



Galderma (GALD.SW)

꾸짖을 필요 없는 사업 확장 속도

- 독신, 필러, 스킨 부스터, 화장품, 피부병 치료제 등 판매하는 에스테틱 전문 기업
- 미국은 부진했으나 미국 외 지역에서 성장 이끌며 매출액 YoY +9.3% 시현
- 미국 'Nemluvio', 중국 'Sculptra' 등 신제품 출시로 매출액 YoY +12% 목표 설정

미국은 힘들고, 나머지 지역이 만들어낸 매출액 YoY +9.3%

'24 년 연간 실적은 매출액 \$4,410M(약 6.4 조 원, YoY +9.3%), 매출총이익 \$3,290M(약 4.8 조 원, YoY +6.5%, GPM 74.6%), EBITDA \$1,031(약 1.5 조 원, YoY +9.4%, EBITDAM 23.4%), 당기순이익 \$496M(약 7,213 억 원, YoY +138.5%, NPM 11.2%)을 기록했다. 미국 매출액은 '24 년 \$1,810M(약 2.6 조 원, YoY flat)으로 부진했다. 반대로 미국 외 지역 매출액은 '24 년 \$2,600M(약 3.8 조원, YoY +14.5%)로 전사 실적 성장을 주도했다. 당기순이익이 급증한 이유는 실적 개선, 부채 줄이는 자본 구조 재정비, 유의미한 유효세율 개선 덕분이었다.

업황은 독신 ↑, 필러 ↓, 스킨부스터 ↑, 화장품 ↑, 치료제 ↑

Neuro-modulator(독신 등): '24 년 매출액 \$1,285M(약 1.9 조 원, YoY +10.6%)를 기록했다. Ipsen 이 개발한 독신 'Dysport'을 판매하고 있는데, 미국과 중국에서의 시장 점유율이 상승했다. 이에 더해 'Relfydess' 라는 액상형 독신을 '24 년 11 월에 독일과 스페인에 출시하여 새로운 제형에 대한 마케팅도 적극적으로 진행 중이다.

Fillers & Biostimualtors(필러, 스킨 부스터): '24 년 매출액 \$1,014M(약 1.5 조 원, YoY +5.0%)를 기록했다. 아시아-태평양, 남미 시장에서 필러 성장하고 있으나 미국 시장에서는 큰 성과가 없었다. 'Restylane' 시리즈의 신제품을 출시하며 반전을 꾀하는 중이다. 대신 PLLA 스킨 부스터 'Sculptra' 성장이 빠르다. 또한, '24 년에 중국 NMPA로부터 PLLA 스킨 부스터인 'Sculptra' 정식 허가를 받은 후에 '25 년 출시를 노리고 있다. 태국과 중동에서도 괄목할 만한 성장세가 이어지는 중이다.

Dermatologica Skincare(화장품 등): '24 년 매출액 \$1,331M(약 1.9 조 원, YoY +9.8%)를 기록했다. 중국 11 월 11 일 광군제 수혜를 보았고, T-mall 과 징둥 등 중국 온라인 채널 성과가 우수하다. 브라질에는 화장품 브랜드 런칭 4 개월 만에 시장 점유율 5%를 기록했다.

Therapeutic Dermatology(치료제): '24 년 매출액 \$780M(약 1.1 조 원, YoY +5.1%)를 기록했다. 미국에서 'Nemluvio' 출시를 진행하며 매출액 \$23M 이 새로 발생하기 시작했다. '24 년 11 월 독일, 스페인 런칭 후 긍정적인 의료진 피드백이 이어져 가파른 성장세가 예상되는 중이다.

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('25. 3. 14.): 90.15CHF

목표주가 컨센서스: 112.80CHF

▶ 투자 의견 컨센서스

매수	보유
90%	10%

Stock Data

산업분류	제약
Euro Stoxx 50 (3/14)	5,404.18
현재주가/목표주가 (CHF)	90.15 / 112.8
52주 최고/최저 (CHF)	119.6 / 60
시가총액 (백만 CHF)	21,446
유통주식 수 (백만 주)	108
일평균거래량 (3M)	644,660

