

2024년 11월 27일 | 키움증권 리서치센터

산업분석 | 의료기기

2025년 의료기기 연간전망

바이알 휘날리며

의료기기 신민수 alstn0527@kiwoom.com



근무신조

(의료기기)

우리는 투자자와 관련 업계 종사자에 최선을 다하는
대한민국 애널리스트다.

하나, 우리는 휴젤(145020) 매수 의견을 제시하며
목표주가는 360,000원이다.

둘, 우리는 파마리서치(214450) 매수 의견을 제시하며
목표주가는 300,000원이다.

셋, 우리는 대웅제약(069620) 매수 의견을 제시하며
목표주가는 170,000원이다.

넷, 우리는 메디톡스(086900) 매수 의견을 제시하며
목표주가는 160,000원이다.



Contents



바이알 휘날리며	2
----------	---

국내 독신 산업 peer table	3
---------------------	---

I. 성장하는 시장, 보툴리눔 독신 4

> 보툴리눔 독신 시장 소개	4
> 보툴리눔 독신 3 대 시장: 미국, 유럽, 중국	9
> 3대장 위주로 요약되는 국내 독신 시장	15

II. 파트너사 알아보기 17

> 대웅제약과 동행하며 성장한 Evolus	17
> 휴젤과 같이 성장할 BENEV	24

III. CAPA 증설:

공급 부족 현상 해결 예정	29
> '24년까지는 간접 증설, '25년부터 직접 증설분 반영 예정	29

IV. 소송 리스크: 천리무중(川里霧中) 32

> 안개가 걷혀서 앞이 잘 보이는 중	32
----------------------	----

기업분석 33

> 휴젤 (145020)	34
> 파마리서치 (214450)	40
> 대웅제약 (069620)	46
> 메디톡스 (086900)	56

Compliance Notice

- 당사는 11월 27일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

바이알 휘날리며

>>> '25년에도 독신 성장 진짜예요 ? 네.

'24년 2월 말, 휴젤 'Letybo'의 FDA 허가 획득 소식을 시작으로 견고한 펀더멘탈 개선이 이어졌다. 이에 더해 비만 치료제의 부작용인 'Ozempic Face'로 인해 피부 처짐과 푸석푸석함을 개선시키기 위한 글로벌 독신 수요가 증가하였다. 이미 좋은 모멘텀들이 발현되고 난 후인 '25년에도 독신 매출액이 크게 성장할 수 있을까. 국내 독신 판가보다 3~5배 높은 해외 시장으로의 진출, 공급 부족 현상에 대응하는 CAPA 증설 등이 반영될 것이다. 최선호 주로는 휴젤, 관련 관심 종목으로 파마리서치, 대웅제약, 메디톡스를 제시한다.

>>> 미국 파트너사 'Evolus'와 'BENEV'

'19년 대웅제약은 Evolus를 통해 미국에 '나보타'를 'Jeuveau'라는 브랜드로 판매하기 시작했다. '24년 휴젤은 BENEV를 통해 미국에 '보툴렉스'를 'Letybo'라는 이름으로 출시하고자 계획을 수립했다. 상장사와 비상장사, 대표이사 이력 등 차이가 있겠으나 간접적으로 비교했을 때 BENEV가 크게 뒤쳐지지 않는다고 판단한다. Evolus도 필러 제품 허가 획득 후 사업 시너지를 통해 견고한 모습을 시현할 것으로 전망한다. 최대 시장인 미국으로의 진출이 가시화되고, 추가 선적 물량에 따라 외형 성장과 마진 개선이 따라 올 것이다.

>>> CAPA 증설: '25년초부터 본격 반영

현재 부족한 생산 능력으로 인해 vial 당 유닛을 늘리는 형식의 간접적인 CAPA 증설로써 늘어나는 독신 제품 수요를 대응했다. 이에 '19년, '20년, '23년에 CAPA 증설을 시작했고, 다가오는 '25년 초, '26년 초, '26년 말 직접적인 CAPA 증설분이 반영될 것으로 전망한다.

>>> 소송 리스크보다 펀더멘탈 집중 필요

'16년 9월부터 조짐이 보이기 시작했던 소송 리스크는 '17년 소송 제기로 본격화되기 시작했다. 6년이 지난 '23년 2월, 국내 민사 1심 결과가 나오며 이슈에 따른 주가 변동성이 절정에 달했다. 이후 국내 민사 2심 진행 및 ITC 소송 종결에 따라 리스크가 현격히 줄어들었다. 향후 독신 업체들을 살펴볼 때에는 '누가 법리적인 해석 싸움에서 이기느냐'보다 '시장 점유율을 잘 가져오고 해외 진출을 잘 할 수 있느냐'를 살피는 것이 합리적일 것이다.

국내 독신 산업 peer table

기업명	휴젤	파마리서치	대웅제약	메디톡스	제테마	휴메딕스	한국비엔씨
시가총액(백만 원)	3,264,445	2,061,984	1,465,702	962,672	347,826	357,112	283,874
연초 대비 주가 수익률	84.7%	100.0%	12.2%	-47.6%	11.4%	-21.6%	13.0%
주요 사업 (’23 년 기준)	독신 53% 필러 37% 화장품 8% 의료기기 1% 기타 1%	의료기기 52% 의약품 21% 화장품 23% 기타 4%	독신 12% 우루사 8% 펙수클루 5% 기타 76%	독신 53% 필러 35% 기타 12%	필러 62% 독신 30% 기타 8%	필러 32% 독신 등 24% ETC 18% 기타 14% 점안제 12%	미용제품 49% 수술제품 13% 기타 38%
주요 매출처 (’23 년 기준)	국내 45% 아시아 29% 미주 9% 유럽/중동 14% 기타 4%	국내 64% 수출 36%	국내 85% 수출 15%	국내 37% 아시아 34% 아메리카 22% 중동 4% 유럽 3%	수출 80% 국내 20%	국내 83% 수출 17%	국내 51% 수출 49%
매출액 (백만 원)	’23 년	319,700	261,011	1,375,329	221,121	58,716	152,274
	’24 년	382,938	342,622	1,423,266	242,843	N/A	172,367
	’25 년	459,840	431,148	1,509,397	307,821	N/A	196,767
YoY	’24 년	19.8%	31.3%	3.5%	9.8%	N/A	13.2%
	’25 년	20.1%	25.8%	6.1%	26.8%	N/A	14.2%
영업이익 (백만 원)	’23 년	117,782	92,258	122,592	17,322	2,634	37,310
	’24 년	171,557	125,551	143,730	31,415	N/A	46,433
	’25 년	220,523	163,177	162,228	67,356	N/A	53,933
YoY	’24 년	45.7%	36.1%	17.2%	81.4%	N/A	24.5%
	’25 년	28.5%	30.0%	12.9%	114.4%	N/A	16.2%
영업 이익률	’23 년	36.8%	35.3%	8.9%	7.8%	4.5%	24.5%
	’24 년	44.8%	36.6%	10.1%	12.9%	N/A	26.9%
	’25 년	48.0%	37.8%	10.7%	21.9%	N/A	27.4%
순이익 (백만 원)	’23 년	97,660	77,265	120,003	9,755	13,966	24,821
	’24 년	140,762	98,759	67,850	27,943	N/A	38,633
	’25 년	183,858	140,724	109,993	59,989	N/A	44,367
YoY	’24 년	44.1%	27.8%	-43.5%	186.4%	N/A	55.6%
	’25 년	30.6%	42.5%	62.1%	114.7%	N/A	14.8%
순이익률	’23 년	30.5%	29.6%	8.7%	4.4%	23.8%	16.3%
	’24 년	36.8%	28.8%	4.8%	11.5%	N/A	22.4%
	’25 년	40.0%	32.6%	7.3%	19.5%	N/A	22.5%
EV/ EBITDA	’23 년	9.7	9.9	10.1	51.7	34.0	5.6
	’24 년	15.7	13.9	10.4	17.3	N/A	3.6
	’25 년	12.5	11.1	9.2	11.1	N/A	3.2
PER	’23 년	18.2	14.5	11.0	183.8	19.9	13.4
	’24 년	22.8	20.0	25.0	38.1	N/A	7.2
	’25 년	18.2	15.8	13.6	18.1	N/A	6.4
PBR	’23 년	2.2	2.6	1.8	3.5	3.9	1.8
	’24 년	3.6	3.9	1.7	1.9	N/A	1.2
	’25 년	3.1	3.2	1.6	1.7	N/A	1.1
ROE	’23 년	12.1%	19.7%	17.7%	2.2%	21.7%	14.7%
	’24 년	17.1%	20.7%	7.4%	5.2%	N/A	18.4%
	’25 년	18.7%	21.7%	12.2%	10.4%	N/A	18.3%

주: 커버리지 외 기업 추정치는 Bloomberg Consensus

주2: 11월 26일 종가 기준

자료: Bloomberg, 전자공시, 키움증권 리서치센터

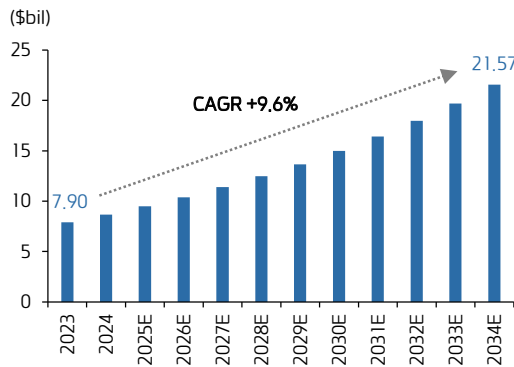
I. 성장하는 시장, 보툴리눔 독신

>>> 보툴리눔 독신 시장 소개

거의 10%에 달하는 연평균 성장률

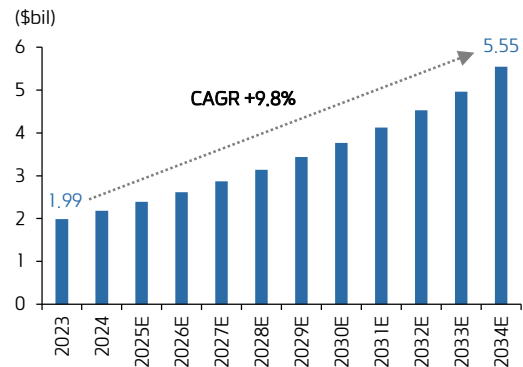
글로벌 보툴리눔 독신 시장은 매년 +9.6%의 성장률을 기록하며 '23년 \$7.9B(약 11조 원) → '34년 \$21.6B(약 30조 원)의 규모를 형성할 전망이다. 단일 시장으로 가장 큰 규모를 자랑하는 미국 독신 시장은 '23년 기준 글로벌 점유율 36%이다. 미국 독신 시장은 전체 시장보다 조금 더 가파른 CAGR +9.8%의 속도로 성장할 것으로 관측되고 있다.

글로벌 보툴리눔 독신 시장 크기 추이 및 전망



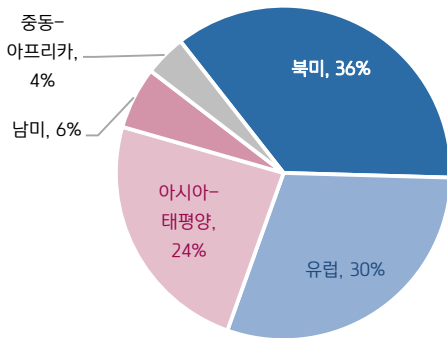
자료: Precedence Research, 키움증권 리서치센터

미국 보툴리눔 독신 시장 크기 추이 및 전망



자료: Precedence Research, 키움증권 리서치센터

'23년 보툴리눔 독신 지역별 시장 점유율



자료: Precedence Research, 키움증권 리서치센터

ISAPS 자료에 의하면, '23년 국가별 보틀리눔 독신 시술 횟수가 가장 많은 국가도 미국으로, 1년간 약 250만 건의 시술이 진행되었다. 이는 '23년 글로벌 독신 시술 횟수 약 750만 건의 33.3%에 달하는 수치이다.

미국 다음으로 독신을 자주 찾는 국가로는 브라질, 독일, 튀르키예, 멕시코 등이 있다.

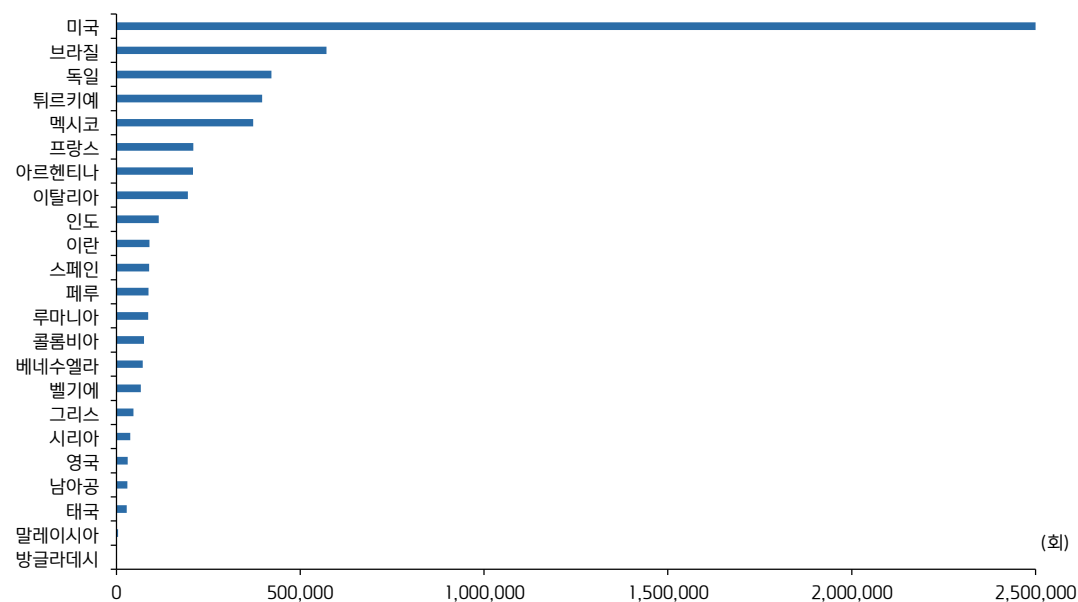
브라질('23년 독신 시술 횟수 571,117회)은 뷰티에 대한 관심이 몹시 높은 나라로, 우리나라 에너지 기반 미용 장비(EBD) 업체들의 주요 진출국이기도 한데, 전통적인 미용 시술인 독신 시장도 활성화되어 있는 모습이다.

독일('23년 독신 시술 횟수 421,684회)은 내성이 적은 것을 강점으로 마케팅을 하고 있는 'Xeomin'의 제조사인 Merz Aesthetics가 위치해 있는 나라이다. 자국 제품이 시장을 형성하면서 많은 시술 건수를 기록하였다.

튀르키예('23년 독신 시술 횟수 396,625회)는 구강 임플란트와 더불어 탈모 환자들을 위한 모발 이식, 피부 미용 목적의 에스테틱 샵 기반이 잘 갖춰져 있는 지역이다. 유럽과 아시아, 아프리카 등 여러 대륙의 중간 지점에 있다는 지리적 특성과 더불어 시술가격 수준이 주요 선진국 대비 높지 않다는 것이 강점으로 작용하였다.

멕시코('23년 독신 시술 횟수 372,064회)는 가장 활발하게 뷰티 시장이 형성되어 있는 미국 옆에서 튀르키예와 비슷한 장점을 어필하며 독신 시장을 키워나갔다.

'23년 국가별 보틀리눔 독신 시술 횟수



자료: ISAPS, 키움증권 리서치센터

남자들도, 어린 연령층도 관심 가지고 맞는 특신

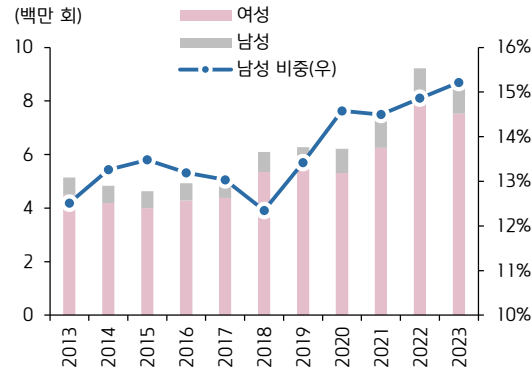
연간 보틀리눔 특신 시술 횟수는 점점 많아지며 '23년 약 750만 건이 진행되었다. 30년 넘는 세월 동안 안전성과 효능이 검증되었기 때문에 많은 사람들이 피부과나 성형외과를 찾고 있다. 특히 코로나 이전에는 크게 늘지 않았던 시술 횟수가 엔데믹으로 접어들면서 많아지고 있다는 것이 고무적이다.

또한, **시술 건수를 남녀로 분류해보았을 때 남성의 시술 비중이 높아지는 것도 특이하다.** SNS의 발달로 인해 남성들이 뷰티를 바라보는 자세가 바뀌고, 그 어느때보다 적극적인 오늘날이다. '13년 12.5%였던 특신 남성 시술 비중은 '23년 15.2%로 매년 최고치를 경신하고 있다. 고령화에 따른 특신 시술 권장 연령대 인구의 증가, 새로운 국가로의 시장 개척 등도 중요하지만, **해당 연령대와 국가 안에서도 타깃할 수 있는 소비자 풀이 넓어지고 있다는 것 또한 간과할 수 없는 중요한 마케팅 포인트**이다.

화장품과 미용 의료기기들은 대부분 광고 모델이 여성이다. 주요 타깃 소비자가 여성이기 때문이다. 광고를 보았을 때 직감적으로 느끼는 호감을 이끌어 내야 한다. 이에 더해 내가 해당 시술을 받았을 때 효과를 본다면 해당 모델처럼 피부가 좋아질 수 있지 않을까 하는 동조 심리를 이용하는 것이다.

특신은 의약품이기에 광고에 제약 사항이 많다. 비슷한 피부미용 장비나 의료기기 마케팅을 살펴보면, 남자 광고 모델들도 많아지고 있는 추세이다. 이는 주 타깃 소비자들인 여성들에게 자사 제품이 호감으로 비춰지게 하는 것뿐만 아니라, 남성들도 시술에 대해 긍정적인 이미지를 가지게끔 하는 마케팅 기법이라 할 수 있다.

연간 글로벌 보틀리눔 특신 시술 횟수



자료: ISAPS, 키움증권 리서치센터

클래시스 '볼뉴머' 모델 김수현



자료: 클래시스, 키움증권 리서치센터

파마리서치 '리쥬란' 모델 주상욱



자료: 파마리서치, 키움증권 리서치센터

원텍 '올리지오' 모델 로운



자료: 원텍, 키움증권 리서치센터

Merz Aesthetics 'Ultherapy' 모델 이민호



자료: Merz Aesthetics, 키움증권 리서치센터

'21년부터 전 세계에서 연령대를 불문하고 가장 많이 이뤄지는 미용 시술은 보툴리눔 독신이 되었다. 이전에는 17세 이하 연령대에서는 코 성형을 가장 많이 하는 추세였으나 성형 수술보다는 비교적 가벼운 편에 속하는 미용 시술 쪽으로 트렌드가 잡히는 양상이다.

또한, 독신 시장에 고무적인 점은 전 연령 층에서 시술 횟수가 늘어나는 추세라는 점이다. '15년 18~34세 연령대의 독신 시술 횟수는 1,048,186회였으나, '23년에는 2,130,718회를 기록하며 2배 넘게 증가하였다. 피부 콜라겐 점수가 하락하기 시작하면서 이전보다 뷰티에 대한 관심도가 높아지고, 경제 활동을 하여 소비 여력이 가장 크게 확보되는 35~50세 연령대에서도 마찬가지이다. '15년에는 독신 시술 횟수가 2,312,950회였으나 '23년에는 4,350,216회로 2배에 가까운 성장세를 기록하였다.

연령대별 가장 많이 받은 시술과 건수 연간 추이

연도	17 세 이하	18~34 세	35~50 세	51~64 세	65 세 이상
2015	코 성형 (55,064)	보툴리눔 독신 (1,048,186)	보툴리눔 독신 (2,312,950)	보툴리눔 독신 (1,027,361)	보툴리눔 독신 (210,100)
2016	코 성형 (58,778)	보툴리눔 독신 (1,079,522)	보툴리눔 독신 (2,411,048)	보툴리눔 독신 (1,160,893)	보툴리눔 독신 (246,579)
2017	코 성형 (70,882)	보툴리눔 독신 (1,058,082)	보툴리눔 독신 (2,370,366)	보툴리눔 독신 (1,259,430)	보툴리눔 독신 (303,028)
2018	코 성형 (55,899)	보툴리눔 독신 (1,384,136)	보툴리눔 독신 (2,839,004)	보툴리눔 독신 (1,473,770)	보툴리눔 독신 (364,631)
2019	코 성형 (53,998)	보툴리눔 독신 (1,361,540)	보툴리눔 독신 (2,888,647)	보툴리눔 독신 (1,582,296)	보툴리눔 독신 (375,662)
2020	코 성형 (55,928)	보툴리눔 독신 (1,497,540)	보툴리눔 독신 (3,121,221)	보툴리눔 독신 (1,343,436)	보툴리눔 독신 (208,786)
2021	보툴리눔 독신 (106,033)	보툴리눔 독신 (1,767,459)	보툴리눔 독신 (3,450,092)	보툴리눔 독신 (1,690,677)	보툴리눔 독신 (298,355)
2022	보툴리눔 독신 (55,329)	보툴리눔 독신 (2,213,141)	보툴리눔 독신 (4,417,060)	보툴리눔 독신 (2,148,591)	보툴리눔 독신 (387,300)
2023	보툴리눔 독신 (62,146)	보툴리눔 독신 (2,130,718)	보툴리눔 독신 (4,350,216)	보툴리눔 독신 (1,970,914)	보툴리눔 독신 (363,998)

주: 시술명 아래 괄호 속 숫자는 시술 건수로 단위는 '회'
자료: ISAPS, 키움증권 리서치센터

>>> 보툴리눔 독신 3대 시장: 미국, 유럽, 중국

근본적으로 보툴리눔 독신 시장은 과점 형태가 될 수밖에 없다

보툴리눔 독신의 균주는 국제 생물무기금지협약이 1975년 발효된 이후로 엄격하게 관리되고 있다. 그렇기에 만드는 공장 시설에 대한 인증, 독신 업체에게 내려주는 제조 허가 등의 규제 과정이 다른 에스테틱 사업보다 훨씬 까다롭다. 그렇기에 자연스럽게 소수의 업체가 시장을 과점하는 형태가 이어져왔다. 참고로 보툴리눔 독신은 이러한 이유로 주요 바이오 전략물자이기 때문에 국내 상장사들은 애초에 독신 공장 가동률을 공시하지 않고 생략하고 있다.

가장 중요한 미국 시장, 경쟁자는 7개사지만 사실상 6개사

흔히 독신을 '보톡스'라고 불린다. 사실 '보톡스'는 미국 Allergan Aesthetics가 개발한 보툴리눔 독신의 브랜드 이름이다. 점착식 메모지를 '포스트잇'이라고 대체해서 부르는 것처럼 고유명사가 일반명사화된 것이다. 이 정도로 글로벌 독신 시장에서 'Botox'가 가지는 위상은 독보적이다. Evolus라는 새로운 경쟁자가 나타나기 전까지 3조 원에 달하는 미국 시장의 70%를 점유하고 있던 것이 바로 'Botox'이다.

'89년에 최초로 획득한 허가는 Oculinum사가 개발한 안구 근육 장애 치료제로서의 독신 'Oculinum'이었다. 이를 '91년에 Allergan이 \$9M에 인수하여 제품명을 'Botox'로 바꾸었고 같은 해 12월에 미용 목적 허가도 획득하였다.

참고로 Supernus Pharma의 'Myobloc'은 다른 제품들과 다르게 B형 보툴리눔 독신으로, 미용 목적이 아니라 치료 목적으로만 허가를 받은 상태이다. 주로 경부 근육 긴장 이상증(CD; Cervical Dystonia)이나 만성 타액 과다증(CS; Chronic Sialorrhea) 등의 질병을 치료하고자 하는 제품이다.

