Industry Report

의료기기 (신성장산업)

미용백서(美容白書): 25년 시장 트렌드와 기회

- 글로벌 의료미용 시장 연 12%씩 성장해 32년 62조원에 달할 전망
- 국내 기업 25년 인허가 획득+특허 분쟁 해소로 미국 진출 가속화
- 미국 시장에서 고성장·고수익 기회를 확보할 휴젤을 Top-Pick으로 선정

한송협 songhyeop.han@daishin.com

투자의견

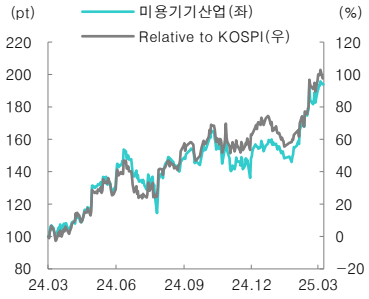
Overweight

비중확대, 유지

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
휴젤	Buy	470,000
파마리서치	MarketPerform	340,000
클래시스	Buy	74,000
에이피알	Buy	82,000

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	13.4	24.3	28.6	81.5
상대수익률	13.4	17.0	26.9	85.4



글로벌 의료미용 시장: 연평균 12%의 빠른 성장, 32년까지 확장 지속 전망

글로벌 의료미용 시장은 2023년 159억 달러(23조원)에서 연평균성장률(CAGR) 12%로 성장하며 2032년 **425억 달러(62조원)**에 이를 전망

톡신·필러(3~6개월 재시술)와 EBD(소모품 교체) 등 ①반복 시술·소모품 판매 모델을 통해 고마진·안정적 매출 확보 가능하고 ②경기 둔화에도 수요가 급감하지 않으며 ③고령화·다이어트 트렌드로 탄력 관리 수요 증가하며 시장 확대

2024년까지 국내 기업들의 생산 능력(CAPA) 증설이 마무리됨에 따라 해외 물량 공급 체계가 갖춰짐. 미국·유럽·중국 등 주요 시장 인허가 획득이 가시화되면서 글로벌 시장 진출이 가속화될 것으로 전망. 또한 ITC 분쟁 등 대외 불확실성 해소됨에 따라 **2025년에도 매출, 이익 모두 과거 고성장세가 이어질 것**으로 판단

국내 기업의 해외 진출 필요성과 지역별 특성: 내수 포화 극복·고수익 확보

한국은 병·의원 간 경쟁이 점차 심화되면서 단가 인하 압박이 커지고, 내수 성장률 역시 둔화되는 추세. 따라서 고성장을 이어가기 위해서는 해외 진출이 불가피

성숙 시장(미국, 유럽) 프리미엄 전략을 통해 높은 ASP 확보 가능. 미국은 진입 장벽이 높으나 진출에만 성공하면 일정 점유율만 확보해도 외형성장에 큰 도움

신흥 시장(중국·중남미·동남아)은 빠른 성장세를 보이며 시장별 특성에 맞춘 전략적 접근이 필요. 중국은 고성장이지만 인허가 불확실성으로 진입 리스크가 큰 반면, 중남미·동남아는 낮은 진입 장벽과 가격 민감도로 국내 기업 강점을 활용하기에 유리. 실제 국내 기업들은 이들 시장에 성공적으로 진출해 실적 확대

안정적 매출과 고수익 확보가 가능한 미용 기업들의 밸류에이션

고부가가치 구조로 반복 시술에 따른 안정적 매출, 높은 수익성 확보. 25년 주요 4개 미용기업의 **평균 매출 성장률 29%, 영업이익 성장률 36%, OPM 39%** 예상

밸류에이션은 주로 매출 성장과 이익률로 결정되며 의료미용 기업은 대체로 PER 10~30배 수준에서 평가. 최근 외형 성장성(탑라인)에 대한 관심이 높아 25년엔 **신규 해외 시장(특히 미국) 진출**과 **신제품 출시**가 핵심 변수로 작용할 전망

국내 미용기업 투자 전략. Top-pick 휴젤(Buy, 470,000원, 신규) 제시

완전히 신규 시장을 개척하기보다는 이미 형성된 미국 등 대형 시장에서 점유율을 확보하는 편이 현실적이라는 판단. 신제품 개발도 추가 성장 기회를 열 수 있지만 난이도를 감안할 때 단기적으로는 해외 진출이 더 효율적

미국 톡신 시장 규모는 56억 달러(7.8조원), 미용 한정 25억달러(3.5조원)로 글로벌 업체들의 M/S 일부 흡수하는 것만으로도 상당한 수준의 매출 증가 가능

미용의료 기업 중 휴젤(Buy, 470,000원)을 Top-Pick으로 제시. 미국 미용 톡신 시장에서 일정 M/S 확보 시 매출 점프업 기대. 25년 중국·유럽 정상화로 매출 성장 가능성 높음. 여기에 ITC 소송 문제까지 해결되어 과거 대비 리레이팅 가능

Contents

산업분석

I. 자료 작성 의도와 개요 5p

II. 의료 미용 산업 개요 7p

III. 산업의 투자 매력 및 밸류에이션 포인트 47p

IV. 국내 의료미용 기업 투자전략 59p

기업분석

휴젤 66p

파마리서치 82p

클래시스 98p

에이피알 114p

Executive Summary

의료미용 산업: 고수익 · 반복 매출 + 글로벌 진출 스토리가 맞물린 장기 성장

- 의료미용 산업은 **경기 방어적 성격 + 높은 마진**을 갖춰, **밸류에이션 프리미엄** 부여 가능
- **주사 시술(톡신, 필러 · 스킨부스터)**은 반복 시술 구조로 안정적인 매출을 창출하고, 국가별 인허가(FDA · CE 등) 및 신시장 개척(스킨부스터·콜라겐부스터 등)으로 시장이 빠르게 커지고 있음
- **에너지 기반 의료기기(EBD)**는 장비 판매 후 소모품까지 연결돼 영업 레버리지 효과를 누릴 수 있고 **홈뷰티**는 병원 시술과 Between Care 방식으로 상호 보완적 역할을 강화
- 글로벌 시장 규모는 2023년 159억 달러(23조원)에서 연평균 11.5%로 성장하여 2032년 425억 달러(62조원)에 이를 것으로 예상. 북미가 제일 큰 시장이며 APAC, 중남미 지역에서 성장세 클 것

투자 전략: 톡신·필러 글로벌 스위칭 효과 + 미국 시장이 핵심

- **2025년 CAPA 확충 완료, 소송 종결, 대형 시장 인허가**가 맞물려 국내 의료미용 산업이 구조적 성장 국면을 본격화할 시기. 특히 미국 시장에서의 성공이 탑라인 성장을 이끌 요인
- 미국 미용 톡신 시장(약 3.5조원)은 선도 업체 점유율이 높으나 시장 규모 자체가 커 국내 기업들은 일부 고객 스위칭만으로도 점유율을 확보해 수백억원대 매출 달성이 가능한 매력적인 시장
- **EBD**는 시장을 직접 개척해야 하고 고가 장비 도입 및 학술 마케팅에 막대한 자원이 들어 불확실성이 더 큼. **스킨부스터**는 국가별 기준과 제품 범위가 아직 명확하지 않으며, **홈뷰티 디바이스, 화장품**은 가격 및 브랜드 경쟁이 치열해 의료기기(주사제·EBD) 대비 수익성이 낮음
- Top-Pick: 휴젤(470,000원, 신규). 미국 · 중국 · 유럽 3대 톡신 시장 진입을 모두 완료한 국내 유일 기업으로서, 미국 판매 본격화와 소송비용 소멸 효과가 맞물려 실적 · 밸류에이션 레벨업 기대

주요 커버리지 기업 수익률 및 성장률 데이터

(단위: 억원, 원, 배, %)

기업명	시가총액 (억원)	현재가 (원)	1M 수익률	3M 수익률	6M 수익률	(원) TP	괴리율	PER	25F EPS	Target PER	Gap
휴젤	41,593	330,000	7.1	18.1	30.7	470,000	42.4	23.5	14,030	33.6	10.1
파마리서치	34,366	327,000	15.6	22.7	63.8	340,000	4.0	29.3	11,153	30.8	1.5
클래시스	37,535	57,300	(1.2)	14.4	3.8	74,000	29.1	25.6	2,240	33.1	7.5
에이피알	25,659	68,900	26.9	35.4	25.1	82,000	19.0	18.3	3,758	21.8	3.5

매출액 (십억원)		추정치		컨센서스		영업이익		추정치		컨센서스	
	24	25F	26F	25F	26F		24	25F	26F	25F	26F
휴젤	373.0	464.0	561.5	452.2	533.9	휴젤	166.3	229.0	282.6	218.8	268.8
파마리서치	349.7	425.5	500.5	444.6	538.1	파마리서치	125.9	162.2	183.5	169.1	208.5
클래시스	242.9	348.6	419.8	348.4	431.9	클래시스	122.5	172.1	211.1	172.2	217.7
에이피알	722.8	920.8	1,112.8	939.4	1,127.6	에이피알	122.7	167.3	230.0	161.6	195.0

성장률(%)		추정치		컨센서스				추정치		컨센서스	
	24	25F	26F	25F	26F		24	25F	26F	25F	26F
휴젤	16.7%	24.4%	21.0%	21.2%	18.1%	휴젤	41.2%	37.7%	23.4%	31.6%	22.8%
파마리서치	34.0%	21.7%	17.6%	27.2%	21.0%	파마리서치	36.5%	28.8%	13.1%	34.3%	23.3%
클래시스	34.9%	43.5%	20.4%	43.4%	24.0%	클래시스	36.6%	40.6%	22.6%	40.7%	26.4%
(이루다 제외)	28.4%	28.1%	22.3%	–	–		–	–	–	–	–
에이피알	38.0%	27.4%	20.9%	30.0%	20.0%	에이피알	17.7%	36.4%	37.5%	31.8%	20.6%

자료: 대신증권 Research Center

Ⅰ. 자료 작성 의도와 개요

I. 자료 작성 의도와 개요

1. 리포트 작성 배경 및 목적

2025 년도 국내 의료미용 산업은 여전히 점프업 구간에 해당

글로벌 인허가,마케팅 가속, 글로벌 사모펀드 투자 확대 → 업계 투자 열기 상승

2025년 국내 의료미용 산업은 주요 기업들이 미국·유럽·중국 등 핵심 시장에서 인허가를 획득하고 현지 마케팅 협력을 강화해 글로벌 진출에 박차를 가하고 있다. 글로벌 사모펀드들도 국내 기업에 대한 M&A와 지분 투자를 활발히 진행해 업계 전반의 투자 열기가 높아졌으며, 노이즈가 되었던 지적 재산권 분쟁 리스크는 대부분 해소되었다.

이러한 환경에 힘입어 주요 기업들은 외형 성장을 위해 생산시설(CAPA)을 확충하고, R&D 투자를 확대하며, 글로벌 임상과 현지 파트너십 구축을 추진하고 있다. 규모의 경제 효과와 프리미엄 제품 출시, 로열티 부담 감소 등은 수익성 개선을 뒷받침할 것으로 예상된다.

미국·유럽·중국 등 대형 시장 인허가 획득

CAPA 증설+지급수수료 감소, 제품 ASP 증가로 마진 개선

→ 25년도 미용 산업은 좋을 것

2025년 의료 미용 산업의 ①외형(Top-line) 성장 ②수익성(Margin) 개선 ③주가 모멘텀(Catalyst) 세 가지 핵심 요소를 중심으로 업계의 성장 가능성을 살펴보고자 한다.

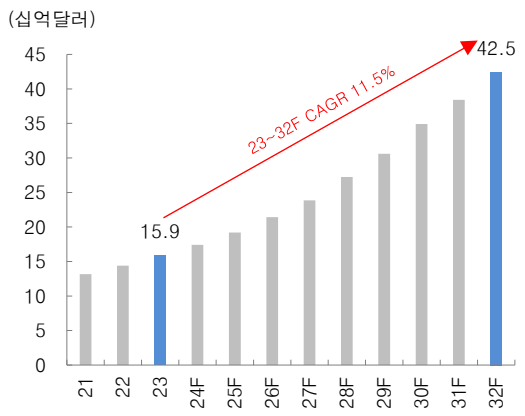
외형 성장(Top-line Growth): 신제품 성공과 지역 다변화로 매출을 늘리는 가운데 미국 시장 진출이 중요한 분기점이 될 것으로 판단한다.

수익성(Margin): CAPA 증설을 통한 규모의 경제, 지적 재산권 분쟁 해소로 인한 지급수수료 절감, 프리미엄 제품 출시로 인한 ASP 상승이 수익성 향상에 기여할 것으로 보인다.

주가 모멘텀(Catalyst): 주요 국가에서의 인허가 획득, 대형 M&A나 사모펀드의 전략적 투자와 같은 뉴스는 단기적으로 주가에 영향을 줄 수 있다.

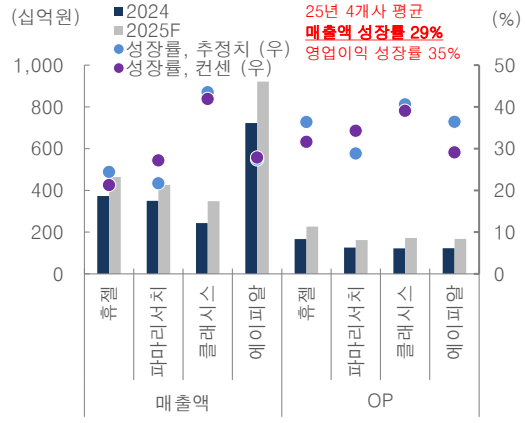
2025년 국내 의료미용 기업들은 검증된 제품력과 노하우를 기반으로 본격적으로 핵심 시장 진출을 추진할 가능성이 높다. 따라서 향후 시장 환경 변화와 기업별 전략을 면밀하게 모니터링하고 적절한 대응 방안을 마련하는 것이 중요하다.

그림 1. **글로벌 의료 미용 산업 시장 규모**



주: 'Medical Aesthetic Market' 관련 10개 산업자료의 평균에 추정을 더해 도출
자료: 산업자료, 대신증권 Research Center

그림 2. **국내 의료미용 대표 4사 25 년 실적 전망**



주: 25년 실적 당사 추정치
자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

II. 의료 미용 산업 개요

II. 의료 미용 산업 개요

1. 의료미용 산업의 개념

의학적 전문성과 웰니스 트렌드가 결합해 폭발적으로 성장하는 의료미용

과학적 분석과 맞춤형 시술로 삶의 질을 높이는 의료 미용

의료 미용은 의학적 전문성을 바탕으로 환자의 외모 개선과 노화 방지를 목표로 하는 특화된 의료 분야이다. 피부과, 성형외과 등 전문의가 의학, 생물학, 해부학적 지식을 기반으로 시술을 진행한다는 점에서 일반적인 피부 관리나 화장품 사용과 차별화된다.

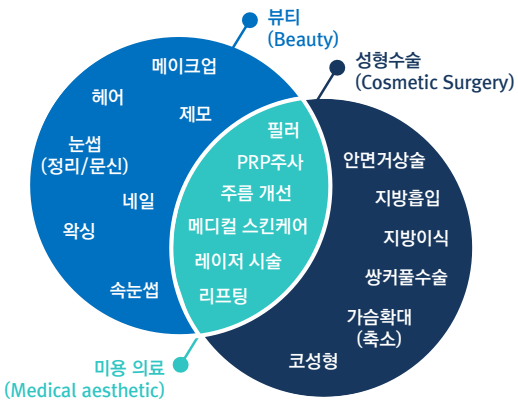
의사는 개인의 피부 상태, 노화 정도, 신체적 특성 등을 종합적으로 분석하여 맞춤형 솔루션을 제공하며, 의학적 지식과 임상 경험을 바탕으로 안전하고 효과적인 주름 개선, 리프팅, 피부 재생, 비수술적 체형 관리 등의 시술을 제공한다. 환자의 니즈와 기대치를 충분히 파악하고 현실적인 목표를 설정하여 최적의 결과를 도출하는 의료 미용은 단순한 미용을 넘어, 과학적 접근과 개인 맞춤형 치료를 통해 환자의 미적 만족도와 삶의 질을 향상시키는 데 기여한다.

재건 성형에서 미용 성형으로: 첨단 기술과 경쟁이 견인하는 의료 미용의 성장

성형외과는 선천적 기형이나 사고로 인한 외형 복원을 위한 재건 성형에서 출발했다. 그러나 현대 사회에서는 외모를 중시하는 문화와 웰빙 트렌드가 확산되면서, 미적 만족을 위한 미용 성형의 수요가 폭발적으로 증가했다. 이에 따라 피부과, 성형외과뿐만 아니라 다양한 진료 분야의 의사들이 의료 미용 시장에 진출하여 경쟁이 심화되고 있다.

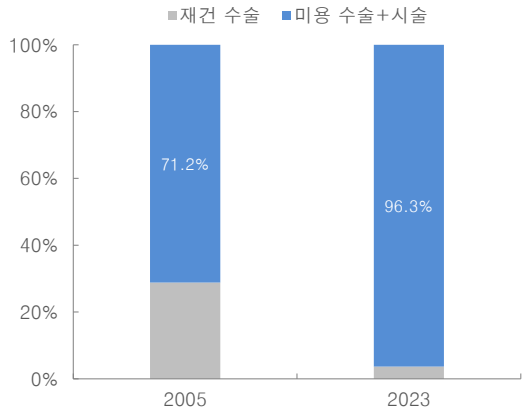
또한, 글로벌 의료기기 기업들의 적극적인 연구개발(R&D) 투자와 첨단 장비 도입은 시술의 안전성과 효능을 크게 향상시키고 있다. 이러한 기술 고도화와 치열한 시장 경쟁은 환자 만족도 제고 및 시술 수준의 상향 평준화를 이끌고 있다. 앞으로도 기술 혁신과 의료 전문성의 결합은 지속될 것으로 예상되며, 이는 의료 미용 시장의 꾸준한 성장에 긍정적인 영향을 미칠 전망이다.

그림 3. 의료 미용 시술의 개념와 범위



자료: 산업자료, 대신증권 Research Center

그림 4. 미국 내 재건 vs 미용 수술(시술) 비중의 변화



자료: American Society of Plastic Surgeons (ASPS), 대신증권 Research Center

수술에서 시술로: 주사·EBD 가 이끄는 현대 의료 미용의 패러다임 변화

수술 → 시술 중심 전환: 미용 수술 비중이 2005년 14% → 2023년 5.8%로 감소

수술은 즉각적인 효과를 보이지만 회복 기간이 긴 반면, 주사 및 EBD 시술은 신체 손상을 최소화하면서 노화 방지, 피부 개선, 체형 관리 효과를 얻을 수 있어 주사 시술(톡신, 필러, 스킨부스터)과 EBD 시술(레이저, 고주파(RF), 초음파(HIFU)) 등이 시장 점유율을 꾸준히 높이고 있다.

20세기 후반부터 발전해 온 미용 성형은 초기에는 수술 위주였으나, 최근 들어 비수술적 시술로 급격히 전환되고 있다. 미국성형외과학회(ASPS)에 따르면 2005년 전체 미용 시술 중 수술 비중은 14%였으나 2023년에는 5.8%로 감소했다. 특히 주사제와 에너지 기반 미용 기기(Energy-Based Device, 이하 EBD) 시술이 성장을 주도하고 있다.

주사시술(Injectables)
톡신(근육 수축 억제)·필러(볼륨 보충)·스킨부스터(피부 질 개선)

주사 시술(Injectables)은 노화로 인해 생기는 주름과 볼륨 감소를 개선하는 데 효과적이다. 보툴리눔 톡신은 근육의 과도한 수축을 억제해 눈가, 이마, 미간 등의 표정 주름을 완화하고, 히알루론산(HA) 필러는 주름 부위를 채워 볼륨을 보충한다. 최근에는 피부 개선 효과를 지닌 약물을 진피층에 직접 주입해 피부 퀄리티를 높이는 스킨부스터/콜라겐 부스터(Biostimulator) 시술이 각광받고 있다.

에너지장비시술(EBD)
레이저·고주파·초음파로 색소·탄력 개선, 콜라겐 생성 촉진해 리프팅 효과 극대화

에너지 기반 미용기기(EBD) 시술은 레이저, 고주파(RF), 초음파(HIFU) 등 다양한 에너지원을 활용해 피부 노화를 개선하고 탄력을 높인다. 레이저 시술은 색소 질환, 잡티, 잔주름, 흉터 등에 효과적이며, 고주파·초음파 시술은 진피층 내 콜라겐 생성을 촉진해 탄력 증진과 리프팅 효과를 제공한다.

표1. 의료 미용 분야의 수술 및 시술 분류와 주요 특징

분류	중분류		설명
수술	안면	코 성형(Rhinoplasty)	코의 모양·크기를 개선하여 얼굴 전체의 조화를 높이는 수술
		보형물 삽입술(Implant Surgery)	턱(Chin)·광대 등 안면부에 보형물을 삽입하여 윤곽을 개선
		쌍꺼풀 수술(Eyelid Surgery)	눈꺼풀에 쌍꺼풀 라인을 형성하여 또렷한 눈매를 연출
		안면거상술(Facelift)	늘어진 피부·근육을 당겨 올려 주름을 개선하고 윤곽을 정돈
		지방 이식(Fat Grafting)	자가 지방을 이식하여 얼굴 볼륨과 주름을 개선
	체형	지방 흡입(Liposuction)	과도한 지방을 직접 흡입하여 체형을 교정
		유방 성형술(Breast Surgery)	유방 확대(Aug), 축소(Red), 거상(Mastopexy) 등으로 균형 잡힌 실루엣 구현
		복부 성형술(Abdominoplasty)	출산 후 늘어난 복부나 과체중 감량 후 처진 피부 개선
		체형 컨투어링(Body Contouring)	지방 재배치, 미세 지방 이식 등으로 몸의 윤곽을 정교하게 다듬는 수술
시술	주사	보툴리눔 톡신(Botulinum Toxin)	근육 수축 신경전달물질 차단으로 주름 완화
		필러(Dermal Fillers)	히알루론산 등 물질을 주입해 볼륨 보충 및 주름 개선
		스킨부스터(Skin Booster)	히알루론산/재생 성분을 직접 주입해 피부 톤·탄력 개선
		콜라겐부스터(Biostimulator)	PLLA, CaHA 등 콜라겐 재생을 유도해 볼륨 및 탄력 개선
	EBD	레이저 (Laser Devices)	특정 파장의 빛 에너지를 활용해 색소·흉터·주름 등 다양한 피부 고민 개선
		IPL(Intense Pulsed Light)	복합 파장의 빛을 사용해 색소·홍조·주름 개선 및 제모 등에 효과
		HIFU(High-Intensity Focused Ultrasound)	고강도 초음파 에너지를 피부 깊은 층에 집중시켜 리프팅 및 탄력 개선
		RF(RadioFrequency)	고주파 에너지를 이용하여 진피층을 가열, 콜라겐 재생 촉진
		mnRF(microneedle RF)	미세 바늘을 통해 고주파 에너지를 직접 전달해 여드름 흉터·모공·탄력 개선
		Cryolipolysis(냉각 지방 분해)	지방 세포를 저온으로 냉각해 자연스럽게 제거되도록 유도 (체형 교정)
	기타	실리프팅(Thread Lift)	특수 의료용 실을 삽입해 처진 조직을 당겨 올려 즉각적 리프팅 효과 제공
		마이크로니들(Microneedling)	미세 바늘로 피부 표층에 미세 상처를 유도해 콜라겐 재생과 탄력 개선
		PRP 주사(Platelet-Rich Plasma)	자가 혈액에서 추출한 고농도 혈소판을 주입하여 콜라겐 재생과 주름 개선
		메조테라피(Mesotherapy)	비타민·효소·아미노산 등 유효 성분을 직접 주입해 피부 문제 개선

자료: 대신증권 Research Center

2. 최근 의료 미용 산업 트렌드 점검

재생의학·AI 결합의 '맞춤형 시술'로 진화하는 현대 의료미용

기술의 발전으로 진화하는 의료 미용 시술

의료 미용 산업은 혁신 기술과 자연스러운 시술 트렌드에 힘입어 빠르게 성장하고 있다. HA 필러 중심의 단순 볼륨 충전에서 벗어나 폴리뉴클레오타이드(PN) 주사나 스컬트라와 같은 바이오스티뮬레이션 시술이 부상하고 있으며, 에너지 기반 장비(EBD)는 성능 개선과 임상 데이터 축적으로 리프팅·탄력 개선·색소 치료 등 적용 범위를 확장하는 추세다. 수술·주사·EBD를 결합한 복합 시술(Treatment Stacking)은 회복 시간을 단축하며 자연스러운 결과를 구현하고, AI·3D 분석 기술 도입으로 개인 맞춤형 시술 역시 한층 정교해지고 있다.

다양한 기술 트렌드

기술 트렌드: #재생의학 #바이오스티뮬레이션 #복합수술 #멀티모달리티 #AI 맞춤화

① 재생의학, 바이오스티뮬레이션이 부상하며 콜라겐 생성·피부결 개선 중심의 시술 확대

최근 의료 미용 트렌드는 단순한 볼륨 충전이나 일시적 개선에서 벗어나, 피부 구조와 기능적 회복을 목표로 하는 재생의학 기반 바이오스티뮬레이션* 시술에 주목하고 있다.

*바이오스티뮬레이션: 피부 내 섬유아세포를 활성화하여 콜라겐 생성을 촉진하고 조직 재생을 유도하는 기술

이와 맞물려 주사제 시장에서도 변화가 두드러진다. 과거에는 히알루론산(HA) 필러로 단순히 볼륨을 채우는 방식이 일반적이었으나, 최근에는 피부 내재적 재생 능력을 높이고 자연스러운 개선 효과를 내는 스킨부스터나 콜라겐부스터 제품이 부상하고 있다

폴리뉴클레오타이드(PN) 주사(연어주사)는 섬유아세포 활성화를 통해 콜라겐 생성 및 조직 재생을 유도하여 눈가 주름, 다크서클 개선에 효과적이며, 스컬트라(Sculptra)는 단순 볼륨을 넘어 피부 탄력 및 결 개선으로 자연스럽고 장기적인 효과를 원하는 환자에게 선호된다. 이처럼 의료 미용은 피부 생체 환경 자체를 개선하는 방향으로 진화하고 있다.

② 복합 수술으로 자연스럽고 장기적인 결과 추구

최근 수술과 EBD 시술을 결합한 복합 시술(Treatment Stacking)이 주목받고 있다. 예를 들어, 눈밑 수술 후 에너지 리프팅, PN, 엑소좀 등 재생 의학 시술을 병행하여 회복 및 재생 효과를 높인다. 또한 환자 상태에 따라 EBD, 주사, 스킨케어를 조합하여 시너지 효과를 극대화하기도 한다. 이러한 복합 시술은 회복 시간(Downtime)을 줄이면서 자연스럽고 효과적인 결과를 제공한다.

에너지 기반 장비(EBD) 분야는 신기술 개발보다 기존 장비의 성능 개선과 임상 데이터 축적에 집중한다. 울쎄라나 써마지는 오래전부터 쓰여 온 베스트셀러의 대표 사례로 오랜 사용 경험과 풍부한 레퍼런스를 확보해 안전성과 유효성을 꾸준히 증명해왔다. 결과적으로 EBD 기업들은 혁신 기술보다는 이미 확립된 기술을 업그레이드해 시장 신뢰도를 높이는 전략을 택하고 있다.

③ 멀티모달리티·AI 기술 도입으로 맞춤형 시술 정교화, 안전성·효과 극대화

AI·3D 기술로 미용 시술의 맞춤화(Personlization)가 가속화되고 있다. AI 기반 안면 분석으로 개인별 얼굴 구조와 피부 상태를 정밀하게 평가하고, AR 시뮬레이션을 활용해 시술 전 결과를 예측하는 기술이 도입되고 있다. 또한, 3D 모델링·실시간 피부 모니터링을 통해 시술의 정확도를 높이고 부작용을 최소화하는 방향으로 발전하고 있다. 더 자연스럽고 개인 맞춤형 미용 결과를 구현하는 기술이 빠르게 확산되고 있다.

소비자와 규제의 변화 속 미용 산업 진화: 더 자연스럽고, 더 깐깐하게

소비자 트렌드: 자연스러움·프로에이징 확산과 온라인 소통으로 소비자층 확장

소비자 트렌드: #소비자층 확대 # 자연스러운 프로에이징 #SNS/디지털 플랫폼 활용

최근 의료 미용 시장은 남성, MZ세대, 시니어 세대 등으로 소비자층이 다양해지면서, 각 세대의 특성과 니즈를 반영한 맞춤형 마케팅 및 시술이 증가하고 있다. 특히 외모 관리에 적극적인 남성층, 트렌드에 민감한 MZ세대, 건강한 노후를 중시하는 시니어 세대의 수요가 확대되고 있다.

건강한 노화를 지향하는 '프로에이징' 트렌드의 영향으로, 인위적인 미용 시술 보다는 회복 시간이 짧고 일상생활로 빠르게 복귀할 수 있는 비침습적 또는 최소침습적 시술을 선호하고 있다. 개인의 피부 상태와 요구에 맞는 맞춤형 프로그램에 대한 관심도 높아졌다.

온라인과 SNS를 통해 실질적인 시술 후기와 투명한 정보가 빠르게 공유되며 소비자의 선택에 결정적 영향을 미친다. 기업들은 소비자의 신뢰성과 편의성을 중심으로 한 온라인 마케팅 전략을 통해 시장 경쟁력을 확보하고 있다.

강화되는 글로벌 규제와 표준화 흐름: 의료미용 산업의 진입 장벽 상승과 시장 재편 가속

규제 트렌드: #규제 강화 #국제 공조 #표준화

2021년 5월 시행된 EU MDR은 성형용 필러 등 미용 목적 제품에도 의료기기와 동일한 규제를 적용해 임상평가·기술문서 요구사항 등을 강화했다. 미국은 FDA 승인 체계를 유지하면서 주(州)별로 메디컬 스파 시술 자격 및 원격의료 감독 규정을 강화하고 있다. 중국은 성형 전후 비교 광고를 금지하는 등 아시아 주요 국가들도 규제를 강화하는 추세다.

국제적으로는 보툴리눔 톡신 단위 표준화, 필러 부작용 관리 가이드라인, 시술 의료인 자격 기준 등에 대한 논의를 통해 국가 간 공조 체계가 강화되고 있다. 기업은 임상 자료 확보 및 인증 유지 비용 부담이 커지지만, 이는 시장 신뢰도 향상으로 이어질 수 있다. 결국, 임상적으로 안전성과 유효성이 입증된 제품을 공급하고 철저한 품질 관리를 지속하는 기업이 장기적인 경쟁 우위를 확보할 수 있다.

표2. 의료 미용 산업 주요 트렌드와 시장 영향 및 기업 대응

트렌드	주요 내용	시장 영향	기업 대응 방향
제품/기술	– 콜라겐부스터(Biostimulator)·스킨부스터 각광 – EBD 멀티 모달리티(RF+레이저 등) 부상 – AI·AR 시뮬레이션, 스마트 모니터링 접목	– 시술 정확도↑다운타임, 부작용↓ – 신제품·기술 출시로 경쟁↑ – 시장 전문화고도화 가속	– R&D 투자 및 시술 교육 강화 – 주요 기술 적극 도입
소비자	– 자연스러운 미용(프로에이징) 선호 – 남성·MZ·시니어 등 수요층 확장 – SNS·인플루언서 후기 통해 정보 탐색 활발	– 시술 거부감↓, 시장 저변 확대 – 소비자 만족도↑, 장기 고객 확보	– 세분화 맞춤 시술 프로그램 강화 – 옴니채널 마케팅
규제	– EU MDR로 미용 제품 의료기기 동일 규제 – 미국 미용 시술 자격 강화 – 아시아 불법 시술·광고 단속 및 광고 규제	– 임상·인증 강화로 시장 진입 장벽 – 불량 제품 퇴출→시장 신뢰도 개선	– 임상자료 확보, 인증 체계 강화 – 해외 진출 시 현지화 전략 철저

자료: 대신증권 Research Center

3. 글로벌 의료미용 산업 구조 및 시장 규모

제조사 중심 의료미용 가치사슬: R&D·특허·허가 역량이 이끄는 글로벌 성장

제조사 중심의 의료미용 가치사슬: 의료기관을 최종 구매자로 분류하는 이유

의료미용 산업의 밸류체인은 일반적으로 제조사(업스트림), 유통사(미드스트림), 의료기관 및 소비자(다운스트림)로 구분할 수 있다. 본 자료에서는 제조사의 시각에서 의료기관을 다운스트림으로 설정했다. 이는 병·의원 및 메디컬 스파(Medspa)와 같은 의료기관들이 미용 장비 및 주사제를 제조사로부터 직접 구매하여 최종 소비자의 역할을 수행하기 때문이다. 제조사 입장에서 의료기관에 제품이 납품되는 시점이 실제 거래의 최종 단계로 간주되어 의료기관이 실질적 최종 구매자로 정의된다.

제조사는 의료미용 산업의 핵심 주체로서 연구개발, 특허 확보, 제품 생산, 인허가 획득, 마케팅 등 전 과정을 총괄한다. R&D 역량과 인허가 대응 역량은 제조사의 경쟁력 강화 및 글로벌 시장 진출에 필요하다.

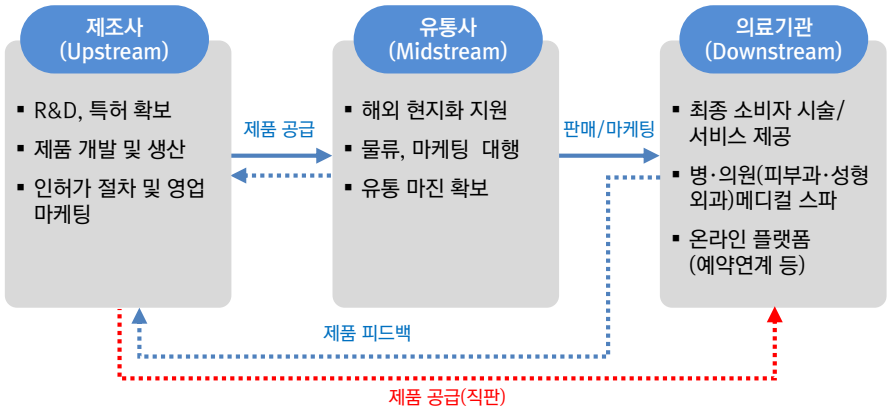
유통사는 제조사와 의료기관 사이에서 중개자 역할을 하며 해외 시장 현지화 지원, 물류 관리, 마케팅 대행, 유통 마진 확보 등의 업무를 담당한다. 또한, 제품 공급 원활화 및 의료기관 대상 교육/지원을 제공한다. 의료기관은 밸류체인의 최종 단계로 환자에게 직접 시술 및 의료미용 서비스를 제공한다. 환자 접근성 제고를 위해 온라인 플랫폼을 활용하기도 한다.

의료미용 산업 내 다른 분야도 성장성이 크지만, 상장사 대부분이 제조사여서 제조사 위주로 분석

의료미용 산업은 가치사슬 전반에서 다양한 성장 가능성을 지니고 있으나, 상장사 상당수가 제조 부문에 집중되어 있다. 이에 본 자료에서는 제조사를 중심으로 시장 동향을 살펴보고자 한다. 특히 제조 부문은 첨단 기술개발, 특허 경쟁력, 인허가 대응 능력 등을 토대로 산업 전반의 성장을 견인하는 핵심 분야로 부상하고 있다.

차별화된 기술력과 자본력을 갖춘 제조사들은 주요 선진국 시장에서 빠르게 경쟁 우위를 확보해가며, 특허·지식재산권 기반의 무형자산 확충에도 적극 나서고 있다. 이처럼 R&D 투자와 마케팅 활동을 지속적으로 강화하는 제조사들은 향후 의료미용 산업 전체의 성장 모멘텀을 한층 높일 것으로 기대된다.

그림 5. **의료 미용 산업의 밸류체인**



자료: 대신증권 Research Center

공급 측면의 산업적 특징: 고부가가치와 높은 수익성, 진입장벽과 인허가

높은 마진·반복 시술·가격 결정력으로 높은 성장성을 보이는 의료미용 산업

의료미용 산업은 높은 성장성을 보이는 제조업 중에서도 대표적인 고부가가치 분야이다. 선도 기업들의 경우 70% 이상의 매출총이익률(GPM)을 기록할 정도로 높은 마진을 보인다. 톡신·필러·스킨부스터 등 주사 제제는 소량의 원재료만으로도 효과적인 시술 결과를 얻을 수 있어 생산 비용 대비 수익성이 매우 높다.

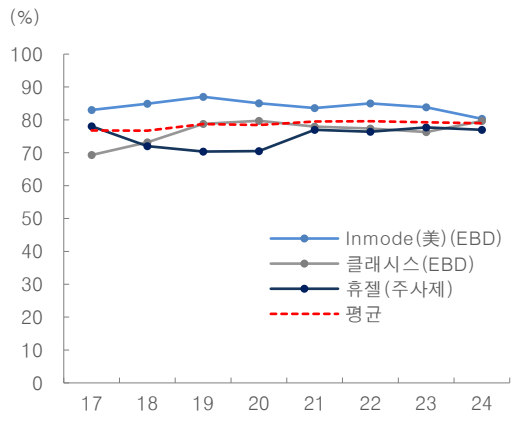
또한 효과 유지를 위한 정기적인 반복 시술은 제조사와 의료기관 모두에게 안정적인 매출 기반을 제공한다. 에너지 기반 미용 장비(EBD)는 고가의 본체 판매 외에도 팁·카트리지 등 소모품 교체 및 유지보수를 통한 지속적인 수익 창출이 가능하다. 또한, 신제품 출시나 신규 시장 진출 시 기술력, 브랜드 파워, 시장 트렌드를 활용하여 가격(P)을 인상할 수 있다는 점이 의료미용 산업의 핵심 매력 포인트이다.

고부가가치 의료미용 시장: 높은 진입장벽 속에서도 신흥 기업들이 경쟁에 뛰어들어 시장 지형 급변

의약품·의료기기 분야는 첨단 기술과 엄격한 규제를 결합한 고부가가치 산업으로 진입장벽이 높다. 의료미용 역시 연구개발, 임상, 인허가 등에 많은 투자와 전문 인력이 필요하며, 허가 후에도 의료진 교육, 유통망 확보, A/S 등 폭넓은 인프라가 필수적이다. 안정성과 유효성을 모두 충족해야 의료진과 소비자의 신뢰를 얻을 수 있으며, 의료진은 익숙한 시술 방식을 바꾸려고 하지 않아 시장 점유율이 쉽게 변하지 않는 경향이 있다.

글로벌 선도 기업들은 특허, 브랜드 파워, 영업망, 의료진 락인을 통해 지배력을 공고히 하고, 임상 데이터와 학술 마케팅으로 의료진 신뢰를 구축했다. 한편, 한국, 중국, 이스라엘 등 신흥 업체들은 R&D 혁신과 가격 경쟁력을 바탕으로 시장 점유율을 확대하고 있으며, 글로벌 기업들은 이에 M&A나 중저가 라인 확장으로 맞서는 추세다. 이처럼 경쟁이 심화되면서 의료미용 시장은 빠르게 변화하고 있으며, 향후 기술, 브랜드, 네트워크 역량이 핵심 경쟁력이 될 전망이다.

그림 6. 주요 의료 미용 기업의 매출총이익(GPM) 추이



자료: 각 기업, 대신증권 Research Center

그림 7. 주요국 의료기기 허가 비용 및 기간 비교 분석

국가	허가 경로	평균 심사비용*	소요 기간
미국	510(k)	$21.8K	심사: ~6 개월, 임상: ~1 년
	PMA	$484K	심사: 8~12 개월, 임상: 1~수년
유럽	MDR	€100K	12~24 개월+
중국	NMPA 등록심사	$30~40K	심사: 1 년+ 임상:1~2 년
일본	Ninsho	$30K	심사: 3~6 개월
	Shonin	$70K	심사: 6~36 개월 임상: 1 년+

주: 평균 비용은 임상 비용을 제외한 평균 심사기간 기준 공식 수수료
자료: 각 규제기관, 대신증권 Research Center

수요 측면의 산업적 특징: 가격 비탄력성, 낮은 침투율, 확대되는 소비자층

미용 산업은 가격 결정력(Pricing Power)을 지닌 몇 안 되는 분야

글로벌 의료 미용 시술 시장의 주요 소비층은 가격 민감도가 낮은 고소득층이며, 일반 대중 내부에서도 '립스틱 효과'*와 같은 작은 사치 수요가 존재한다. SNS를 통한 정보 공유와 안티에이징 트렌드가 맞물려 전반적인 수요가 견고하게 유지되고 있으며, 이는 경제적 불확실성 속에서도 시장이 안정적으로 성장할 수 있음을 시사한다. 무엇보다도 높은 시술 비용에도 불구하고 기꺼이 투자하려는 소비자층이 존재한다는 점에서, 의료 미용 산업은 가격 결정력(Pricing Power)을 지닌 몇 안 되는 분야로 평가된다.

*립스틱 효과: 불황 속에서도 소비자들이 작은 사치를 통해 심리적 만족을 추구하는 현상(립스틱, 고급 커피, 매니큐어 등)

낮은 침투율과 다변화하는 수요층이 이끄는 성장 잠재력

의료 미용 시술 시장은 여전히 낮은 소비자 침투율로 인해 향후 큰 성장 잠재력을 지니고 있다. 신규 수요가 꾸준히 유입되면서 글로벌 시장 규모도 계속 확장될 전망이다.

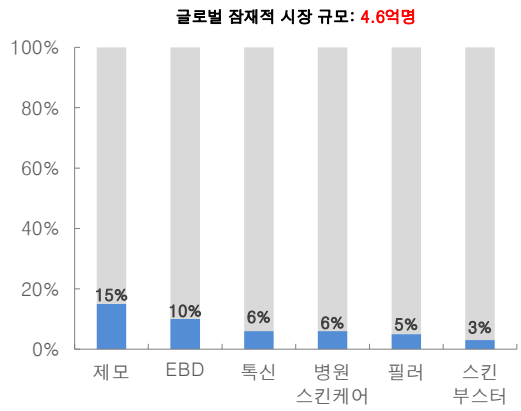
BCG 조사에 따르면, 전 세계 25~64세 인구 중 소득 수준이 상대적으로 높고 의료 미용 시술에 관심이 있는 계층은 약 4억 6천만 명에 달하는 것으로 추정된다. 그러나 이 가운데 레이저 제모나 에너지 기반 시술(EBD)의 평균 경험률은 10~15% 수준에 그치고, 필러·톡신 시술은 5~6% 수준에 머물러 아직 시술을 받아본 적이 없거나 시술을 고려 중인 소비자가 상당히 많은 것으로 나타났다.

MZ·남성 소비자 유입과 글로벌 의료관광 확대로 확장되는 시장

최근 젊은 세대(MZ세대)와 남성 소비자층의 유입으로 전통적으로 중·장년층 여성 중심이었던 의료미용 시술 시장이 빠르게 다변화되고 있다. 이는 SNS·온라인 커뮤니티를 통한 시술 정보·후기 공유의 활성화, 안티에이징 및 이미지 메이킹 트렌드 확산 등으로 시술이 자기 관리를 위한 투자로 여겨지고 있기 때문이다.

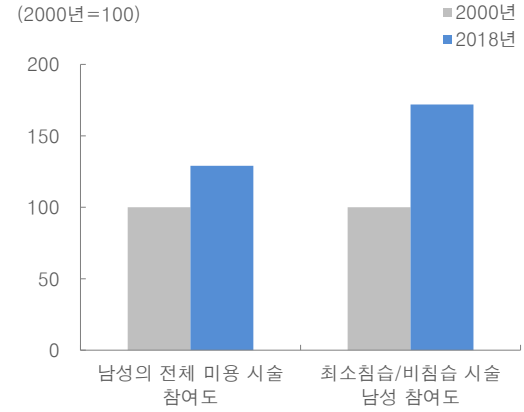
또한 글로벌 의료관광 확대로 일본에서 한국, 한국에서 동남아, 유럽에서 아시아 등 다양한 국가 간 이동이 활발해지면서 각 지역의 특색과 경쟁력을 반영한 시술 상품이 증가하고 있다. 이는 의료미용 시술 시장이 다채로운 소비자층을 확보하는 동시에 글로벌 수요 증가라는 이점을 얻게 됨을 의미한다. 새로운 수요의 지속적인 유입은 전체 시장 규모 확대에 기여할 전망이다.

그림 8. 시술을 받은 적이 있다고 응답한 인구 비율



주: 주요 10개국 중 시술을 받아본 사람들의 비율
자료: BCG survey, 대신증권 Research Center

그림 9. 남성의 미용 시술 참여 비중은 올라가고 있다



자료: mckinsey, 대신증권 Research Center

의료미용 시장 새로운 판도: 신흥 기업의 약진과 프리미엄 브랜드 재편

과거 해외 선도 기업 주도의 의료미용 시장: 시장 선점, M&A로 구축된 높은 진입 장벽

의료미용 시장은 주로 해외 선도 기업들이 프리미엄 브랜드로 높은 점유율을 확보해왔다. 이들은 일찍이 시장을 선점하고 M&A를 통해 경쟁 업체를 흡수하거나 사업 범위를 확장하면서 시장을 주도했다. 그 결과 진입 장벽이 높아졌고, 소수 브랜드가 지배적 위치를 오랫동안 유지하는 구조가 형성됐다.

주사제(톡신·필러) 분야에서는 AbbVie(Allergan), Galderma, Merz 등이 보톡스(Botox), 쥬비덤(Juvederm), 레스틸렌(Restylane), 제오민(Xeomin) 등으로 시장을 선도했다. 이들은 풍부한 임상 데이터와 의료진 교육 프로그램을 통해 브랜드 파워와 신뢰도를 높였으며, 의료기관과의 협업을 통해 고가 시술 환자층을 안정적으로 확보했다.

에너지 기반 장비(EBD) 분야 역시 Syneron-Candela, Lumenis, Solta Medical, Cynosure 등이 조기에 시장에 진입해 점유율을 확보하고, 기술력과 학술 마케팅으로 프리미엄 이미지를 구축해왔다. 다만 주사제 시장과 달리, EBD 시장에서는 이들 기업의 경쟁력이 비교적 압도적이지는 않다는 점이 특징이다.

신흥 강자의 급부상: 한국, 중국, 이스라엘 기업들

최근 의료미용 시장에서는 한국, 중국, 이스라엘을 중심으로 신흥 기업들이 빠르게 성장하며 기존 프리미엄 브랜드들의 M/S를 잠식하고 있다. 이들은 합리적인 가격과 혁신 기술을 앞세워 단기간에 고가 프리미엄 브랜드 위주의 미용 시장에서 존재감을 드러냈다. 또한, 미국 FDA, 유럽 CE, 중국 NMPA 등 글로벌 규제 허가를 신속히 획득하여 국제적 신뢰도를 높이고, 현지화 마케팅과 자본 투자를 통해 해외 네트워크를 강화하고 있다.

이러한 흐름은 각 지역 내수 시장의 역동성, 공격적인 R&D 투자, 사모펀드 등 투자 자본의 적극적인 유입이 맞물리며 가속화되고 있다. 신흥 기업들은 초기 중저가 시장 공략 후, 일정 수준의 브랜드 인지도를 확보하면 프리미엄 라인으로 확장하는 전략을 구사한다. 그 결과 시장 진입 장벽이 점차 낮아지고, 기존 선도 기업들이 장기간 유지해온 높은 점유율과 가격 정책이 재편되는 양상이 나타나고 있다.

신흥 기업들이 기존 글로벌 기업의 점유율을 잠식해 가는 구도 가속화 전망

향후 의료미용 산업 경쟁 구도는 시장 침투율을 빠르게 높이는 신흥국 기업들이 기존 프리미엄 시장을 지배해 온 글로벌 대기업의 점유율을 잠식해 가는 방향으로 전개될 전망이다. 특히 소비자의 합리적 가격 중시, 병·의원의 비용 효율성 고려 경향이 맞물리면서, 중저가부터 프리미엄 라인까지 신흥 기업 제품 채택이 가속화되고 있다.

한국에서는 톡신·필러의 휴젤, 대웅제약, EBD의 클래시스, 루트로닉, 제이시스메디칼, 원텍 등이 공격적으로 해외에 진출하며 글로벌 M/S를 확대하고 있다. 중국은 IMEIK, Bloomage Biotech 등이 내수 시장 기반의 가격 경쟁력과 대규모 생산 체계를 통해 필러 시장 해외 진출을 가속화하고 있다. 이스라엘의 인모드(InMode), 알마 레이저(Alma Laser)는 혁신적인 기술로 단기간에 인지도를 높이며 프리미엄 시장에 진입하고 있다.

울쎄라(Merz), 써마지(Solta), 보톡스(AbbVie) 등 글로벌 대기업이 독점해온 시술 시장에 신흥 기업들이 합리적 가격을 앞세워 진입하면서 시장 지형이 빠르게 변하고 있다. 기존보다 저렴하거나 중간 가격대를 제시하는 신규 제품·장비가 늘어나 의료기관과 소비자 모두에게 선택지가 확대되는 추세다.

표3. 의료미용(Medical Aesthetic) 산업 주요 기업 현황

	상장	시가총액/밸류	매출 규모*	대표 제품	비고
종합 미용					
Allergan (by Abbvie)	X	$63B (약 92 조원) (인수 밸류)	$5.2B('24) (약 7.6 조원) *(YoY-2.2%)*	BOTOX 톡신, 쥬비덤필러	19.6_Abbive 가 $63B 규모로 인수 보툴리눔 톡신 원조로 글로벌 M/S 1 위
Merz Aesthetic	X	N/A	€1B('23) (약 1.5 조원)	제오민톡신, 래디어스콜라겐부스터 울쎄라 HIFU	14.6_ Ulthera 인수로 HIFU 경쟁력 강화 톡신, 필러, EBD 등 포괄적 포트폴리오
Galderma	O	$26B (약 39 조원)	$4.4B('24) (약 6.4 조원) *(YoY+9.3%)*	디스포트톡신 , 레스틸렌필러 스컬트라콜라겐부스터	19.10_ Nestle 에서 독립(102 억 CHF) 24.3_스위스 증권거래소 상장
Sisram Medical (by 복성제약)	O	$274M (약 4,400 억원)	$349M('24)(5,250 억원) *(YoY+2.8%)*	소프라노티타늄 Laser 악센트프라임 RF	레반스 톡신·IBSA 필러의 중국 내 판매사 13.4_Alma Laser 인수($240M)
주사 미용					
휴젤	O	4.2 조원	3,730 억원('24) *(YoY+16.7%)*	레티보톡신, 더채움필러. 웰라쥬화장품 바이리즌스킨부스터	GS-CBC 컨소시움 최대주주(42.5%) 24.2_톡신 FDA 승인, 24.10_ITC 승소
파마리서치	O	3.4 조원	3,501 억원('24) *(YoY+34.1%)*	리쥬란스킨부스터, 콘쥬란관절강주사	24.9_CVC 캐피탈 2,000 억원 투자 스킨부스터 리쥬란으로 실적 성장
메디톡스	O	9,900 억원	2,286 억원('24) *(YoY+3.4%)*	뉴럭스, 이노톡스, 코어톡스톡신 MT10109L 톡신	균주 기원 및 R&D 관련 강점 보유 액상 톡신 MT10109L FDA BLA 준비
대웅제약 *톡신(나보타) 매출 한정	O	1.4 조원	1,864 억원('24) *(YoY+26.6%)*	나보타(Jeaveau)톡신	19.2_아시아 최초로 톡신 FDA 승인 2030 년 톡신 매출 5,000 억원 목표
휴메딕스	O	4,717 억원	1,619 억원('24) *(YoY+6.3%)*	엘라비에, 리볼라인필러	휴온스 그룹 에스테틱 전문 자회사 25 년 중국, 남미 등 본격적인 수출 확대
휴온스바이오파마	X	6,200 억원 (투자 밸류)	397 억원('24) *(YoY-10.2%)*	리즈톡스톡신	휴온스 그룹 톡신 및 신약 전문 자회사 21.6_iMeiK(中) 1,554 억원 투자
바이오플러스	O	4,219 억원	664 억원('24) *(YoY+2.1%)*	스킨플러스 하이알필러	DVS 가교제 활용 필러
제테마	O	2,538 억원	685 억원('24) *(YoY+16.7%)*	에피티크필러, 더톡신톡신	24.12_톡신제품 국내 식약처 승인 획득 톡신 해외 누적 계약: 약 9,000 억원(10 년)
LG 화학 *LG 생명과학 미용 사업부	X	5,000 억원+ (예상)	약 1,000 억원('24)	이브아르필러	25.02_에스테틱 사업부 매각설
바임	X	1,038 억원 (인수 밸류)	194 억원('23) *(YoY+81.5%)*	쥬베룩콜라겐부스터	프리미어파트너스 최대주주(65.6%,23.7 인수) 24.8_쥬베룩 누적 출고 100 만+ 바이알
비알팜	X	–	244 억원('23) *(YoY+25.4%)*	비타란스킨부스터	여러 판매사에 스킨부스터를 OEM 공급
Evolus (美)	O	$828M(약 1.2 조원)	$266M('24)(3,890 억원) *(YoY+32%)*	Jeuveau 톡신	5 년 연속 30% 이상 매출 성장 대웅제약의 미국 톡신 판매 파트너사
사환제약 (中) *미용사업부 매출 한정	O	$765M(약 1.1 조원)	¥0.45B('23) (약 900 억원)	레티보톡신	휴젤의 중국 톡신 판매 파트너사
Revance (美)	X	$384M(5,600 억원) (인수 밸류)	$234M('23) *(YoY+77%)*	닥시파이톡신	24.8_Crown Lab 이 $384M 규모 인수 장기지속형 톡신으로 시장 공략
Bloomage Biotech (中) *의료터미널 매출 한정	O	¥23.5B (약 4.7 조원)	¥740M ('24) (약 1,480 억원)	Biohyalux 필러	HA 원료 및 화장품, 의료기기, 건기식
IMEIK Tech (中)	O	¥52.2B (약 10.4 조원)	¥2,87B('23) (약 5,740 억원)	RUBY Angel 필러	생체의학 소프트 조직재료 선도 기업

	상장	시가총액/밸류	매출 규모*	대표 제품	비고
에너지 기반 미용기기(EBD)					
클래시스	O	3.8 조원	2,429 억원('24) *(YoY+34.9%)*	슈링크 HIFU, 볼뉴머 mRF	베인캐피탈 최대주주(60%) 전세계 70 개국에 3.8 만대+ EBD 공급
이루다	X	1,705 억원 (인수 밸류)	511 억원('24) *(YoY-9.1%)*	시크릿 mnRF	4Q24, 클래시스 완전 자회사 편입
루트로닉	X	9,646 억원 (인수 밸류)	2,705 억원('23) *(YoY+2.4%)*	울트라 Laser, 지니어스 mnRF, 세르프 mRF	23 년 한앤코가 약 1 조원 규모로 인수 미국 직판 조직을 구성한 EBD 기업
Cynosure (美)	X	3,500 억원 (인수 밸류)	N/A (13 년 매출 $226M)	엘리트+, 피코슈어 Laser	17 년 홀로직 $1.65B 인수→19 년 $205M 판매 24년 한앤코 3,500억원 인수→루트로닉과 합병
제이시스메디칼	X	9,900 억원 (인수 밸류)	1,430 억원('23) *(YoY+22.7%)*	포텐자 mnRF	24 년 아키메드가 약 1 조원 규모로 인수
비올	O	4,650 억원	582 억원('24)	실펌 mnRF, 셀리뉴 mRF	코스닥 상장사 DMS 최대주주(37%) 비올 mnRF 원천기술 ITC 승소로 인정
원텍	O	5,575 억원	1,153 억원('24) *(YoY-0.3%)*	올리지오 mRF	국산 써마지 올리지오로 급성장
아스테라시스	O	3,179 억원	288 억원('24) *(YoY+64.8%)*	리프테라 HIFU,쿨페이즈 mRF	HIFU 편중에서 RF 등으로 영역 확장
하이로닉	O	1,105 억원	316 억원('24) *(YoY-6.2%)*	더블로 HIFU, 브이로 HIFU+RF	24.9_동화약품 인수 이슈
텐텍	X	981 억원 (투자밸류)	170 억원('23)	텐써마 mRF	23.10_ 30 억원 신규 Pre-IPO 투자
Inmode (美)	O	$1.3B (약 1.9 조원)	$395M('24)(5,380 억원) *(YoY-20.2%)*	BodyTite/FaceTite RF, Morpheus8 mnRF	높은 수익성.21 년 최대시총 $7.2B 기록 최근 성장둔화 영향으로 주가 조정
Cutera (美)	X	–	$212M('23)(2,770 억원)	Excel V, Aviclear Laser	25.3_챕터 11 신청 (비상장 전환)
Solta Medical (美)	X	$250M(3,655 억원) (인수 밸류)	$440M('24) (2,770 억원) *(YoY+26.8%)*	써마지 mRF, 프락셀 Laser	23.12_바슈헬스가 $250M 규모로 인수
Candela (美) (Syneron-Candela)	X	$397M(5,800 억원) (인수 밸류)	N/A	브이빔, 젠틀맥스 Laser 프로파운드 mnRF	09.9_Syneron Medical, Candela 인수($65M) 17.9_Apax, Syneron Candela 인수($397M)
홈뷰티					
에이피알 *디바이스 매출 한정	O	2.5 조원	3,126 억원('24) *(YoY+44.6%)*	부스터프로, 울트라튠 RF 하이포커스샷 HIFU	25.1_글로벌 누적 판매량 300 만+
동국제약	O	6,660 억원	약 200 억원('23)	마데카 프라임 마데카 프라임 인피니티 HIFU	주로 내수 시장 중심
Ya-man (日)	O	513 억엔 (5,000 억원)	320 억엔('24) *(YoY-25%)*	RF 보떼 시리즈	일본 최대 규모의 뷰티 디바이스 기업 17 년 한국 시장 진출
Nu skin (美)	O	$383M (5,600 억원)	N/A	에이지락 시리즈	디바이스와 전용 화장품을 결합 시스템
Foreo (스웨덴)	X	N/A	N/A	Luna, Bear, UFO	2 천만개+ 디바이스 판매
Shani Darden (美)	X	N/A	N/A	Facial Sculpting Wand	음파 기술을 활용한 얼굴 마사지 기기

주: 상장사의 경우 시가총액은 25.03.21 기준 / 자료: 대신증권 Research Center

CAGR 11.5%로 성장, 2032년 425억 달러로 확대되는 글로벌 의료미용 시장

글로벌 의료미용 시장

2023년 159억 달러 (23조 원)에서

CAGR 11.5%로 고성장하며

2032년 425억 달러 (62조 원) 전망

주사제, EBD가 시장 확대 견인

의료미용 시장은 주사제와 EBD를 중심으로 세계적으로 급성장하고 있다. 제품의 간편성·효과성, 다양한 기술 발전, 인구 고령화와 외모 개선에 대한 관심 등이 복합적으로 작용하여 높은 성장세가 예상된다. 지역별로는 구매력이 강한 북미 시장이 가장 크지만, 중남미와 아시아태평양 지역이 높은 성장률을 기록하며 시장 규모 확대에 크게 기여할 것으로 보인다.

글로벌 의료미용 시장은 2023년 159억 달러(23조원) 규모로 추정된다. 이후 연평균성장률(CAGR)11.5%를 기록하며 빠르게 성장해, 2032년에는 425억 달러(62조원) 수준에 이를 것으로 전망된다. 이는 전통 제약(CAGR+6.2%)이나 의료기기(CAGR+5.8%) 대비 매우 높은 성장세다. 시장 규모는 2022년부터 2032년까지 제품 판매액(주사제·EBD·기타)만을 대상으로 추정했으며, 수술비나 의료진 인건비 등의 서비스 영역은 제외했다.

세그먼트별 및 지역별 글로벌 시장규모 추정

제품별로 살펴보면 주사제 부문은 2023년 85억 달러(12.4조원)로, 전체 의료미용 시장에서 가장 큰 비중을 차지한다. 시술이 간편하고 즉각적인 효과가 발현되는 장점으로 인해 연평균 10.2% 성장해 2032년에는 204억 달러(30조원)에 달할 전망이다.

에너지 기반 장비(EBD) 부문은 레이저·고주파(RF)·초음파(HIFU) 등 다양한 기술을 활용해 시술 적응증을 확대하고 있다. 2023년 58억 달러(8.5조원) 규모에서 연평균 13.4% 성장해, 2032년에는 180억 달러(26.4조원)에 이를 것으로 추산된다. 특히 팁·카트리지 등 소모품을 통한 후속 매출이 꾸준히 발생해 기업 입장에서 안정적인 수익 기반을 제공한다. 실리프팅 등 기타 의료미용 제품·시술 부문은 아직 절대 규모는 크지 않지만 특정 수요층을 기반으로 점진적인 성장세를 유지할 것으로 보인다.

지역별 미용 시장

북미 (63→164억 달러) 최대 규모 유지

APAC (32→111억 달러) 빠른 성장 기대

중남미 (11→38억 달러) 최고 CAGR 전망

북미 지역 시장 규모는 2023년 63억 달러(9.1조원) 규모에서 CAGR 약 11.2%로 성장해 2032년 164억 달러(23.8조원)에 이를 것으로 예상된다. 전체 의료미용 시장에서 약 40%의 점유율을 차지하며, 여전히 가장 큰 단일 시장으로서의 위상을 유지하고 있다. 높은 시술 단가와 견고한 구매력을 기반으로 시장을 선도하며 특히 FDA 인증을 받은 제품을 중심으로 안정적인 매출이 발생하는 구조를 보인다.

아시아태평양(APAC) 지역은 2023년 32억 달러(4.6조원)에서 2032년에는 111억 달러(15.9조원) 규모로 성장할 전망이다. 특히 APAC 지역은 연평균 성장률이 14.7%로 주요 지역 중 중남미와 함께 높은 성장 속도를 기록할 전망이다. 인구가 많고 중산층이 빠르게 증가하는 데다 외모관리에 대한 관심이 높아지고 있어, 북미 다음으로 두 번째로 큰 절대 성장 폭을 보이며 시장의 주요 성장동력으로 자리 잡을 것으로 기대된다.

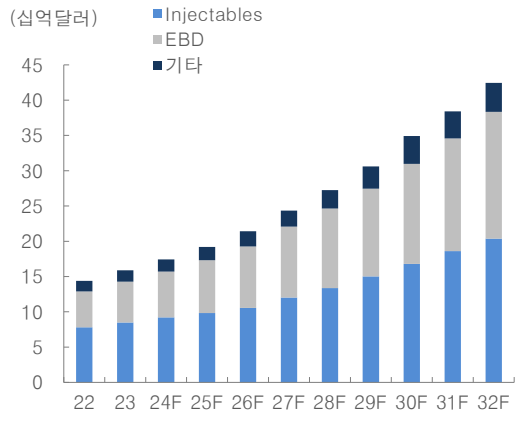
중남미는 현재 절대 규모는 작지만 2023년 11억 달러(1.6조원)에서 연평균 14.8%의 높은 성장률을 보이며, 2032년에는 38억 달러(5.5조원)에 이를 것으로 예측된다. 브라질, 멕시코 등 주요 국가를 중심으로 의료관광과 미용시술 수요가 함께 증가하며 빠른 시장 확대가 기대된다.