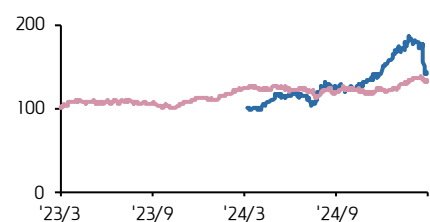
Earnings & Valuation

(백만 CHF)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	-	4,410	4,881	5,595
영업이익	-	946	960	1,245
OPM(%)	-	21.5	19.7	22.2
순이익	-	496	621	898
EPS	NULL	2.1	2.7	3.9
증가율(%)	-	-	28.8	43.3
PER(배)	NULL	102.6	33.7	23.5
PBR(배)	NULL	3.4	5.4	5.0
ROE(%)	23.9	22.5	6.7	9.5
배당수익률(%)	NULL	0.0	0.3	0.5

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	-10.4	-19.9	14.2	NULL
Euro Stoxx 50	10.4	-1.6	11.6	8.2

('23.3.15=100) — 갈더마 — Euro Stoxx 50



자료: 데이터 스트림 컨센서스, 키움증권 리서치

상저하고, 시장 기대치 소폭 상회하는 '25년 가이드선 제시

'25년 가이드선은 매출액 성장률 YoY +10~12%, EBITDA 마진 23%를 제시했다. 이는 매출액 YoY +9.2%, EBITDA 마진 21.9%에 형성된 시장 컨센서스를 소폭 상회하는 수준이었다.

꾸준히 IR 활동을 통해서 제시하는 '27년까지의 중기 가이드선도 발표하였다. 이번에 제시된 중기 가이드선은 '25년 1월에 JP 모건 헬스케어 컨퍼런스에 참여했을 당시의 비전과 동일하였다. 주요 내용으로는 전사 매출액 '27년까지 매년 10% 초중반 성장, '23년 대비 '27년 EBITDA 마진 +3%p ~ +5%p 개선 등이 있다.

비만 치료제 관련 수혜 등으로 꾸준히 좋음, 미국은 회복 대기

질의를 시간 동안 통해 여러 업황들을 전해들을 수 있었는데, 비만 치료제 관련 수혜가 꾸준하며 에스테틱 제품 수요 상승으로 이어지고 있다는 것이 가장 눈에 띄었다(We see the impact of the medication-driven weight loss ... there's a number of positive.)

지역적으로는 미국보다 해외 시장 성장세가 더 두드러졌고, 앞으로도 이러한 추세가 이어질 것이라는 경영진의 코멘트가 있었다. 동사 CEO인 Flemming Ornskov는 앞선 비만 치료제 수혜 효과는 미국에서 발휘되지 않았다고 덧붙였다(The US, I think, yet to be seen). 이외에도 전통적인 피부 미용 필러 시장 업황이 좋은 상황이 아니었는데, 미국에서는 가격 경쟁이 치열해지고 신규 경쟁자들이 많아지며 어려움을 겪었다. 다행인 점은 연초에 미국 시장에서 긍정적으로 해석할 만한 신호들이 포착되고 있고, 시간이 흐르며 연말이 될수록 업황 개선이 구체화될 것으로 보인다.

미국보다는 미국 외 지역
성장세 매우 강할 것

'Sculptra'의 신규 시장 침투
속도 성공적인 상황

비만 치료제 수혜 효과 확인,
미국에서는 아직 안 나타났음

미국도 연초부터 업황 개선
시작, 시간 지날수록 더욱
좋아질 것

〈주요 Q&A〉

Q. '25 년 Injectable Aesthetics 사업부(톡신, 필러, 스킨 부스터) 업황을 어떻게 봐야 할지 ?

A. 해당 사업부 미국 외 지역 성장세 매우 강할 것으로 전망함. 동사 톡신 제품들과 'Sculptra'가 새로운 시장에서 침투가 성공적인 상황.

비만 치료제 수혜 효과 확인함(We see the impact of the medication-driven weight loss). 그 부분에 긍정적인 사항들 많다고 보는 중(I think there's a number of positives). 다만 미국에서는 아직 효과가 나타나지 않았다고 생각함(The US, I think, yet to be seen).

(미국에서도) 연초에 긍정적인 신호들이 보이고 있고, 시간이 지나면서 더 구체화될 것.

전반적으로 해외 지역 성장세 강할 것이고, 시간이 흐를수록 미국도 좋아질 것.