미국 허가 획득 독신

허가 획득 연도	국가	업체명(파트너사)	제품명
1991-12-09	미국	Allergan Aesthetics (AbbVie)	'Botox'
2000-12-08	미국	Supernus Pharma (Solstice Neurosciences) (Elan Pharm)	'Myobloc'
2009-04-29	프랑스	Ipsen(Galderma)	'Dysport'
2010-07-30	독일	Merz Aesthetics	'Xeomin'
2019-02-01	대한민국	대웅제약(Evolus)	'Jeuveau' (나보타)
2022-09-07	미국	Crown Lab (Revance Therapeutics)	'Daxxify'
2024-02-29	대한민국	휴젤(Benev)	'Letybo'

자료: 각 사, 언론보도, FDA, 키움증권 리서치센터

대웅제약이 'Botox'를 '95년에 국내에 유통하며 독신 사업을 시작했다. 그러나 '08년부터 Allergan이 국내 시장 유통을 직판 체제로 전환하며 연결고리가 끊어졌다. 이에 곧바로 자체 독신 제품 개발에 착수한 대웅제약은 '13년 11월 말에 '나보타'의 국내 식약처 허가를 획득하는 데 성공한다. 이후 '17년 5월 FDA 허가 신청 후 '18년 5월 실패, '18년 8월 2차 신청 후 '19년 2월 FDA 허가를 획득했다. 바로 4Q19부터 공식 런칭 이후 미국으로의 역습을 성공적으로 진행 중이다(미국 브랜드명 'Jeuveau').

Evolus의 실적발표 컨퍼런스 콜에 의하면, **3Q24 미국 보툴리눔 독신 시장에서 'Jeuneau'의 시장 점유율이 13%로 사상 최고치를 경신**하였다. 'Botox'를 제외한 다른 제품이 10% 이상의 M/S를 기록한 전례가 없었기에 이는 시장에 큰 파장을 일으켰다.

'24년 2월 말에는 우리나라의 **휴젤**이 3번째 시도 끝에 미국 FDA 허가를 획득했다는 소식이 들렸다. '21년 4월 허가 신청 후 '22년 3월 실패, '22년 8월 2차 허가 신청 후 '23년 4월 2차 실패에 이어 '23년 8월 3차 신청을 진행하여 마침내 성공한 것이다. '24년 7월 Benev와 파트너십을 체결하고 3Q24 미국향 'Letybo' 초도물량을 선적하였다. 이에 휴젤의 3Q24 실적은 시장의 기대치를 +21% 상회하는 영업이익 534억 원을 기록한 바 있다.

메디톡스는 미국 최초의 액상형 독신 타이틀에 도전하기 위해 '23년 12월 FDA 허가 신청을 진행했으나 '24년 2월에 특정 검증 시험 보고서 미비로 인해 허가 심사를 거절당한 바 있다.

휴젤의 미국 FDA 독신 심사 연혁

시기	내용
2021-04-01	1 차 'Letybo' 미국 FDA 허가 신청
2021-08-12	FDA 공장 실사
2022-03-31	CRL(보완요구서한) 수령 = 허가 실패
2022-08-31	2 차 'Letybo' 미국 FDA 허가 신청
2023-04-18	CRL(보완요구서한) 수령 = 허가 실패
2023-08-31	3 차 'Letybo' 미국 FDA 허가 신청
2024-01-25	FDA 공장 실사
2024-02-29	FDA 허가 획득
3Q24	미국향 'Letybo' 초도물량 선적

자료: FDA, 휴젤, 언론보도, 전자공시, 키움증권 리서치센터

대웅제약의 미국 FDA 독신 심사 연혁

시기	내용
2017-05-01	1 차 'Jeuneau' 미국 FDA 허가 신청
2017-11-08	FDA 공장 실사
2018-05-15	CRL(보완요구서한) 수령 = 허가 실패
2018-08-02	2 차 'Jeuneau' 미국 FDA 허가 신청
2019-02-01	FDA 허가 획득
2019-05-15	Evolus 통해 'Jeuneau' 미국 런칭
2021-05-04	3 차 합의에 따른 ITC의 'Jeuneau' 수입 금지 명령 철회 승인
3Q24	미국 독신 시장 점유율 13% 달성

자료: FDA, 대웅제약, 언론보도, 전자공시, 키움증권 리서치센터

메디톡스의 미국 FDA 독신 심사 연혁

시기	내용
2023-12-27	액상 독신 MT10109L 미국 FDA 허가 신청
2024-02-26	관련 특정 검증 시험 보고서 미비로 인한 FDA 허가 심사 거절

자료: FDA, 메디톡스, 언론보도, 전자공시, 키움증권 리서치센터

또 다른 주요 선진국 시장 유럽, 경쟁자 또 6개사

유럽에서는 프랑스를 거점으로 하는 Ipsen과 스위스에 본사를 둔 Galderma가 파트너십 체제를 통해 공고한 시장 위치를 보여주고 있다. '90년 'Dysport', '09년 'Azzalure', '21년 'Alluzience', '24년 'Relfydess' 등 4종의 보툴리눔 독신 브랜드를 보유하고 있다. 'Dysport'는 미국에서도 유통되고 있는 제품이고, 'Azzalure'는 'Dysport'와 동일하지만 유럽 전용 미용 목적으로만 따로 출시한 브랜드이다. 사실상 같은 제품으로 볼 수 있고, 'Alluzience'는 유럽 최초의 액상형 독신으로 허가를 받은 브랜드이다. '24년 7월에는 'Relfydess'(=QM-1114 = relabotulinumtoxinA) 라는 액상형 독신이 별도의 유럽 판매 허가를 획득하였다. 참고로, 'Relfydess'는 '22년 9월 말 미국 FDA 허가 신청 후 '23년 10월에 CMC 관련 CRL을 수령한 바 있어 미국 허가는 아직 받지 못한 상황이다.

이외 제품들은 미국 시장에서 보았던 회사와 브랜드들이 나열되어 있다. 우리나라 제품들은 대웅제약이 Evolus와 협업하여 판매하는 'Nuceiva'('나보타'의 유럽 브랜드명), 휴젤이 Croma와 파트너십을 체결하여 진출한 'Letybo'가 있다.

유럽 허가 획득 독신

허가 획득 연도	국가	업체명(파트너사)	제품명
'90-12	프랑스	Ipsen(Galderma)	'Dysport'
'94-01	미국	Allergan Aesthetics (AbbVie)	'Botox'
2001	미국	Supernus Pharma (Solstice Neurosciences) (Elan Pharm)	'Myobloc'
2005	독일	Merz Aesthetics	'Xeomin'
2009-02-02	프랑스	Ipsen(Galderma)	'Azzalure'
2019-09-27	대한민국	대웅제약(Evolus)	'Nuceiva' (나보타)
2021-06-11	프랑스	Ipsen(Galderma)	'Alluzience'
'22-01	대한민국	휴젤(Croma)	'Letybo'
2024-07-30	프랑스	Ipsen(Galderma)	'Relfydess'

자료: 각 사, 언론보도, EMA, 키움증권 리서치센터

휴젤은 독일을 기점으로 유럽 전역에 대한 레퍼런스를 검증 받고, 그 후에 개별 국가 허가를 받는 형태를 통해 유럽 대륙에 진출하였다(decentralized procedure). '20년 6월 'Letybo'에 대한 유럽 EMA(European Medicines Agency; 유럽의약품청) 허가 신청 후 '22년 1월에 HMA(Heads of Medicines Agencies)가 허가 승인 권고를 받았다. HMA는 유럽 의약품안전관리기구 연합체로 유럽 허가를 주도하는 기관이다. 이후 '22년 1월 프랑스, '22년 2월 오스트리아, '22년 3월 영국, '22년 4월 이탈리아와 독일, '22년 5월 폴란드, '22년 7월 스페인 등 유럽 주요 국가들의 제품 판매 허가를 받아 착실히 출시를 진행하였다. 현재는 총 30개국에서 마케팅을 진행하고 있다.

대웅제약은 '17년 7월 유럽 EMA 허가 신청 이후 '19년 4월 EMA 산하 CHMP(Committee for Medicinal Products for Human Use)가 'Nuceiva' 허가 권고 의견을 제시했다는 소식을 전했다. CHMP는 EC(집행 위원회) 의약품 허가 권고 의견을 제시하는 기구로, 해당 파이프라인은 권고를 받으면 3개월 이내에 허가 최종 결과를 확인할 수 있다. 이에 '19년 7월에 유럽 허가를 획득할 것으로 예상되었으나, '19년 6월 허가

신청 보완 자료를 제출할 것을 요구 받으면서 모멘텀이 이뤄졌다. 크게 지연되지 않고 '19년 10월 EC 허가를 획득하고, '22년 10월 영국, '23년 2월 독일, 오스트리아, '23년 6월 이탈리아, '24년 6월 스페인에 출시를 마치며 성공적으로 유럽에 진출하고 있다. 유럽 파트너사도 미국과 마찬가지로 Evolus로, Evolus는 각 국가별로 현지 전문 유통 업체와 전략적 파트너십을 별도로 맺어 사업을 영위하고 있다.

메디톡스는 아직까지 주요 유럽 국가로의 독신 진출을 시도하지 않았다. 대신 HA 필러 '뉴라미스'와 '메디톡신'의 시너지 효과로 조지아와 몰도바에서 선전하고 있고, 동유럽 시장을 위해 우크라이나에 '20년 'Neuronox'('메디톡신' 수출 브랜드명) 허가를 획득한 바 있다.

휴젤의 유럽 독신 심사 연혁

시기	내용
2020-06-29	'Letybo' 유럽 EMA 허가 신청
2021-11-15	2 공장 EU GMP 승인 획득
2022-01-25	유럽 HMA 허가 승인 권고
2022-01-27	프랑스 허가 획득
2022-02-18	오스트리아 연방보건안전청 허가 획득
1Q22	프랑스, 오스트리아향 'Letybo' 초도물량 선적
2022-03-22	영국 허가 획득
2022-04-05	이탈리아 허가 획득
2022-04-08	독일 허가 획득
2022-05-25	폴란드 허가 획득
2022-07-06	스페인 AEMPS 허가 획득
2024-01-16	리투아니아, 불가리아, 아이슬란드, 크로아티아 허가 획득

자료: 휴젤, 언론보도, 키움증권 리서치센터

대웅제약의 유럽 독신 심사 연혁

시기	내용
2017-07-20	'Nuceiva' 유럽 EMA 허가 신청
2018-06-18	2 공장 EU GMP 승인 획득
2019-04-26	EMA CHMP의 'Nuceiva' 허가 권고 의견 제시
2019-06-10	EC로부터 허가 신청 관련 보완 자료 제출 요구
2019-10-01	EU EC 허가 승인 획득
2022-10-05	영국 출시
2023-02-28	독일, 오스트리아 출시
2023-06-30	이탈리아 출시
2024-06-19	스페인 출시

자료: 대웅제약, 언론보도, 키움증권 리서치센터

선진국 외 시장에서 가장 큰 중국 시장, 경쟁자는 또 다시 6개사

중국 시장 또한 과점 형태로 6개의 특신이 제품 허가를 획득하여 판매되고 있다. 란저우 연구소에서 개발한 'BTXA'('Hengli')가 중국 현지에서 첫 번째 허가를 받았다는 점이 다른 지역과는 두드러지게 차별화되는 점이다. 'Hengli'는 다른 A형 보툴리눔 독신과는 다르게 인간 혈장 알부민 대신 dextran과 gelatine을 안정제로 사용하여 독성 이슈를 최소화한다는 특징이 있다. 이러한 장점은 메디톡스의 '뉴릭스'에서도 확인할 수 있는 포인트이다.

'03년까지 Allergan의 'Botox'만 허가를 획득하여 중국 시장 M/S 55%의 'Hengli', 45%의 'Botox' 형태가 유지되다가 '20년부터 품목이 다각화되기 시작한다. '20년 6월에는 'Dysport'가, '20년 10월에는 국산 제품으로는 최초로 휴젤의 'Letybo'가 허가를 획득했다. '24년에는 'Xeomin'과 'Daxxify'가 NMPA 허가를 받으며 중국 시장에 진출하기 시작했다.

중국 허가 획득 특신

허가 획득 연도	국가	업체명(파트너사)	제품명
'97-01	중국	Lanzhou Institute of Biologics Products	'BTXA'('Hengli')
'03-04	미국	Allergan Aesthetics (AbbVie)	'Botox'
'20-06	프랑스	Ipsen(Galderma)	'Dysport'
2020-10-01	대한민국	휴젤(Sihuan Pharma)	'Letybo'
2024-02-23	독일	Merz Aesthetics	'Xeomin'
2024-09-25	미국	Crown Lab (Revance Therapeutics) (Fosun Pharma)	'Daxxify'

자료: 각 사, 언론보도, NMPA, 키움증권 리서치센터

국내에서 중국 NMPA 독신 허가를 획득한 곳은 **휴젤**뿐이다. '19년 4월 허가 신청을 시작으로, '20년 10월 'Letybo' 100유닛 허가 획득, '21년 2월 'Letybo' 50유닛 허가 획득을 성사시켰다. 중국으로는 사환제약과 독점 판매 계약을 2012년에 체결하였고, '21년~'26년의 계약 기간을 '24년 9월에 갱신하며 연장하였다. 5년 더 계약을 연장한 휴젤은 한때 중국 JV 설립을 통한 직판 체제도 노렸으나 '30년 말까지 사환제약과의 동행을 이어가게 되었다.

대웅제약은 '19년에 임상 시험 계획을 변경하고 '21년 7월에 473명에 대한 현지 3상을 마무리하였다. 바로 '21년 12월에 중국 NMPA 허가 신청을 했으나 아직까지 허가 획득 소식이 들리지는 않고 있다.

메디톡스는 '15년 7월에 현지 에스테틱 업체 Bloomage Biotechnology와 JV 'MedyBloom China'를 설립하여 보툴리눔 독신과 HA 필러 사업을 전개할 예정이었다. '18년 2월에는 'Neuronox'(메디톡스)의 수출 브랜드명) 중국 CFDA 허가도 신청했으나, '22년 8월 Bloomage와의 협력 관계가 중단되며 난항을 겪었다. '23년 10월에는 허가 신청을 자진 철회하고 전략적으로 차세대 독신인 '뉴릭스'를 통해 중국 시장으로 나가겠다는 계획을 공유하였다.

휴온스바이오팜도 '18년 lmeik과의 '휴톡스'(리즈톡스)의 수출 브랜드명) 중국 독점 공급 계약을 체결하고 '22년 3상을 완료한 바 있다. 2년 간의 준비 기간을 거친 후에 '24년 7월 중국 NMPA 허가 신청 서류를 제출하여 현재 결과를 기다리고 있는 상황이다. 참고로 lmeik은 '21년 6월에 휴온스 그룹의 보툴리눔 독신 사업 담당 회사인 휴온스바이오팜에 1,554억 원의 지분 투자를 단행하여 25.4%의 지분을 확보하였고 '23년 말에도 보유하고 있는 상황이다.

휴젤의 중국 독신 심사 연혁

시기	내용
2019-04-01	'Letybo' 중국 NMPA 허가 신청
2020-10-23	'Letybo' 100 유닛 중국 NMPA 허가 획득
2020-12-09	중국향 'Letybo' 초도물량 선적
2021-02-01	'Letybo' 중국 정식 출시
2021-02-02	중국향 'Letybo' 2차 물량 선적
2021-02-19	'Letybo' 50 유닛 중국 NMPA 허가 획득
2024-09-30	사환제약과 독점 판매 계약 갱신 ('26년 1월 만료 ▶ '30년 말 만료)

자료: 휴젤, 언론보도, 전자공시, 키움증권 리서치센터

대웅제약의 중국 독신 심사 연혁

시기	내용
2016-06-01	중국 CFDA에 '나보타' 임상 허가 신청서 제출
2018-01-11	중국 CFDA '나보타' 임상 시험 승인
2018-09-24	'나보타' 임상 시험 승인 자진 회수
2019-01-07	'나보타' 임상 시험 계획 변경 서류 접수 (제조 공장 1공장 ▶ 2공장 변경)
2021-07-28	중국 3상(n=473) 완료
2021-12-31	'나보타' 중국 NMPA 허가 신청
2H24	중국 NMPA 공장 실사 완료

자료: 대웅제약, 언론보도, 전자공시, 키움증권 리서치센터

메디톡스의 중국 독신 심사 연혁

시기	내용
2015-07-28	Bloomage Biotechnology와 함께 JV 'MedyBloom China' 설립 (지분율 50%)
2018-02-09	'Neuronox' 중국 CFDA 허가 신청
2022-08-02	Bloomage와의 협력 관계 중단 발표
2023-10-24	'Neuronox' 중국 허가 신청 자진 철회 (향후 차세대 독신 '뉴릭스' 신청 예정)

자료: 메디톡스, 언론보도, 전자공시, 키움증권 리서치센터

>>> 3대장 위주로 요약되는 국내 독신 시장

출시 순서는 중요하지만, 첫 출시가 곧 M/S 1등이라는 뜻은 아니다

시장에 먼저 진입하는 것은 높은 점유율을 유지하는 데에 중요한 포인트지만, 첫 번째로 나온 제품이라고 해서 반드시 M/S 1등을 기록하는 것은 아니다. 국산 제품으로 처음 허가를 받은 것은 메디톡스의 '메디톡신'이지만 현재 우리나라 독신 시장 점유율 1등 제품은 휴젤의 '보툴렉스'이다. '보툴렉스'는 '메디톡신' 출시로부터 3년이 지난 '09년 3월에 품목 허가를 받고 판매가 개시되었다. 대웅제약은 Allergan Aesthetics의 'Botox'를 유통하다가 직판 체제 전환으로 인해 자체 개발을 진행하였고, '13년 11월에 '나보타' 국내 식약처 허가를 획득하며 독신 시장에 참여한다.

전자공시나 IR 자료 등을 통해 보툴리눔 독신 제품 연간 매출액을 별도로 확인할 수 있는 금액에 대해서 점유율을 산출해보면, '20년부터 '23년까지 시장 선두는 휴젤이 유지하고 있다. 언론 보도에 의하면 휴젤은 8년째 국내 독신 시장에서 점유율 1등을 놓치지 않고 있다. 그 뒤로는 '나보타'가 Evolus향 선적이 본격화되기 시작하며 시장 점유율을 20% 중반으로 상승시키며 2등의 자리를 고수하고 있다. 가장 먼저 시장에 진입하여 초두 효과를 누리며 시장 선두를 지켰던 메디톡스는 20% 초반의 M/S를 기록하며 3등에 자리를 잡고있다.

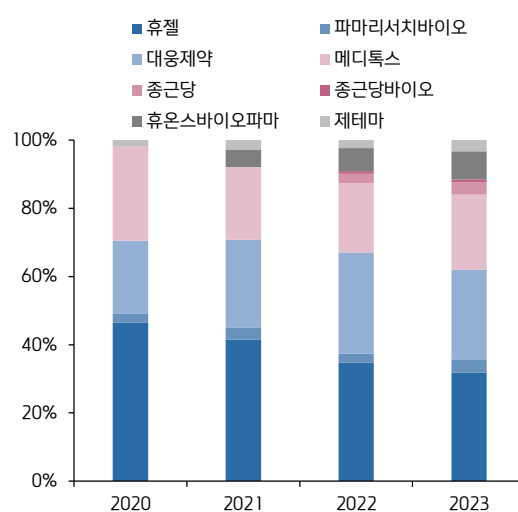
휴젤은 프리미엄 제품의 이미지를 가져가면서 선두 자리를 지키는 마케팅을 진행하고 있다. 대웅제약은 오래도록 독신 사업을 국내에서 영위하며 습득한 노하우를 활용하고, 메디톡스는 다양한 독신 제품 포트폴리오를 개발하고 출시하여 국내에서 가장 많은 독신 제품(4종)을 보유한 회사로 등극했다.

국내 독신 허가 일자

일자	회사명	제품명
2006-03-16	메디톡스	메디톡신
2009-03-13	휴젤	보툴렉스
2013-11-29	대웅제약	나보타
2013-12-11	메디톡스	이노톡스
2016-06-24	메디톡스	코어톡스
2016-10-10	휴온스바이오파마	리즈톡스
2019-02-15	파마리서치바이오	리엔톡스
2019-08-12	종근당	원더톡스
2020-01-13	한국비엔씨	비에녹스
2020-06-04	제테마	제테마더독신
2022-02-09	종근당바이오	프루비보
2023-08-31	메디톡스	뉴렉스

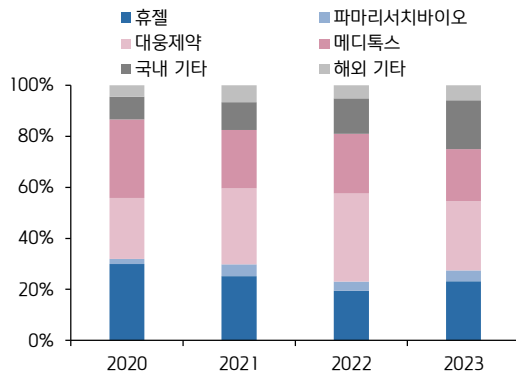
자료: 식품의약품안전처, 키움증권 리서치센터

연간 독신 매출액 기반 시장 점유율 추이



주: 독신 매출액을 별도로 확인할 수 있는 금액에 대한 점유율
자료: 각 사, 전자공시, 키움증권 리서치센터

최근 4개년 백신 생산실적 기반 M/S 추이



주: 수출용 포함

주2: 외국 제품은 수입실적 기준

자료: 각 사, 전자공시, 키움증권 리서치센터

II. 파트너사 알아보기

>>> 대응제약과 동행하며 성장한 Evolus

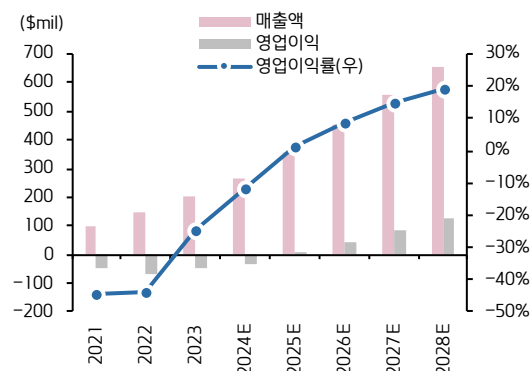
‘Botox’ 일변도 시장을 바꾸는 중인 ‘Evolus’의 ‘Jeuveau’

대응제약은 원래 '95년 현재 AbbVie에 인수된 Allergan Aesthetics의 오리지널 보툴리눔 독신' Botox'를 국내에 유통하는 사업을 했다. 국내에 독신이라는 개념을 정착시키며 사업을 확장시키다가 Allergan이 '08년부터 국내 시장 유통을 직판 체제로 바꾸면서 자체 제품 개발의 필요성이 대두되었다. 바로 R&D에 착수하고 '13년 11월 말에 '나보타'가 국내 식약처 허가를 획득하였다.

국내 허가가 나오기도 전인 '13년 9월 30일, 대응제약은 미국의 Evolus와 약 3,000억 원 규모의 '나보타' 수출 계약을 체결하였다. 이후 '13년 10월에 Strathspey Crown Holdings라는 투자회사가 Evolus를 인수하였다. 이때부터 Alphaeon Corporation 이라는 Strathspey Crown Holdings의 자회사가 보툴리눔 독신 개발을 주도하였는데, 미용 목적 독신은 Evolus로, 치료 목적 독신은 Aeon Biopharma로 분리되어 각자의 사업에 주력하는 구조가 만들어졌다. 미용 독신은 'Jeuveau'라는 이름으로, 치료 독신은 'Evosyal'이라는 브랜드로 홍보되고 있다. 현재 두 회사는 각각 NASDAQ와 뉴욕증권거래소에 상장되어 미국 상장사로서 활동 중이다.

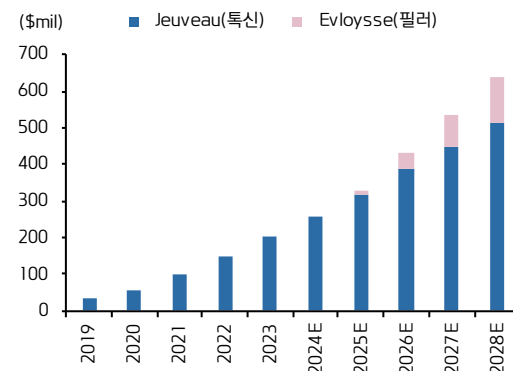
위의 작업을 거친 후에 Evolus는 '23년 연간 매출액 \$202M(약 2,626억 원; YoY +35.9%)을 기록하며 가파른 성장세를 시현하고 있다. '24년까지는 독신인 'Jeuveau'만을 취급하고 있으나, '25년부터는 '23년 5월에 €16.2M 규모로 미국 판권을 인수해온 'Evolysse' 매출액이 추가로 발생할 예정이다. 필러와 독신은 서로 영업 시너지가 나는 제품으로 잘 알려져 있다. 독신을 맞아본 소비자 중 필러도 이용한다고 대답한 사람의 비중은 70%, 시술 1회에 독신과 필러를 동시에 맞는 사람도 37%나 될 정도로 서로의 시술을 보완하는 형태이다. 현재로서 미용 목적의 독신만 마케팅을 하고 있는 Evolus 입장에서는 병용 시술을 이끌어낼 수 있는 필러 제품을 갖추는 것은 하나의 주요 성장 동력인 셈이다. 참고로, 'Evolysse' 제조사인 Symatse는 Allergan Aesthetics의 필러 'Restylane' 최신 버전 개발에도 참여한 바 있어 미용 필러 개발에 노하우를 많이 가지고 있는 것으로 추정된다.