표4. 글로벌 의료미용 시장 규모 및 성장전망 (2022~2032, 업스트림 제조사 기준) (단위:십억달러, %)

		2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
전체		**14.4**	**15.9**	**17.4**	**19.2**	**21.4**	**23.9**	**27.2**	**30.6**	**34.9**	**38.4**	**42.5**
성장률(YoY)		*9.2%*	*10.3%*	*9.7%*	*10.2%*	*11.7%*	*11.3%*	*14.2%*	*12.4%*	*14.1%*	*10.0%*	*10.5%*
제품별	주사제	7.8	8.5	9.2	9.8	10.6	12.0	13.4	15.0	16.8	18.6	20.4
	EBD	5.1	5.8	6.5	7.5	8.7	10.0	11.3	12.4	14.2	16.0	18.0
	기타	1.5	1.6	1.7	1.9	2.2	2.3	2.6	3.2	3.9	3.8	4.1
비중 (%)	주사제	54%	53%	53%	51%	49%	50%	49%	49%	48%	48%	48%
	EBD	35%	37%	37%	39%	41%	42%	41%	41%	41%	42%	42%
	기타	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	11%	10%	10%
성장률 (YoY)	*주사제*	*8.0%*	*8.8%*	*8.6%*	*6.7%*	*7.4%*	*13.9%*	*11.3%*	*12.3%*	*11.8%*	*10.9%*	*9.4%*
	EBD	*12.1%*	*13.7%*	*12.0%*	*15.1%*	*16.7%*	*15.2%*	*12.2%*	*10.4%*	*14.1%*	*12.4%*	*12.6%*
	기타	*6.5%*	*6.7%*	*7.8%*	*10.0%*	*14.3%*	*6.1%*	*13.8%*	*21.3%*	*24.9%*	*-2.5%*	*7.0%*
지역별	북미	5.8	6.3	7.0	7.8	8.6	9.5	10.5	11.5	13.2	14.7	16.4
	유럽	3.4	3.6	3.9	4.3	4.6	4.9	5.3	5.7	6.1	6.5	7.1
	APAC	2.8	3.2	3.7	4.2	4.8	5.6	6.5	7.6	8.5	9.9	11.1
	중남미	1.0	1.1	1.2	1.3	1.6	1.8	2.1	2.5	2.9	3.3	3.8
	기타	1.4	1.6	1.7	1.7	1.9	2.1	2.8	3.3	4.2	3.8	4.1
비중 (%)	북미	40%	40%	40%	40%	40%	40%	39%	38%	38%	38%	39%
	유럽	24%	23%	22%	22%	21%	20%	19%	19%	17%	17%	17%
	APAC	19%	20%	21%	22%	23%	24%	24%	25%	24%	26%	26%
	중남미	7%	7%	7%	7%	7%	7%	8%	8%	8%	9%	9%
	기타	10%	10%	9%	9%	9%	9%	10%	11%	12%	10%	10%
성장률 (YoY)	*북미*	*7.3%*	*9.3%*	*10.7%*	*10.5%*	*10.5%*	*10.3%*	*11.6%*	*9.5%*	*13.9%*	*12.1%*	*11.0%*
	유럽	*6.6%*	*6.9%*	*6.5%*	*9.5%*	*8.0%*	*6.5%*	*7.4%*	*8.6%*	*6.9%*	*7.3%*	*7.8%*
	APAC	*15.7%*	*16.8%*	*13.9%*	*13.4%*	*16.3%*	*16.2%*	*15.2%*	*16.8%*	*13.1%*	*16.4%*	*11.2%*
	중남미	*9.8%*	*11.3%*	*8.7%*	*9.5%*	*18.1%*	*14.3%*	*20.7%*	*17.6%*	*15.5%*	*14.7%*	*15.1%*
	기타	*10.8%*	*9.5%*	*5.6%*	*3.4%*	*10.0%*	*12.6%*	*33.6%*	*15.9%*	*28.2%*	*-8.8%*	*7.4%*

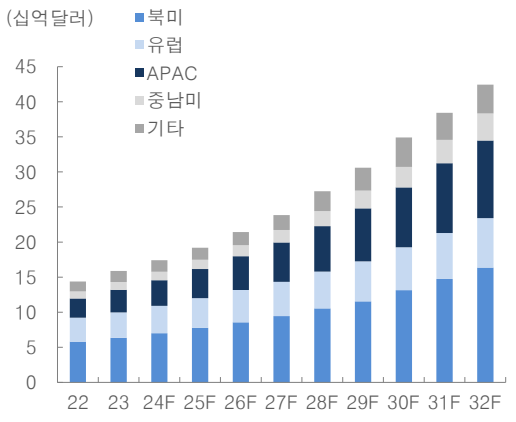
주: 의료 미용 시장 보고서 10 개의 평균 및 게스티메이션을 통해 추정, 의료 미용 산업 내 업스트림(제품 제조사) 시장 규모 한정, 기타의 경우 리프팅실, 필링제 등
자료: 대신증권 Research Center

그림 10. 글로벌 의료미용 시장규모 전망 (제품별)



주: Medical Aesthetic 시장 보고서 10개 평균 및 게스티메이션을 통해 추정
자료: 산업자료, 대신증권 Research Center

그림 11. 글로벌 의료미용 시장규모 전망 (지역별)



주: Medical Aesthetic 시장 보고서 10개 평균 및 게스티메이션을 통해 추정
자료: 산업자료, 대신증권 Research Center

4. 지역별 시장 특성 및 진출 전략

국내 의료미용 시장의 현황과 특징

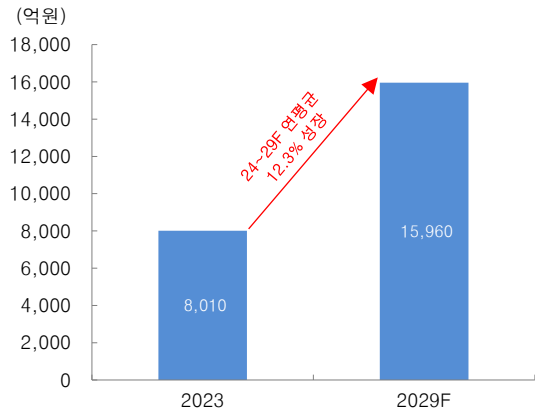
8,000억 원 규모, 두 자릿수 성장하는 국내 의료미용 시장

국내 의료미용 시장은 2023년 기준 약 8,000억원 규모로 추정되며 평균 두 자릿수 성장률이 기대될 만큼 성장세가 가파르다. 이는 세계적으로 인정받는 의료진의 높은 숙련도, 피부·성형 분야에 특화된 첨단 장비·인프라, 그리고 대도시 중심 병·의원 밀집으로 인한 폭넓은 시술 선택권 등이 시너지 효과를 창출하기 때문이다. 또한 SNS·유튜브 등을 통한 한국 미용 트렌드 및 한류 문화 콘텐츠의 확산이 해외에서의 한국 의료미용 서비스에 대한 관심을 높이고 있으며, 이는 국내 의료관광 수요의 빠른 확대로 이어지고 있다.

합리적 시술 가격·선순환 구조로 해외 환자 유치 가속

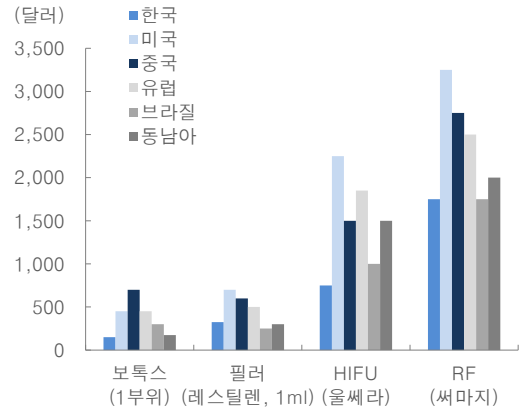
병·의원 간 치열한 경쟁, 규모의 경제 실현, 효율적 운영 시스템 등을 통해 합리적인 시술 가격이 가능해지면서 국내 미용 시술은 빠르게 대중화되었다. 이로써 소비자의 접근성이 높아지고 시술 만족도와 재시술률이 증가했으며, 업계는 안정적인 고객층과 풍부한 임상 데이터를 축적하는 선순환 구조를 구축했다. 그 결과 합리적인 비용, 검증된 안전성, 우수한 기술력을 바탕으로 해외 환자들의 관심이 꾸준히 늘고 있고, 정부의 외국인 환자 유치 지원 정책과 맞물려 중화권·동남아·미국·중동 등 다양한 지역에서 방문객 증가가 예상된다. 이는 병·의원뿐 아니라 숙박·항공·관광 등 연관 산업 전반에도 동반 성장의 기회를 제공할 전망이다.

그림 12. 국내 의료 미용 시장 규모



자료: arizton, 대신증권 Research Center

그림 13. 미용 시술별 주요 국가 가격 비교(2024년)



주: 부위별, 클리닉별 시술가가 다르기 때문에 정확한 비교는 힘듦
자료: 산업 자료, 대신증권 Research Center

해외 진출의 필요성: 포화된 내수 시장과 성장 한계

내수 경쟁 심화에 따른 장기 성장 제약, 글로벌 시장 진출을 통한 새로운 성장 동력 확보가 필요

국내 의료미용 시장이 빠르게 성장함에 따라 병·의원 간 경쟁이 치열해지고, 시술 단가 압박도 심화되고 있다. 이로 인해 제조사들은 가격 인하 요구와 유사 제품 난립으로 인한 마진 하락 부담이 커지는 상황이다. 특히 내수 중심 구조에서는 병·의원의 단가 인하 요구가 지속되고 소비자의 눈높이도 높아져, 장기적으로 매출과 기업가치 상승을 기대하기가 쉽지 않다.

한편, 한류와 K-뷰티 트렌드가 확산되면서 국내 의료미용 기술에 대한 글로벌 인지도도 꾸준히 향상되고 있다. 이에 따라 제조사들은 원가 경쟁력, 풍부한 임상 경험, 합리적인 가격 정책을 기반으로 해외 시장에서 새로운 성장 동력을 확보할 수 있을 것으로 보인다.

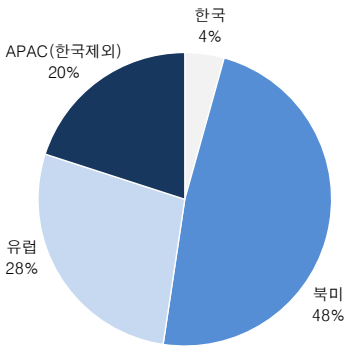
중소형 시장: 경쟁이 비교적 덜해 빠르게 시장점유율(M/S)을 확보할 수 있음

해외 의료미용 시장은 크게 중·소형 시장과 대형 시장으로 구분된다. 동남아·중동·중남미 등은 경제 성장과 의료관광 육성 정책에 힘입어 미용 시술 수요가 빠르게 증가하는 추세다. 이들 지역에서는 인허가와 문화적 장벽만 효과적으로 해결한다면 경쟁이 상대적으로 덜해 단기간에 높은 시장 점유율을 확보하기가 용이하다.

대형 시장: 진입은 어렵지만 성공 시 고가 제품 판매로 외형 성장을 크게 기대

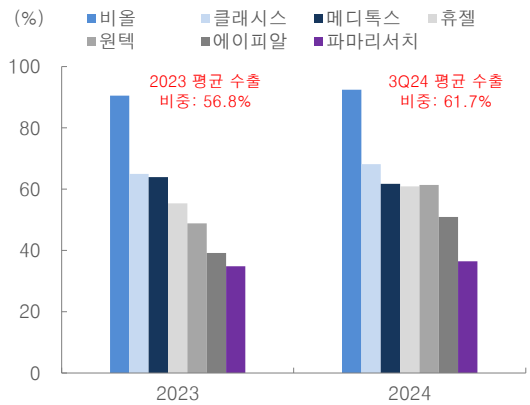
이에 비해 미국·유럽·중국 등 대형 시장은 글로벌 기업 간 경쟁이 매우 치열하지만, 진입에 성공하면 고가에 제품을 판매해 외형 성장을 크게 끌어올릴 수 있다. 또한 FDA 등 국제 인허가를 획득하면 해당 시장뿐 아니라 다른 국가에서도 제품 신뢰도와 브랜드 위상이 높아져 해외 사업 전반에 긍정적인 영향을 줄 것으로 기대된다.

그림 14. 글로벌 의료시장 규모 대비 한국 시장 규모



주: 2023년 기준
자료: 시장 보고서 자료, 대신증권 Research Center

그림 15. 주요 핵심 의료미용 기업의 수출 비중



자료: 각 기업, 대신증권 Research Center

지역별 시장 분석 – ① 북미(미국): 가장 큰 기회이자 까다로운 무대

진입은 어렵지만 미국 시장 성공은 곧 글로벌 시장에서의 성공

미국은 세계 최대 규모의 의료미용 시장으로, 비록 진입 장벽이 높지만 일단 성공적으로 진출하면 글로벌 레퍼런스를 확보하고 막대한 성장 기회를 얻을 수 있어 매우 매력적이다. 전 세계 의료기기 시장의 약 40%를 차지하는 북미 지역 중에서도, 미국은 단일 국가 기준으로 가장 큰 의료미용 시장을 형성하고 있다. 높은 기술 수용력, 고가 시술 지불 능력, 경기 변동에 대한 안정성 덕분에 기업들에게 안정적인 매출 창출 기회를 제공한다.

임상 데이터가 있어야 FDA 승인과 승인 이후 영업 마케팅 가능

FDA 승인이 까다롭지만 이를 획득하면 글로벌 시장에서 제품의 안전성과 유효성이 공식 인정되어, 해외 진출 시 강력한 마케팅 우위를 점할 수 있다. 또한 미국 소비자는 임상 결과와 브랜드 인지도를 중시하므로, FDA 승인뿐 아니라 진입 후에도 탄탄한 임상 데이터를 꾸준히 확보하는 것이 경쟁력의 핵심이다.

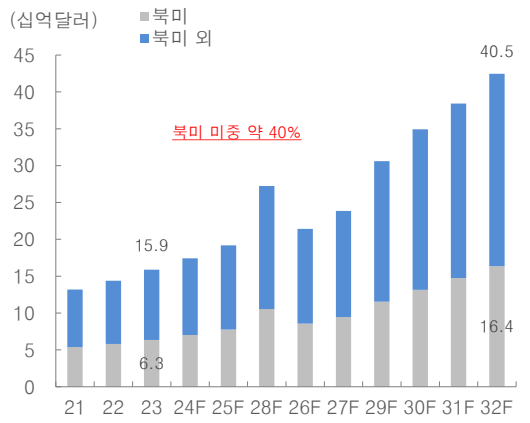
이런 맥락에서 임상시험 데이터가 잘 구축될수록 시장에 빠르게 안착하기가 쉬워진다. 실제로 글로벌 기업들은 초기 단계에서 현지 KOL(Key Opinion Leader)과 협업해 임상 근거를 축적하고, 공격적인 마케팅으로 브랜드 인지도를 높인 뒤 반복 시술을 통한 안정적인 수익 구조를 마련함으로써 시장 공략에 성공했다.

간호사에스테티션 시술 허용과 메디컬 스파 제휴로 확대되는 미국 시장 규모

주별 규제가 다르긴 하지만, 상당수 주에서는 간호사(NP·PA)나 메디컬 에스테티션(Aesthetician)이 의사의 감독하에 시술을 진행할 수 있다. 그 결과 병원이나 대형 의료기관 외에도 독립 시술 센터(Medspa 등)가 활발히 운영되면서, 공식 통계 이상의 큰 시장 규모가 형성되고 있다.

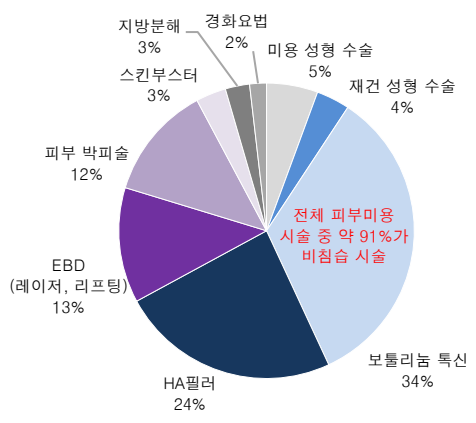
또한 메디컬 스파 체인과 전략적 제휴를 통해 시술을 대중화하면 접근성과 수요가 크게 늘어난다. 이처럼 탄탄한 레퍼런스를 바탕으로 브랜드 인지도와 매출을 안정적으로 확보하면, 해외 진출 시에도 '미국에서 이미 성공한 제품'이라는 인식을 통해 마케팅 우위와 협상력을 높일 수 있다.

그림 16. 전체 의료미용 시장 대비 미국 시장 규모



주: Medical Aesthetic 시장 보고서 10개 평균 및 게스티메이션을 통해 추정
자료: 산업자료, 대신증권 Research Center

그림 17. 미국의 피부미용 수술/시술 비중



자료: ASPS, ASDS, 대신증권 Research Center

미국 메디컬 스파 시장: 사모펀드 투자와 구독 모델이 만들어가는 새 지형

낮은 진입장벽·빠른 성장. 사모펀드 투자로 체인화 가속하는 미국 메디컬 스파

미국 메디컬 스파(Medspa) 시장은 병원·전문의 진료 대비 진입 장벽이 낮고 비용 경쟁력이 높아, 병원 중심이었던 미용 시술 수요를 빠르게 흡수해왔다. 최근 자료에 따르면 2024년 미국 메디컬 스파 시장 규모는 77억 달러(10.8조원)에 이를 것으로 전망되며, 연평균 13% 성장해 2033년에는 258억 달러(36.1조원)에 달할 것으로 추산된다.

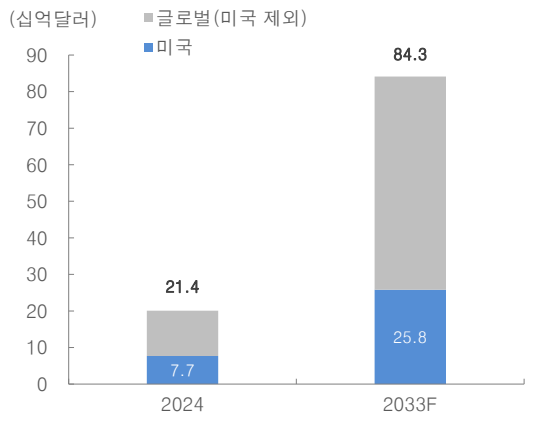
이처럼 시장이 급성장함에 따라 사모펀드(PE) 등에서 적극적으로 자금 투자가 이루어지고 있으며, 단일 점포 위주로 파편화됐던 메디컬 스파 업계는 소규모 스파를 인수·합병해 체인화하려는 움직임이 활발하다. 체인화가 이루어지면 대량 구매를 통한 비용 절감과 대규모 마케팅이 가능해져, 소비자 혜택과 업체 수익성을 동시에 높일 수 있다는 점이 부각되고 있다.

메디컬 스파의 대형화로 인해 국내 기업에게 새로운 기회가 열리고 있음

메디컬 스파의 구독형 멤버십 모델은 보툴리눔 톡신이나 필러와 같이 3~6개월 주기의 반복 시술이 필요한 제품에 최적화되어 있다. 이러한 구독 시스템은 할인 및 사후관리 제공을 통해 환자의 재방문율을 높이고, 스파는 안정적인 반복 매출을 확보하는 상생 구조를 구축할 수 있다. 시술 비용이 한국보다 높은 미국에서는 이러한 멤버십 시스템이 큰 반향을 일으키며 미용 시술의 정기 구독이라는 새로운 문화를 형성하고 있다.

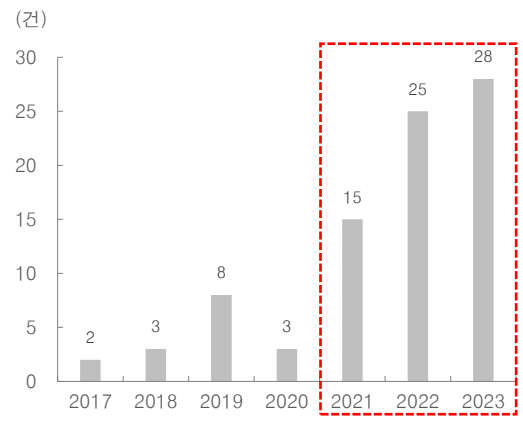
사모펀드 자금을 기반으로 성장하는 메디컬 스파 체인은 규모의 경제를 통해 공급가 인하를 유도하며, 이는 '가격 대비 성능(가성비)'이 우수한 제품에 대한 선호도 증가로 이어질 가능성이 높다. 미용의료 시장에서 대형 업체들은 브랜드 파워와 임상 데이터를 기반으로 프리미엄 가격 정책을 유지하는 경향이 있는 반면, 후발 업체들은 상대적으로 부족한 임상 경험이나 브랜드 인지도를 보완하기 위해 동일하거나 유사한 성능의 제품을 1/2~1/3 수준의 가격으로 공급하며 시장 침투를 시도한다. 메디컬 스파는 시술 단가 인하를 위해 대량 구매를 선호하므로 가격적인 메리트가 있는 후발 업체에게 유리한 시장 환경을 조성하는 요인으로 작용한다.

그림 18. 미국 MEDSPA 시장 규모 전망



자료: 시장보고서 자료 종합, 대신증권 Research Center

그림 19. 연도별 북미 메디컬 스파 시장 M&A 건수



자료: ambwealth, 대신증권 Research Center

국내 기업의 미국 의료 미용기기 시장 진출: FDA 승인에서 유통 전략까지

엄격한 FDA 승인, 톡신·EBD는 통과, HA 필러/스킨부스터는 아직 공백

미국 의료미용기기 시장에 진출하려면 먼저 FDA 승인을 받아야 한다. 특히 톡신 같은 전문의약품은 장기간 임상시험과 많은 비용이 요구될 정도로 절차가 엄격하다. 에너지 기반 장비(EBD) 역시 기기 등급(510(k), De Novo, PMA)에 따라 심사를 거치는데, 510(k)는 기존 기기와의 동등성을 입증하는 방식이며, De Novo는 중간 위험도 신제품 심사, PMA는 고위험 기기에 적용되는 가장 까다로운 승인 절차다. 또한 기술 차별화로 인한 특허 분쟁 위험이 있으므로 미국 내 특허권을 사전에 검토하고 필요 시 로열티 계약 등 대응 전략을 마련해야 한다.

까다로운 FDA 승인 절차에도 불구하고, 국산 톡신 중에서는 대웅제약의 나보타(Jeaveau)가 2019년에, 휴젤의 레티보가 2024년에 각각 BLA를 획득해 FDA 시판 허가를 받았다. 에너지 기반 장비(EBD)는 제이시스메디칼(POTENZA, 덴서티), 비올(실펌X), 이루다(Secret RF), 루트로닉, 원텍(피코·레이저 기기 등) 등이 주로 510(k) 절차를 통해 허가받았다. 반면 HA 필러(스킨부스터)는 대부분 미국에서 클래스 Ⅲ로 분류되어 PMA가 필요하지만, 아직까지 국내 제품이 FDA 허가를 획득한 사례는 없다.

FDA 승인만으론 부족. 유통 전략·현지 마케팅으로 세계 최대 시장 공략해야

FDA 승인이 곧바로 시장 성공을 보장하지는 않는다. 핵심은 유통 채널과 가격 정책 설정이다. 국내 업체들은 주로 간접 판매(글로벌 기업 ODM 납품·대리점 활용)나 직접 판매(자체 법인·에이전트 운영) 중 하나를 택한다. 간접 판매는 빠른 시장 안착과 초기 마진 확보에 유리하지만, 파트너 의존 리스크와 매출 성장 한계가 따른다. 반면 직접 판매는 초기 비용과 단기 마진 부담이 크지만, 장기적으로는 마진 극대화와 안정적 매출 성장을 기대할 수 있다. FDA 승인 후 적절한 유통 전략(직접 판매·ODM·파트너십)을 수립해 현지 의료 문화에 맞춘 마케팅을 전개하면, 세계 최대 미용 시장의 이점을 발판으로 높은 매출 성장을 기대할 수 있다.

국내 기업들은 오랜 임상 경험, 혁신 기술, 체계적인 영업망 강화를 통해 미국 시장 확대를 적극적으로 추진하고 있다. 대웅제약은 에볼루스와의 협력을 통해 톡신 시장 점유율을 10%대까지 높이고 있으며, 제이시스메디칼과 비올은 파트너십을 통해 현지 입지를 강화하고 있다. 루트로닉은 직접 영업 조직을 구축하고 인센티브 정책을 도입해 2021년 미국 매출 585억원에서 2023년 1,133억원으로 끌어올리며 성과를 거두고 있다.

표5. FDA 허가 받은 국내 의료 미용기기 제품

카테고리	설명
톡신	– 한국산 톡신 중 FDA 승인 제품 2종 – 모두 A형 톡신으로 미간 주름 개선 적응증
주요 사례: 대웅제약(Jeaveau, 2019), 휴젤(Letybo, 2024)	
필러	– 미국은 필러를 대체로 클래스 Ⅲ로 간주하여 PMA 필요 – 현재까지 한국산 HA 필러 중 FDA 정식 승인 사례는 없음
스킨부스터	– 2023년 엘러간(애브비)의 'SkinVive'가 최초로 FDA 승인 – 현재 허가된 제품은 없음. 파마리서치 리쥬란, De Novo 혹은 510(k) 등으로 FDA 허가 추진 중
EBD	– 주로 510(k) 절차로 승인 (클래스 Ⅱ 분류) – 레이저, RF 등 관련 제품군 다수 FDA Clearance
주요 사례: 루트로닉(Spectra,Clarity, Genius), 원텍(Oligio, Picocare), 제이시스메디칼(Potenza), 클래시스(Volnumer) 등 다수	

자료: 대신증권 Research Center

② 중남미: 안정적 성장에서 두 자릿수 성장 → 브라질이 핵심

중남미 의료미용 시장 브라질(40% 비중)을 거점으로 안정적 성장에서 두 자릿수 고속 성장 기대

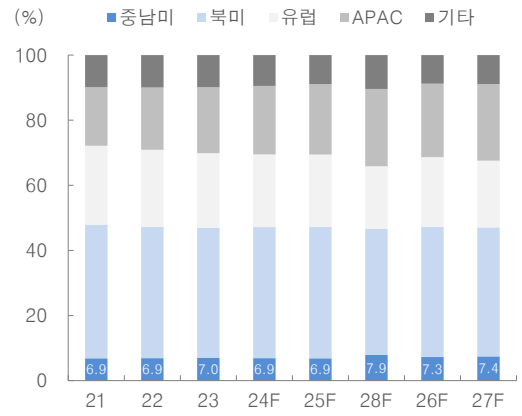
중남미 의료미용 시장은 최근 몇 해 동안 연평균 8~9% 수준의 안정적인 성장세를 보이며, 글로벌 미용산업에서 약 7%의 비중을 차지하고 있다. 이 중 브라질이 전체 시장의 40% 이상을 담당하며 가장 큰 규모를 형성하고 있고, 멕시코·아르헨티나 등 주요 국가들도 시장 규모가 지속적으로 확대되고 있다. 국가별 관세·유통 구조와 인허가 제도가 달라 대부분 기업은 우선적으로 브라질에 진출한 뒤 주변국으로 확장하는 전략을 취한다.

브라질은 2023년 기준 약 218만 건의 미용성형 수술을 기록하며, 건수 기준 세계 1위를 차지했다. 이는 사회 전반에 외모 개선을 긍정적으로 여기는 문화가 자리 잡고, 숙련된 의료진과 적극적 의료 소비가 뒷받침된 결과로 볼 수 있다. 체형 관리에 대한 수요가 높아 지방분해·바디 리프팅 등이 보편화됐고, 최근 들어 비침습 시술이 빠르게 성장해 수술 중심이던 시장에 새로운 동력을 더하고 있다. 이러한 추세를 감안하면 중남미 의료미용 시장은 향후에는 두 자릿수 성장률 달성이 가능할 것으로 전망된다.

'브라질→인접국 확장' 통해 중남미 진출 기회 확보

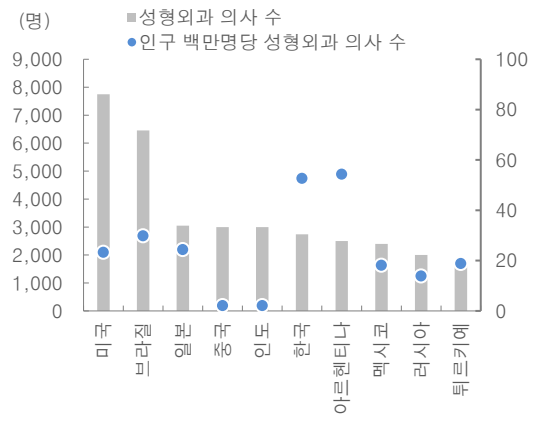
브라질 시장에 진출하기 위해서는 브라질 보건 당국(ANVISA)의 공식 인허가를 반드시 획득해야 하며, 이는 서류 제출부터 현장 실사, GMP 인증 확인 등 여러 단계를 거쳐 통상 6개월에서 2년 이상 소요될 수 있다. 해당 절차를 제대로 이행하기 위해서는 현지 유통사나 전문 컨설팅 파트너의 지원이 사실상 필수적이다. 인허가를 받은 뒤에는 브라질 내 대형 유통망과 의료진 네트워크를 확보해야 하며 이 과정에서 일정 수준의 레퍼런스를 쌓으면 아르헨티나 등 인접국으로의 진출도 용이해진다. 기업 입장에서는 인허가, 네트워크 구축, 마케팅 전략 수립 등에 상당한 자원이 투입되지만, 일단 시장 진입에 성공하면 '브라질→인접국 확장' 경로를 통해 중남미 전역으로 사업을 확대할 기회를 얻게 된다.

그림 20. 전체 의료미용 시장 대비 중남미 시장 규모



주: Medical Aesthetic 시장 보고서 10개 평균 및 게스티메이션을 통해 추정
자료: 산업자료, 대신증권 Research Center

그림 21. 중남미 인구 대비 성형외과 의사 수는 글로벌 상위권



자료: ISAPS, 대신증권 Research Center

국내 기업의 중남미 공략 전략: 브라질에 먼저 안착하고 중남미 확장

'가성비·현지 파트너십·의사 마케팅'으로 국내 기업의 브라질 공략 → 브랜드 락인 효과로 중남미 전역 시장 확대 기대

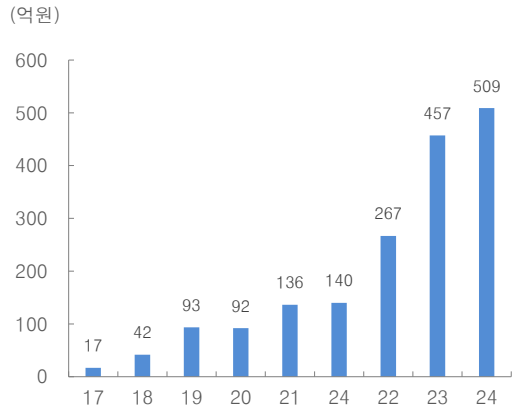
브라질 의료미용 시장 진출 시에는 Medsystems와 같은 현지 대리점을 활용하는 것이 일반적이다. 클래시스는 2016년 Medsystems와의 협력을 통해 HIFU 장비 슈링크(Ultraformer)를 핵심 제품으로 집중 공략하여 연평균 70% 이상의 고성장을 달성, 2023년에는 400억원대 후반의 매출을 기록했다. 원텍 역시 레이저 장비 '라비앙'을 빠르게 보급한 후, 2024년에 출시한 RF 신제품(올리지오X)을 추가하여 제품 포트폴리오를 확장하고 있다. 메디톡스와 휴젤은 톡신 시장에서 현지 파트너사를 확보하는 동시에 임상 및 학술 지원을 통해 의사들에게 제품 신뢰도를 높이는 전략을 구사하고 있다.

국내 기업들은 가성비가 뛰어난 제품, 의사 대상 마케팅, 현지 파트너십을 결합하여 브라질을 중심으로 한 중남미 시장 진출을 가속화하고 있다. 기업 입장에서는 인허가 획득 후 형성되는 브랜드 락인 효과와 시장의 높은 파급력이 매력적이며, 브라질 시장 안착 성공 시 주변 국가로의 확장도 상대적으로 용이하다. 또한, 까다로운 절차를 거쳐 실제 병·의원에서 채택된 장비는 장기간 재구매될 가능성이 높다.

그림 22. 브라질 주요 대리점 Medsystems 제품 리스트

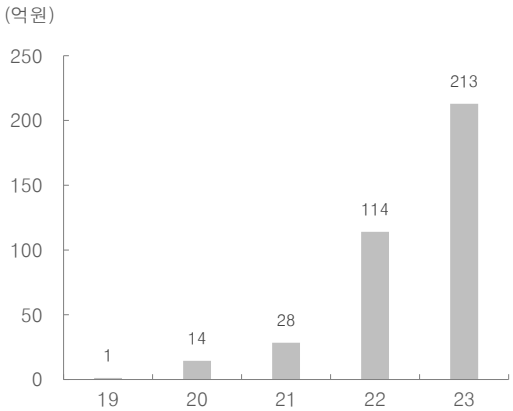
자료: Medsystems, 대신증권 Research Center

그림 23. 클래시스 연간 브라질 매출액 추이



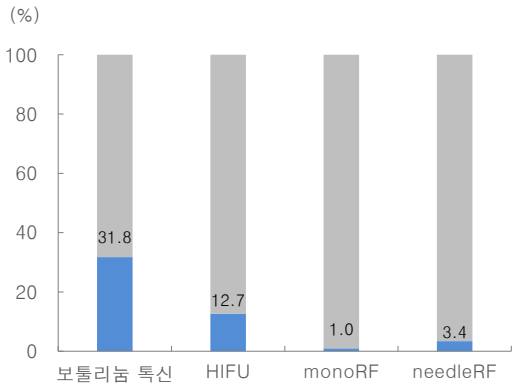
자료: 클래시스, 대신증권 Research Center

그림 24. 원텍 브라질향 매출 추이



자료: 원텍, 대신증권 Research Center

그림 25. 주요 미용 제품의 브라질 내 침투율



주: 침투율 = EBD를 보유한 클리닉(메디스파) 수 ÷ 전체 클리닉(메디스파) 수
자료: 클래시스 JPM 2025, 대신증권 Research Center

④ 유럽: 다양하고 복잡하지만 결코 놓칠 수 없는 시장

유럽 의료미용 시장, 세계 2위(28% 점유) 규모

성숙단계 진입·MDR 규제 강화로 진출 난관 높아져

유럽 의료미용 시장은 북미에 이어 세계에서 두 번째로 큰 규모(약 28%)를 차지한다. 독일, 프랑스, 영국, 이탈리아, 스페인 등 주요 국가에서 안정적인 안티에이징 수요가 유지되고 있지만, 신규 고객층 유입은 북미나 아시아 지역에 비해 다소 더뎌 시장이 성숙 단계에 진입했다는 평가도 있다. 주사제(톡신·필러)가 시장의 가장 큰 비중을 차지하며, 갈더마(Galderma), 엘러간(Allergan), 멀츠(Merz) 등이 이 분야를 주도하고 있다. EBD(에너지 기반 장비) 부문에서는 칸델라(Candela), 루메니스(Lumenis), 알마(Alma) 등이 경쟁 우위를 확보하고 있다.

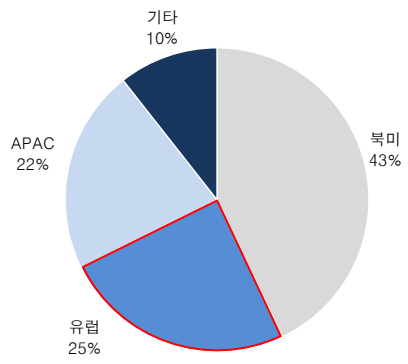
국가별 지사나 전문 대리점을 통한 B2B 유통이 일반적이나, 각국의 언어와 제도가 상이하여 파트너십 체결 및 프로모션 과정이 분산적으로 이루어지기 때문에 단일 시장 규모가 큰 미국에 비해 투자 효율성이 낮다는 시각도 존재한다. 또한 최근 유럽 의료기기 규정(MDR) 개정으로 신규 제품뿐만 아니라 기존 제품까지 재인증 및 임상 데이터 보강이 의무화되어 진입 장벽이 더욱 높아졌다.

국내 기업들은 학술 마케팅으로 유럽 시장 공략 가속

국내 톡신 수출 중 유럽 비중은 약 7%, EBD는 약 16% 수준으로, 유럽이 전 세계 의료미용 시장에서 차지하는 비중(약 28%)을 고려하면 아직 침투율이 낮은 편이다. 2016~2017년경 일부 EBD 제품이 CE 인증을 획득하여 유럽에 수출되었으나, 유럽 의사들은 학술 논문과 임상 데이터를 중시하므로 심포지엄 및 논문·학술 마케팅이 필수적이었다. 그러나 당시 남미나 아시아 시장에서 먼저 빠른 상업적 성과가 나타나 해당 지역에 집중하면서 유럽 시장 공략은 제한적으로 이루어졌다.

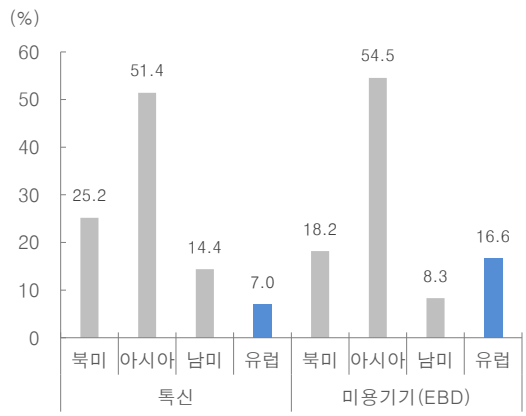
그러나 최근에는 국내 의료미용 기업들도 글로벌 기업 수준의 학술 마케팅 역량을 갖추면서 유럽 시장 진출을 본격화하는 움직임이 커지고 있다. 유럽 KOL 네트워크를 확대하고 학회 및 교육 중심의 마케팅을 통해 현지 인지도를 높이는 데 주력하고 있다. 특히 재생의학 트렌드가 확산되면서, PDRN 기반 주사제나 에너지 기반 장비(EBD)의 임상적 유효성을 적극적으로 입증해 시장점유율(M/S)을 확대하겠다는 전략을 추진 중이다.

그림 26. 지역별 시장규모 비중:유럽은 전체 28%를 차지



주: 2023년 기준
자료: 시장보고서 자료 종합, 대신증권 Research Center

그림 27. 24년 한국 국가별 수출 비중: 전체 시장 규모 대비 유럽향 수출 비중은 낮다



주: 톡신 3002.49.1000, 미용기기(EBD) 9018.90
자료: 관세청, 대신증권 Research Center

⑤ 아시아: 중산층의 성장으로 시장 성장, 합법적 인허가 기업에 기회

중국·동남아 중산층 부상으로 가파른 성장, 2032년 111억 달러 전망

아시아 의료미용 시장은 가파른 성장세를 이어가고 있다. 2021년 24억 달러(3.5조원) 규모였던 아시아 시장은 2024년 37억 달러(5.4조원)에 이를 것으로 전망되며, 연평균 10% 중후반대의 높은 성장률을 유지하며 2032년에는 111억 달러(16.3조원)까지 성장할 것으로 예상된다. 이처럼 아시아는 글로벌 주요 대륙 중에서도 가장 빠른 성장세를 보이는 지역 중 하나이다.

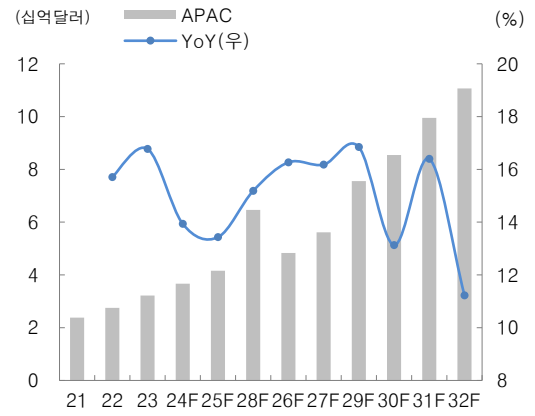
이러한 빠른 성장의 주요 동력은 중국과 동남아시아에서 부상한 중산층이다. 경제 발전에 따라 과거 고소득층의 전유물이었던 미용 시술이 중산층까지 확산되면서 의료미용 소비 인구가 급격히 증가하고 있다. 특히 중국, 태국, 베트남 등은 도시화와 더불어 미용 산업 육성을 국가 차원에서 적극 추진하여 해외 기업 유치 및 선진 기술 도입을 가속화하고 있다. 그 결과, 의료미용에 대한 접근성이 향상되고 시술 수요가 전국적으로 확대되면서 아시아 시장 전체의 가파른 성장세를 견인하고 있다.

한류 열풍 역시 아시아 의료미용 시장의 핵심 성장 동력으로 작용한다. K-POP 스타와 한국 드라마를 통해 소개된 자연스럽고 세련된 시술법에 대한 관심이 높아지면서, 국내산 톡신·필러·스킨부스터 및 에너지 기반 기기(HIFU, RF 등)에 대한 수요가 가파르게 증가하고 있다. 이에 따라 국내 미용기기 업체들도 아시아 시장에서 빠른 수출 성장세를 기록하고 있다.

빠른 성장 속 규제 강화, 합법적 인허가 기업에 기회 열려

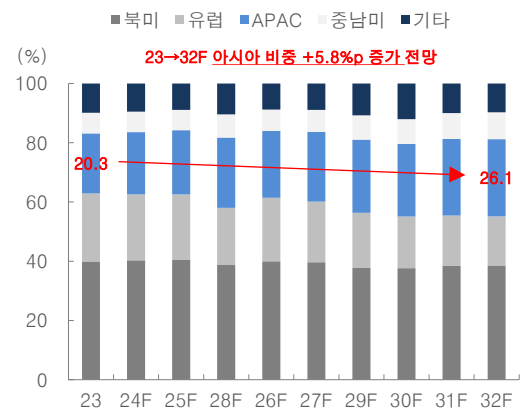
시장 확장 속도가 빨라짐에 따라 무허가 제품 유통과 불법 시술 문제가 대두되고 있다. 이에 각국 정부는 인증 및 임상 근거를 강화하고 불법 시술·광고를 집중 단속하는 등 규제를 엄격하게 적용하고 있다. 예를 들어, 중국 국가약품감독관리국(NMPA)은 까다로운 승인 절차를 운영하고 있으며, 일본 후생노동성(MHLW)도 검증되지 않은 제품의 유통을 제한한다. 태국, 말레이시아, 싱가포르 등 동남아 국가들 또한 의료관광 육성과 병행하여 관련 제도를 정비하고 있다. 따라서 향후 휴젤과 같이 합법적으로 인허가를 획득한 기업들은 더욱 우호적인 시장 환경을 기대할 수 있을 것으로 전망된다.

그림 28. **아시아 의료 미용 시장 규모 추이**



자료: 시장보고서 자료 종합, 대신증권 Research Center

그림 29. **아시아는 향후 비중이 제일 많이 확대되는 지역**



자료: 시장보고서 자료 종합, 대신증권 Research Center

일본·중국·동남아 의료미용 시장: 각 시장을 어떻게 공략할까?

일본: 안티에이징 수요와 높은 진입 장벽이 공존

[일본] 일본은 중국에 이어 아시아 2위 규모의 의료미용 시장으로, 2022년 기준 약 4,000억 엔으로 추정된다. 고령화로 인한 안티에이징 시술 수요가 꾸준히 유지되며, 유명 개인 클리닉과 전국 단위 체인(예:SBC 메디컬 그룹)이 시장을 주도한다. 소비자들은 브랜드보다 안전성과 시술 품질을 중시하고, 최근 홈뷰티 기기의 활용도 늘고 있다.

높은 구매력과 안정적인 수요로 인해 국내 EBD(클래시스·제이시스메디칼) 및 톡신·필러 기업도 직접 판매망 구축이나 파트너십을 통해 적극 진출 중이다. 일본 후생노동성(MHLW)은 까다로운 인허가 기준을 적용해 철저한 임상 자료와 안전성 입증을 요구한다. 일본 특유의 보수성 또한 신제품과 시술 검증에 엄격해 KOL 협력이나 공식 학술 행사를 통한 신뢰 확보가 필요하다.

중국: 고성장과 엄격해진 규제, '화이트 마켓'으로의 전환

[중국] 중국은 인구와 소득 수준 증가로 2023년 약 2,000억 위안 규모의 의료미용 시장(병원 서비스 포함)을 형성하며, 연평균 15~20%의 높은 성장세를 보인다. 베이징·상하이 등 1선 도시에서 시작된 수요가 2·3선 도시로 확대되고, 특히 2030대 젊은 층은 SNS(샤오홍슈 등)를 통해 시술 정보를 활발히 공유한다.

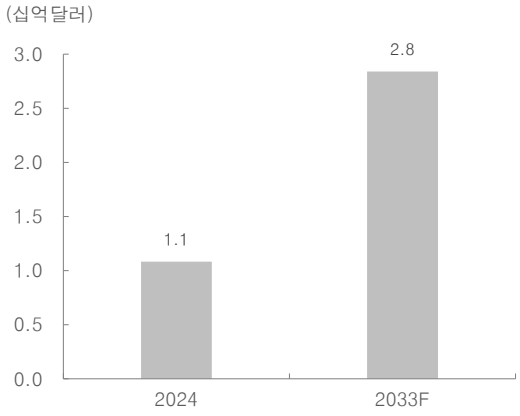
한편, 국가약품감독관리국(NMPA)은 불법 제품 유통과 무분별한 시술을 막기 위해 인허가·광고 규제를 강화했다. 과거 '그레이 마켓'이 컸으나, 최근에는 정식 허가 제품 중심의 '화이트 마켓'이 빠르게 성장하는 추세다. 허가를 받으면 거대한 내수 시장에 진출할 수 있어, 글로벌 기업과 한국 업체 모두 로컬 파트너(대리점)나 왕홍(网红)과 협업하며 경쟁하고 있다.

동남아: 고성장과 이원화된 수요 구조

[동남아] 동남아시아는 젊은 인구 구조, 중산층 증가, 한류 확산으로 연평균 약 10%의 빠른 성장세를 보이고 있다. 국가별 경제력·의료 인프라는 다르지만, 태국·싱가포르는 의료관광과 고급 시술로 시장을 확장하고, 인도네시아·베트남은 대규모 인구와 급증하는 중산층을 기반으로 높은 성장 잠재력을 보인다. 특히 태국은 방콕 중심 전문 클리닉과 해외 환자 유치 정책으로 두드러진 성장을 보이고, 싱가포르는 영어 사용 환경과 발달된 의료 인프라로 의료관광이 활발하다.

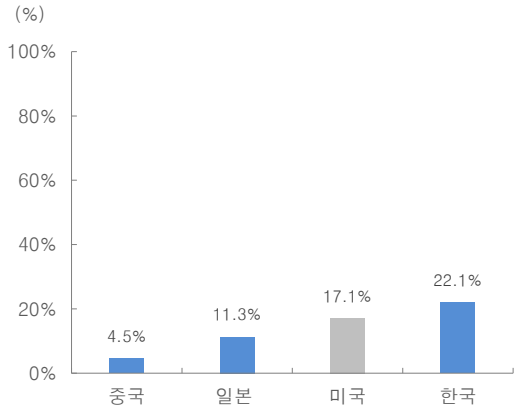
인도네시아·베트남 등은 아직 의료 인프라와 규제 체계가 완비되지 않았지만, 인구 규모와 중산층 성장 속도가 빨라 장기적 성장성이 높게 평가된다. 국가별 보건당국(태국 FDA, 말레이시아 보건부 등)의 인허가 제도가 달라 현지 파트너(대리점)와의 협력이 필수적이며, 가격 민감도가 높은 대중층과 프리미엄 서비스를 선호하는 고소득층·의료관광객이 공존해 이원화된 시장 구조이므로, 기업들은 다양한 가격대와 제품 라인업을 준비해야 한다.

그림 30. 일본 의료 미용 시장 규모



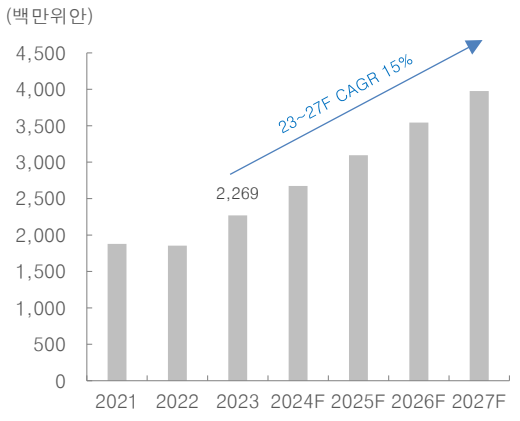
자료: imarcgroup., 대신증권 Research Center

그림 31. 주요 아시아 국가 침투율 수준



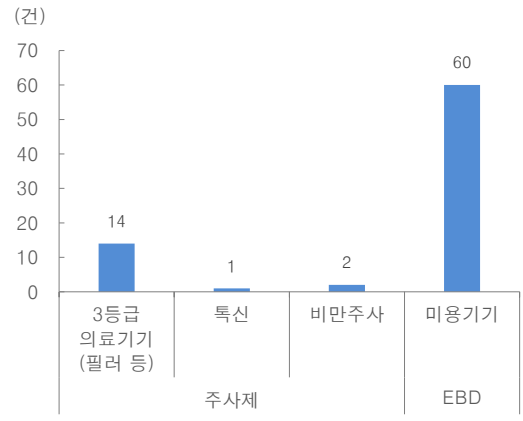
자료: Chinadaily, 대신증권 Research Center

그림 32. 중국 의료 미용 시장 규모 및 성장률



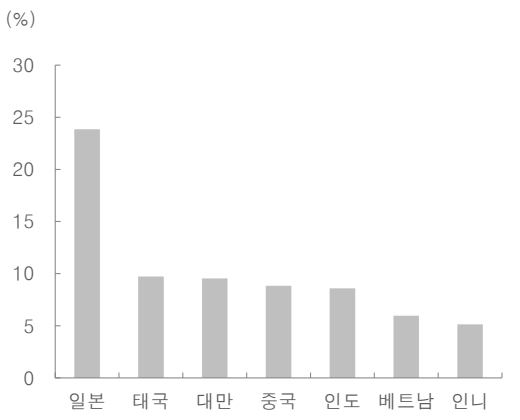
주: 소비자 지출 규모 기준 시장규모
자료: Deloitte 2024, 대신증권 Research Center

그림 33. NMPA 허가를 받은 의료 미용기기



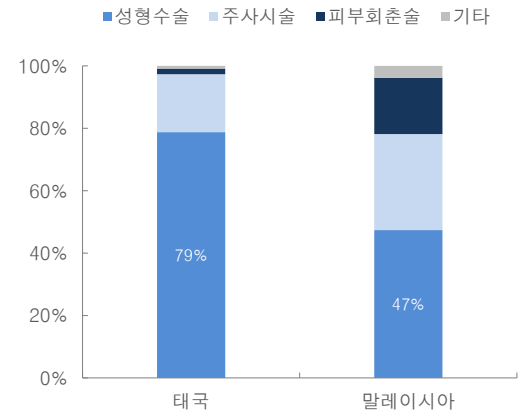
주: 2023~1Q24 기간 기준
자료: Deloitte 2024, 대신증권 Research Center

그림 34. 국내 미용기기 아시아 국가 수출 비중



주: Hs code 9018.90
자료: 관세청, 대신증권 Research Center

그림 35. 주요 동남아 국가 피부미용 시술 비중



자료: ISAPS, 대신증권 Research Center

아시아 의료미용 시장에서 성공하기 위한 국내 기업의 전략

강화되는 규제 속 빠르게 성장하는 아시아 의료미용 시장, 임상·마케팅 전략이 관건

아시아 의료미용 시장은 중산층 성장, 한류 영향, SNS를 통한 정보 확산 등 여러 요인이 맞물려 빠르게 확대되고 있다. 중국 국가약품감독관리국(NMPA), 일본 후생노동성(MHLW), 동남아 각국 보건당국 모두 인허가와 광고 규제를 강화해 합법·정품 중심의 '화이트 마켓'을 구축하고 있는 상황이다. 이 같은 환경에서 국내 기업들이 경쟁 우위를 확보하려면 철저한 임상자료와 현지 규제 대응 전략, 그리고 파트너십·마케팅 계획을 갖춰야 한다.

가장 먼저 고려해야 할 점은 까다로운 인허가 절차다. 중국 NMPA와 일본 MHLW의 승인 절차는 복잡하지만, 통과 시 시장 신뢰도와 매출 안정성을 동시에 확보할 수 있다. 동남아도 의료관광 산업을 육성하면서 병원 허가·광고 규제를 강화해 불법 시술과 저품질 제품을 걸러내고 있으므로 안전성과 효과를 뒷받침할 임상자료와 사용성 데이터를 준비하는 것이 필수적이다.

현지 파트너십과 학술 행사를 통해 시장에 안착할 수 있다. 대형 병원·클리닉 체인이나 의사 네트워크와 협업해 세미나·워크숍·시술 후기 등을 공유하면, '정품 인허가 제품'이라는 점을 부각해 신뢰를 높일 수 있다. 실제로 휴젤은 중국 파트너사 사환제약과 함께 학술 마케팅을 전개해 중국 톡신 시장 점유율 15%를 달성했고, 클래시스는 SNS를 통해 슈링크 HIFU 시술 영상을 적극적으로 홍보했다.

한류와 SNS를 연계한 마케팅이 효과적이다. K-POP·드라마로 형성된 한국산 제품 호감도를 활용해 샤오홍슈·더우인(중국), 틱톡·페이스북(동남아) 등 주요 플랫폼에 시술 전후 영상과 후기 등을 노출하면 주목도를 높일 수 있다. 이를 통해 '프리미엄+가성비' 이미지를 부각하고, 병원 방문 및 매출 확대도 기대할 수 있다.

핵심 요약 및 시사점

시술들을 알아보자

국내 의료미용 시장은 내수 경쟁이 포화 상태에 이르고 시술 단가 압박이 심화됨에 따라 해외 진출이 사실상 필수적인 성장 돌파구가 되고 있다. 미국은 세계 최대 시장이지만 FDA 규제로 진입 장벽이 높고, 유럽 또한 MDR 강화로 인해 인증 부담이 커진 상황이다. 반면 중남미는 브라질을 중심으로 빠른 성장세가 기대되며, 아시아는 각국 인허가가 강화되는 흐름 속에서도 K-뷰티에 대한 호감도가 높아 진출 매력도가 커지고 있다.

다만 해외 시장별 거시적 특성을 파악하는 것만으로는 개별 시술(톡신, 필러, 스킨부스터, EBD, 홈뷰티 기기 등)의 경쟁 구도와 전략을 세우기 어려우며, 시술마다 시장 규모와 규제 강도, 소비자 니즈가 달라 한층 정교한 접근이 요구된다. 이에 "5. 주요 시술별 세부 분석"에서는 각 시술 분야를 좀더 집중적으로 살펴보고, 이를 통해 구체적인 의사결정에 필요한 기초를 마련하고자 한다.

표6. 주요 의료미용 시술·장비 분류와 대표 제품

대분류	중분류	소분류	설명	대표 제품
주사제 (Injectables)	보툴리눔 톡신 (Neurotoxins)		· 근육 수축을 억제해 주름 개선, 사각턱 축소 등에 활용 효과는 약 3~6 개월 유지, 반복 시술을 통해 지속 가능	BOTOX, Dysport, Xeomin, Jeuveau, Retybo
	필러 (Fillers)	HA(히알루론산)	· 가교된 HA 로 꺼진 부위 및 주름을 즉각적으로 볼륨 업 유지기간 6~12 개월, 히알루로니다제로 녹일 수 있음	Restylane, Juvéderm, Teosyal
		CaHA,PCL,PLLA	· 볼륨 형성과 함께 콜라겐 합성을 유도해 장기 탄력 개선 유지기간이 길지만, HA 필러처럼 녹이는 주사가 없음	Radiesse(CaHA),Ellansé(PCL), Sculptra(PLLA)
	스킨부스터 (Skin Boosters)	콜라겐부스팅 (BioStimulators)	· 체내에서 분해되면서 콜라겐 생성을 촉진 점진적 볼륨 및 탄력 상승	Sculptra (PLLA), Juvelook(PDLLA)
		수분충전 (Hydrating)	· 얕은 진피층에 주사해 보습탄력·미세주름을 개선 반복 시술 시 물광 효과가 높아지고 다운타임이 짧음	Profhilo(HA), Restylane Vital(HA), Rejuran(PN)
		재생/복합(메조)	· 펩타이드, 비타민 등 복합 성분으로 재생과 영양 공급 피부톤·결·탄력 전반에 유익	Ameela, NCTF(샤넬주사), 엑소좀 제품, PRP 등
	지방분해 (Fat Dissolving)		· 지방 분해를 유도하는 물질(DCA 등)을 주입해 국소적 지방 감소 효과 보이는 **의약품**. 이중턱(턱밑 지방)에 적용	Kybella(DCA), V-loet 등
EBD (Energy-Based Devices)	레이저 (Laser)	피부 재생 (Skin Resurfacing)	· 박피성(Ablative): 피부 표면을 깎아 깊은 흉터 개선 긴 회복 시간 (다운타임)	CO_2, Er:YAG
			· 비박피성: 진피층 열 자극해 주름, 탄력, 흉터 개선 피부 표면 손상 없어 짧은 회복 시간(다운타임)	Fraxel Dual, Genesis
		색소 (Pigment)	· Q-switched: 나노초 단위의 짧은 펄스를 사용 색소(기미·잡티·문신 등)를 선택적으로 파괴	Spectra, Pastelle
			· Picosecond: 나노보다 짧은 피코초로 미세하게 분해 난치성 색소 및 흉터 개선, 다운타임이 비교적 짧음	PicoSure, Picocare
		혈관 (Vascular)	· 혈관 병변 특화, 파장에 따라 표재성~심부 혈관 커버 PDL(585/595nm), KTP(532nm), 롱펄스(1064nm) 등	Vbeam, Cynergy(PDL) Excel V(롱펄스 Nd:YAG)
		제모 (Hair Removal)	· 모낭 멜라닌 표적화로 영구 제모 피부톤과 모발 굵기에 따라 파장 선택(755~1064nm)	Soprano Titanium(Diode) Genetlemax, Lightsheer
	IPL (Intense Pulsed Light)		· 단일 파장이 아닌 광대역 빛(500~1200 nm)을 필터링 짧은 회복 시간, 얕은 색소, 홍조, 모공 등에 효과적	Lumenis M22(IP 모듈), Cynosure Icon(IPL), Alma Harmony(XL Pro)
	고주파 (RF:Radio Frequency)	비침습 (Non-invasive)	· 모노폴라: 하나의 활성 전극과 별도 접지 패드 사용, 전류가 피부 깊게 열 에너지 전달 → 리프팅, 탄력	Thermage, Oligio, Volnewmer,
			· 바이폴라/멀티폴라: 두 개 이상의 전극이 같은 핸드피에 배치 돼 전류가 피부에 얕게 전달 → 즉각적 효과	Accent Prime, EndyMed PRO, Forma(Inmode)
		침습 (Invasive)	· 마이크로니들 RF: 미세침을 삽입하며 RF 에너지를 진피에 직 접 전달 → 여드름 흉터, 모공, 잔주름 개선	Genius, Potenza, EndyMed intensif, Morpheus8, Secret RF
			· 캐뉼라 SubQ: 피하지방층에 캐뉼라 삽입 후 RF 에너지 전달 → 지방흡입+타이트닝 효과	BodyTite, FaceTite(InMode) 등
	HIFU (High Intensity Focused Ultrasound)	미세집속(MFU) (Microfocused)	· 진피의 상층과 SMAS(표재성 근막 시스템) 등 비교적 얕은 깊이 에 초점을 맞춰 리프팅·주름 개선에 사용.	Ulthera, Doublo, Ultraformer(슈링크)
		거대집속(FU) (Macrofocused)	· 깊고 넓은 초음파 빔을 지방층에 집중시켜 지방 세포 파괴 및 바디 컨투어링 유도.	Liposonix, UltraShape
	냉각 (Cryolipolysis)		· 조직을 선택적으로 냉각해 비침습적 지방세포 파괴, 복부, 옆구리, 허벅지, 팔뚝, 턱밑 등 국소 지방 감소	CoolSculpting(Zeltiq), Clatuu(Classys), CooTech 등

자료: 대신증권 Research Center

5. 주요 시술별 세부 분석

① 보툴리눔 톡신 시장 개요 및 경쟁 구도

반복 시술이 이끄는 안정적 수익 구조와 시장 확장: 보툴리눔 톡신의 빠른 성장세

보툴리눔 톡신은 시냅스 전 신경말단에서 아세틸콜린 분비를 차단해 근육을 일시적으로 마비시킴으로써, 표정근의 과도한 움직임을 억제해 피부가 덜 접히도록 만든다. 이로 인해 눈가, 미간, 이마 등에서 생기는 주름이 현저히 완화되며 보통 3~4개월 정도 효과가 유지되어 주기적인 재시술을 통해 지속적으로 관리할 수 있다. 시술 부위(얼굴 주름, 목 주름 등)와 적응증(편두통, 근긴장, 이갈이 등)이 지속적으로 확대되면서 미용 목적을 넘어 의료 목적으로도 활발히 사용되고 있다

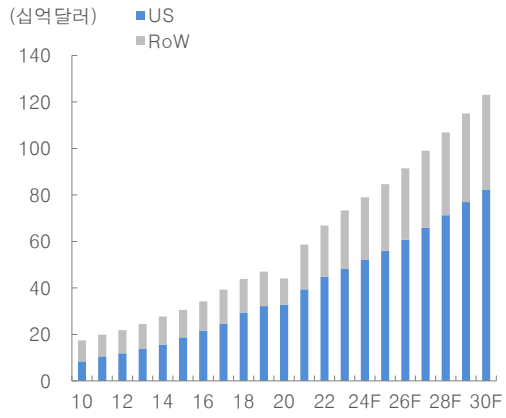
Evaluate에 따르면 2024년 보툴리눔 톡신 글로벌 시장은 미용과 치료를 합쳐 79억 달러(11.5조 원) 규모로 전망되며, 연평균 7.6%씩 성장해 2030년에는 123억 달러(17.8조 원)에 이를 것으로 예상된다. 미용용과 치료용 비중은 대략 5:5로, 미용용은 2024년 39억 달러(5.7조 원)에서 2030년 61억 달러(8.8조 원)로 확대될 전망이다. 3개월 주기로 재시술이 필요한 특성상 반복 매출이 안정적으로 발생한다는 점이 특징이다.

후발주자와 국산 톡신의 약진: 치열해지는 글로벌 보툴리눔 톡신 시장

애브비(엘러간)의 '보톡스(Botox)'는 과거 시장 점유율 80% 이상을 차지하며 독주했으나, 고가 정책을 유지하는 사이 에볼루스, 레반스 등 후발주자들이 가격 경쟁력과 SNS 마케팅, 멤버십·구독형 프로그램 등을 앞세워 점유율을 꾸준히 잠식하고 있다. 멀츠(제오민), 입센·갈더마(디스포트) 등 기존 유럽권 강자들도 임상적 우수성과 브랜드 인지도를 무기로 M/S를 지키는 중이다. 여기에 저단백(저내성) 제품, 장기 지속형 제품 등이 출시되면서 업체 간 기술 경쟁이 더욱 치열해지고 있다.

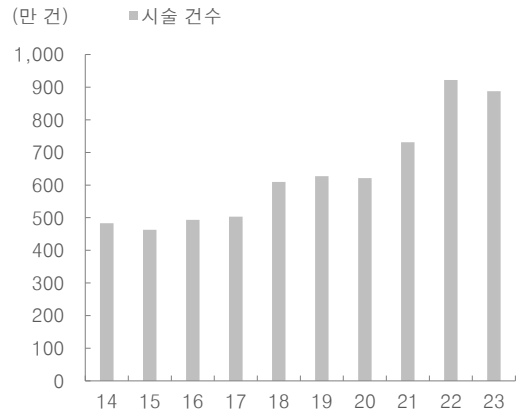
한편, 국산 톡신의 부상이 주목할 만하다. 휴젤(레티보)와 대웅제약(주보) 등 국내 기업들은 미국 등 글로벌 미용 시장에 진출해, 가성비·시술 편의성·품질 개선 등을 앞세워 현지 클리닉과 소비자들에게 호평을 얻고 있다. 또한, 현지 파트너와 긴밀히 협력해 시장 점유율을 꾸준히 높이고 있다.