액상형 톡신 'Relfydess'는
'25 년 내 미국 FDA 허가
신청할 예정

Q. 액상형 톡신 'Relfydess' 미국 허가 재신청은 언제 ?

A. '25 년 내로 미국 FDA 에 허가 신청 예정. 그 이후로는 6 개월의 심사 기간. 현재로서는 투입 시 효능이 개선된다는 것을 입증해야 함.

어려웠던 미국 시장 속에서
톡신 선방,
필러 어려움,
스킨 부스터 고성장세 기대 중

Q. 인플루언서들이 필러를 사용하지 않는(filler-free) 모습들도 보이면서 생각보다 필러 시장 부진한 모습도 있음. 미국에서 AbbVie 가 다시 마케팅을 적극적으로 공략하는 등의 모습으로 미국 시장 우려할 만한 사항은 없을지 ?

A. 4Q24 미국 상황 어려웠음. 그럼에도 톡신은 유통업체로의 도매 sell-in 데이터 우수한 상황. 톡신이 기본 치료제로 환자들에게 자리 잡는 추세.

태국 등 신규 시장
스킨 부스터 카테고리 고성장

필러는 업황 힘들었음. '23 년은 역성장, '24 년에는 회복세 보이는 중. 가격 경쟁도 심해지고 신규 경쟁자들도 많아지는 것 또한 사실임. 미국보다 해외 시장 성장세가 두드러질 것이고, 동사의 성장도 이에 의존해야 할 것.

PLLA 스킨 부스터 'Sculptra'는 동사의 글로벌 시장 성장 동력임. 중국 온라인 진입 등 상업화 예정이라 전사 성장 가속화시킬 수 있는 상황.

기록적인 런칭과 시장 점유율을 기록하는 중인 태국 같은 신규 시장 성장세도 기대.

피부병 치료제 'Nemluvio',
긍정적인 피드백 앞세워
예상보다 빠르게 시장 침투 중

Q. 미국 런칭한 'Nemluvio', 경쟁 상황 어떠할지 ? 유럽과 비교하면 판가나 보험
환급이 안정적인 추세일지 ?

A. 미국에서 'Nemluvio'는 '24년 8월 결절성 양진(PN: Prurigo Nodularis), '24년
12월 아토피 피부염(AD: Atopic Dermatitis) 적응증으로 출시하였음. Medicare
등의 공보험, 사보험에서 커버리지 개시를 하고 있고, 일부 대형 보험사들과 추가
협상을 진행하고 있음. 이는 동사 예상보다 계약 속도가 빠른 추세임.

이전에는 스테로이드 치료만 받던 환자들이 생물학적 제제로 전환하고 있다는 것이
중요함. 'Nemluvio'는 가려움증 완화 효과가 빠르고, 수면의 질이 개선되고, 자동
주사기(auto-injector)를 활용하여 투약이 편리하다는 피드백이 있음.

유럽은 미국과 보험 체계 등 시스템이 다름. 일부 유럽 국가들은 선 출시 후 보험
적용이 가능하지만, 해당하지 않는 나라에서는 보험 적용까지 받아야 출시가 가능한
곳들도 있음. 총괄 전망은 긍정적인 상황.

미국 관세로 인한 영향이
있을 것을 인정하는 코멘트

Q. 미국 시장 관세 영향은 어떠할지 ? '25년 또는 중기 가이드언스에 미치는 영향은 ?

A. 미국 내 제조를 늘리라는 미국 행정부의 요구를 이해하고 있으며 맞춰가는 중.

다만 공장을 이미 효율적으로
가동하고 있다면 미국으로
제조 시설을 옮기는 것이
능사는 아니라는 점과

'Nemluvio'는 일부 공정이 미국에서 진행됨.

'Alastin'은 미국에서 모든 공정이 진행됨.

'Cetaphil'은 캐나다에서 제조가 이뤄짐.

다른 업체들도 동사와 똑같이
관세 리스크가 있다는 점을
포집으며 방어적인 스탠스로
질의응답 진행

관세는 이전 가격(transfer price)에 적용되지, 실제 판매 가격(final price)에
부과되는 것이 아님. 그래서 미국에서 제조 과정의 일부나 전부를 처리할 수 있는
공급업체와 논의를 진행 중임. 동사는 캐나다 공장 라인을 아주 효율적으로 돌리고
있는 상황. 간단히 제조 시설을 미국으로 이전하지 않는 것이 곧바로
매출원가(COGS) 상승으로 이어지는 것은 아님.