Evolus 연간 실적 추이 및 전망



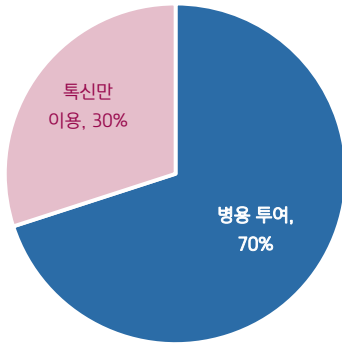
주: 전망치는 Bloomberg Consensus
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Evolus 연간 제품별 매출액 추이 및 전망

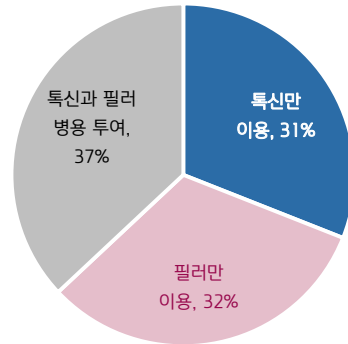


주: 전망치는 Bloomberg Consensus
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

독신 소비자 중 필러도 이용하는 사람의 비율



시술 1회에 독신과 필러 이용하는 소비자 비율



주: n=687

자료: ASAPs, 키움증권 리서치센터

자료: Evolus, 키움증권 리서치센터

Evolus의 필러 사업 타임라인

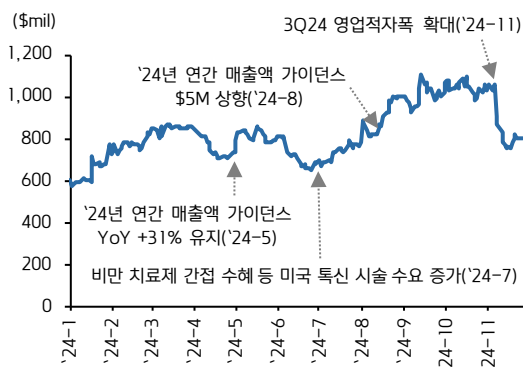
제품	적응증	1H24	2H24	1H25	2H25	1H26	2H26	1H27	2H27
'Evolysse FORM' (=Evolysse LIFT)	NLF(코입술주름)	FDA 허가 신청		정식 제품 런칭					
'Evolysse SMOOTH'	NLF(코입술주름)	FDA 허가 신청		정식 제품 런칭					
'Evolysse SCULPT'	광대 등 중간부 볼륨			FDA 허가 신청		정식 제품 런칭			
'Evolysse EYE'	눈 아래 꺼짐					FDA 허가 신청		정식 제품 런칭	
'Evolysse LIPS'	입술					FDA 허가 신청		정식 제품 런칭	
'Estyme'	모든 적응증		유럽 승인	정식 제품 런칭					

자료: Evolus, 키움증권 리서치센터

눈에 띄는 가격과 밀리지 않는 만족도로 급부상 중

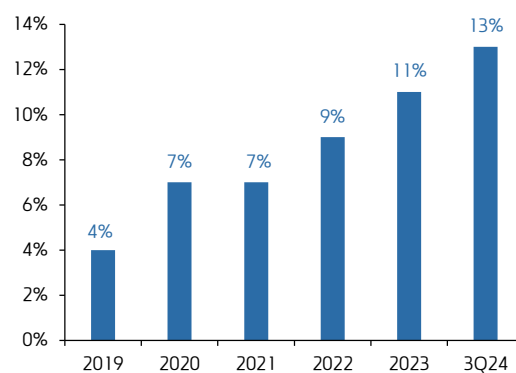
'19년부터 '나보타'를 'Jeuneau'라는 이름으로 미국에서 유통시키면서 시장 점유율을 꾸준히 상승시키고 있다. Evolus가 활동을 하기 이전에는 'Dysport'와 'Xeomin'이 FDA 허가를 획득하여 시장 공략을 노렸지만 'Botox'의 아성을 무너뜨리기에는 역부족이었다. 'Jeuneau'가 미국에 상륙하면서 판도가 바뀌기 시작했다. 허가 획득 후 출시 첫해부터 시장 점유율 4%를 기록하더니 '23년에는 11% 기록하여 'Botox'를 제외한 보툴리눔 독신으로서는 최초로 미국 시장에서 두자릿수 M/S를 기록하였다. **최근 데이터인 3Q24 M/S는 13%를 달성하며 매년마다 최고치를 경신하고 있다.**

Evolus 시가총액 추이 분석



자료: Bloomberg, Evolus, 키움증권 리서치센터

Evolus 미국 미용 독신 시장 점유율 추이



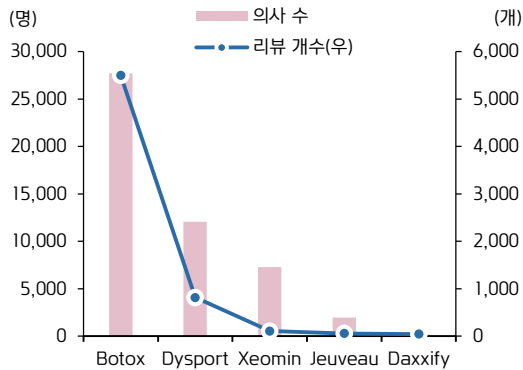
자료: Evolus, 키움증권 리서치센터

우리를 사랑하자, LOVE US, Evolus의 마케팅

부동의 1등을 국산 제품이 위협할 수 있었던 큰 이유는 '마케팅'이다. 미국 미용 시술 후기 사이트 RealSelf를 살펴보면, 소비자들의 만족도 수준이나 시술을 받을 수 있는 병원, 의사 정보를 쉽게 확인할 수 있다. 'Jeuneau'의 시술 가능 의사 수는 1,963명, 시술 리뷰는 57개로 등록되어 있다. 'Jeuneau'보다 10년 먼저 허가를 획득한 'Dysport'는 의사 12,059명과 리뷰 816개, 9년 앞서 규제 장벽을 뛰어넘었던 'Xeomin'은 의사 7,267명과 리뷰 107개로서 정보가 제공되고 있다. 길었던 상업화 시기 시차에 비해 'Jeuneau'는 많은 의사 네트워크를 확보하였고, 리뷰 개수도 누적되고 있는 상황이다.

'Daxxify'도 '22년 9월 허가 획득 후 리뷰 45개를 기록하며 시술 인지도가 높아지는 추세이나, 만족도가 60%로 유독 아쉬운 모습을 보여주고 있다. 반면 'Jeuneau'는 만족도도 91%를 기록하며 다른 시술들과 크게 다르지 않은 우수한 성적을 거두고 있다. 시술 공급자인 의사 등을 빠르게 설득하면서도 시술 수요자인 일반 대중들에게도 어필을 하는 것, 애초에 두 마리 토끼를 잡을 수 있는 제품을 취급하고 있다는 점이 숫자로 드러나고 있다.

주요 독신 시술 의사 수 추이



자료: RealSelf, 키움증권 리서치센터

주요 독신 시술 후기 비교

회사명	제품명	의사 수(명)	리뷰 개수(개)	만족도
Allergan Aesthetics	Botox	27,708	5,500	97%
Ipsen (Galderma)	Dysport	12,059	816	95%
Merz Aesthetics	Xeomin	7,267	107	96%
대웅제약 (Evolus)	Jeuneau	1,963	57	91%
Crown Lab (Revance Therapeutics)	Daxxify	191	45	60%

자료: RealSelf, 키움증권 리서치센터

Evolus는 매출액 가이드를 하단과 상단을 통해 범위 형태로 제공하고 있다. '22년 1월 \$143M ~ \$150M의 매출액 가이드를 제시 이후 꾸준히 이를 유지하였고, 실제 '22년 연간 매출액은 \$149M으로 상단에 부합하는 성적을 거두었다. '23년에는 연중 2회 상향했음에도 가이드를 상회하는 연간 매출액 \$202M을 기록했다. '24년에는 하단 기준 YoY +26.2%의 매출액 성장세를 예고하였고, '24년 8월에 가이드를 높이면서 시장의 기대치를 웃도는 모습을 보여주었다.

Evolus 분기별 연간 매출액 가이드스 변화 추이

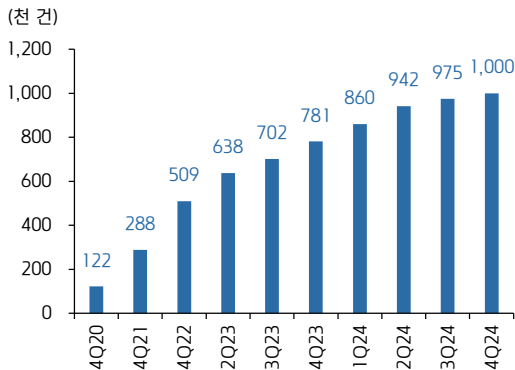
시기	변동	매출액 가이드스(\$mil)	
		하단	상단
'22년 1월	제시	143	150
'22년 5월	유지	143	150
'22년 8월	유지	143	150
'22년 11월	유지	143	150
'22년 실제	가이드스 부합	149	
'23년 1월	제시	180	190
'23년 3월	유지	180	190
'23년 5월	유지	180	190
'23년 8월	상향	185	195
'23년 11월	상향	194	198
'23년 실제	가이드스 상회	202	
'24년 1월	제시	255	265
'24년 3월	유지	255	265
'24년 5월	유지	255	265
'24년 8월	상향	260	270
'24년 11월	하향	260	266
'24년 실제	-	-	-

자료: Evolus, 키움증권 리서치센터

연간 매출액을 꾸준히 YoY +20% 이상의 성장세를 만드는 요인은 제품 자체가 뛰어난 것도 있지만, 결국 Evolus가 추구하는 마케팅 기법이 소비자들을 잘 유인해오고 있기 때문이다. 'Evolus Rewards' 프로그램은 시술을 받은 이들에게 90일마다 \$40를 즉시 할인하여 시술가를 낮춰주는 프로모션 전략이다. 미용 목적 시술이기에 우리나라와 같이 미국에서도 보험이 관여하지 않기 때문에 **본인부담률이 100%(cash-pay model)인데, 일정 금액을 지원함으로써 더 많이 'Jeuneau'를 맞게끔 유도하는 것이다.**

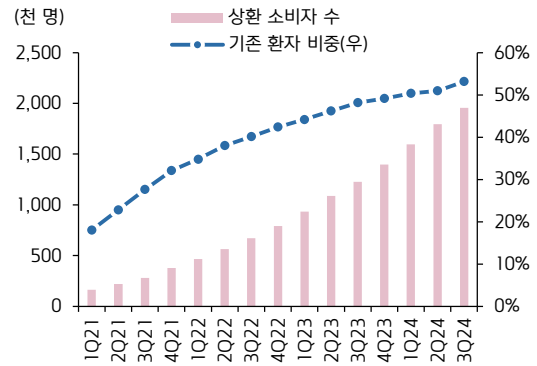
'20년부터 시작한 이 프로그램은 꾸준히 등록 건수가 늘어나고 있다. 4Q20 12만 건에 불과하던 프로그램 등록은 '24년 11월 기준 누적 100만 건을 돌파하며 뜨거운 반응을 이끌어내는 중이다. 또한, 실제로 할인을 받은 소비자 수도 늘어나고 있다. 매 분기마다 QoQ +10%의 상환 건수가 증가하고 있어 프로그램 가입뿐만 아니라 적극적으로 이용하는 모습도 시현되는 중이다.

Evolus Rewards 프로그램 누적 등록 수 추이



주: 4Q24는 '24년 11월 데이터
자료: Evolus, 키움증권 리서치센터

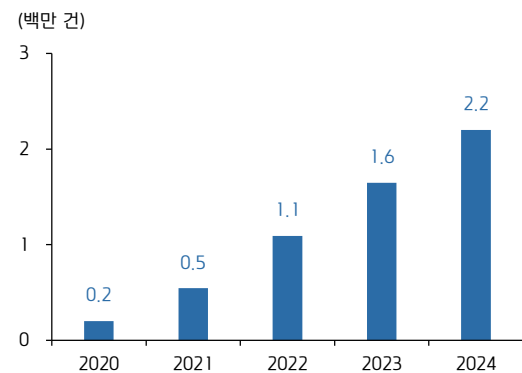
분기별 Rewards 프로그램 상환 누적 건수 추이



자료: Evolus, 키움증권 리서치센터

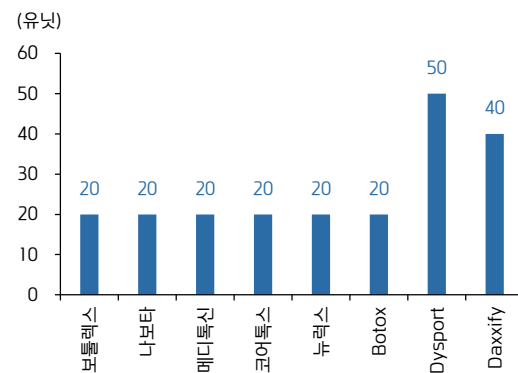
또한, Evolus는 자체 어플리케이션을 운영하여 계정을 16,000개 이상 개설시켜 누적 로그인 수 200만 건을 넘겼고, 구독형 비즈니스 모델 'Club Evolus'도 출범하였다. 월마다 \$49를 지불하면 20유닛의 'Jeuveau'를 90일마다 시술 받을 수 있다는 형식이다. 휴젤의 '보툴렉스', 대웅제약의 '나보타', 메디톡스의 '메디톡신', '코어톡스', '뉴렉스' 모두 미간 주름(glabellar line)에 대해서 20유닛 용법을 주사하라는 내용을 알리고 있다. 사람들이 가장 많이 독신을 맞고 싶어하는 적응증에 필요한 양을 구독형 할인 프로그램으로 소비를 유도하고 있는 것이다.

Evolus 어플리케이션 누적 사용자 로그인 수



자료: Evolus, 키움증권 리서치센터

독신 제품별 미간 주름 용법



자료: FDA, 식품의약품안전처, 키움증권 리서치센터

Evolus 구독형 BM 'Club Evolus'



자료: Evolus, 키움증권 리서치센터

>>> 휴젤과 같이 성장할 BENEV

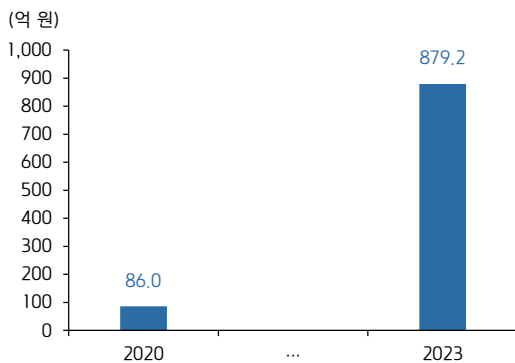
K-에스테틱에 대한 높은 수준의 이해도를 기반으로 사업 확장세 이어가기

지난 2월 29일, 미국 FDA 승인을 획득한 휴젤의 'Letybo'는 '24년 7월 BENEV와 파트너십 계약을 통해 미국으로 진출하게 되었다. 모든 이들을 이롭게 한다는 뜻이 "BENefit EVryone"의 앞글자들을 따서 만들어진 기업 BENEV는 2000년 캘리포니아에서 설립되어 미국 전역에서 에스테틱 장비들을 유통하는 현지 업체이다. '17년부터 쌓아온 누적 투자 유치 금액은 \$80M 수준이다. Ethan Min CEO와 Dan Kyungmin Park CFO가 재직 중으로, 우리나라 제품에 대한 이해도를 높여 미국에서 현지화 전략을 잘 사용할 수 있을 것으로 판단한다.

BENEV는 국내에서 엑소좀 기반 스킨부스터 사업을 영위하고 있는 비상장사 엑소코바이오와 '19년부터 제품 출시를 진행하며 인연을 만들었다. 참고로 엑소코바이오는 엑소좀 관련 특허 기술 계약, 엑소좀 피부 케어 제품 'ASCE+' 공동 판매 계약 등을 LG화학과 체결하며 넓은 사업 범위를 커버하고 있었다. '23년 6월 말에는 LG화학, 비올, 엑소코바이오, BENEV가 공동으로 주관하여 피부과 전문의들과의 소통의 장을 마련한 바 있다. 이러한 일련의 과정들을 통해 BENEV가 K-에스테틱 포트폴리오에 대한 확신을 얻으며 제품 다각화를 진행하였다.

2019년에 미국에 독립적인 영업 대리인(independent sales representatives) 45명을 확보하며 대대적으로 영업망을 늘렸다. 이후 엑소좀 스킨부스터 'ERC', 마이크로 니들 RF 장비 'Sylfirm X Ultimate Edition', PDO 리프팅 실 'Miracu', 보툴리눔 독신 'Letybo' 등 국산 에스테틱 제품들을 연이어 출시 및 계약을 체결하며 적극적인 사업 확장세를 이어오는 중이다. 여러 K-미용 포트폴리오를 통해 **'23년 매출액은 879.2억 원 수준으로 매출액 3년 연평균 성장률 +117%**를 자랑한다.

BENEV 연간 매출액 추이



자료: 전자공시, 휴젤, 키움증권 리서치센터

BENEV의 국산 제품 포트폴리오

회사명	제품명	내용
비올	Sylfirm X	마이크로 니들 RF
텐텍	10Therma	비침습 RF
메드믹스	스마트룩스	레이저
엑소코바이오	ERC, ERC+	엑소좀 스킨부스터
동방메디컬	Miracu	PDO 리프팅 실
휴젤	Letybo	보툴리눔 독신

자료: BENEV, 언론 보도, 키움증권 리서치센터

휴젤 'Letybo' 미국 파트너사 BENEV 주요 연혁

시기	내용
2000	캘리포니아에서 법인 설립
2002	BENEV 화장품 런칭
2004	BENEV 화장품 제품 22 개 확충
2005	튀르키예 및 여러 아시아 유통 계약 체결
2007	사내 임상 테스트 연구소 설립
2009	한국 유통 계약 체결
2017	'Viviscal Pro' 성공적인 아시아 출시
2019	'Exosome Regenerative Complex(ERC)' 출시
	10 개의 주요 회의와 11 개의 세미나 개최
	미국에서 독립적인 영업 대리인 45 명 확보
2021	'Sylfirm X Ultimate Edition' 미국 출시
	'ERC+' 미국 런칭
2022	'MIRACU PDO 리프트링 실' 런칭
2024	'Letybo' 전략적 파트너십 체결

자료: 전자공시, 휴젤, 키움증권 리서치센터

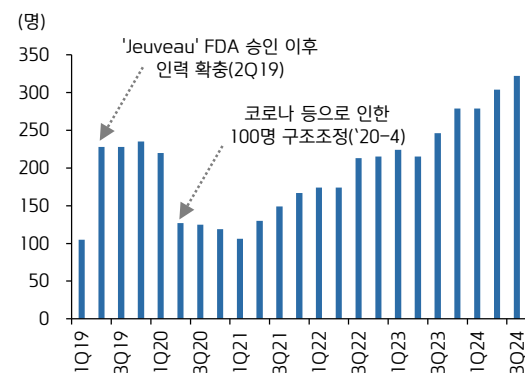
BENEV 누적 투자 유치 금액 \$80M



자료: BENEV, 키움증권 리서치센터

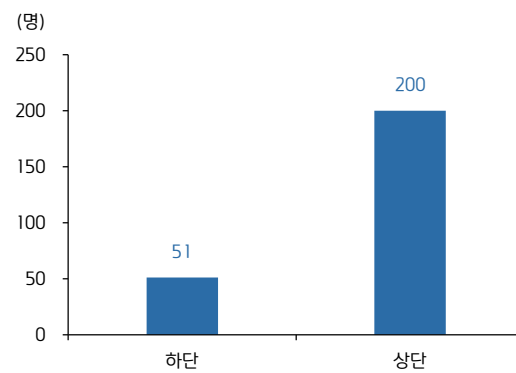
BENEV의 LinkedIn을 참고하면 직원 수는 51~200명 범위로 생각해볼 수 있다. 이는 'Jeuneau'가 미국 FDA 인증을 획득한 1Q19 당시의 **Evolus와 비슷한 수준**이다. 상장사인 Evolus는 1Q19 직원 수가 105명임을 공시했었다. 이후 2Q19 인력 확충을 진행하며 228명(QoQ +117.1%)의 직원을 고용하게 되었다. Evolus는 2Q20 코로나로 인한 100명의 구조조정 이후 꾸준히 인력 규모를 늘려 3Q24 기준 322명의 직원이 회사를 다니고 있는 상황이다. 커져가는 매출액과 더불어 다각화되는 지역 및 매출 포트폴리오를 살펴보았을 때 이러한 확장세는 합리적이다. BENEV 또한 단일 품목으로서 가장 큰 매출액을 만들어낼 수 있는 'Letybo' 유통을 담당하게 되며 마케팅 매니저와 사업 서비스 영업 인력 채용을 진행 중이다.