그림 36. 글로벌 보툴리눔 톡신 시장 규모 및 추이



자료: Evaluate Pharma, 대신증권 Research Center

그림 37. 전 세계 성형외과 전문의 시행 톡신 시술 건수



자료: ISAPS, 대신증권 Research Center

치열한 경쟁 속에서 국내 업체들은 대규모 증설+마케팅으로 글로벌 M/S를 확대해가고 있다

치료 적응증·보험 적용 확대와 국가별 규제 대응

보툴리눔 톡신은 편두통, 근긴장 이상 등 다양한 치료 분야로 적응증을 확대하며 시장을 빠르게 키우고 있다. 보험 적용 사례가 늘면서 수요 기반 또한 한층 견고해질 전망이다. 이에 엘러간 등 주요 기업들은 신규 적응증 확보를 위한 임상시험을 진행하고, 신속한 허가 및 보험 급여 적용을 통해 시장 주도권 확보를 꾀하고 있다.

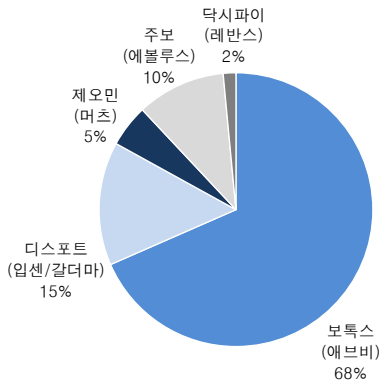
한편, 국가별 규제 환경도 글로벌 진출의 핵심 변수로 작용한다. 미국 FDA는 신약 수준의 엄격한 임상 기준을 적용하며, 유럽 EMA/CE는 폭넓은 임상 데이터와 품질 및 안전성 평가를 요구한다. 중국 NMPA는 자국 내 임상시험을 의무화하는 등 각 기업은 국가별 규제 환경에 맞춘 전략을 수립해야 한다.

국내 톡신 업체들의 시장 침투로 한층 더 치열해질 톡신 시장

국내 톡신 업체들은 2025년 현재 대규모 공장 증설을 완료하여 글로벌 시장 수요에 부합하는 생산 능력을 확보하였다. 이를 기반으로 세계 각지의 수요 변화에 신속하게 대응하는 한편, 규모의 경제를 실현하여 원가 경쟁력과 영업이익률을 높이는 전략을 추진하고 있다.

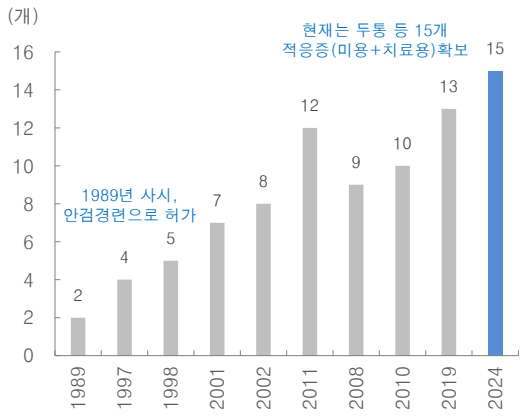
해외 진출과 마케팅에서도 현지 전문 유통사와 협업하여 브랜드 인지도, 영업 네트워크, 시술 교육 프로그램 등을 체계적으로 구축하고, 정기 시술을 전제로 한 멤버십·구독형 프로그램 및 패키지 할인 등 혁신적 마케팅을 통해 시장 점유율을 빠르게 확대하고 있다. 한편, 글로벌 선도 업체들은 풍부한 임상 데이터와 브랜드 가치를 기반으로 프리미엄 전략과 신규 제품을 활용해 점유율을 지키고, 후발 주자들은 가격 경쟁력을 앞세워 시장 전환(switching)을 유도하면서 앞으로 더욱 다양한 경쟁 양상이 전개될 것으로 예상된다.

그림 38. 보툴리눔 톡신 미국 미용 시장 점유율



주: 2023년 기준, 각 사에서 제공하는 데이터를 기반으로 추정
자료: 산업자료, 대신증권 Research Center

그림 39. 보톡스 적응증 개수 추이



자료: Evaluate, 대신증권 Research Center

표7. 미국 내 주요 보툴리눔 톡신 플레이어

(단위: 달러, 백만 달러)

구분		기업명	제품명	단계	US 출시	WAC price($)*	US 매출액		
							2024	2030E	CAGR(%)
치료용	기존	애브비	보톡스	시판	1989	646	2,718	3,521	4%
		입센	디스포트	시판	2009	528	206	322	8%
	신규	레반스	닥시파이	시판	2Q24	420	2	54	N/A
미용	기존	애브비	보톡스	시판	2002	656	1,682	2,677	8%
		갈더마	디스포트	시판	2009	528	130	49	-15%
		멀츠	제오민	시판	-	511	-	-	-
	신규	에볼루스	주보	시판	2Q19	-	264	509	12%
		레반스	닥시파이	시판	3Q22	420	119	409	23%
		휴젤	레티보	시판	2Q25E	-	-	-	-

주: WAC Price 100 UNIT 기준(Dysport 300 Unit) / FDA 승인 순서 (1) 애브비 보톡스(1989) → (2) Supernus 마이오블록(2000) → (3) 입센 디스포트(2009) → (4) 멀츠 제오민(2010) → (5) 대웅제약 주보 (2019) → (6) 레반스 닥시파이 (2022) → (7) 휴젤 레티보 (2024)

자료: Evaluate Pharma, Symphony Health, 대신증권 Research center

표8. 각 사 보툴리눔 톡신 제품 정리

	보톡스	디스포트	제오민	주보(나보타)	레티보	닥시파이	BTX-A	마이오블록
제조사	엘러간 (애브비)	입센	멀츠	대웅제약	휴젤	레반스	란쥬	솔스티스
판매사	엘러간	갈더마	멀츠	에볼루스 (미국)	베네브 (미국)	레반스	란쥬	Supernus
타입	A	A	A	A	A	A	A	B
역가	1:1	1:2.5	1:1	1:1	1:1	1:1	1:1	-
제형	분말(동결건조)	분말(동결건조)	분말(동결건조)	분말(동결건조)	분말(동결건조)	분말(동결건조) +특수 펩타이드	분말(동결건조)	액상 주사
분자량(kDa)	900	미공개	150	900	900	150	900	700
타겟 단백질	SNAP-25	SNAP-25	SNAP-25	SNAP-25	SNAP-25	SNAP-25	SNAP-25	VAMP
미국(FDA) 승인	1989	2009	2010	2019 (Jeuveau)	2024	2022	-	2000
유럽(EMA) 승인	1994 (Azzalure)	2007	2005	2019	2022	-	-	-
CFDA 승인	1999	2020	-	허가 신청	2020	2024	1997	-
pH 지수	중성	중성	중성	중성	중성	5.5	중성	5.6
비고	글로벌 M/S 1위 24년 매출 $6B	글로벌 M/S 2위	글로벌 M/S 3위	북미 미용 M/S 10%	24년 FDA 승인 획득	지속효과 6개월이 특징	중국 로컬 M/S 높음	타입B 독소로는 유일

자료: 각 사, 대신증권 Research Center

표9. 주요 보툴리눔 톡신 기업 파트너사 현황

기업명	미국	유럽	중국
애브비(엘러간)	직판	직판	직판
입센	갈더마	갈더마	갈더마
멀츠	직판	직판	직판
레반스	직판	-	복성제약(Daxxify)
란쥬	-	-	직판
메디톡스	-	-	Hainan Sihteru
휴젤	BENEV	크로마 파마	사환제약
대웅제약	에볼루스	에볼루스	-

자료: 각 사, 대신증권 Research Center

② 주사제형 의료 미용기기(필러, 스킨부스터 ,콜라겐부스터)의 개념과 분류

절개 없이 최소침습으로 시술이 가능해 시술 시간과 회복 기간이 짧고, 시술 직후부터 결과 확인이 가능

주사 제형 의료 미용기기는 피부나 피하 조직에 직접 주입해 꺼짐, 주름, 탄력 저하 등 문제를 개선하는 제품군이다. 필러(Filler), 스킨부스터(Skin Booster), 바이오스티뮬레이터(Biostimulator) 등이 포함되며, 물리적 기전을 통해 작용하므로 FDA나 CE와 같은 규제 기관에서 의료기기로 분류한다. 반면, 근육 신호 차단이나 지방 분해와 같은 약리 작용을 이용하는 보툴리눔 톡신과 지방분해 주사는 의약품으로 분류되어 별도로 관리된다.

이러한 주사 시술은 절개 없이 최소 침습적으로 진행되어 시술 시간과 회복 기간이 짧고, 시술 직후 결과를 확인할 수 있어 환자 만족도가 높다. 특히 HA(히알루론산) 필러의 경우 히알루로니다제를 이용해 녹여 수정이 가능하므로 안전성이 높으며, 주로 코, 턱, 이마 등 즉각적인 볼륨 보완이 필요한 부위에 사용된다. 한편 부스터 계열은 시간이 지남에 따라 콜라겐과 엘라스틴 생성을 유도함으로써 피부 탄력을 개선하는 데 활용된다.

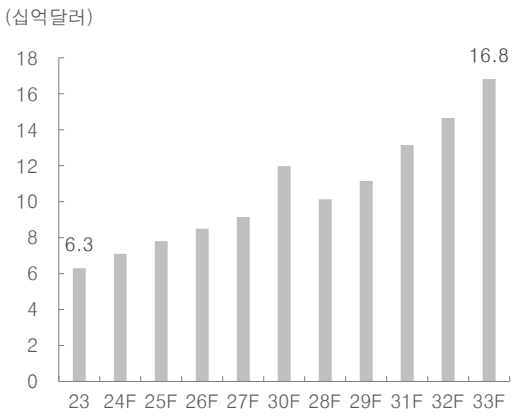
글로벌 필러·스킨부스터 시장은 2023년 약 9조 원 규모로 HA 필러가 주류

글로벌 시장에서 필러와 스킨부스터를 합친 규모는 2023년 약 9조원(추정)으로 향후 연평균 10% 전후의 성장이 예측된다. 특히 HA 필러가 시장의 80~90%를 차지할 만큼 주류를 이루는데, 고분자 히알루론산이나 고도 가교기술, 리도카인 혼합 등을 통해 시술 안정성과 편의성이 높아지면서 꾸준히 확장 중이다. 시술 후 마음에 들지 않을 시 히알루로니다제로 녹일 수 있어, 안전성과 수정 가능성이 크다는 점도 강점이다. 한편, CaHA, PLLA, PCL 등 고기능성 필러나 스킨부스터가 새롭게 부상하면서 기존 필러와의 경계가 서서히 모호해지고 있다.

국내 필러 시장은 규모가 작고 경쟁이 치열해 수출 의존도가 높음

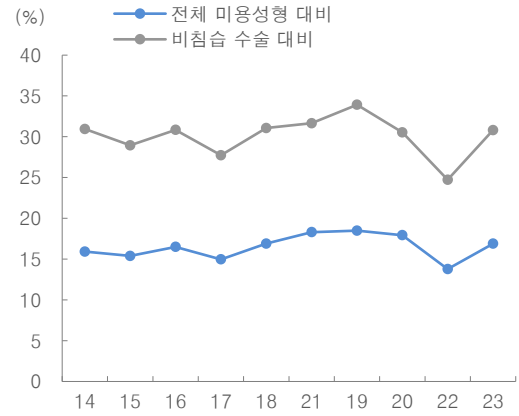
국내 시장은 상대적으로 규모가 작고, 필러 제품만 100종 이상이라는 치열한 경쟁 환경에 놓여 있다. 이 때문에 많은 국내 업체가 중국·동남아·중동 등 신흥 시장으로 수출을 확대해왔다. 실제 국내 생산액 대부분이 해외에서 소비될 정도로 수출 의존도가 높다. 선진국 시장은 물가·경기 여건이 불확실해도 안정된 미용 수요가 유지되는 편이며, 신흥국 시장은 합리적 가격을 앞세운 소위 가성비 필러가 빠르게 침투하며 확장하고 있다. 다만 중국 등 일부 지역에서는 고가 전략이 되레 프리미엄 이미지를 형성해 잘 팔리는 사례도 있어 기업들은 시장별로 맞춤형 가격 정책을 구사한다.

그림 40. 글로벌 피부용 필러(Dermal Filler) 시장 규모



주: 시장 조사 기관의 기준이나 시장 구분 방식에 따라 차이가 존재할 수 있음
자료: Alliedmarketresearch, 대신증권 Research Center

그림 41. 전체 시술 내 필러+스킨부스터 비중



주: Non-surgical 내 HA + Calcium Hydroxylapatite + Poly-L-Lactic Acid 합산 비중
자료: ISAPS, 대신증권 Research Center

스킨부스터와 바이오스티뮬레이터: 피부 재생 시술의 차별화와 성장 가능성

주사 미용 시술의 패러다임 전환: 필러에서 스킨부스터 · 콜라겐부스터로

주사제형 미용 시술은 과거에는 볼륨 충전을 위한 필러가 중심이었지만, 최근에는 스킨부스터와 바이오스티뮬레이터가 부상하면서 시장의 흐름이 변하고 있다. 이들 제품은 피부 내부에서 콜라겐·엘라스틴 등을 새로 생성시켜 장기적이고 근본적인 안티에이징 효과를 목표로 한다. 시술 직후 크게 볼륨을 채우기보다는 일정 기간에 걸쳐 피부 결과 탄력을 개선한다는 점에서 자연스럽고 오래가는 결과를 선호하는 소비층이 급증하며 시장 규모도 빠르게 확대되는 추세다.

스킨부스터: HA·PN 등을 진피층에 주입해 보습·탄력·톤 개선을 유도하는 시술

스킨부스터는 진피층에 주입해 세포 활성화와 보습·탄력을 강화하고자 한다. 예를 들어 HA(히알루론산) 기반 스킨부스터는 고농도 HA를 낮은 점도로 가공해 물광 효과와 피부 탄력 개선을 동시에 얻을 수 있다. PN(폴리뉴클레오타이드) 계열(파마리서치 '리쥬란' 등)은 연어 DNA 추출물로서 섬유아세포 증식을 돕고 미세주름·피부 톤 개선에 기여한다.

바이오스티뮬레이터: PLLA·CaHA·PCL 등이 분해되면서 콜라겐·ECM 생성을 촉진해 장기간 볼륨·탄력을 유지하는 시술

반면 바이오스티뮬레이터(콜라겐부스터)는 일정 기간 분해되면서 콜라겐·ECM 생성을 촉진해, 장기간 볼륨과 탄력을 유지한다. PLLA(폴리-L-락틱애시드)는 분해 과정에서 섬유아세포를 자극해 몇 달에 걸쳐 콜라겐을 만들고, CaHA(칼슘 하이드록시아파타이트)는 입자 겔이 즉각적 볼륨을 제공하면서도 서서히 탄력을 높인다. PCL(폴리카프로락톤)은 분해 속도가 느려 1~2년 이상 유지되지만, HA처럼 녹이는 주사가 없어 숙련도가 중요한 편이다.

표10. 필러 및 PN 주사(스킨부스터) 종류별 특성과 효과 비교

소재	HA (히알루론산)	CaHA (칼슘 하이드록시아파타이트)	PCL (폴리카프로락톤)	PLLA/PDLLA (폴리락틱계)	PN/PDRN (폴리뉴클레오타이드)
주요 기전	– 가교 HA 겔이 수분을 끌어당겨 즉시 볼륨 형성 – 이후 체내에서 서서히 분해흡수	– CaHA 입자가 즉시 볼륨 형성 및 콜라겐 유 – 장기적 조직 리모델링 유발	– PCL 미세입자가 겔 캐리어와 혼합된 구조 – 즉각적 볼륨 형성과 콜라겐 유도를 통한 조직 재생 효과 유발	– PLLA/PDLLA 입자가 섬유아세포 자극 – 콜라겐 생성, 겔 흡수 후 입자만 남아 장기적 재생 유도	– PN/PDRN 이 세포 재생·콜라겐 합성·항염 및 혈관신생을 통해 피부 치유 및 환경 개선 유도
적응증 및 부위	– 함몰·주름·볼륨 보충 등 얼굴 전반 – 얕은 주름~윤곽 개선	– 깊은 주름 – 윤곽 볼륨 보충 – 중안면·하안면·손등 등 두꺼운 피부 부위	– 깊은 주름 – 꺼진 부위(볼·관자) – 중하안면 컨투어 개선	– 광범위 볼륨 손실 개선 – 주름 완화 – 얼굴 전체의 입체감 – 탄력 회복	– 잔주름 개선(눈가, 입가) – 목·손등 탄력 회복 – 안면 피부 재생
유지기간	보통 6~18 개월 내외 (제품, 개인차 존재)	보통 12~18 개월 내외 (최대 2 년)	최대 2~4 년	대략 2 년+	대략 6~12 개월 (반복 시 누적 효과 가능)
장점	– 즉각적 효과 – 부위별 적용 용이 – 제품 다양성 – 부작용 시 용해 가능	– 장기 지속 – 견고한 볼륨 유지 – 콜라겐 유도 – 탄력·피부두께 개선	– 수년간 효과 지속 – 볼륨·탄력 동시 개선	– 자연스러운 피부 개선 – 장기 유지로 가성비	– 자연스러운 개선 효과 – 높은 안전성
단점	– 짧은 유지기간 – 재시술 가능성 – 혈관 위치 따른 합병증 – 과주입 부자연스러움	– 체내 잔류 제거 어려움 – 입술·눈가 사용 시 위험 – 육아종 등 드물게 보고	– 부작용 시 제거 어려움 – 합병증 등 발생 가능성 – 숙련도 중요	– 효과 지연 – 반복 시술 필요 – 사후관리 필수 – 부작용 시 제거 어려움	– 유지 관리 필요하며, – 깊은 주름·볼륨 개선 효과 제한적 – 일시적 피부 반응 가능
대표 제품	Restylane(갈더마), Juvederm(엘러간), Teosyal(Teoxane) 등	Radiesse(머츠)	Ellansé(싱클레어), GOURI 등	Sculptra(갈더마, PLLA), Juvelook(PDLLA), AestheFill(채움파마)	Rejuran(파마리서치), 비타란(비알팜), Ameela 등

자료: 대신증권 Research Center

스킨부스터·바이오스티뮬레이터 경계 허무는 신제품, 임상 데이터와 복합 시술 노하우가 시장 우위를 결정한다

제품별 작용 기전과 시술 프로토콜은 다르지만, 대체로 자연스러운 피부 개선을 지향한다는 점에서 기존의 단순 볼륨 필러와 차별화된다고 할 수 있다. 최근에는 PN+HA 혼합이나 PLLA·펩타이드 복합형 같은 경계를 넘나드는 신제품이 잇따라 출시되면서 스킨부스터와 바이오스티뮬레이터 간의 구분이 점차 모호해지고 있으며, 필러(볼륨 충전)·스킨부스터(재생)·톡신(주름 완화)·에너지 기기(리프팅) 등을 동시에 적용하는 복합 시술이 보편화됨에 따라 탄탄한 임상 데이터와 시술 가이드라인을 구축한 기업이 시장 선점에서 우위를 점할 것으로 보인다. 특히 신제품의 경우 안전성과 유효성을 입증해야 하므로 학술 세미나, KOL(Key Opinion Leader) 협업, 논문 발표 등을 통해 꾸준히 임상 근거를 확보해야만 글로벌 경쟁력을 갖출 수 있다.

표11. 주요 스킨부스터 및 바이오스티뮬레이터(주사형), 화장품형 주요 제품 현황과 특징

제조사	제품명	핵심 성분	특징 / 비고
스킨부스터 (주사형)			
Allergan	SKINVIVE (by Juvederm)	가교 히알루론산(HA)	2023년 스킨부스터로는 최초로 FDA 승인된 HA 기반 스킨부스터
Galderma	Restylane Skinbooster	안정화 HA(NASHA)	1세대 '물광주사'. 진피층에 미세입자 HA를 주입해 보습광채 2004년 유럽 출시 후 다수 임상으로 안전성, 유효성 입증
Teoxane	Teosyal PureSense Redensity 1	히알루론산(HA)	부드러운 HA 제형, 잔주름·피부 톤 개선 목적
IBSA Derma (Alma)	Profhilo	히알루론산(HA)	열처리 방식으로 안정화한 고농도 HA. 물광리프팅, 2회 시술 표준
파마리서치	리쥬란힐러(Rejuran)	폴리뉴클레오타이드(PN)	연어 DNA 기반. 진피층 재생 및 탄력 개선, 재시술 의향 높음
비알팜	HP 비타란(Vitaran), 리즈네 등	폴리뉴클레오타이드(PN)	PN 기반. 대개 리도카인 포함으로 통증 감소
바이오비쥬	Ascenart Amber	폴리뉴클레오타이드(PN)	PN 성분. 중국동남아 위주로 적극 수출
바이오플러스	키아라 레쥬(Kiara Reju)	PDRN + HA	연어 DNA(PDRN)와 HA 혼합, 보습재생 효과
울트라브이	울트라콜	PDO + SCMC	실리프팅 기술 결합. 미세 PDO 입자로 콜라겐 유도
코루파마	크리스탈 힐러 PN / PN+	PN 단독 or PN+HA	PN 함유량 높인 버전+HA 복합 버전, 피부재생+보습 시너지
기타 제품: Stylage HydroMax(VIVACY), 히아론(LG 화학), 아쿠아샤인(케어젠) 등			
바이오스티뮬레이터(주사형)			
Galderma	Sculptra	PLLA + CMC	콜라겐 생성 유도. 시술 후 수개월 걸쳐 볼륨 형성, 장기 유지
Merz Aesthetics	Radiesse	CaHA	즉각 볼륨 + 콜라겐 합성. 바이오스티뮬레이터로 분류
Sinclair	Ellansé	PCL(폴리카프로락톤)	장기 유지형 필러 겸 바이오스티뮬레이터. 약 2~3년 동안 효과
피알피사이언스	올리디아(Olidia)	PLLA + CMC	PLLA로 볼륨탄력 향상, 콜라겐 유도형
바임글로벌	쥬베룩(Juvelook)	PDLLA + HA	콜라겐 생성(PDLLA)과 HA 결합, 장기 유자재생 효과
휴메딕스(채움파마)	에스테필(AestheFill)	PDLLA + CMC	PDLLA 바이오스티뮬레이터. 깊은 층 시술 시 볼륨탄력 극대화
DEXLEVO	고우리(GOURI)	PCL(폴리카프로락톤)	약 1~2년 지속, 콜라겐 합성 유도
화장품 형태 (토피컬)			
필메드	NCTF135 (샤넬주사)	HA + 비타민 + 미네랄	일종의 메조테라피 전용 앰플 성격. 병원에서 "샤넬 주사"로도 불림
HP&C	업티브	HA 등 복합	병원 시술 후 도포하거나 마이크로니들과 병행
엑소코바이오(LG 화학)	ASCE+ SRLV	엑소좀	주사형 의료기기가 아닌 토피컬 제형(크림앰플 등)
동국제약	인에이블 (Enable)	섬유아세포 배양액	주사형 의료기기 버전과 병행 출시. 시술 후 홈케어용으로 쓰임
차메디텍	셀터미 리바이브 EX	엑소좀	병원 처방 화장품으로 병행 사용. 엑소좀 기반 피부결 개선

자료: 대신증권 Research Center

주사형 의료 미용기기의 치열한 경쟁과 글로벌 시장 전략

스킨부스터·바이오스티뮬레이터로 열리는 새로운 기회

주사형 필러 시장은 글로벌과 로컬 기업들의 치열한 경쟁 속에서 이미 성숙 단계에 접어들어 점유율이 어느 정도 안정화된 반면, 스킨부스터와 바이오스티뮬레이터 시장은 아직 선두 기업이 확고히 자리 잡지 못한 성장 초기 단계로 평가된다. 이는 혁신적인 기술과 임상적 근거를 갖춘 업체라면 단기간에 세계 무대에서 주도권을 확보할 수 있음을 시사한다.

실제로 스킨부스터·바이오스티뮬레이터 부문은 기존 필러 대비 연평균 약 10~15% 빠른 성장세가 예상되며, 갈더마·애브비·머츠 등 글로벌 선도사뿐 아니라 PN(폴리뉴클레오타이드)·복합 소재 기반 기술을 보유한 국내 기업들도 적극적으로 해외 시장을 공략하고 있다. 특히 국내 업체들은 PN 등 독창적 물질과 K-뷰티를 결합해 새로운 수요를 창출하고 있는데, 파마리서치의 리쥬란(Rejuran)은 연어 정소에서 추출한 PN(PDRN)을 원료로 피부 재생을 유도함으로써 시술 후 이물감과 부작용 부담이 낮아 재시술 의향이 높게 나타나는 대표적인 사례로 꼽힌다.

임상 데이터와 K-뷰티 시너지가 이끄는 국산 스킨부스터의 글로벌 부상

HA 필러와 스킨부스터는 모두 피부 내부에 직접 주입하는 의료기기이므로, 장기간의 임상시험을 통해 안전성과 유효성을 입증해야 한다. 특히 미국 FDA, 유럽 CE 등 선진 규제 시장 진입을 위해서는 대규모의 체계적인 연구가 필수적이다. 이렇게 확보된 임상 데이터는 글로벌 시장 확장을 위한 핵심 자산이 되므로, 기업들은 학술 데이터 축적과 국내외 의료진 네트워크 강화에 주력하고 있다. 진피층 주사 시술은 의료기기 허가가 필요하며, 화장품은 원칙적으로 도포만 가능하나, 병원 현장에서는 마이크로니들 등을 활용하여 화장품을 반(半)시술 형태로 적용하는 경우도 있다.

스킨부스터와 바이오스티뮬레이터는 기존의 필러, 보툴리눔 톡신과 함께 복합 시술의 한 축으로 자리매김하고 있다. 이는 자연스러우면서도 장기적인 노화 방지 및 외형 개선을 동시에 추구하는 새로운 소비자층을 빠르게 흡수하고 있는 현상으로 이어진다. 이러한 시장 환경은 국내 기업이 기술 혁신과 K-뷰티의 영향력을 결합하기에 유리하다. 따라서 가까운 미래에는 이러한 흐름을 바탕으로 글로벌 시장에서 국내 브랜드가 크게 부상할 가능성이 높다.

③에너지 기반 의료 미용장비(EBD) 정의 및 시장 전망

비침습·최소침습으로 성장하는 글로벌 EBD 시장

다양한 에너지원이 시술 폭 넓혀 2032년 180억 달러 전망

에너지 기반 의료 미용장비(EBD)는 레이저(LASER), 고주파(RF), 초음파(HIFU), IPL 등 다양한 에너지를 활용하여 주름 개선, 탄력 증진, 리프팅, 체형 관리 등을 돕는 비침습 또는 최소침습적 의료기기이다. 초기에는 레이저가 색소 치료, 제모, 박피 시술을 중심으로 시장을 주도했으나, RF(써마지)와 HIFU(울쎄라)와 같은 신기술이 빠르게 보급되면서 안티에이징 및 바디 컨투어링 분야로 적용 범위가 확장되었다.

글로벌 EBD 시장은 2023년 약 58억 달러(8.5조원)에서 연평균 12.7%씩 성장해 2032년 180억 달러(26.4조원)에 이를 것으로 전망된다. 전통적 성형수술보다 흉터·회복 부담이 적고, 리프팅·체형 관리에 특화된 다양한 에너지원이 상용화돼 시술 선택 폭이 넓어진 영향이다. EBD 장비는 3~6개월 효과가 지속돼 재시술이 필수적이며, 병·의원에는 안정적 예약 구조를, 제조사에는 소모품 판매를 통한 지속적 수익을 보장한다.

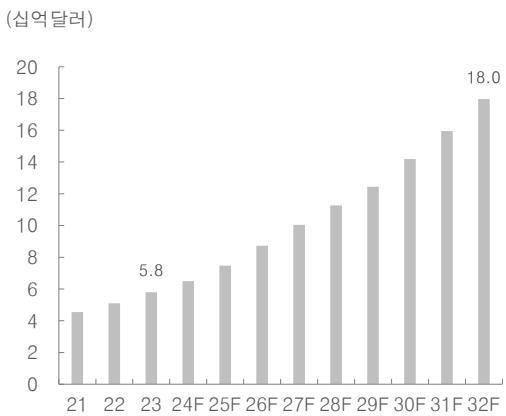
에너지원별로는 레이저가 약 41%로 가장 큰 비중을 차지하며, 광(光) 기반(IPL)과 고주파(RF)가 각각 20% 내외로 그 뒤를 잇는다. 초음파(HIFU)는 10% 내외이나, 체형 관리 및 리프팅 수요 증가에 힘입어 가파른 성장세를 보이고 있다. 냉각(크라이올리폴리시스)과 EMS(전자기장 근육 자극) 기술 또한 점차 시장을 확대하고 있다.

국산 EBD: 해외 대형 시장 공략으로 새로운 성장 동력 확보

국내 미용 의료기기 시장은 국산 HIFU와 RF 기기의 잇따른 출시로 시술 단가가 낮아지면서 진입 장벽이 완화됐다. 그럼에도 클래시스 슈링크(HIFU)는 약 55%의 점유율로 국내 HIFU 시장에서 독보적 1위를 지키고, 원텍 올리지오(mRF)와 제이시스메디칼 포텐자(mnRF) 등 국산 EBD 제품도 꾸준한 시장 점유율을 보이고 있다.

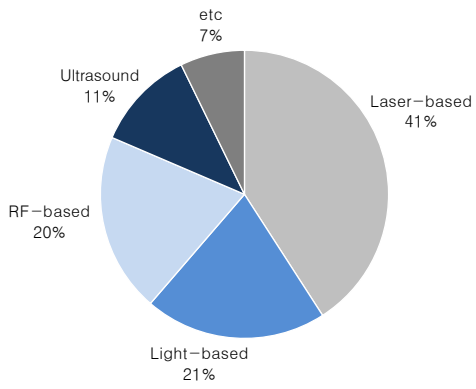
경쟁이 심화돼 단가가 하락하자 제조사들은 미국·중국·브라질 등 해외 대형 시장 진출에 집중하고 있다. 특히 미국 미용 의료기기 시장은 2034년까지 연평균 10% 성장할 것으로 예상되며, 브라질과 태국에서도 HIFU 소모품 주문량이 증가하는 추세다. 이에 따라 국내 제조사들은 해외 시장 공략을 통해 새로운 성장 동력을 확보할 것으로 전망된다.

그림 42. **글로벌 EBD 시장 규모 추이 및 전망**



자료: 시장보고서 자료 종합, 대신증권 Research Center

그림 43. **에너지원별 시장규모 비중 (2023년 기준)**



자료: grandviewresearch, 대신증권 Research Center

에너지원 별 특성과 및 대표 장비

에너지원에 따른 시술 효과다운타임 변화와 복합 장비의 시너지

에너지원에 따라 시술 주기와 회복 기간(다운타임)이 달라진다. 프락셔널 레이저나 마이크로니들 RF 시술 시에는 일시적인 홍반이나 딱지가 생길 수 있으나 비교적 빠르게 회복되며, HIFU(고강도 집속 초음파)나 비침습 RF는 다운타임이 거의 없어 별도의 소독이나 드레싱이 불필요하다. 최근에는 레이저와 RF, IPL과 HIFU처럼 서로 다른 에너지를 결합한 복합 장비가 늘어나 각 에너지원의 장점을 동시에 활용해 시술 효과를 높이고 있다. 이러한 기기·에너지원의 세분화로 병·의원은 부위와 증상에 맞춰 정밀 시술을 제공할 수 있게 되었고, 환자들은 개인 맞춤형 치료로 더 높은 만족도를 기대할 수 있다.

표12. 주요 EBD 시술 비교

항목	레이저	IPL	프락셔널 레이저	마이크로니들 RF	비침습 RF	HIFU
(A) 기초 정보 및 기술 특징						
기술 원리	단일 파장 광선으로 색소·혈관 선택흡수 →열응고	다중 파장 펄스 조사 →필터링으로 멜라닌·혈관 가열	레이저 빔을 도트로 분할→부분 박피·재생 촉진	진피에 미세침 삽입 후 침 끝의 RF 로 콜라겐 재생	표면에 접촉하는 RF 로 진피 가열→탄력 개선	고강도 초음파를 깊이 집속→SMAS 응고·리프팅 효과
목표 피부층	표피~진피(파장별)	표피~진피 상부	진피 표층~중층	진피중심층	진피~피하	SMAS~진피하
에너지 도달 깊이	수백㎛ m~수 mm (종류·파장별로 상이)	약 2~5mm (필터·출력에 따라 편차)	수백㎛ m~1.5mm	0.5~3.5mm (침길이)	3~4mm(단극), 1~2mm(바이폴라)	1.5/3.0/4.5mm 등
에너지원	단일 파장 (광선)	다중 파장 (비연속 광)	레이저+프랙셔널 분할	고주파(RF)+미세침	고주파 (RF)	고강도 초음파(HIFU)
비침습/ 최소침습 분류	비침습	비침습	최소침습 (프랙셔널박피)	최소침습 (니들)	비침습	비침습
특징	목적별 종류 다양: 고출력 CO2(박피), Q-switched(짧은펄스)	펄스폭·필터 교체로 여러 적응증 커버 가능	도트 분할 방식으로 박피 범위·깊이 조절 가능	침 길이, RF 강도 조절로 치료 범위 유연	단극 vs. 바이폴라 장비 구성에 따라 깊이·효과 차이	초음파 집속 강도와 깊이(1.5~4.5mm) 선택 가능
(B) 시술 특성 + 적응증 + 부작용						
시술 방식	핸드피스·스캐너로 단일 파장 조사	광펄스를 필터링해 적합한 파장만 조사	피부를 점(도트) 단위로 분할 조사	미세침 진피층 삽입 후 침 끝에서 RF 에너지 전달	핸드피스 접촉 후 단극/바이폴라 RF 로 진피·피하 가열	초음파 카트리지로 피부 표면~SMAS 층에 라인 단위 샷
시술 주기 및 횟수	토닝은 짧은 주기로 여러 회, 박피는 4 주 이상 간격	3~4 주 정도 간격, 3~5 회 시술 권장	박피 강도 따라 4~6 주 주기로 2~3 회	4 주 간격으로 3~5 회 반복	써마지 같은 고출력은 1 회/1 년 vs. 저출력 RF 는 2~4 주	1 회 후 6~12 개월 유지
시술 시간	10 분~1 시간 (마취 30 분)	20~30 분	20~30 분 (마취포함 1h 내외)	20~30 분 +마취 30 분	써마지 등 1h, 저출력 20~40 분	30 분~1h (마취시 1.5h)
치료 내용 (주요 적응증)	색소(기미, 잡티), 혈관, 제모, 흉터	홍조, 잡티, 경미주름, 제모 등	여드름흉터, 주름, 모공, 탄력, 박피	흉터, 모공, 주름, 탄력, 다한증	주름, 탄력, 리프팅, 지방보조	SMAS 리프팅, 턱선 볼처짐 개선
통증 · 마취	중~강 (프락셀 CO2 강), 국소마취	경미 (냉각 · 마취크림), 빠른회복	중~강 (박피),	중 (침)	중~강 (써마지),	강 (울쎄라)
다운타임	CO2 박피:3~7 일 색소·제모: 거의 X	거의 X, 홍조 하루	3~7 일 딱지, 홍반	2~3 일 딱지	써마지→X	없음(약간 붓기)
부작용 (주의사항)	고출력화상 · 색소침착, 안구보호필수	설정오류시화상, 효과약, 반복필요	박피감염주의, 통증큼,홍반	침삽입통증, 감염,멍,혈관손상	통증,팁비용, 지방위축·드묾	통증,비용고가, 신경손상 · 볼꺼짐
(C) 시장 및 경제성						
주요 브랜드	Gentlemax, revLite,Titanium 라비앙, 파스텔	M22, Harmony	Fraxel, Icon, Mosiac	Genius, Profound 포텐자, 시크 fit	Thermage, Accent 올리지오, 볼뉴머	Ulthera, Sofwave, 슈링크, 리프테라
도입 시기	60~70 년대(의료), 80~90 년대(미용)	94 년 Photoderm	2003 년 Fraxel FDA 승인	2010 년대 ePrime 등	2002 년 써마지 FDA 승인	2009 년 울쎄라 FDA 승인
최초 개발 제품명 및 기업	루비레이저 (Hughes 등)	Photoderm (루메니스)	Fraxel (솔타)	ePrime (시너론)	ThermaCool (써마지)	Ulthera (울쎄라)
장비 가격	고가 (수천만~1 억+)	중간 (3 천~5 천만)	8 천~1 억 전후 (CO2 는 5 천만대)	4 천~1 억+팁비용	1 억 전후(써마지), 중급 4 천만+	1 억+(울쎄라급 국산 3~4 천만
소모품 여부	△(일부 존재)	X(필터 · 램프 교체)	X(스캐너 내구성)	O(미세침 팁)	O(팁 · 전극 등)	O(카트리지)

자료: 대신증권 Research Center

그림 44. 주요 미용·피부과 레이저 및 대표적 임상 활용

레이저 종류	대표 파장(nm)	주요 활용
Ruby	694	– 제모(밝은 피부); 표피성 색소 병변; 검정 · 청색 문신 제거
Alexandrite	약 755	– 제모(광범위); 색소 병변; 검정 · 청색 · 녹색 문신 제거
Diode	약 800	– 제모(깊은 침투)
Nd:YAG	532 / 1064	– 제모; 색소 · 혈관 병변
Pulse Dye	585~595(주로 595)	– 혈관 병변
CO_2	10,600	– 피부 박피; 주름 · 흉터 개선
Er:YAG	2,940	– 얕은 피부 박리; 주름 · 흉터 〈
Q-Switch	694, 755, 532/1064	– 문신, 색소병변 등

자료: Gianfaldoni et al., 2017, 대신증권 Research Center

그림 45. 주요 미용 시술 단가: EBD 시술이 전반적으로 시술 단가가 더 높음

시술	가격	시술	가격
Botox	$550	Kybella	$1,400
Dysport	$450	Laser Hair Removal	$875
Chemical Peel	$375	Laser Skin Resurfacing	$2,050
CoolSculpting	$2,450	Microdermabrasion	$175
Fraxel	$1,575	Microneedling	$625
HydraFacial	$175	Restylane	$750
IPL Photofacial	$625	Thermage	$2,475
Juvederm	$750	Ultherapy	$2,625

주: 2023년 2월 기준 미국 사용자들이 직접 공유한 평균 금액(RealSelf Price)
자료: RealSelf.com, 대신증권 Research Center

그림 46. 고주파(RF) 리프팅 기술 분류 및 특징 요약

항목	내용
고주파(RF) 리프팅 개요	열로 콜라겐 재생을 유도하여 주름 및 탄력을 개선
원리	고주파 전류가 조직 저항으로 열을 발생, 콜라겐 구조 변형 후 재합성 촉진, 냉각으로 표피 보호
단극성(monopolar)	접지패드를 사용해 깊은 층까지 에너지 전달 → 강력한 리프팅, 통증 강함. 쿨링 중요
양극성(bipolar)	두 전극 사이만 에너지가 흘러 표피~진피 상부 위주로 안전하게 가열 → 리프팅 효과 제한적
다극성(multipolar)	다극성은 여러 전극으로 균일하고 얕은 열을 유도 → 안전하고 통증 적으나 피부결 개선, 얕은 주름
마이크로니들 RF	미세침을 통해진피 내 RF 직접 전달 → 흉터·모공에 효과적이나 약간의 다운타임 존재

자료: 대신증권 Research Center

그림 47. 울쎄라(멀츠) vs 슈링크(클래시스) 비교표

울쎄라(멀츠)	항목	슈링크(클래시스)
– HIFU 원조(2009년) – 미 FDA 최초 승인	특성	– 국산 HIFU(2015년) – 국내 M/S 55%로 1위
– 평균 6~12개월 유지 – 연 1회 시술 권장	지속기간	– 평균 3~6개월 유지 – 2~3개월 주기 시술 권장
– 통증 강함	통증	– 통증 상대적 적음
– 신경 자극, 지방 위축 – FDA 안전성 입증	안전성	– 부작용 빈도 낮음 – 볼 꺼짐 등 주의
– 1회 약 100~200만원	비용	– 1회 약 10~30만원
– 실시간 초음파 영상(Deepsee) 사용	비고	– 다양한 팁(1.5~9㎜)으로 부위별 시술

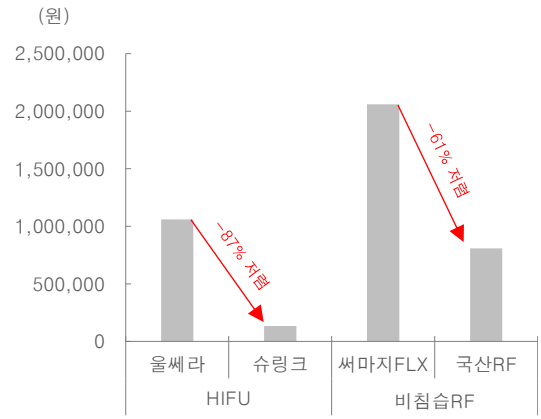
자료: 대신증권 Research Center

그림 48. 에너지별 목표 피부층 분류

	레이저	IPL	mnRF	비침습RF	HIFU
표피 (Epidermis)	■	■	■	■	■
진피 (Dermis)	■	■	■	■	■
피하지방				■	■
근막층 (SMAS)					■
근육 (Muscle)					

자료: 산업자료, 대신증권 Research Center

그림 49. 프리미엄 리프팅 장비 vs.국산 장비 가격 격차



주: 7개 대형 클리닉 가격 평균. HIFU는 300샷, RF는 600샷 기준
자료: 대신증권 Research Center

국내 기업 중저가 공략·사모펀드 M&A, 그리고 인허가·특허·유통망 경쟁

글로벌 EBD시장:

프리미엄 대 중저가 경쟁, 사모펀드 M&A, 그리고 특허 분쟁

글로벌 레이저 시장은 초기부터 Candela, Lumenis, Cutera, Cynosure 등이 고가·고급 이미지를 내세워 프리미엄 세그먼트를 구축해 왔으며, RF·HIFU 분야에서도 Thermage(솔타메디컬), Ulthera(머츠), Zeltiq(애브비) 등 가격대는 높으나 시술 효과가 확실한 브랜드들이 자리를 잡았다. 최근 들어 국내 기업들은 합리적인 가격과 충분한 임상 데이터를 앞세워 중저가 시장을 빠르게 개척하고 있는데, 클래시스(슈링크), 원텍(올리지오), 제이시스메디칼(포텐자), 비올(실펌X) 등이 대표적이다.

이와 더불어 사모펀드의 인수·합병이 활발하게 일어나면서 클래시스는 2022년 베인캐피탈이 최대주주가 되었고, 한앤컴퍼니는 2023년 루트로닉을 인수한 직후 사이노슈어(Cynosure)를 볼트온 방식으로 결합했으며, 제이시스메디칼은 유럽계 사모펀드 아키메드(Archimed)에 인수되어 상장폐지되었다. 또한 해외 시장 진출이 확대되면서 ITC 특허 소송 등 지식재산권 분쟁이 잇따르고 있다는 점도 주목할 부분이다.

신흥국: 가격 경쟁력

대형 시장: 인허가·마케팅 역량이 관건

보다 다양한 제품 라인업과 견고한 해외 유통망을 갖춘 업체가 시장 주도권을 확보할 가능성이 높다고 본다. 동남아·중동·남미 등 신흥국 시장은 인허가 절차가 비교적 수월하고 가격 경쟁력 강화에도 유리해, 국내 기업들의 진출이 더욱 활발해질 수 있다. 반면 미국은 FDA와 특허 규제가 까다롭지만, 한 번 안착하면 대규모 수요와 높은 단가를 동시에 확보할 수 있어 여전히 가장 매력적인 시장이다.

전반적으로 미용기기 분야는 단순히 프리미엄·중저가 경쟁을 넘어 인허가, 특허, 유통망 등 복합적인 경쟁 요소가 부각되고 있다. 특히 동남아·남미 등 신흥시장에서는 국내 기업들의 가격 경쟁력이 두드러지는 반면, 미국·중국 같은 대형 시장에서는 인허가 획득과 영업·마케팅 역량을 확보하는지가 향후 성장 흐름을 결정짓는 핵심 요인이 될 것으로 판단한다.

그림 50. 글로벌 EBD 시장 관련 주요 통계

항목	내용
시장 규모 및 성장 전망	2022년 58억 달러 → 2032년 169억 달러 (연평균성장률 약 12.7%)
주요 지역 동향	북미가 전 세계 시장의 약 35% 차지 (가장 큰 단일 지역 시장)
핵심 적용 분야 동향	체형관리, 리프팅 분야가 전체 시장의 약 20%로 가장 큰 비중
주요 시술채널	MedSpa 가 30%로 주요 미용 시술처로 부상 (의료 시술 장소 중 비중 확대)
주요 시장 트렌드	멀티플랫폼/복합 에너지 장비 출시 냉각지방분해·RF·HIFU 등 체형관리 장비 성장 MedSpa·뷰티센터 시장 확장
규제/인허가	미국 FDA(대부분 Class Ⅱ), 유럽 CE/MDR, 한국 MFDS 등 승인 체계 강화

자료: 시장보고서 자료 종합, factmr, 대신증권 Research Center

그림 51. FDA 허가 받은 국산 EBD 미용장비

제품명	제조사	에너지원	허가일
울트라	루트로닉	Laser	2019.12
피코케어마제스티	원텍	Laser	2022.01
리팟	이루다	Laser	2022.09
파스텔 프로	원텍	Laser	2025.02
실펌x	비올	mnRF	2022.06
포텐자	제이시스메디칼	mnRF	2020.03
올리지오	원텍	mRF	2022.10
텐써마	텐텍	mRF	2023.12
볼뉴머	클래시스	mRF	2024.,04

주: 파악된 장비는 레이저 10건, 고주파 7건, HIFU 2건 (바디)
자료: 산업 자료, 대신증권 Research Center

EBD 기업, 인허가·글로벌 영업력으로 성장 2막 본격화

얼리안티에이징·젠더리스 수혜로 성장 2막 본격화 기대

에너지 기반 미용기기 시장은 얼리안티에이징과 젠더리스 트렌드에 힘입어 이미 가파른 성장세를 보이고 있으며, 향후 2~3년간 대형 시장 인허가와 기기 라인업 확장이 본격화될 것으로 예상된다. 이를 통해 이른바 '성장 2막'을 맞이할 가능성이 높다고 판단된다.

인허가글로벌 영업력이 핵심, M&A·복합 시술로 확장되는 EBD 시장

인허가와 글로벌 영업력이 의료미용기기(EBD) 업체들의 가치에 핵심 변수로 부상하면서, 업계에서는 M&A를 통한 세력 확장이 가속화되는 추세다. 미국·중국·브라질 등 대형 시장 인허가를 비롯해 신제품(RF/HIFU) 출시로 인한 ASP 상승, 그리고 장비 누적대수 증가에 따른 소모품 매출 확대가 주요 과제로 언급된다.

'장비+소모품' 모델로 영업레버리지 가속화

특히 시술 빈도가 높은 국가에서는 '장비+소모품' 모델이 빠르게 자리 잡아, 영업레버리지를 크게 높일 수 있다. 또한 'HIFU+RF+필러/톡신', 'EBD+스킨부스터'처럼 여러 시술을 복합적으로 병행하는 트렌드가 확산되면서, 기업들은 RF·HIFU·레이저 등 다양한 장비 라인업을 갖추어 토털 솔루션을 제공하려는 움직임을 보이고 있다. 한편, 홈뷰티(Home Device) 분야가 새롭게 부상하고 있지만 아직은 전문 의료 시술의 보완재 정도로 인식되는 편이다.

대형 시장 인허가·소송 리스크 관리, 그리고 글로벌 네트워크·소모품 매출이 기업 가치 핵심

투자자 입장에서는 대형 시장(미국·중국 등) 진출을 위한 인허가 역량이 기업의 외형 성장을 좌우하는 핵심 요인으로 꼽힌다. 여기에 ITC 등을 비롯한 소송 리스크의 부재, 사모펀드 인수나 협업을 통한 글로벌 네트워크 구축 가능성 등도 중요한 평가 지표가 된다. 이미 병·의원 등에 장비가 널리 보급된 기업이라면, 소모품 매출 비중을 높여 수익성을 극대화할 수 있다는 점에서 투자가치가 한층 높아진다.

가정용 홈뷰티 디바이스: 시장 개요 및 성장 배경

홈뷰티 디바이스: 병원 시술 기술의 가정용 확장, 2031년까지 폭발적 성장 전망

홈뷰티 디바이스(Home Beauty Device)는 병원이나 클리닉 방문 없이 집에서 간편하게 피부·체형 관리를 할 수 있는 개인용 기기로, 병원 시술 기술(고주파·초음파·전기천공법 등)을 저출력·소형화해 가정용으로 출시한 사례가 많다. 국내에서는 생활가전 또는 소형 전자기기로 분류되어 KC 인증 후 유통된다. 최근 시술 과정과 비용 부담을 줄이려는 수요가 늘면서, 과거 주류였던 진동 클렌저·LED 마스크 외에도 고주파·초음파 등 전문 기술을 접목한 신제품이 등장해 시장이 급속도로 커지고 있다.

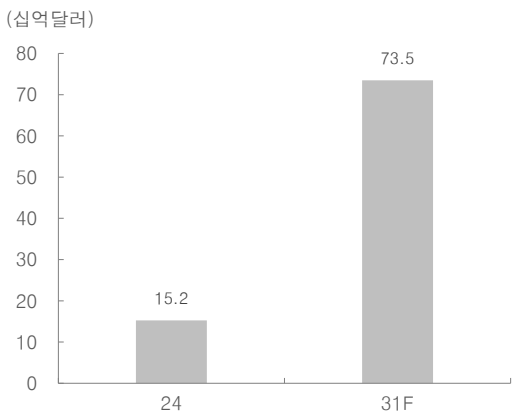
글로벌 홈뷰티 디바이스 시장은 2024년 약 152억 달러(22조원) 규모로 추정되며, 이후 연평균(CAGR) 25.2%로 성장해 2031년에는 약 735억 달러(107조원)에 이를 것으로 전망된다. 지역별로는 2024년 기준 북미가 약 61억 달러(8.8조원) 규모로 전체 시장의 40% 이상을 차지하며, 피부 탄력을 개선하는 '스킨 타이트닝(Skin Tightening)' 기기가 가정용 미용기기 부문에서 가장 빠르게 확대될 것으로 보인다.

치열해지는 홈뷰티 시장 경쟁: 시술+홈케어 비즈니스 모델로 확장

일본 야만(Ya-man), 미국 누스킨(Nu Skin), 로레알(개인화 염색기 ColorSonic), LG전자(프라엘) 등은 홈뷰티 시장의 선두 주자들이다. 최근에는 국내 에이피알(메디큐브), 동국제약(마데카 프라임), 이지템(셀라이저) 등이 가세하며 경쟁이 심화되고 있다. 야만은 1980년대부터 가정용 고주파(RF) 기술을 개발, 2023년 약 430억 엔의 매출을 기록했으나, 최근 중국 규제와 현지 브랜드들의 도전에 직면했다. 반면, 에이피알은 2021년 시장 진출 후 3년 만에 관련 매출 2,000억 원을 달성했으며, 화장품 흡수 기기부터 초음파, 고주파 기기까지 다양한 제품군을 선보이고 있다.

가정에서도 병원 시술에 준하는 피부 관리를 할 수 있다는 점이 알려지면서, 홈뷰티는 이미 독립된 시장으로 자리 잡았다. SNS를 통한 글로벌 마케팅, '병원 시술+홈케어' 병행 전략, 화장품과의 시너지 모델 등도 계속 발전할 전망이다. 안전성을 유지하면서도 시술 효과를 높이고, 반복 구매를 이끌어낼 수 있는 비즈니스 모델 설계가 경쟁력의 핵심으로 부상하고 있다.

그림 52. 글로벌 홈 뷰티 디바이스 시장 규모



자료: cognitivemarketresearch, 대신증권 Research Center

그림 53. 에이피알의 홈뷰티 디바이스 AGE-R

자료: 에이피알, 대신증권 Research Center

‘Between Care’로 병원 시술 보완, 뷰티테크로 진화

병원 시술에서 가정용 케어로 확장되는 뷰티테크의 진화

최근 홈뷰티 시장이 빠르게 성장하면서, 병원 시술 수준의 효과를 가정에서 손쉽게 경험할 수 있는 기기들이 잇따라 출시되고 있다. 이 중 부스터 기기는 이온영동(갈바닉), 전기천공(Electroporation), 미세전류, 초음파 등 다양한 방식으로 피부 장벽을 일시적으로 완화하여 화장품·앰플의 유효 성분을 피부 깊은 곳까지 전달해준다. 에이피알(메디큐브) 부스터 프로, 누스킨 갈바닉, 동국제약 마데카 프라임 등이 대표 제품이며, 이러한 기기를 통해 화장품사들은 앰플이나 크림의 판매를 더욱 확대할 수 있다.

또한 병원용 고주파·초음파 기기의 출력과 주파수를 낮춰 가정용으로 출시하는 사례도 늘고 있는데, 에이피알 울트라튠(40.68MHz), 야만, 동국제약, 스웨덴 포레오 등의 기기를 사용하면 병원에 가지 않고도 피부 탄력 개선과 리프팅 효과를 기대할 수 있다.

이 밖에 LED 마스크, IPL 제모기, 두피 관리 기기 등도 홈뷰티 범주에 포함된다. 과거에는 LED 마스크 사용 시 안구 보호 문제가 제기되고, IPL 제모기의 시술 절차가 번거로워 대중화가 더딘 편이었으나, 최근에는 앱·센서 연동 등으로 사용 편의성이 개선되고 있다. 이에 따라 시장 반등 가능성이 높아지고 있으며, 필립스 루메아(IPL), LG전자 프라엘(LED 마스크) 등이 대표적인 제품으로 주목받는다.

Between Care로 주목받는 홈뷰티: 병원 시술 보완에서 독립적 뷰티테크 산업으로

홈뷰티는 병원 시술을 완전히 대체하기보다는 시술 전후 보완과 유지 효과 연장에 주목받고 있다. 예컨대 레이저나 초음파 시술 후 집에서 저출력 기기로 틈틈이 관리하면 시술 간격을 늘릴 수 있어 시간과 비용을 절약할 수 있으며, 이를 “Between Care”라고 부른다. 병원 장비와 가정용 기기가 상호 보완적이라는 점에서 앞으로 더 주목받을 전망이다.

또한 화장품 업체와의 협업이 한층 가속화되고, 로봇·AI 등 신기술 도입으로 홈뷰티 제품 수준이 계속 높아지고 있다. 병원 시술의 일정 부분을 대체하거나 간격을 늘려주는 형태로 자리 잡고 있어 장기적으로 독립적인 뷰티테크 산업으로 성장할 가능성이 크지만, 안전성과 비용, 사용자 경험에서의 경쟁력 확보가 시장을 이끌 관건이 될 것으로 보인다.

III. 산업의 투자 매력 및 밸류에이션 포인트

III. 산업의 투자 매력 및 밸류에이션 포인트

1. 의료미용 상장사 포지셔닝과 투자자 지형

의료미용 상장사의 이중 성장 구조: 내수 안정성과 글로벌 확장

안정적인 수익구조와 높은 경기 방어력

의료미용 상장사들은 내수 시장에서 안정적인 매출 기반을 확보하고 있으며, 반복 시술 수요로 인해 경기 변동에도 비교적 강한 방어력을 갖춘다. 보툴리눔 톡신과 필러는 일정 주기로 재시술이 필요해 꾸준한 매출 흐름을 유지하고, 에너지 기반 의료기기(EBD) 역시 장비 판매 후 지속적으로 소모품을 공급해 높은 이익률을 달성한다. 이러한 구조 덕분에 평균 30% 이상의 영업이익률을 기록하며, 경기 침체기에도 안정적인 실적을 이어가는 편이다.

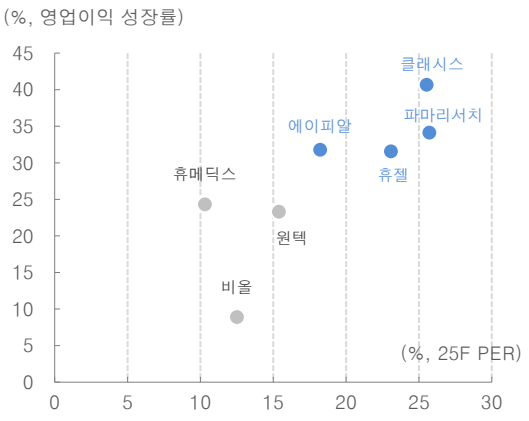
글로벌 진출 가속화와 'K-뷰티·K-메디컬' 시너지

미국(FDA), 유럽(CE), 중국(NMPA) 등 주요 규제당국의 인허가를 획득하면서 국내 의료미용 기업들의 해외 진출이 더욱 활발해졌다. 'K-뷰티'·'K-메디컬'로 축적된 브랜드 이미지는 제품 신뢰도를 높이는 데 기여하고, 효율적인 생산 공정과 임상 데이터 축적으로 합리적 가격에 경쟁력 있는 성능을 제공한다. 이는 해외 병·의원과 딜러망 확장에 유리하게 작용하여, 수출 비중이 빠르게 늘어나는 추세를 뒷받침한다.

의료미용 상장사의 안정적 수익 기반과 글로벌 성장 잠재력

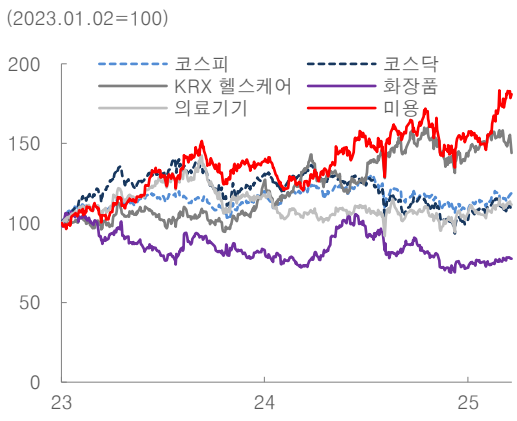
결과적으로 의료미용 상장사들은 내수에서 반복 매출을 기반으로 안정적인 현금흐름을 확보하고, 글로벌 시장에서 고성장을 추구하는 이중 구조를 갖췄다. 병원·학계·기업 간 협력 체계를 통해 신제품 개발과 임상 검증을 빠르게 진행하고, 해외 인허가가 마무리된 지역에서는 적극적인 영업망 확충으로 시장 점유율을 높인다. 이러한 특성은 향후에도 높은 이익률과 꾸준한 밸류에이션 상승을 가능케 하며, 의료미용 기업들이 장기적으로 세계 시장에서 더 높은 위상을 확보할 수 있다는 점을 시사한다.

그림 54. 25년 예상 PER 대비 영업이익 성장률 비교



주: 컨센서스 기준
자료: 퀀티와이즈 대신증권 Research Center

그림 55. 23년 이후 주요 지수·섹터별 상대주가 흐름



자료: 퀀티와이즈, 대신증권 Research Center

투자자 유형별 핵심 니즈

의료미용 업종은 모든 투자 주체에 매력적

의료미용 업종이 지닌 구조적 강점은 개인·기관·사모펀드(PEF)·전략적 투자자(국내 대기업 및 글로벌 헬스케어 기업) 등 다양한 투자 주체들에게 매력적인 기회로 인식되고 있다. 개인 투자자들은 톡신·필러·미용 기기 등 고마진 제품과 꾸준한 시술 수요에 주목하며, 신제품 인허가나 중국·미국 시장 진출 같은 이벤트에 민감하게 반응한다. 이들은 분기별 실적과 주가 흐름을 면밀히 살피면서 단기 매매 전략을 구사하기도 한다.

반면 기관 투자자들은 시가총액, 거래 유동성, 부채비율, 영업이익률 등의 재무 지표를 바탕으로 성장 가능성을 평가하며, 특히 매출 성장성과 일정 수준 이상의 이익률 유지 여부를 중점적으로 본다. 전통 제약·바이오 대비 매출 가시성이 높고, 고정비 회수 후 소모품 판매를 통해 안정적인 현금흐름을 기대할 수 있다는 점은 기관 투자자들의 관심을 끄는 중요한 요인이다.

사모펀드(PEF)의 Buy & Build 전략

사모펀드(PEF)는 긴 투자 기간을 전제로 기업을 인수한 뒤, 사업 시너지를 통한 가치 제고에 집중한다. 해외 판매 네트워크 확장이나 유사 기업 인수를 통해 규모와 수익 구조를 빠르게 개선하고, 이때 EV/EBITDA, EV/Sales 등의 재무 지표뿐 아니라 제품 인허가와 특허·브랜드 경쟁력 같은 비재무적 요소도 꼼꼼히 살핀다. 최종적으로 매각이나 IPO 시점에 높은 투자 수익을 거두는 것이 핵심 목표다.

국내 대기업 및 글로벌 헬스케어 기업의 투자 확대

국내 대기업은 그룹 차원의 신성장 동력 확보를 위해 의료미용 기업을 인수·투자 대상으로 검토하며, 글로벌 헬스케어 기업들 역시 한국의 IT·바이오 융합 역량과 제조 경쟁력을 눈여겨보고 협업 및 지분투자 형태로 시장에 진출한다. 이들은 기존에 보유한 R&D 자원, 영업망, 브랜드 파워 등을 한국 업체와 결합함으로써 글로벌 시장에서의 입지를 빠르게 넓히고자 한다.

2. 섹터 밸류에이션 추이 및 포인트

세부 영역별 특성과 밸류에이션 편차

의료미용 섹터: 고성장 잠재력과 밸류에이션 격차

의료미용 섹터는 크게 주사미용(톡신, 필러·스킨부스터), 의료미용기기(EBD), 홈뷰티로 나뉘며, 반복 시술 수요를 기반으로 안정적인 매출과 해외 시장 확장 잠재력을 갖춘 고성장 산업이다. 따라서 20배 이상의 높은 밸류에이션을 받는다. 다만 전체 시장 규모가 아직 크지 않고, 분야별 경쟁 구도가 달라 스몰캡 기업 중에는 PER 10배 수준으로 저평가된 사례가 있다.

주사제형(Injectables) 밸류에이션

1) 주사제형(Injectables): 톡신, 필러, 스킨부스터

역사적으로 높은 밸류에이션을 받았던 주사제 기업들은 미국·중국 등 대형 해외 시장 진출 기대감이나 원천 균주(특허) 확보로 경쟁 우위를 증명해 왔다. 이 같은 독점성과 진입 장벽이 부각되면서, 과거에는 PER 30~40배에 달한 사례도 있으며, 휴젤(연평균 12fw PER 2021년 30.9배 → 2025년 20.0배)이 대표적이다.

반면 필러·스킨부스터 등은 톡신에 비해 인허가 장벽이 낮고 경쟁이 치열해, 의약품 파이프라인이 부재하거나 해외 시장 진출이 늦은 기업들, 그리고 내수 비중이 높은 기업들은 주로 PER 10~15배 수준에서 거래된다. 다만 실적이 급증하거나 해외 진출 기대감이 커지면 20배 이상의 프리미엄을 받는 경우도 있고, 파마리서치(2019년 16.3배 → 2025년 23.2배)가 이러한 밸류에이션 상승을 보여주는 대표 사례다.