대부분의 미용 제품 제조사들이 미국 밖에서 제조 시설을 운영하는 중이고, 뉴스가
업데이트 되면서 상황이 크게 바뀌는 중이라 시간을 두고 지켜봐야 함. 유럽 여러
국가에 관세가 부과되어 결국 피부미용 시술 소비자들에게 가격 상승이 초래될 수도
있음. 이는 모든 업체에 해당되는 이야기임.

위의 관세 내용들은 동사가 제시한 가이드언스에 포함되어 있음.

'27 년 'Nemluvio' BEP 목표 Q. 'Nemluvio' 파이프라인 자체 BEP 는 언제 달성할지 ?

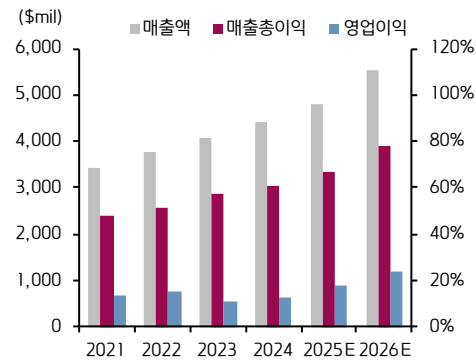
A. '27 년 중 'Nemluvio' BEP 달성 가능할 것.

M&A 보다는 신제품 출시 등의 유기적 성장에 초점 맞추는 중 Q. 재무 구조 건전화하며 부채 줄이는 중. 이제 자본이 쌓이면서 재원을 활용할 시점이 다가오는 듯 한데, 어느 사업부를 강화할 예정일지 ?

M&A 를 한다면 대규모보다는 소규모 기회 검토 예정 A. 여러 M&A 제의가 들어왔는데, 우선은 'Relfydess'와 'Nemluvio' 등 동사 신제품에 역량을 집중하고 있음. M&A 를 한다면 큰 규모의 계약보다는 소규모 기회가 찾아왔을 때 진지하게 검토할 예정.

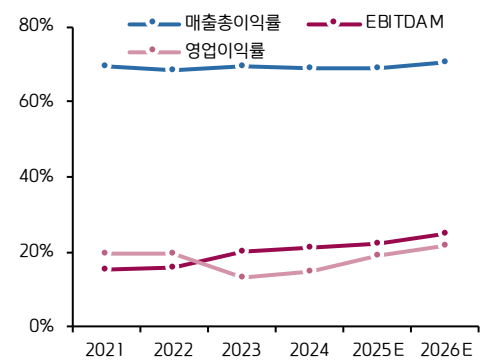
'Nemluvio'가 결정성 양진(PN) 적응증 시장에서 2 번째 주자로, 아토피 피부염(AD) 적응증 시장에서 5 번째 주자로 나섰는데 성과가 좋은 상황.

Galderma 연간 실적 추이 및 전망



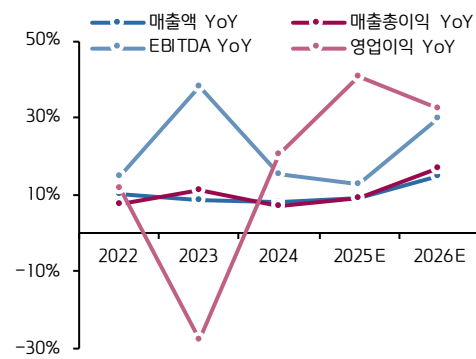
주) 전망치는 Bloomberg Consensus
자료: Galderma, 키움증권 리서치센터

Galderma 매출액 대비 수익성 지표



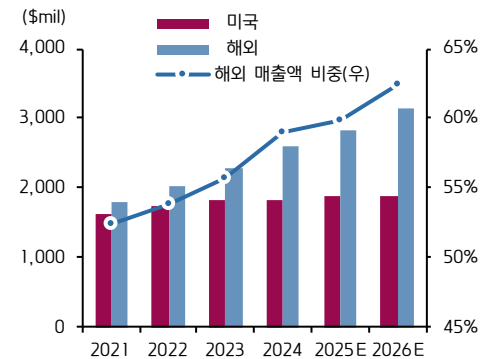
주) 전망치는 Bloomberg Consensus
자료: Galderma, 키움증권 리서치센터