Evolus 분기별 직원 수 추이



자료: sec.gov, 키움증권 리서치센터

BENEV 직원 수 추정 범위



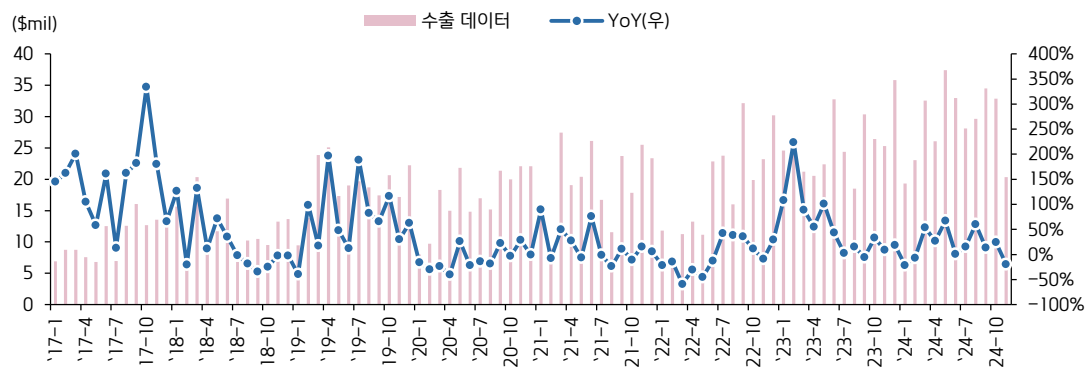
자료: LinkedIn, 키움증권 리서치센터

특신 관세청 수출 데이터 추이

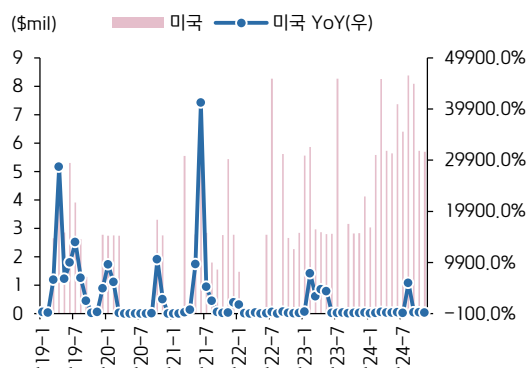
단위: \$	기간	전체	YoY	미국	중국	브라질	태국	일본
연도별	2022	223,205,423	-5.3%	26,253,434	36,705,553	29,055,158	17,583,502	8,407,299
	2023	307,121,768	37.6%	44,216,742	60,275,078	41,981,569	31,416,895	11,067,829
	2024	316,820,695	3.2%	69,885,817	68,008,433	30,206,953	17,266,585	16,067,663
분기별	1Q23	70,572,480	129.8%	14,397,450	7,081,908	9,731,033	6,482,614	2,741,751
	2Q23	75,682,686	60.1%	8,481,768	16,115,489	11,327,331	7,403,952	3,271,602
	3Q23	73,282,285	1.9%	11,559,052	14,728,508	13,618,440	8,138,427	3,098,556
	4Q23	87,584,317	19.5%	9,778,472	22,349,173	7,304,765	9,391,902	1,955,920
	1Q24	74,905,503	6.1%	16,865,931	14,085,286	6,707,416	4,663,380	3,239,555
	2Q24	96,457,045	27.4%	18,723,616	20,889,481	8,785,425	5,964,278	5,064,506
	3Q24	92,237,131	25.9%	22,871,344	18,969,399	9,083,635	3,948,054	5,206,487
	4Q24	53,221,016	-39.2%	11,424,926	14,064,267	5,630,477	2,690,873	2,557,115
월별	23-1	24,592,995	108.0%	5,561,581	944,335	3,803,344	2,230,115	454,603
	23-2	24,766,078	223.7%	5,867,729	2,561,805	3,228,123	1,613,287	1,143,794
	23-3	21,213,407	88.7%	2,968,140	3,575,768	2,699,566	2,639,212	1,143,354
	23-4	20,542,947	55.0%	2,868,043	4,443,814	1,578,886	2,136,767	959,452
	23-5	22,404,583	101.0%	2,801,951	4,982,873	3,881,100	2,129,539	977,569
	23-6	32,735,156	43.2%	2,811,774	6,688,802	5,867,345	3,137,646	1,334,581
	23-7	24,390,733	2.6%	8,260,932	2,121,073	5,467,506	2,212,153	1,106,261
	23-8	18,511,937	15.6%	140,086	5,235,234	2,708,418	2,994,529	756,716
	23-9	30,379,615	-5.5%	3,158,034	7,372,201	5,442,516	2,931,745	1,235,579
	23-10	26,443,156	33.1%	2,820,390	10,489,799	4,298,691	916,543	631,940
	23-11	25,305,908	9.0%	2,832,903	6,802,444	1,914,074	2,008,749	769,231
	23-12	35,835,253	18.6%	4,125,179	5,056,930	1,092,000	6,466,610	554,749
	24-1	19,304,928	-21.5%	3,030,047	3,868,852	469,793	794,992	1,217,259
	24-2	23,049,228	-6.9%	5,583,291	4,297,554	2,993,000	2,383,364	860,512
	24-3	32,551,347	53.4%	8,252,593	5,918,880	3,244,623	1,485,024	1,161,784
	24-4	26,061,825	26.9%	5,725,149	3,658,073	2,317,879	2,066,797	2,368,601
	24-5	37,418,766	67.0%	5,633,681	9,361,656	2,733,525	1,827,132	1,418,233
	24-6	32,976,454	0.7%	7,364,786	7,869,752	3,734,021	2,070,349	1,277,672
	24-7	28,104,356	15.2%	6,406,707	5,534,120	5,035,894	1,569,650	1,528,160
	24-8	29,640,963	60.1%	8,372,951	7,601,272	1,638,000	986,792	1,360,495
	24-9	34,491,812	13.5%	8,091,686	5,834,007	2,409,741	1,391,612	2,317,832
	24-10	32,867,794	24.3%	5,731,791	11,233,526	3,628,477	1,617,892	1,155,798
	24-11	20,353,222	-19.6%	5,693,135	2,830,741	2,002,000	1,072,981	1,401,317

주: HS 코드: 3002.49.1000, '24년 11월은 1~20일 잠정치
자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

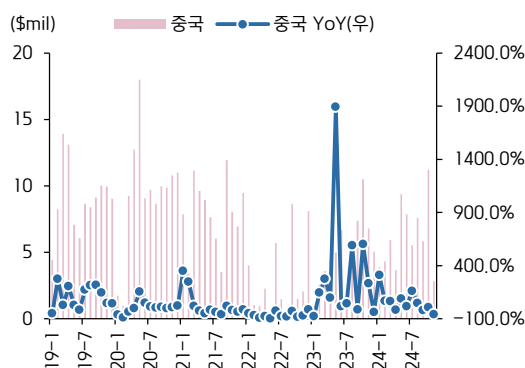
월별 독신 관세청 수출 데이터 그래프



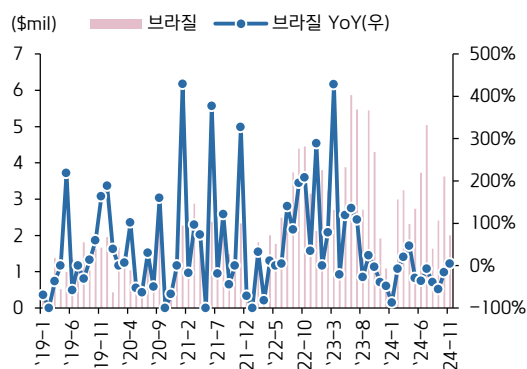
미국향 독신 수출 데이터



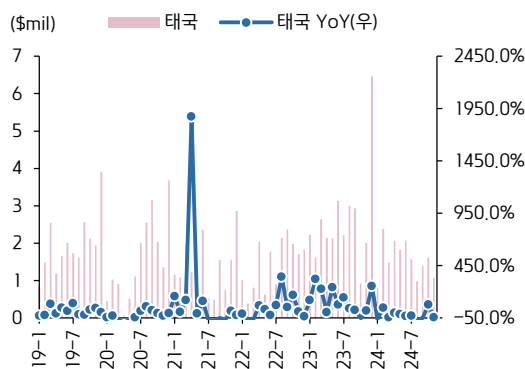
중국향 독신 수출 데이터



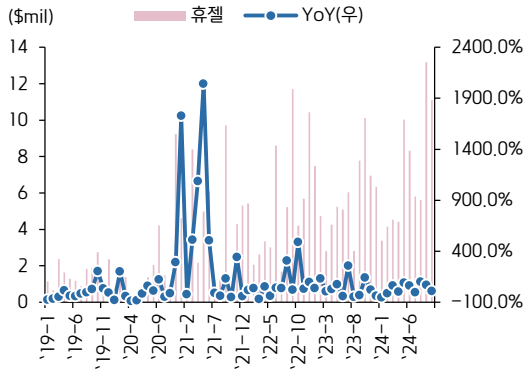
브라질향 독신 수출 데이터



태국향 독신 수출 데이터

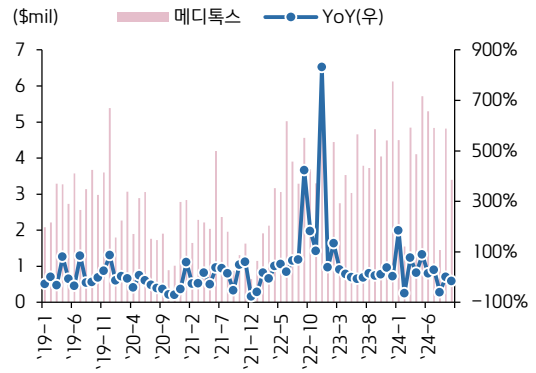


강원도 춘천시 특산 수출 데이터



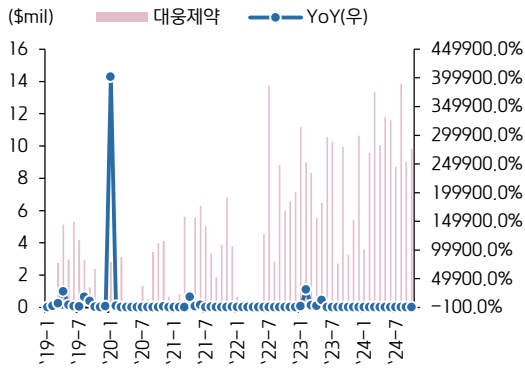
주: 휴젤 추정
주2: HS 코드: 3002.49.1000, '24년 11월은 1~20일 잠정치
자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

충청북도 청주시 특산 수출 데이터



주: 메디톡스 추정
주2: HS 코드: 3002.49.1000, '24년 11월은 1~20일 잠정치
자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

경기도 화성시 특산 수출 데이터



주: 대웅제약 추정
주2: HS 코드: 3002.49.1000, '24년 11월은 1~20일 잠정치
자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

III. CAPA 증설: 공급 부족 현상 해결 예정

>>> '24년까지는 간접 증설, '25년부터 직접 증설분 반영 예정

특신 제품 특성상 증설 어려운 구조, 지금까지진 유닛을 높이는 간접 CAPA 증설

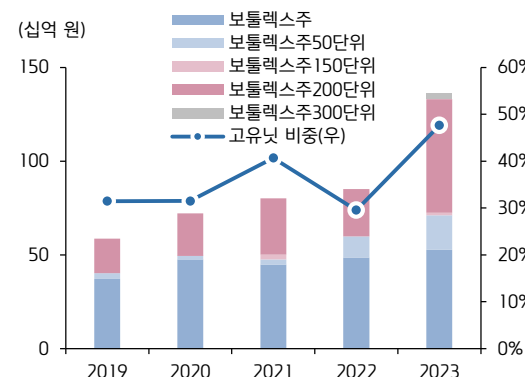
보툴리눔 독신은 근본적으로 2차대전이 끝날 무렵에 집단 식중독 증세로 수백명의 병사들이 사망한 사건으로 발견된 물질이다. 산술적으로 계산을 해보면, 수kg의 양으로도 전 세계에 있는 인류를 멸종시킬 수 있을 정도로 독성이 강력하다. 그렇기 때문에 제조 허가나 공장 실사 과정이 까다롭게 진행되고, 여타 다른 제품들에 비해 CAPA를 증설하는 것이 어렵다. 부지 마련 → 공장 건설 → 장비 설치 → GMP 등 인증 실사 → 인력 채용 → 공장 테스트 가동 → 본격 상업화 물량 생산 등 여러 과정을 거쳐야 하기 때문에 물리적인 시간이 많이 필요하다.

그렇기 때문에 주요 독신 제조사들은 공장 가동에 열을 올리고 있지만 늘어나는 시술 수요를 모두 대응할 수 있을 정도는 아닌 것으로 파악된다. 그렇기 때문에 같은 병(vial) 안에 많은 독신 단위(unit)를 넣어서 판매하는 형태로 간접적인 CAPA 증설 형태로 공장 운영이 이뤄지는 경우도 있다.

200유닛 독신 vial 1개를 생산하면 이론적으로 100유닛 독신 vial 2개를 만든 것과 같기 때문에 생산 능력이 늘어나는 효과를 기대할 수 있다. 물론 시술하는 의사들이 개봉 후 제품 처리, 재고 보관 등을 이유로 고유닛 제품보다는 중~저유닛 vial을 선호하기에 무조건적으로 유닛을 늘리는 것이 합리적인 의사결정은 아니다. 하지만 vial당 들어가는 독신 단위를 키워 제한적인 CAPA 환경에서도 수요에 대응하면 독신 단가 상승으로 인해 매출액이 상승하는 효과를 볼 수 있다는 점도 존재한다.

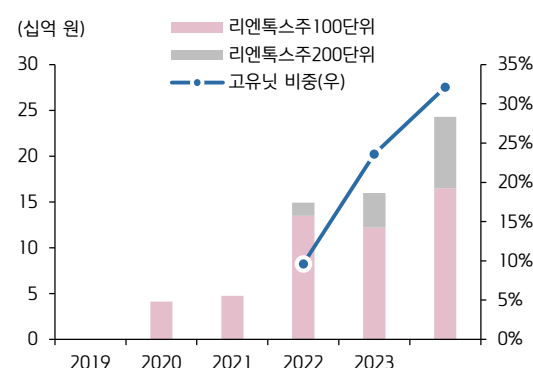
현재 식품의약품안전처에서 생산 실적을 확인해볼 수 있는 국내 8개사의 고유닛(100유닛 이상 제품으로 가정) 생산 비중은 꾸준히 매년 상승 중이다.

휴젤 유닛별 독신 생산 실적 추이



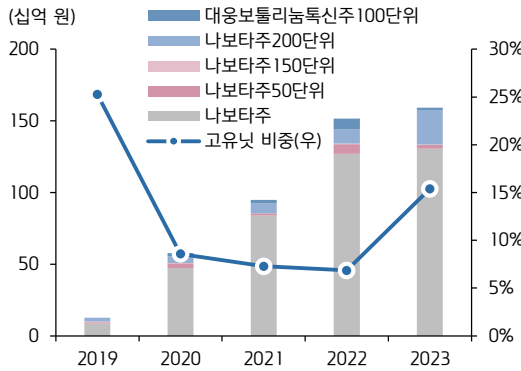
주: 고유닛: 100유닛 초과 제품
자료: 식품의약품안전처, 키움증권 리서치센터

파마리서치바이오 유닛별 독신 생산 실적 추이



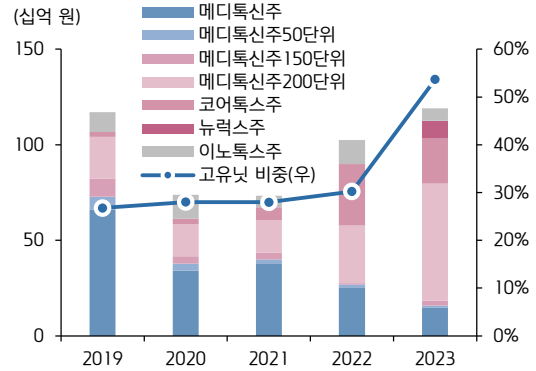
주: 고유닛: 100유닛 초과 제품
자료: 식품의약품안전처, 키움증권 리서치센터

대웅제약 유닛별 독신 생산 실적 추이



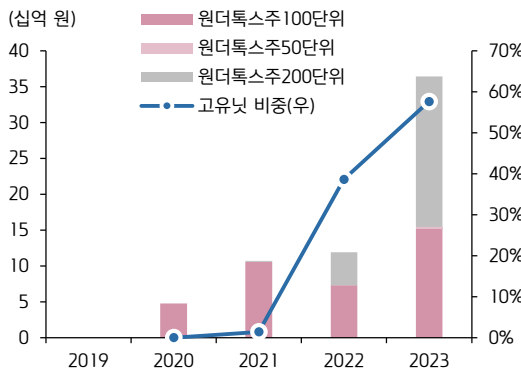
주: 고유닛: 100유닛 초과 제품
자료: 식품의약품안전처, 키움증권 리서치센터

메디톡스 유닛별 독신 생산 실적 추이



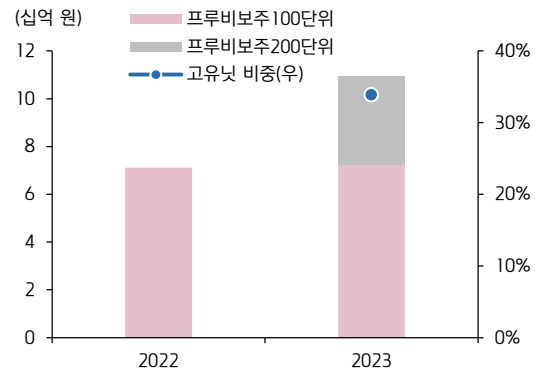
주: 고유닛: 100유닛 초과 제품
자료: 식품의약품안전처, 키움증권 리서치센터

종근당 유닛별 독신 생산 실적 추이



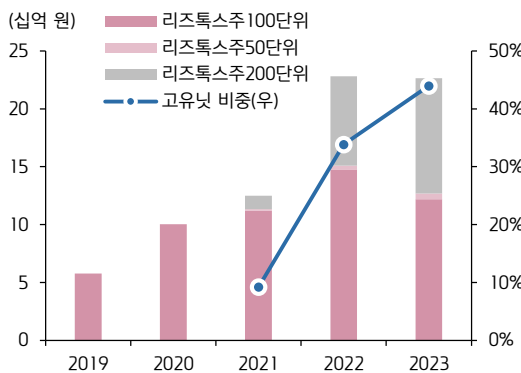
주: 고유닛: 100유닛 초과 제품
자료: 식품의약품안전처, 키움증권 리서치센터

종근당바이오 유닛별 독신 생산 실적 추이



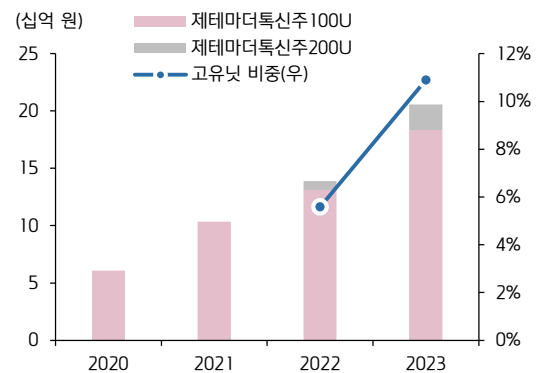
주: 고유닛: 100유닛 초과 제품
자료: 식품의약품안전처, 키움증권 리서치센터

휴온스바이오파마 유닛별 독신 생산 실적 추이



주: 고유닛: 100유닛 초과 제품
자료: 식품의약품안전처, 키움증권 리서치센터

제테마 유닛별 독신 생산 실적 추이



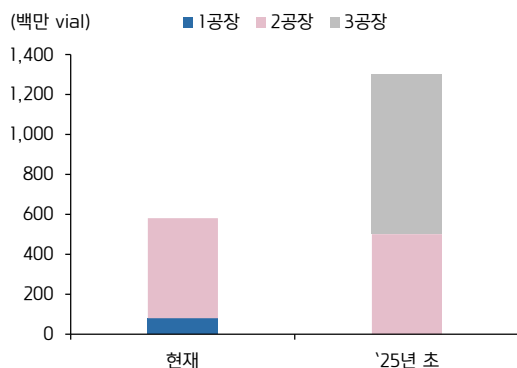
주: 고유닛: 100유닛 초과 제품
자료: 식품의약품안전처, 키움증권 리서치센터

향후 2년간 직접 CAPA 증설 시기 도래, 막힌 혈 뚫릴 예정

간접적인 CAPA 증설로는 많아지는 백신 수요를 모두 대응하기 힘들다. 이미 공급 부족 현상이 있을 것을 전망하고 업체들은 '19년부터 CAPA 증설에 나서기 시작했었다. 메디톡스는 '19년 5월 476억 원을, 휴젤은 '20년 10월 1공장 대비 10배 CAPA의 3공장을, 대웅제약은 '23년 5월 1,014억 원을, 파마리서치바이오는 '23년 9월 249억 원을 투자하겠다고 밝혔다. 기업별로 최소 2배는 넘는 물량을 감당할 수 있을 정도로 증설을 진행하고 있다. 반드시 GMP 인증을 받아야 하고, 테스트 생산 기간을 거쳐야 하기 때문에 공장이 완공된다고 곧바로 상업화 물량을 대량으로 생산할 수 있는 것은 아니다. 아래에 제시된 시점은 GMP 인증이나 초도 물량 생산이 아닌 상업화 가동을 전망한 것이다.

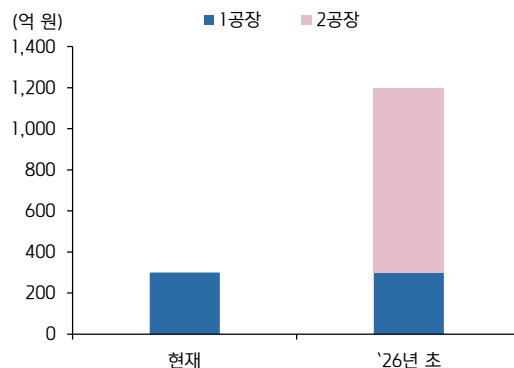
업체별로 증설분이 본격적으로 가동되는 시점은 '25년 초부터 '26년 말까지 다양하다. **'25년부터는 백신 공급 부족 현상이 점차 해소되며 수급 불균형 해소, 기업별 외형 성장에 긍정적인 효과**를 가져올 예정이다.

휴젤 백신 CAPA 증설



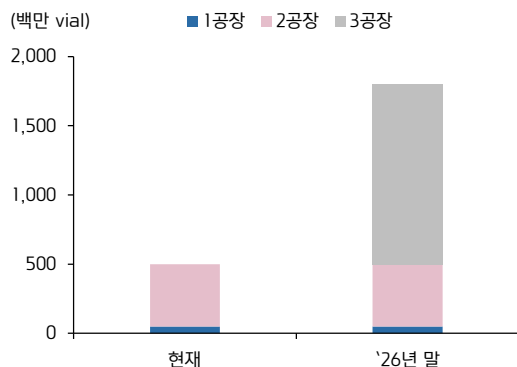
주: 1공장은 효율성 문제로 인해 3공장 가동 시 shut down 예정
자료: 휴젤, 키움증권 리서치센터

파마리서치바이오 백신 CAPA 증설



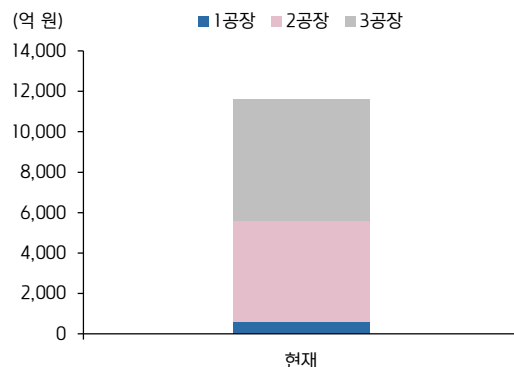
자료: 파마리서치바이오, 키움증권 리서치센터

대웅제약 백신 CAPA 증설



자료: 대웅제약, 키움증권 리서치센터

메디톡스 백신 CAPA



자료: 메디톡스, 키움증권 리서치센터

IV. 소송 리스크: 천리무중(千里霧中)

>>> 안개가 걷혀서 앞이 잘 보이는 중

국내외 모두 잠잠해지며 펀더멘탈과 업황에 집중할 수 있는 상황

'16년부터 국정감사에서 나온 한 발언이 굴린 스노우볼은 '21년과 '23년, '24년에 걸쳐 멈추기 시작했다. 소송 리스크 눈덩이가 불어나는 속도가 느려지자 **회사의 펀더멘탈과 특신 업황에 집중하며 분석에 기반한 투자를 고려할 시기**가 찾아왔다.

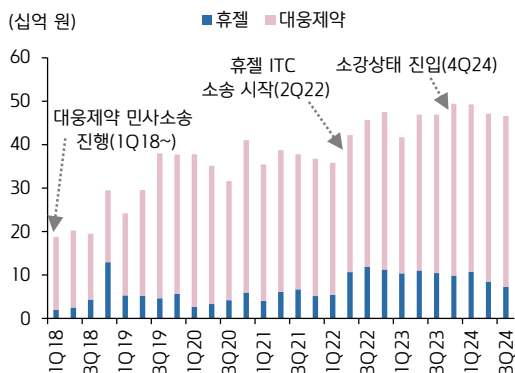
특신 군주 관련 주요 소송 개요

원고업체	피고업체	지역	결과	내용
메디톡스	대웅제약	국내	1심 원고 승소 2심 진행 중	- 민사 2심 진행 중 - '23년 2월 10일, 원고 승소(배상금 400억 원 / 군주 제조 및 판매 금지 / 완제품 및 반제품 폐기)
메디톡스 (Allergan Aesthetics)	대웅제약 (Evolus)	미국	원고 승소 추후 3자 합의로 종결	- '20년 7월, 영업 비밀 침해 및 도용 인정하며 ITC 소송 예비 판결로 원고 승소(피고 측 제품 10년간 미국 수입과 판매 금지) - '20년 12월, 일부 사실만 인용하며 ITC 소송 최종 판결로 원고 승소(피고 측 제품 21개월간 미국 수입과 판매 금지 / 매출액 대비 일정 로열티 지불) - '21년 2월 18일, 메디톡스-Allergan Aesthetics-Evolus 3자 합의 진행(일시금 2년간 \$35M / 보통주 6,762,652주 발행 (약 500억 원) / 향후 10년간 매출액 대비 로열티 지급)
메디톡스	휴젤	미국	피고 승소	- '24년 6월, 군주 절취 사실 없다는 예비 판결로 피고 승소 - '24년 10월 12일, 미국의 관세법 위반하지 않았다는 최종 판결로 피고 승소

자료: 각 사, 언론보도, 키움증권 리서치센터

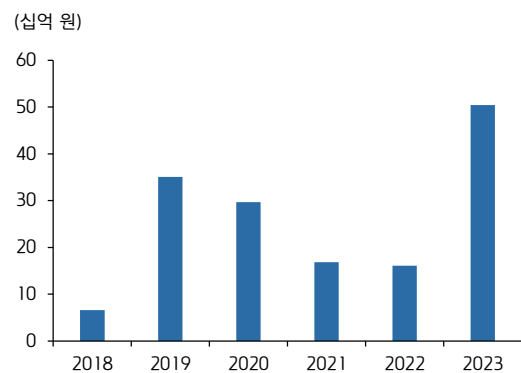
소송 문제는 단순히 회사의 사업성에 잡음이 생기는 것뿐만 아니다. 법무 비용 및 자문료 등 판관비가 집행되어 마진에 부정적 영향을 끼친다. 정성적으로 섹터 분위기를 낮추고, 정량적으로 재무적 타격까지 동반하기 때문에 더욱 투자자로서는 산업과 기업에 대한 관심도를 높이기 어려웠다. 향후 이전과 같은 **소송 문제가 활성화되지 않을 것이라 판단하고, 정상화된 비용 수준을 기업별로 유지할 수 있을 것**으로 전망한다.