EBD와 홈뷰티 밸류에이션

2) 에너지 기반 미용기기(EBD)와 홈뷰티 디바이스

에너지 기반 장비(EBD)는 장비 판매 후 팁·카트리지 등 소모품 교체를 통해 반복 매출이 발생하는 구조를 갖고 있다. 일부 기업은 50% 이상의 영업이익률(OPM)을 기록할 만큼 수익성이 높으며, 아직 시장 침투율이 낮아 중장기 성장성도 크게 평가받는다. 해외 진출 속도에 따라 밸류에이션이 달라지지만, 일반적으로 PER 15~25배 범위를 형성하고 있으며, 클래시스는 내수 시장 점유율 확대와 활발한 해외 공략을 통해 2025년 평균 PER 25.9배를 인정받고 있다.

홈뷰티는 의료기기와 소비재 특성이 결합된 영역으로, 브랜딩·마케팅 역량이 매출 확대의 핵심 요인이다. 소비심리와 외부 환경 변화에 민감해 실적 변동 폭이 클 수 있으며, 보통 PER 10배대 초중반 수준에서 거래된다. 에이피알(25년 15.7배)은 온라인 채널과 브랜드 마케팅을 적극 활용해 국내외 매출을 늘리는 전략으로 대응 중인 대표 사례다.

의료미용: 탑라인 성장과 이익률에따라 밸류가 달라지는 고성장 산업

실적과 해외 전략이 좌우하는 의료미용 밸류에이션

의료미용 섹터는 "톡신=고평가, 필러=저평가"라는 단순 공식보다 각 기업이 어떤 제품 라인업과 전략을 갖고 있으며, 해외 진출 전략 및 인허가 타임라인 전략을 어떻게 관리하느냐에 따라 밸류가 크게 달라진다. 톡신이 과거에는 필러보다 높은 PER을 받았지만, 최근에는 파마리서치(필러·스킨부스터)가 휴젤(톡신)보다 더 높은 멀티플을 형성한 사례에서 알 수 있듯이 이제는 실적과 성장 모멘텀에 더욱 민감한 분위기가 자리 잡았다.

의료미용 기업 간 10~30배 PER 격차: 성장성과 마진 구조가 가치 결정

같은 의료미용 업종이라도 제품 포트폴리오, CAPA 증설, 소모품 매출 비중, 해외 진출 속도 등에 따라 PER이 10~30배로 크게 달라진다. 외형 성장과 높은 마진 구조를 꾸준히 입증한 기업은 보통 PER이 30배를 넘으면 과열로, 20배 이하로 내려가면 매수 기회로 보는 시각이 강화되고 있다.

탑라인 성장률이 관건: 해외 진출과 신제품이 의료미용 시장의 승부처

향후 투자 심리에서 가장 중요한 변수는 탑라인(매출) 성장률이다. 외형 성장을 위해서는 1)새로운 지역·시장 진출(해외 시장 공략)이나 2) 새로운 제품(신제품)을 성공적으로 론칭해야 한다. 이 중 해외 시장 확대가 비교적 용이해 보이는 만큼, 글로벌 무대에서 성과를 내는 기업이 주목받을 전망이다. 미국·중국 등 대형 시장 진출이 가속화되면 매출이 단계적으로 늘어 기업 가치가 재평가될 수 있고, 이익률도 매출 확대에 따라 자연스럽게 개선된다. 결국 당분간 시장의 초점은 누가 더 빨리, 더 크게 매출을 끌어올릴 것인가에 맞춰질 것으로 보인다.

표13. 주요 섹터 및 주요 기업 연간 평균 12fw PER (단위: 배)

	섹터					주요기업			
	전체	톡신	필러	EBD	홈뷰티	휴젤	파마리서치	클래시스	에이피알
2015	40.0	42.7	36.1	73.6			35.6		
2016	29.9	35.0	25.1	58.0		31.3	25.5		
2017	24.1	26.4	21.8	49.3		22.0	19.5		
2018	27.7	30.3	25.1	41.1		24.6	19.1	24.8	
2019	24.4	29.8	19.0	39.2		29.6	15.0	25.6	
2020	24.7	34.2	16.0	26.9		34.9	16.3	19.1	
2021	22.3	30.6	16.2	18.6		30.9	16.4	22.2	
2022	18.9	26.6	13.3	14.9		21.7	12.6	18.3	
2023	18.8	27.4	13.1	17.0		19.3	14.1	21.9	
2024	17.0	23.7	12.6	17.6	16.5	21.7	14.7	25.1	16.5
2025 YTD	16.6	19.0	15.4	18.0	15.8	20.0	23.2	25.9	15.7

자료: 퀀티와이즈, 대신증권 Research Center

3. 투자 시 체크해야 할 지표와 데이터

매출 구조와 시장 지표

탑라인 성장과 이익률 수준이 밸류를 좌우

미용산업은 반복 시술 수요와 해외 시장 진출로 인한 매출 확장성이 두드러진 업종이다. 시장 전반의 성장 잠재력이 높고, 이익 성장에 따라 밸류에이션이 상승할 여력도 크다. 특히 의료미용 기업은 실적, 특히 탑라인 성장률과 이익률에 민감하게 반응한다. 이에 따라 투자자는 주요 지표를 모니터링하며 기업이 기대치를 충족하는지 판단해야 한다.

의료미용 기업 실적과 가치의 핵심 지표

1) 수출 데이터·
2) 해외 인허가
3) 소모품 비중
4) CAPA, 가동률

[관세청 수출 데이터] 수출 동향을 가장 먼저 확인할 수 있는 지표다. HS코드(예: 9018.90)를 통해 국가별 수출 흐름을 파악하면 기업의 공식 실적 발표 이전에 톡신, 필러, 의료기기 등 제품군의 해외 매출 추세를 가늠할 수 있다. 월별 수출 통계를 추적해 유의미한 전년 동기 대비 증가세 혹은 하락세를 확인하여 해외 매출 확대 시그널을 조기에 포착할 수 있다.

[해외 인허가 및 수출 비중] 인허가 확보는 해외 매출처 확장의 첫 관문이다. 미국(FDA), 중국(NMPA), 유럽(CE), 브라질(ANVISA) 등 규제기관의 품목허가를 획득해 해외 진출에 성공하면 단가(ASP)와 물량(Q)이 함께 상승할 가능성이 크다. 수출 비중이 높아지면 환율 효과와 더불어 영업 레버리지도 커질 수 있다. 따라서 각국 인허가 일정과 해외 매출 비중 증가 속도를 모니터링할 필요가 있다.

[소모품 매출 비중] 에너지 장비(EBD) 중 HIFU, RF 기기는 반복 시술이 필수적이어서 주기적인 재구매 수요가 발생한다. GPM 기준 90% 수준으로 알려진 소모품 매출이 늘어나면 영업이익률이 개선되고 현금흐름도 예측이 쉬워진다. 분기 실적 발표 시 소모품 매출이 전체 매출에서 차지하는 비중이 시간이 지날수록 꾸준히 상승하는지 주목하고, 이를 통해 장비 판매 이후 유지 수요가 안정적으로 이어지는지 가늠할 수 있다.

[생산능력(CAPA) 및 가동률] 글로벌 수요가 많아도 생산 설비가 이미 포화 상태라면 매출 확대에 제약이 생긴다. 특히 톡신의 경우 공정이 까다로워 공장 증설에 시간이 많이 걸릴 수 있다. 신공장 증설이나 기존 라인 확장 시점, 추가 가동률 상승 여건 등을 검토해 중장기 매출 점프 가능성을 판단한다. 가동률이 오를수록 규모의 경제 효과도 기대할 수 있으므로, 향후 이익 개선 폭을 함께 예측할 수 있다.

미용산업은 구조적으로 고성장할 여력이 큰 업종이지만, 실제 종목별 실적은 해외 인허가, 수출 비중, 소모품 매출, 공장 증설(CAPA) 등 구체적인 지표가 얼마나 빠르고 안정적으로 좋아지냐에 따라 크게 달라진다.

관세청 데이터를 통해 수출 흐름을 미리 확인하고, 각국 인허가 일정에 따라 단기, 중기 모멘텀을 구분하며, 소모품 매출 비중 상승으로 이익률을 끌어올리는 구조가 있는지 살펴보고, 생산능력 확장이 실제로 제때 이뤄지는지를 파악하는 것만으로도 투자 안정성과 업사이드를 어느 정도 가늠해볼 수 있다.

4. 의료미용 섹터 관련 주요 이슈들

Legal Risk 는 대부분 합의로 귀결, 업계 펀더멘털 훼손 우려 크지 않아

소송 리스크는 글로벌 시장 진출에 부담. 밸류에이션 할인 요인

소송 리스크는 기업 가치에 직접적으로 부정적 영향을 미친다. 특히 ITC(미국 국제무역위원회)에서 패소할 경우 미국 수출이 가로막혀 미래 성장성에 대한 회의감이 커지며, 이는 곧 밸류에이션 할인으로 이어진다. 무엇보다 미국이 의료 미용 분야에서 최대 시장이라는 점 때문에 투자자들은 ITC 소송에 민감하게 반응한다.

소송 비용은 실적에 부담을 주며, 파트너십과 협업에도 제약

소송을 진행하는 동안 변호사 수임료, 조사 비용, 합의금 등이 지급수수료로 분류되어 실적에 악영향을 준다. 의료미용 업체들이 고마진 구조를 갖추고 있더라도, 소송이 길어지면 해외 파트너십 체결이나 라이선스 계약, 대리점 확대 등이 더뎌질 수 있다. 특히 톡신 분야에서는 균주·영업비밀 도용 문제로 인해 협업이 중단되거나 수출 계약이 취소된 사례도 있다.

국내 톡신 업체 분쟁: 영향력 크지만 거의 종결되어 해외 진출 불확실성 완화

지난 몇 년간 국내 톡신 업체들은 지재권 분쟁이 장기화되면서 업계 전반에 불확실성이 고조되었지만, 메디톡스, 엘러간과 에볼루스(대웅제약) ITC 소송이 2021년 2월 합의에 이른 데 이어, 메디톡스가 휴젤을 상대로 제기한 ITC 소송도 2024년 10월 최종 판정에서 휴젤 측에 위반 사항이 없다는 결정이 내려지면서 사실상 종결되었다

이를 통해 휴젤은 미국 시장 진출에 대한 불확실성을 해소했고, 오랜 기간 업계를 뒤흔들었던 법적 분쟁이 마무리 단계에 접어들었다는 평가가 나온다. 이에 따라 소송 비용과 지연된 판결로 인한 해외 사업 리스크가 크게 완화되었으며, 주요 톡신 기업들이 미국을 비롯한 글로벌 시장 공략에 더욱 탄력을 받을 것으로 전망된다.

EBD 특허 분쟁도 존재하나 시장 퇴출 사례는 드묾

에너지기반 미용기기(EBD) 분야에서도 HIFU나 마이크로니들RF와 같은 기술을 둘러싸고 특허 분쟁이 꾸준히 발생하고 있다. 그러나 대다수는 로열티를 조건으로 한 합의로 종결되며, 국내 업체들은 일부 가격 정책에 로열티 부담을 반영해 이익률을 유지해 왔다. 소송이 길어져도 시장에서 완전히 퇴출된 사례가 거의 없다는 점에서, EBD 부문은 톡신보다 상대적으로 안정적인 합의 관행을 갖추고 있다고 볼 수 있다. 최근에는 국내 기업(비올, Serendia)이 원고로 나서 특허권을 직접 행사하는 움직임도 나타나 국내 기업들의 지재권 활용 전략이 점차 적극적으로 변하고 있다는 평가가 나온다

기술력과 IP 전략이 향후 업계 경쟁 우위를 결정할 핵심 요인

톡신 부문의 대형 분쟁이 마무리 수순에 접어들고, EBD 분야도 합의와 라이선스 계약을 통해 수출에 차질이 생기는 상황을 피하고 있다. 이로 인해 밸류에이션 디레이팅 요인이 한층 해소되는 한편, 차별화된 기술력과 IP(지적재산권) 전략을 보유한 기업들은 향후 글로벌 시장에서 경쟁 우위를 점할 가능성이 높아지고 있다. 결국 소송이 완전히 사라지지는 않겠지만, 이미 쌓인 소송 대응 경험과 노하우가 업계 펀더멘털을 안정적으로 지탱해 줄 것으로 보인다.

표14. 주요 HIFU·RF 특허 분쟁 사례

소송 시기/사건명	원고 – 피고	쟁점 (주요 특허 분야)	결과/비고
Ulthera(멀츠) vs. 하이로닉(2013 년 전후)	– Ulthera(現 멀츠) – 하이로닉(더블로)	HIFU 기술 구현 방식, 에너지 집중도, 실시간 영상 사용 여부 등	– 미국 특허침해 소송으로 하이로닉이 일정 로열티를 지불하기로 합의 소송 종결 – 이후 국내외 업체 간 HIFU 특허 분쟁 다수 발생.
Syneron–Candela (2018 년)	– Syneron–Candela – 국내외 총 18 개사 (제이시스메디칼, 이루다, 루트로닉 등)	Fractional RF 마이크로니들링 (Profound RF 관련 특허)	– 2018 년 ITC 제소로 진행. 대다수 업체가 합의금·로열티를 지불하고 제품 판매 지속 – 합의 후 국내 업체들은 팁(소모품) 가격 조정 등을 통해 수익성 방어
Inmode ITC 소송 (2021 년)	– Inmode – 이루다&큐테라	고속 기계적 니들 펑쳐(high–speed mechanical needle puncture) 기반 피부 재생/콜라겐 자극 기술	– 2021 년 ITC 제소, 결국 이루다가 약 40 만 달러 합의금 + 특허 라이선스 계약을 맺고 미국 판매 유지 – InMode 가 ITC 에 소송 '종료' 요청 (무쟁점 신청) 제출, 2021 년 12 월 공식 종결
Serendia(비올) (2023 년)	– Serendia(비올) – 미국·국내 일부 업체	NA EFFECT: 고주파 에너지를 이용한 미세침(니들) 피부 시술 기술	– 2023 년 3 월 ITC 제소, 미국 수입·판매 금지 요청 – 2023 년 말 쉬엔비, Lutronic 과 합의 – 2024 년 초 Ilooda 등 추가 업체와 합의 – 국내 업체가 원고로서 특허권을 행사한 사례

자료: 대신증권 Research Center

표15. 메디톡스 소송 정리

대상	종류	이슈	내용
대웅제약	미국 ITC	균주, 공정 도용 (완료, 합의)	[타임라인] 2019.1 접수 → 2020.7 예비판결 → 2020.12 최종판결 → 2021.2 합의('21.6 2 차 합의)
			완료(2 년 1 개월): 균주 및 제조공정 도용 인정, 균주 지적재산권 인정 x (영업 비밀이 아니라고 판단)
			합의 → 합의금(3,500 만달러), 판매 로열티(10 년), 에볼루스 주식(540 억원 규모)
			기타: 1 차 합의는 에볼루스–메디톡스–애브비 3 자 합의, 2 차 합의는 이온바이오파마
	국내 민사	균주, 공정 도용 (1 심 완료, 항소)	[타임라인] 2017.10 소송 제기 → 2023.2 1 심 판결 → 2025 중반 2 심 판결
			1 심 판결(5 년 4 개월): 균주 및 제조공정 도용 인정, 균주 지적재산권 인정
			→ 톡신 제조, 판매 금지, 균주 반납 및 폐기, 손해배상(400 억원 규모) → 항소, 집행정지 가처분 인용
			체크포인트: (1) 민사 소송 결과와 ITC 에볼루스 합의(settle)와의의 관계
휴젤	미국 ITC	균주, 공정 도용	[타임라인] 2022.3 소장 접수 → 2024.6 예비판결 → 2024.10 최종판결 (휴젤 승소)
			체크포인트: (1) 합의 가능성 (2) 균주, 공정 도용 부분 (3) 영업비밀(Trade Secret) 1 호
			기타: 산자부 균주 자료 반출 승인(2023.4) → 자료 제출 마감(2023.9), 전문가 의견서 마감(2023.11)
			소송 펀드를 통해 진행(로펌: 퀸 엠마뉴엘)
식약처	국내 행정	간접수출	[타임라인] 2020.11 품목허가 취소 → 2021.4 집행정지 가처분 인용 → 2023.7 메디톡스 1 심 승소
			1 심 승소(명확한 조항 없음) → 행정처분 취소 판결
		원액 변경	[타임라인] 2020.6 품목허가 취소 → 2020.10 집행정지 가처분 인용 → 2025.3 메디톡스 최종 승소
			체크포인트: (1) 대표이사 형사소송 (2) 과거 위반사항 소급 적용 여부
		이노톡스 역가조작	[타임라인] 2021.1 품목허가 취소 → 2021.5 집행정지 가처분 인용 → 현재 재판 Suspend
			기타: 앞선 두 건 소송의 결과에 따라 진행 여부 결정

자료: 대신증권 Research Center

의료 미용 산업 M&A 의 배경과 국내 기업에 대한 관심

토털 미용 솔루션으로 경쟁우위를 확보하려는 전략적 M&A

의료 미용 산업에서는 기존 사업과의 시너지를 극대화하고 제품 포트폴리오를 보강함으로써 경쟁우위를 확보하기 위한 전략적 인수·합병(M&A)이 빈번하게 이루어진다. 초음파(HIFU), 고주파(RF) 등 다양한 에너지원 장비에 주사형 제품(톡신·필러·스킨부스터)까지 결합하여 이른바 '토털 미용 솔루션'을 구축할 경우, 병·의원에 대한 원스톱 서비스 제공을 통해 거래 경쟁력과 시장 점유율을 높일 수 있다는 점이 주요 동인으로 꼽힌다. 대표적으로 멀츠(Merz)가 울쎄라(Ulthera)를 인수하여 초음파(HIFU) 리프팅 기술을 빠르게 확보한 사례가 이러한 전략의 전형적인 예에 해당한다.

기존 사업 한계 극복을 위한 에스테틱 분야 진출

한편, 기존 사업에서 성장 정체가 예상되는 기업들은 새로운 동력을 확보하기 위해 의료 미용 분야로 진출하기도 한다. 예컨대 진단 기업 홀로직(Hologic)은 Cynosure를 인수하여 진단·의료기기 부문 이외에 에스테틱 영역을 강화하였고, 빅파마 애브비(AbbVie) 역시 Allergan을 품에 안음으로써 블록버스터 의약품(Humira)에 대한 의존도를 낮추고 미용 시장에서의 입지를 확장하였다. 이와 같은 전략적 M&A는 자사가 보유한 포트폴리오와 시너지를 낼 수 있는 의료 미용 기술, 제품을 신속하게 확보함으로써, 장기적 성장 모멘텀과 매출 확대 효과를 동시에 노리는 움직임으로 볼 수 있다.

고수익·반복 매출 구조에 주목한 사모펀드(PE)의 적극적 투자

사모펀드 역시 의료 미용 산업의 높은 영업이익률과 지속적인 수요 증가에 주목해 대규모 투자를 단행하고 있다. 보통 3~5년 내 재매각(Exit)이나 IPO로 투자금을 회수한다는 계획 아래 미국·중국 등 대형 시장에 진출할 때 필요한 현지 영업망, 브랜드 인지도, 인허가 절차 등 까다로운 진입장벽을 해결하기 위해 자본력과 네트워크를 적극 활용한다. 이를 통해 해외 매출을 빠르게 끌어올리고, 단기간에 기업가치를 극대화하는 전략을 구사한다.

국내 미용기업에 대한 관심 확대와 '볼트온(Bolt-on)' 전략 사례

한편, 품질과 가성비를 겸비한 국내 미용기업들이 해외에서도 빠르게 성장할 수 있다는 평가가 확산되면서 국내 미용기업에 대한 글로벌 투자자들의 관심이 높아지고 있다. 베인캐피털이 클래시스를 인수해 기업가치를 끌어올린 사례가 대표적이며, 한앤컴퍼니는 루트로닉을 인수한 직후 미국 사이노슈어까지 사들여 에너지 기반 기기(EBD) 분야 글로벌 점유율을 높이는 '볼트온(Bolt-on)' 전략을 펼치고 있다. ArchiMed의 제이시스메디칼 투자나, CVC의 파마리서치 투자 역시 국내 미용기업이 해외 시장에서 더욱 빠르게 성장할 수 있도록 자금과 네트워크를 적극 지원하는 사례로 주목받는다.

표16. 글로벌 의료 미용(EBD·주사) 시장 주요 M&A 현황(2008~2024) (단위: 백만달러, %)

구분	발표 일시	완료일	인수	피인수	대표 영역	상장	프리미엄	Deal value($M)	비고
1	2008.07	2008.12	Thermage	Reliant Technology	EBD (RF/Laser)	O (THRM)	–	87.5	현금+주식+부채 거래 사명 Solta medical 로 변경
2	2009.09	2010.01	Syneron Medical	Candela	EBD (Laser)	O (CLZR)	51%	65	합병 후 지분: Syneron 80% / Candela 20%
3	2013.05	–	Shanghai Fosun	Alma Lasers	EBD (Laser/RF)	X	–	240	이스라엘 R&D + 미국 거점 보유, 중국 등 신흥시장 확대
4	2013.12	1Q14	Valeant Pharma	Solta Medical	EBD (RF: Thermage)	O (SLTM)	40%	250	Valeant→ Bausch Health(2018.07)
5	2014.06	2014.07	Merz Aesthetic	Ulthera	EBD(HIFU: Ultherapy)	X	–	600	IPO($86M) 대신 선택, Merz 역사상 최대 규모 인수
6	2015.06	2015.10	Allergan (현 AbbVie)	Kythera	주사 (비만주사)	O (KYTH)	24%	2,100	80% 현금 + 20% Allergan 주식
7	2015.06	2015.09	XIO Group	Lumenis	EBD (Laser)	O (LMNS)	16%	510	인수 후 상장폐지. 19 년 Baring PE 에 $1B 규모 매각
8	2017.02	2H17	Allergan	Zeltiq Aesthetics	EBD(지방감소: CoolSculpting)	O (ZLTQ)	14%	2,480	16 년 매출 $350M. Allergan 에스테틱 포트폴리오 확대
9	2017.02	2017.03	Hologic	Cynosure	EBD (Laser)	O (CYNO)	–	1,650	인수 후 시너지, FDA 이슈로 부진, 19 년 $205M 매각
10	2017.04	2017.07	Apax Partners (PE)	Syneron Candela	EBD (Laser)	O (ELOS)	33%	397	인수 후 나스닥 상장 폐지, 글로벌 영업망 및 R&D 강화
11	2018.09	2018.10	Allergan	Bonti	주사 (속효형톡신)	X	–	195 + 마일스톤	속효형(E 형) 톡신 파이프라인 (임상 2 상) 확보
12	2019.06	2020.05	AbbVie	Allergan	주사(글로벌 1 위)	O (AGN)	45%	63,000	빅파마의 포트폴리오 다각화 휴미라(Humira) 매출의존도 ↓
13	2021.05	2021.12	Allergan Aesthetics	Soliton, Inc.	EBD(비침습 셀룰라이트:RAP)	O (SOLY)	25%	550	RAP(Rapid Acoustic Pulse) 기술로 기존 지방분해 시너지
14	2022.01	2022.03	Bain Capital Private Equity	클래시스	EBD (HIFU, RF)	O (KOSDAQ)	–	560	61% 지분 확보. 인수 당시 시총 1.4 조원 대비 현재 4 조원
15	2023.06	2023.10	Hahn & Company	루트로닉	EBD (Laser, RF)	O (KOSDAQ)	–	736	대주주 지분 인수 후 공개매수 진행(상장폐지)
16	2024.01	1Q24	Hahn & Company	Cynosure	EBD (Laser)	X	–	미공개	CD&R 소유 Cynosure 를 재인수 → 루트로닉과 합병
17	2024.06	2024.09	ArchiMed	제이시스 메디칼	EBD (RF)	O (KOSDAQ)	21%	742	공개매수 후 상장폐지 ArchiMed MED Platform II 편입
18*	2024.09	–	CVC Capital Partners	파마리서치	주사 (스킨부스터)	O (KOSDAQ)	–	150	RCPS 투자. 전량 보통주 전환 시 지분 약 10%

자료: 대신증권 Research Center

급격한 체중감량과 '오젬픽 페이스': 의료 미용 시장의 새로운 기회

GLP-1 비만치료제의 인기와 급감량 부작용('오젬픽 페이스')으로 인한 외모 부담

GLP-1 계열 비만치료제(오젬픽·위고비 등)는 식욕 억제와 포만감 유도를 통해 짧은 기간에 체중을 크게 줄일 수 있다는 점에서 주목받고 있다. 과체중·비만 인구가 꾸준히 증가하는 가운데, 유명인과 셀럽들이 복용 경험을 공유하면서 처방량이 급격히 늘어났다. 일부 제약사는 주사형에 이어 경구형 제제까지 개발해, 향후 치료제 시장의 성장이 기대된다.

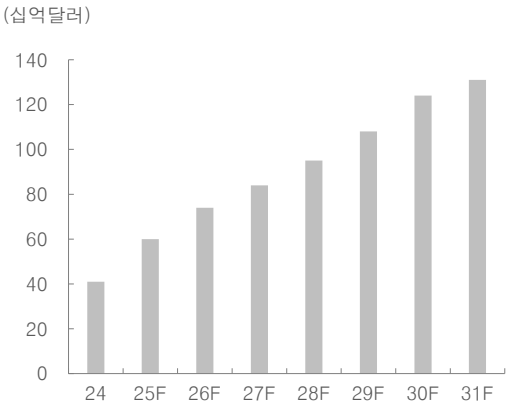
그러나 빠른 체중감량은 '오젬픽 페이스'로 알려진 현상을 야기해, 얼굴 볼륨과 피부 탄력이 단기간에 크게 줄어들 수 있다. 특히 중장년층은 이미 탄력이 저하된 상태에서 볼살이 빠지면 주름과 처짐이 도드라져 외모 변화에 대한 부담이 커진다. 이로 인해 필러나 스킨부스터, 에너지기반 리프팅 시술 등으로 급감량 이후의 얼굴·바디 라인을 재정비하려는 수요가 늘고 있다.

새로운 미용 수요 창출과 필러·스킨부스터를 통한 시장 확장 전망

의료 미용 시장에서는 이런 새 수요가 긍정적 신호로 해석된다. 주사제형 제조사들은 볼꺼짐과 탄력 저하를 개선하는 필러·스킨부스터 분야를 강화하고, 리프팅 장비 업체들도 체중감량 후 복원 패키지를 제안하며 추가 매출을 기대하고 있다. 이미 일부 해외 기업은 "체중감량 후 탄력 관리"를 목표로 제품 임상과 마케팅을 병행 중이며, 향후 GLP-1 치료제가 더욱 보편화되면 이 같은 시술 수요 또한 계속 증가할 것으로 전망된다.

결과적으로 체중감량 이후의 외모 관리를 원하는 집단이 새롭게 유입되면서, 필러·리프팅 시술 등 의료 미용 시장 전반이 활기를 띠고 있다. 특히 볼륨 보충과 탄력 유지에는 재시술이 필요해, 일회성 소비가 아닌 장기적 시장 수요로 이어질 가능성이 높다. 빠른 다이어트 효과와 함께 얼굴 노화를 최소화하고자 하는 흐름이 앞으로도 계속 이어질 것으로 보이며, 필러와 에너지기반 기기, Nutricosmetics 등 관련 분야 전반의 동반 성장이 기대된다.

그림 56. **글로벌 GLP-1 제제 매출 전망**



자료: 산업 자료, 대신증권 Research Center

그림 57. **급격한 체중감량: 얼굴 지방 감소와 노화**

자료: northwell, 대신증권 Research Center

IV. 국내 의료미용 기업 투자전략

Ⅳ. 국내 의료미용 기업 투자전략

1. 의료 미용 섹터는 어떻게 흘러왔는가?

국내 의료 미용 시장 주가 & 밸류에이션 흐름

의료미용 섹터 초기 형성과 주가 변동

[2015년 ~ 2020년 3월 (코로나 초기)]

2015년 초 기준 국내 의료미용 시장에서 상장된 기업은 메디톡스, 루트로닉 정도에 그쳐, 주사제와 EBD를 통합하는 의료 미용 섹터 기준이 명확하게 자리 잡지 못했다. 이후 2015년 하반기부터 휴젤과 파마리서치 등이 상장하면서 주사제 중심의 에스테틱 섹터가 형성되기 시작했다. EBD 쪽은 2018년 클래시스, 2021년 제이시스메디칼이 신규 상장하며 본격적으로 섹터화 되었다. 2019년 말까지 에스테틱 기업들의 PER은 대체로 20~30배 박스권을 유지했으나, 2020년 초 코로나19 발발로 글로벌 증시가 급락하면서 단기간에 주가가 조정받았다.

연도별 주가 추이

[2020~2021년: EBD 위주의 강세] #클래시스 #루트로닉 #제이시스메디칼

2020년부터 이어진 저금리 기조와 풍부한 유동성은 보복적 소비를 촉발해 미용 수요를 부각시켰고, 이 과정에서 의료 미용 기업 전반이 재평가되었다. 특히 해외 및 소모품 매출 비중이 높은 EBD 기업들이 해외 진출 확대와 M&A 이슈가 겹쳐 시장의 주목을 받았다.

[2023년: 주사제·EBD 동반 강세] #클래시스 #원텍 #비올 #메디톡스

2022년 금리 인상 및 경기 둔화 우려로 의료 미용주가 잠시 조정받았지만, 2023년 들어 원텍, 비올 등 중소형 EBD 기업들의 실적 개선 기대감이 부각되면서 신고가 흐름이 나타났다. 주사제 분야에서는 메디톡스가 소송 승소 이슈로 주가가 급등했고, 이를 계기로 톡신 쪽도 다시 스포트라이트를 받았다.

[2024년: 주사제 위주의 강세] #휴젤 #파마리서치

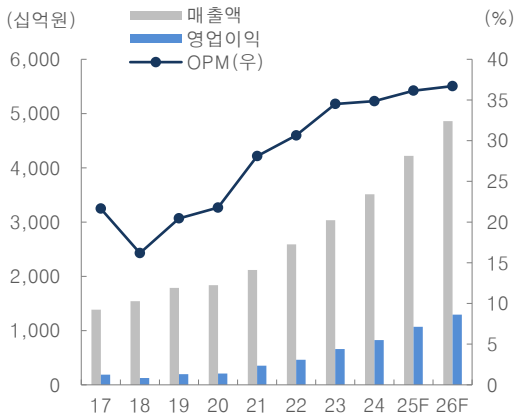
2024년에는 톡신 업체가 주요 시장인 미국의 인허가를 획득하고, 기존 소송 문제도 대부분 해결되면서 주사제 섹터가 다시 크게 부각되었다. 특히 휴젤과 파마리서치는 실적 개선과 글로벌 확장 전략을 앞세워 투자자들의 관심을 이끌었다.

제품보다 실적과 마진 방어가 승부처

[2025년: 안정화 & 기업별 재평가]

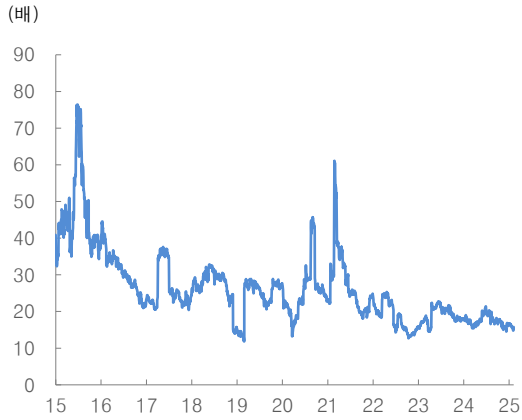
최근 의료미용 섹터의 밸류에이션은 더 이상 제품 라인이나 세부 섹터에 얽매이지 않는다. 기업별로 매출 성장을 얼마나 빠르게 달성하고, 마진을 얼마나 견고히 방어하는지가 핵심 잣대로 부상했다. 휴젤, 파마리서치, 클래시스 등은 글로벌 시장에서의 확실한 매출 확대와 고수익 사업 모델을 인정받아, 현재 PER 20~30배 수준을 형성하며 업계 대표 기업으로 자리 잡고 있다. 한편, 원텍, 비올, 휴메딕스 등은 상대적으로 덜 부각된 성장 모멘텀과 규모의 한계로 15배 이하 구간에서 거래되면서 비교적 저평가 영역에 머물고 있다.

그림 58. 미용 상장사 실적 추이



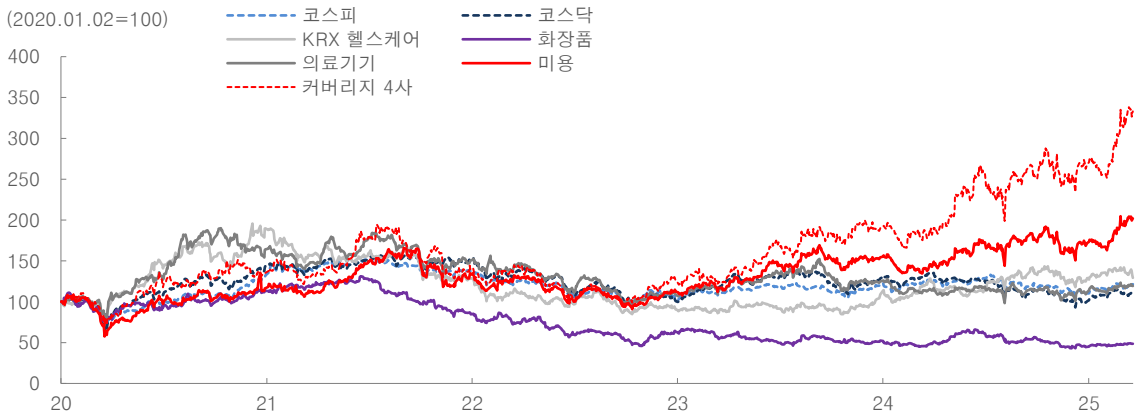
주: 컨센서스가 존재하는 9개 미용 상장사의 실적 합, OPM 평균
자료: 퀀티와이즈, 대신증권 Research Center

그림 59. 미용 섹터 12fw PER 추이



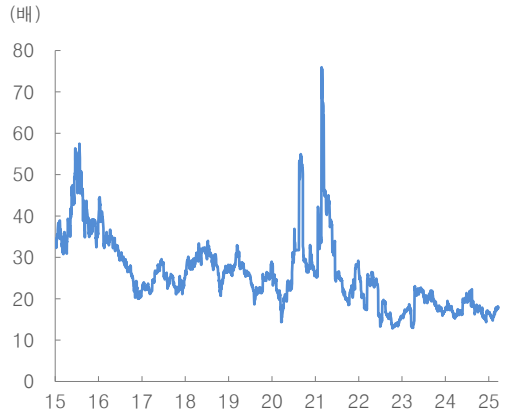
자료: 퀀티와이즈, 대신증권 Research Center

그림 60. 주요 의료기기 섹터 2020 년 이후 지수 추이



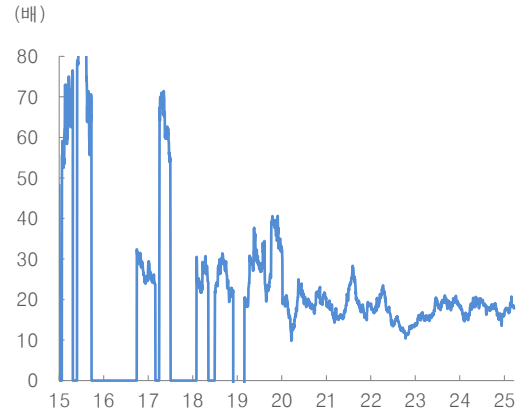
자료: 퀀티와이즈, 대신증권 Research Center

그림 61. 주사미용 섹터 12fw PER 추이



자료: 퀀티와이즈, 대신증권 Research Center

그림 62. EBD 섹터 12fw PER 추이



자료: 퀀티와이즈, 대신증권 Research Center

2. 2025 년 의료 미용 시장의 핵심 포인트

탑라인 성장률이 모든 것을 결정한다

불황에도 꾸준한 미용 수요, 2025년까지 성장·이익률 동반 확보가 투자 매력의 핵심

경기 사이클이나 소비 심리가 위축되더라도 미용 분야는 비교적 꾸준한 수요가 유지되는 경향을 보인다. 2025년 역시 전반적인 경기 변동성에 비해 높은 수준의 이익 증가 및 성장 가시성이 전망되며, 타 산업 대비 투자 매력도가 높게 평가된다. 또한 미용에 대한 사회적 관심이 꾸준히 늘어남에 따라 에스테틱 기업들은 중장기적으로 안정적인 성장 동력을 확보할 가능성이 크다.

투자자들은 의료 미용 업종의 매출 성장세 지속 여부에 큰 관심을 둔다. 과거 화장품·소비재 섹터 사례에서 확인할 수 있듯이, 성장률이 정점을 찍었다고 여겨지는 순간 밸류에이션 상승이 멈출 위험이 있기 때문이다. 따라서 에스테틱 기업들은 매년 30% 이상의 안정적인 외형 성장을 달성할 수 있다는 확신을 시장에 심어줘야 하며, 이익률 방어 역시 중요한 과제다. 매출이 빠르게 늘어도 이익률이 하락하면 높은 밸류에이션을 유지하기 어렵기 때문에, 결국 외형 성장과 이익률 방어를 동시에 달성해야 시장에서 안정적으로 평가받을 수 있다.

2025년 이후, 미국 시장 공략이 에스테틱 기업 밸류를 가른다

톡신은 25년 상승, EBD·스킨부스터·홈뷰티는 장기 성장

2025년 이후에도 높은 밸류에이션을 유지하기 위해서는 지속적인 매출 성장이 필수적이며, 그 핵심 과제는 미국 시장에서의 빠른 안착이다. 이미 글로벌 선도 기업(AbbVie)이 구축해둔 시장을 공략할 수 있는 보툴리눔 톡신은 상대적으로 낮은 진입 장벽을 통해 비교적 빠른 시장 점유율 확보가 가능하다. 이를 통해 단기간에 매출과 이익률을 동시에 개선할 수 있다고 판단한다.

반면 EBD(클래시스), 스킨부스터(파마리서치), 홈뷰티(에이피알) 등은 낮은 시장 침투율로 인해 높은 성장 잠재력을 지니고 있지만, 유통망 확충과 마케팅에 대한 시간·비용 투자가 상대적으로 크다. 시장 성숙도도 달라 단기간에 가파른 매출 성장을 이루기는 어렵지만, 성공적으로 안착할 경우 독자적인 브랜드 파워를 구축해 장기적인 외형 성장을 크게 견인할 수 있다는 장점을 갖고 있다. 다만, 이를 위해서는 더 많은 시간과 투자가 필요할 것으로 예상된다.

3. 종목 선정 기준 및 투자전략

매출 성장률이 핵심, 25 년 이후가 시험대

휴젤(47만원, 신규, Top-Pick): 높은 ASP의 미국 톡신 시장 진출로 일정 점유율만 확보해도 상당한 수준의 매출 Add-up이 예상된다. 2025년에는 북남미를 중심으로 해외 톡신 매출이 성장해 연결기준 매출과 영업이익이 각각 24%, 38% 늘어날 전망이다. 4,100억원 상당의 현금성 자산을 기반으로 M&A와 파이프라인을 확장하여 토털 에스테틱 솔루션 기업으로 도약할 수 있다는 점도 주목할 만하다.

클래시스(7.2만원, 신규): 미국·유럽 진출과 이루다 합병으로 2025년 매출 +44%, 영업이익 +41%의 고성장을 기대한다. 장비와 소모품 간 선순환 구조로 반복 매출(Recurring Revenue)이 확대되며 수익성도 꾸준히 개선되고 있다. 볼뉴머의 미국 FDA 승인·유럽 CE-MDR 인증, 이루다와의 시너지 효과가 단기 관전 포인트이다.

에이피알(8.2만원, 신규): 디바이스+화장품 시너지와 B2C·B2B 투트랙 전략으로 2024년 해외 매출 비중이 55%(+16.1%p)에 달했다. 25년 매출은 9,208억원(+27% YoY), 영업이익 1,673억원(OPM 18%)으로 고성장 기대된다. 미국(+57%)·B2B(+91%)가 해외 매출을 견인할 전망이다.

파마리서치(34만원, 신규): 스킨부스터(리쥬란)와 화장품의 시너지로 글로벌 확장 및 중장기 고성장 잠재력 보유하고 있다. 풍부한 현금성 자산과 CVC 투자 유치를 통해 해외 유통망·R&D 기업 M&A 가능성 확대됐다. 단기적으로 주가가 높은 기대치를 반영해 밸류 부담이 있으나, 미국·유럽 시장 진출 모멘텀이 가시화될 경우 추가 리레이팅 가능하다.

표17. 주요 커버리지 종목 Overview (단위: 십억원, %, 배)

종목	휴젤 ★		파마리서치		클래시스		에이피알	
	145020 KQ		214450 KQ		214150 KQ		278470 KS	
투자의견	BUY		MarketPerform		BUY		BUY	
목표주가	470,000		340,000		74,000		82,000	
현주가(03/24)	330,000		327,000		57,300		68,900	
Upside (%)	42.4		4.0		29.1		19.0	
투자포인트	1) 미국 톡신 시장 진출 2) 중국, 유럽 시장 정상화		1) 리쥬란 해외 매출 성장		1) 미국 EBD 시장 진출 2) 추가 M&A		1) 미국 매출 성장 2) 마진 개선	
	24A	25F	24A	25F	24A	25F	24A	25F
매출액	373.0	464.0	349.7	425.5	242.9	348.6	722.8	920.8
YoY (%)	*16.7*	*24.4*	*34.0*	*21.7*	*34.9*	*43.5*	*38.0*	*27.4*
영업이익	166.3	229.0	125.9	162.2	122.5	172.1	122.7	167.3
YoY (%)	*41.2*	*37.7*	*36.5*	*29.0*	*36.6*	*40.6*	*17.7*	*36.4*
OPM	44.6	49.3	36.0	38.0	50.4	49.4	17.0	18.2
당기순이익	142.4	184.9	89.1	131.6	97.6	146.8	106.2	137.9
ROE	16.9	19.1	18.6	22.5	31.0	33.4	42.4	37.0
PBR	4.8	4.2	6.8	6.0	10.1	7.6	8.5	5.7
PER	25.6	23.5	30.7	27.1	30.2	26.8	17.4	18.4
관세청 소재지	강원도 춘천시		강원도 강릉시		서울시 강남구		서울시 송파구	
핵심 제품	톡신, 필러		스킨부스터		EBD(HIFU, RF)		홈뷰티 기기	
주요 지역	중국, 미국		국내, 중국		국내, 브라질		미국	
보유 현금 자산	415.3		165.3+a		158.1		90.3	

자료: 대신증권 Research Center

V. 기업분석

Initiation

휴젤 (145020)

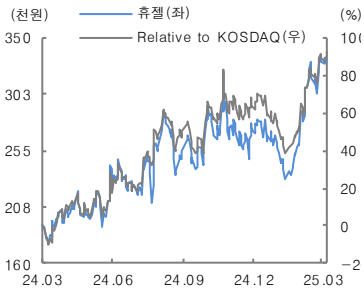
미국 시장 성공이 리레이팅의 열쇠

한송협 songhyeop.han@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 신규
6개월 목표주가	470,000 신규
현재주가 (25.03.24)	330,000
	의료 장비 및 서비스 업종

KOSDAQ	720.22
시가총액	4,159십억원
시가총액비중	1.12%
자본금(보통주)	7십억원
52주 최고/최저	334,500원 / 177,100원
120일 평균거래대금	290억원
외국인지분율	55.11%
주요주주	Aphrodite Acquisition Holdings LLC 42.49%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.3	19.1	24.6	87.7
상대수익률	16.6	10.6	29.6	136.0



- 높은 ASP의 미국 톡신 론칭을 통해 외형과 수익성 레벨업 가능할 것
- 25년 매출 YoY+24%, 영업이익 YoY+38%. 해외 톡신이 성장 견인
- 풍부한 현금과 M&A·파이프라인 확장으로 토털 미용 솔루션 기업 도약

투자의견 매수(Buy), 목표주가 470,000원으로 커버 개시(Top-Pick)

TP는 2025F 추정 EPS(14,194원)에 타겟 PER 33.6배(갈더마 대비 25% 할인) 적용. 과거(2H20~1H21) 중국 진출 기대감으로 PER 30~40배를 부여받았는데, 현재는 미국 진출이 확정되고 ITC 소송 이슈까지 해소돼 펀더멘털이 강화된 상황. 대형 시장 성과가 본격화되고 3공장 가동으로 규모의 경제 효과가 확인되면 과거 이상 리레이팅 가능하다고 판단. 미용 탑픽으로 제시

핵심 관전 포인트: 1) 미국 톡신 시장 진출: 일정 수준의 점유율만 확보해도 연간 백억원대 매출 달성 여력. 파트너사 베네브의 네트워크를 활용해 초기 안착을 가속화할 전망 2) 중국·유럽 시장 점유율 확대로 추가 성장 3) 소송 비용 절감과 3공장 증설에 따른 규모의 경제 효과가 맞물려 OPM 개선

주요 리스크 요인: 1) 미국 시장 경쟁 심화(기존 플레이어의 시장 장악력이 높음) 2) 글로벌 톡신 수요 감소로 공장 증설 효과 저조할 가능성

미국 톡신 시장 공략: 높은 ASP로 일정 수준 M/S 확보 시 매출 점프업

최대 규모 미국시장에서 3년 내 M/S 5% 시 500억원, M/S 7% 시 약 750억원 (공급가 기준) 매출 예상. 여기에 비용 구조 개선과 타 해외 지역 점유율 상승이 더해지면 50% 이상의 OPM과 멀티플 리레이팅까지 기대

25년 매출액 4,640억원(YoY+24%), OP 2,295억원(+38%, OPM 49%) 전망. 해외 톡신(1,683억원, +39%), 그 중에서도 북남미향 톡신(586억원, +90%)이 실적을 견인할 모양새. 2분기 미국 톡신 선적과 연내 브라질 재선적 그리고 중국·유럽 수출 정상화가 함께 진행되어 외형 성장 가속될 전망

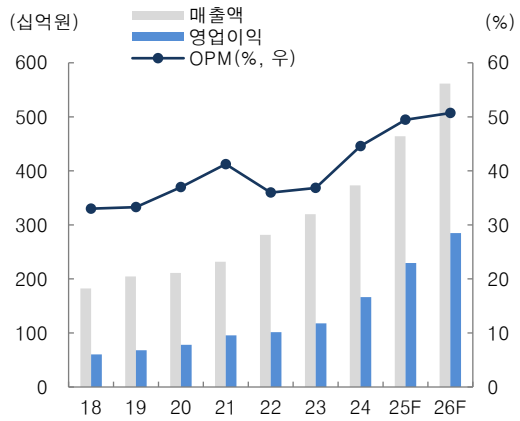
약 4,100억원의 현금성 자산을 보유하고 있어, M&A 등을 통한 사업 확장 잠재력이 충분. 톡신·필러에 스킨부스터, 화장품 등 에스테틱 생태계를 더해 토털 에스테틱 솔루션 기업으로 도약함으로써 시장 경쟁력과 지위 강화 예상

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
매출액	282	320	373	464	561
영업이익	101	118	166	229	283
세전순이익	73	133	165	237	296
총당기순이익	61	98	142	185	231
지배지분순이익	57	93	135	176	219
EPS	4,629	7,517	10,942	14,030	18,885
PER	29.1	19.9	25.6	23.5	17.5
BPS	63,955	60,353	68,952	79,128	101,818
PBR	2.1	2.5	4.8	4.2	3.2
ROE	7.3	12.1	16.9	19.1	20.2

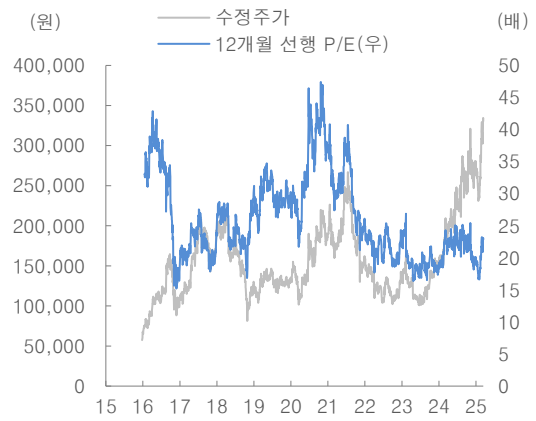
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 휴젤, 대신증권 Research Center

그림 63. 연간 매출, 영업이익, 영업이익률



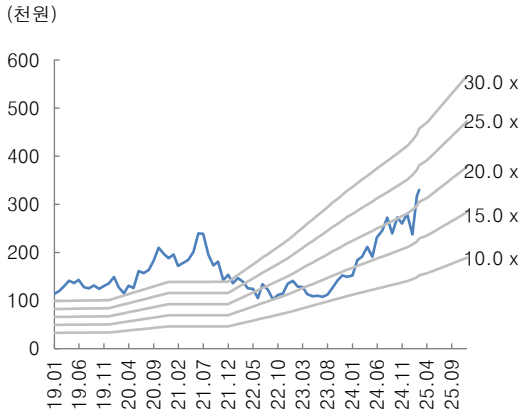
자료: 휴젤, 대신증권 Research Center

그림 64. 휴젤 수정주가와 12 개월 선행 PER 추이



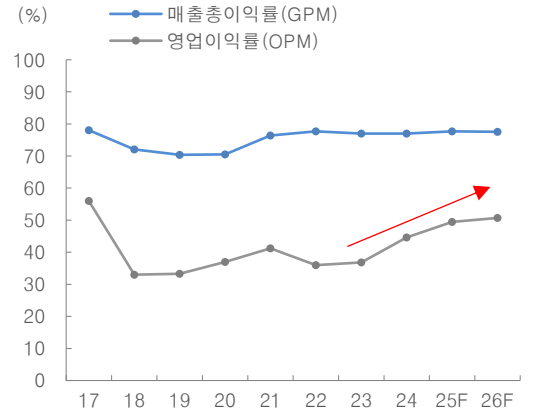
자료: 휴젤, 대신증권 Research Center

그림 65. 휴젤 12MF 선행 PER Band



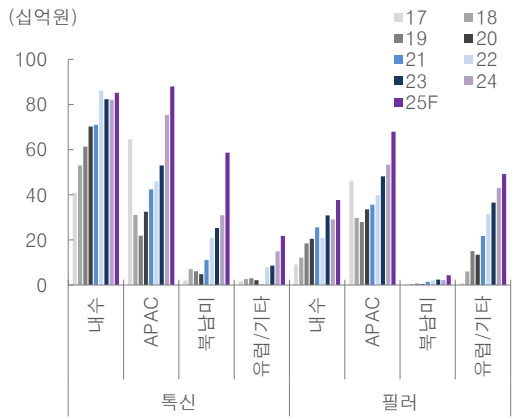
자료: 휴젤, 대신증권 Research Center

그림 66. 매출총이익률(GPM), 영업이익률(OPM) 추이



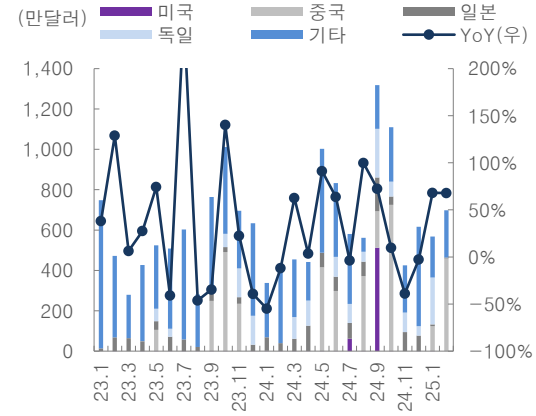
자료: 휴젤, 대신증권 Research Center

그림 67. 톡신+필러 지역별 매출 추이 (연간)



자료: 휴젤, 대신증권 Research Center

그림 68. 톡신 수출액 현황 (강원 춘천시)



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

I. 기업 개요

톡신/필러 해외 성과 확대, 토탈 에스테틱 솔루션 기업으로의 성장 가속화

톡신, 필러 중심 토탈 에스테틱 솔루션 기업

휴젤은 2001년 설립된 보툴리눔 톡신과 히알루론산(HA) 필러를 주력 제품으로 하는 메디컬 에스테틱 기업이다. 설립 초기부터 보툴리눔 톡신 제제의 연구개발(R&D) 및 상용화에 집중하여 국내 시장에서 톡신 분야 선도적 입지를 구축하였으며, 이후 히알루론산 필러, 스킨부스터, 코스메슈티컬 등 제품 포트폴리오를 확장함으로써 토탈 에스테틱 솔루션 기업으로 성장했다. 2015년 코스닥 상장 이후 국내 시장에서 확고한 브랜드 파워와 의료진 신뢰도를 바탕으로 해외 진출을 본격화하였다.

2024년 연결 기준 매출액 3,730억원(YoY+17%), 영업이익 1,663억원(YoY+41%, OPM 45%)을 달성하며 견고한 성장세를 이어가고 있다. 매출 성장은 해외 톡신·필러 부문 확대가 주도하고 있다. 국내에서도 톡신과 필러 모두 시장 지배력을 유지하며, 특히 해외 톡신 매출은 전년 동기 대비 40% 증가했다. 중국 톡신 매출이 시장 성장률을 웃돌아 아시아·태평양 지역 매출이 42% 성장했다. 2025년 상반기 미국에 톡신을 론칭할 계획이며, 빠르게 성장하는 유통 채널 공략·의사 대상 부가가치 서비스 제공·가성비 전략 등 세 가지 전략을 통해 출시 후 3년 안에 Volume 기준 10% 시장 점유율 달성을 목표로 하고 있다.

톡신 및 필러 제품 중심의 포트폴리오

제품별 매출 비중을 보면 보툴리눔 톡신이 55%, 필러가 34%를 차지하고 있다. 톡신과 필러를 함께 제공함으로써 크로스셀링(cross-selling) 효과를 극대화하고, 웰라쥬(화장품), 바이리즌(스킨부스터),블루로즈(리프팅실) 등 다양한 브랜드 포트폴리오를 통해 토털 에스테틱 솔루션 기업으로 자리매김한 점이 돋보인다.

보툴리눔 톡신 '보툴렉스(수출명 레티보)'는 2010년 국내 허가 이후 전 세계 67개국에서 품목 허가를 획득했다. 2020년 중국 NMPA 승인, 2022년 유럽 HMA 승인에 이어 24년 2월 미국 FDA 승인으로 미국 시장 진출에 성공했다. 이로써 전 세계 톡신 시장을 대표하는 주요 시장(미국, 유럽, 중국)에 모두 진입한 국내 유일 업체로 자리매김했다.

필러 부문은 프리미엄 라인업 강화와 해외 인허가 획득을 통해 성장세를 지속하고 있다. 2022년 4월 중국에서 주력 필러 '더채움(퍼스니카)'이 허가를 받았고, 자회사 아크로스가 생산하는 맞춤형 필러(리도카인 첨가 프리미엄 필러 등)를 통해 경쟁력을 높였다.

해외시장 확대와 신제품 출시로 고성장 기대

글로벌 톱3 톡신 시장(미국, 유럽, 중국)에 모두 진출했다는 점은 국내 에스테틱 기업으로서 드물게 이루어낸 성과다. 또한 미국 파트너사 베네브(Benev)와의 협력 강화, 2025년 3공장 증설을 통한 생산능력(CAPA) 확충, 무통 액상형 톡신·지방분해주사 등 R&D 파이프라인 고도화 등 다각적인 성장 전략을 추진 중이다. 이와 함께, 탄탄한 재무구조와 풍부한 현금흐름을 기반으로 해외 시장 확대와 혁신 제품 개발에 적극 투자하여 안정적인 매출 증가와 수익성 개선을 도모하고 있다.

특히 소송비용 제거에 따른 비용 부담 완화, 고단가 시장에서의 매출 비중 확대, 규모의 경제 달성 등은 중장기적 관점에서 밸류에이션 리레이팅을 이끌어낼 핵심 동력으로 평가된다.

II. 주가 히스토리 및 주요 이벤트

IPO 이후 휴젤 주가 사이클: 경쟁, 인허가(CRL), 소송(ITC) 그리고 재도약

IPO 이후 첫 상승기와 단기 조정

휴젤은 2015년 말 IPO 이후 톡신 글로벌 인허가, 경영권 변동(M&A), 경쟁사와의 균주 논란 및 소송, 그리고 실적 추이(어닝 서프라이즈 등)에 따라 여러 차례의 상승·하락 사이클을 겪었다. 첫 번째 상승기는 상장 초기 실적 호조와 글로벌 톡신 허가 기대감이 맞물려 형성됐고, 2016년 하반기부터 2017년 초까지는 경쟁사의 균주 기원 문제 제기와 공동창업자 간 경영권 분쟁으로 단기 조정을 받았다. 이후 2017년 상반기에는 베인캐피탈 인수 모멘텀과 연속된 어닝 서프라이즈로 주가가 다시 반등했다.

헬스케어 섹터 조정과 코로나19 이후의 3차 랠리

2018년부터 2019년 중반까지는 헬스케어 섹터 전반의 밸류에이션 조정 및 수출 부진으로 주가가 약세를 보였다. 그러나 2020년부터 2021년 상반기에는 코로나19 팬데믹 상황에도 불구하고 3차 상승 랠리가 나타났다. 특히, 2020년 10월 국산 톡신 최초의 중국 품목허가 획득과 2021년 1분기 어닝 서프라이즈가 주가 상승의 주요 동력으로 작용했다

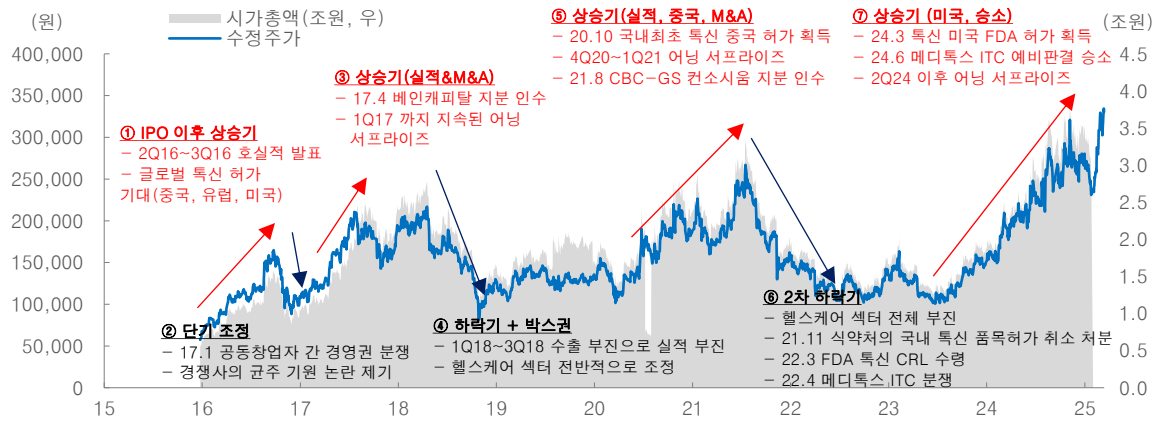
ITC 분쟁·FDA CRL 등 악재 이후 다시 고점 경신

이후 2021년 하반기부터는 메디톡스 ITC 분쟁, FDA 보완요구서한(CRL), 식약처 국내 톡신 품목허가 취소 등 악재가 연이어 발생해 2023년 초까지 주가가 하락 또는 박스권에 머물렀다. 그러나 2023년 하반기 이후 레티보의 미국 FDA 최종 승인과 ITC 소송 승소 예비판결이 잇달아 발표되면서 휴젤은 다시 주가 상승세를 타며 고점을 경신했다.

2025년 톡신 미국 진출에 따른 성장 프리미엄 기대

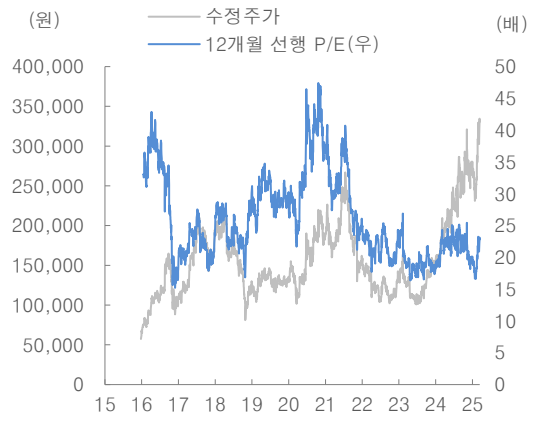
과거 휴젤의 밸류에이션은 주로 Fwd PER 20~40배 범위에서 형성되었다. 2025년에는 톡신의 미국 시장 진출이 본격화되고, ITC 소송 비용도 마무리될 것으로 전망되며, 중국·유럽 시장 역시 정상화될 가능성이 높아 선행 EPS가 상향될 여지가 크다. 이에 따라 성장 프리미엄이 재부각되면서 멀티플 상승이 동반될 것으로 예상된다. 최근에는 주요 리스크가 상당 부분 해소된 가운데 중국 시장에서의 실적 확대가 가시화되고 있어 휴젤이 또 한 번의 주가 상승 모멘텀을 확보했다고 본다.

그림 69. 주가 그래프 및 이벤트



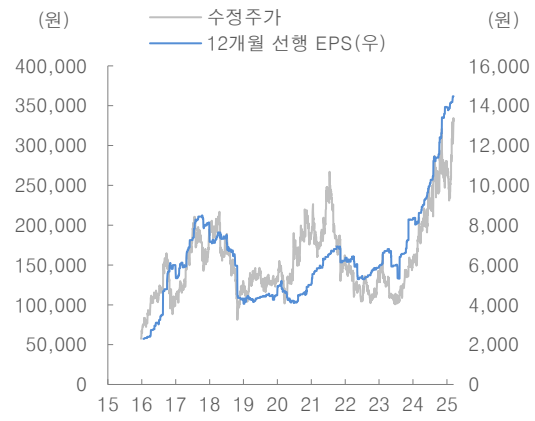
자료: 대신증권 Research Center

그림 70. 휴젤 수정주가와 12 개월 선행 PER 추이



자료: 휴젤, 대신증권 Research Center

그림 71. 휴젤 수정주가와 12 개월 선행 EPS 추이



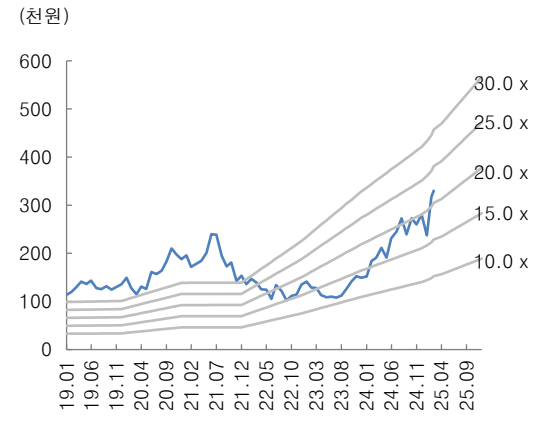
자료: 휴젤, 대신증권 Research Center

표18. 휴젤 분기별 실적 온도차트 (단위: %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
매출액 괴리율	8.9%	13.2%	1.0%	0.5%	28.4%	-0.7%	-10.2%	4.5%	-9.3%	-10.9%	-21.7%	14.3%
영업이익 괴리율	12.7%	51.5%	5.9%	1.8%	45.6%	3.2%	-11.6%	-9.2%	-20.3%	-31.8%	-74.4%	-2.0%
	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21
매출액 괴리율	6.1%	0.3%	0.5%	-4.0%	0.7%	0.0%	0.5%	10.0%	5.3%	0.7%	-14.2%	-12.1%
영업이익 괴리율	2.2%	-14.3%	13.9%	-10.2%	6.3%	12.9%	11.5%	20.3%	30.3%	8.3%	-11.8%	-7.3%
	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
매출액 괴리율	0.0%	1.0%	-13.0%	12.2%	-15.1%	7.8%	1.5%	-3.2%	-4.3%	5.0%	6.1%	-2.5%
영업이익 괴리율	-3.2%	7.1%	-0.9%	25.2%	-20.9%	23.6%	23.2%	9.4%	-10.3%	29.8%	21.0%	-2.2%

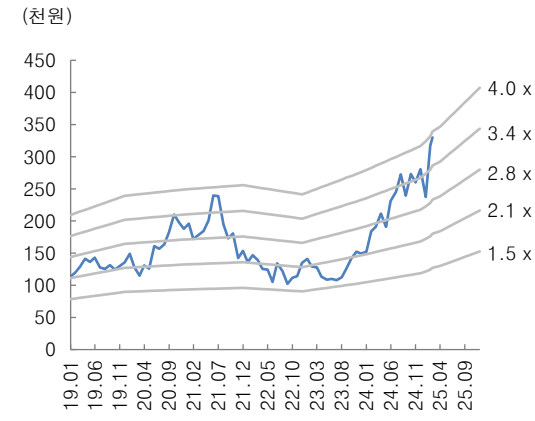
자료: 퀀티와이즈, 대신증권 Research Center

그림 72. 휴젤 12MF 선행 PER Band



자료: 휴젤, 대신증권 Research Center

그림 73. 휴젤 12MF 선행 PBR Band



자료: 휴젤, 대신증권 Research Center

III. 투자 포인트(Investment Thesis)

글로벌 톡신 시장을 선도하는 휴젤의 경쟁 우위와 성장 동력

아시아 유일 미국, 중국, 유럽 톡신 품목 허가 획득

휴젤은 미국(FDA), 중국(NMPA), 유럽(CE) 등 선진국 주요 규제를 모두 획득한 아시아 유일의 톡신 기업이다. 제품 품질과 안전성을 국제적으로 입증했으며 중국과 유럽 중심의 매출 정상화 가능성이 특히 주목된다.