Galderma 성장성 지표 추이 및 전망



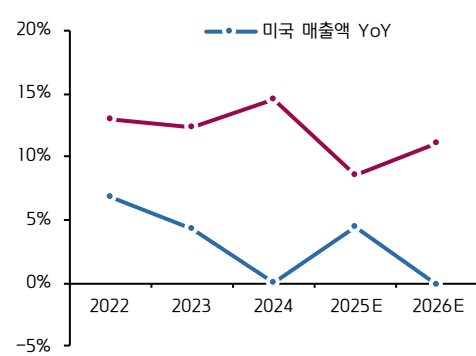
주) 전망치는 Bloomberg Consensus
자료: Galderma, 키움증권 리서치센터

Galderma 지역별 매출액 분류 추이 및 전망



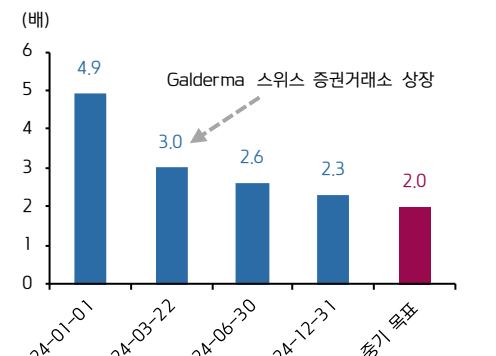
주) 전망치는 Bloomberg Consensus
자료: Galderma, 키움증권 리서치센터

Galderma 지역별 매출액 YoY 성장세



주) 전망치는 Bloomberg Consensus
자료: Galderma, 키움증권 리서치센터

Galderma 연간 재무 레버리지 비율



주) 전망치는 Bloomberg Consensus
자료: Galderma, 키움증권 리서치센터

Galderma 주요 신제품 출시 타임라인

제품명	제품 내용	적응증	출시 내용	허가 획득 지역
'Relfydess'	액상형 독신	미간 등 주름	- '24년 11월 독일 - '24년 11월 스페인	- EU, 호주, 뉴질랜드 허가 획득 - '25년 내 미국 허가 서류 제출 예정
'Nemluvio'	항체 치료제	결정성 양진, 아토피 피부염	- '24년 8월 미국 결정성 양진 출시 - '24년 12월 미국 아토피 피부염 출시	미국, EU, 스위스, 영국 허가 획득 (호주, 싱가포르, 캐나다, 브라질, 한국 허가 서류 제출 완료)
'Sculptra'	PLLA 스킨 부스터	근본적인 피부 개선	- '25년 내 중국 출시 예정	- '24년 중국

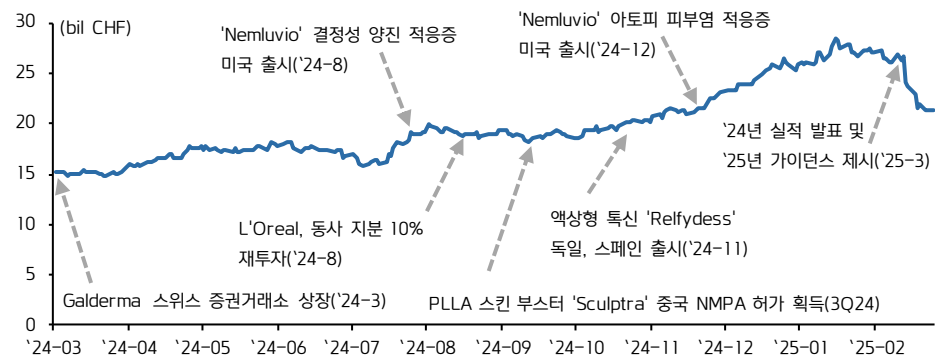
자료: Galderma, 키움증권 리서치센터

Galderma '27년 중기 가이드스

	'19~'23년 CAGR	'23~'27년 CAGR (중기 가이드스)
전사 매출액	11.9% ('Nemluvio' 미포함)	10% 초중반
Injectable Aesthetics	19.0%	10% 초중반
Dermatological Skincare	13.4%	한 자릿수 후반 ~ 10% 초반
Therapeutic Dermatology	-2.2% ('Nemluvio' 미포함)	10% 후반
EBITDA 마진 ('Nemluvio' 포함)	-	'23년 대비 '27년 +3%P ~ +5%P
'Nemluvio'	-	'27년 이후 peak sales \$2B 이상

자료: Galderma, 키움증권 리서치센터

Galderma 시가총액 추이 분석



자료: Galderma, 언론보도, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.