분기별 휴젤, 대웅제약 판관비 지급수수료 추이



자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

연간 메디톡스 판관비 지급수수료 추이



자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터



기업분석

휴젤
(145020)

Buy(Initiate)/목표주가 360,000원
미국으로 나가는 특신 대장

파마리서치
(214450)

Buy(Maintain)/목표주가 300,000원
Welcome, '리엔톡스'

대웅제약
(069620)

Buy(Reinitiate)/목표주가 170,000원
가슴이 웅대해지는 특신과 P-CAB

메디톡스
(086900)

Buy(Initiate)/목표주가 160,000원
우선과제: 공장 가동과 해외 진출

휴젤 (145020)



Buy(Initiate)

주가(11/27) 272,000원

목표주가 360,000원

의료기기 Analyst 신민수

alstn0527@kiwoom.com

동사는 국내 특신 M/S 1등의 위치를 견고히 지키고, 미국-유럽-중국 주요 3대 시장에 모두 특신을 판매하는 유일한 업체이다. 3Q24와는 다르게 미국 선적이 없을 4Q24지만 매출액 YoY +22%의 고성장세를 유지할 전망이다. '25년에는 주요 해외 거점 성장과 더불어 CAPA 증설분 반영으로 성장 동력이 꺼지지 않을 것으로 판단한다. 목표주가 36만 원, 투자의견 Buy, 동사에 대한 커버리지를 개시한다.

Stock Data

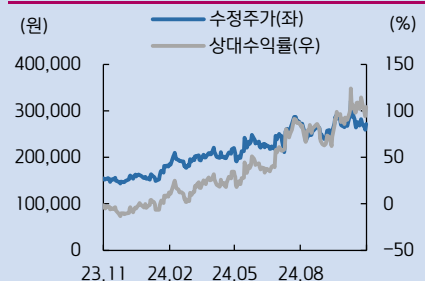
KOSDAQ (11/27)		692.00pt	
시가총액		34,283억 원	
52주 주가동향		최고가	최저가
		321,000 원	143,500원
최고/최저가 대비 등락		-15.3%	89.5%
주가수익률		절대	상대
	1M	1.3%	6.5%
	6M	23.6%	51.5%
	1Y	74.2%	104.0%

Company Data

발행주식수	12,604 천주
일평균 거래량(3M)	120천주
외국인 지분율	52.7%
배당수익률(24E)	0.0%
BPS(24E)	70,503원

주요 주주	Aphrodite Acquisition Holdings	42.5%
-------	--------------------------------	-------

Price Trend



미국으로 나가는 특신 대장

>>> 4Q24: 미국 없어도 +22% 성장 전망

4Q24 실적은 매출액 1,081억(YoY +21.5%), 영업이익 518억(YoY +40.9%, 영업이익률 47.9%)을 전망한다. 3Q24의 놀라운 실적을 기록할 수 있던 미국 선적이 연이어 진행되지 않더라도 특신과 필러 모두 외형을 YoY +20% 성장시는 굳건한 모습을 예상한다. 소송 리스크가 불거졌던 때와는 다르게 판관비 조절도 진행 되어 안정기에 접어들었다(기존 분기별 110억 원 수준 → 2Q24부터 80억 원 수준).

>>> 2025: 꺼지지 않는 성장 동력

'25년 실적은 매출액 4,598억(YoY +20.1%), 영업이익 2,205억(YoY +28.5%, 영업이익률 48.0%)으로 전망한다. 미국으로의 물량 출하가 외형과 더불어 높은 판가로 인해 마진 개선을 주도할 예정이다. 프랑스, 영국, 이탈리아, 독일, 스페인 등 주요 유럽 국가에서의 개별 허가 획득도 3년차에 접어들어 본격적인 성장이 가시화되어 성장에 기여할 전망이다. 또한, '25년 초 CAPA 증설분이 본격 상업화 생산에 기여하며 수요에 빠르게 대응할 수 있다. 현재로서는 생산 능력이 모자라 단가가 높은 해외에 초점을 맞춰 공장을 운영하고 있다.

>>> TP 36만 원, 투자의견 'Buy' 제시

'25년 EPS 전망치 14,587원과 목표 PER 25배를 적용하여 목표주가 36만 원을 제시하며 동사에 대한 커버리지를 개시한다. '25년에 한 가지 변수가 있다면, 8월에 GS 컨소시엄이 최대주주로 등극한 지 만으로 4년이 된다. 통상적으로 사모펀드가 기업 인수 후에 5년 정도 투자를 진행한 후 출구 전략을 모색한다고 가정하면, 최대주주 변경에 따른 주가 변동성이 생길 수 있다.

(십억 원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	281.7	319.7	382.9	459.8	535.7
영업이익	101.4	117.8	171.6	220.5	266.0
EBITDA	115.4	131.6	187.1	242.2	284.9
세전이익	73.1	133.3	182.8	238.8	292.8
순이익	60.7	97.7	140.8	183.9	225.4
지배주주지분순이익	57.3	93.1	140.8	183.9	225.4
EPS(원)	4,629	7,517	11,386	14,587	17,886
증감률(% YoY)	0.1	62.4	51.5	28.1	22.6
PER(배)	29.1	19.9	22.7	17.8	14.5
PBR(배)	2.11	2.40	3.67	3.04	2.51
EV/EBITDA(배)	11.4	11.4	14.8	10.6	8.2
영업이익률(%)	36.0	36.8	44.8	48.0	49.7
ROE(%)	7.3	12.1	17.2	18.7	19.0
순차입금비율(%)	-48.4	-49.8	-58.0	-65.7	-72.0

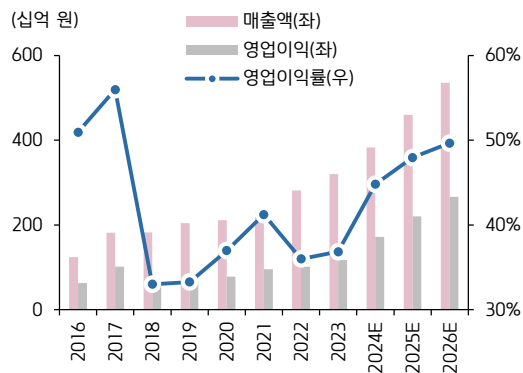
자료: 키움증권 리서치센터

휴젤 실적 추이 및 전망 표

(단위: 십억 원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	64.4	81.6	84.8	88.9	74.3	95.4	105.1	108.1	319.7	382.9	459.8
YoY	-0.8%	21.0%	14.9%	3.5%	15.4%	17.0%	23.9%	21.5%	9.5%	19.8%	20.1%
특신	30.8	43.6	45.4	48.7	34.1	50.6	64.1	59.5	168.5	208.3	253.6
필러	26.1	30.5	31.3	30.6	29.3	36.5	29.9	36.0	118.4	131.7	153.2
화장품	6.3	6.0	6.6	7.9	9.5	6.6	9.0	10.1	26.8	35.2	44.5
리프팅실 등 의료기기	1.1	1.3	0.9	1.1	1.3	0.9	1.8	2.0	4.3	6.0	6.5
기타	0.2	0.2	0.6	0.7	0.2	0.8	0.2	0.5	1.7	1.7	2.0
매출원가	14.3	18.7	18.6	21.9	17.2	23.9	22.2	25.9	73.5	89.3	103.0
매출원가율	22.2%	22.9%	21.9%	24.7%	23.2%	25.1%	21.2%	24.0%	23.0%	23.3%	22.4%
매출총이익	50.1	62.9	66.2	67.0	57.1	71.5	82.9	82.2	246.2	293.6	356.8
매출총이익률	77.8%	77.1%	78.1%	75.3%	76.8%	74.9%	78.8%	76.0%	77.0%	76.7%	77.6%
판매비와관리비	31.6	34.9	31.7	30.3	33.1	29.1	29.5	30.4	128.4	122.1	136.3
판매관비율	49.1%	42.8%	37.3%	34.0%	44.6%	30.5%	28.1%	28.1%	40.2%	31.9%	29.6%
영업이익	18.5	28.0	34.6	36.7	24.0	42.4	53.4	51.8	117.8	171.6	220.5
YoY	-26.0%	25.4%	22.4%	1.5%	29.5%	51.6%	54.5%	40.9%	5.4%	45.7%	28.5%
영업이익률	28.7%	34.3%	40.7%	41.3%	32.2%	44.5%	50.8%	47.9%	36.8%	44.8%	48.0%
당기순이익	17.0	21.4	41.6	17.7	22.7	37.0	42.0	39.0	97.7	140.8	183.9
YoY	65.7%	80.3%	65.4%	-67.6%	33.8%	72.7%	1.1%	120.6%	-4.2%	44.1%	30.6%
당기순이익률	26.4%	26.3%	49.0%	19.9%	30.6%	38.8%	40.0%	36.1%	30.5%	36.8%	40.0%

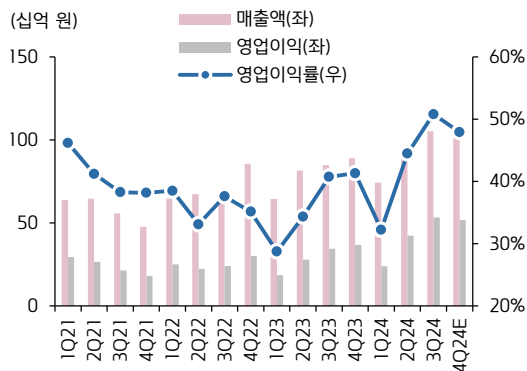
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

휴젤 연간 실적 추이 및 전망



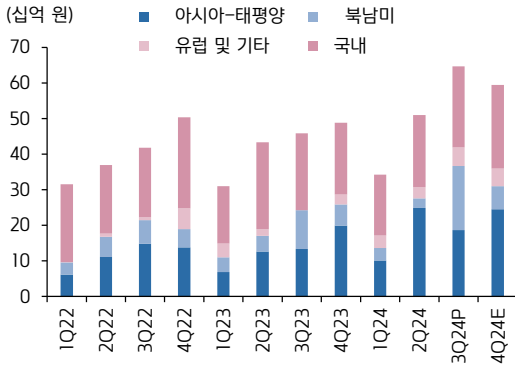
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

휴젤 분기 실적 추이 및 전망



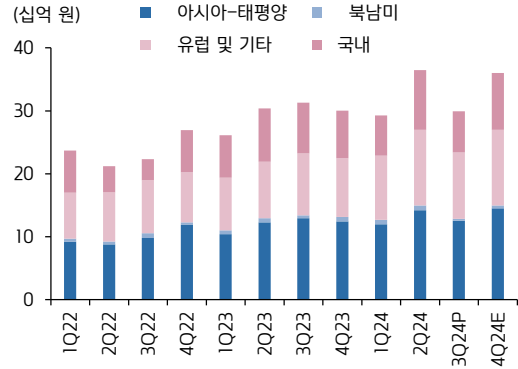
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

휴젤 지역별 분기 독신 매출액 추이 및 전망



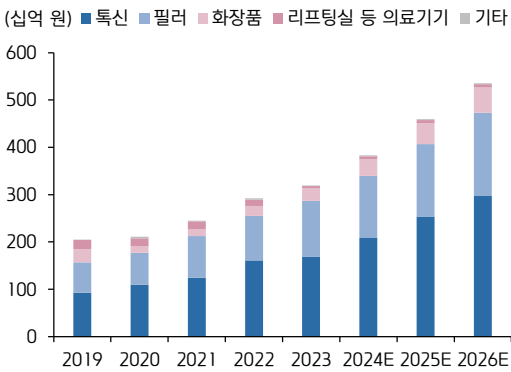
자료: 휴젤, 키움증권 리서치센터

휴젤 지역별 분기 필러 매출액 추이 및 전망



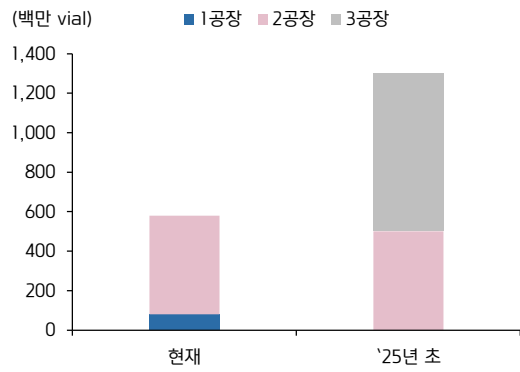
자료: 휴젤, 키움증권 리서치센터

휴젤 사업부별 연간 매출액 추이 및 전망



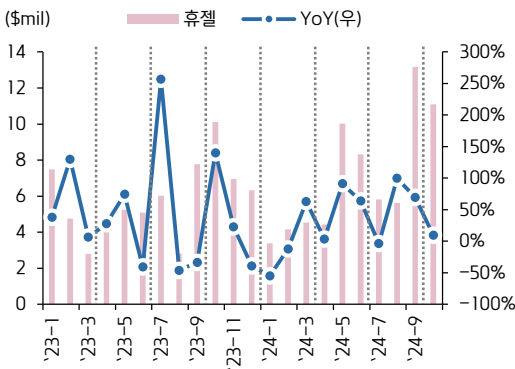
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

휴젤 독신 CAPA 증설



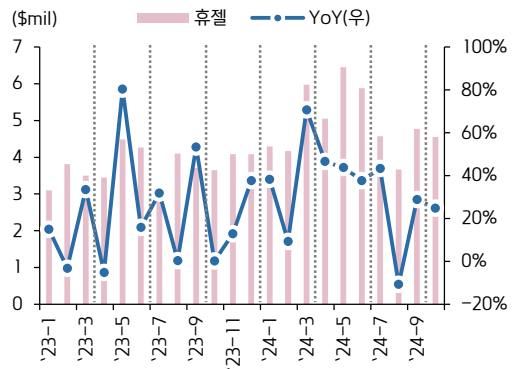
자료: 휴젤, 키움증권 리서치센터

강원도 춘천시 독신 월간 관세청 수출 데이터



주: 휴젤 추정
주2: HS 코드: 3002.49.1000
자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

강원도 춘천시 필러 월간 관세청 수출 데이터



주: 휴젤 추정
주2: HS 코드: 3304.99.9000
자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

'25년 EPS 전망치 14,587원 X 목표 PER 25배 = 목표주가 360,000원 산출

'25년 EPS 전망치 14,587원과 목표 PER 25배를 통해 목표주가 360,000원을 제시한다.

'19년부터 오늘날까지의 주요 이벤트별로 구간을 나누어 PER 추이를 살펴보았다. 현재 5차 구간은 이전보다 리스크는 줄어들었고, 회사의 긍정적인 투자 포인트는 늘어났고 PER 저평가 상태에 있다고 판단한다. 미국 진출과 더불어 CAPA 증설이 반영되어 회사의 성장이 돋보일 것으로 전망한다.

1차 구간('19년 1월 2일 ~ '20년 1월 22일) 평균 12개월 선행 PER: 29.5배

국내에서의 M/S 상승으로 국내 매출액 성장세를 YoY +59% 시현하였다.

2차 구간('20년 1월 23일 ~ '21년 8월 25일) 평균 12개월 선행 PER: 34.7배

코로나 엔데믹 → 시장 유동성 확대 → 밸류에이션 상승 효과와 더불어 중국 NMPA 허가 획득을 통해 해외 진출 모멘텀도 발현되었다.

3차 구간('21년 8월 26일 ~ '23년 2월 9일) 평균 12개월 선행 PER: 22.8배

'21년 8월, 최대주주가 Bain Capital에서 GS 컨소시엄으로 변경되었다. 이후 7개월이 지나서 '21년 4월에 신청해둔 'Letybo'의 미국 FDA 허가는 CRL 수령으로 마무리되어 PER 하락세가 이어졌다. 이에 더해 '22년 4월 미국 ITC 소송 제기로 인해 소송 리스크가 반영되기 시작했다.

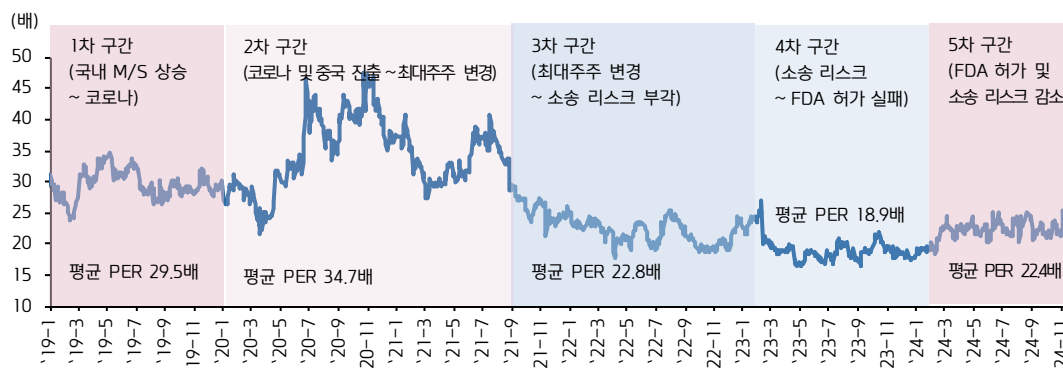
4차 구간('23년 2월 10일 ~ '24년 2월 28일) 평균 12개월 선행 PER: 18.9배

메디톡스와 대웅제약의 국내 민사 1심 판결이 나오고 원고의 승소로 이어지자 특신 상장사들이 펀더멘탈이 아닌 소송 리스크에 가장 민감하게 반응하던 시기였다. 뒤이어 '23년 4월에 'Letybo'가 FDA 재수를 했지만 또 다시 CRL을 수령하며 다음을 기약하였고, 사상 최저 PER을 기록한다.

5차 구간('24년 2월 2일 ~) 평균 12개월 선행 PER 22.4배

'24년 2월, FDA 삼수 끝에 'Letybo' 허가를 획득하였다. ITC 소송도 '24년 6월 예비 판결 승소, '24년 10월 최종 판결도 승소하며 소송에 대한 불안함도 열어져가고 있다. 시판 허가 획득, 파트너십 계약 체결, 초도 물량 선적 등 가장 중요한 미국 시장에서의 성공 스토리를 쓰고 있다.

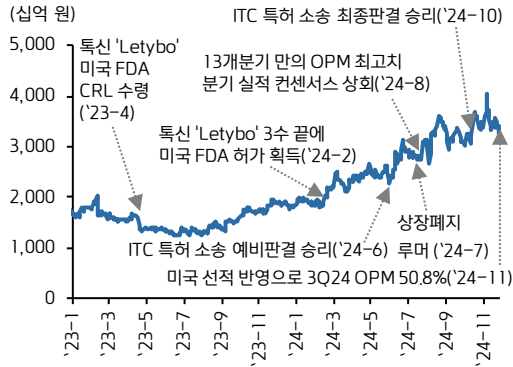
휴젤 12개월 선행 PER 추이 분석



주: 붉은 계열은 회사 PER 상승 국면, 파란 계열은 회사 PER 하락 국면

자료: FnGuide, 휴젤, 언론보도, 키움증권 리서치센터

휴젤 시가총액 추이 분석



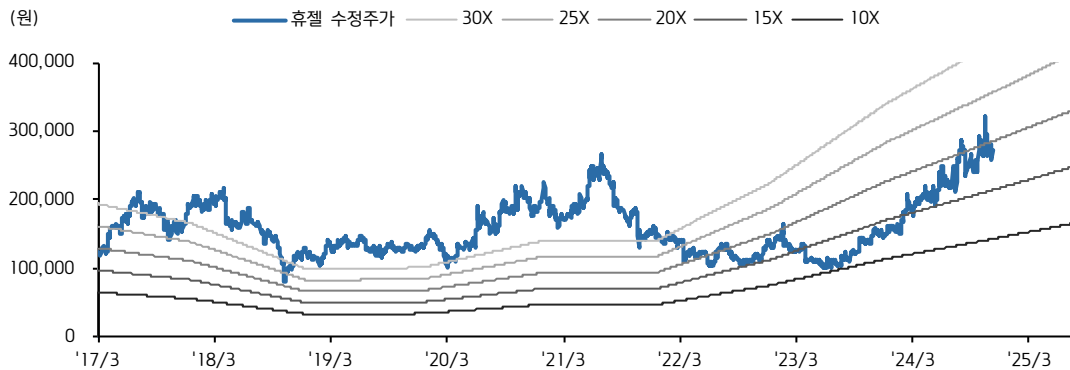
자료: FnGuide, 휴젤, 언론보도, 키움증권 리서치센터

휴젤 목표주가 산정 내용

2025년 EPS 전망치	14,587 원
목표 PER	25배
목표 주가	364,680원
조정	360,000원
현재 주가	272,000원
상승 여력	32.4%

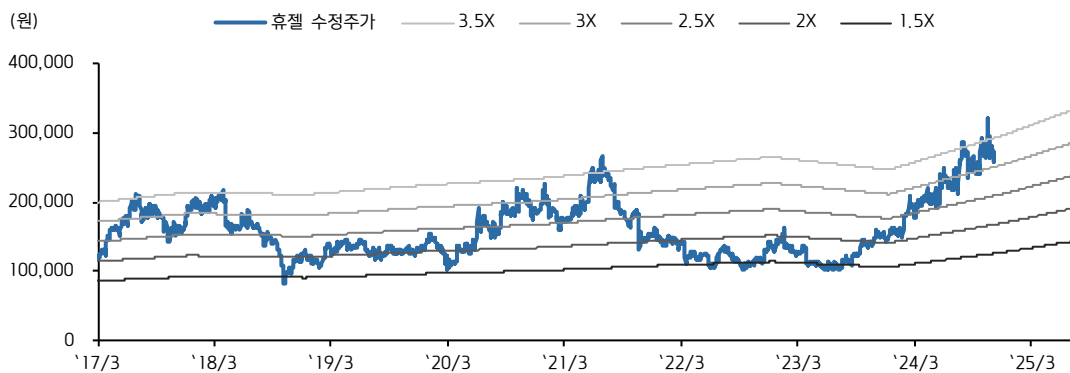
자료: 키움증권 리서치센터

휴젤 12개월 선행 PER BAND CHART



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

휴젤 12개월 선행 PBR BAND CHART



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	281.7	319.7	382.9	459.8	535.7
매출원가	62.8	73.5	89.3	103.0	119.2
매출총이익	218.9	246.2	293.6	356.8	416.6
판매비	117.5	128.4	122.1	136.3	150.5
영업이익	101.4	117.8	171.6	220.5	266.0
EBITDA	115.4	131.6	187.1	242.2	284.9
영업외손익	-28.3	15.5	11.3	18.3	26.7
이자수익	11.5	17.6	22.9	29.9	38.4
이자비용	3.1	2.9	2.9	2.9	2.9
외환관련이익	2.6	5.4	4.9	4.9	4.9
외환관련손실	6.3	3.8	2.2	2.2	2.2
종속 및 관계기업손익	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
기타	-32.8	-0.6	-11.2	-11.2	-11.3
법인세차감전이익	73.1	133.3	182.8	238.8	292.8
법인세비용	9.2	35.6	42.0	54.9	67.3
계속사업손익	63.9	97.7	140.8	183.9	225.4
당기순이익	60.7	97.7	140.8	183.9	225.4
지배주주순이익	57.3	93.1	140.8	183.9	225.4
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	21.5	13.5	19.8	20.1	16.5
영업이익 증감율	6.1	16.2	45.7	28.5	20.6
EBITDA 증감율	5.0	14.0	42.2	29.4	17.6
지배주주순이익의 증감율	-0.7	62.5	51.2	30.6	22.6
EPS 증감율	0.1	62.4	51.5	28.1	22.6
매출총이익율(%)	77.7	77.0	76.7	77.6	77.8
영업이익율(%)	36.0	36.8	44.8	48.0	49.7
EBITDA Margin(%)	41.0	41.2	48.9	52.7	53.2
지배주주순이익율(%)	20.3	29.1	36.8	40.0	42.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	80.6	117.7	116.7	163.3	203.3
당기순이익	60.7	97.7	140.8	183.9	225.4
비현금항목의 가감	63.4	42.9	9.5	21.4	22.5
유형자산감가상각비	9.3	9.4	10.6	17.0	14.4
무형자산감가상각비	4.7	4.5	5.0	4.7	4.5
지분법평가손익	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
기타	49.6	29.2	-5.9	-0.1	3.8
영업활동자산부채증감	-31.5	-1.9	-11.5	-14.1	-12.8
매출채권및기타채권의감소	-26.0	8.0	-9.8	-11.9	-11.7
재고자산의감소	0.3	-8.0	-6.8	-8.2	-8.1
매입채무및기타채무의증가	-5.5	-0.2	5.2	6.2	7.2
기타	-0.3	-1.7	-0.1	-0.2	-0.2
기타현금흐름	-12.0	-21.0	-22.1	-27.9	-31.8
투자활동 현금흐름	-191.8	43.2	-49.9	-50.8	-51.8
유형자산의 취득	-32.8	-23.7	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-6.5	8.1	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-0.4	66.2	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-137.4	23.7	-18.8	-19.7	-20.7
기타	-14.7	-31.1	-31.1	-31.1	-31.1
재무활동 현금흐름	-51.4	-187.1	-64.2	-64.5	-64.5
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.3	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-44.5	-122.4	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
기타	-6.9	-64.6	-64.5	-64.5	-64.5
기타현금흐름	0.2	0.4	124.2	124.2	124.2
현금 및 현금성자산의 순증가	-162.4	-25.8	126.8	172.2	211.2
기초현금 및 현금성자산	294.1	131.8	106.0	232.8	405.0
기말현금 및 현금성자산	131.8	106.0	232.8	405.0	616.2