중국 시장 공략: '1인 1바이알' 규제와 지방 도시 확장

중국에서는 '1인 1바이알' 규제 강화로 50유닛 톡신에 대한 수요가 빠르게 늘어나고 있다. 휴젤은 현지 파트너사(사환제약)와 함께 지방 2·3선 도시로 공략 범위를 확대해 약 15%의 시장점유율을 중장기적으로 20% 이상으로 끌어올릴 계획이다. 경제 발전과 미용 수요 증가에 따라 보툴리눔 톡신 시술 주기가 짧아지는 추세도 중국향 매출 상승에 긍정적으로 작용한다.

유럽 시장: 가격 경쟁력과 파트너십 활용

휴젤은 유럽 시장에서 학회 후원, 의료진 교육 등 브랜드 신뢰도 제고 활동과 함께 국가별 맞춤 전략을 전개하고 있다. 유럽은 글로벌 톡신 시장의 약 15~20%를 차지하는 주요 시장으로, 보톡스(AbbVie)와 디스포트(Ipsen/Galderma) 등이 선점하고 있다. 휴젤은 가격 경쟁력과 현지 파트너사(Croma)와의 협력을 바탕으로 M/S 확대를 목표로 한다.

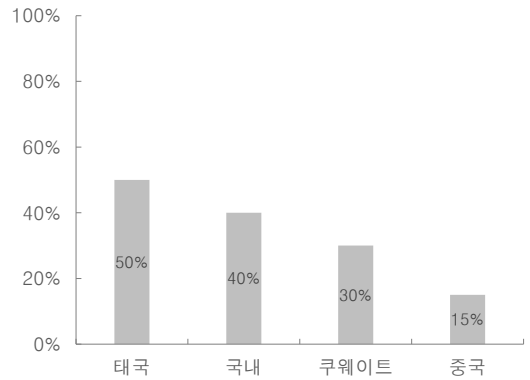
공격적 영업·학술 마케팅 노하우의 글로벌 확장

태국(점유율 50% 이상)과 쿠웨이트(2년 만에 30% 확보) 사례에서 확인된 공격적 영업·학술 마케팅 노하우는 중동·동남아·남미 등 신규 시장에도 적용될 전망이다. 소규모 국가에서 입증된 빠른 시장침투 전략을 대형 시장으로 확장해 단기간 높은 점유율을 달성할 수 있다는 점이 경쟁 우위로 꼽힌다.

3공장 증설로 확보된 대규모 CAPA 및 안정적 공급 체계

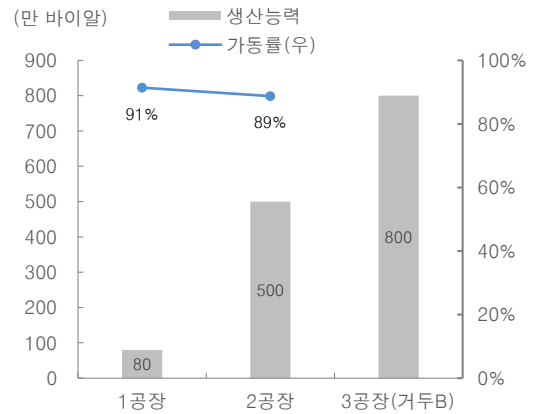
생산 측면에선 춘천 3공장 증설로 연간 1,300만 바이알 규모의 CAPA를 확보했다. 이는 대규모 발주에 즉각 대응할 수 있을 뿐 아니라 원가 절감과 공급 안정성을 함께 높일 수 있는 기반이다. 공장을 분산 운영함으로써 한 라인에 문제가 생겨도 다른 생산 라인에서 즉시 물량을 보충할 수 있다.

그림 74. 휴젤 글로벌 지역 시장 점유율



주: 추정치 및 언론 보도 종합 / 자료: 산업 자료, 대신증권 Research Center

그림 75. 휴젤 보툴리눔 톡신 생산 능력



자료: 휴젤, 대신증권 Research Center

미국 시장 진출, 멀티플 리레이팅의 핵심 모멘텀

미국 톡신 시장은 규모가 크고 ASP도 높아, 후발주자라도 단기간에 연간 천억원대 매출 기대 가능

미국 미용 톡신 시장은 약 3~3.5조원 규모로 추정하며 휴젤 기준 국내 대비 ASP(평균판매단가)가 4~5배 높다. 따라서 후발주자라도 일정 점유율만 확보하면 단기간 내 매출 성장을 기대할 수 있다. 휴젤은 글로벌 시장에서 영업 노하우와 임상 데이터를 축적해 왔으며 특히 중국·태국·쿠웨이트 등에서 단기간에 두 자릿수 점유율을 달성한 경험이 있다. 작년 ITC 최종 판결로 미국 진출의 법적 불확실성도 해소했다.

파트너사 베네브는 기업 규모가 크지 않아 공급 계약 조건에서 휴젤에 유리할 가능성이 높으면서도, 에스테틱·메디컬 스파 네트워크와 번들 판매 노하우를 갖추고 있다. 베네브의 KOL 마케팅를 통해 레티보가 미국 시장에 빠르게 안착하고, 의미 있는 점유율을 확보할 것으로 기대된다. 특히 에볼루스와 레반스 같은 후발 톡신 업체들이 2~3년 만에 연간 1억 달러 이상의 매출을 기록한 점을 감안하면, 레티보 역시 출시 후 3년 내 Value 기준 5% 안팎의 시장점유율을 달성할 가능성이 높다.

중국·유럽 매출 회복과 더불어 2026년 이후 미국 시장 효과가 본격화되면 외형과 수익성이 동시에 빠르게 성장해 멀티플 리레이팅 기회로 이어질 것

회사는 3년 내 Volume 기준 시장점유율(M/S) 10% 달성을 목표로 한다. 3년 뒤인 2027년 기준 휴젤이 공급가 기준으로 얻을 수 있는 매출을 시나리오별로 추정해 보면 BEST 시나리오는 Value 기준 7%대 M/S로 700억 원대, Base 시나리오에서는 Value 기준 5% 내외로 500억 원대 초반을 추정한다. Worst 시나리오에서도 미국 시장 규모가 커 일정 수준의 매출 확보는 가능할 것으로 보이며, 파트너사에 공급하는 톡신의 마진이 높아 이익 측면에서도 상당한 기여가 예상된다. 한편, 휴젤 선적 매출은 실제 미국 내 매출 추정치와 차이가 있을 수 있음을 염두에 둘 필요가 있다.

소송 종료로 인한 법적 부담 해소와 미국 톡신 시장 진출로 인한 매출·이익 상승 잠재력은 휴젤의 밸류에이션을 한 단계 끌어올릴 기회가 될 것이다. 중국과 유럽 매출에 이어 미국 시장까지 가세하면 영업이익률(OPM)은 50%를 넘어설 전망이며, 특히 2026년 이후 미국 판매가 본격화되고 중국·유럽 시장도 정상화되면 외형과 수익성이 동시에 성장해 멀티플 리레이팅도 가능할 것으로 보인다.

표19. 미국 톡신 미용 시장 및 휴젤 레티보 시나리오별 매출 추정 (단위: 백만달러, 억원, %)

		2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
US 톡신 전체 (mn$)		3,937	4,475	4,814	5,209	5,597	6,071	6,587	7,128	7,690	8,236
US 톡신 미용 (mn$)		1,811	2,148	2,262	2,370	2,519	2,702	2,912	3,218	3,553	3,788
US 톡신 미용 (억원)		25,351	30,075	31,673	33,181	35,261	37,823	40,763	45,047	49,741	53,038
M/S (%)	*BEST*					*3%*	*4%*	*7%*	*9%*	*10%*	*12%*
	Base					*2%*	*3%*	*5%*	*6%*	*7%*	*10%*
	Worst					*1%*	*2%*	*3%*	*4%*	*6%*	*8%*
베네브 (억원)	BEST					639	1,306	2,238	3,328	5,182	6,584
	Base					417	832	1,382	2,441	3,747	5,261
	Worst					204	451	927	1,512	2,606	4,001
휴젤 (억원)	BEST					213	435	746	1,109	1,727	2,195
	Base					174	366	542	814	1,249	1,754
	Worst					68	150	309	504	869	1,334
참고 (단위: 억원, Evaluate Pharma 추정치)											
BOTOX Cosmetic		19,936	23,156	23,380	23,548	24,388	26,796	29,456	32,144	34,874	37,478
Jeuveau (에볼루스)		1,386	2,052	2,796	3,700	4,053	4,731	5,278	5,862	6,519	7,125
Daxxify (레반스)		–	154	1,176	1,662	2,272	2,867	3,533	4,225	4,976	5,719

주: 휴젤 공급가 매출 유통사(BENEV) 매출의 1/3 로 추정 / 원달러 환율 1,450 원 가정/ 휴젤 선적 매출은 실제 매출 추정치와 차이가 있을 수 있음
자료: Evalaute Pharma, 각 사, 대신증권 Research Center

소송 리스크 해소와 생산력 확대로 수익성 극대화, M&A·B2C 확장까지 가속

법적 불확실성 해소로 본연의 이익 창출력 회복

소송 관련 법적 불확실성이 해소되면서 휴젤이 본연의 이익 창출력을 온전히 발휘할 여건이 마련됐다. 지난해 10월 미국 ITC 소송에서 최종적으로 "침해 없음" 판정을 받으며, 분기당 약 30~40억원(연간 100~150억원) 규모였던 소송 비용이 대부분 사라질 전망이다. 이는 2024년 매출액(3,730억원)의 약 4%에 해당하는 금액으로 비용 절감 효과가 상당할 것으로 예상된다.

3공장 가동으로 생산능력 2배 확대, 제조원가 절감 기대

휴젤은 과거 소송 비용 부담에도 연간 40%대 OPM을 유지해왔다. 또한 올해 본격적으로 가동 예정인 3공장이 가동되면 톡신 연간 생산능력이 570만 바이알에서 최대 1,300만 바이알로 증가할 예정이다. 이 과정에서 (1) 원부자재 구매 단가 인하, (2) 인력·설비 효율화, (3) 생산 자동화 등을 통해 제조원가율을 2~3%p 추가 절감할 수 있다. 특히 미국은 타 국가 대비 톡신 단가가 최소 1.5배 이상 높은 시장이므로 고마진 매출이 확대될수록 규모의 경제 효과가 더욱 커질 전망이다.

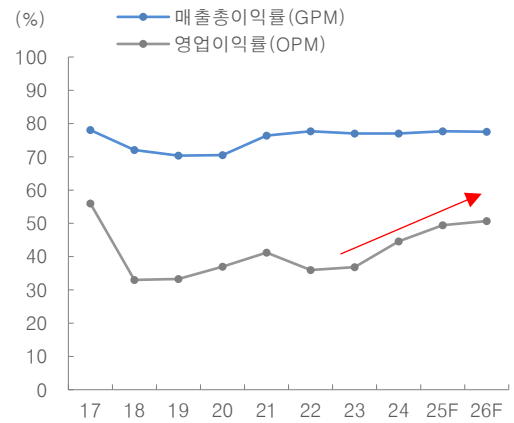
고단가 시장 확대로 OPM 48.9% 전망

이러한 비용 절감과 미국·유럽·중국 등 고단가 시장 매출 비중 확대, CAPA(생산능력) 증설이 맞물리면서 2025년 OPM은 48.9%(YoY+4.3%p)까지 상승할 것으로 예상된다. 또한, 2024~2025년 집중된 CAPEX(3공장 건설 등) 투자가 마무리되면, 2026년 이후에는 수익성 개선과 함께 잉여현금흐름 증가할 것으로 전망된다. 풍부해진 현금은 (1) 톡신 치료 적응증 및 혁신 미용 제품 R&D (2) 포트폴리오 확장을 위한 M&A (3) 자사주 매입 등 주주가치 제고에 활용될 가능성이 크다.

4,000억원대의 현금 보유, 적극적인 M&A로 사업 확장. 글로벌 유통망 확보 및 B2C 시장 진출 가속화

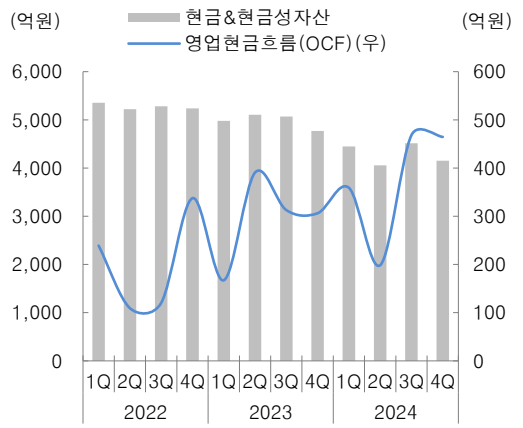
휴젤은 2024년 기준 약 4,100억원의 현금성 자산 및 단기금융상품을 보유하고 있으며, CBC 및 GS 그룹 네트워크를 활용해 국내외 M&A를 추진할 여력이 충분한 것으로 보인다. M&A에 대해 밝혀진 바는 없지만 주사제형(Injectables) 기업을 인수해 포트폴리오를 다각화 하는 것이나, 시장 장악력이 높은 특정 지역의 유통·마케팅사의 지분을 인수할 가능성이 있다. 또한 미용 플랫폼 업체나 디지털 헬스 분야 스타트업 등에 투자해 기존 사업과 연계함으로써 B2C 경쟁력을 강화할 수도 있다.

그림 76. 매출총이익률(GPM), 영업이익률(OPM) 추이



자료: 휴젤, 대신증권 Research Center

그림 77. 휴젤 현금성 자산 및 OCF 추이



자료: 휴젤, 대신증권 Research Center

글로벌 토털 에스테틱 솔루션을 향한 포트폴리오 확장 전략

톡신·필러를 넘어 에스테틱 생태계 확장

스킨부스터, 화장품, 치료용 톡신 등

휴젤은 톡신·필러를 넘어 스킨부스터, 코스메슈티컬, 주사제 의료기기, 디지털 플랫폼, 재생의학 등으로 사업 영역을 확대할 여지를 두고 있다. 화장품 라인 웰라쥬(WELLAGE)를 글로벌 시장에 확대해 시술 전후 피부 관리에 활용하고, 뷰티테크·헬스케어 기업과의 M&A나 제휴를 통해 멀티 에스테틱 플랫폼을 구축하는 방안도 생각해볼 수 있다.

2022년 출시된 스킨부스터 바이리즌(BYRYZN)은 히알루론산 등 영양 성분을 주사 방식으로 진피층에 주입해 보습과 탄력을 높여준다. 일반 필러보다 주입량이 적어 부담이 덜하며, 다양한 피부 고민층에 적용 가능하다. 톡신·필러 시술과 병행하면 시술 효과를 높이는 동시에 병·의원의 고객단가(ARPU) 상승에도 기여할 수 있다.

더 나아가 근긴장 이상증, 편두통, 다한증 등 보툴리눔 톡신의 치료 영역으로 진출해 보험 수가 기반의 안정적 매출원을 확보하고, 지방분해주사(HG301), 무통 액상형 톡신(HG102) 등 차세대 파이프라인 연구도 이어갈 계획이다. R&D 투자와 M&A를 통해 엑소좀이나 줄기세포 등 재생의학 분야로도 확장이 가능하다.

토털 에스테틱 솔루션으로 시너지와 ARPU를 모두 잡는다

글로벌 시장에서는 톡신·필러를 공급하는 파트너사를 중심으로 화장품이나 스킨부스터 등을 함께 번들링하여 유통하는 경우가 있으나, 각국의 유통 구조가 달라 모든 시장에 일괄 적용하기는 쉽지 않다. 이에 휴젤은 멀티·원브랜드 전략을 상황에 맞춰 병행하며, 현지 영업 마케팅 전략과 소비자 니즈에 부합하는 맞춤형 패키지를 구성해 시장을 공략하고 있다. 이처럼 톡신·필러, 코스메슈티컬, 스킨부스터, 디지털 플랫폼을 통합한 '토털 에스테틱 솔루션'을 제공하면 단일 제품만 운영하는 기업에 비해 고객·병의원 단가와 학술·마케팅 시너지를 한층 높일 수 있다

그림 78. **더마 코스메틱 브랜드 웰라쥬(WELLAGE)**

자료: 휴젤, 대신증권 Research Center

그림 79. **신제품 '바이리즌 스킨부스터 엑서밋' 출시**

자료: 휴젤, 대신증권 Research Center

[RISK Factor] 미국 시장 경쟁과 중국의 불확실성

미국: 치열한 경쟁과 파트너사 역량 우려

미국 톡신 시장은 이미 보톡스(AbbVie), 디스포트(Galderma), 제오민(Merz), 주보(Evolus) 등 다수의 경쟁사가 오랜 기간 브랜드와 핵심 의료진(KOL) 네트워크를 탄탄히 구축해온 상태다. 초기 브랜드 인지도를 높이고 점유율을 확보하기까지 시간이 걸릴 수 있으며, 경쟁사가 공격적인 판촉·가격 전략을 펼치면 시장 침투가 지연될 우려가 있다. 현지 파트너사인 Benev는 한국계 회사로 톡신에 대한 유통·마케팅 경험이 제한적이라는 지적이 일부 제기된다. 이에 따라 미국 병·의원 네트워크 확장과 단기간 내 제품 인지도 상승에 어려움이 있을 수 있다는 점이 리스크로 거론된다. 또한 이러한 시장 환경과 파트너사 역량에 대한 우려가 겹쳐 휴젤의 미국 시장 안착이 예상보다 늦어질 경우, 단기적으로 마케팅 비용 증가와 이익률 하락 등 실적 변동성이 커질 가능성이 있다.

중국: 빠른 성장, 그러나 시장 불확실성 존재

중국은 '1인 1바이알' 정책에 힘입어 소용량 톡신(예: 50유닛) 수요가 빠르게 증가하며, 경기 둔화 시 고가 브랜드에서 보다 합리적 가격대 제품으로 전환이 이뤄질 수 있어 일정 부분 수혜도 기대된다. 다만 예측 불가능한 규제 변화, 경쟁사 시장 진입 가능성은 잠재적 리스크로 꼽힌다. 특히 대량 주문(분기별 발주) 특성상 실적 변동성이 크고, 정부/NMPA가 규제를 강화할 경우 예상치 못한 비용과 시간이 발생할 수 있다.

생산능력 확충의 기회와 품질 리스크

휴젤은 기존 1·2공장에 이어 3공장을 증설해 연간 생산능력(CAPA)을 대폭 늘릴 계획이지만 글로벌 시장에서 이를 모두 흡수할 만큼 톡신·필러 수요가 충분히 증가하지 않으면 투자비 회수 기간이 예상보다 길어질 수 있다. 톡신은 바이오의약품 특성상 공정이 까다로워, 신공장 가동 중 사소한 품질 문제가 생기면 생산 차질은 물론 규제당국 조치나 리콜까지 이어질 가능성이 있다.

잠재적인 지재권 분쟁 가능성

메디톡스와의 ITC 소송 종결로 법적 불확실성은 해소되었으나 항소 절차 또는 타 제품 관련 특허 소송 제기 가능성은 여전히 존재한다. 분쟁 재발 시 미국 등 주요 해외 시장에서의 추가 조사, 승인 지연, 법무 비용 증가, 기업 이미지 손상 등의 리스크가 발생할 수 있다. 다만, 현재 시점에서 우려할 만한 소송 이슈는 없는 것으로 파악된다.

표20. **휴젤 리스크 요인**

리스크 요인	설명 (핵심 요점)	잠재적 영향
1) 미국 시장의 치열한 경쟁	– 선발 업체가 이미 구축한 브랜드 파워 및 의료진 네트워크 – 현지 파트너사(Benev) 역량 우려 – 브랜드 인지도 구축에 예상보다 긴 시간 소요	– 시장 진입 및 점유율 확보 지연 – 마케팅비 증가로 단기 이익률 하락
2. 중국 시장의 예측 불가능성	– 갑작스러운 규제 변화, 대량 주문 방식에 따른 매출 편차 – 부동산 등 중국 경제 둔화 시 미용 시술 수요 위축	– 합법 제품 가격 경쟁력 약화 – 분기별 실적 변동성 확대
3. 신공장 증설 및 생산 리스크	– 3공장 건설로 CAPA 확대(570만 → 1,300만 바이알) – 바이오의약품 특성상 품질 문제 시 규제당국 조치리콜 가능	– 시장 수요 부족 시 고정비 이슈 – 품질 이슈 시 이미지 훼손 및 매출 타격
4. 법적 분쟁 발생 가능성	– 메디톡스 ITC 소송은 종결됐으나 항소 – 다른 제품이나 신제품의 특허 관련 분쟁 우려	– 추가 인허가 절차·시장 진출 지연 – 법적 비용 증가로 이익률 하락

자료: 대신증권 Research Center

IV. 실적 전망

안정적 재무구조 기반 흔들림 없는 톡신·필러 기반 성장

균주 관련 소송과 중국 규제 등의 이슈로 예상보단 못했으나 양호한 외형 성장

매출액은 2017년 1,821억원에서 2023년 3,197억원으로 연평균 약 12%로 성장하며 안정적 상승세를 이어왔다. 다만 2018~2021년에는 소송과 중국 보따리상(따이공) 규제 등 대외 변수가 겹치면서 기대만큼 빠른 외형 성장을 이루지 못했다. 2022년 이후 글로벌 수출이 본격 확대되고 내수 시장도 회복세를 보이면서 두 자릿수 매출 증가율을 회복했다. 핵심 제품인 보툴리눔 톡신은 2017년 1,090억원에서 2023년 1,691억원으로, 필러는 같은 기간 564억원에서 1,178억원으로 확대되며 전체 외형을 견인했다. 초기에는 국내 시장이 견고한 캐시카우 역할을 했으나, 최근 몇 년간 중국·유럽·남미 등 수출이 빠르게 늘어 해외 매출 비중이 절반 이상을 차지하게 된 점도 눈에 띈다.

고마진 비즈니스 모델과 견조한 재무구조, 소송 비용으로 OPM은 낮았음

톡신과 필러 등 고부가가치 제품 비중이 높아 높은 수준의 GPM을 유지해 왔으나, 2022~2023년 ITC 소송비와 미국 FDA 재신청 비용 등이 판관비로 반영되면서 영업이익률이 30%대로 낮아졌다. 그럼에도 재무구조 측면에서는 20% 안팎의 낮은 부채비율 수준을 유지해왔으며, 사업 특성상 영업활동현금흐름이 매년 순이익 이상을 창출해 투자 재원을 안정적으로 확보하고 있다. ROE는 2017년 약 15%에서 한동안 하락했다가 최근 다시 서서히 회복세를 보이는 중이다.

표21. 휴젤 Historical 연간 실적 및 주요 지표 추이 (단위: 십억원, %)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	**182.1**	**182.4**	**204.6**	**211.0**	**231.9**	**281.7**	**319.7**
YoY (%)	*47%*	*0%*	*12%*	*3%*	*10%*	*21%*	*13%*
내수	65.6	101.4	123.0	121.5	126.8	131.3	142.7
수출	116.5	81.0	81.6	89.5	118.4	150.4	177.0
톡신	109.0	93.6	92.2	109.5	124.6	160.7	169.1
필러	56.4	48.2	61.9	67.8	84.2	94.2	117.8
기타	13.9	15.1	18.8	18.0	8.5	5.8	6.0
매출총이익	**142.1**	**131.4**	**143.9**	**148.8**	**177.1**	**218.9**	**246.2**
YoY (%)	*51%*	*-8%*	*10%*	*3%*	*19%*	*24%*	*12%*
총이익률	78%	72%	70%	71%	76%	78%	77%
영업이익	**101.9**	**60.2**	**68.1**	**78.1**	**95.6**	**101.4**	**117.8**
YoY (%)	61%	-41%	13%	15%	22%	6%	16%
영업이익률	56%	33%	33%	37%	41%	36%	37%
세전이익	**103.5**	**99.5**	**69.7**	**69.3**	**87.4**	**73.1**	**133.3**
YoY (%)	61%	-4%	-30%	-1%	26%	-16%	82%
세전이익률	57%	55%	34%	33%	38%	26%	42%
당기순이익	**81.4**	**75.7**	**50.3**	**45.3**	**60.4**	**60.7**	**97.7**
YoY (%)	60%	-7%	-34%	-10%	33%	0%	61%
당기순이익률	45%	41%	25%	21%	26%	22%	31%
주당순이익(EPS)	**19,382**	**16,030**	**9,516**	**3,314**	**4,625**	**4,629**	**7,517**
YoY (%)	*47%*	*-17%*	*-41%*	*-65%*	*40%*	*0%*	*62%*
ROE (%)	15.4%	9.8%	6.3%	5.8%	7.6%	7.3%	12.1%
부채비율 (%)	14.3%	17.0%	20.2%	20.4%	21.8%	23.6%	19.2%
영업현금흐름	64.2	65.8	77.0	74.3	85.9	80.6	117.7
기말/기초 현금증감	-33.6	-2.3	-13.7	47.1	231.8	-162.4	-25.8
연평균 PER	23.8	29.4	39.7	88.6	41.6	27.0	16.9
연평균 PBR	2.9	2.8	2.3	5.0	3.1	2.0	2.0
연평균 EV/EBITDA	11.4	23.7	17.5	16.5	18.4	10.3	9.2
PEG	0.5	-1.7	-1.0	-1.4	1.1	315.8	0.3

자료: 휴젤, 대신증권 Research Center

25 년 실적 전망: 미국 본격화, 브라질·유럽 정상화

24년: 화장품 호조와 미국 초도물량으로 매출:3,730억(+17%) OP:1,663억(+41%) 기록

2024년 매출액 3,730억원(YoY+17%), 영업이익 1,663억원(YoY+41%, OPM 45%) 기록했다. 톡신 매출이 전년 대비 약 20% 증가하며 전체 외형을 견인했고 필러(+8%)와 화장품(+37%) 역시 성장했다. 2023년에 약 150억원이었던 소송 비용이 2024년에는 60억원 수준으로 줄어들고, 중국 수출 확대와 화장품 호조가 더해져 이익 체력이 크게 개선되었다. 미국향 톡신은 3분기에 일부 초도 물량이 반영됐으나 연간 기여도는 제한적이었다. 다만 소송 리스크가 사실상 해소되면서 미국 시장 진출을 본격화할 발판이 마련된 점이 의미가 있다.

25년: 미국 본격화, 브라질·유럽 정상화로 매출:4,640억(+24%), OP:2,295억(+38%) 전망

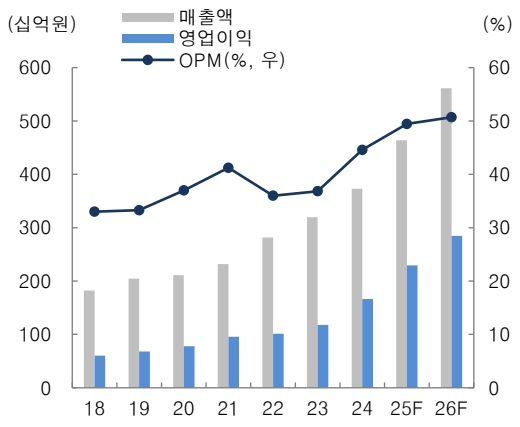
2025년 매출액 4,640억원(YoY+24%), 영업이익 2,295억원(YoY+38%, OPM 49%)을 전망한다. 올해 2분기부터 미국향 톡신 선적이 본격화되고, 브라질 시장 선적 재개와 중국·유럽 수출 정상화로 톡신 수출 부문이 높은 성장세(YoY+38.9%)를 이어갈 것으로 보인다. 특히 북남미향 매출액을 586억원(YoY+89%)으로 추정한다. 또한 소송비용 완전 소멸 반영해 OPM 개선이 가속화될 전망이며, 2025년 춘천 3공장 본격 가동으로 장기적으로 규모의 경제 실현에 따른 원가율 추가 하락이 예상된다.

표22. 휴젤 분기 및 연간 실적 추정 (단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024P	2025F	2026F
매출액	**74.3**	**95.4**	**105.1**	**98.2**	**91.8**	**117.7**	**121.6**	**133.0**	**319.7**	**373.0**	**464.0**	**561.5**
YoY (%)	15%	17%	24%	10%	24%	23%	16%	35%	13%	17%	24%	21%
톡신	**34.3**	**51.0**	**64.7**	**53.2**	**45.1**	**66.0**	**67.1**	**75.3**	**169.1**	**203.2**	**253.4**	**311.4**
내수	17.2	20.3	22.8	21.9	19.2	21.6	20.2	24.0	82.3	82.0	85.1	95.1
수출	**17.1**	**30.8**	**41.9**	**31.4**	**25.8**	**44.4**	**46.8**	**51.2**	**86.8**	**121.2**	**168.3**	**216.3**
APAC	9.7	24.6	18.2	22.9	15.6	25.1	22.1	25.1	52.9	75.4	88.0	111.1
북남미	**3.5**	**2.7**	**18.0**	**6.7**	**6.1**	**14.2**	**18.1**	**20.1**	**25.3**	**30.9**	**58.6**	**83.0**
유럽 등	4.0	3.5	5.7	1.7	4.1	5.1	6.6	6.0	8.6	14.9	21.7	22.1
필러	29.3	36.5	29.9	31.9	34.7	40.3	41.5	42.6	117.8	127.6	159.0	183.3
내수	6.4	9.5	6.5	6.7	7.5	9.0	10.1	11.0	30.8	29.0	37.6	38.1
수출	22.9	27.0	23.4	25.3	27.2	31.3	31.3	31.6	87.0	98.5	121.4	145.1
화장품	9.5	6.6	9.0	11.7	10.0	10.1	11.1	13.1	26.9	36.8	44.4	58.1
기타	1.3	1.3	1.5	1.3	2.1	1.2	1.9	2.0	6.0	5.4	7.2	8.7
매출총이익	**57.1**	**71.5**	**82.9**	**75.7**	**71.5**	**90.8**	**94.4**	**104.0**	**246.2**	**287.2**	**360.6**	**435.4**
YoY (%)	14%	14%	25%	13%	25%	27%	14%	37%	12%	17%	26%	21%
총이익률	77%	75%	79%	77%	78%	77%	78%	78%	77%	77%	78%	78%
영업이익	**24.0**	**42.4**	**53.4**	**46.5**	**41.9**	**57.3**	**61.1**	**69.2**	**117.8**	**166.3**	**229.5**	**284.7**
YoY (%)	-35%	77%	26%	-13%	-10%	37%	7%	13%	16%	41%	38%	24%
영업이익률	32%	44%	51%	47%	46%	49%	50%	52%	37%	45%	49%	51%
세전이익	**29.4**	**47.5**	**53.0**	**35.3**	**44.8**	**61.3**	**63.4**	**73.1**	**133.3**	**165.2**	**242.6**	**302.8**
YoY (%)	21%	54%	-1%	44%	52%	29%	20%	107%	82%	24%	47%	25%
세전이익률	40%	50%	50%	36%	49%	52%	52%	55%	42%	44%	52%	54%
당기순이익	**22.7**	**37.0**	**42.0**	**40.7**	**34.9**	**47.8**	**49.5**	**57.0**	**97.7**	**142.4**	**189.2**	**236.2**
YoY (%)	34%	73%	1%	-3%	-14%	37%	3%	15%	61%	46%	33%	25%
당기순이익률	31%	39%	40%	41%	38%	41%	41%	43%	31%	38%	41%	42%

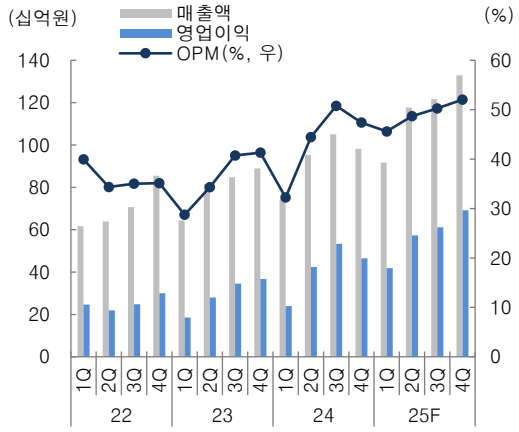
자료: 휴젤, 대신증권 Research Center

그림 80. 연간 매출, 영업이익, 영업이익률



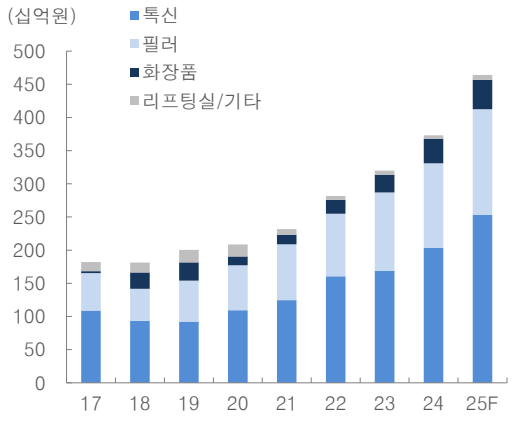
자료: 휴젤, 대신증권 Research Center

그림 81. 분기 매출, 영업이익, 영업이익률



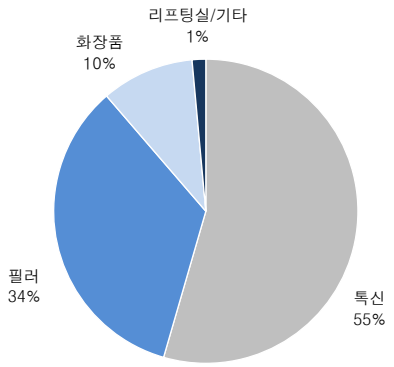
자료: 휴젤 대신증권 Research Center

그림 82. 사업부별 매출 추이 (연간)



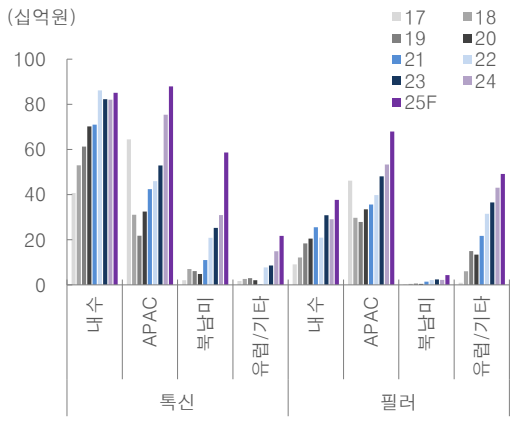
자료: 휴젤, 대신증권 Research Center

그림 83. 사업부별 매출 비중 (2024 년)



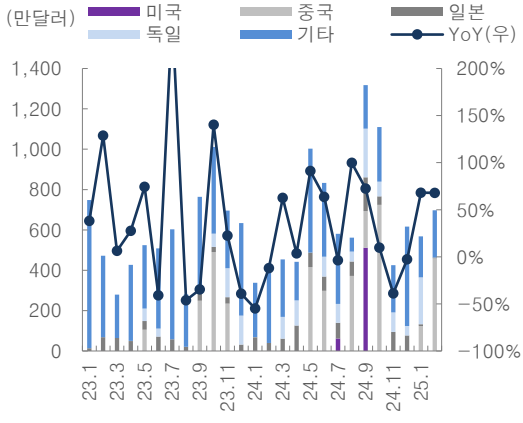
자료: 휴젤 대신증권 Research Center

그림 84. 톡신+필러 지역별 매출 추이 (연간)



자료: 휴젤, 대신증권 Research Center

그림 85. 톡신 수출액 현황 (강원 춘천시)



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

V. 밸류에이션 및 투자의견

미국 톡신 매출 본격화로 과거 수준을 넘는 리레이팅 기대

투자의견 BUY, 목표주가 470,000원

투자의견 BUY, 목표주가 47만원으로 휴젤에 대한 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2025년 추정 EPS(14,194원, YoY +30%)에 글로벌 에스테틱 기업 갈더마(Galderma)의 2025년 12 fwd PER 연간 평균 대비 25%를 할인한 타겟 멀티플(33.6배)을 적용해 산정했다.

2H20~1H21 중국 진출 기대감으로 PER 30~40x 부여 경험

휴젤은 2020년 하반기~2021년 하반기 사이 중국 진출 기대감이 부각되면서 12개월 선행 기준 약 30~40배의 PER을 부여받은 사례가 있다. 당시 중국 NMPA 허가(2020년 말 전후)를 기점으로 톡신 시장 점유율 상승 기대가 주가와 밸류에이션에 반영된 결과다. 현재는 유럽·미국 시장 진출이 확정되고 ITC 소송 비용이 대부분 해소되어 과거보다 개선된 펀더멘털을 갖췄다.

할인율 25% 적용: 사업 규모·브랜드 파워 격차, 다각화 수준 차이

갈더마와 직접 비교하면 매출 규모와 브랜드 파워 측면에서 일정 수준의 할인은 불가피하다. 갈더마는 톡신뿐 아니라 다양한 에스테틱·피부 치료 포트폴리오를 보유한 글로벌 선도 기업으로 매출 규모와 인지도가 훨씬 크다. 휴젤은 미국·유럽 시장에 이제 막 진출한 단계여서 동일한 밸류에이션을 적용하기에는 체급 차이가 있다.

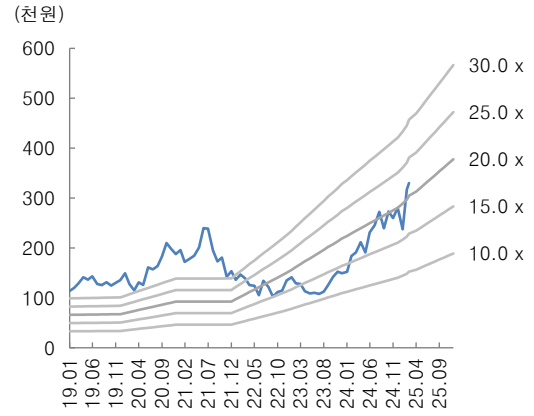
그러나 미국이라는 높은 ASP 시장 진입으로 높은 성장률이 기대되고(에볼루스 사례 참고), 과거 약 30배 수준의 프리미엄을 재평가받을 여지는 충분하다. 특히 미국 점유율이 확대되고 3공장이 본격 가동되면 고마진 구조가 현실화될 수 있다.

표23. 휴젤 목표주가 산출 (단위: 원, 배)

	내용	비고
2025F EPS(원)	14,194	
Target Multiple(배)	33.6	GALDERMA 의 2025 년 평균 12FWD PER 에 25% 할인
목표가(원)	**470,000**	
현재주가(원)	330,000	2025/03/24 종가 기준
Upside(%)	42.4%	

주: 글로벌 피어 평균 / 자료: 대신증권 Research Center

그림 86. 휴젤 12MF 선행 PER Band



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

그림 87. 휴젤 12MF 선행 PER 추이

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

기업개요

기업 및 경영진 현황

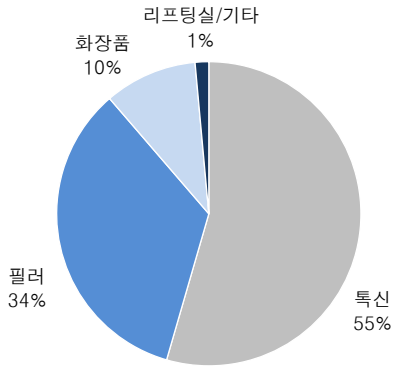
- 2001년 설립, 2015년 KOSDAQ 상장, 톡신과 필러를 중심으로 토탈 에스테틱 솔루션을 제공.
- 주요 사업: 바이오의약품(보툴리눔 톡신 제제), 미용의료기기(필러 및 스킨부스터), 화장품(더마코스메틱 웰라쥬) 및 기타(리프팅실 등)
- 설립자 정성재, 최대주주 베인캐피탈, 대표이사 백승한
- 자산 6,629억원, 부채 813억원, 자본 5,816억원 (24년 기준)
(발행주식 수: 12,604,033)

주가 변동요인

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

자료: 휴젤, 대신증권 Research Center

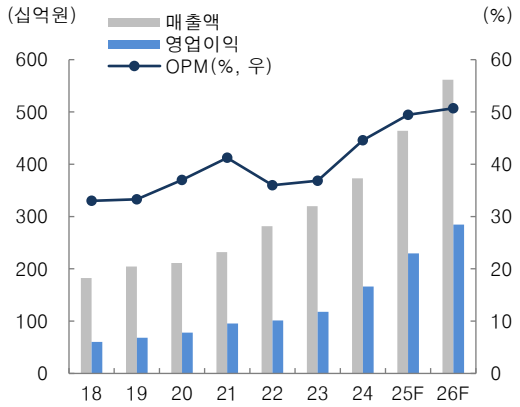
사업부별 매출 비중



주: 2024년 연결 기준
자료: 휴젤, 대신증권 Research Center

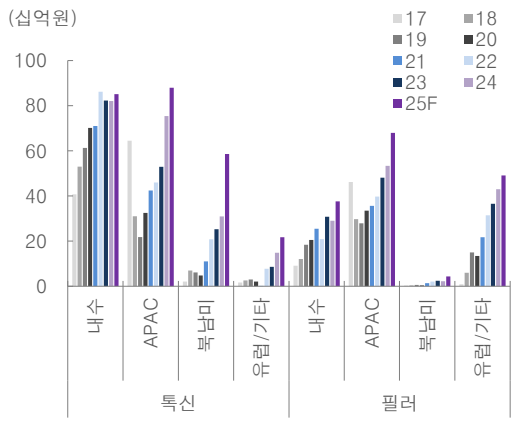
Earnings Driver

분기별 매출, 영업이익, 영업이익률



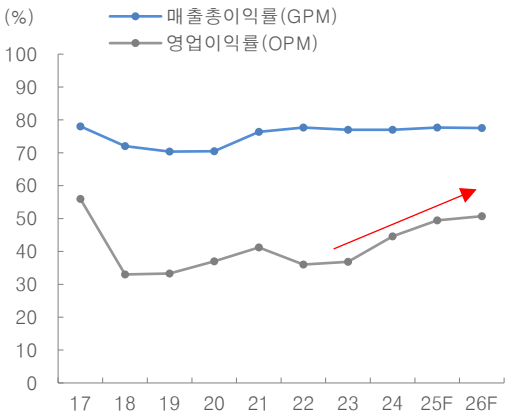
자료: 휴젤, 대신증권 Research Center

톡신+필러 지역별 매출 추이 (연간)



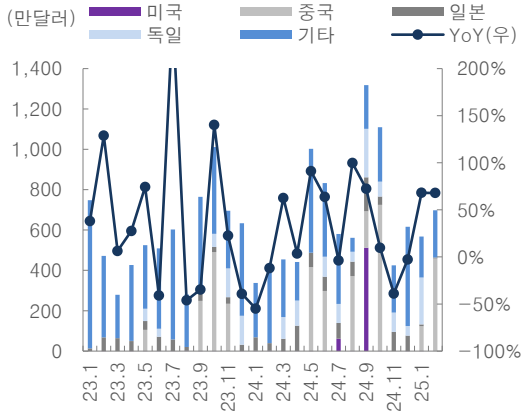
자료: 휴젤, 대신증권 Research Center

매출총이익률(GPM), 영업이익률(OPM) 추이



자료: 휴젤 대신증권 Research Center

톡신 수출액 현황 (강원 춘천시)



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

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
매출액	282	320	373	464	561
매출원가	63	74	86	102	126
매출총이익	219	246	287	362	435
판매비와관리비	117	128	121	133	153
영업이익	101	118	166	229	283
영업이익률	36.0	36.8	44.6	49.3	50.3
EBITDA	115	132	179	243	298
영업외손익	-28	15	-1	8	13
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	23	42	32	24	29
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-45	-15	-11	-11	-11
외환관련손실	6	4	3	3	3
기타	-6	-12	-21	-4	-4
법인세비용차감전순손익	73	133	165	237	296
법인세비용	-9	-36	-23	-52	-65
계속사업순손익	64	98	142	185	231
중단사업순손익	-3	0	0	0	0
당기순이익	61	98	142	185	231
당기순이익률	21.5	30.5	38.2	39.9	41.1
비지배지분순이익	3	5	7	9	12
지배지분순이익	57	93	135	176	219
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	63	98	142	185	231
비지배지분포괄이익	5	6	7	9	12
지배지분포괄이익	58	92	135	176	219

재무상태표 (단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
유동자산	618	568	649	756	964
현금및현금성자산	132	106	144	195	318
매출채권 및 기타채권	58	49	60	87	117
재고자산	27	34	41	58	74
기타유동자산	401	378	404	416	454
비유동자산	432	361	396	451	464
유형자산	120	135	157	198	207
관계기업투자금	1	1	1	1	1
기타비유동자산	310	225	238	252	257
자산총계	1,050	929	1,045	1,207	1,428
유동부채	177	57	53	60	64
매입채무 및 기타채무	25	27	27	28	29
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	0	0	2	2	2
기타유동부채	153	31	24	30	33
비유동부채	23	92	102	113	131
차입금	0	0	10	18	31
전환증권	0	89	89	89	89
기타비유동부채	23	3	3	6	11
부채총계	200	150	155	173	195
지배지분	792	747	852	991	1,181
자본금	6	6	7	7	7
자본잉여금	327	327	327	327	327
이익잉여금	899	936	1,071	1,246	1,465
기타자본변동	-441	-523	-552	-589	-618
비지배지분	57	32	37	43	51
자본총계	849	780	889	1,034	1,233
순차입금	-411	-388	-440	-489	-635

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
EPS	4,629	7,517	10,942	14,030	18,885
PER	29.1	19.9	25.6	23.5	17.5
BPS	63,955	60,353	68,952	79,128	101,818
PBR	2.1	2.5	4.8	4.2	3.2
EBITDAPS	9,315	10,631	14,442	19,411	25,723
EV/EBITDA	11.4	11.4	21.0	15.3	12.0
SPS	22,742	25,819	30,171	37,058	48,386
PSR	5.9	5.8	10.9	8.9	6.8
CFPS	10,019	11,354	13,566	19,581	26,338
DPS	0	0	0	0	0

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	81	118	142	163	210
당기순이익	61	98	142	185	231
비현금항목의 가감	63	43	25	60	75
감가상각비	14	14	12	14	16
외환손익	6	1	-2	-2	-2
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	43	28	14	47	60
자산부채의 증감	-31	-2	-18	-42	-42
기타현금흐름	-12	-21	-8	-41	-54
투자활동 현금흐름	-192	43	-55	-63	-49
투자자산	2	18	2	0	0
유형자산	-33	-24	-30	-50	-20
기타	-161	49	-27	-13	-29
재무활동 현금흐름	-51	-187	-15	-7	-2
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	10	8	13
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-51	-187	-26	-15	-15
현금의 증감	-162	-26	38	51	123
기초 현금	294	132	106	144	195
기말 현금	132	106	144	195	318
NOPLAT	89	86	143	179	220
FCF	63	85	106	123	171

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	21.5	13.5	16.7	24.4	21.0
영업이익 증가율	6.0	16.2	41.2	37.7	23.4
순이익 증가율	0.5	60.9	45.8	29.9	24.7
수익성					
ROIC	26.7	24.2	36.0	37.5	40.1
ROA	9.8	11.9	16.9	20.3	21.5
ROE	7.3	12.1	16.9	19.1	20.2
안정성					
부채비율	23.6	19.2	17.4	16.7	15.8
순차입금비율	-48.4	-49.8	-49.5	-47.3	-51.5
이자보상배율	32.6	40.1	44.7	61.5	75.9

자료: 휴젤, 대신증권 Research Center

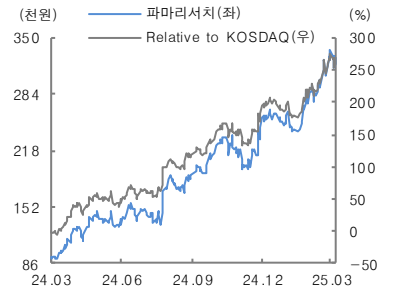
파마리서치
(214450)

한송협 songhyeop.han@daishin.com

투자의견	Marketperform 시장수익률, 신규
6개월 목표주가	340,000 신규
현재주가 (25.03.24)	327,000
	의료 장비 및 서비스 업종

KOSDAQ	720.22
시가총액	3,437십억원
시가총액비중	0.92%
자본금(보통주)	5십억원
52주 최고/최저	335,500원 / 91,000원
120일 평균거래대금	316억원
외국인지분율	17.04%
주요주주	정상수 외 8 인 38.17%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	13.5	29.0	62.7	259.3
상대수익률	22.3	19.8	69.2	351.7



*당사는 작년 4분기 CVC캐피탈로부터 2,000억원을 투자받아 RCPS(우선주) 118만주 존재

**CE-MDR: 유럽연합의 강화된 의료기기 규정

Initiation

중장기 고성장 잠재력 vs. 단기 밸류 부담

- 스킨부스터·화장품의 시너지를 통한 글로벌 확장 및 중장기 고성장 유효
- 풍부한 현금흐름과 CVC 투자 유치를 기반으로 해외 유통망·R&D M&A 확대
- 단기적으로는 주가가 이미 높은 기대치를 반영해 밸류 부담 판단

투자의견 시장수익률, 목표주가 340,000원으로 커버 개시

TP는 2025F 희석 EPS* 11,021원에 글로벌 Peer 평균 5% 할인한 타겟 PER 30.9배 적용. 스킨부스터와 톡신, 화장품의 동반 성장으로 중장기 고성장성은 유효. 다만 단기적으로 주가가 이미 높은 기대치를 반영해 밸류 부담 존재. 분기 실적, 미국 FDA 임상 진전, 유럽 매출 확대 등 주요 모멘텀이 가시화되면 시장 기대감이 추가로 높아져 멀티플(35배+) 재평가도 가능

핵심 관전 포인트: 1) 미국·유럽 등 대형 시장 인허가를 통한 글로벌 매출 확대 2) 스킨부스터와 톡신의 패키지 시술로 시너지 효과 확인 3) 화장품(리쥬란 코스메틱)의 해외채널 확장으로 추가 성장

주요 리스크 요인: 1) 콘쥬란 2H25 보험 적용 범위 축소로 매출 타격 가능성 2) 천연물 기반 특성으로 물질특허가 없어 제네릭·유사제품이 늘어나 PN 스킨부스터 경쟁 심화 위험 3) 미국 임상·허가 일정이 불투명해 진출 시점 지연 가능성

스킨부스터+화장품 글로벌 확장, 탄탄한 재무구조로 고성장 가속

스킨부스터 리쥬란 동남아·중화권에서 높은 성장세 지속, 유럽 CE MDR** 인증 ('24년말)으로 2025년 동유럽→서유럽 순차 진출. 2026년 이후 미국 FDA 승인 추진 기대. 성공 시 높은 ASP 시장 공략으로 매출 레벨업 가능

25년 매출 4,255억원(YoY+21.7%), OP 1,622억원(+29%, OPM 38%) 전망. 의료기기 수출(+47%)과 화장품 수출(+30%)이 성장 견인. 25년 톡신(리엔톡스) 국내외 매출이 본격화되면서 스킨부스터와의 패키지 시술 시너지 기대

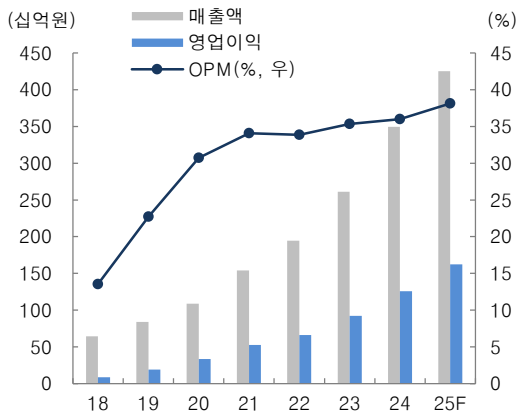
24년 현금성자산 약 4,300억원, 연 600억원+ OCF 창출로 순현금·흑자 경영. 작년 9월 CVC 캐피탈로부터 2,000억원 규모 투자 유치 → 글로벌 영업망 강화를 위한 해외 유통사&파이프라인 확장을 위한 R&D 기업 M&A 가능

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	195	261	350	425	501
영업이익	66	92	126	162	183
세전순이익	54	101	116	167	178
총당기순이익	43	77	89	130	144
지배지분순이익	41	77	88	129	142
EPS	4,067	7,569	8,561	12,396	13,695
PER	17.2	14.5	30.7	27.1	24.5
BPS	33,970	42,323	47,989	54,143	65,518
PBR	2.1	2.6	7.0	6.2	5.1
ROE	12.5	19.7	18.6	22.5	20.4

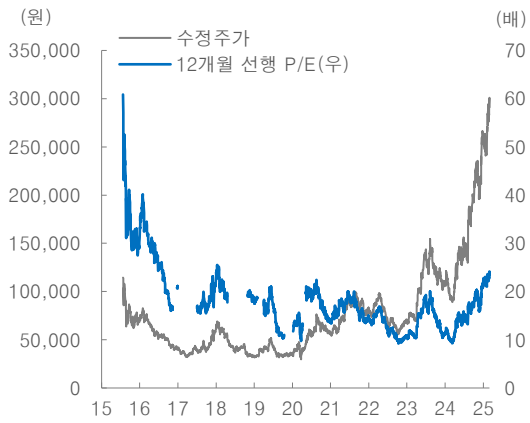
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

그림 88. 연간 매출, 영업이익, 영업이익률



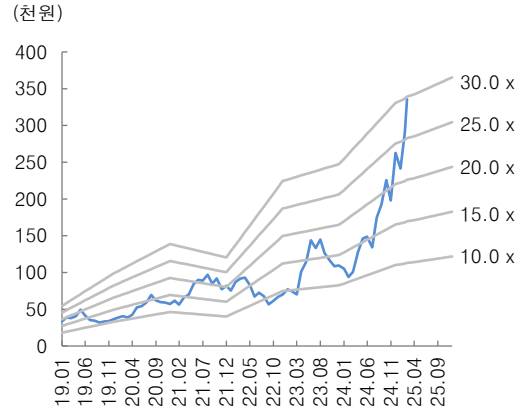
자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

그림 89. 파마리서치 수정주가와 12 개월 선행 PER 추이



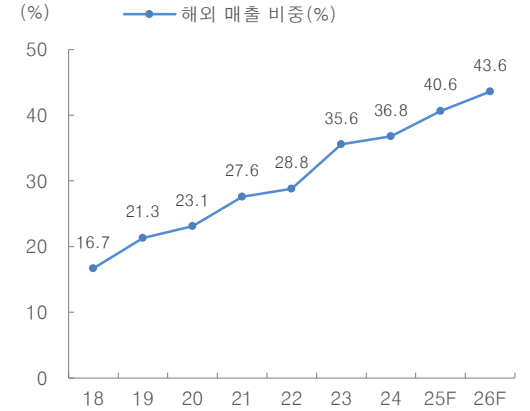
자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

그림 90. 파마리서치 12MF PER 밴드



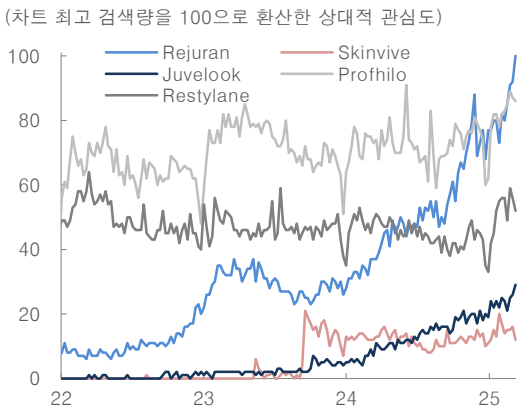
자료: 휴젤, 대신증권 Research Center

그림 91. 파마리서치 해외 매출 비중 추이



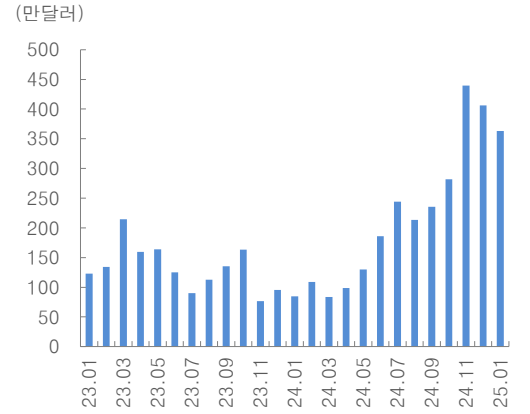
자료: 휴젤, 대신증권 Research Center

그림 92. 구글 트렌드: 시간 흐름에 따른 관심 변화



주: 전 세계 기준 / 자료: 구글 트렌드, 대신증권 Research Center

그림 93. 기타화장품(필러, 리쥬란 포함) 수출(강원 강릉시)



자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

I. 기업 개요

PDRN/PN으로 여는 재생의학 3박자 고성장 스토리

PDRN/PN 기술 기반 재생의학 선도기업

파마리서치는 2001년 설립된 재생 의학 전문기업으로, 2015년 코스닥에 상장되었다. 연어·송어 생식세포에서 추출한 PDRN/PN 기술을 기반으로 의약품, 의료기기, 화장품을 생산하며, 2013년 강릉 cGMP 시설 준공 이후 리쥬비넥스·리안점안액·리쥬란·콘쥬란 등을 잇따라 출시했다. 2022년 특허법원 판결을 통해 PDRN/PN의 제조방법 특허 독창성을 인정받았고, '리쥬란' 브랜드 화장품 라인 등을 통해 피부 재생·항노화 시장을 공략 중이다. 자체 연구소를 통해 신규 적용 분야 및 후속 파이프라인도 지속 개발하고 있다.

2024년 실적 및 톡신 사업 확장: 스킨부스터 수출 확대·CAPA 증설 가시화

2024년 매출액은 3,497억원(YoY +34%), 영업이익은 1,259억원(YoY +36%, OPM 36.5%)을 기록했다. 의료기기(55%) 비중이 가장 높고, 화장품(22%), 의약품(19%)이 뒤를 잇는다. 주력 제품으로는 상처 의료 의약품(플라센텍스, 리쥬비넥스), 퇴행성·항노화 의료기기(콘쥬란, 리쥬란), 기능성 화장품 등이 있다.

수출 비중은 2019년 21%에서 2024년 37%로 크게 늘었는데, 스킨부스터 '리쥬란'의 해외 판매가 급증한 영향이 크다. 태국·중국·싱가포르·일본 등 아시아 주요 시장에서 수요가 가파르게 증가하고 있으며, 2024년 말 EU MDR(유럽의료기기규정) 인증 취득으로 유럽 진출도 가시화되어 글로벌 성장 모멘텀이 더욱 강화될 전망이다.

한편, 2018년 자회사 파마리서치바이오 인수를 통해 보툴리눔 톡신 사업에 본격 진출했으며, 2017년 전용 생산시설 준공 후 해외 인허가를 취득해 수출 매출을 꾸준히 쌓아 왔다. 2024년 2월에는 '리엔톡주(100단위)'에 대한 국내 품목허가를 획득해 2025년부터 국내 톡신 시장에 진입할 계획이다. 특히 2025년 초 증설되는 2공장이 2026년부터 상업화 생산을 시작하면 기존 대비 약 4배가량 늘어난 CAPA를 통해 톡신 매출 성장을 추가로 견인할 것으로 기대된다.

고성장·고마진·견조 재무구조로 중장기 매력도↑

최근 스킨부스터와 화장품 부문의 가파른 성장에 이어 톡신 시장까지 진출한 파마리서치는, 앞으로 연 20~30%대 매출 증가가 가능하다는 점이 투자 매력으로 꼽힌다. OPM 35% 내외의 높은 수익성과 약 20% 미만의 낮은 부채비율을 유지해 내부 현금흐름으로 R&D·배당·설비투자를 균형 있게 추진할 수 있으며, 2,000억원 규모의 CVC 자본 유치로 해외 M&A와 글로벌 영업망 확보에 박차를 가하고 있다. 이를 통해 스킨부스터·톡신·화장품의 포트폴리오 시너지가 더욱 강화될 전망이다.

미국·유럽 등 선진 시장 진출이 가시화되고 분기 실적이 컨센서스를 상회한다면, 추가 멀티플 상향(35배 이상)도 가능해진다. 결과적으로 파마리서치는 고성장·고마진·견조한 재무구조라는 세 박자를 고루 갖춰, 단기 변동성을 견딜 수 있는 투자자에게 중장기 매력도가 높은 종목으로 평가된다.

II. 주가 히스토리 및 주요 이벤트

낮은 수출비중으로 저평가→해외진출 기대감+실적 서프라이즈로 리레이팅

공모주 오버행,고평가 논란으로 인한 초기 주가 하락

상장 초기에는 공모주 오버행과 고평가 논란(약 50배 PER)으로 주가가 하락했다. PDRN/PN 원천기술 기반 실적 성장 기대는 컸지만, 실적 대비 밸류 부담이 부각된 탓이다. 이후 2017년 들어 콘쥬란(관절강 주사) 승인 기대감과 중국 톡신 그레이마켓 수출이 본격화되면서 잠시 반등했으나 4Q17 실적 쇼크와 톡신 자회사 적자가 겹쳐 2018년 전반적인 실적이 부진해졌고, 주가는 3~4만 원대에서 바닥을 형성했다.

코로나19 이후 의료미용 수요 회복과 스킨부스터 기대감에 따른 반등

코로나19 이후인 2020년 하반기 의료미용 수요가 예상보다 빠르게 회복되면서 주가도 다시 상승세를 탔다. 특히 2021년에는 스킨부스터 해외 진출 기대감과 함께 실적이 안정적으로 성장했고, 낮은 해외 수출 비중으로 인한 10배 초반의 피어 대비 낮은 PER이 부각되면서 저평가라는 인식이 더해졌다.

