132) | (6,523)  | 3,755    | 5,771    |
| 법인세납부           | (12,719) | (5,073)  | (8,889)  | (11,370) |
| 기타              | 18,934   | 12,029   | 15,481   | 13,755   |
| 투자활동으로 인한 현금흐름  | (15,474) | (12,575) | (14,024) | (13,300) |
| 유형자산처분(취득)      | (889)    | (2,359)  | (1,624)  | (1,992)  |
| 무형자산감소(증가)      | (37)     | (18)     | (28)     | (23)     |
| 장단기금융자산의 감소(증가) | (120)    | 160      | 20       | 90       |
| 기타투자활동          | (14,428) | (10,358) | (12,393) | (11,375) |
| 재무활동으로 인한 현금흐름  | (25,808) | (9,888)  | (13,603) | (15,110) |
| 장단기금융부채의 증가(감소) | (100)    | 0        | (50)     | (25)     |
| 자본의 증가(감소)      | 317      | (913)    | (298)    | (606)    |
| 배당금의 지급         | (7,079)  | (5,950)  | (7,730)  | (8,955)  |
| 기타재무활동          | (26,025) | (3,025)  | (5,525)  | (5,525)  |
| 현금의 증가          | (10,456) | 30,077   | 43,377   | 45,696   |
| 기초현금            | 90,703   | 80,247   | 110,324  | 153,701  |
| 기말현금            | 80,247   | 110,324  | 153,701  | 199,398  |

| 재무상태표 (단위: 백만원) | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E   |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| 유동자산            | 130,352 | 160,032 | 207,096 | 260,649 |
| 현금 및 현금성자산      | 80,247  | 110,324 | 153,701 | 199,398 |
| 매출채권 및 기타채권     | 20,119  | 22,400  | 25,423  | 29,254  |
| 재고자산            | 28,625  | 26,368  | 27,640  | 30,965  |
| 기타유동자산          | 1,360   | 923     | 1,141   | 1,032   |
| 비유동자산           | 89,626  | 89,720  | 71,728  | 56,969  |
| 유형자산            | 50,246  | 48,957  | 48,022  | 47,262  |
| 무형자산            | 2,578   | 2,375   | 2,329   | 2,293   |
| 기타자산            | 36,802  | 38,387  | 21,377  | 7,414   |
| 자산총계            | 219,978 | 249,752 | 279,634 | 317,618 |
| 유동부채            | 19,603  | 19,354  | 18,319  | 20,483  |
| 매입채무 및 기타채무     | 14,357  | 10,983  | 11,515  | 12,901  |
| 단기금융부채          | 946     | 1,652   | 1,299   | 1,476   |
| 기타유동부채          | 4,300   | 6,709   | 5,504   | 6,107   |
| 비유동부채           | 2,312   | 1,865   | 1,863   | 1,864   |
| 장기금융부채          | 1,755   | 1,305   | 1,305   | 1,305   |
| 기타비유동부채         | 556     | 561     | 558     | 559     |
| 부채총계            | 21,915  | 21,219  | 20,182  | 22,347  |
| 지배주주지분          | 198,063 | 228,532 | 259,452 | 295,271 |
| 자본금             | 5,615   | 5,615   | 5,615   | 5,615   |
| 자본잉여금           | 94,648  | 91,809  | 91,809  | 91,809  |
| 이익잉여금           | 97,800  | 131,108 | 162,028 | 197,846 |
| 비지배주주지분         | -       | -       | -       | -       |
| 자본총계            | 198,063 | 228,532 | 259,452 | 295,271 |

| 주당 가치 및 Valuation | 2023A  | 2024A  | 2025E   | 2026E   |
|-------------------|--------|--------|---------|---------|
| P/E (x)           | 15.27  | 12.09  | 18.36   | 15.9    |
| P/B (x)           | 1.68   | 1.83   | 2.7     | 2.4     |
| EV/EBITDA (x)     | 12.41  | 11.06  | 10.83   | 8.98    |
| EPS (원)           | 2,314  | 3,496  | 3,442   | 3,987   |
| BPS (원)           | 19,054 | 22,159 | 23,104  | 26,293  |
| DPS (원)           | 525    | 630    | 688     | 797     |
| 배당성향 (%)          | 28.52  | 15.16  | 20.00   | 20.00   |
| 배당수익률 (%)         | 1.00   | 0.84   | 1.09    | 1.26    |
| 매출액증가율 (%)        |        | 6.3    | 6.8     | 15.1    |
| EBITDA증가율 (%)     |        | 12     | 2       | 21      |
| 조정영업이익증가율 (%)     |        | -      | -       | -       |
| EPS증가율 (%)        |        | 51     | (2)     | 16      |
| 매출채권 회전일수         | 48.2   | 53.7   | 53.7    | 53.7    |
| 재고자산 회전일수         | 127.5  | 110.9  | 110.9   | 110.9   |
| 매입채무 회전일수         | 64.0   | 46.2   | 46.2    | 46.2    |
| ROA (%)           | 11.3   | 15.7   | 13.8    | 14.1    |
| ROE (%)           | 12.5   | 17.2   | 14.9    | 15.2    |
| ROIC (%)          | 31.8   | 38.3   | 38%     | 42%     |
| 부채비율 (%)          | 11.1   | 9.3    | 7.8     | 7.6     |
| 유동비율 (%)          | 665.0  | 826.9  | 1,134.9 | 1,272.5 |
| 당좌비율 (%)          | 518.9  | 690.5  | 984.0   | 1,121.3 |
| 자기자본비율 (%)        | 90.0   | 91.5   | 92.8    | 93.0    |

편집상 여백입니다