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	617.9	567.8	730.0	942.2	1,194.1
현금 및 현금성자산	131.8	106.0	232.8	405.0	616.2
단기금융자산	399.6	375.9	394.7	414.5	435.2
매출채권 및 기타채권	57.7	49.4	59.1	71.0	82.7
재고자산	26.9	34.3	41.1	49.3	57.4
기타유동자산	1.9	2.2	2.3	2.4	2.6
비유동자산	431.9	361.5	345.7	323.9	304.9
투자자산	89.9	23.5	23.3	23.1	22.9
유형자산	120.5	134.7	124.1	107.1	92.8
무형자산	200.1	182.3	177.3	172.6	168.2
기타비유동자산	21.4	21.0	21.0	21.1	21.0
자산총계	1,049.8	929.3	1,075.7	1,266.0	1,499.0
유동부채	177.3	57.4	62.6	68.8	76.0
매입채무 및 기타채무	24.8	26.8	31.9	38.1	45.3
단기금융부채	99.4	3.7	3.7	3.7	3.7
기타유동부채	53.1	26.9	27.0	27.0	27.0
비유동부채	23.0	92.1	92.1	92.1	92.1
장기금융부채	21.0	89.9	89.9	89.9	89.9
기타비유동부채	2.0	2.2	2.2	2.2	2.2
부채총계	200.3	149.6	154.7	160.9	168.1
자본지분	792.1	747.3	888.6	1,072.7	1,298.4
자본금	6.3	6.3	6.6	6.6	6.6
자본잉여금	327.3	327.3	327.3	327.3	327.3
기타자본	-446.9	-533.3	-533.3	-533.3	-533.3
기타포괄손익누계액	6.3	10.7	11.0	11.3	11.5
이익잉여금	899.1	936.3	1,077.1	1,261.0	1,486.4
비지배지분	57.3	32.4	32.4	32.4	32.4
자본총계	849.5	779.7	921.0	1,105.1	1,330.8

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	4,629	7,517	11,386	14,587	17,886
BPS	63,955	62,204	70,503	85,110	103,016
CFPS	10,019	11,354	12,152	16,287	19,674
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	29.1	19.9	22.7	17.8	14.5
PER(최고)	34.5	22.2	28.6		
PER(최저)	21.8	13.3	12.9		
PBR	2.11	2.40	3.67	3.04	2.51
PBR(최고)	2.50	2.68	4.62		
PBR(최저)	1.58	1.60	2.09		
PSR	5.93	5.79	8.36	7.10	6.09
PCFR	13.5	13.2	21.3	15.9	13.2
EV/EBITDA	11.4	11.4	14.8	10.6	8.2
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%·보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	5.9	9.9	14.0	15.7	16.3
ROE	7.3	12.1	17.2	18.7	19.0
ROIC	21.0	24.8	37.7	49.3	60.6
매출채권회전율	6.4	6.0	7.1	7.1	7.0
재고자산회전율	10.4	10.4	10.2	10.2	10.0
부채비율	23.6	19.2	16.8	14.6	12.6
순차입금비용	-48.4	-49.8	-58.0	-65.7	-72.0
이자보상배율, 현금	32.6	40.1	58.4	75.1	90.6
총차입금	120.5	93.6	93.6	93.6	93.6
순차입금	-410.9	-388.3	-533.9	-725.8	-957.8
EBITDA	115.4	131.6	187.1	242.2	284.9
FCF	11.2	81.5	136.2	177.4	210.9



Buy(Maintain)

주가(11/27) 207,000원

목표주가 300,000원

의료기기 Analyst 신민수

alstn0527@kiwoom.com

4Q24 매출액 955억(YoY +37%), 영업이익 330억(YoY +62%, OPM 35%)을 전망한다. '25년에는 국내 '리엔톡주' 판매를 개시할 예정이다. 독신 CAPA 증설분은 '26년 초부터 본격적으로 상업화 물량 생산을 진행할 수 있을 예정이다. '리쥘란'이 국내 외 매출액 성장을 통해 회사 성장의 중심을 다잡고, '26년 초부터 독신 성장이 이어질 수 있다. 독신 또한 '리쥘란'처럼 마진이 높은 제품으로, 전사 이익률 제고에 크게 기여할 전망이다. 목표주가 30만 원, 투자 의견 Buy를 유지한다.

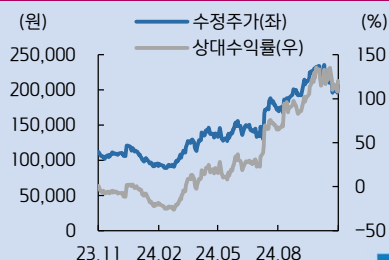
Stock Data

KOSDAQ (11/27)		692.00pt
시가총액		21,755억 원
52주 주가동향	최고가	최저가
	235,500 원	89,100원
최고/최저가 대비 등락	-12.1%	132.3%
주가수익률	절대	상대
	1M	-11.2% -6.6%
	6M	51.8% 86.0%
	1Y	88.0% 120.1%

Company Data

발행주식수	10,510 천주
일평균 거래량(3M)	198천주
외국인 지분율	13.7%
배당수익률(24E)	0.5%
BPS(24E)	44,842원
주요 주주	정상수 외 8인
	38.2%

Price Trend



Welcome, '리엔톡스'

>>> 4Q24: 간접 CAPA 증설로 수요 대응

4Q24 실적은 매출액 955억(YoY +36.5%), 영업이익 330억(YoY +62.1%, 영업이익률 34.5%)을 전망한다. 성장주에게 가장 중요한 QoQ 외형 성장이 9개분기 연속 이어질 것이다. 4Q24 독신 매출액은 81억(YoY +47.1%)으로, 공급 부족 현상 속에서도 글로벌 독신 수요에 대응하는 중이다. 탄력적 CAPA 증설이 어려운 독신이므로 vial에 들어가는 유닛 수를 늘려 간접 CAPA 증설로써 매출액을 키웠다.

>>> 2025: '리엔톡주' 국내 판매 개시 가능

'25년 실적은 매출액 4,311억(YoY +25.8%), 영업이익 1,631억(YoY +30.0%, 영업이익률 37.8%)으로 전망한다. 자회사 파마리서치바이오의 249억 원 규모 CAPA 증설은 독신 공장은 '25년 초에 완공되었으나, GMP 인증 획득 등의 과정을 거치면 '26년에 들어서야 상업화 물량을 본격적으로 생산할 수 있을 예정이다.

이전까지는 '리엔톡스주'를 수출용으로 허가 받아 해외 매출액만 발생시킬 수 있었다. 이제 '24년 2월 1일부터는 '리엔톡주' 국내 식약처 허가를 획득하여 국내 매출 증가도 노릴 수 있다. 정식 출시는 아직 진행되지 않아 '25년 초부터 판매를 개시할 계획이다.

>>> TP 30만 원 유지, 투자의견 'Buy' 제시

'25년 EPS 전망치 12,004원과 목표 PER 25배를 적용하여 목표주가 30만 원을 유지한다. 의료기기 스킨 부스터 '리쥘란'의 국내외 매출액 성장으로 회사 성장의 중심을 굳건히 만들 예정이다. 이에 더해 '26년 초 CAPA 증설로 인한 독신 국내외 매출액 성장이 마진이 높은 제품의 비중을 높여 전사 이익률 제고에 기여할 전망이다.

(십억 원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	194.8	261.0	342.6	431.1	524.9
영업이익	65.9	92.3	125.6	163.2	204.1
EBITDA	76.5	104.3	137.5	173.8	213.6
세전이익	54.0	100.7	128.7	182.8	230.3
순이익	43.4	77.3	98.8	140.3	176.7
지배주주지분순이익	40.6	76.6	98.8	140.3	176.7
EPS(원)	4,013	7,481	9,237	12,004	15,123
증감률(% YoY)	-13.3	86.4	23.5	30.0	26.0
PER(배)	17.4	14.6	21.2	16.3	13.0
PBR(배)	2.06	2.61	4.38	3.50	2.78
EV/EBITDA(배)	8.1	9.9	13.8	10.3	7.7
영업이익률(%)	33.8	35.4	36.7	37.9	38.9
ROE(%)	12.5	19.7	20.6	23.8	23.9
순차입금비용(%)	-31.9	-27.5	-35.9	-44.9	-52.8

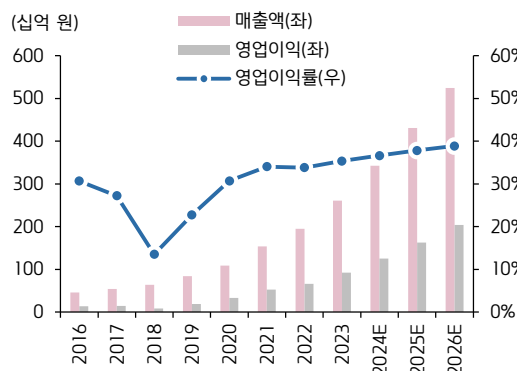
자료: 키움증권 리서치센터

파마리서치 실적 추이 및 전망 표

(단위: 십억 원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	55.4	66.8	68.8	70.0	74.7	83.1	89.2	95.6	261.0	342.6	431.1
YoY	22.5%	34.4%	49.0%	30.5%	34.8%	24.4%	29.7%	36.6%	34.0%	31.3%	25.8%
의약품	12.3	13.5	15.0	13.7	16.3	17.9	16.1	17.7	54.5	68.0	74.3
내수	7.8	8.4	9.2	8.2	10.1	9.4	10.0	9.6	33.6	39.1	41.7
수출	4.5	5.1	5.7	5.5	6.2	8.5	6.1	8.1	20.9	28.9	32.6
의료기기	27.6	34.6	37.1	36.8	38.4	43.0	50.7	53.7	136.1	185.7	240.6
내수	17.2	23.1	27.4	27.3	28.1	31.4	36.0	37.6	95.0	133.1	164.0
수출	10.4	11.5	9.7	9.5	10.3	11.6	14.7	16.1	41.2	52.6	76.6
화장품	13.9	16.8	14.0	15.3	17.7	19.9	16.9	21.0	60.0	75.6	103.9
내수	9.3	9.2	4.8	6.8	8.2	8.6	5.9	8.0	30.1	30.7	38.1
수출	4.5	7.6	9.2	8.5	9.5	11.3	11.1	13.0	29.9	44.9	65.8
기타	1.7	1.8	2.7	4.1	2.3	2.3	5.5	3.2	10.3	13.4	12.4
내수	1.5	1.7	2.4	3.8	2.3	2.3	5.0	2.7	9.5	12.3	11.8
수출	0.2	0.1	0.3	0.3	0.0	0.0	0.5	0.5	0.8	1.0	0.6
매출원가	15.0	17.0	18.2	20.6	22.9	23.9	24.6	26.2	70.8	97.6	118.7
매출원가율	27.1%	25.4%	26.5%	29.4%	30.7%	28.7%	27.6%	27.4%	27.1%	28.5%	27.5%
매출총이익	40.4	49.8	50.6	49.4	51.8	59.2	64.6	69.4	190.3	245.0	312.4
매출총이익률	72.9%	74.6%	73.5%	70.6%	69.3%	71.3%	72.4%	72.6%	72.9%	71.5%	72.5%
판매비와관리비	19.7	26.2	23.1	29.0	25.1	28.3	29.6	36.4	98.0	119.4	149.2
판매비율	35.5%	39.2%	33.6%	41.5%	33.6%	34.1%	33.2%	38.0%	37.5%	34.9%	34.6%
영업이익	20.7	23.6	27.5	20.4	26.7	30.9	34.9	33.0	92.3	125.6	163.2
YoY	36.1%	36.0%	66.4%	21.5%	28.6%	30.8%	27.0%	62.1%	40.0%	36.1%	30.0%
영업이익률	37.4%	35.4%	40.0%	29.1%	35.7%	37.2%	39.1%	34.6%	35.3%	36.6%	37.8%
당기순이익	18.3	15.2	28.2	15.6	18.3	28.9	25.5	26.1	77.3	98.8	140.3
YoY	86.0%	55.3%	69.8%	116.3%	-0.1%	90.2%	-9.5%	67.5%	77.9%	27.8%	42.0%
당기순이익률	33.1%	22.7%	41.0%	22.2%	24.5%	34.8%	28.6%	27.3%	29.6%	28.8%	32.5%

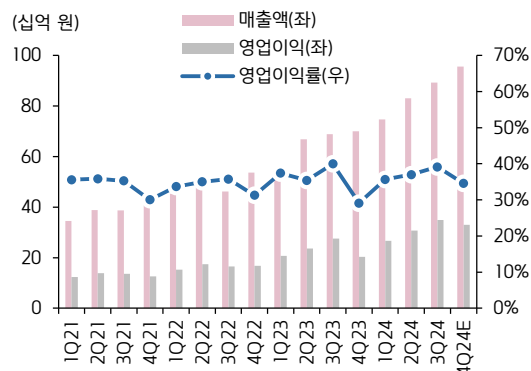
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

파마리서치 연간 실적 추이 및 전망



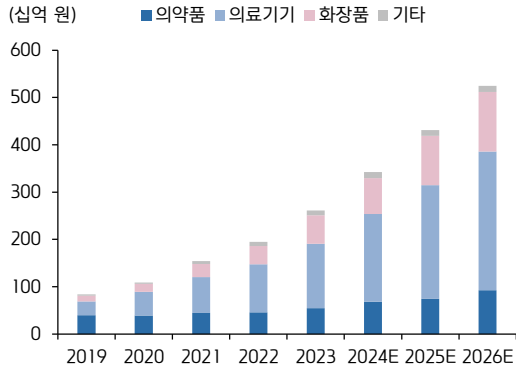
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

파마리서치 분기 실적 추이 및 전망



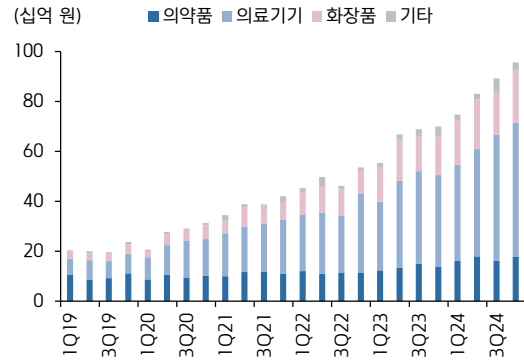
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

파마리서치 사업부별 연간 매출액 추이 및 전망



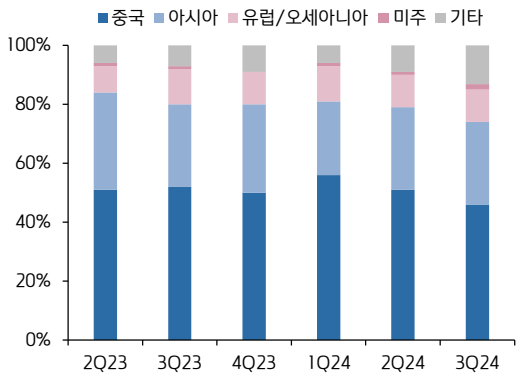
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

파마리서치 사업부별 분기 매출액 추이 및 전망



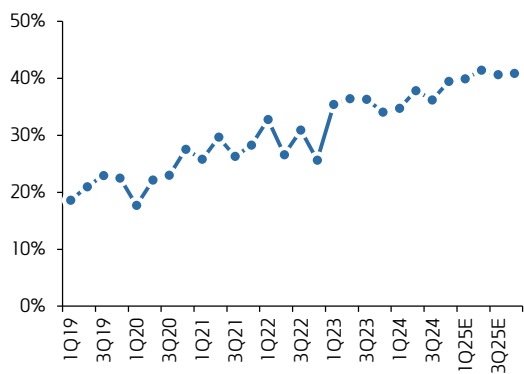
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

파마리서치 지역별 분기 수출 비중 추이



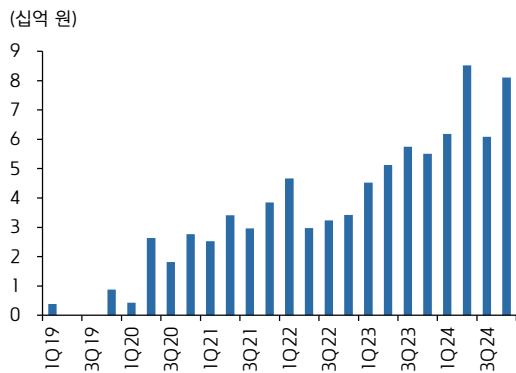
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

파마리서치 분기 내수-수출 비중 추이



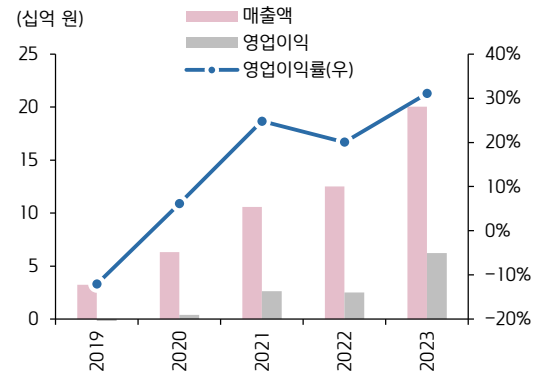
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

파마리서치 분기별 의약품 해외 매출액 추이



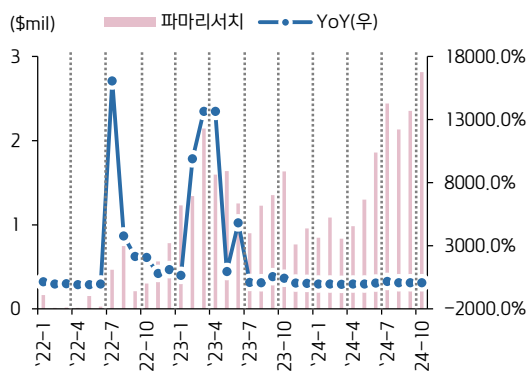
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

파마리서치바이오 연간 실적 추이



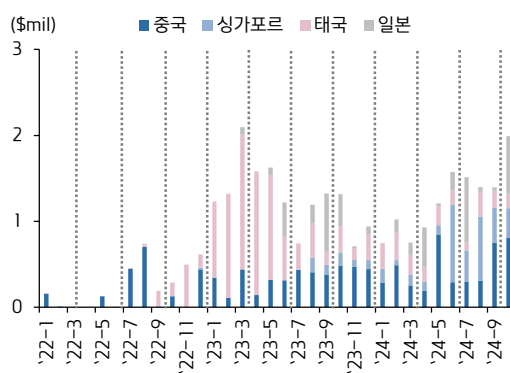
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

강원도 강릉시 필러 월간 관세청 수출 데이터



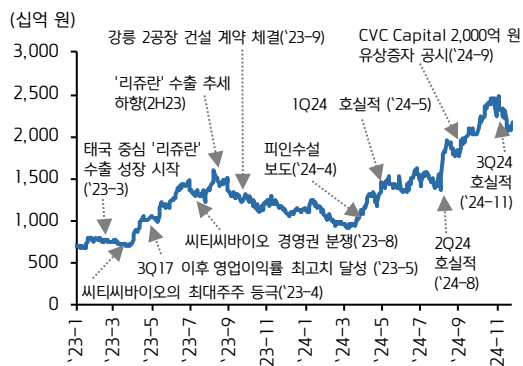
주: 파마리서치 추정
주2: HS 코드: 3304.99.9000
자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

강원도 강릉시 주요 국가별 필러 관세청 데이터



주: 파마리서치 추정
주2: HS 코드: 3304.99.9000
자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

파마리서치 시가총액 추이 분석



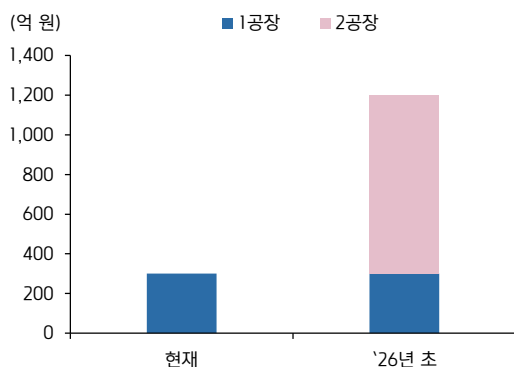
자료: FnGuide, 파마리서치, 언론보도, 키움증권 리서치센터

파마리서치 목표주가 산정 내용

2025년 EPS 전망치	12,004 원
목표 PER	25배
목표 주가	300,100원
조정	300,000원
현재 주가	207,000원
상승 여력	44.9%