내수 매출 편중에 따른 할인 요인이 해소

2022년 초에는 경기 둔화로 인한 미용 수요 감소 우려와 톡신 품목허가 취소 이슈가 겹쳐 주가가 한 차례 조정을 겪었다. 그러나 2022년 하반기부터 2023년 상반기까지는 리쥬란과 화장품 등 주력 제품 매출이 성장하고, 태국을 중심으로 동남아, 중화권 수출이 확대되면서 내수 매출 편중에 따른 할인 요인이 해소되었다. 또한 이 시기에 스킨부스터라는 개념이 글로벌 시장에서 주목받으면서 주가에도 긍정적인 영향을 미쳤다.

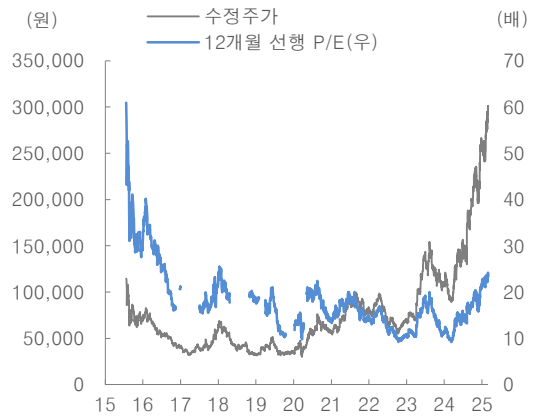
미국, 유럽등 선진 시장 진출 기대감이 본격화되면서 성장주 프리미엄이 다시 부각

한편 2023년 하반기 콘쥬란 급여 축소 가능성과 PN(자연 유래 소재) 특성상 물질특허가 없어 경쟁 제품이 늘어날 것이란 우려로 주가가 약세를 보였다. 그럼에도 2024년 이후 화장품과 리쥬란 의료기기 부문이 잇따라 실적 호조를 보이고, 미국, 유럽등 선진 시장 진출 기대감이 본격화되면서 성장주 프리미엄이 다시 부각되고 있다. 2024년 4월, 파마리서치가 인수된다는 소문이 돌면서 주가가 올랐다. 그러나 9월, CVC 그룹의 2,000억원 투자가 결정되면서 매각이 아닌 글로벌 확장을 위한 전략적 투자임이 확인되었고, 이에 따라 밸류에도 긍정적 영향을 미쳤다. 2025년 이후에는 파트너십과 M&A를 통해 리쥬란의 미국·유럽 등 선진 시장 진출이 본격화되며 성장 기회가 확대될 전망이다.

그림 94. 파마리서치_주가 그래프 및 이벤트

자료: 대신증권 Research Center

그림 95. 파마리서치 수정주가&12 개월 선행 PER 추이



자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

그림 96. 파마리서치 수정주가&12 개월 선행 EPS 추이

자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

표24. 파마리서치 분기별 실적 온도차트 (단위: %)

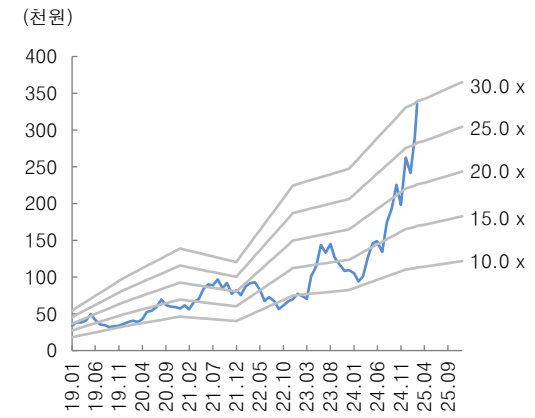
	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
매출액 괴리율	12.3%	-1.6%	-	-	-	-12.4%	-	0.5%	-	-	-	-
영업이익 괴리율	-6.0%	-8.4%	-	-	-	-29.1%	-	-100.5%	-	-	-	-

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21
매출액 괴리율	10.0%	-	-	-	13.6%	3.3%	0.0%	-3.6%	13.2%	13.6%	-1.0%	4.3%
영업이익 괴리율	-5.6%	-	-	-	19.8%	29.3%	10.9%	28.5%	19.9%	18.1%	-3.2%	-9.1%

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
매출액 괴리율	7.4%	7.6%	-5.0%	5.7%	3.2%	13.6%	6.2%	-1.0%	10.1%	5.1%	0.9%	9.5%
영업이익 괴리율	-1.1%	12.6%	-5.1%	-8.9%	11.9%	11.0%	13.3%	-23.7%	5.4%	8.0%	5.5%	-1.4%

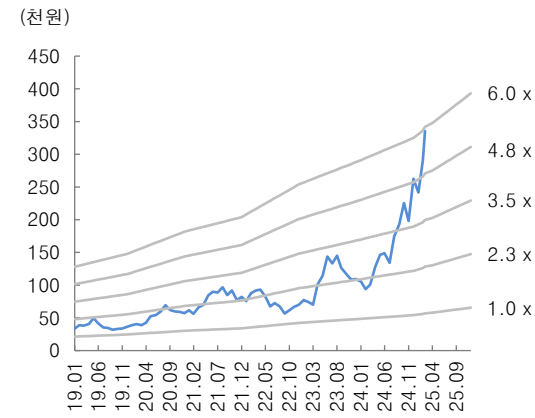
주: 공백인 분기는 퀀티와이즈에 컨센서스 데이터가 존재하지 않는 경우
자료: 퀀티와이즈, 대신증권 Research Center

그림 97. 파마리서치 12MF 선행 PER Band



자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

그림 98. 파마리서치 12MF 선행 PBR Band



자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

III. 투자 포인트(Investment Thesis)

독창적 기전과 오리지널 브랜드 지위로 해외 성장 가속화

국내 최초 PN 스킨부스터 '리쥬란': DOT 기술을 통한 연어유래 재생 기전과 오리지널 브랜드의 가치

리쥬란은 파마리서치가 2014년 국내 최초로 출시한 PN(Polynucleotide) 기반 스킨부스터 의료기기다. 주성분인 PN은 연어 생식세포 DNA에서 추출되며, 파마리서치의 DOT(DNA Optimizing Technology) 공정을 통해 고순도 정제·멸균 처리된다. 피부 진피층 주입 시 세포 재생, 콜라겐 생성 촉진, 항염 효과를 유도해 피부 조직을 개선하며, 약 6개월간 효과가 유지돼 재시술 수요가 꾸준하다.

PN/PDRN(Polydeoxyribonucleotide)*는 연어에서 추출한 자연물 성분으로 조직 재생·항염·피부 장벽 강화에 효과가 있다. 보습 중심의 히알루론산(HA) 기반 제품과 달리 재생 기능에 특화되었다. "연어주사"로 알려진 리쥬란은 대규모 광고 없이도 임상 세미나, 학술 발표, 환자 후기 등을 통해 국내 스킨부스터 하위 카테고리를 안착시켰으며, 2023년 기준 시장점유율 약 40%를 차지한다. 의료진과 환자들 사이에서 "PN 스킨부스터=리쥬란"이라는 인식이 형성돼 재구매율과 고객 충성도가 높다.

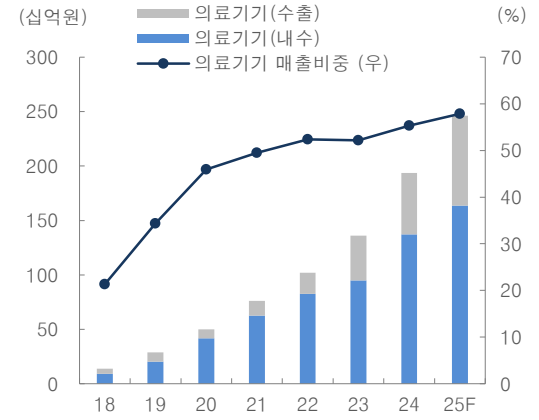
*PN(Polynucleotide)은 여러 개의 뉴클레오타이드(유전물질의 기본 단위)가 연결된 물질을 통칭하며 RNA·DNA 형태를 모두 포함하는 넓은 개념. 이 중 DNA로 이루어진 폴리뉴클레오타이드가 PDRN(Polydeoxyribonucleotide)

이탈리아 PDRN 특허 도입부터 국산화·상업화, 그리고 리쥬란으로 이어진 고성장

이탈리아 마스텔리(Mastelli)는 1954년부터 PDRN 기반 재생 의약품인 플라센텍스를 시판해 왔고, 파마리서치는 2007년부터 이를 국내에 들여왔다. 이후 2008년부터 연어에서 PDRN을 추출해 국산화를 추진해 2012년 상업화에 성공했다. 마스텔리의 PDRN 추출 기술 특허 실시권을 확보함으로써 파마리서치는 PDRN/PN 기반 의약품·의료기기를 공급할 수 있게 됐다.

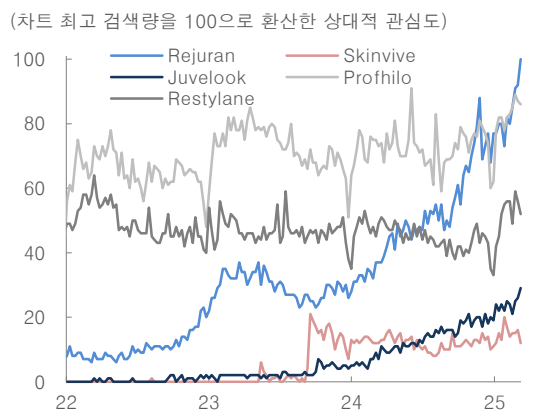
리쥬란의 인기에 힘입어 파마리서치 의료기기 매출은 2021년 763억원에서 2022년 1,020억원, 2023년 1,361억원으로 연평균 30% 이상 성장했고, 2024년에는 전년 대비 42% 증가한 1,935억원을 달성했다. 관절강 주사제 '콘쥬란' 매출이 안정적으로 유지되는 가운데, 리쥬란의 공격적 마케팅과 브랜드 인지도 상승이 주된 성장 동력으로 작용했다. 특히 글로벌 스킨부스터·필러 대비 리쥬란에 대한 관심도가 구글 트렌드에서 높게 나타나고 있어, 향후 해외 진출과 스킨부스터 시장 확대가 본격화되면 외형 성장이 이어질 것으로 보인다. 2025년 의료기기 매출액 2,461억원(YoY+27%)을 전망한다.

그림 99. 파마리서치 의료기기 사업 매출액 추이 및 비중



자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

그림 100. 구글 트렌드: 시간 흐름에 따른 관심 변화



주: 전 세계 기준 / 자료: 구글 트렌드, 대신증권 Research Center

내수 중심에서 글로벌 플레이어로 변모: ① 동남아 및 중국 → ② 유럽 및 미국

주요 시장에서 리쥬란 매출을 확대하며 해외 매출 비중을 40% 이상으로 끌어올릴 전망

과거 파마리서치는 내수 시장 의존도가 높아 낮은 밸류를 받았다. 그러나 리쥬란을 필두로 아시아, 중화권을 넘어 유럽과 미국까지 진출 범위를 확대하며 글로벌 에스테틱 기업으로 진화할 전망이다. 리쥬란은 피부 재생 효과를 앞세워 필러·보톡스와 함께 빠르게 대중화되는 스킨부스터 시장에서 경쟁 우위를 확보하고 있다.

2022년까지 파마리서치의 해외 매출 비중은 20%대였으나, 2023년에는 30%대 중후반으로 상승했다. 리쥬란의 주요 수출 시장은 중국이며, 아시아 및 중남미 지역 등 다양한 국가로 뻗어나가고 있다. 특히 4Q24 의료기기(주로 리쥬란) 해외 비중이 31.9%(YoY+6%p) 수준으로 증가했다. 2025년에는 동유럽·일본·동남아 매출 확대를 기반으로 40%대 초반에 이를 것으로 전망되며, 미국과 서유럽 시장 진출이 본격화되면 40% 이상을 안정적으로 유지할 가능성이 크다. 향후 선진국 시장의 높은 ASP 효과가 더해지면 외형 성장과 이익률 상승이 동시에 이루어져 멀티플 리레이팅이 기대된다.

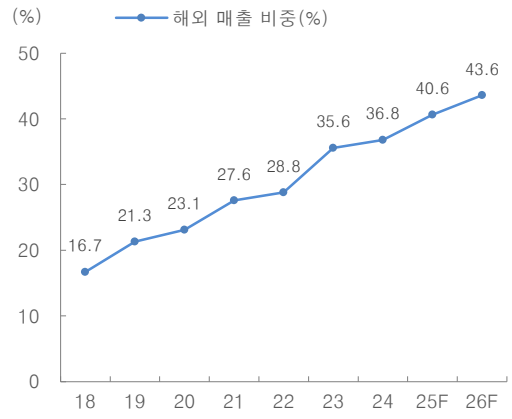
FDA·CE-MDR 등 핵심 인허가를 발판으로 높은 ASP 시장에 진출하면 외형 성장+밸류에이션 재평가 기대

[기존 시장: 아시아·중화권] 동남아(싱가포르·말레이시아·인도네시아 등)에서 조기에 인허가를 취득한 리쥬란은 태국·베트남에서 매출이 빠르게 늘고 있다. 태국은 의료미용 인프라와 한국형 시술 수용도가 높아 확산 속도가 빠르며, 베트남은 젊은 인구층을 중심으로 미용 수요가 급증해 높은 성장세가 예상된다. 중국은 2등급 의료기기로 일부 허가를 받았고 3등급 정식 허가 시 병행수입 리스크가 줄어 안정적 시장 안착이 가능할 것으로 전망된다. 일본은 올해 영업력 확대에 따라 가시적 매출 상승이 기대되며 시장 신뢰가 확보되면 재구매율도 높아질 것으로 보인다.

[신규 시장: 호주·중동·중남미] 호주는 영어권 선진국 시장으로 미국 진출 전 교두보 역할이 기대된다. 중동(UAE·사우디 등)은 고소득층 위주의 시술 수요가 커 2025년 일부 지역에서 본격적인 매출이 예상된다. 중남미(멕시코·칠레·브라질 등)도 K-뷰티 붐을 타고 필러·스킨부스터 시장이 빠르게 확대되고 있으며, 현재 인허가 절차가 진행 중이다.

[유럽 및 미국 진출] 유럽은 2024년 12월 CE-MDR 인증을 획득해 EU 27개국에 판매할 수 있게 되었고, 2025년부터 동유럽을 시작으로 서유럽까지 본격 판매가 확대될 전망이다. 이미 주사 시술이 대중화된 환경에서 리쥬란 수요도 빠르게 증가할 것으로 보인다. 세계 최대 의료미용 시장인 미국은 FDA 승인 획득이 핵심 과제다. 2025~2026년 임상·허가 신청을 진행한 뒤, 2026년 말에서 2027년 초 사이 승인될 가능성이 거론된다. 승인이 완료되면 높은 ASP를 통해 매출이 큰 폭으로 확대될 것으로 기대된다.

그림 101. 파마리서치 해외 매출 비중 추이



자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

그림 102. 해외 인허가 현황 (리쥬란)

자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

탄탄한 재무와 CVC 투자를 통한 실탄 확보, 해외 M&A 글로벌 공략 가속화

부채비율 20% 이하 연 600억 OCF의 무차입 경영

2016년 이후 2023년 3분기까지 자산을 1,000억원대에서 6,000억원대로 확대하면서도 부채비율을 20% 이하로 안정적으로 유지해 왔다. 차입금 대비 현금 비중이 높아 사실상 무차입 경영에 가깝고, 매년 약 600억원의 영업현금흐름(OCF)을 창출해 투자와 배당을 동시에 수행할 수 있는 여력을 갖추었다. 잉여현금흐름(FCF) 역시 꾸준히 플러스 상태를 유지함으로써 R&D, 설비 투자, 해외 지사 설립뿐 아니라 M&A나 추가 배당을 추진하는 데에도 부담이 크지 않다. 여기에 CVC 투자 유치를 통한 추가 자본확충까지 이뤄질 경우 재무구조가 한층 더 탄탄해졌다.

CVC의 자금 유치로 R&D 파이프라인 강화+ M&A로 글로벌 진출 시점을 대폭 앞당기는 전략

지난해 하반기 CVC로부터 약 2,000억원 규모의 RCPS 투자를 유치하며 자본을 확충했다. 이 자금은 크게 두 가지 방향으로 활용될 예정이다.

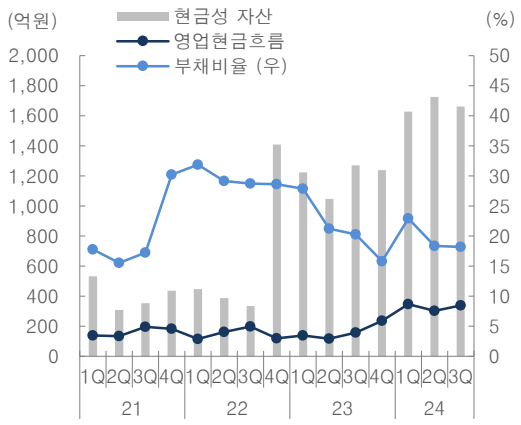
첫째, 해외 유통망 강화를 위한 M&A 자금으로 투입된다. 유럽 혹은 미국 현지의 유통사나 R&D 역량을 보유한 기업을 인수·합병함으로써, 현지 영업·유통 채널을 빠르게 확보할 계획이다. 둘째, R&D 관점에서 제품 파이프라인을 보강한다. 기존 톡신·필러·스킨부스터 외에도 신규 미용기기나 코스메틱 라인업을 확보해 포트폴리오를 다변화하고, 글로벌 에스테틱 시장에서의 경쟁력을 한층 높일 방침이다.

특히 CVC가 보유한 글로벌 병·의원 네트워크를 활용하게 되면서 해외 시장 진입 장벽이 낮아지고 실적 성장 속도도 빨라질 것으로 기대된다. 당초 5~7년 이상 소요될 것으로 예상되던 유럽 진출 일정을 약 2.5년으로 크게 단축할 수 있다고 판단한다.

원래부터 M&A에 관심이 많았고, 앞으로도 좋은 회사를 인수합병 할 것

동사는 원래부터 약 2,000억원대의 현금성 자산을 보유하면서 무차입 수준의 흑자경영을 이어 왔는데, 여기에 CVC로부터 추가로 2,000억원을 유치함으로써 한층 적극적인 M&A가 가능해졌다. 실제로 동사는 과거에도 바이오씨앤디(톡신, 2018년), 메디코슨(미용의료기기, 2021년), 씨티씨바이오(제약), 튜링바이오(AI 디지털 헬스케어) 등 다양한 분야에서 지분투자 및 인수합병을 꾸준히 진행해 왔으며, 이를 통해 제품 포트폴리오를 지속적으로 확장해 왔다. 앞으로 진행될 M&A는 자사의 핵심 제품인 '리쥬란(스킨부스터)'의 해외 진출을 가속화하고, 글로벌 유통망을 조기에 확보해 수출 시장 공략을 앞당기는 데 집중될 것으로 예상된다.

그림 103. 탄탄한 재무와 무차입 경영 지속



자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

그림 104. 파마리서치 주요 M&A 현황

일시	회사명	인수가	비고
2017 년	바이오씨앤디 (파마리서치바이오)	257 억원	톡신 확보
2018 년	에스트라 필러사업부문	51 억원	19 년 인수 취소됨
2021 년	메디코슨	100 억원	홈케어 미용기기 리쥬리프 론칭
2022 년	플루토	100 억원	의약품 연구 역량
2022 년~	씨티씨바이오	지분 투자 (약 500 억원)	최대주주 지분 확보 경영권분쟁 이슈종결
2024 년	튜링바이오	29 억원	디지털 헬스케어

자료: 산업 자료, 대신증권 Research Center

스킨부스터 리쥬란과 화장품(리쥬란 코스메틱)의 시너지 효과

스킨부스터를 통해 쌓인 브랜드 신뢰도가 화장품 판매를 촉진하고, 화장품 인지도 상승이 다시 스킨부스터 수요 확대로 이어지는 선순환

리쥬란 코스메틱은 파마리서치가 독자적으로 축적해온 생체 재생 기술과 제형 연구 역량을 결합해 탄생한 메디컬 코스메틱 브랜드다. 핵심 성분인 c-PDRN은 연어 유래 PDRN을 미세 가공한 것으로, 높은 순도와 안정성을 확보함과 동시에, 피부 흡수율과 세포 재생 효과를 극대화한 것이 특징이다. 파마리서치는 해당 성분에 대한 다수의 임상 자료와 특허를 보유하고 있어, 국내·외 시장에서 차별화된 경쟁력을 인정받고 있다.

애초에는 스킨부스터 시술(리쥬란 힐러) 후 손상된 피부의 빠른 회복을 돕기 위해 개발된 제품군이지만 "시술+사후 관리" 개념이 자리 잡으면서, 고기능 화장품 시장에서 폭발적인 수요 증가를 일으켰다. 병·의원 시술 경험을 통해 브랜드 신뢰도가 높아진 고객들이, 일상적인 홈케어를 위해 앰플·크림·마스크팩·경구형 이너뷰티 등 다양한 리쥬란 화장품을 찾게 되는 선순환 구조가 확립된 셈이다. 이에 화장품 부문 매출 비중은 2018년 9% 수준에서 2024년에는 약 22%로 뛰어올랐고, 특히 2Q23~1Q24 기간에는 전년 대비 평균 65%라는 고성장률을 이어갔다.

기능성·고급화 전략으로 부가 사업에서 주력 성장 동력으로 전환

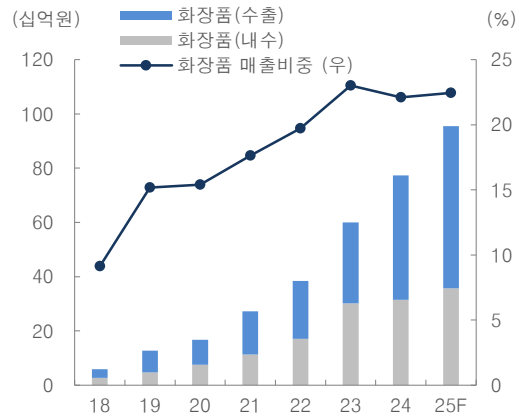
국내 시장에서는 면세점·H&B 스토어·온라인 자사몰·홈쇼핑 등으로 판로를 확장하며, 해외 관광객 유입이 늘어나는 추세와 맞물려 내수 및 면세 매출이 다시 회복국면에 들어섰다. 일본·동남아 지역에서는 병·의원의 리쥬란 힐러 시술이 늘어남과 동시에 코스메틱 라인도 함께 소개되어, 현지에서도 시술 시 보조적 스킨케어라는 인식이 자리 잡고 있다. 중국 시장 역시 온·오프라인 마케팅을 적극적으로 펼치면서, 3분기에 주춤했던 부분이 4분기에 반등하는 모습을 보였다

무엇보다, 의료기기(스킨부스터) 부문을 통해 쌓은 높은 신뢰도와 의사·병원 측 추천이 화장품 매출 증대로 이어지는 구조는 파마리서치만의 독보적인 경쟁력이다. 이로써 회사 전체 사업 포트폴리오가 의료기기 편중에서 벗어나 좀 더 안정적인 매출 기반을 갖추고 있고, 화장품 부문이 빠르게 성장할수록 전체 외형 성장을 가속할 수 있다. 리쥬란 코스메틱은 시술 후 홈케어라는 시장 트렌드를 선도하며, 브랜드 가치를 지속적으로 높여줄 핵심 성장동력으로 자리매김 중이다.

그림 105. **리쥬란 코스메틱:올리브영 어워즈 2년 연속 수상**

자료: CJ 올리브영, 대신증권 Research Center

그림 106. **파마리서치 화장품 사업 매출액 추이 및 비중**



자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

[RISK Factor] 스킨부스터 경쟁부터 급여 축소, 미국 진출 불확실성

스킨부스터 제네릭·유사제품 등장으로 경쟁 심화

스킨부스터 시장은 최근 가파른 성장세로 인해 후발주자(제네릭·유사 제품)들의 진입이 늘어나고 있다. 파마리서치의 리쥬란은 오리지널 PN 기반 스킨부스터로 프리미엄 이미지를 구축해 왔으나, 저가형 제품들이 빠르게 시장에 퍼지면 의료기관 및 환자 입장에서 가격 대비 효능을 비교해 대체품을 선택할 가능성이 커진다. 이에 따라 리쥬란 점유율이 하락하거나, 브랜드 파워 유지를 위한 추가 마케팅·프로모션 비용 부담이 늘어날 수 있어 외형 성장이 둔화되고 수익률도 떨어질 우려가 있다.

FDA 승인된 국내 필러 전례가 없어 해외 진출 지연 가능성

미국 시장에 진출하려면 FDA의 까다로운 인허가 절차를 통과해야 하는데, 국내에서 필러나 유사 에스테틱 제품이 FDA 승인을 받은 전례가 거의 없다. 이로 인해 예상치 못한 추가 임상시험이나 서류 보완 요구가 발생하면 실제 출시 시점이 크게 늦어질 수 있다. 글로벌 업체(갈더마, 엘러간 등)가 이미 FDA 승인 제품을 판매하며 시장을 선점하고 있는 만큼, 파마리서치가 뒤늦게 진입한다면 시장점유율 확보에 더 많은 시간과 자원이 투입될 수 있다.

25년 하반기 콘쥬란 급여 축소 리스크

관절강 주사제 '콘쥬란'은 2025년 7월로 예정된 건강보험 급여 기준 변경에 따라, 보험 적용 범위가 크게 줄어들 가능성이 있다. 만약 본인 부담률 인상이나 투여 횟수 제한이 실제로 시행되면 환자 부담이 늘어나 처방량이 감소할 수 있고, 최악의 경우 연간 200억 원 수준의 매출이 급감할 우려가 있다. 파마리서치는 이에 대비해 본안 소송과 가처분 신청을 진행하며 시행 시점을 늦추려 하고 있지만, 그 결과에 따라 매출 감소 폭이 달라질 전망이다. 이와 같은 리스크는 단기 실적 변동성을 크게 높일 수 있다.

주가 급등 후 성장 둔화 시 이익실현 매물 가능

최근 주가가 빠르게 상승하며 높은 밸류에이션을 반영하고 있는 상황에서 만약 단기적으로 실적 성장세가 꺾이거나 기대치를 밑돌면 시장에서는 차익 실현 매물이 나올 수 있다. 높은 밸류에이션을 정당화하기 위해서는 지속적인 매출 성장과 이익 개선이 동반되어야하고 만일 분기 실적이나 수출 데이터가 예상보다 부진할 경우 주가가 부진할 수 있다.

표25. **파마리서치 리스크 요인**

리스크 요인	설명 (핵심 요점)	잠재적 영향
1. 스킨부스터 경쟁 심화	– 후발주자(제네릭·유사 제품) 급증. 비알팜 '리제반', 바임 '리즈네', 다른 양식 송어 PN 등 – 가격 경쟁으로 리쥬란의 프리미엄 지위 약화 우려 – 유사 효능의 저가품 채택 가능성	– 점유율 하락, 매출 성장 둔화 – 단독 스킨부스터 이미지 희석으로 ASP 인하 – 마케팅·판관비 증가로 OPM 감소
2. 주가 급등 → 성장 둔화 시 차익실현 매물 가능	– 최근 주가 큰 폭 상승. 12 개월 기준 +259.3% 상승 – 컨센서스가 높아진 상황에서, 분기 실적 미스 시 차익실현	– 주가 변동성 확대
3. FDA 승인 국내 필러 전례 부재 → 해외 진출 지연 가능	– 현재 국내 제조 필러(또는 PN 기반 스킨부스터)가 FDA 최종 승인을 받은 사례가 거의 없음 – 글로벌 TOP3(Allergan, Galderma, Merz 등) 대비 후발주자로 인식되어 MS 확보가 어려워질 가능성	– 해외 매출 발생 시점 지연 – 글로벌 빅파마와 경쟁 시 브랜드 파워 부족으로 홍보·할인 등 비용 증가
4. 콘쥬란 급여 축소 리스크	– 2025 년 7 월 급여 기준 변경 예정. 회사는 본안 소송 및 가처분 신청 중 – 건강보험 본인부담률 인상(예: 80%→90%), 투여 횟수 제한 등 – 환자 부담 증가로 처방량 감소 예상	– 단기 실적 변동성: 분기 매출 40~50 억원, 연간 200 억원대 타격 우려

자료: 대신증권 Research Center

IV. 실적 전망

연평균 30% 이상 성장하며 매년 사상 최대 매출 경신

리쥬란 등 의료기기(110억→1,361억)와 화장품(90억→600억)이 성장 주도, 최근 3년간 수출 190% 확대

파마리서치는 2017년 545억원에서 2023년 2,610억원까지 연평균 30% 이상 고성장하며 매년 사상 최대 매출을 경신하였다. 의료기기('리쥬란')는 2017년 110억원에서 2023년 1,361억원으로 확대되어 핵심 사업이 되었고, 화장품 부문도 90억원에서 600억원까지 성장해 전체 매출 비중이 꾸준히 상승하였다. 내수뿐 아니라 해외 매출 비중도 빠르게 늘어 최근 3년간 수출은 190% 증가해 내수 증가율(66%)을 크게 상회하였다.

PM 73%, OPM 35%, 부채비율 15.8%, ROE 19.7%로 수익성과 재무구조가 모두 견고

고마진 제품 비중 확대로 GPM은 2019년 60%에서 2023년 73%로 높아졌고, OPM 역시 2018년 14%에서 2023년 35%로 개선되었다. 부채비율은 2017년 3.8%에서 2023년 15.8%로 낮은 수준을 유지하며, 영업활동현금흐름이 매년 순이익 이상의 현금을 창출한다. ROE 또한 2020년 14.4%에서 2023년 19.7%로 상승해 자본 대비 이익창출력이 강화되었다. 전반적으로 고성장과 안정적 재무구조가 결합된 우량 성장 기업으로, 향후에도 경쟁력 있는 제품을 기반으로 성장세와 수익성을 지속할 것으로 보인다.

표26. 파마리서치 Historical 연간 실적 및 주요 지표 추이 (단위: 십억원, %)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	**54.5**	**64.3**	**83.9**	**108.7**	**154.1**	**194.8**	**261.0**
YoY (%)	*19%*	*18%*	*30%*	*30%*	*42%*	*26%*	*34%*
내수	39.8	53.5	66.0	83.6	111.6	138.7	168.2
수출	14.7	10.7	17.9	25.1	42.5	56.1	92.8
의약품	33.8	42.6	39.7	39.1	44.4	45.6	54.5
의료기기	11.0	13.7	28.8	50.0	76.3	102.0	136.1
화장품	9.0	5.9	12.7	16.8	27.2	38.4	60.0
기타	0.6	2.1	2.6	2.9	6.3	8.7	10.3
매출총이익	**36.1**	**38.2**	**50.1**	**72.9**	**108.3**	**141.5**	**190.3**
YoY (%)	*17%*	*6%*	*31%*	*45%*	*49%*	*31%*	*34%*
총이익률	66%	59%	60%	67%	70%	73%	73%
영업이익	**14.8**	**8.7**	**19.1**	**33.4**	**52.5**	**65.9**	**92.3**
YoY (%)	*5%*	*-41%*	*119%*	*75%*	*57%*	*26%*	*40%*
영업이익률	27%	14%	23%	31%	34%	34%	35%
세전이익	**15.4**	**14.4**	**18.5**	**39.5**	**56.0**	**54.0**	**100.7**
YoY (%)	*-11%*	*-7%*	*29%*	*113%*	*42%*	*-4%*	*86%*
세전이익률	28%	22%	22%	36%	36%	28%	39%
당기순이익	**12.5**	**11.3**	**14.9**	**32.5**	**46.8**	**43.4**	**77.3**
YoY (%)	*-9%*	*-10%*	*32%*	*119%*	*44%*	*-7%*	*78%*
당기순이익률	23%	18%	18%	30%	30%	22%	30%
주당순이익(EPS)	1,369	1,508	1,739	3,387	4,653	4,013	7,481
YoY (%)	*-6.4%*	*8.8%*	*16.9%*	*94.7%*	*37.3%*	*-13.8%*	*86.1%*
ROE (%)	7.4%	7.7%	8.2%	14.4%	17.0%	12.5%	19.7%
부채비율 (%)	3.8%	18.0%	18.2%	21.0%	30.2%	28.6%	15.8%
영업현금흐름	8.6	5.2	19.3	32.4	65.3	59.4	64.9
기말/기초 현금증감	-0.6	4.1	-1.4	7.0	15.0	31.3	-5.7
연평균 PER	29.5	30.3	21.3	15.4	16.6	18.3	14.2
연평균 PBR	2.2	2.3	1.8	2.2	2.6	2.2	2.6
연평균 EV/EBITDA	18.6	29.0	12.3	11.5	11.5	8.6	9.6
PEG	-4.6	3.4	1.3	0.2	0.4	-1.3	0.2

자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

25 년 실적 전망: 스킨부스터·화장품 성장에 톡신 가세

24년:스킨부스터와 화장품의 고성장으로 매출:3,497억(+34%) OP:1,259억(+36%) 기록

2024년 매출액 3,497억원(YoY+34%), 영업이익 1,259억원(YoY+36%, OPM 36%)을 달성했다. 사업부별로 의약품 매출이 649억원(+18.4%), 의료기기는 1,936억원(+39.4%), 화장품은 774억원(+32.3%), 기타가 138억원(+56.1%)으로 모두 성장세를 보였다. 특히 리쥬란 힐러·HB 등 스킨부스터 라인이 내수 시장에서 전년 대비 약 40% 이상 성장하면서 의료기기 매출 증가를 견인했다. 수출 비중도 일본·동남아뿐 아니라 일부 중동·중남미 국가 진출 효과로 작년보다 약 +11%p 늘어, 의료기기 전체 매출의 절반가량을 차지했다. 화장품 부문 역시 면세점·올리브영 등 국내 채널 확장과 스킨부스터 시술 후 사후관리 수요 증가로 전년대비 30%대 고성장을 이어갔다.

25년: 해외 수출 확대, 톡신 가세로 매출:4,255억(+22%), OP:1,622억(+29%) 전망

2025년 매출액 4,255억원(YoY+22%), 영업이익 1,622억원(YoY+29%, OPM 38%)으로 추정한다. 성장을 이끄는 사업부는 스킨부스터를 중심으로 한 의료기기 수출(YoY+47%)과 화장품 수출(YoY+30%)이며 수출 비중 확대로 OPM은 전년 대비 상승 전망한다.

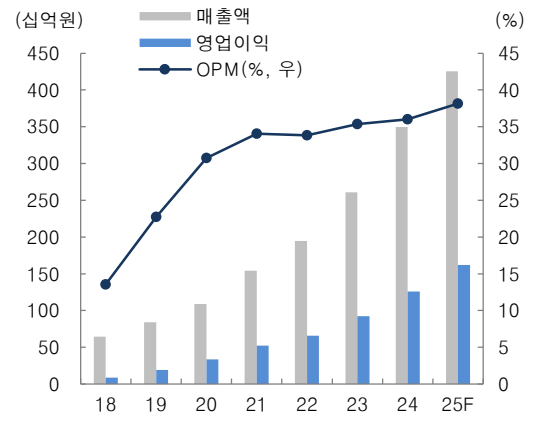
스킨부스터 부문은 작년 말 CE-MDR 인증 이후 동유럽→서유럽으로 수출 권역을 넓히고, 일본·중국·동남아 등 기존 아시아 시장에서도 병·의원 네트워크를 바탕으로 지속적인 매출 증가가 예상된다. 화장품은 스킨부스터 시술 후 관리 수요에 힘입어 국내 면세·H&B 채널뿐 아니라 중화권·동남아·중동 등에서 매출 비중이 더욱 커질 것으로 보인다. 또한 2024년 2월 국내 허가를 획득한 톡신(리엔톡스)이 2025년부터 본격적으로 매출에 반영되고, 리쥬란 힐러·HB와의 패키지 시술을 활용한 영업 전략이 추가적으로 100억원 안팎의 매출 상승을 견인할 것으로 전망된다.

표27. 파마리서치 분기 및 연간 실적 추정 (단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024P	2025F	2026F
매출액	**74.7**	**83.1**	**89.2**	**102.6**	**94.9**	**105.0**	**106.9**	**118.7**	**261.0**	**349.7**	**425.5**	**500.5**
YoY (%)	*35%*	*24%*	*30%*	*47%*	*27%*	*26%*	*20%*	*16%*	*34%*	*34%*	*22%*	*18%*
내수	48.8	51.7	56.9	63.7	56.5	61.8	64.5	69.8	168.2	221.0	252.6	282.4
수출	**26.0**	**31.5**	**32.3**	**38.9**	**38.3**	**43.2**	**42.4**	**48.9**	**92.8**	**128.6**	**172.9**	**218.1**
의약품	16.3	17.9	16.1	14.2	17.9	19.0	18.4	16.1	54.5	64.5	71.5	84.9
의료기기	**38.4**	**43.0**	**50.7**	**61.5**	**52.4**	**58.6**	**62.1**	**72.9**	**136.1**	**193.5**	**246.1**	**294.7**
내수	28.1	31.4	36.0	41.9	35.1	39.1	41.9	47.5	95.0	137.4	163.7	188.2
수출	**10.3**	**11.6**	**14.7**	**19.6**	**17.3**	**19.5**	**20.1**	**25.5**	**41.2**	**56.2**	**82.4**	**106.5**
화장품	17.7	19.9	16.9	22.8	21.7	24.1	23.2	26.5	60.0	77.3	95.5	108.0
내수	8.2	8.6	5.9	8.8	8.0	9.1	8.5	10.1	30.1	31.4	35.8	39.3
수출	9.5	11.3	11.1	14.0	13.7	15.0	14.7	16.3	29.9	45.9	59.7	68.7
기타	2.3	2.3	5.5	4.2	2.8	3.3	3.2	3.1	10.3	14.3	12.4	12.9
매출총이익	**51.8**	**59.2**	**64.6**	**75.3**	**68.8**	**77.4**	**78.1**	**86.5**	**190.3**	**250.9**	**310.7**	**357.6**
YoY (%)	28%	19%	28%	52%	33%	31%	21%	15%	34%	32%	24%	15%
총이익률	69%	71%	72%	73%	73%	74%	73%	73%	73%	72%	73%	71%
영업이익	**26.7**	**30.8**	**34.9**	**33.6**	**36.5**	**39.4**	**41.5**	**44.8**	**92.3**	**125.9**	**162.2**	**183.5**
YoY (%)	31%	15%	14%	-4%	9%	8%	5%	8%	40%	36%	29%	13%
영업이익률	36%	37%	39%	33%	38%	38%	39%	38%	35%	36%	38%	37%
세전이익	**23.3**	**38.0**	**31.0**	**23.6**	**37.7**	**41.5**	**43.9**	**44.0**	**100.7**	**115.8**	**167.1**	**178.3**
YoY (%)	1.9%	63.1%	-9.5%	16.0%	61.9%	9.3%	41.6%	86.8%	86%	15%	44%	7%
세전이익률	31%	46%	35%	23%	0%	0%	0%	0%	39%	33%	39%	36%
당기순이익	**18.3**	**28.7**	**25.5**	**16.5**	**29.3**	**32.3**	**34.2**	**34.3**	**77.3**	**89.1**	**130.1**	**143.6**
YoY (%)	0%	89%	-10%	-35%	77%	10%	6%	0%	78%	15%	46%	10%
당기순이익률	24%	35%	29%	16%	31%	31%	32%	29%	30%	25%	31%	29%

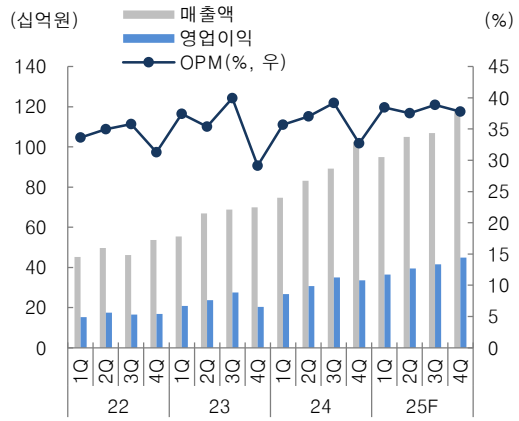
자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

그림 107. 연간 매출, 영업이익, 영업이익률



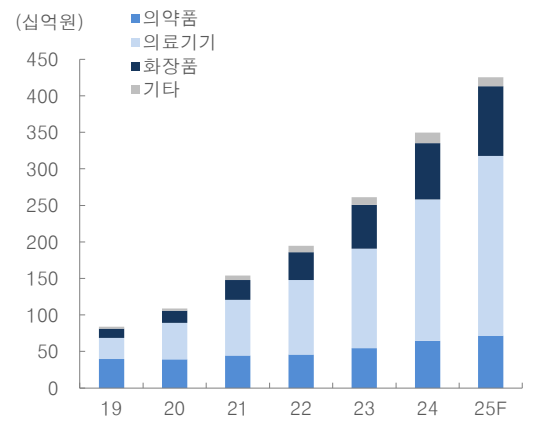
자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

그림 108. 분기 매출, 영업이익, 영업이익률



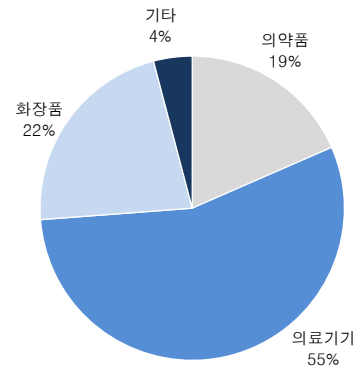
자료: 파마리서치 대신증권 Research Center

그림 109. 사업부별 매출 추이 (연간)



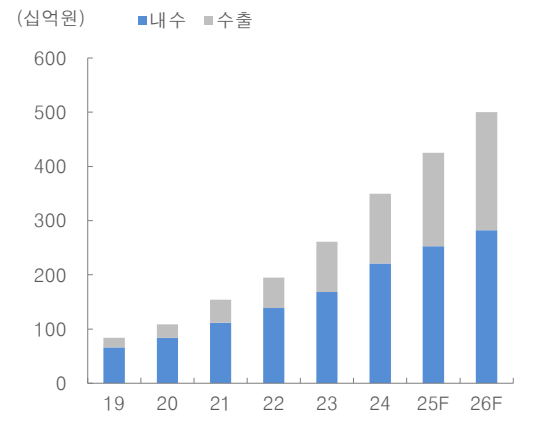
자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

그림 110. 사업부별 매출 비중 (2024 년)



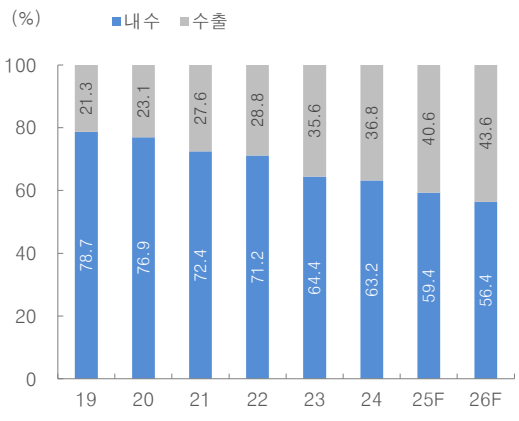
자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

그림 111. 지역별 매출 추이 (연간)



자료: 파마리서치 대신증권 Research Center

그림 112. 지역별 매출 비중 추이 (연간)



자료: 파마리서치 대신증권 Research Center

V. 밸류에이션 및 투자의견

글로벌 스킨부스터 선도주자, 고성장 지속 vs. 밸류 부담

선진 시장 진출 시 멀티플 상향 여지, 호실적 유지가 관건

파마리서치에 대해 투자의견 'MarketPerform'와 목표주가 340,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2025F 추정 EPS(RCPS 희석 기준) 11,021원에 Peer(휴젤·클래시스·갈더마) 평균 멀티플을 산출한 뒤 글로벌 파이프라인 진입 장벽 차이를 감안해 5% 할인(약 30.9배)해 적용했다.

스킨부스터와 화장품 수출이 꾸준한 고성장을 이어가는 가운데, 2025년부터 톡신 매출까지 본격 가세해 매출액과 영업이익이 각각 22%, 29% 증가할 것으로 전망된다. 부채비율이 낮고 연 600억원 이상의 영업현금흐름(OCF)을 창출해 재무 안정성이 높으며, 2,000억원 규모의 CVC 투자로 해외 M&A와 유통망 확보가 가속화될 가능성도 긍정적이다. 다만, 최근 주가가 빠르게 상승해 이미 PER 30배 안팎에 도달했기 때문에, 분기 실적이나 수출 데이터가 기대에 못 미칠 경우 차익실현 매물이 출회될 위험이 있다.

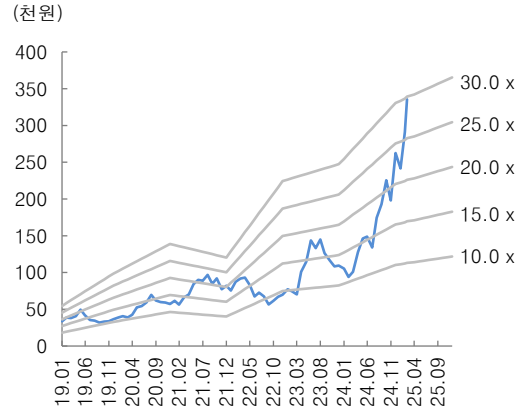
현재 실적에 대한 기대감이 높아 어닝 서프라이즈가 나오지 않으면 밸류에이션 부담이 부각될 수 있다. 향후 미국·유럽 등 선진 시장 진출이 가시화될 경우 멀티플 상향(35배 이상)도 가능하나, 지금보다 높은 밸류에이션을 유지하려면 분기별 실적 개선과 대형 시장 진출에 대한 구체적 청사진이 뒷받침되어야 한다고 판단한다.

표28. 파마리서치 목표주가 산출 (단위: 원, 배)

	내용	비고
2025F EPS (원)	12,396	
2025F 희석 EPS(원)	11,021	CVC 그룹 투자 RCPS 117 만주 희석 반영
Target Multiple(배)	30.9	Peer(휴젤·클래시스·갈더마) 25F 평균 멀티플 5% 할인
목표가(원)	**340,000**	기본 EPS 로 계산 시 38 만원(Upside+16%)
현재주가(원)	330,000	2025/03/24 종가 기준
Upside(%)	4.0%	

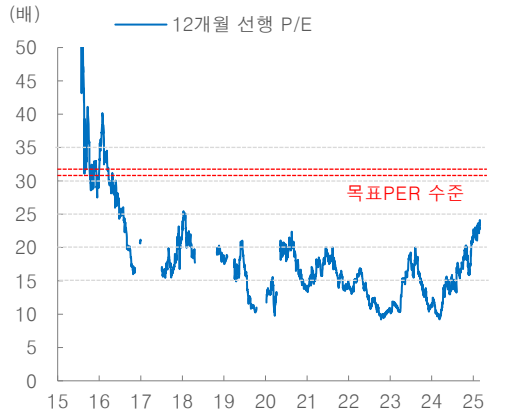
주: 글로벌 피어 평균 / 자료: 대신증권 Research Center

그림 113. 파마리서치 12MF 선행 PER Band



주: 당사 추정치 기준, PER 값은 RCPS를 반영하지 않은 기본 EPS 기준
자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

그림 114. 파마리서치 12MF PER 추이(컨센 기준)



주: 컨센서스 기준, 위 PER값은 RCPS를 희석한 EPS와 기본 EPS가 혼재
자료: 퀀티와이즈, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

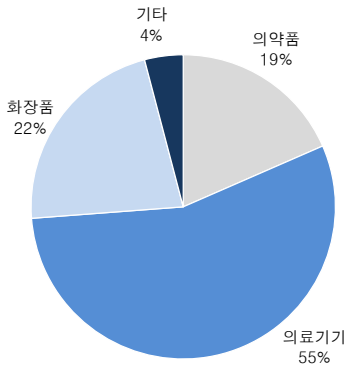
- 2001년 설립, 2015년 KOSDAQ 상장. PDRN 및 PN 제조기술 기반 재생의학 솔루션 제공: 근골격계 질환, 항노화산업 안면미용
- 주요사업: 의약품(PDRN/PN 기반 주사제, 점안액) 의료기기(관절강주사 콘쥬란, 스킨부스터 리쥬란), 화장품 등
- 설립자 정성재, 최대주주 베인캐피탈, 대표이사 백승한
- 자산 8,557억원, 부채 2,862억원, 자본 5,695억원 (24년 기준) (발행주식 수: 10,509,600) *RCPS 117만주

주가 변동요인

- (+) 해외 인허가 획득 및 해외매출 증가, 톡신 매출 본격화, 수출입 데이터 성장
- (-) 해외 진출 지연, 수출입 데이터 역성장, 실적 역성장

자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

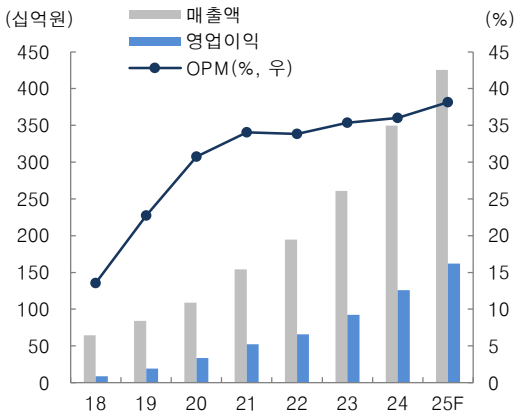
사업부별 매출 비중



주: 2024년 기준
자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

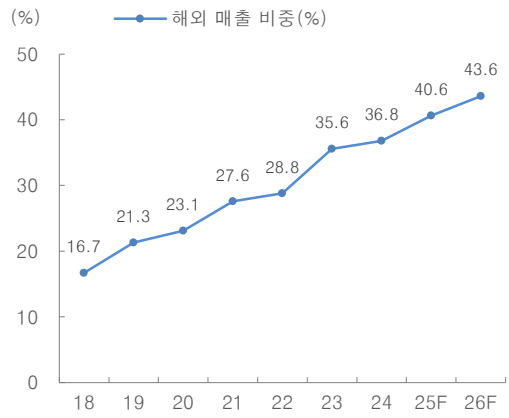
Earnings Driver

매출, 영업이익, 영업이익률



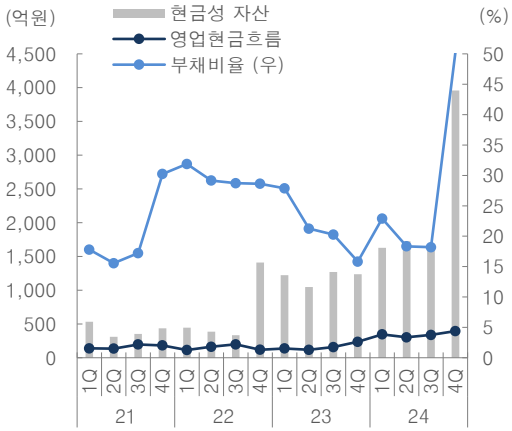
자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

파마리서치 해외 매출 비중 추이



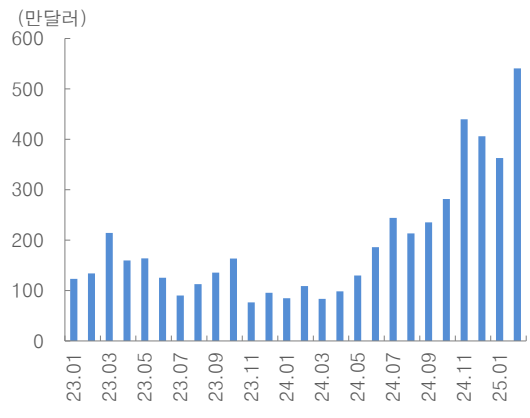
자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

탄탄한 재무와 무차입 경영 지속



주: 4Q24 RCPS 관련 부채 약 2,000억원 계상
자료: 파마리서치 대신증권 Research Center

기타화장품(필러, 리쥬란 포함) 수출액 현황(강원 강릉시)



주: HSCODE: 3304.99.9000. 강원 강릉시파마리서치 추정
자료: 관세청 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
매출액	195	261	350	425	501
매출원가	53	71	99	115	143
매출총이익	142	190	251	311	358
판매비와관리비	76	98	125	149	174
영업이익	66	92	126	162	183
영업이익률	33.8	35.3	36.0	38.1	36.7
EBITDA	77	104	142	180	199
영업외손익	-12	8	-10	5	-5
관계기업손익	-3	1	0	0	0
금융수익	8	18	19	16	11
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-12	-6	-5	-2	-2
외환관련손실	1	2	1	1	1
기타	-5	-4	-25	-9	-14
법인세비용차감전순손익	54	101	116	167	178
법인세비용	-11	-23	-27	-37	-35
계속사업순손익	43	77	89	130	144
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	43	77	89	130	144
당기순이익률	22.3	29.6	25.5	30.6	28.7
비지배지분순이익	3	1	1	1	1
지배지분순이익	41	77	88	129	142
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	39	79	89	130	144
비지배지분포괄이익	3	1	1	1	1
지배지분포괄이익	37	78	88	129	142

재무상태표 (단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
유동자산	247	256	303	395	520
현금및현금성자산	73	67	34	48	115
매출채권 및 기타채권	35	35	57	70	81
재고자산	24	50	61	77	78
기타유동자산	115	104	150	200	245
비유동자산	231	279	327	370	392
유형자산	118	123	144	165	181
관계기업투자금	12	17	21	25	29
기타비유동자산	101	139	163	181	182
자산총계	478	535	630	765	912
유동부채	54	66	77	86	93
매입채무 및 기타채무	21	19	20	21	22
차입금	16	0	0	0	0
유동성채무	0	0	2	4	4
기타유동부채	18	46	54	61	67
비유동부채	52	7	6	4	2
차입금	0	0	-1	-3	-4
전환증권	44	0	0	0	0
기타비유동부채	8	7	7	7	7
부채총계	106	73	82	90	95
지배지분	344	433	513	633	766
자본금	5	5	6	6	6
자본잉여금	158	175	175	175	175
이익잉여금	191	261	339	458	591
기타자본변동	-10	-8	-7	-7	-6
비지배지분	28	29	34	42	51
자본총계	372	462	548	675	817
순차입금	-119	-134	-140	-193	-308

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
EPS	4,067	7,569	8,561	12,396	13,695
PER	17.2	14.5	30.7	27.1	24.5
BPS	33,970	42,323	47,989	54,143	65,518
PBR	2.1	2.6	7.0	6.2	5.1
EBITDAPS	7,567	10,188	13,283	15,362	17,063
EV/EBITDA	8.1	9.8	24.1	18.8	16.4
SPS	19,260	25,506	32,704	36,410	42,832
PSR	3.6	4.3	10.3	9.2	7.8
CFPS	7,826	10,268	11,678	15,245	16,082
DPS	660	950	950	950	950

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	26.4	34.0	34.0	21.7	17.6
영업이익 증가율	25.6	40.0	36.5	28.8	13.1
순이익 증가율	-7.2	77.9	15.3	46.1	10.4
수익성					
ROIC	27.5	33.5	37.6	40.0	42.8
ROA	14.6	18.2	21.6	23.2	21.9
ROE	12.5	19.7	18.6	22.5	20.4
안정성					
부채비율	28.6	15.8	15.0	13.4	11.7
순차입금비율	-32.0	-28.9	-25.5	-28.6	-37.6
이자보상배율	17.2	30.9	37.8	159.8	189.1

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	59	65	76	126	150
당기순이익	43	77	89	130	144
비현금항목의 가감	36	28	36	48	44
감가상각비	11	12	16	17	16
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	25	16	20	31	28
자산부채의 증감	-10	-31	-28	-20	-8
기타현금흐름	-9	-9	-21	-32	-30
투자활동 현금흐름	-12	-45	-70	-80	-63
투자자산	33	-13	-4	-14	-11
유형자산	-17	-12	-20	-30	-25
기타	-28	-19	-47	-36	-27
재무활동 현금흐름	-9	-26	-33	-33	-35
단기차입금	-1	-15	0	0	0
사채	0	-2	-2	-2	-2
장기차입금	-1	0	0	0	0
유상증자	0	22	1	0	0
현금배당	-6	-8	-10	-10	-10
기타	-2	-24	-22	-22	-24
현금의 증감	31	-6	-33	14	68
기초 현금	42	73	67	34	48
기말 현금	73	67	34	48	115
NOPLAT	53	71	97	126	148
FCF	46	70	63	99	138

자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

Initiation

클래시스 (214150)

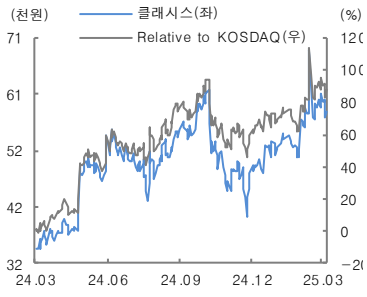
5년 뒤에 얼마나 커질지 기대된다

한송협 songhyeop.han@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 신규
6개월 목표주가	74,000 신규
현재주가 (25.03.24)	57,300
	의료 장비 및 서비스 업종

KOSDAQ	720.22
시가총액	3,753십억원
시가총액비중	1.02%
자본금(보통주)	7십억원
52주 최고/최저	69,100원 / 35,300원
120일 평균거래대금	222억원
외국인지분율	73.37%
주요주주	BCPE Centur Investments, LP 외 2인 72.95%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.7	19.8	5.2	64.3
상대수익률	6.9	11.3	9.5	106.5



- 미국, 유럽 진출 + 합병(EBD 라인업 완성)으로 25년 고성장 지속
- 포인트는 1) 볼뉴머 미국 실적 2)이루다 합병 시너지 3) 유럽 인증
- 고성장(신규 시장) + 고수익(소모품) 비즈니스 모델이 높은 멀티플 정당화

투자의견 매수(Buy), 목표주가 74.000원으로 커버 개시

TP는 2025F 추정 EPS 2,240원에 타겟 PER 33.1배 적용. 과거 성장기(2021~2022년) 12mF PER 상단 (약 30.1배)에 10% 할증. 과거 국내/신흥국 중심 성장만으로도 PER 30배 인정. 현재는 1) 미국/유럽 선진시장 진출 가속화 2) 이루다 합병으로 EBD 제품 라인업 완성. 고성장(신규 시장) + 고수익(소모품) 비즈니스 모델이 높은 멀티플 정당화

핵심 관전 포인트: 1) 볼뉴머 글로벌 판매 추이. 4Q24 FDA 승인받은 볼뉴머(Everesse)의 판매 실적이 핵심(파트너사 Cartessa) 2) 이루다 합병 시너지(비용 효율화, 이루다 제품 매출 성장) 3) 유럽 CE-MDR 인증(볼뉴머, MPT)

주요 리스크 요인: 1) 최대주주 매각 노이즈 2) 인허가 지연 3) 특허 분쟁

장비-소모품 선순환 + 미국, 유럽 진출 + M&A = 고성장 지속

장비→소모품 연계로 구축된 반복 매출(Recurring Revenue) 구조가 최대 강점. 설치 대수가 증가할수록 소모품 비중이 커지고 마진 개선. 기존 동남아·중남미 중심으로 빠른 성장을 했다면 25년은 대형 시장 진출 본격화 원년

이루다 합병으로 EBD 풀라인업 완성. 기존 HIFU, RF에서 mnRF, 레이저 등 라인업 다변화. 현금흐름을 감안하면 추가 M&A의 가능성은 열려있음

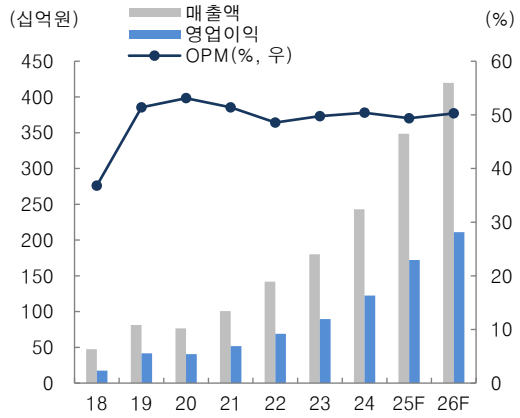
25년 매출액 3,486억원(YoY+44%), OP 1,721억원(+41%, OPM 49%) 전망. 볼뉴머 미국 매출 본격화와 이루다 매출 온기 반영이 외형 성장의 키포인트(별도 기준+28%). MPT, 볼뉴머의 유럽 승인 결과에 따라 추정치 변동 가능

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
매출액	142	180	243	349	420
영업이익	69	90	122	172	211
세전순이익	97	94	128	183	220
총당기순이익	75	74	102	147	174
지배지분순이익	75	74	102	147	174
EPS	1,164	1,146	1,576	2,240	2,654
PER	15.8	32.9	30.2	26.8	22.6
BPS	3,544	4,377	5,774	7,728	10,183
PBR	5.2	8.6	10.4	7.8	5.9
ROE	38.3	28.9	31.0	33.4	29.6

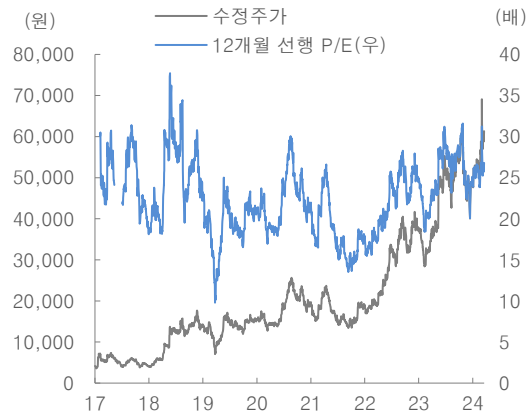
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 클래시스, 대신증권 Research Center

그림 115. 연간 매출, 영업이익, 영업이익률



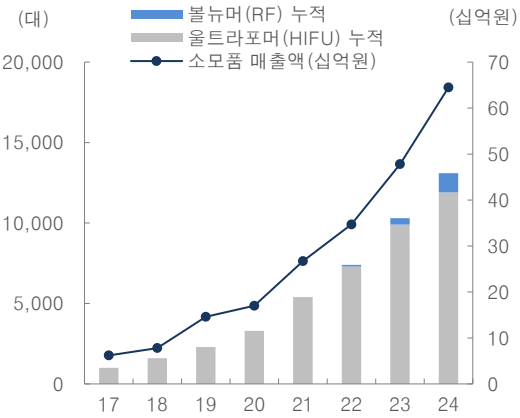
자료: 클래시스, 대신증권 Research Center

그림 116. 클래시스 수정주가와 12M Fwd PER 추이



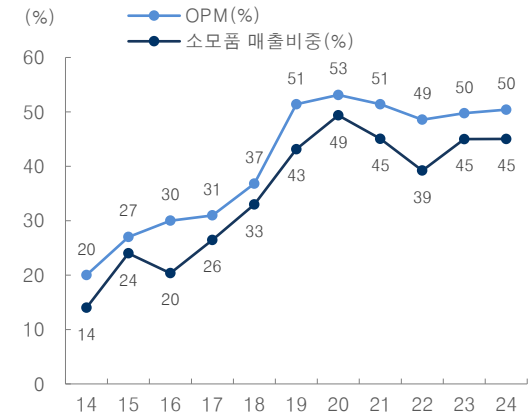
자료: 클래시스, 대신증권 Research Center

그림 117. 해외 미용장비 설치 및 소모품 매출 추이



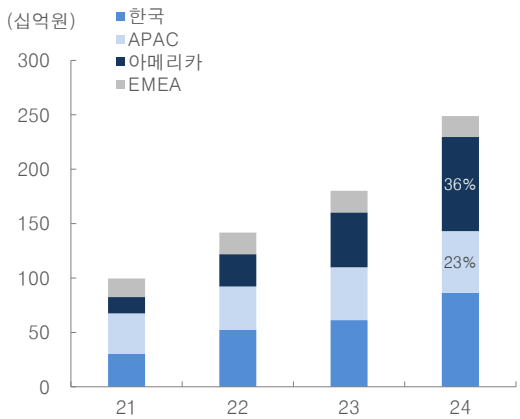
자료: 클래시스, 대신증권 Research Center

그림 118. 클래시스 연간 소모품 매출비중 & OPM 트렌드



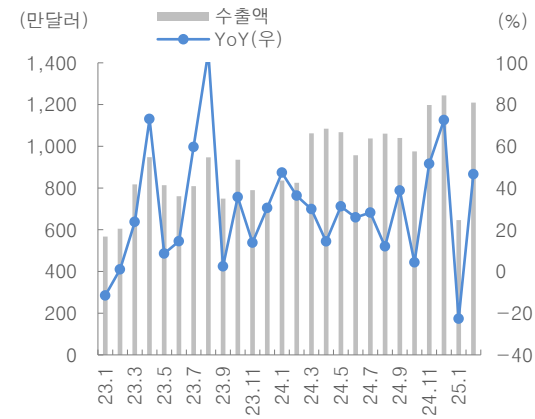
자료: 클래시스, 대신증권 Research Center

그림 119. 주요 지역 매출 비중 현황



자료: 클래시스, 대신증권 Research Center

그림 120. 미용기기 월별 수출액 현황 (서울 강남구)



주: HSCODE: 9018.90 서울 강남구(클래시스 추정)
자료: 관세청, 대신증권 Research Center

I. 기업 개요

미용의료기기(EBD) 글로벌 리더, 소모품 매출 증대와 신시장 개척으로 성장

EBD 풀라인업 완성, 합병 시너지로 2024년에도 매출·이익 고성장 지속

클래시스는 2007년에 설립된 글로벌 미용 의료기기 전문기업으로 병·의원용 브랜드 '클래시스(Classys)', 에스테틱 샵 전용 '클루덤(Cluederm)', 개인용 미용기기 및 화장품 브랜드 '슈링크RX(Shrink RX)', 그리고 화장품 브랜드 '스케덤(Skederm)' 등을 통해 집속초음파(HIFU)와 고주파(RF) 기술 기반 미용 의료기기부터 화장품까지 폭넓은 제품군을 보유하고 있다. 지난해 9월 이루다 합병을 통해 마이크로니들 RF·레이저 라인업까지 보유함으로써 EBD 풀라인업을 구축했다.