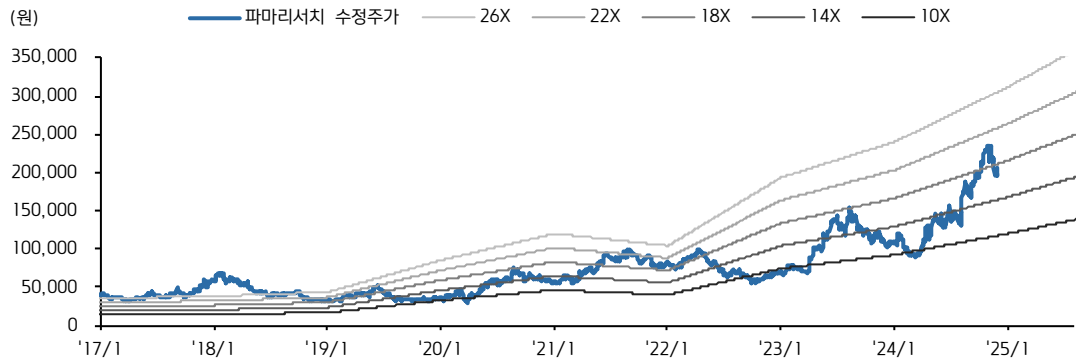
자료: 키움증권 리서치센터

파마리서치바이오 특산 CAPA 증설



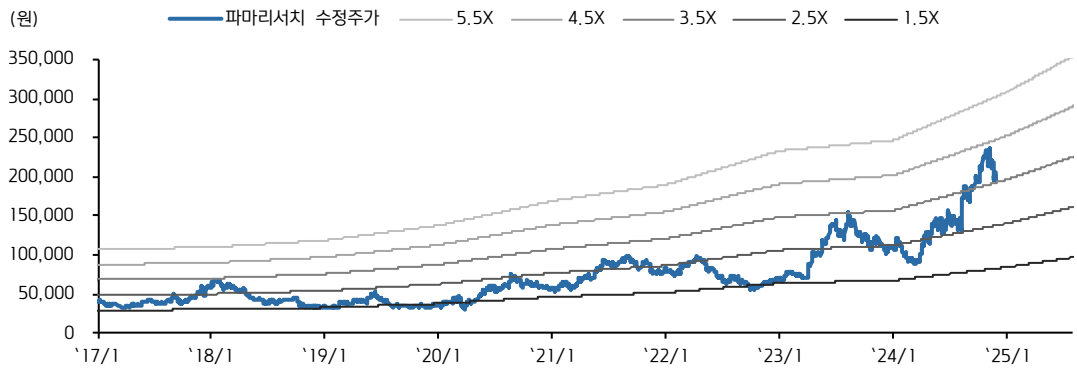
자료: 파마리서치바이오, 키움증권 리서치센터

파마리서치 12개월 선행 PER BAND CHART



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

파마리서치 12개월 선행 PBR BAND CHART



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	194.8	261.0	342.6	431.1	524.9
매출원가	53.2	70.8	97.6	118.7	144.2
매출총이익	141.5	190.3	245.0	312.4	380.8
판매비	75.6	98.0	119.4	149.2	176.6
영업이익	65.9	92.3	125.6	163.2	204.1
EBITDA	76.5	104.3	137.5	173.8	213.6
영업외손익	-11.9	8.4	3.2	19.7	26.2
이자수익	5.3	7.4	10.7	15.7	22.2
이자비용	3.8	3.0	3.0	3.0	3.0
외환관련이익	1.2	1.5	1.5	1.5	1.5
외환관련손실	1.0	1.9	1.8	1.8	1.8
종속 및 관계기업손익	-2.8	0.7	0.7	0.7	0.7
기타	-10.8	3.7	-4.9	6.6	6.6
법인세차감전이익	54.0	100.7	128.7	182.8	230.3
법인세비용	10.6	23.4	30.0	42.6	53.6
계속사업손익	43.4	77.3	98.8	140.3	176.7
당기순이익	43.4	77.3	98.8	140.3	176.7
지배주주순이익	40.6	76.6	98.8	140.3	176.7
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	26.4	34.0	31.3	25.8	21.8
영업이익 증감율	25.6	40.1	36.1	29.9	25.1
EBITDA 증감율	23.3	36.3	31.8	26.4	22.9
지배주주순이익의 증감율	-13.0	88.7	29.0	42.0	25.9
EPS 증감율	-13.3	86.4	23.5	30.0	26.0
매출총이익율(%)	72.6	72.9	71.5	72.5	72.5
영업이익율(%)	33.8	35.4	36.7	37.9	38.9
EBITDA Margin(%)	39.3	40.0	40.1	40.3	40.7
지배주주순이익율(%)	20.8	29.3	28.8	32.5	33.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	59.4	64.9	67.8	106.1	139.8
당기순이익	43.4	77.3	98.8	140.3	176.7
비현금항목의 가감	35.7	27.8	18.9	25.2	28.6
유형자산감가상각비	6.8	8.4	8.9	8.1	7.3
무형자산감가상각비	3.8	3.5	3.0	2.6	2.2
지분법평가손익	-8.7	-1.8	0.0	0.0	0.0
기타	33.8	17.7	7.0	14.5	19.1
영업활동자산부채증감	-10.5	-30.7	-27.6	-29.5	-31.1
매출채권및기타채권의감소	-4.8	-0.3	-10.8	-11.8	-12.5
채고자산의감소	-8.4	-28.2	-15.7	-17.0	-18.0
매입채무및기타채무의증가	2.5	-0.3	-0.4	-0.2	-0.1
기타	0.2	-1.9	-0.7	-0.5	-0.5
기타현금흐름	-9.2	-9.5	-22.3	-29.9	-34.4
투자활동 현금흐름	-11.9	-44.7	-3.2	-3.4	-3.7
유형자산의 취득	-17.2	-12.1	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.5	-0.6	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	4.6	-55.7	-4.0	-4.0	-4.0
단기금융자산의감소(증가)	4.3	18.2	-4.7	-5.0	-5.2
기타	-3.3	5.5	5.5	5.6	5.5
재무활동 현금흐름	-9.3	-26.0	-10.7	-11.6	-11.6
차입금의 증가(감소)	-1.4	-16.8	0.0	0.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.7	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-6.3	-7.5	-9.7	-9.9	-9.9
기타	-1.6	-1.7	-1.7	-1.7	-1.7
기타현금흐름	-6.9	0.0	12.8	12.8	12.8
현금 및 현금성자산의 순증가	31.3	-5.7	66.7	103.9	137.3
기초현금 및 현금성자산	41.7	72.9	67.2	133.9	237.8
기말현금 및 현금성자산	72.9	67.2	133.9	237.8	375.2

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	247.3	256.5	355.0	493.0	666.7
현금 및 현금성자산	72.9	67.2	134.0	237.7	375.1
단기금융자산	112.6	94.4	99.1	104.0	109.2
매출채권 및 기타채권	35.1	34.7	45.6	57.3	69.8
채고자산	24.5	50.2	65.9	83.0	101.0
기타유동자산	2.2	10.0	10.4	11.0	11.6
비유동자산	230.7	278.8	270.9	264.2	258.7
투자자산	45.2	100.9	104.9	108.8	112.8
유형자산	118.0	123.1	114.1	106.1	98.8
무형자산	37.8	32.0	29.0	26.4	24.2
기타비유동자산	29.7	22.8	22.9	22.9	22.9
자산총계	478.1	535.3	625.8	757.2	925.4
유동부채	54.3	65.9	65.5	65.3	65.3
매입채무 및 기타채무	21.1	19.0	18.6	18.4	18.4
단기금융부채	20.6	33.0	33.0	33.0	33.0
기타유동부채	12.6	13.9	13.9	13.9	13.9
비유동부채	52.1	7.2	7.2	7.2	7.2
장기금융부채	46.2	1.3	1.3	1.3	1.3
기타비유동부채	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9
부채총계	106.4	73.1	72.7	72.5	72.4
자본지분	343.5	433.1	524.0	655.7	823.9
자본금	5.1	5.2	5.8	5.8	5.8
자본잉여금	157.6	175.4	175.4	175.4	175.4
기타자본	-5.3	-4.6	-4.6	-4.6	-4.6
기타포괄손익누계액	-4.7	-3.6	-2.3	-1.0	0.3
이익잉여금	190.9	260.8	349.7	480.1	646.9
비지배지분	28.2	29.1	29.1	29.1	29.1
자본총계	371.7	462.2	553.1	684.8	853.0

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	4,013	7,481	9,237	12,004	15,123
BPS	33,970	41,966	44,842	56,114	70,505
CFPS	7,826	10,268	11,005	14,163	17,569
DPS	660	950	950	950	950
주가배수(배)					
PER	17.4	14.6	21.2	16.3	13.0
PER(최고)	24.9	21.1	26.1		
PER(최저)	13.7	8.7	9.4		
PBR	2.06	2.61	4.38	3.50	2.78
PBR(최고)	2.94	3.77	5.39		
PBR(최저)	1.62	1.55	1.94		
PSR	3.63	4.29	6.12	5.32	4.37
PCFR	8.9	10.7	17.8	13.9	11.2
EV/EBITDA	8.1	9.9	13.8	10.3	7.7
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주·현금)	15.2	12.5	10.0	7.0	5.6
배당수익률(%·보통주·현금)	0.9	0.9	0.5	0.5	0.5
ROA	9.6	15.2	17.0	20.3	21.0
ROE	12.5	19.7	20.6	23.8	23.9
ROIC	25.4	35.8	41.8	50.6	58.5
매출채권회전율	6.1	7.5	8.5	8.4	8.3
채고자산회전율	9.3	7.0	5.9	5.8	5.7
부채비율	28.6	15.8	13.1	10.6	8.5
순차입금비율	-31.9	-27.5	-35.9	-44.9	-52.8
이자보상배율·현금	17.2	30.9	42.0	54.6	68.3
총차입금	66.8	34.3	34.3	34.3	34.3
순차입금	-118.7	-127.3	-198.7	-307.4	-450.1
EBITDA	76.5	104.3	137.5	173.8	213.6
FCF	29.4	42.7	80.6	106.3	135.0

대웅제약 (069620)



Buy(Reinitiate)

주가(11/27) 126,100원

목표주가 170,000원

의료기기 Analyst 신민수

alstn0527@kiwoom.com

동사는 전통 제약사로서 '우루사' 등을 판매하며 사세를 확장해왔다. 이후 'Botox' 유통 경험을 바탕으로 발빠르게 '나보타' 출시 및 미국 출시 성공, 2번째 P-CAB 주자로서 분기 매출액 200억을 넘긴 '펙수클루', 항후 적응증 확장과 더불어 영업 노하우 기반으로 적응증 확장을 노리며 매출액 신성장 동력으로 손꼽히는 '엔블로' 등이 주요 파이프라인으로 자리잡았다. 목표주가 17만 원, 투자의견 Buy, 동사에 대한 커버리지를 재개시한다.

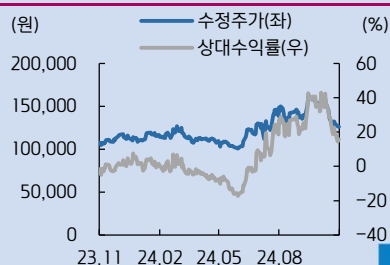
Stock Data

KOSPI (11/27)		2,503.06pt
시가총액		14,611억 원
52주 주가동향	최고가	최저가
	161,100 원	100,600원
최고/최저가 대비 등락	-21.7%	25.3%
주가수익률	절대	상대
	1M	-17.5%
	6M	15.1%
	1Y	16.1%
		-14.9%
		25.2%
		15.8%

Company Data

발행주식수	11,587 천주
일평균 거래량(3M)	44천주
외국인 지분율	9.4%
배당수익률(24E)	0.5%
BPS(24E)	72,325원
주요 주주	대웅 외 4인
	61.5%

Price Trend



가슴이 웅대해지는 특신과 P-CAB

>>> 4Q24: '펙수클루', '우루사', '나보타' ↑

4Q24 실적은 매출액 3,685억(YoY +1.8%, QoQ +2.8%), 영업이익 345억(YoY +20.2%, QoQ -7.5%, OPM 9.4%)을 전망한다. '22년 7월 국내 출시되어 빠르게 PPI 계열을 대체하고 있는 P-CAB 계열 위식도역류 질환 치료제 '펙수클루'는 240억(YoY +46.9%), 든든한 대웅제약의 근본 ETC '우루사'는 179억, OTC '우루사'는 210억, 지속적인 매출액 성장세를 기록할 '나보타'는 479억(YoY +42.1%)의 4Q24 매출액을 시현할 것이다. ETC 사업부 내에서 제품이 차지하는 비중이 나날이 높아지며 전사 GPM과 OPM이 개선되고, 4Q24에도 4Q23 대비 각각 +0.3P, +1.3P 마진이 좋아질 것으로 판단한다.

>>> 2025: 다시금 가슴이 웅대해질 연도

'25년 실적은 매출액 1조 5,094억(YoY +6.1%), 영업이익 1,622억(YoY +12.9%, 영업이익률 10.7%)으로 전망한다. 앞서 언급한 세 품목이 실적 성장을 견인할 예정이다.

>>> TP 17만 원, 투자의견 'Buy' 제시

영업가치 132,808원과 한올바이오파마 비영업가치 36,449원을 합산하여 목표주가 17만 원을 제시하며 동사에 대한 커버리지를 재개시한다. '25년 EPS 전망치 9,493원과 목표 PER 14배를 적용하여 영업가치를 산출했다. 비영업가치는 한올바이오파마의 최근 6개월 시가총액과 지분율 30.85%, 상장사 가치를 30% 희석했다. '23년 2월 국내 1심 패소 이후 시장은 이미 밸류에이션 지표에 리스크를 녹여냈다. '24년 6월, 동사에 대한 검찰 수사가 속도를 내고 있다는 기사에도 호실적으로 인해 주가는 오름세를 보였다. 앞으로는 소송보다는 회사 펀더멘탈에 의해 주가 방향성이 결정될 시기가 올 것이다.

(십억 원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,280.1	1,375.3	1,423.3	1,509.4	1,622.5
영업이익	95.8	122.6	143.7	162.2	186.0
EBITDA	135.5	166.4	190.2	204.1	223.8
세전이익	38.3	122.0	84.8	137.5	166.1
순이익	39.2	120.0	67.8	110.0	132.8
지배주주지분순이익	42.2	121.7	67.8	110.0	132.8
EPS(원)	3,646	10,507	5,856	9,493	11,465
증감률(% YoY)	72.4	188.2	-44.3	62.1	20.8
PER(배)	43.5	11.1	21.6	13.3	11.0
PBR(배)	3.02	1.76	1.75	1.54	1.35
EV/EBITDA(배)	17.2	11.0	9.4	7.9	6.2
영업이익률(%)	7.5	8.9	10.1	10.7	11.5
ROE(%)	7.2	17.7	8.5	12.3	13.0
순차입금비율(%)	48.0	36.4	18.8	-0.1	-17.2

자료: 키움증권 리서치센터

>>> 큰 곰의 제약사, 대웅제약

회사를 이끄는 3가지 축, '펙수클루', '우루사', '나보타', 신성장동력 '엔블로'

동사는 전통 제약사로서 여러 품목들을 판매하고 있지만, 눈여겨 볼 제품은 3가지, 향후 외형 성장과 마진 개선을 이끌 1가지를 잘 살펴보면 된다.

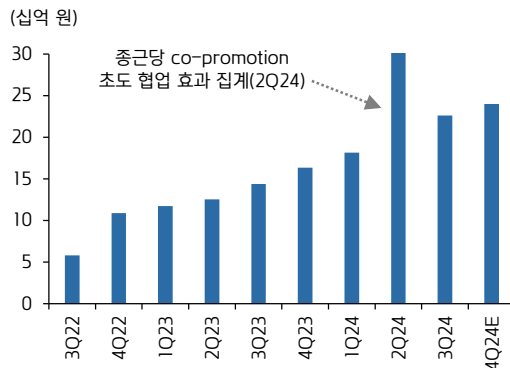
P-CAB 계열 위식도 역류 질환 치료제 '펙수클루'

'21년 12월에 국내 식약처 허가를 받고, '22년 7월부터 판매를 개시한 '펙수클루'는 미란성 식도염(EE)에 대하여 처방되고 있다. '펙수클루'의 보험 수가는 1정당 939원으로 책정되었다. P-CAB 계열은 PPI 대비 복용 편의성도 뛰어나고, 최대 효능 발현 시간도 획기적으로 짧아 국내 시장에서의 점유율을 크게 상승시키고 있다. '19년 3월 2.2%에 불과했던 시장 점유율은 '21년 6월 처음으로 두자릿수를 기록, '24년 10월 기준으로는 21.7%를 기록했다. 여전히 소화기 질환 치료제 시장에서 M/S 1등은 PPI로, '24년 10월 기준 과반(52.6%)을 차지하고 있으나 치료제 전환 추세는 꾸준히 이어질 것으로 판단한다.

'25년에는 10mg 저용량 제품을 국내에 런칭하여 더 많은 처방을 노릴 예정이다. 저용량 제품은 유효 성분이 적은 만큼 효능은 약하지만 범용적으로 쓰일 수 있어 외형 확대에 유리하다. 내과, 가정의학과 등 일반적으로 받을 수 있는 전문의약품과 기본적으로 동시에 처방이 가능한 형태로 P는 인하되지만 Q를 증대시킬 수 있기 때문이다.

P-CAB 계열 위식도역류 질환 치료제 '펙수클루'

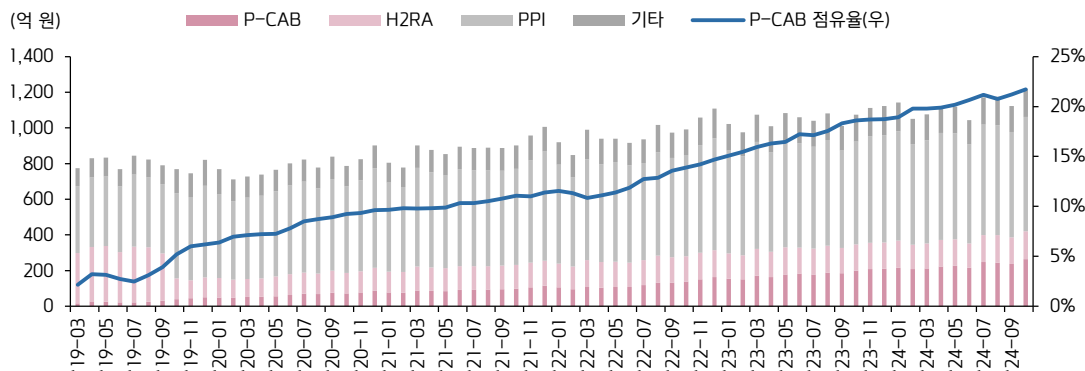
분기별 '펙수클루' 매출액 추이 및 전망



자료: 대웅제약, 키움증권 리서치센터

자료: 대웅제약, 키움증권 리서치센터

월별 국내 위식도 역류 질환 치료제 시장 추이



자료: UBIST, 키움증권 리서치센터

간기능 개선 치료제 '우루사'

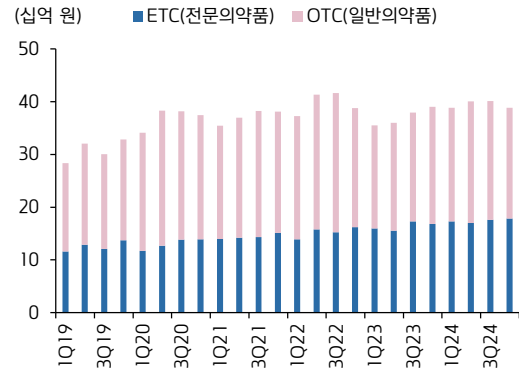
무려 '61 년에 태어나 환갑을 넘긴 지도 3 년이 지난 '우루사'는 '74 년 연질 캡슐 형태 개발을 성공하며 매출액을 큰 폭으로 성장시키기 시작했다. 흔들림 없이 우리 곁을 지키고 있는 대표 제품 '우루사'는 전문의약품과 일반의약품으로 나뉜다. ETC '우루사'는 분기 매출액 150 억 원을, OTC '우루사'는 분기 매출액 200 억 원을 기본적으로 달성하는 효자 제품이다. 2Q24 까지 단일 품목으로는 가장 큰 분기 매출액을 유지할 정도로 회사 파이프라인 중 가장 근본 있는 의약품이다.

간기능 개선 치료제 '우루사'



자료: 대웅제약, 키움증권 리서치센터

분기별 '우루사' 매출액 추이 및 전망



자료: 대웅제약, 키움증권 리서치센터

A형 보툴리눔 독신 ‘나보타’

동사는 '95 년에 Allergan Aesthetics 의 원조 독신, 'Botox'를 국내에 유통하며 보툴리눔 독신 시장을 개화시켰다. 그러나 Allergan 이 '08 년부터 국내 시장 유통을 자사 직판 체제로 전환하며 동사와의 연결고리가 끊어졌다. 이에 자체 독신 R&D 에 착수한 동사는 '13 년 11 월 말에 국내 식약처 허가를 획득하였다. 허가를 받기 2 달 전인 '13 년 9 월 30 일에 동사는 Evolus 와 약 3,000 억 원 규모의 '나보타' 수출 계약을 체결하며 해외 진출 기대감을 끌어올렸다.

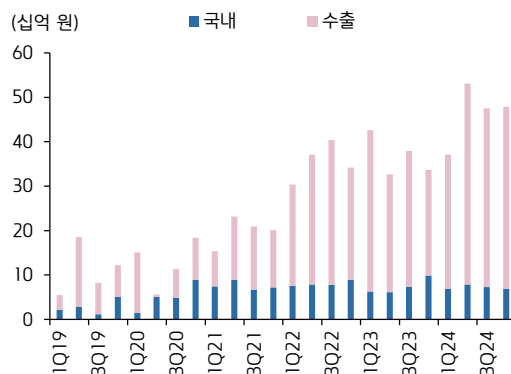
'19 년 2 월, FDA 허가 신청 재수 끝에 인증을 획득하며 'Evolus'를 통해 미국 진출을 할 수 있게 되었다. '19 년 5 월 제품을 정식 런칭하여 수출길을 타고 나가기 시작했다. '21 년 5 월 ITC 특허 소송 최종 판결에 따라서 'Jeuneau'('나보타'의 미국 브랜드명)이 미국에서 수입되는 것이 금지된 바 있었으나, 3자 합의에 따라서 정식으로 문제를 해결하였다. 이후 승승장구하며 준프리미엄 이미지를 구축하였고, 3Q24 미국 미용 독신 시장 점유율을 13%로 달성하며 굳건한 2 등의 지위를 확보하였다. 이러한 흐름에 힘입어 3Q24 에는 법인 설립 이래 최초로 우루사만이 가지고 있었던 '단일 품목으로서 가장 분기 매출액이 큰 제품' 타이틀을 가져오게 되었다.

A형 보툴리눔 독신 ‘나보타’



자료: 대웅제약, 키움증권 리서치센터

분기별 ‘나보타’ 매출액 추이 및 전망



자료: 대웅제약, 키움증권 리서치센터

SGLT-2 억제제 제2형 당뇨병 치료제 '엔블로'

'23년 12월 11일, AstraZeneca는 연간 매출액 500억 원 수준의 SGLT-2 억제제 '포시가'를 국내 시장에서 철수시키겠다고 예고했다. 1H24 철수 작업 진행 후 남은 재고만을 유통할 것이고, 2H24까지는 처방이 가능한 수준이라 밝혔다.

동사는 연간 1,000억 원의 매출액을 일으켰던 제품의 시장 철수로 인해 일부 외형에 타격이 생겼으나, 자체 제품인 '엔블로'를 개발하여 이를 극복할 예정이다. '엔블로'는 '22년 11월 30일, '엔블로맷서방정'은 '23년 6월 13일 국내 식약처 허가를 획득했다. 이후 '23년 5월 보험 약가는 1정당 611원을 책정 받고 정식 출시 과정을 거쳤다. 현재는 신장질환 동반 당뇨병 3상을 진행하여 '포시가'의 빈자리를 메꿀 수 있는 주요 적응증 확장을 노리고 있는 상황이다.

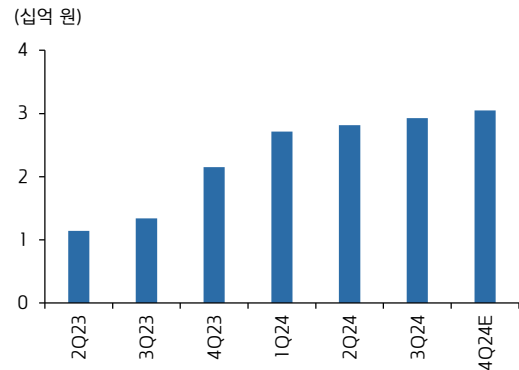
'포시가'와는 다르게 '엔블로'는 동사가 개발한 자체 제품으로서 이익률이 월등히 높은 것으로 알려져 있다. '포시가'를 절반 수준으로만 대체하더라도 동사의 마진에는 긍정적인 영향을 줄 것으로 판단한다.