2024년 연결 기준 매출액은 2,429억원(YoY+35%), 영업이익은 1,225억원(YoY+36%)을 기록하였으며, 영업이익률은 50.4%로 높은 수준을 유지했다. 다양한 브랜드를 통해 에너지 기반 미용기기(EBD) 및 홈케어 제품 라인업을 지속적으로 확장하고 있으며, 매출 구성은 장비 부문('클래시스') 46%, 소모품 45%, 기타 9%로 이루어진다. 2024년 4분기부터 합병한 이루다 매출이 연결 반영되었고, 2025년 이루다 비중은 약 15% 정도일 것으로 전망된다.

슈링크·볼뉴머로 전 세계 70개국 공략

전 세계 70여 개국에 에너지 기반 미용 의료기기를 공급하며, HIFU 기반 '슈링크' 시리즈와 6.78MHz RF 의료기기 '볼뉴머'가 주력이다. 대표 모델인 슈링크는 HIFU 기술을 활용해 초음파 에너지를 피부 속 1.5~4.5mm 깊이에 전달, 열 응고점을 형성하여 피부 리프팅 효과를 내는 의료기기이다. 신제품 유니버스는 양방향 에너지 조사방식(MP Mode)으로 시술 시간을 단축했고, 초음파 핸드피스와 펜타입 카트리지를 통해 섬세하고 빠른 시술을 제공한다. 볼뉴머는 고주파 에너지를 피부에 조사해 콜라겐 수축·재생을 촉진하며, 수냉 쿨링 시스템과 자동 임피던스 감지 기능, 다양한 크기의 팁을 갖춰 시술 효율과 안전성을 높였다. 특히 볼뉴머는 2024년 4월 FDA 승인을 획득한 바 있다.

소모품 기반 반복매출 모델·강력한 마케팅 역량으로 OPM 50% 달성, 미·유럽·중국 공략 본격화

클래시스는 반복 소모품 수익 모델(Recurring revenue model)을 통해 장비 판매 후 카트리지를 지속 공급함으로써 안정적인 매출을 확보한다. 미용 시술 특성상 소모품 수요가 꾸준히 발생해 매출 예측이 용이하며 소모품 판매의 높은 마진율 덕분에 소모품 비중이 확대될수록 영업이익률도 동반 상승한다. 소모품 매출 비중이 2017년 26%에서 2024년 약 45%까지 증가하는 동안 OPM은 31%에서 50%로 증가했다.

연간 50편 이상의 임상 논문 발표, 200여 명의 KOL(Key Opinion Leader) 네트워크, 5,000명 규모의 유저 미팅, 1,000건 이상의 트레이닝 인증을 기반으로 세계 각지에서 마케팅·학술 활동을 전개하고 있다. 신제품 도입 시 효과적인 GTM(Go-To-Market) 전략을 수립하고, 대규모 광고(ATL)와 타깃형 유저 미팅(BTL), AIDA(Attention, Interest, Desire, Action) 최적화 등 다양한 방안을 병행하여 브랜드 인지도를 높인다.

이러한 역량을 토대로 브라질·동남아 등 기존 시장을 넘어, 미국·중국·유럽 등 대형 의료미용 시장에도 적극 진출하고 있다. 2024년부터 2028년까지 볼뉴머(미국명 'Everesse'), 울트라포머 MPT(슈링크 유니버스의 수출명), 시크릿 맥스 등을 순차 출시해 글로벌 시장 지배력을 강화할 것이며, 이를 통해 2028년까지 미국, 유럽, 중국에 제품을 본격 공급한다는 계획이다.

II. 주가 히스토리 및 주요 이벤트

클래시스 성장 스토리: 장비·소모품 결합과 글로벌로 이어가는 고마진 구조

박스권을 벗어나게 만든 슈링크 인지도 급상승과 소모품 매출 확대, OPM 개선의 시작

클래시스는 코스닥 SPAC합병으로 17년 말 상장한 뒤 약 1년간 박스권에서 주가가 등락했으나, 2018년 3분기부터 시작된 실적 서프라이즈가 연속 이어지며 추세적 상승 전환에 성공했다. 이 시기 HIFU 리프팅(슈링크)에 대한 인지도가 예능·웹예능 프로그램 등을 통해 급상승했으며, 시술 후 반복 구매가 필요한 소모품(카트리지) 비중이 확대되면서 영업이익률이 빠르게 개선되었다.

코로나19 여파로 조정 후 예상을 뛰어넘은 실적과 리오프닝 효과로 최고가 갱신

이후 높은 밸류에이션 부담과 2020년 초반 코로나19 여파로 단기 조정을 겪었으나 예상 대비 양호했던 1분기 실적 덕분에 주가는 빠르게 반등한 후 한동안 박스권에 머물렀다. 2021년 2분기에 리오프닝 효과, 신제품 기대감, 해외 수출 호조가 맞물려 사상 최고가를 다시 썼으나, 신제품 출시로 매출이 일부 이연되면서 하반기 실적이 부진해 일시적으로 약세를 보였다. 2022년 1월 베인캐피탈이 6,700억원 규모로 60% 지분을 인수했다.

해외 수출 본격화와 소모품 매출 확대로 고마진 구조 정착

2023년 들어 해외 수출이 본격 확대되고 소모품 매출 비중이 커지면서 고마진 구조가 정착됨에 따라 주가가 빠르게 상승하기 시작했다. 더불어 2022년 말 출시된 단극성 고주파(mRF) 신제품 볼뉴머도 반응이 좋아 향후 추가 성장 동력으로 주목받았다. 다만, 2023년 후반부터 불거진 일부 분기 실적 부진과 미국 소비경기 둔화, 경쟁사(Inmode)의 성장성 둔화 등으로 성장 피크아웃 우려가 제기되면서 주가 변동성이 다시 확대되었다.

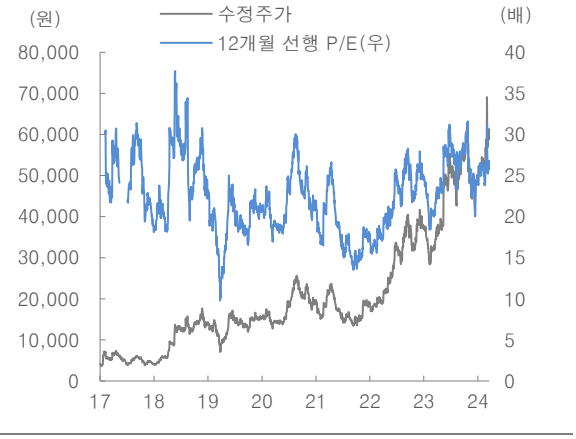
인모드와 차별화된 '장비+소모품' 모델로 높아진 실적 체력

이 과정에서 인모드와의 차별화된 비즈니스 모델(장비+소모품)을 강조하며 높은 성장성의 분기 실적을 거듭 발표했으나, 대주주 매각설과 이루다 합병 신주 발행 등 불확실성이 동시에 부각되어 단기 상승과 조정이 반복되었다. 그럼에도 FDA 승인, M&A, 해외 시장 확장 등 다양한 모멘텀에 힘입어 클래시스의 중장기 성장 스토리는 유지되고 있다. 2025년 역시 장비 판매와 소모품 매출을 결합한 구조에 더해 신제품 및 지속적인 해외 진출로 견조한 실적 상승세를 이어갈 것으로 전망된다.

그림 121. **주가 그래프 및 이벤트**

자료: 대신증권 Research Center

그림 122. 클래시스 수정주가와 12 개월 선행 PER 추이



자료: 클래시스, 대신증권 Research Center

그림 123. 클래시스 수정주가와 12개월 선행 EPS 추이

자료: 클래시스, 대신증권 Research Center

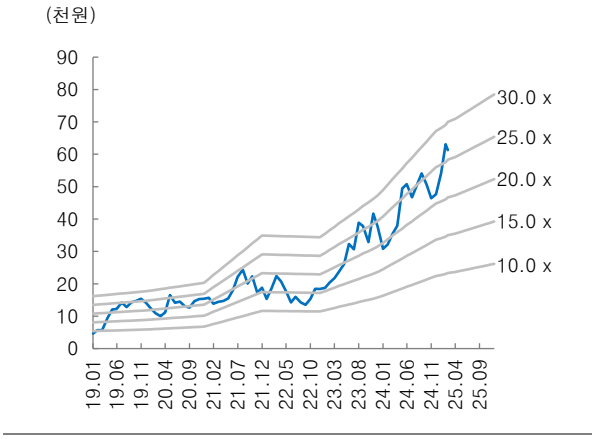
표29. 클래시스 분기별 실적 온도차트

(단위: %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
매출액 괴리율									–	-2.1%	2.8%	20.5%
영업이익 괴리율									–	8.8%	21.5%	55.3%
	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21
매출액 괴리율	19.9%	20.5%	5.7%	-2.1%	10.5%	-17.9%	3.2%	1.7%	-0.6%	17.5%	-5.3%	-4.3%
영업이익 괴리율	59.5%	19.6%	31.4%	20.3%	38.5%	-34.1%	25.5%	-19.9%	-10.3%	14.8%	-6.8%	-14.7%
	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
매출액 괴리율	14.7%	-5.0%	7.8%	5.6%	0.3%	4.5%	4.5%	-7.1%	4.1%	0.5%	-2.3%	2.1%
영업이익 괴리율	10.0%	-4.0%	17.9%	2.4%	3.2%	9.2%	7.9%	-13.2%	7.6%	5.2%	-6.2%	6.7%

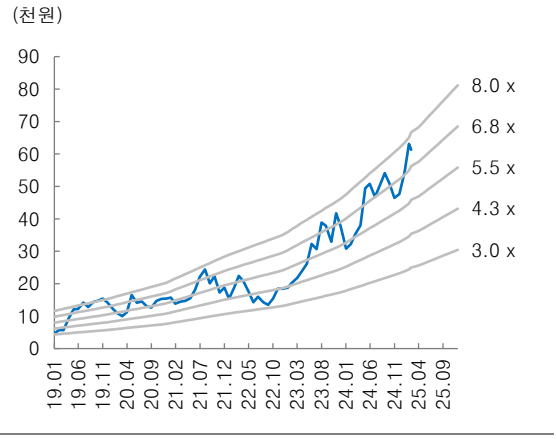
자료: 퀀티와이즈, 대신증권 Research Center

그림 124. 클래시스 12MF Fwd PER 밴드



자료: 클래시스, 대신증권 Research Center

그림 125. 클래시스 12MF Fwd PBR 밴드



자료: 클래시스, 대신증권 Research Center

III. 투자 포인트(Investment Thesis)

고마진 모델: 1)장비 판매와 소모품 매출의 선순환 + 2)내재적 효율화

장비→소모품 연계로 구축된 반복 매출 (Recurring Revenue) 구조

클래시스는 병·의원에 HIFU(슈링크 시리즈)와 비침습 RF(볼뉴머) 장비를 공급한다. 이 장비들은 시술 시마다 교체가 필요한 팁(카트리지)을 사용하도록 설계되어 있어 장비 판매 → 설치 → 시술 → 소모품 교체로 이어지는 안정적인 수익 구조가 마련된다. 병의원에 설치된 장비에서 지속적으로 소모품 수요가 발생(Recurring Revenue)하기 때문에 특정 시기에 장비 판매가 주춤하더라도 실적이 크게 흔들리지 않는 장점이 있다.

장비 설치 시 프로모션으로 일정량의 무상 소모품을 제공하나 통상 3~6개월 내 소진되면 이후에는 유상 소모품 판매가 본격화된다. 특히 해외 시장(브라질·태국 등)은 국내보다 무상 소모품 제공량이 적어 소모품 매출이 더 이른 시점부터 발생하는 특성이 있다. 또한 소모품은 장비보다 원가율이 낮아, 소모품 매출 비중이 높아질수록 전사 OPM도 상승한다. 실제로 2024년에 소모품 매출 비중이 45%에 달했고, 해외 매출 비중이 높아지면서 2025년에는 이루다 제품군을 제외한 별도 기준 50%까지 확대될 것으로 보인다.

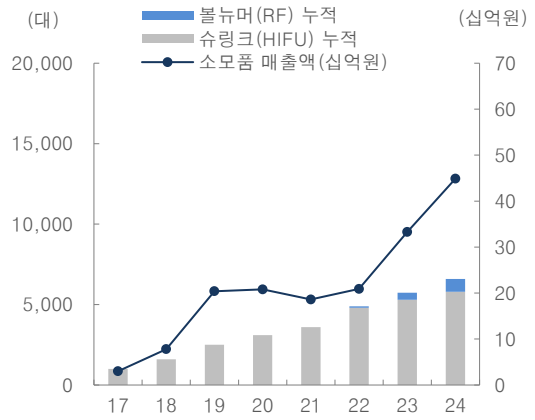
Lean 공정 도입을 통한 원가 혁신

2022년 하반기부터 Lean 공정을 도입해 제조 과정에서 불필요한 재고·이동·대기 시간을 줄였고, 불량률 감소·생산 효율 향상 등 긍정적 효과가 나타났다. 이는 재고 회전율·납기 단축·품질 안정 등에 기여하며 소모품 매출 비중 확대와 맞물려 높은 이익률(GPM 70% 후반, OPM 50% 내외)을 안정적으로 유지하게 된 배경이 되었다. 특히 해외 판매 물량이 늘어나도 이미 확립된 효율적 공정 시스템을 통해 규모의 경제가 가능하다.

슈링크 성공 모델: 글로벌 확장 + 누적 설치로 안정적 소모품 매출 견인

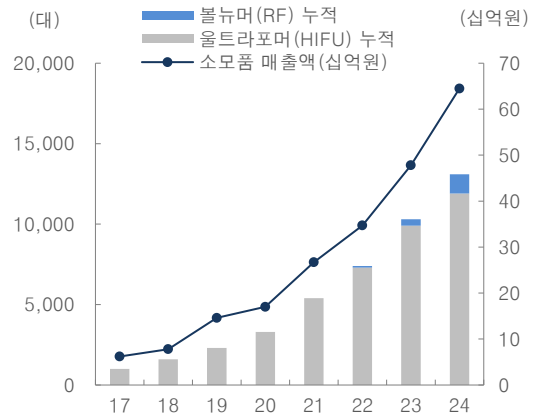
슈링크(HIFU)가 국내 병·의원 시장에서 약 65% 이상의 침투율을 확보한 것처럼, 브라질, 태국, 호주 등 해외 국가에서도 유사한 성공 패턴이 확인되고 있다. 이는 일회성 판매가 아니라 설치 대수 누적에 따라 분기별 소모품 매출이 꾸준히 상승하는 구조를 만들어 장기적인 매출 기반을 형성한다. 수천~수만 대의 장비가 전 세계 곳곳에 설치되어 꾸준히 시술이 이뤄지는 덕분에, 소모품 매출만으로도 분기 실적이 안정적으로 방어되는 구조가 구축됐다. 영업이익률 50%대의 고수익 구조 역시 글로벌 시장에서도 드문 사례다. 클래시스는 이러한 높은 수익을 기반으로 해외 인허가, 현지 영업망 구축, 신제품 개발 등에 적극적으로 투자하며, 국내외 시장에서 리프팅·소모품 분야의 높은 점유율과 견조한 실적을 동시에 달성하고 있다.

그림 126. 국내 미용장비 설치 및 소모품 매출 추이



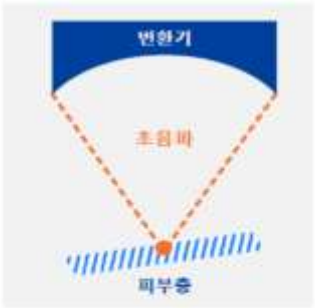
자료: 클래시스, 대신증권 Research Center

그림 127. 해외 미용장비 설치 및 소모품 매출 추이



자료: 클래시스 대신증권 Research Center

그림 128. 클래시스 장비 소모품의 역할



- 세라믹 변환기를 통해 일정한 깊이에서 피부층의 초음파 조점을 생성
- 반복된 절차 이후 변환기가 마모되므로 정기적인 교체 필요

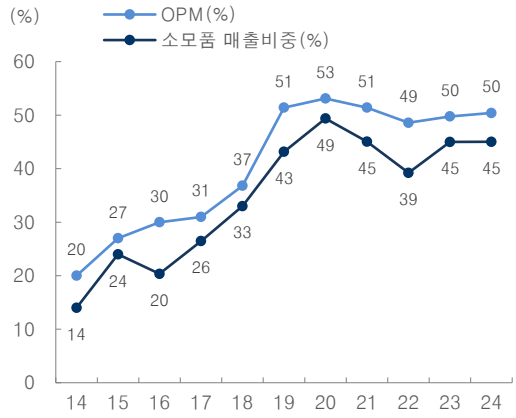
자료: 클래시스, 대신증권 Research Center

그림 129. 클래시스장비(슈링크, 볼뉴머) 다양한 소모품

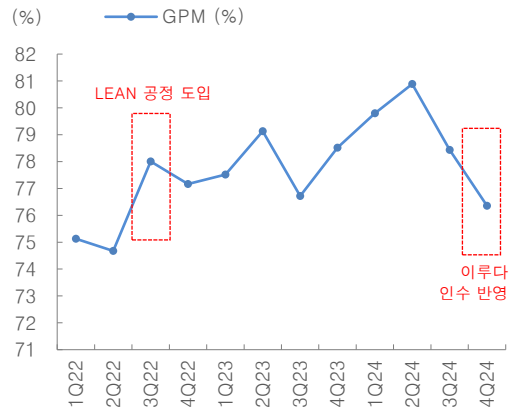
자료: 클래시스, 대신증권 Research Center

그림 130. 클래시스 연간 소모품 매출비중 & OPM 트렌드

그림 131. 클래시스 분기별 GPM(매출원가율) 추이

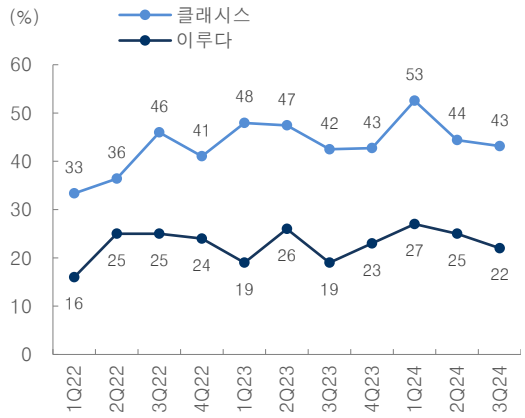


자료: 클래시스, 대신증권 Research Center



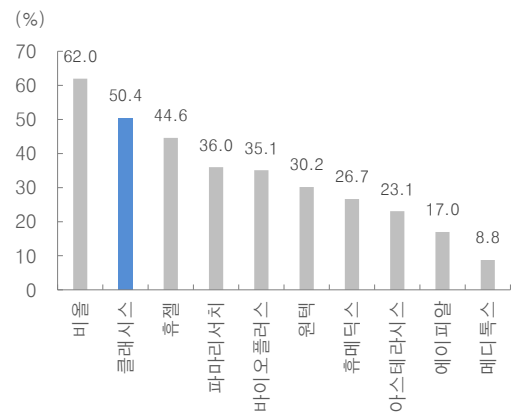
자료: 클래시스, 대신증권 Research Center

그림 132. ~3Q24 클래시스 vs 이루다 소모품 비중 비교



자료: 클래시스, 대신증권 Research Center

그림 133. 주요 미용 관련 기업 OPM 비교



주: 2024년 기준 / 자료: 퀀티와이즈, 대신증권 Research Center

30년 1조원 목표를 위해선 추가 M&A로 EBD 시장 지배력 확대해야

슈링크·볼뉴머로 견인된 고성장, 해외 시장에서 빠른 매출 확대

클래시스는 2021~2024년 동안 HIFU(슈링크)와 RF(볼뉴머) 위주로 연평균 33% 이상의 매출 성장을 이어왔으며, 같은 기간 해외 매출도 CAGR 42%로 성장했다. 이는 국내 리프팅 시장에서 슈링크가 오랫동안 1위를 차지한 점과, 동남아·중남미 등 해외 시장에서 슈링크·볼뉴머 설치 대수가 빠르게 확대된 데 기인한다.

이루다 합병 통한 mnRF·레이저 라인업 강화, 2025년 40%대 외형 성장 전망

이루다 합병을 통해 마이크로니들 RF(mnRF)·레이저 등 추가 에너지원 라인업을 확보하게 되어 2025년에는 40%대의 외형 성장이 가능할 것으로 전망된다. 다만 M&A 비용, 이루다 ITC 소송 합의금, 무형자산(영업권) 상각비 등으로 연간 100억원 이상의 추가 비용이 예상되어 OPM에는 단기적으로 압박이 있을 수 있다. 그러나 양사 생산·R&D·마케팅 조직을 통합함으로써 연간 50~80억원 규모의 비용 절감 효과가 기대된다.

브라질·태국 등을 중심으로 한 동사의 글로벌 네트워크를 활용해 이루다 장비가 2025년 이후 본격적인 매출 증가세를 이어갈 것으로 보인다. 시크릿(mnRF)은 이미 미국 큐테라와의 협업으로 글로벌 의료진에게 널리 알려져 있고, 레이저 리팟(Reepot)은 VSLS®, CPTL® 등의 독자 기술로 색소·흑자 치료 부문에서 경쟁 우위를 갖고 있다.

2025년부터 시크릿 맥스(Secret Max), B2C용 HIFU, 더마브레이션(Aquapure) 장비 등 신규 제품이 잇달아 출시될 예정이며, 슈링크·볼뉴머 역시 4~5년 주기로 업그레이드 버전을 선보일 계획이다. 이를 통해 세분화된 시술 수요를 폭넓게 흡수하고, 글로벌 EBD 시장에서 매출 성장을 가속화할 것으로 기대된다.

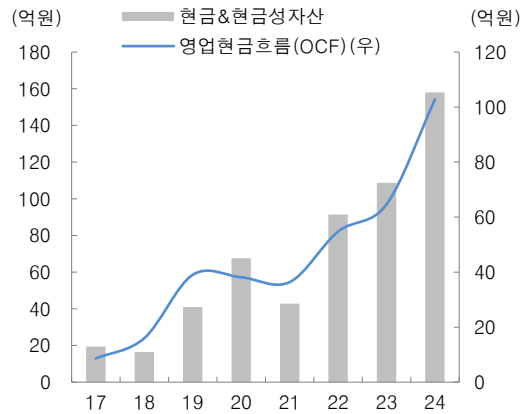
2030년 매출 1조원 목표, 이를 위해선 추가 M&A와 해외 영업 확대 필요

클래시스는 지난 1월 JPM 헬스케어 컨퍼런스에서, 2025년 이후 매년 30% 이상 성장해 2030년에는 매출 1조 원을 달성하겠다고 밝혔다. 이러한 목표를 달성하기 위해서는 유기적 성장만으로는 한계가 있으므로, 추가적인 M&A를 추진할 필요가 있다. 예를 들어 공백 라인업을 보강하거나 지역적으로 영업 시너지를 낼 수 있는 기업을 인수하면, 해외 수출 성장성을 더욱 확대할 수 있다. 2024년 기준 1,000억원 규모의 영업현금흐름과 1,500억원 규모의 현금성 자산을 고려하면, 클래시스는 충분한 재무적 여력을 갖추고 있다. 물론 추가 M&A와 해외 사업 확대에 따른 비용 증가로 50%대의 높은 영업이익률(OPM)을 계속 유지하기는 쉽지 않겠지만, 매출 외형이 커지면 절대 이익 규모는 크게 증가할 것으로 예상된다.

그림 134. **클래시스 EBD 제품군 파이프라인**

자료: 클래시스, 대신증권 Research Center

그림 135. **연간 영업현금흐름 및 현금성자산 추이**



자료: 클래시스, 대신증권 Research Center

슈링크 유니버스와 볼뉴머가 이끄는 글로벌 빅마켓 공략

유니버스(MPT) 위주로 완만하게 성장하는 슈링크(울트라포머)

클래시스는 에너지 장비(EBD) 분야에서 HIFU 장비 슈링크(수출명 Ultraformer)와 Monopolar RF 장비 볼뉴머(미국 판매명 Everesse)를 앞세워 글로벌 시장 공략을 강화하고 있다. 슈링크는 기존 버전 판매가 점차 줄고, 업그레이드 모델인 슈링크 유니버스(울트라포머 MPT) 비중이 늘어나고 있다.

2025년 볼뉴머 1,500대 판매 가능

볼뉴머는 2024년 4월 미국 FDA(510(k)) 허가를 획득하면서 미국 시장 진입 준비를 완료했고 브라질, 태국 등 주요 국가에서는 이미 출시했다. 브라질이나 태국은 슈링크 시리즈(울트라포머)가 확고한 자리를 잡은 상태여서 볼뉴머의 신규 투입으로 장비 설치 대수와 소모품 수요가 함께 증가할 것으로 기대된다.

2024년에만 약 800대의 볼뉴머가 해외로 판매된 것으로 보이는데, 이는 연초 회사 측이 제시한 가이던스(300대)를 크게 웃도는 수치다. 여기에 미국을 포함한 신규 시장이 본격화하면 2025년에는 판매량이 1,500대 수준까지 확대될 수 있다. 또한, 2025년 상반기에 계획된 유럽 CE-MDR 인증이 완료되면 하반기부터 영국·독일 등 주요국에도 볼뉴머와 울트라포머 MPT를 동시 출시할 예정이다.

중국은 임상시험 진척과 NMPA 승인 변수가 관건. 일본은 직판 체제 강화

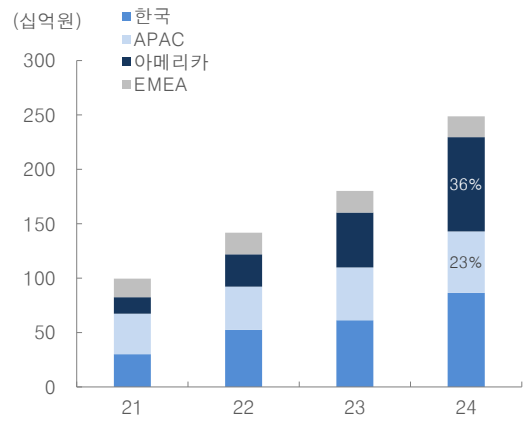
중국 시장은 임상 시험 단계에 있어 장기적 접근이 필요하다. 2026년 볼뉴머, 2027년 울트라포머 MPT, 2028년 시크릿 맥스 출시를 계획하고 있으나, NMPA 승인 시점은 불확실성이 크다. 이에 따라, 현지 유통 파트너쉽 및 브랜드 인지도를 먼저 확보하고 이후 승인이 나면 즉시 판매를 확대하는 전략을 추진할 예정이다.

일본은 과거 대리점 의존도가 높았던 영업 방식을 개선하기 위해, 2024년 전후로 현지 법인을 설립해 직판 체제를 강화할 계획이다. 이를 통해 유통 마진을 줄이고, 슈링크·볼뉴머·마이크로니들 RF 등 복합 시술 패키지를 직접 제안하여 대형 체인 클리닉을 적극 공략한다는 구상이다.

미국·유럽 매출 가시화와 합병 시너지로 2025년 이후 성장 가속

2025년에는 미국·유럽 시장에서의 신규 매출이 가시화되고 이루다 합병 시너지가 더해져 성장이 한층 가속화될 전망이다. 이어 2026년 이후 중국까지 합류하면 전 세계 빅마켓을 대부분 커버하게 되며, 지역별 누적 장비 설치 증가에 따른 소모품 매출 확대로 수익 구조가 더욱 공고해질 것으로 보인다.

그림 136. 주요 지역 매출 비중 현황



주: 24년 비중 추정 / 자료: 클래시스, 대신증권 Research Center

그림 137. 제품별 주요 시장 예상 출시 일정

구분	제품	예상 출시 시점
미국 (FDA)	Everesse(Volnewmer)	4Q24
	Secret Max	3Q25
	Ultraformer MPT	2027E
유럽 (CE-MDR)	Everesse(Volnewmer)	2Q25
	Ultraformer MPT	2Q25
	Secret Max	2027E
중국 (NMPA)	Volnewmer	2026E
	Ultraformer MPT	2027E
	Secret Max	2028E

자료: 클래시스 JPM 2025, 대신증권 Research Center

[RISK Factor] 매각설과 성장성에 대한 우려, 그리고 높은 밸류에이션

최대주주 매각 이슈, 성장성 피크아웃 우려

최대주주 베인캐피탈(PE)는 일정 시점에 클래시스 지분을 매각해 투자금을 회수할 가능성이 있다. 2022년 초에 약 6,700억원에 클래시스 지분 약 60%를 인수했는데, 현재 그 가치는 약 2조 4,000억원으로 추정된다. 아직 구체적인 매각 계획이 확정된 것은 아니지만, 매각설이 제기될 때마다 시장 투자심리가 민감하게 반응한다. 또한 매각가가 기대치를 밑돌거나 매각 프리미엄이 충분하지 않을 경우, 주가에 부담 요인으로 작용해 투자자들에게 노이즈가 될 수 있다.

글로벌 인허가 지연 우려

볼뉴머, 시크릿 맥스 MPT등 주요 제품들이 2025~2028년 사이 각 국가별로 출시를 앞두고 있다. 미국 FDA, 유럽 CE-MDR, 중국 NMPA 등 주요 선진국 규제기관의 강화된 인허가 절차를 거쳐야 하므로 일정이 지연될 경우 해외 매출 창출 시점이 예상보다 늦어질 위험이 있다.

EBD 시장 특허 분쟁 리스크와 동사의 대응

EBD 특허 분쟁이 빈번하게 발생하여, 미국 ITC(국제무역위원회) 소송 등이 제기될 경우 소송 비용 발생 및 제품 출시 지연의 위험이 있다. 그러나 실제 사례(울쎄라, 인모드, Serendia(비올))를 살펴보면 다수의 업체들이 합의를 통해 분쟁을 해결했으며, 제품이 시장에서 완전히 퇴출된 경우는 드물다. 클래시스는 제품 개발 초기 단계부터 오리지널 특허를 회피하고 자체 특허를 확보하여 특허 리스크를 최소화해왔다. 따라서 특허 분쟁이 발생하더라도 그 영향은 제한적일 것으로 예상된다

글로벌 Peer 부진과 클래시스의 차별화 포인트

인모드의 부진한 실적 발표와 암울한 전망으로 인해 글로벌 EBD 업종 전반에 대한 우려가 커지고 있다. 특히 클래시스가 12개월 선행 PER 기준 약 28배로, 인모드(8~9배)에 비해 높은 밸류에이션을 받고 있다는 점도 부담 요인으로 작용한다. 그러나 클래시스는 비즈니스 모델, 지역 포지션, 제품 특성 면에서 인모드와 뚜렷한 차이를 보인다.,. 인모드가 북미 시장에서 금리 인상과 경기 둔화의 영향을 직접적으로 받는 반면, 클래시스는 아시아, 중남미 등에서 소모품 매출을 중심으로 성장성을 이어나가고 있다. 물론 장기적인 경기 침체는 선택적(비급여) 시술 수요 감소로 이어질 수 있지만, 현재로서는 클래시스의 성장을 저해하는 뚜렷한 요인은 보이지 않는다.

표30. 클래시스 리스크 요인

리스크 요인	설명 (핵심 요점)	잠재적 영향
최대주주 매각 이슈	– 베인캐피탈 매각 가능성 → '피크아웃' 우려 – 매각가 기대치 미달 시 주가 부담	– 매각 뉴스가 노이즈로 작용
글로벌 인허가 지연 우려	– FDA·CE·NMPA 등 규제 강화 – 주요 신제품 출시 일정 지연	– 신제품 매출 창출 지연 – 성장 속도 둔화
EBD 시장 특허 분쟁 리스크	– 특허 분쟁 빈번하나 대부분 로열티 합의 – 동사 자체 기술로 리스크 최소화	– 소송 비용 및 일정 지연 – 시장 퇴출 사례 적어 영향은 제한적
글로벌 Peer 부진	– 인모드 실적 악화로 업종 우려 확대 – 클래시스는 아시아·브라질 중심 소모품 매출로 방어력 확보	– 높은 밸류에이션 부담

자료: 대신증권 Research Center

IV. 실적 전망

고성장 궤도와 비즈니스 모델의 견고성

2017년 적자에서 6년간 매출 5배 성장, 고마진과 재무건전성 까지 확보

클래시스는 2017년 적자를 기록했으나, 이듬해인 2018년부터 흑자 전환하며 고속 성장 궤도에 진입했다. 매출액은 2017년 약 349억원에서 2023년 1,801억원으로 6년간 5배 이상 증가했으며, 특히 2019년과 2021년~2023년에 걸쳐 가파른 성장세를 기록했다.

코로나19 팬데믹으로 전 세계 경기가 침체되었던 2020년에도 매출은 일시적인 소폭 감소에 그쳤고, 비용 효율화 노력에 힘입어 영업이익률은 오히려 50% 초중반대를 유지했다. 해외 시장 진출과 병·의원용 소모품 판매 확대를 통해 내수와 수출 모두 견조한 성장세를 보인 결과 2022년과 2023년에는 사상 최대 매출을 연이어 경신했다. 매출총이익률(GPM)은 꾸준히 70%대 후반을 유지하며 고마진 비즈니스 모델을 입증했으며, 영업이익률(OPM) 역시 50% 내외를 기록하며 매출 확대에 따른 이익 레버리지 효과를 극대화했다.

고성장 기대를 반영한 높은 밸류에이션

한편, 이러한 고성장 및 고수익성을 반영하여 PER, EV/EBITDA 등 주요 밸류에이션 지표는 Peer 대비 높은 수준을 나타내고 있다. 이는 향후에도 수출 확대를 통한 외형 성장과 소모품 매출 증가가 지속될 것이라는 전제하에 시장이 프리미엄을 부여한 결과로 해석된다.

표31. 클래시스 Historical 연간 실적 및 주요 지표 추이 (단위: 십억원, %)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	**34.9**	**47.5**	**81.1**	**76.5**	**100.6**	**141.8**	**180.1**
YoY (%)	*47%*	*0%*	*12%*	*3%*	*10%*	*21%*	*13%*
내수	11.4	19.9	40.0	34.6	30.4	54.4	63.1
수출	23.5	27.5	41.2	41.9	70.2	87.4	117.1
장비(클래시스)	20.9	25.1	36.8	32.9	46.9	74.2	90.0
소모품	9.2	15.7	35.0	37.7	45.3	55.6	81.0
기타*	4.7	6.8	9.3	5.8	8.4	12.0	9.1
매출총이익	**24.2**	**34.7**	**63.9**	**61.0**	**77.9**	**108.2**	**140.4**
YoY (%)	30%	44%	84%	-5%	28%	39%	30%
총이익률	69%	73%	79%	80%	77%	76%	78%
영업이익	**10.8**	**17.5**	**41.7**	**40.6**	**51.7**	**68.9**	**89.6**
YoY (%)	31%	62%	139%	-3%	27%	33%	30%
영업이익률	31%	37%	51%	53%	51%	49%	50%
세전이익	**-3.1**	**17.8**	**41.7**	**39.3**	**55.6**	**96.8**	**93.8**
YoY (%)	적전	흑전	135%	-6%	42%	74%	-3%
세전이익률	-9%	37%	51%	51%	55%	68%	52%
당기순이익	**-5.1**	**14.9**	**33.4**	**38.2**	**43.8**	**75.4**	**74.2**
YoY (%)	적전	흑전	125%	14%	15%	72%	-2%
당기순이익률	-15%	31%	41%	50%	44%	53%	41%
주당순이익(EPS)	**-85**	**242**	**534**	**590**	**677**	**1,164**	**1,146**
YoY (%)	-101.2%	-385.9%	120.3%	10.4%	14.8%	71.9%	-1.5%
ROE (%)	-19.9%	34.5%	48.1%	36.1%	30.5%	38.3%	28.9%
부채비율 (%)	80.0%	48.3%	29.3%	11.1%	32.1%	44.4%	32.4%
영업현금흐름	8.6	16.0	39.0	38.1	36.4	54.8	64.6
기말/기초 현금증감	7.2	-8.7	23.5	30.4	-21.6	-16.8	-7.7
연평균 PER	**-28.8**	**21.6**	**20.5**	**23.0**	**26.9**	**14.9**	**25.1**
연평균 PBR	4.2	6.4	8.0	7.1	7.2	4.9	6.6
연평균 EV/EBITDA	1.4	17.5	15.1	18.9	21.5	14.8	19.1
PEG	0.3	-0.1	0.2	2.2	1.8	0.2	-16.4

자료: 클래시스, 대신증권 Research Center

25 년 매출 44% 증가 전망 볼뉴머 해외 판매 확대와 이루다 매출 온기 반영

24년: MPT 볼뉴머로 외형 성장, 소모품 비중 증가로 마진 방어

매출:3,730억(+17%)
OP:1,663억(+41%) 기록

2024년 매출액 2,429억원(YoY+35%)과 영업이익 1,225억원(YoY+37%, OPM 50%)을 달성했다. 구형 HIFU(고강도 집속 초음파) 장비인 울트라포머3의 매출은 다소 부진했으나, 슈링크 유니버스(MP, MPT)와 볼뉴머가 브라질, 태국 등 주요 해외 시장에서 높은 판매량을 기록하며 외형 성장을 견인했다. 특히 미국 시장에는 볼뉴머 약 50대가 초도 물량으로 공급되었다.

해외 시장에서 무상으로 제공되던 소모품(6~9개월 사용분)의 유상 전환 사이클이 본격화되면서 소모품 매출 비중이 크게 증가했다. 이는 합병 초기 비용 부담에도 불구하고 안정적인 영업이익률(50%)을 유지하는 데 기여했다. 4분기부터는 이루다(Needle RF, 레이저) 제품 매출 117억원이 연결 실적에 반영됨으로써 포트폴리오가 한층 강화되었다.

25년: 볼뉴머 해외 판매와 이루다 매출 온기 반영으로

매출:3,486억(+44%),
OP:1,721억(+41%) 전망

2025년 연결 매출액은 3,486억원(YoY+44%), 영업이익은 1,721억원(YoY+41%, OPM 49%)으로 전망한다. 합병 초기 비용(영업권 상각 등) 부담은 있지만, 비용 효율화와 해외 매출 증대, 소모품 매출 비중 증가로 이익률 훼손은 크지 않을 것으로 보인다.

올해 외형 성장은 볼뉴머의 해외 판매 확대와 이루다 매출의 연간 온기 반영이 주도할 전망이다. 작년 글로벌 800대 이상 판매된 볼뉴머는 올해 1,500대 이상 판매가 기대된다. 2분기 중 유럽 CE-MDR 인증이 완료되면 하반기부터 유럽 시장에서 본격적인 판매가 가능해진다. 미국은 KOL 확보 및 마케팅 강화를 통해 볼뉴머 M/S를 높일 계획이다. 그리고 이루다 매출액(약 500억원)이 온기로 반영되면서 외형 성장을 기여할 것으로 보인다. 클래시스 별도 매출액은 2,963억원(YoY+28%)으로 추정된다.

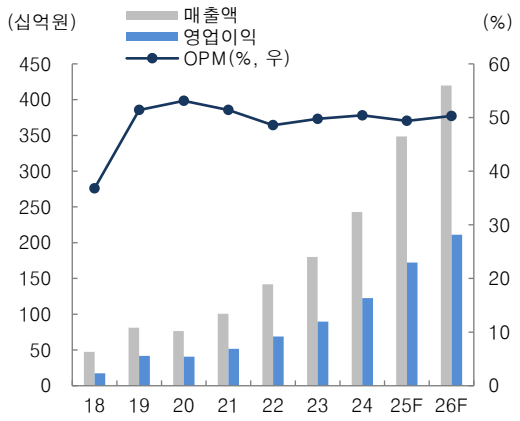
표32. 클래시스 분기 및 연간 실적 추정 (단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024P	2025F	2026F
매출액	**50.4**	**58.7**	**59.4**	**74.4**	**74.1**	**85.2**	**93.5**	**95.7**	**180.1**	**242.9**	**348.6**	**419.8**
YoY (%)	29%	28%	23%	58%	47%	45%	57%	29%	27%	35%	44%	20%
장비(클래시스)	20.8	29.9	31.9	28.9	27.4	34.0	38.3	36.7	90.0	111.5	136.4	171.1
소모품	**26.5**	**26.1**	**25.6**	**31.2**	**31.1**	**34.4**	**39.3**	**40.5**	**81.0**	**109.4**	**145.3**	**174.3**
기타*	3.1	2.8	1.9	14.4	15.7	16.8	16.0	18.5	9.1	22.1	67.0	74.3
이루다	-	-	-	11.7	12.0	13.4	12.6	14.3	-	11.7	52.4	57.4
내수	**16.7**	**18.4**	**19.2**	**24.8**	**20.9**	**20.9**	**23.4**	**23.8**	**63.1**	**79.2**	**89.0**	**103.0**
장비(클래시스)	6.5	6.6	6.5	7.1	7.0	7.4	8.1	7.5	26.8	26.8	30.0	32.7
소모품	9.1	10.6	12.1	13.1	12.8	12.4	14.2	15.2	33.3	44.9	54.6	64.5
수출	**33.6**	**40.3**	**40.2**	**49.6**	**41.2**	**51.0**	**57.5**	**57.6**	**117.1**	**163.7**	**207.3**	**259.3**
장비(클래시스)	14.3	23.3	25.4	21.8	20.4	26.6	30.2	29.2	63.2	84.7	106.4	138.4
소모품	17.3	15.5	13.6	18.1	18.2	21.9	25.1	25.4	47.8	64.5	90.6	109.8
매출총이익	**40.2**	**47.5**	**46.6**	**56.8**	**56.8**	**65.6**	**71.2**	**73.2**	**140.4**	**191.1**	**266.9**	**325.1**
YoY (%)	*33%*	*31%*	*26%*	*54%*	*41%*	*38%*	*53%*	*29%*	*30%*	*36%*	*40%*	*22%*
총이익률	80%	81%	78%	76%	77%	77%	76%	77%	78%	79%	77%	77%
영업이익	**26.5**	**31.2**	**29.0**	**35.8**	**35.9**	**41.9**	**46.4**	**47.9**	**89.6**	**122.5**	**172.1**	**211.1**
YoY (%)	*33%*	*35%*	*17%*	*63%*	*36%*	*34%*	*60%*	*34%*	*30%*	*37%*	*41%*	*23%*
영업이익률	53%	53%	49%	48%	48%	49%	50%	50%	50%	50%	49%	50%
세전이익	**32.1**	**34.5**	**22.4**	**38.9**	**38.1**	**44.7**	**49.6**	**51.0**	**93.8**	**127.9**	**183.3**	**220.1**
YoY (%)	*39%*	*40%*	*-19%*	*113%*	*19%*	*29%*	*121%*	*31%*	*-3%*	*36%*	*43%*	*20%*
세전이익률	64%	59%	38%	52%	51%	52%	53%	53%	52%	53%	53%	52%
당기순이익	**26.1**	**26.6**	**16.5**	**28.4**	**30.3**	**35.8**	**39.1**	**41.6**	**74.2**	**97.6**	**146.8**	**173.8**
YoY (%)	*39%*	*43%*	*-22%*	*72%*	*7%*	*18%*	*9%*	*6%*	*-2%*	*31%*	*50%*	*18%*
당기순이익률	52%	45%	28%	38%	41%	42%	42%	43%	41%	40%	42%	41%

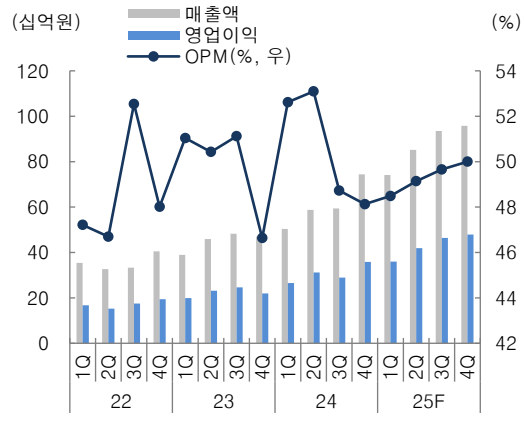
자료: 클래시스, 대신증권 Research Center

그림 138. **연간 매출, 영업이익, 영업이익률**

그림 139. **분기 매출, 영업이익, 영업이익률**

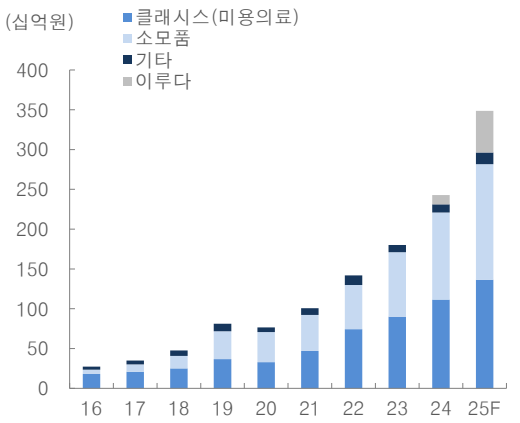


자료: 클래시스, 대신증권 Research Center



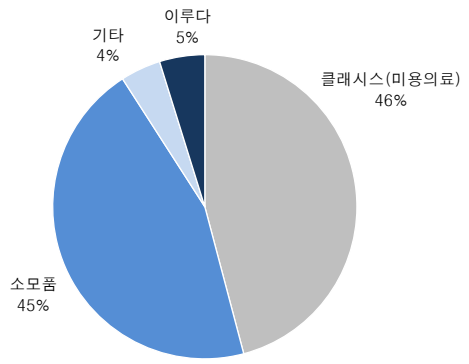
자료: 클래시스 대신증권 Research Center

그림 140. 사업부별 매출 추이 (연간)



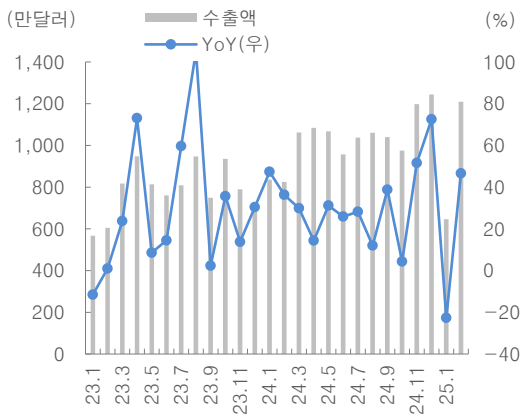
자료: 클래시스, 대신증권 Research Center

그림 141. 사업부별 매출 비중 (2024년)



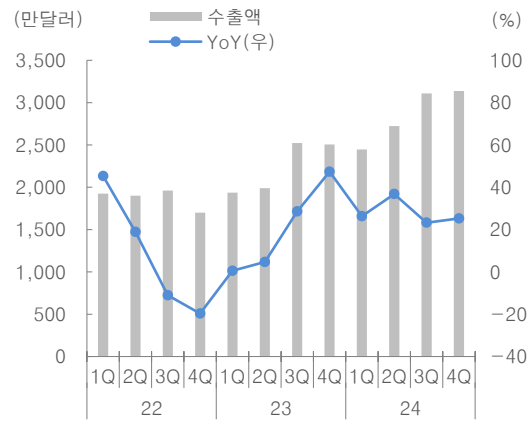
자료: 클래시스 대신증권 Research Center

그림 142. 미용기기 월별 수출액 현황 (서울 강남구)



주: HSCODE: 9018.90 서울 강남구(클래시스 추정)
자료: 관세청, 대신증권 Research Center

그림 143. 미용기기 분기별 수출액 현황 (서울 강남구)



주: HSCODE: 9018.90 서울 강남구(클래시스 추정)
자료: 관세청, 대신증권 Research Center

V. 밸류에이션 및 투자의견

선진국 진출과 합병 시너지로 고마진 성장 가속: 21 년 PER 상단 10% 할증

투자의견 BUY, 목표주가 74,000원

미국유럽 진출과 이루다 합병 시너지로 21년 상단 대비 10% 할증

투자의견 매수(Buy), 목표주가 74,000원으로 클래시스에 대한 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2025년 예상 주당순이익(EPS) 2,240원(YoY+42%)에 과거 성장기(2021~2022년) 12개월 선행 PER 상단(약 30.1배)에 10%를 할증한 33.1배를 적용해 산출했다. 과거에도 국내·신흥국 중심의 고성장만으로 PER 30배 수준을 인정받았다는 점, 향후에는 미국·유럽 등 선진국 시장 진출 및 이루다 합병을 통한 포트폴리오 확장으로 매출의 양적·질적 성장이 동시에 이뤄지는 전환기에 접어들었다고 판단해 과거 상단에 10%의 프리미엄을 가산했다.

고마진 반복매출 구조에 FDA 승인·합병 시너지 더해져 선진시장 공략 가속화

국내외 시장에 설치된 클래시스 장비 대수가 2021년 당시 약 9천 대에서 현재 1.8만 대 이상으로 늘어나면서 소모품 교체 수요가 꾸준히 발생해 GPM 70%대 후반, OPM 50% 전후의 높은 수익성이 안정적으로 이어질 것으로 보인다. 이처럼 반복매출 비중이 높은 구조는 마진이 높고 변동성이 낮아 과거에도 시장에서 높은 밸류에이션을 정당화한 핵심 요인으로 작용했다.

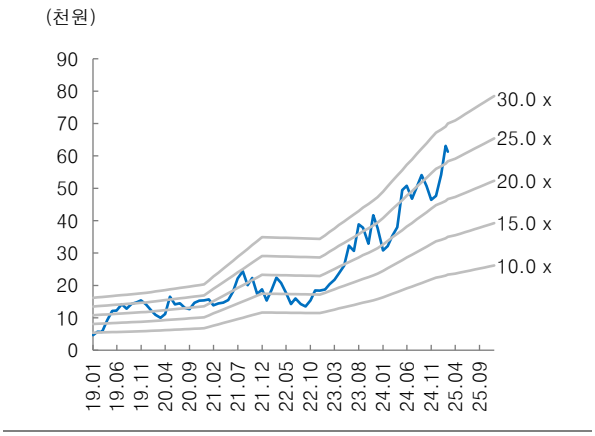
여기에 이루다 합병으로 제품 포트폴리오(mnRF·레이저)가 확장되고 비침습 RF 장비 볼뉴머의 FDA 승인 이후 선진시장 진출 모멘텀이 크게 강화되었다. 고마진 반복매출 구조에 글로벌 시장 진출과 합병 시너지가 더해지면서 더욱 안정적이면서도 빠른 이익 성장이 기대되는 국면에 진입했다고 판단한다.

표33. 클래시스 목표주가 산출 (단위: 원, 배)

	내용	비고
2025F EPS(원)	2,240	
Target Multiple(배)	33.1	과거 성장기(21~22) 12 Fwd PER 상단에 10% 할증
목표가(원)	**74,000**	
현재주가(원)	57,300	2025/03/24 종가 기준
Upside(%)	29.1%	

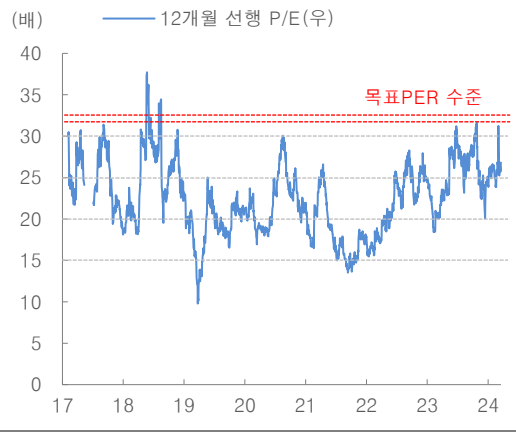
주: 글로벌 피어 평균 / 자료: 대신증권 Research Center

그림 144. PER 밴드



자료: 클래시스, 대신증권 Research Center

그림 145. 클래시스 FWD 12MF PER 추이



자료: 클래시스, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

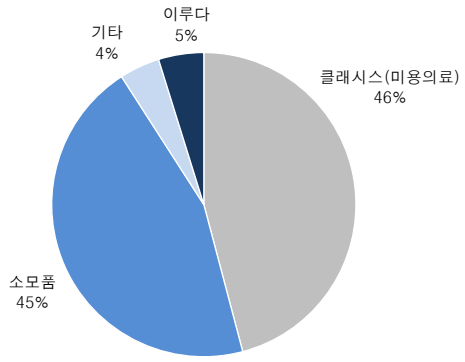
- 2007년 설립, 2017년 KOSDAQ 상장(SPAC). HIFU·RF 기반 EBD 장비 제조 및 판매
- 주요 사업: 클래시스(병의원용 브랜드), 클루덤(에스테틱샵 브랜드), 슈링크 Rx(개인용 미용기기, 화장품), 스케덤(화장품)
- 설립자 정성재, 최대주주 베인캐피탈, 대표이사 백승한
- 자산 6,084억원, 부채 1,557억원, 자본 4,526억원 (24년 기준)
(발행주식 수: 65,505,659)

주가 변동요인

- (+) 미용장비 및 소모품 수출 증가, 실적 개선, 해외 인허가 획득
- (-) 미용장비 및 소모품 수출 감소, 실적 악화

자료: 클래시스, 대신증권 Research Center

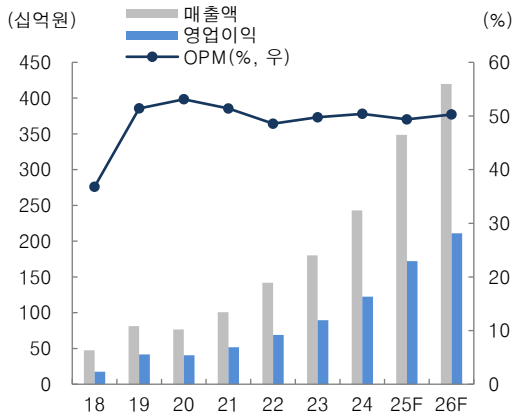
사업부별 매출 비중



주: 2024년 연결 기준
자료: 클래시스, 대신증권 Research Center

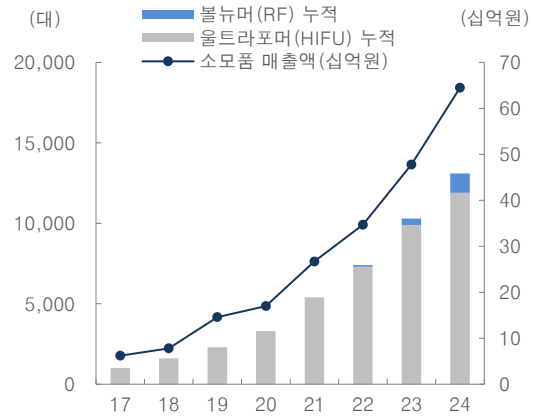
Earnings Driver

연간 매출, 영업이익, 영업이익률



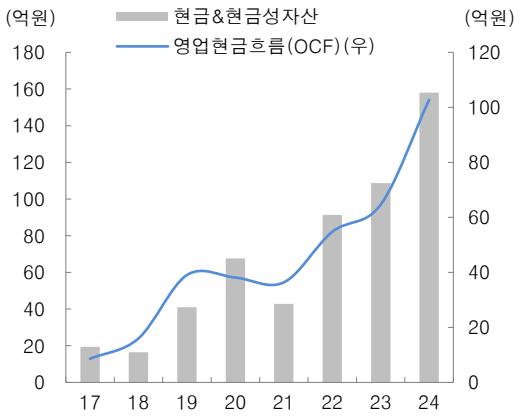
자료: 클래시스, 대신증권 Research Center

해외 미용장비 설치 및 소모품 매출 추이



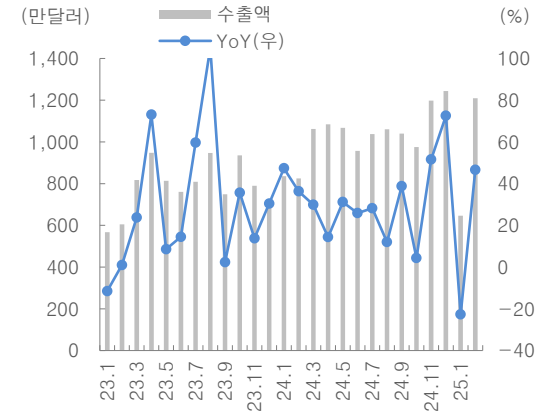
자료: 클래시스, 대신증권 Research Center

연간 영업현금흐름 및 현금성자산 추이



자료: 클래시스, 대신증권 Research Center

미용장비 및 소모품 수출액 현황(서울시 강남구)



주: HSCODE: 9018.90 서울 강남구(클래시스 추정)
자료: 관세청, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
매출액	142	180	243	349	416
매출원가	34	40	52	82	94
매출총이익	108	140	191	267	322
판매비와관리비	39	51	69	95	114
영업이익	69	90	122	172	208
영업이익률	48.6	49.8	50.4	49.4	50.0
EBITDA	73	94	127	178	215
영업외손익	28	4	5	11	9
관계기업손익	0	0	-1	-1	-1
금융수익	3	9	24	17	15
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-5	-4	-4	-6	-6
외환관련손실	2	2	1	1	1
기타	30	-1	-14	1	1
법인세비용차감전순손익	97	94	128	183	217
법인세비용	-21	-20	-26	-37	-46
계속사업순손익	75	74	102	147	171
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	75	74	102	147	171
당기순이익률	53.2	41.2	41.9	42.1	41.2
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	75	74	102	147	171
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	75	74	102	147	171
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	75	74	102	147	171

재무상태표 (단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
유동자산	148	186	294	410	552
현금및현금성자산	26	18	123	174	234
매출채권 및 기타채권	8	18	25	35	42
재고자산	23	19	35	50	59
기타유동자산	90	130	111	151	216
비유동자산	184	190	242	265	286
유형자산	104	139	154	178	201
관계기업투자금	0	0	-1	-2	-3
기타비유동자산	79	51	89	89	89
자산총계	331	375	536	675	838
유동부채	36	29	91	91	91
매입채무 및 기타채무	9	10	10	10	10
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	2	2	0	0	0
기타유동부채	25	17	81	81	81
비유동부채	66	63	73	78	83
차입금	64	62	72	77	82
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1	1	1	1	1
부채총계	102	92	163	168	174
지배지분	230	284	372	506	665
자본금	6	6	7	7	7
자본잉여금	24	24	24	24	24
이익잉여금	204	271	360	494	652
기타자본변동	-5	-18	-18	-18	-18
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	230	284	372	506	665
순차입금	-45	-72	-98	-184	-304

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
EPS	1,164	1,146	1,576	2,240	2,654
PER	15.8	32.9	30.2	26.8	22.6
BPS	3,544	4,377	5,774	7,728	10,183
PBR	5.2	8.6	10.4	7.8	5.9
EBITDAPS	1,124	1,450	1,969	2,715	3,327
EV/EBITDA	15.8	25.3	30.2	21.1	16.6
SPS	2,189	2,781	3,766	5,322	6,408
PSR	8.4	13.6	15.9	11.3	9.4
CFPS	1,138	1,512	1,999	2,867	3,447
DPS	116	200	200	200	200

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	41.0	27.0	34.9	43.5	19.3
영업이익 증가율	33.2	30.1	36.6	40.6	20.8
순이익 증가율	72.1	-1.5	37.0	44.3	16.8
수익성					
ROIC	52.0	49.6	52.7	62.0	61.6
ROA	25.1	25.4	26.9	28.4	27.5
ROE	38.3	28.9	31.0	33.4	29.3
안정성					
부채비율	44.4	32.4	43.8	33.3	26.1
순차입금비율	-19.7	-25.5	-26.4	-36.3	-45.8
이자보상배율	26.4	45.8	37.0	31.3	36.5

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	55	65	88	131	166
당기순이익	75	74	102	147	171
비현금항목의 가감	-2	24	27	41	51
감가상각비	4	4	5	6	7
외환손익	0	-1	-2	-2	-2
지분법평가손익	0	0	1	1	1
기타	-6	21	24	37	46
자산부채의 증감	-6	-9	-21	-24	-15
기타현금흐름	-13	-25	-20	-33	-42
투자활동 현금흐름	-92	-48	-53	-76	-101
투자자산	-15	-10	-38	1	1
유형자산	33	-4	-19	-30	-30
기타	-110	-34	4	-47	-72
재무활동 현금흐름	21	-26	54	-9	-9
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	60	0	0
장기차입금	32	-2	10	5	5
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-4	-7	-13	-13	-13
기타	-7	-16	-4	-1	-1
현금의 증감	-17	-8	105	51	60
기초 현금	43	26	18	123	174
기말 현금	26	18	123	174	234
NOPLAT	54	71	97	138	164
FCF	30	69	83	114	141

자료: 클래시스, 대신증권 Research Center

에이피알 (278470)

뷰티테크 선도, 해외 진출 본격 확대

한송협 songhyeop.han@daishin.com

투자의견 BUY
매수, 신규

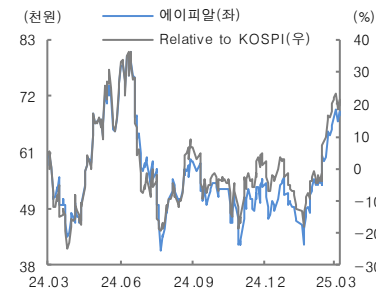
6개월 목표주가 82,000
신규

현재주가 (25.03.24) 68,900

의료 장비 및 서비스 업종

KOSPI	2632.07
시가총액	2,566십억원
시가총액비중	0.12%
자본금(보통주)	4십억원
52주 최고/최저	80,500원 / 41,000원
120일 평균거래대금	304억원
외국인지분율	17.31%
주요주주	김병훈 외 3 인 33.36% 국민연금공단 8.57%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	21.9	43.5	19.2	30.9
상대수익률	22.5	30.5	16.9	36.4



- 디바이스+화장품 시너지와 B2C+B2B로 24년 해외 매출비중 +16%p
- 25년 매출 9,208억원(OPM 18%) 전망.미국(+57%)·B2B(+91%) 견인
- 향후 해외 시장(유럽 등) 확대와 OPM 개선 시 밸류 추가 상향 여지 존재

투자의견 매수(Buy), 목표주가 8.2만원으로 커버 개시

TP는 2025F 추정 EPS 3,758원에 타겟 PER 21.8배 적용. Peer 그룹(브랜드 화장품+미용의료기기) 2025F 평균 PER 24.3배에 이익률 및 외형 규모 격차 감안하여 10% 할인. 고성장 사업(홈뷰티 디바이스+화장품) 결합 모델로 매년 20~30%대 매출 증가 전망. 향후 해외 시장(미국, 유럽) 확대와 수익성(OPM) 개선 시 밸류에이션 추가 상향 여지 존재

핵심 관전 포인트: 1) 2025년 1조원 매출 달성 여부(분기 실적 중요) 2) 디바이스+화장품 시너지 및 해외 시장 성장 속도 3) B2C & B2B 투트랙 전략 성과 4) PDRN/PN 원료 내재화에 따른 프리미엄 제품 경쟁력

주요 리스크 요인: 1) 비용(플랫폼 수수료, 물류비) 부담 2) 해외 경쟁 심화 및 시장 포화

디바이스+화장품 시너지, B2C·B2B 투트랙 전략으로 해외 고성장

디바이스+화장품 결합으로 ASP 상승과 반복 구매를 유도하며 해외에서도 동반 성장 중. 디바이스 수직계열화로 제조원가 10%대 중반을 유지하며, 평택 2공장(연간 CAPA 1조 원)을 통해 글로벌 수요에 대응

온라인(B2C, 아마존/틱톡 프로모션)과 딜러(B2B, 미국/유럽/중동 유통망 확대)를 통한 매출 안정성 강화 및 해외 오프라인 진출 기반 마련. 24년 해외 비중 55%(+16.1%p)를 기록

25년 매출액 9,208억원(YoY+27%), OP 1,673억원(+36%, OPM 18%) 전망. 미국(2,484억 원, +57%)과 B2B(1,149억 원, +91%)가 해외 성장을 견인. 유럽, 중남미 등 신규 시장 진출은 추가적인 성장 동력. 매출 증가에 따른 비용 효율화 여부가 OPM 변동의 주요 요인

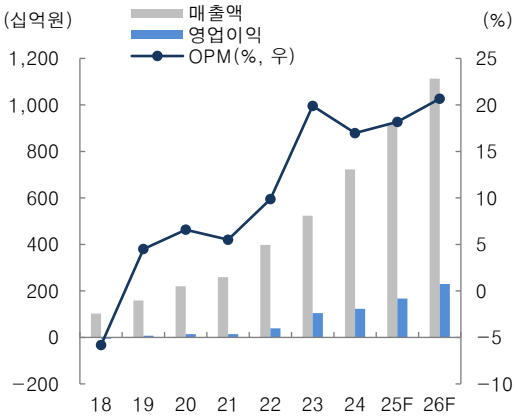
영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원 , %)

	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
매출액	398	524	723	921	1,113
영업이익	39	104	123	167	230
세전순이익	39	106	133	175	238
총당기순이익	30	82	106	138	186
지배지분순이익	30	82	106	138	186
EPS	4,223	11,244	2,872	3,758	5,069
PER	0.0	0.0	17.4	18.4	13.6
BPS	2,827	5,431	8,015	11,832	16,839
PBR	0.0	0.0	8.6	5.8	4.1
ROE	36.0	54.9	42.4	37.0	34.8

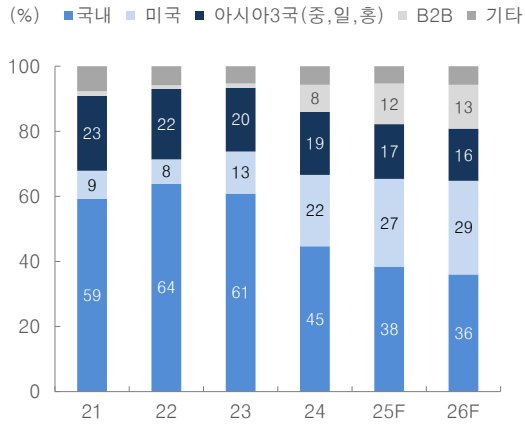
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 에이피알, 대신증권 Research Center

그림 146. **연간 매출, 영업이익, 영업이익률**

그림 147. **지역별 매출 비중 추이**

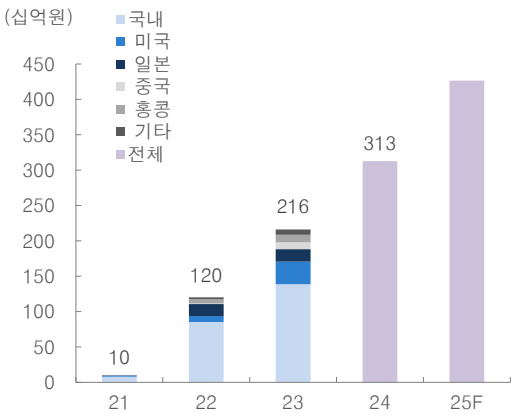


자료: 에이피알, 대신증권 Research Center



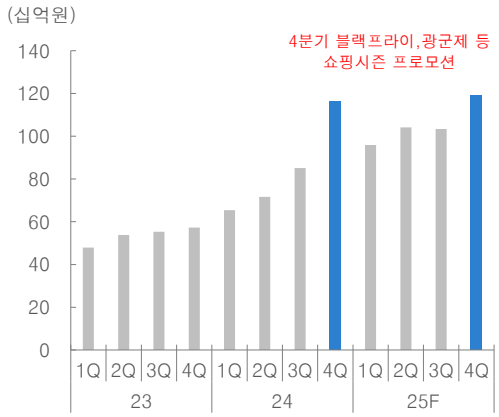
자료: 에이피알, 대신증권 Research Center

그림 148. 에이피알 뷰티 디바이스 매출 추이



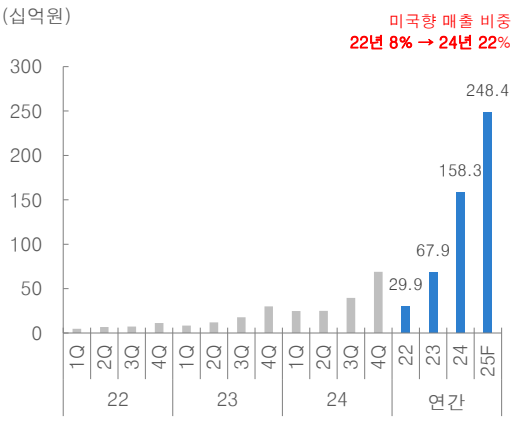
주: 2Q24 이후 세부 국가별 품목 Breakdown 미공개 / 25F 당사 추정치
자료: 에이피알, 대신증권 Research Center

그림 149. 화장품 분기 매출 추이 및 전망



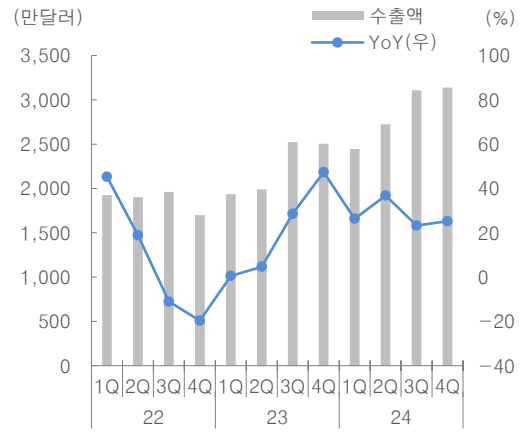
자료: 에이피알, 대신증권 Research Center

그림 150. 에이피알 미국향 매출액 추이



자료: 에이피알, 대신증권 Research Center

그림 151. 홈뷰티기기 분기 수출액 (강남구+성남시)



자료: 에이피알, 대신증권 Research Center

I. 기업 개요

홈뷰티 디바이스와 화장품 시너지를 앞세워 글로벌 K-뷰티 혁신을 선도

홈뷰티 디바이스(AGE-R)와 화장품 사업 결합, 뷰티테크 모델 확립

에이피알은 2014년에 설립되어 온라인 미디어 커머스와 패션·뷰티 브랜드 기획 역량을 기반으로 성장해 왔다. 설립 초기에는 화장품 판매와 제조 사업을 주축으로 삼았으나, 2016년에 이르러 패션과 엔터테인먼트 영역까지 사업을 다각화하였다. 이후 2021년부터 본격적으로 홈뷰티 디바이스(AGE-R) 시리즈를 육성함으로써, 기존의 화장품 사업(메디큐브, 에이프릴스킨, 포맨트 등)과 결합한 뷰티테크 모델을 확립하였다.

해외 매출 비중 55%, 미국 시장 고성장 주도

2024년 매출액 7,228억원(YoY+38%)과 영업이익 1,227억원(YoY+18%, OPM 17%)을 기록했다. 매출은 뷰티 디바이스(43%), 화장품(47%), 기타(10%)로 구성되며, 지역별로는 국내(45%)보다 해외(55%) 비중이 높아졌다(23년 해외 40%). 특히 해외 매출은 미국(해외 매출 중 40%), 일본, 홍콩 등 주요 시장에서 전년 대비 두 배 이상 성장하며, 2023년 39%에서 2024년 55%로 확대되었다. 미국 시장은 최근 2년간 연평균 130%의 고성장세를 보였고, 해외 B2B 매출도 15%를 기록하며 꾸준히 성장하고 있다. 다만, 아마존, 틱톡샵 등 해외 플랫폼 수수료와 물류비 증가로 OPM은 소폭 하락했다.

EP·RF·HIFU 등 전문 미용의료기술을 가정용으로 구현

에이피알은 2021년에 첫 홈 뷰티 디바이스(AGE-R) 제품을 출시한 뒤, 2022~2023년에 국내 M/S 1위를 달성하며 빠르게 성장해왔다. 부스터 프로 시리즈는 일렉트로포레이션(EP) 기술을 통해 화장품 유효 성분의 흡수율을 높이고, 고주파(RF) 기반의 울트라튠이나 초음파(HIFU) 방식의 하이포커스처럼 전문 미용의료기기를 가정용으로 구현한 신제품을 잇따라 선보이며 라인업을 확장했다.

글로벌 누적 판매량 300만 대 달성, 해외 시장 고성장

자체 R&D 센터와 2023년에 준공된 평택 2공장에서 부품 조달부터 완제품 조립까지 전 과정을 내재화해 GPM을 10%대 중반으로 낮추면서, 국내 시장 점유율 30% 이상을 꾸준히 유지하고 있다. 동시에 해외 매출도 빠르게 증가해 글로벌 누적 판매량 300만 대를 돌파했으며, 특히 부스터 프로 시리즈는 2024년 블랙프라이데이 기간에 미국 아마존 뷰티 디바이스 부문 1위를 차지하며 대표 제품으로 자리매김했다.

기능성 스킨케어·가정용 미용기기 결합으로 글로벌 K-뷰티 시장 공략 가속화

메디큐브(MediCube)는 에이피알의 대표 화장품 브랜드로, 다양한 기능성 스킨케어 라인을 기반으로 가정용 미용기기(AGE-R)와 연계한 전략을 통해 매년 30% 이상의 높은 성장률을 기록하고 있다. 특히 미국·일본 등 해외 시장에서 K-뷰티 붐과 맞물려 아마존 토너·패드 부문 1~3위를 차지함으로써 경쟁력을 입증했으며, 국내 시장이 안정화된 이후에도 해외 매출이 빠르게 확대되고 있다. 주요 제품으로는 모공 패드·토너·앰플·크림 등이 있으며, 디바이스와 결합해 사용하면 시너지가 극대화된다는 점을 강조한다.

이와 함께 PDRN/PN 소재의 자체 생산 및 활용 사업에 진출해 이를 담은 스킨케어 제품과 뷰티 디바이스를 결합함으로써 성과를 거두고 있다. 실제로 메디큐브 브랜드를 통해 PDRN 함유 제품을 선보이며 일본 등 글로벌 시장에도 진출했다. 앞으로는 바디케어·에이지케어 등 SKU를 확대하고 신규 디바이스 출시와 함께 화장품 세트 상품을 적극적으로 홍보해, 글로벌 시장에서의 성장 동력을 더욱 강화할 계획이다.

II. 주가 히스토리 및 주요 이벤트

실적 개선과 주주환원 정책으로 이어진 상승 모멘텀

IPO 오버행 물량 출회로 4월 저점

에이피알(APR)은 2024년 2월 27일 공모가 25만원(수정주가 기준 5만원)으로 코스피 시장에 상장했다. 상장 초기 기관 및 외국인 매도세와 보호예수 해제(약 11.68%) 우려로 4월까지 주가는 하락세를 보였다.

1Q24 두 자릿수 실적 성장·신제품·자사주 매입 효과로 6월까지 상승

그러나 1Q24 실적에서 견조한 외형 성장을 기록하며 투자 심리가 개선되었다. 신규 뷰티 디바이스 출시, 제2공장 가동 기대감, 경영진의 자사주 매입 및 600억원 규모 자사주 신탁 계획 발표 등의 이슈가 주가 상승을 견인했고, 주가는 4월 저점 이후 6월까지 상승세를 이어갔다. 6월 말부터 단기 급등에 따른 차익 실현 매물 출회와 2분기 실적 발표 전 모멘텀 부재, 글로벌 금리 인상, 중국 소비 둔화 등 거시경제 요인이 복합적으로 작용하여 주가는 조정받았다.

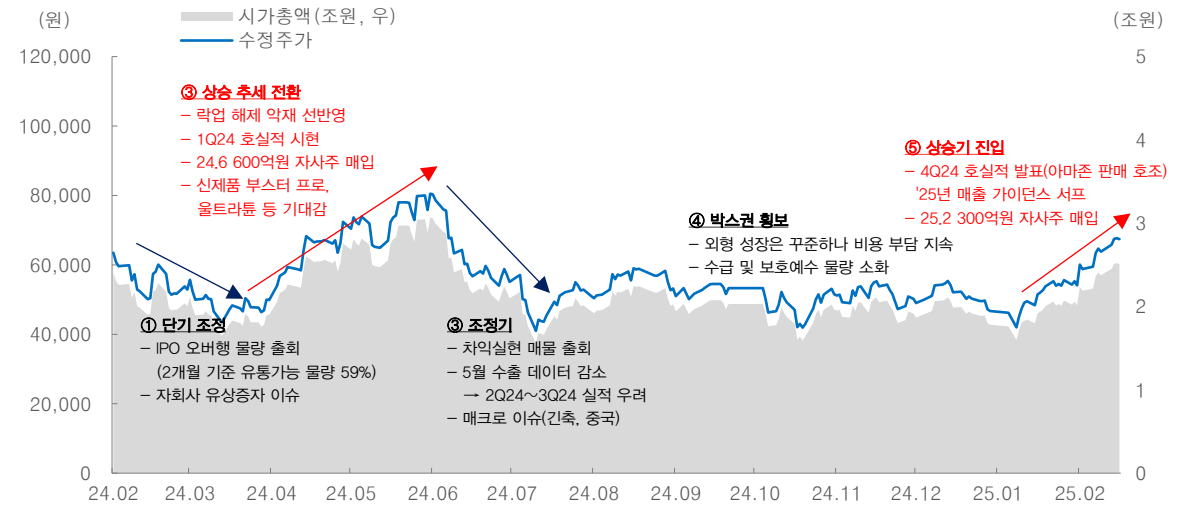
단기 급등에 따른 차익실현 매도와 대외 불확실성으로 7월까지 조정

지난해 7월, 순이익의 25% 이상을 주주에게 환원하겠다는 정책 발표로 하방 지지력이 강화되었다. 7월 말 5대 1 액면분할에 따른 거래정지 해제 이후 단기 변동성이 증가했으나, 회사의 지속적인 자사주 매입과 8월 말 락업 해제 물량의 원활한 소화로 주가 하락은 제한적이었다. 2분기와 3분기는 아쉬운 실적을 보이며 주가는 박스권에 머물렀다..

2025년 1월부터 호실적 기대감에 상승 추세

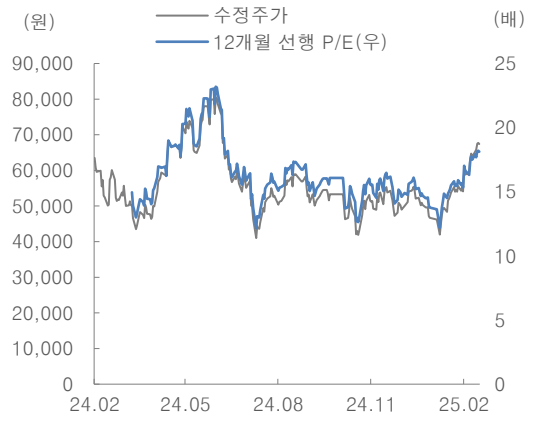
2025년 1월 초, 회사는 600억원 규모의 자사주 소각 및 추가 매입 계획을 발표하여 투자 심리를 한층 강화했다. 이후 4분기 실적에 블랙프라이데이 효과가 반영될 것이라는 기대감이 형성되며 주가가 상승하기 시작했다. 이러한 기대감 속에 2024년 연간 실적은 매출액 7,228억원(YoY +38%), 영업이익 1,227억원(+17.7%)을 기록했으며, 특히 4분기 매출액은 2,442억원으로 분기 최대치를 달성했다. 4분기 실적발표에서 컨센서스(8,400억원)를 상회하는 2025년 매출 1조원 가이던스를 제시하며 높은 성장 기대감을 시사했다.

그림 152. **주가 그래프 및 이벤트**



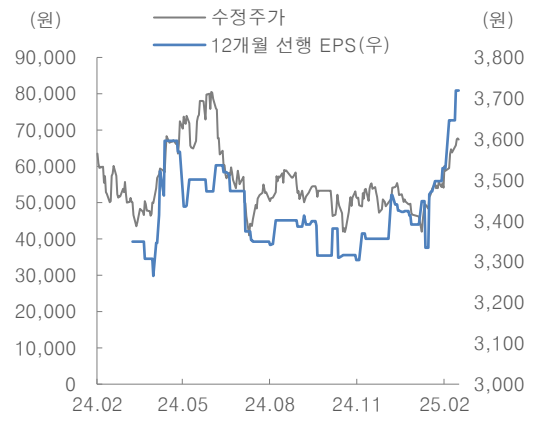
자료: 대신증권 Research Center

그림 153. 에이피알 수정주가와 12 개월 선행 PER 추이



자료: 에이피알, 대신증권 Research Center

그림 154. 에이피알 수정주가와 12개월 선행 EPS 추이



자료: 에이피알, 대신증권 Research Center

표34. 에이피알 분기별 실적 온도차트 (단위: %)

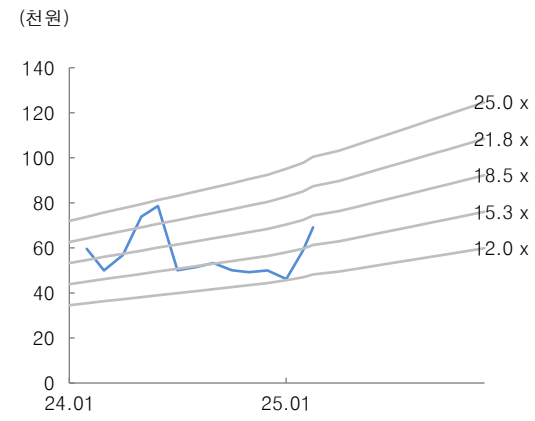
	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
매출액 괴리율												
영업이익 괴리율												

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21
매출액 괴리율												
영업이익 괴리율												

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
매출액 괴리율								1.4%	9.1%	-6.0%	5.2%	14.4%
영업이익 괴리율								9.8%	2.5%	-10.9%	-13.3%	2.4%

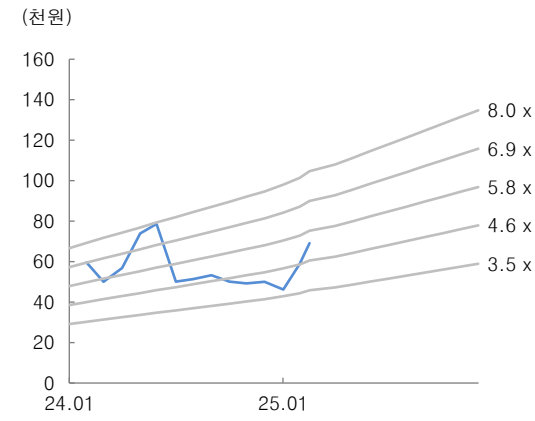
주: 에이피알 24년 2월 27일 상장
자료: 퀀티와이즈, 대신증권 Research Center

그림 155. 에이피알 12MF PER Band



자료: 에이피알, 대신증권 Research Center

그림 156. 에이피알 12MF PBR Band



자료: 에이피알, 대신증권 Research Center

III. 투자 포인트(Investment Thesis)

홈뷰티 디바이스 시장 선도

기술 혁신과 수직 계열화로 이룬 홈뷰티 디바이스 압도적 1위

에이피알은 2023년부터 국내 홈뷰티 디바이스 시장에서 판매액 기준 30% 내외의 점유율로 1위를 확고히 유지하고 있다. 2023년까지 AGE-R 시리즈를 국내외 합산 약 160만 대 판매했고, 2024년에는 분기당 30~50만 대 수준으로 판매량이 급증하여 4분기에만 58만 대를 판매했다. 그 결과, 2022년부터 2024년까지 디바이스 매출은 연평균 62%의 괄목할 만한 성장률을 기록했으며, 누적 판매량은 300만 대를 돌파했다.

시장 성장의 핵심은 다양한 제품 라인업과 기술 내재화에 있다. 에이피알은 병·의원용 미용 의료기기에 사용되는 EMS(저주파), 고주파(RF), 초음파(HIFU) 기술을 30~40만 원대 가정용 디바이스로 구현하고, 부스터 프로, 울트라튜, 하이포커스 등 고가 제품군을 연이어 출시하며 시장을 확장했다.특히, 대표 제품 '부스터 프로'는 2023년 하반기 출시 첫 달 4.5만 대 판매 이후 월평균 5~6만 대의 안정적인 판매량을 기록하고 있다. 이는 기기 설계, 부품, 회로 개발을 자회사(ADC)가 전담하고, 평택 제2공장에서 자체 생산하는 수직 계열화를 통해 원가율을 10%대 중반으로 유지함으로써 가격 경쟁력과 품질 관리를 동시에 확보한 결과이다.

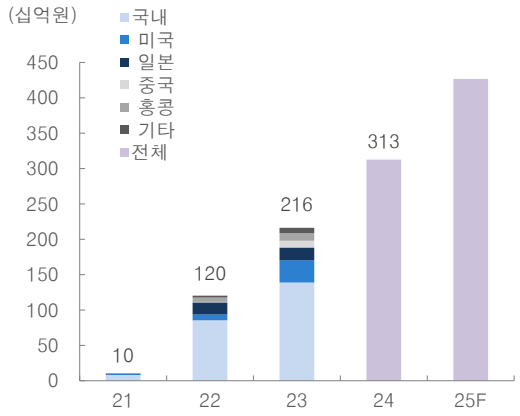
해외 시장 확장 가속화로 25년 디바이스 매출 4,000억원 목표

에이피알은 "뷰티 디바이스 = AGE-R" 공식을 시장에 확립하기 위해 국내 홈쇼핑, 인플루언서, 아마존·틱톡 라이브 등 다양한 채널을 활용했다. 이를 통해 디바이스와 자사 화장품(메디큐브)을 결합한 사용법을 제안함으로써 부스터 프로 등 고가 제품군의 객단가와 재구매율을 향상시켰다. 또한 경쟁사(일본 야만, LG 프라엘) 대비 우수한 가격 경쟁력과 빠른 신제품 출시 속도를 유지하며 시장 내 입지를 강화했다.

이러한 경쟁 우위를 바탕으로 2025년 디바이스 매출 가이던스를 4,000억원(YoY +28%)으로 제시했다. 미국, 일본, 동남아 등 해외 시장 공략 가속화와 B2B 채널 활성화를 통해 매출 목표 달성이가능할 것으로 보인다. 연간 1조 원대 생산 CAPA를 목표로 설계된 평택 제2공장은 증가하는 글로벌 수요에 효과적으로 대응할 수 있는 기반을 제공한다.

그림 157. **에이피알 뷰티 디바이스 매출 추이**

그림 158. **에이피알 주요 뷰티 디바이스 브랜드**



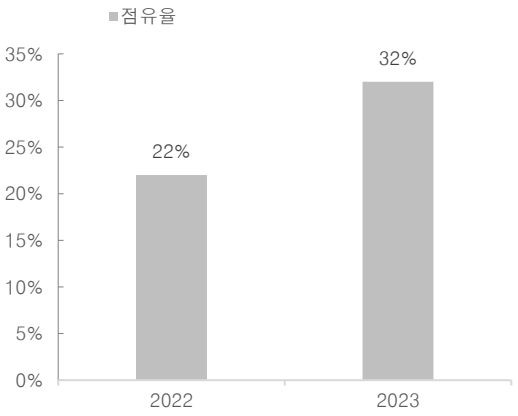
주: 2Q24 이후 세부 국가별 품목 Breakdown 미공개 / 25F 당사 추정치
자료: 에이피알, 대신증권 Research Center

자료: 에이피알 대신증권 Research Center

그림 159. 디바이스 생산공장 현황

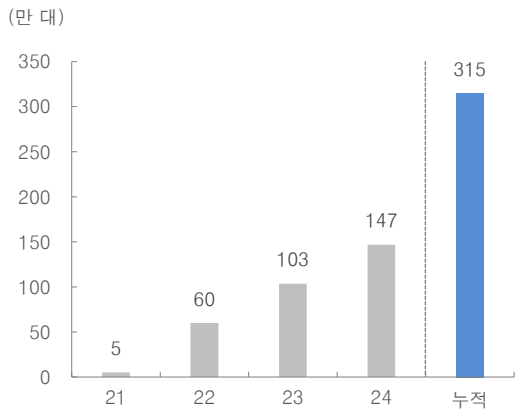
자료: 에이피알, 대신증권 Research Center

그림 160. 에이피알(AGE-R) 국내 홈뷰티 디바이스 M/S



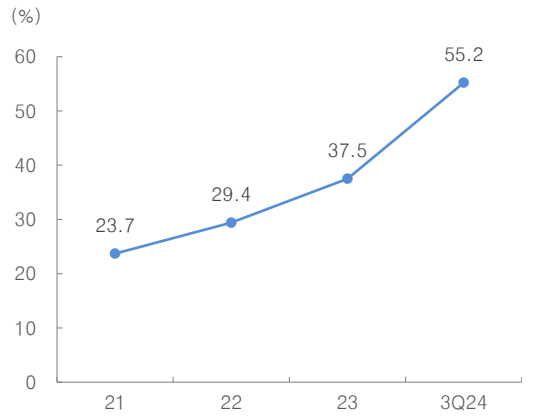
자료: 에이피알, 대신증권 Research Center

그림 161. 에이피알(AGE-R) 디바이스 판매량



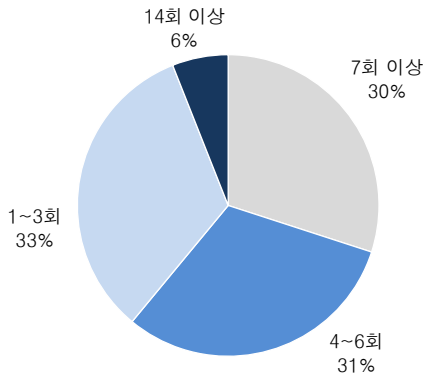
자료: 에이피알, 대신증권 Research Center

그림 162. 에이피알(AGE-R) 해외판매 비중 추이



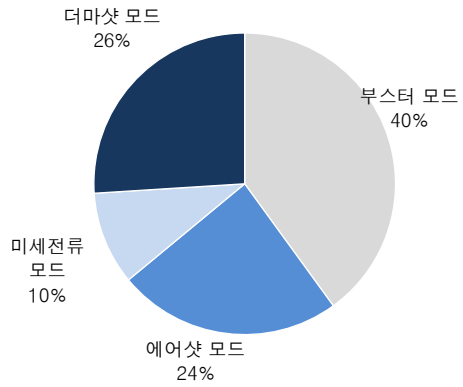
자료: 에이피알, 대신증권 Research Center

그림 163. **부스터프로 주당 사용 횟수**



자료: 에이피알, 대신증권 Research Center

그림 164. **부스터프로 사용 모드 분포**



자료: 에이피알, 대신증권 Research Center

디바이스·화장품 시너지와 글로벌 마케팅으로 화장품 매출 고성장

APR 프리미엄 홈케어 솔루션: 뷰티 디바이스와 화장품의 시너지

에이피알은 '메디큐브 AGE-R' 뷰티 디바이스와 고기능성 화장품 라인을 통합하여 프리미엄 홈케어 솔루션을 제시한다. 연구 개발 단계부터 디바이스와 화장품 동시 사용 시 시너지 효과에 주목하여 임상 데이터와 특허를 확보, 이를 마케팅 및 브랜딩에 적극 활용하고 있다.

디바이스와 화장품 결합 판매를 통해 평균판매단가(ASP)와 매출총이익률(GPM)을 높이는 동시에 화장품 반복 구매를 유도하여 장기적인 고객 락인(Lock-in) 효과를 확보한다. 해외 시장에서도 이러한 "디바이스+코스메틱" 패키지 수요 증가에 힘입어 화장품 수출이 동반 성장하고 있다.

화장품 매출 연평균 29% 고성장, 온라인 플랫폼 및 글로벌 마케팅 전략 주효

화장품 부문 매출은 2021년 1,619억원에서 2024년 3,385억원으로 연평균 약 29% 증가했다. 이러한 성장은 틱톡샵, 아마존, 큐텐 등 주요 온라인 플랫폼에서 인플루언서 마케팅을 적극 활용하고, 블랙프라이데이, 광군제 등 글로벌 쇼핑 시즌에 맞춘 집중 프로모션의 결과로 분석된다.

이러한 전략을 통해 국내뿐 아니라 미국, 일본, 홍콩 등 해외 시장에서도 매출을 빠르게 확대했다. 특히 2024년 4분기 화장품 부문 매출은 전년 동기 대비 141% 증가한 969억원에 달했는데, 이는 미국 아마존 토너·패드 부문 1~3위 석권 및 블랙프라이데이(BFCM) 기간 동안 공격적인 마케팅을 전개한 결과이다.

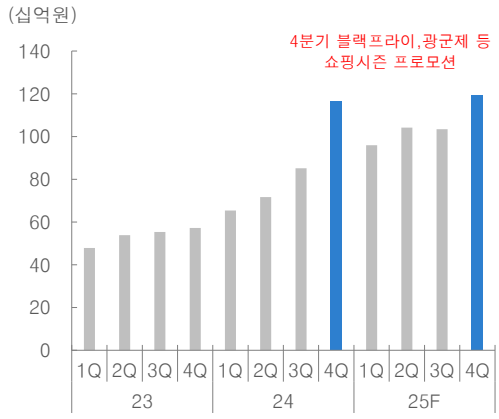
일본에서는 큐텐 메가와리 행사를 통해 높아진 인지도를 바탕으로 로프트, 드럭스토어 등 오프라인 채널로 확장할 계획이다. 또한 미국에서는 세포라, 울타뷰티 등 편집숍 입점을 논의하며 글로벌 시장 공략을 가속화할 전망이다.

자체 생산 PDRN을 활용해 프리미엄 화장품·디바이스·스킨부스터를 통합 결합

2023년 10월 준공된 PDRN 추출·생산 공장을 기반으로 2025년부터 연어 DNA 등에서 추출되는 고부가가치 원료(PDRN)를 활용한 화장품 생산을 본격 추진한다. PDRN은 스킨부스터 시장에서 탁월한 효능이 입증된 성분으로 자체 생산을 통해 원가 절감 및 고함량 프리미엄 제품 개발이 가능해져 화장품 경쟁력이 크게 강화될 것으로 기대된다.

또한 화장품, 디바이스, 스킨부스터를 통합적으로 결합하여 프리미엄 시장에서 차별화된 경쟁 우위를 확보할 수 있다.

그림 165. **화장품 분기 매출 추이 및 전망**



자료: 에이피알, 대신증권 Research Center

그림 166. **PDRN&PN 사업 단계별 프로세스**

자료: 에이피알, 대신증권 Research Center

글로벌 시장 공략 굳히기 → 꾸준한 외형 성장과 실적 레버리지

10년간의 꾸준한 성장과 사업 모델

APR은 홈 뷰티 디바이스와 화장품(메디큐브 등)을 결합한 독자적인 사업 모델을 기반으로 지난 10년간 분기별 전년 대비 역성장 없이 안정적인 외형 성장을 지속해왔다. 2022년 54%, 2023년 32%, 2024년 38%의 높은 성장률을 기록했으며, 특히 2024년 4분기에는 전년 동기 대비 60% 성장과 함께 해외 매출 비중이 67%까지 확대되었다.

가파른 외형 확장의 핵심 요인은 미국 시장 내 온라인 채널 공략 성공과 B2B 파트너십 확대이다. 특히, 미국 블랙프라이데이와 유럽 연말 쇼핑 시즌 등 4분기 성수기에 공격적인 마케팅을 통해 유입된 신규 고객이 이후 분기에도 지속적으로 제품을 구매하는 선순환 구조가 확립되면서 매출 성장을 견인하고 있다.

미국 시장 고속 성장: 온라인 마케팅 및 현지화 전략 주효

미국 시장 매출은 2022년 299억원에서 2023년 679억원(YoY +127%), 2024년 1,583억원(YoY +133%)으로 빠르게 성장했다. 이러한 성장은 블랙프라이데이, 사이버먼데이 등 대규모 할인 행사 기간 동안 아마존, 틱톡샵에서 진행한 프로모션이 주효했다.

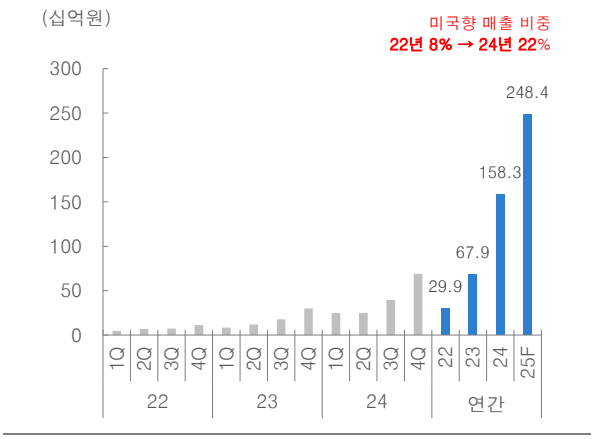
APR은 600명 이상의 임직원 중 40% 이상을 마케팅 및 콘텐츠 조직으로 구성하여 인플루언서 협업, SNS 바이럴 마케팅, 광고 크리에이티브 제작 등을 적극적으로 추진한다. 현지 3PL(3자 물류) 및 아마존 물류 창고를 활용하여 배송 속도를 높이고 리뷰 및 평점 관리를 강화함으로써, 부스터프로, 하이포커스샷 등 홈 뷰티 디바이스를 아마존 뷰티 디바이스 카테고리 상위권에 빠르게 안착시켰다. 또한 '제로 모공 패드', '콜라겐 나이트 랩핑 마스크' 등 화장품 부문 역시 큰 폭으로 성장하며 매출 확대에 기여하고 있다.

B2B 글로벌 확장 전략: 2025년 핵심 성장 동력

온라인 D2C 채널 외에 B2B를 핵심 성장 축으로 삼아 글로벌 시장 진출을 가속화하며, 2025년에는 B2B 부문이 주요 매출 성장 동력으로 부상할 전망이다. 작년 4분기 B2B 매출은 300억원을 달성했으며, 2025년 B2B 매출은 1,149억원(YoY+91%)을 전망한다.

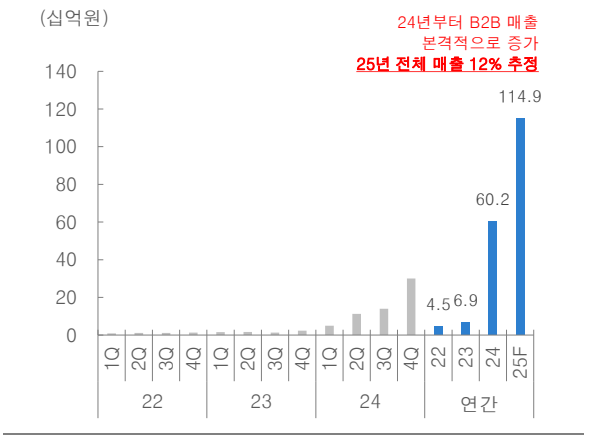
B2B는 해외 현지 유통업체나 딜러를 통해 제품을 공급, 온라인 중심의 판매 구조를 다변화하는 전략이다. 이를 통해 APR은 마케팅·물류 등 고정 비용 절감 효과를 누리지만, 자사몰 대비 낮은 마진율은 단점으로 작용할 수 있다. 현지 딜러는 화장품·뷰티 디바이스 패키지를 에스테틱 및 소매 채널에 재판매한다.유럽(CPNP 인증 기반), 중동·동남아(총판 계약), 미국(오프라인 진출) 등 지역별 특성에 맞춰 B2B 영역을 빠르게 확장하고 있다.

그림 167. 에이피알 미국향 매출액 추이



자료: 에이피알, 대신증권 Research Center

그림 168. 해외 B2B 매출 추이



자료: 에이피알, 대신증권 Research Center

IV. 실적 전망

2025 년에도 고성장 지속, 미국·B2B·디바이스 삼각편대로 매출 1 조 정조준

24년: 사상 최대 매출, 해외 성장 가속화

매출:7,228억(+38%)
OP:1,227억(+18%) 기록

2024년 매출액 7,228억원(YoY +38%), 영업이익 1,227억원(YoY+18%, OPM 17%)을 달성했다. 해외 매출 비중은 2023년 39%에서 55%로 확대되었으며, 4분기 매출은 전년 동기 대비 61% 증가한 2,442억원으로 사상 최대치를 경신했다.

이는 미국, 일본, 홍콩 등 주요 해외 시장에서 전년 대비 두 배 이상의 고성장을 달성한 결과이며, 특히 미국 시장은 최근 2년간 연평균 130%의 성장세를 기록했다. 아마존, 틱톡샵 등 해외 플랫폼 수수료와 물류비 증가로 이익률은 다소 하락했다. 향후 영업 레버리지 효과가 수수료와 물류비 부담을 상쇄할 수 있을지가 관건이다.

25년: 해외 채널·B2B 확장으로 도약, 뷰티 디바이스가 성장 주도

매출:9,208억(+27%), OP:1,673억(+36%) 전망

2025년 연결 매출액은 9,208억원(YoY+27%), 영업이익은 1,673억원(YoY+36%, OPM 18%)으로 전망한다. 지난 4분기 실적 발표에서 회사 측은 1조원 가이던스를 제시했으며, 당시 시장 컨센서스는 8,415억원이었다.

내년도 미국이 성장을 이끌어 미국 매출 2,484억원(YoY+57%)을 전망한다. 이와 더불어 CPNP 인증을 통한 유럽 진출, B2B 딜러 계약 체결을 통해 B2B 매출 역시 1,149억원(YoY +91%)을 달성할 것으로 기대한다. 프로모션 및 플랫폼 수수료 증가로 OPM은 18% 수준으로 예상된다.

다만, 미국·일본 등에서 쌓은 B2C 경험을 바탕으로 B2B, 오프라인 등 신규 유통망을 확대하는 과정에서 초기 물량 공급 및 유통망 안착에 시간이 소요될 수 있다는 점을 감안하여 화장품 매출 성장률은 보수적으로 추정했다. 한편, ASP가 높은 뷰티 디바이스는 점진적으로 확장하며 단기적인 성장을 견인할 것으로 예상된다.

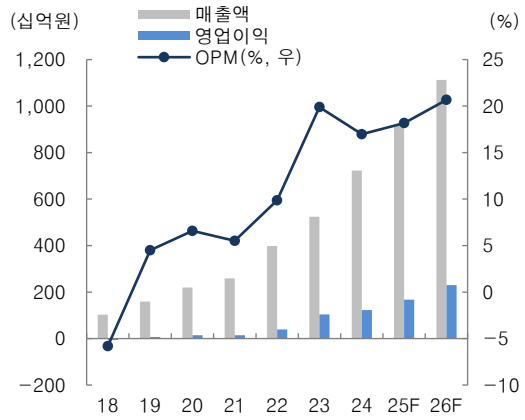
표35. 에이피알 분기 및 연간 실적 추정 (단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024P	2025F	2026F
매출액	**148.9**	**155.5**	**174.1**	**244.2**	**201.2**	**216.4**	**227.7**	**275.4**	**523.8**	**722.8**	**920.8**	**1112.8**
YoY (%)	22%	22%	43%	61%	35%	39%	31%	13%	32%	38%	27%	21%
뷰티 디바이스	**66.8**	**68.2**	**74.3**	**103.4**	**90.2**	**98.2**	**104.2**	**134.1**	**216.2**	**312.6**	**426.6**	**521.5**
화장품/뷰티	65.4	71.6	85.1	116.3	95.9	104.1	103.4	119.1	214.3	338.5	422.6	499.1

기타	16.8	15.7	14.7	24.5	15.1	14.1	20.2	22.2	93.2	71.6	71.6	92.1
국내	82.8	78.3	73.9	88.0	87.2	90.0	86.4	90.1	318.6	323.0	353.7	400.5
해외	66.1	77.2	100.3	156.2	114.0	126.4	141.3	185.3	205.2	399.8	567.1	712.2
미국	**24.7**	**24.9**	**39.6**	**69.0**	**45.0**	**57.1**	**61.2**	**85.1**	**67.9**	**158.3**	**248.4**	**320.5**
일본	9.8	9.4	15.2	17.7	13.1	11.1	13.9	17.1	33.2	52.2	55.2	63.1
중국	7.6	10.0	5.3	4.6	8.0	8.3	10.2	15.0	36.9	27.5	41.5	50.0
홍콩	10.1	13.2	16.5	20.7	14.2	14.1	13.2	16.7	32.5	60.5	58.1	65.0
기타	8.9	8.4	9.7	14.1	10.9	9.1	12.8	16.1	27.9	41.2	48.9	63.6
B2B	4.9	11.3	14.0	30.0	22.9	26.6	30.2	35.2	6.9	60.2	114.9	150.0
매출총이익	**115.3**	**118.8**	**130.8**	**175.7**	**152.4**	**164.0**	**173.1**	**209.4**	**395.4**	**540.6**	**698.8**	**845.5**
YoY (%)	27%	22%	44%	51%	32%	38%	32%	19%	36%	37%	29%	21%
총이익률	77%	76%	75%	72%	76%	76%	76%	76%	75%	75%	76%	76%
영업이익	**27.8**	**28.0**	**27.2**	**39.6**	**36.2**	**37.2**	**40.0**	**53.8**	**104.2**	**122.7**	**167.3**	**230.0**
YoY (%)	20%	13%	25%	15%	30%	33%	47%	36%	166%	18%	36%	37%
영업이익률	19%	18%	16%	16%	18%	17%	18%	20%	20%	17%	18%	21%
세전이익	**6.3**	**4.7**	**10.4**	**5.6**	**8.1**	**8.3**	**8.9**	**11.8**	**24.3**	**27.1**	**37.0**	**51.9**
YoY (%)	28%	17%	14%	39%	25%	36%	58%	17%	172%	26%	31%	36%
세전이익률	20%	19%	15%	19%	19%	18%	18%	20%	20%	18%	19%	21%
당기순이익	**24.1**	**24.1**	**16.0**	**42.0**	**30.0**	**30.9**	**33.0**	**43.9**	**81.5**	**106.2**	**137.9**	**185.7**
YoY (%)	19%	28%	-13%	162%	-28%	3%	7%	33%	172%	30%	30%	35%
당기순이익률	16%	15%	9%	17%	15%	14%	15%	16%	16%	15%	15%	17%

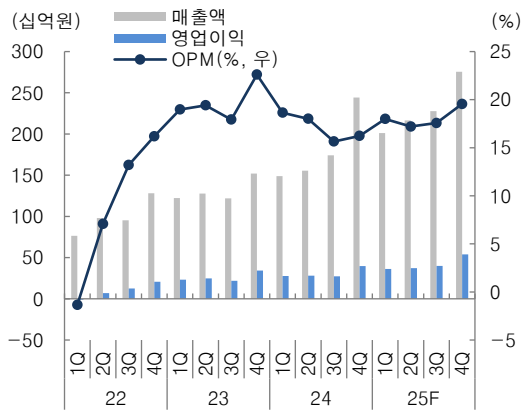
자료: 에이피알, 대신증권 Research Center

그림 169. 연간 매출, 영업이익, 영업이익률



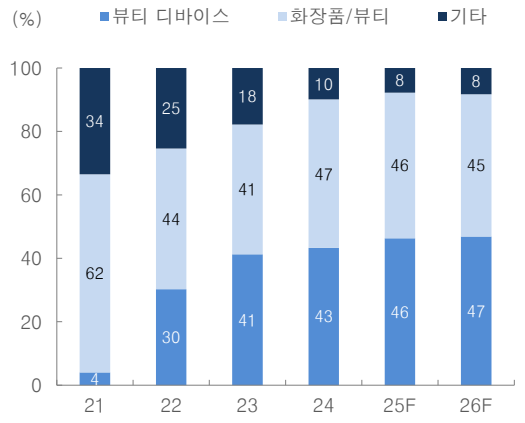
자료: 에이피알, 대신증권 Research Center

그림 170. 분기 매출, 영업이익, 영업이익률



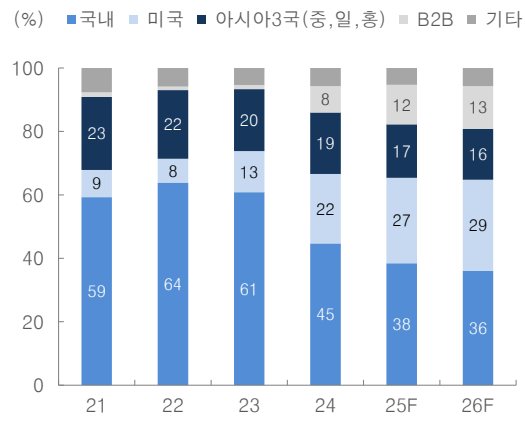
자료: 에이피알 대신증권 Research Center

그림 171. 사업부별 매출 추이 (연간)



자료: 에이피알, 대신증권 Research Center

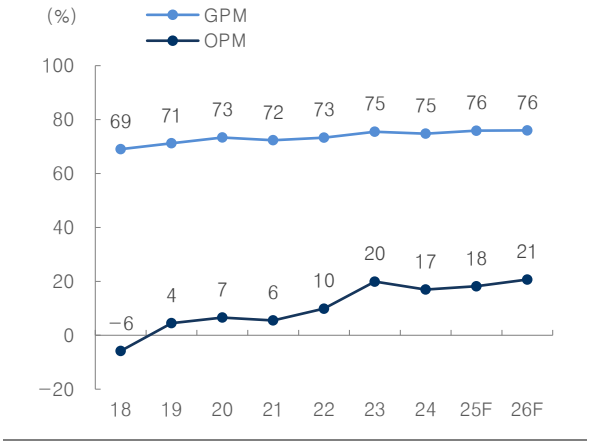
그림 172. 지역별 매출 비중 추이



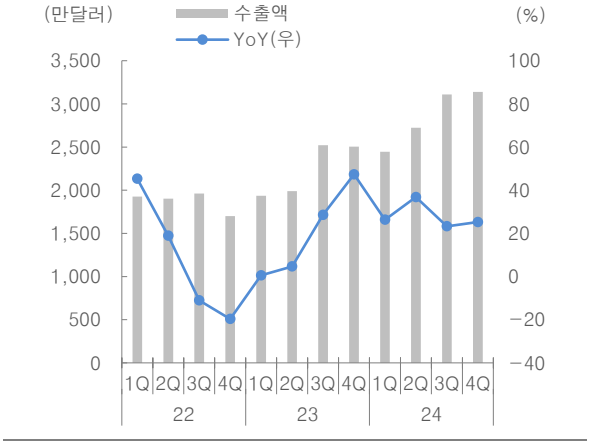
자료: 에이피알 대신증권 Research Center

그림 173. 연간 GPM 및 OPM 추이

그림 174. 홈뷰티기기 분기 수출액 (강남구+성남시)



자료: 에이피알 대신증권 Research Center



주: HSCODE: 8543.70.2020 서울 송파구+경기 성남시(에이피알 추정)
자료: 관세청, 대신증권 Research Center

V. 밸류에이션 및 투자의견

뷰티 디바이스 시너지와 해외 고성장: Peer 평균 25 년 PER 10% 할인

투자의견 BUY, 목표주가 82,000원

투자의견 매수(Buy), 목표주가 82,000원으로 에이피알에 대한 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2025년 예상 주당순이익(EPS) 3,758원(YoY +31%)에 미용 관련 Peer(아모레퍼시픽, LG생활건강, 클래시스, 에이피알)의 2025F 기준 PER 평균치(약 24.3배)에 10% 할인한 21.8배를 적용해 산출했다.

화장품 & 홈 뷰티 디바이스(EBD) 시너지, 해외 고성장

에이피알은 화장품과 홈 뷰티 디바이스(EBD) 사업을 영위하고 있으며, 특히 미국, 유럽 등 해외 시장에서 높은 매출 성장세를 보이고 있다. 단순 화장품 기업과는 달리 디바이스와의 시너지 효과를 통해 소비재 시장에서 연평균 30% 내외의 고성장을 기대할 수 있다. 따라서 화장품 기업뿐만 아니라 의료기기 기업도 Peer 그룹에 포함하였다.

낮은 OPM과 브랜드 격차: 밸류에이션 할인 적용

에이피알의 OPM은 약 20% 수준으로, 50% 내외의 OPM을 기록하는 클래시스, 에이피알 등 의료기기 기업 대비 동일한 멀티플을 적용하기는 어렵다. 또한, 아모레퍼시픽, LG생활건강 등 대형 브랜드사와 비교하면 SKU 및 브랜드 파워 격차가 존재하여 규모 차이에 따른 할인 요인이 불가피하다. 따라서 Peer 평균 대비 10% 할인값을 적용했다.

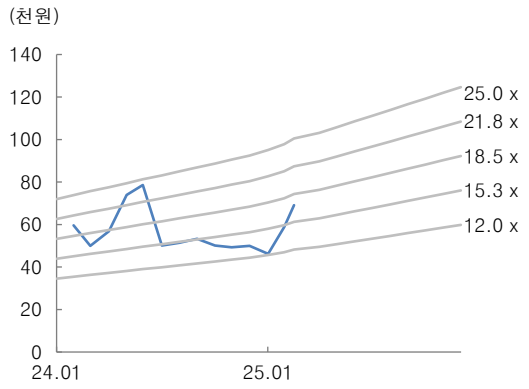
에이피알은 화장품과 홈 뷰티 디바이스 사업을 통해 해외 고성장 잠재력과 안정적인 브랜드 경쟁력을 확보했으며, 이는 미국, 아시아, B2B 부문에서의 괄목할 만한 외형 성장으로 이어졌다. 꾸준한 분기별 외형 성장 또한 긍정적이다. 향후 해외 진출 가속화 및 OPM 개선 시 추가적인 밸류에이션 상향이 기대된다.

표36. 에이피알 목표주가 산출 (단위: 원, 배)

	내용	비고
2025F EPS(원)	3,758	전년 동기 대비 31% 성장
Target Multiple(배)	21.8	미용 Peer(아모레퍼시픽, LG 생활건강, 클래시스, 에이피알)의 2025F 기준 PER 평균치(약 24.3 배)에 10% 할인
목표가(원)	**82,000**	
현재주가(원)	68,900	2025/03/24 종가 기준
Upside(%)	19.0%	

주: 글로벌 피어 평균 / 자료: 대신증권 Research Center

그림 175. PER 밴드



자료: 에이피알, 대신증권 Research Center

그림 176. 에이피알 FWD 12MF PER 추이

자료: 에이피알, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

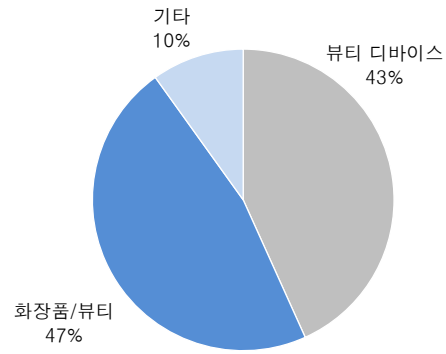
- 2014년 설립, 2024년 KOSPI 상장, 홈뷰티 디바이스 및 화장품, 의류 개발 및 판매 사업 영위
- 주요 사업: 홈뷰티 디바이스: 메디큐브 에이지알 (부스터프로, 부스터힐러). 화장품: 메디큐브, 에이프릴스킨, 포맨트
- 최대주주 및 대표이사 김병훈(지분율 32.7%)
- 자산 5,645억원, 부채 2,424억원, 자본 3,222억원(24년 기준) (발행주식 수: 37,241,555) – 액면분할 1:5(24.8)

주가 변동요인

- (+) 실적 개선, 신제품 출시, 수출입 데이터 호조
- (–) 실적 부진, 경쟁 심화 가능성

자료: 에이피알, 대신증권 Research Center

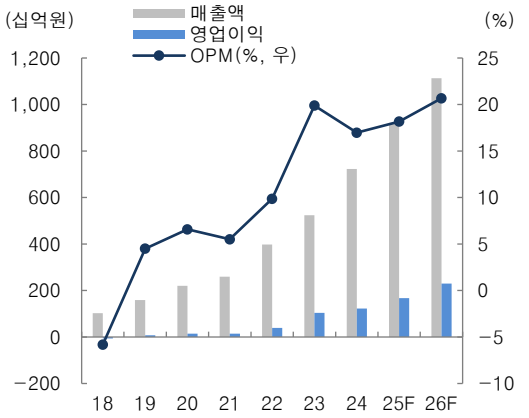
사업부별 매출 비중



주: 2024년 기준
자료: 에이피알, 대신증권 Research Center

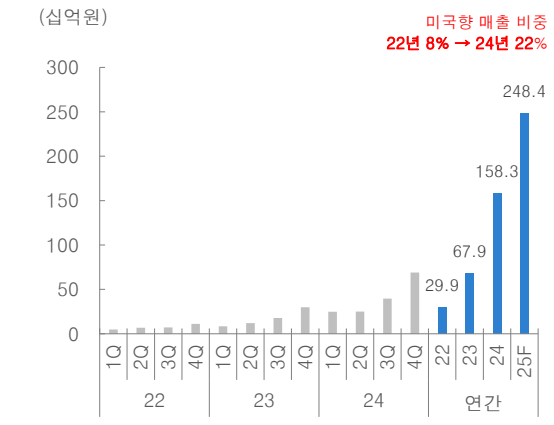
Earnings Driver

연간 매출, 영업이익, 영업이익률



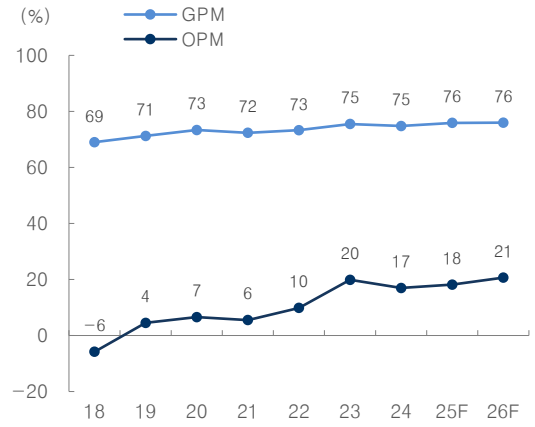
자료: 에이피알, 대신증권 Research Center

에이피알 미국향 매출액 추이



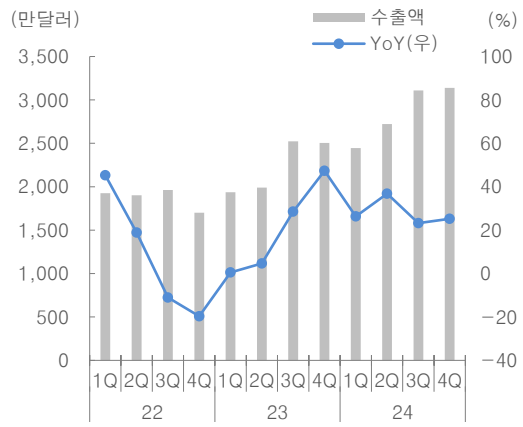
자료: 에이피알, 대신증권 Research Center

연간 GPM 및 OPM 추이



자료: 클래시스 대신증권 Research Center

홈뷰티기기 분기 수출액 (강남구+성남시)



주: HSCODE: 8543.70.2020 서울 송파구+경기 성남시(에이피알 추정)
자료: 관세청, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
매출액	398	524	723	921	1,113
매출원가	106	128	182	222	267
매출총이익	291	395	541	699	846
판매비와관리비	252	291	418	532	616
영업이익	39	104	123	167	230
영업이익률	9.9	19.9	17.0	18.2	20.7
EBITDA	50	118	136	179	241
영업외손익	0	2	11	8	8
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	6	9	29	22	22
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-5	-7	-17	-12	-12
외환관련손실	4	5	5	5	5
기타	0	-1	-1	-2	-2
법인세비용차감전순손익	39	106	133	175	238
법인세비용	-9	-24	-27	-37	-52
계속사업순손익	30	82	106	138	186
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	30	82	106	138	186
당기순이익률	7.5	15.6	14.7	15.0	16.7
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	30	82	106	138	186
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	30	81	106	137	183
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	30	81	106	137	183

재무상태표 (단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
유동자산	137	219	330	466	627
현금및현금성자산	57	125	199	303	425
매출채권 및 기타채권	21	24	39	47	57
재고자산	50	57	78	102	124
기타유동자산	8	14	14	14	22
비유동자산	47	68	86	104	138
유형자산	9	14	22	25	35
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	38	54	64	79	104
자산총계	184	287	416	570	766
유동부채	76	82	87	96	106
매입채무 및 기타채무	32	40	44	49	53
차입금	22	8	8	8	8
유동성채무	0	0	0	5	5
기타유동부채	23	35	35	35	40
비유동부채	8	8	26	33	33
차입금	0	0	10	15	15
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	8	8	16	18	18
부채총계	84	90	113	129	138
지배지분	100	197	303	441	627
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	52	61	61	61	61
이익잉여금	43	124	230	368	553
기타자본변동	1	9	9	9	9
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	100	197	303	441	627
순차입금	-23	-109	-173	-267	-388

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
EPS	4,223	11,244	2,872	3,758	5,069
PER	0.0	0.0	17.4	18.4	13.6
BPS	2,827	5,431	8,015	11,832	16,839
PBR	0.0	0.0	8.5	5.7	4.0
EBITDAPS	1,409	3,257	3,584	4,798	6,470
EV/EBITDA	NA	NA	17.3	12.6	8.9

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	32	108	83	118	166
당기순이익	30	82	106	138	186
비현금항목의 가감	26	40	35	48	62
감가상각비	11	14	13	12	11
외환손익	1	0	-5	-5	-5
지분법평가손익	0	0	0	0	0

SPS	11,213	14,445	19,092	24,688	29,880
PSR	0.0	0.0	3.6	2.7	2.3
CFPS	1,579	3,349	3,717	4,978	6,651
DPS	0	0	0	0	0

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	53.5	31.7	38.0	27.4	20.9
영업이익 증가율	174.8	165.6	17.7	36.4	37.5
순이익 증가율	162.8	172.2	30.2	29.8	34.7
수익성					
ROIC	53.0	120.1	111.9	107.4	113.8
ROA	25.3	44.2	34.9	33.9	34.4
ROE	36.0	54.9	42.4	37.0	34.8
안정성					
부채비율	83.6	45.9	37.1	29.2	22.1
순차입금비율	-23.1	-55.4	-57.0	-60.4	-61.9
이자보상배율	37.9	82.3	68.4	67.1	92.4

기타	14	26	27	41	56
자산부채의 증감	-20	1	-35	-31	-29
기타현금흐름	-4	-15	-23	-38	-52
투자활동 현금흐름	-9	-28	-23	-25	-35
투자자산	-2	-16	-3	-10	-15
유형자산	-6	-10	-20	-15	-20
기타	-1	-3	0	0	0
재무활동 현금흐름	1	-11	1	1	-9
단기차입금	5	-14	0	0	0
사채	0	3	10	5	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	6	9	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-9	-9	-9	-4	-9
현금의 증감	23	68	74	104	122
기초 현금	34	57	125	199	303
기말 현금	57	125	199	303	425
NOPLAT	30	80	98	132	180
FCF	34	82	91	124	166

자료: 에이피알, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

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

(담당자: 한송협)

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

[투자등급관련사항]

산업 투자의견

Overweight(비중확대):
:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상

Neutral(중립):
:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상

Underweight(비중축소):
:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

Buy(매수):
:향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상

Marketperform(시장수익률):
:향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상

Underperform(시장수익률 하회):
:향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상

[투자의견 비율공시]

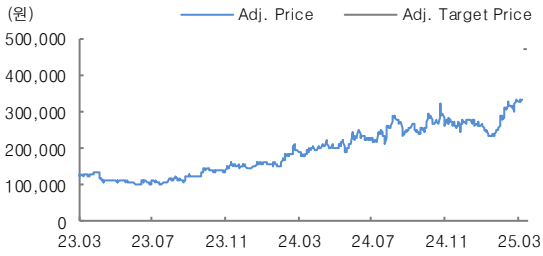
구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.6%	7.4%	0.0%

(기준일자: 20250322)

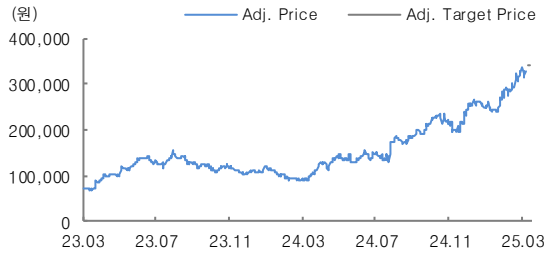
[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

휴젤(145020) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

파마리서치(214450) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

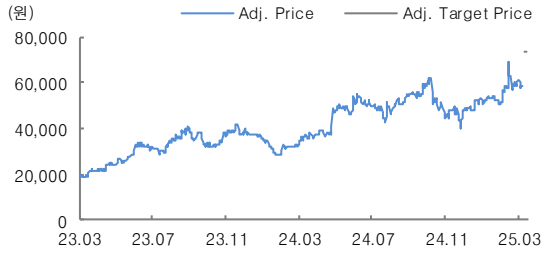


제시일자	25.03.25
투자의견	Buy
목표주가	470,000
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	



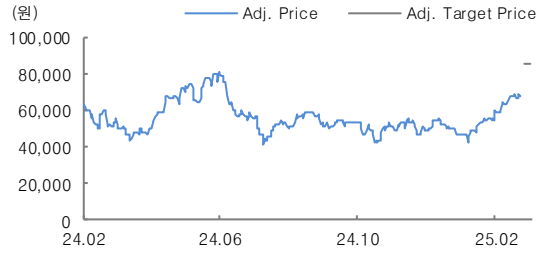
제시일자	25.03.25
투자의견	Marketperform
목표주가	340,000
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	

클래시스(214150) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.03.25
투자의견	Buy
목표주가	74,000
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	

에이피알(278470) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.03.25
투자의견	Buy
목표주가	85,000
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	