SGLT-2 억제제 제2형 당뇨병 치료제 '엔블로'



자료: 대웅제약, 키움증권 리서치센터

분기별 '엔블로' 매출액 추이 및 전망



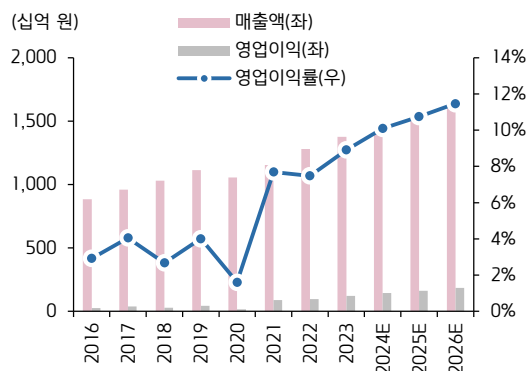
자료: 대웅제약, 키움증권 리서치센터

대응제약 실적 추이 및 전망 표

(단위:십억 원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	322.4	350.2	340.9	361.8	335.8	360.5	358.5	368.5	1,375.3	1,423.3	1,509.4
YoY	8.1%	8.7%	2.7%	10.4%	4.1%	3.0%	5.2%	1.8%	7.4%	3.5%	6.1%
ETC	206.9	220.7	216.5	228.4	209.5	218.0	214.4	221.2	872.5	863.0	908.7
제품	69.9	72.7	73.2	76.9	79.3	94.4	84.9	88.1	292.7	346.8	391.3
상품	83.8	85.9	83.8	86.4	68.0	62.4	63.2	64.1	339.8	257.7	262.5
나보타	42.6	32.7	38.0	33.7	37.2	53.1	47.5	47.9	147.0	185.7	226.8
국내	6.3	6.1	7.4	9.9	6.9	7.9	7.3	6.9	29.7	29.0	29.1
수출	36.4	26.6	30.6	23.8	30.3	45.2	40.3	41.0	117.3	156.7	197.7
OTC	26.0	27.6	29.2	32.5	31.7	33.7	34.4	32.3	115.2	132.1	136.0
우루사	19.6	20.5	20.7	22.3	21.6	23.1	22.5	21.0	83.0	88.1	88.1
글로벌	3.9	6.6	4.0	11.1	5.5	8.7	6.7	10.0	25.5	30.9	30.3
수탁 외	12.7	11.9	13.6	13.1	12.8	12.4	12.7	13.1	51.2	50.9	50.4
연결 및 기타	30.5	50.7	39.7	43.0	39.2	34.7	42.8	44.0	163.9	160.7	157.2
매출원가	163.4	167.1	176.0	180.6	164.8	169.3	176.2	180.2	687.2	690.5	727.2
매출원가율	50.7%	47.7%	51.6%	49.9%	49.1%	47.0%	49.2%	48.9%	50.0%	48.5%	48.2%
매출총이익	159.0	183.1	164.9	181.2	171.0	191.2	182.3	188.3	688.2	732.8	782.2
매출총이익률	49.3%	52.3%	48.4%	50.1%	50.9%	53.0%	50.8%	51.1%	50.0%	51.5%	51.8%
판매비와 관리비	134.5	143.1	135.5	152.5	141.4	148.9	145.0	153.8	565.6	589.0	619.9
판매비율	41.7%	40.9%	39.7%	42.1%	42.1%	41.3%	40.4%	41.7%	41.1%	41.4%	41.1%
영업이익	24.5	40.1	29.4	28.7	29.7	42.3	37.3	34.5	122.6	143.7	162.2
YoY	6.2%	33.4%	-2.4%	127.3%	21.2%	5.6%	26.9%	20.2%	28.0%	17.2%	12.9%
영업이익률	7.6%	11.4%	8.6%	7.9%	8.8%	11.7%	10.4%	9.4%	8.9%	10.1%	10.7%
당기순이익	13.8	28.8	15.2	62.2	7.9	-1.3	28.3	33.0	120.0	67.8	110.0
YoY	5.2%	77.1%	-28.1%	흑전	-42.5%	적전	85.3%	-47.0%	206.4%	-43.5%	62.1%
당기순이익률	4.3%	8.2%	4.5%	17.2%	2.4%	-0.4%	7.9%	9.0%	8.7%	4.8%	7.3%

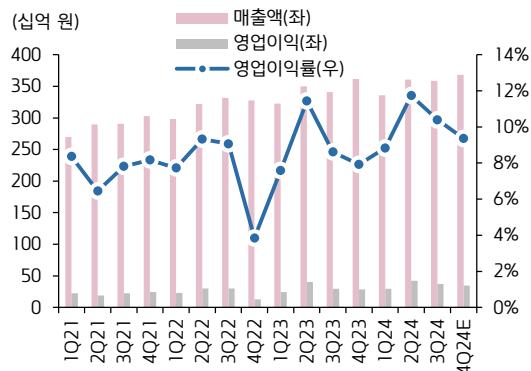
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

대응제약 연간 실적 추이 및 전망



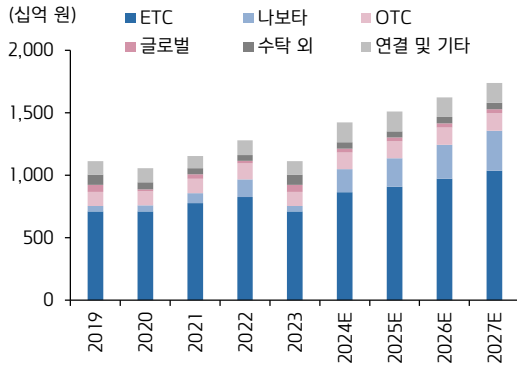
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

대응제약 분기 실적 추이 및 전망



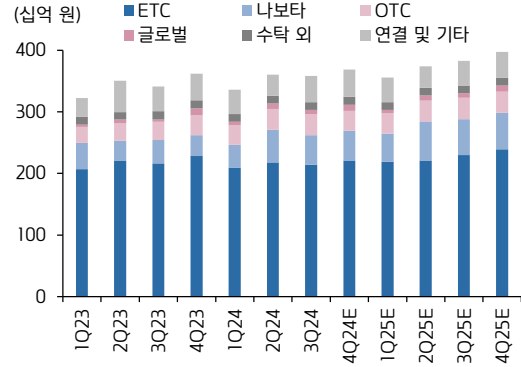
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

대웅제약 사업부별 연간 매출액 추이 및 전망



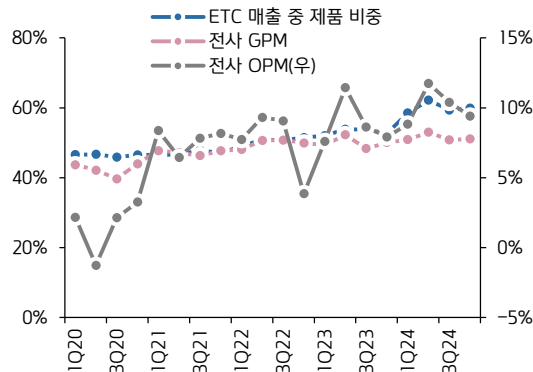
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

대웅제약 사업부별 분기 매출액 추이 및 전망



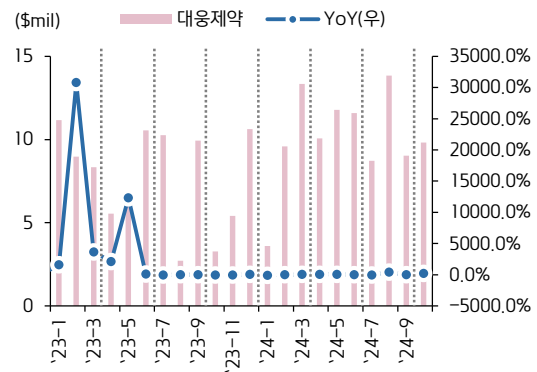
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

분기별 ETC 제품 비중과 GPM, OPM 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

경기도 화성시 특신 월간 관세청 수출 데이터

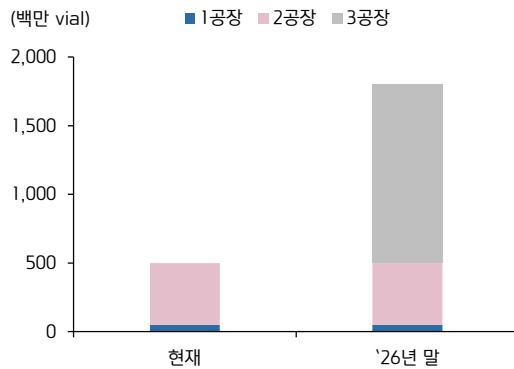


주: 대웅제약 추정

주2: HS 코드: 3002.49.1000

자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

대웅제약 특신 CAPA 증설



자료: 대웅제약, 키움증권 리서치센터

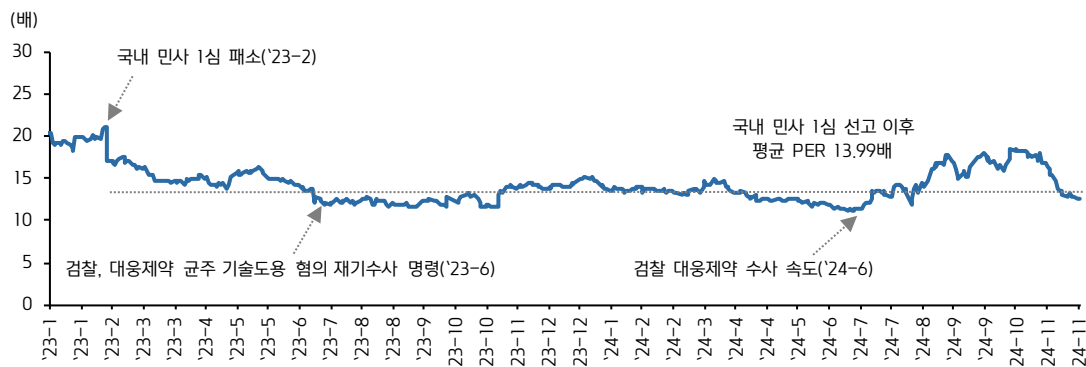
주당 영업가치 132,808원 + 주당 비영업가치 36,449원 = 목표주가 170,000원 산출
 '25년 EPS 전망치 9,493원과 목표 PER 14배를 통해 주당 영업가치 132,808원(= 총 영업가치 약 1조 5,388억 원)과 최근 6개월 시가총액 기준 한올바이오파마 지분 가치 및 30% 희석을 고려한 주당 비영업가치 36,449원(= 총 비영업가치 약 4,223억 원)을 산출하여 목표주가 170,000원을 제시한다.

'25년 영업가치를 산출할 때 적용한 주요 논리는 다음과 같다. 1) Evolus를 통한 미국향 보툴리눔 독신 선적이 성장하며 '나보타' 매출액 증가, 2) P-CAB 계열 점유율 상승으로 인한 '팩수클루'의 성장, 3) '포시가' 국내 사업 철수 이후 대체하는 포지션 갖춰가는 '엔블로' 처방량 증가, 4) 앞선 파이프라인들의 외형 확대 ETC 사업부 내 제품 비중 높아지며 GPM 및 OPM 개선.

비영업가치를 산출할 때 적용한 주요 논리는 다음과 같다. 1) 3Q24 말 기준, 대웅제약의 한올바이오파마 지분 30.85%, 2) 최근 6개월 한올바이오파마 종가 시가총액 평균 1조 9,556억 원, 3) 지분율과 시가총액 평균의 곱인 비영업가치는 6,033억 원, 4) 이에 상장사 보유 지분 할인율 30%를 희석한 비영업가치 4,223억 원 반영.

'23년 2월 국내 민사 1심 패소 이후 시장이 동사의 기업 가치를 평가할 때에 활용할 밸류에이션 눈높이가 낮아졌다. 4개월 지난 '23년 6월 군주 기술도용 혐의 재기수사를 검찰이 명령했다는 소식에 PER 11배를 기록하며 대부분의 소송 리스크를 반영한 모습을 보여주었다. 1년의 세월이 흐르고 '24년 6월 검찰의 수사 속도가 빨라진다는 소식에도 오히려 주가는 'Ozempic Face'로 인한 독신 수혜, Evolus의 '24년 연간 가이던스 상향, 동사의 2Q24 호실적 기록 등으로 상승하였다. 소송 리스크도 동사의 시가총액 수준을 결정하는 데에 중요하지만 이미 밸류에이션 지표에 녹아있고, 향후 주가 향방은 기업 펀더멘탈의 방향에 좌우되는 시기가 도래할 것이라 판단한다.

대웅제약 12개월 선행 PER 추이



자료: FnGuide, 대웅제약, 언론보도, 키움증권 리서치센터

대웅제약 시가총액 추이 분석



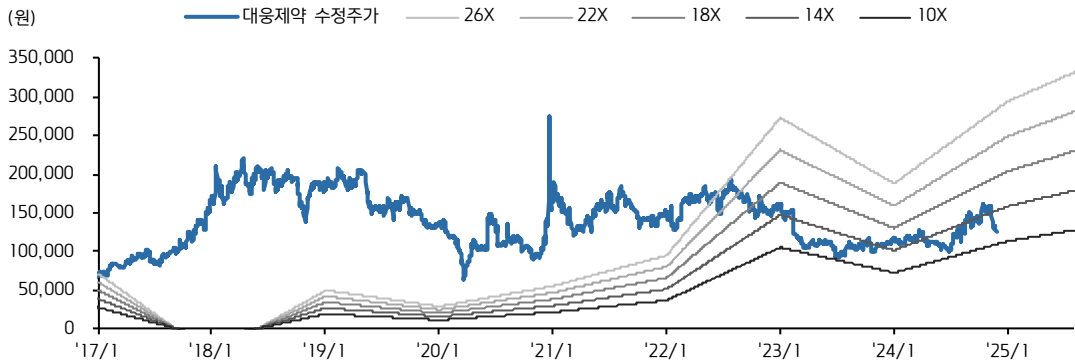
자료: FnGuide, 대웅제약, 언론보도, 키움증권 리서치센터

대웅제약 목표주가 산정 내용

2025년 EPS 전망치	9,493 원
목표 PER	14.0 배
A: 주당 영업 가치 (= 1조 5,388억 원)	132,808 원
B: 한올바이오파마 지분 비영업 가치 (= 6,033억 원 X 70%)	36,449 원
A+B: 합산 목표 주가	169,257 원
조정	170,000 원
현재 주가	126,100 원
상승 여력	34.8%

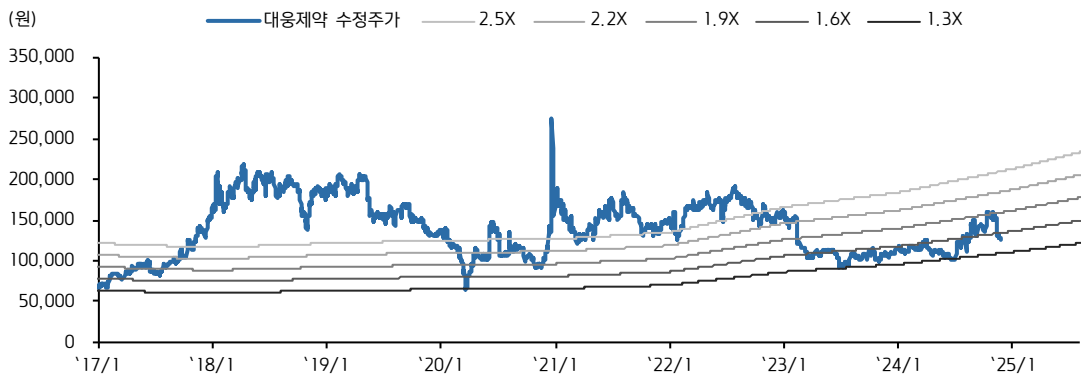
자료: 키움증권 리서치센터

대웅제약 12개월 선행 PER BAND CHART



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

대웅제약 12개월 선행 PBR BAND CHART



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,280.1	1,375.3	1,423.3	1,509.4	1,622.5
매출원가	641.1	687.2	690.5	727.2	779.8
매출총이익	639.0	688.2	732.8	782.2	842.8
판매비	543.2	565.6	589.0	619.9	656.8
영업이익	95.8	122.6	143.7	162.2	186.0
EBITDA	135.5	166.4	190.2	204.1	223.8
영업외손익	-57.5	-0.6	-58.9	-24.7	-20.0
이자수익	4.1	3.1	6.4	10.6	15.3
이자비용	8.4	13.6	13.6	13.6	13.6
외환관련이익	9.3	6.7	5.8	5.8	5.8
외환관련손실	9.4	8.4	6.5	6.5	6.5
종속 및 관계기업손익	-0.4	-1.6	-1.6	-1.6	-1.6
기타	-52.7	13.2	-49.4	-19.4	-19.4
법인세차감전이익	38.3	122.0	84.8	137.5	166.1
법인세비용	-0.8	2.0	17.0	27.5	33.2
계속사업손익	39.2	120.0	67.8	110.0	132.8
당기순이익	39.2	120.0	67.8	110.0	132.8
지배주주순이익	42.2	121.7	67.8	110.0	132.8
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	11.0	7.4	3.5	6.0	7.5
영업이익 증감율	8.0	28.0	17.2	12.9	14.7
EBITDA 증감율	4.5	22.8	14.3	7.3	9.7
지배주주순이익 증감율	72.2	188.4	-44.3	62.2	20.7
EPS 증감율	72.4	188.2	-44.3	62.1	20.8
매출총이익율(%)	49.9	50.0	51.5	51.8	51.9
영업이익율(%)	7.5	8.9	10.1	10.7	11.5
EBITDA Margin(%)	10.6	12.1	13.4	13.5	13.8
지배주주순이익율(%)	3.3	8.8	4.8	7.3	8.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	118.2	136.0	169.6	208.6	234.1
당기순이익	39.2	120.0	67.8	110.0	132.8
비현금항목의 가감	65.4	59.2	97.9	99.7	96.5
유형자산감가상각비	30.8	32.6	33.6	29.7	26.2
무형자산감가상각비	8.9	11.2	12.9	12.2	11.6
지분법평가손익	-1.4	-33.6	-1.6	-1.6	-1.6
기타	27.1	49.0	53.0	59.4	60.3
영업활동자산부채증감	31.6	-20.7	28.0	29.4	36.2
매출채권및기타채권의감소	-24.4	-3.7	-6.3	-11.2	-14.8
재고자산의감소	0.0	0.0	-8.4	-15.1	-19.9
매입채무및기타채무의증가	45.8	32.8	41.9	55.0	70.1
기타	10.2	-49.8	0.8	0.7	0.8
기타현금흐름	-18.0	-22.5	-24.1	-30.5	-31.4
투자활동 현금흐름	-106.9	-165.6	37.5	37.5	37.4
유형자산의 취득	-65.2	-109.3	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.5	1.4	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-46.8	-46.3	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-31.6	-59.2	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	61.1	11.5	1.3	1.2	1.2
기타	-24.9	36.3	36.2	36.3	36.2
재무활동 현금흐름	15.5	39.2	-9.1	-9.1	-9.1
차입금의 증가(감소)	0.1	-1.1	0.0	0.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	49.9	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-8.1	-7.3	-6.9	-6.9	-6.9
기타	23.5	-2.3	-2.2	-2.2	-2.2
기타현금흐름	0.2	-1.1	-49.8	-49.8	-49.8
현금 및 현금성자산의 순증가	27.0	8.6	148.2	187.1	212.6
기초현금 및 현금성자산	75.9	103.0	111.5	259.7	446.8
기말현금 및 현금성자산	103.0	111.5	259.7	446.8	659.3

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	549.0	574.8	735.5	946.9	1,192.3
현금 및 현금성자산	103.0	111.5	259.7	446.7	659.3
단기금융자산	37.7	26.2	24.9	23.6	22.4
매출채권 및 기타채권	182.9	179.5	185.8	197.0	211.8
재고자산	208.7	241.5	250.0	265.1	285.0
기타유동자산	16.7	16.1	15.1	14.5	13.8
비유동자산	1,014.4	1,195.5	1,147.3	1,103.7	1,064.3
투자자산	149.6	207.1	205.4	203.8	202.1
유형자산	432.7	517.8	484.2	454.5	428.3
무형자산	266.0	297.5	284.6	272.3	260.8
기타비유동자산	166.1	173.1	173.1	173.1	173.1
자산총계	1,563.3	1,770.3	1,882.8	2,050.7	2,256.6
유동부채	472.8	667.1	709.0	764.0	834.2
매입채무 및 기타채무	195.3	243.2	285.1	340.1	410.2
단기금융부채	234.9	374.3	374.3	374.3	374.3
기타유동부채	42.6	49.6	49.6	49.6	49.7
비유동부채	349.3	190.9	190.9	190.9	190.9
장기금융부채	261.7	95.4	95.4	95.4	95.4
기타비유동부채	87.6	95.5	95.5	95.5	95.5
부채총계	822.1	858.0	899.9	954.9	1,025.1
자본지분	608.0	767.3	838.0	950.8	1,086.5
자본금	29.0	29.0	29.0	29.0	29.0
자본잉여금	121.6	149.2	149.2	149.2	149.2
기타자본	-17.4	-2.3	-2.3	-2.3	-2.3
기타포괄손익누계액	-29.4	-27.4	-17.7	-7.9	1.8
이익잉여금	504.3	618.9	679.8	782.9	908.8
비지배지분	133.2	145.0	145.0	145.0	145.0
자본총계	741.2	912.3	983.0	1,095.8	1,231.5

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	3,646	10,507	5,856	9,493	11,465
BPS	52,476	66,223	72,325	82,065	93,776
CFPS	9,025	15,462	14,308	18,095	19,794
DPS	600	600	600	600	600
주가배수(배)					
PER	43.5	11.1	21.6	13.3	11.0
PER(최고)	53.6	15.7	28.1		
PER(최저)	34.8	8.4	17.1		
PBR	3.02	1.76	1.75	1.54	1.35
PBR(최고)	3.73	2.49	2.27		
PBR(최저)	2.42	1.33	1.38		
PSR	1.43	0.98	1.03	0.97	0.90
PCFR	17.6	7.6	8.8	7.0	6.4
EV/EBITDA	17.2	11.0	9.4	7.9	6.2
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	17.0	5.8	10.2	6.3	5.2
배당수익률(%·보통주, 현금)	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
ROA	2.6	7.2	3.7	5.6	6.2
ROE	7.2	17.7	8.5	12.3	13.0
ROIC	10.8	12.1	12.1	14.7	18.4
매출채권회전율	7.5	7.6	7.8	7.9	7.9
재고자산회전율	6.7	6.1	5.8	5.9	5.9
부채비율	110.9	94.1	91.5	87.1	83.2
순차입금비율	48.0	36.4	18.8	-0.1	-17.2
이자보상배율, 현금	11.4	9.0	10.6	11.9	13.7
총차입금	496.5	469.7	469.7	469.7	469.7
순차입금	355.9	332.0	185.2	-0.6	-212.1
EBITDA	135.5	166.4	190.2	204.1	223.8
FCF	50.5	-16.7	189.5	201.1	222.8



Buy(Initiate)

주가(11/27) 132,800원

목표주가 160,000원

의료기기 Analyst 신민수
alstn0527@kiwoom.com

동사는 국내 최초로 독신 국산화에 성공한 '메디톡스', 액상형 독신 '코어톡스', 저내성 독신 '코어톡스', 동물 유래 성분 제외 독신 '뉴력스' 등 4종의 독신 제제를 보유하고 있다. '뉴라미스' 등 HA 필러도 보유하여 번들링 마케팅 역량도 가지고 있다. 3Q24 공장 가동 중단에 따라 실적이 기대치를 하회했으나, 4Q24 정상화 및 '25년 '뉴력스' 해외 진출이 회사 성장의 주요 포인트들이다. 지난 11/19일, '뉴력스' 생산을 담당할 3공장 E동이 준비되었다. 목표주가 16만 원, 투자의견 Buy, 동사에 대한 커버리지를 개시한다.

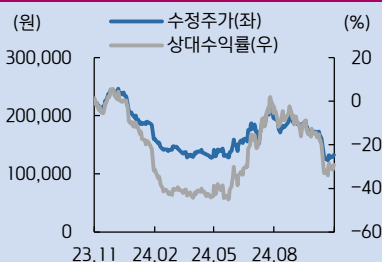
Stock Data

KOSDAQ (11/27)	692.00pt	
시가총액	9,692억 원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	246,500 원	123,300원
최고/최저가 대비 등락	-46.1%	7.7%
주가수익률	절대	상대
1M	-21.9%	-17.9%
6M	2.4%	25.5%
1Y	-39.5%	-29.2%

Company Data

발행주식수	7,298 천주
일평균 거래량(3M)	71천주
외국인 지분율	12.9%
배당수익률(24E)	0.8%
BPS(24E)	63,325원
주요 주주	정현호 외 8인 18.5%

Price Trend



우선과제: 공장 가동과 해외 진출

>>> 4Q24: 공장 가동률 상승이 최우선과제
4Q24 실적은 매출액 694억(YoY +2.0%, QoQ +28.9%), 영업이익 120억(YoY +394.4%, QoQ +100.2%, OPM 17.3%)을 전망한다. 3Q24 실적 부진은 8월 공장 가동 중단 영향에 따른 것이 가장 컸다. 그로 인한 독신 매출 비중 하락 → GPM 하락 등 실적이 시장의 기대치를 하회할 수밖에 없는 환경이었다. 10월부터 공장 가동률을 끌어 올리고 있고, '뉴력스' 본격 생산 체제 준비가 완료된 점들은 분기 실적 정상화로 이어질 전망이다. 3Q24에도 법무 비용 감소 효과가 확인되었고, 소송 리스크가 향후 지급수수료 계정에 더해질 가능성은 낮다고 판단한다.

>>> 2025: 해외 진출이 최우선과제

'25년 실적은 매출액 3,078억(YoY +26.8%), 영업이익 674억(YoY +114.4%, 영업이익률 21.9%)으로 전망한다. 이미 '24년 3월, '뉴력스'를 포함한 독신을 5년간 \$73M(약 980억 원) 납품하는 공급 계약을 브라질 'Blau Farmaceutica'와 체결한 바 있다. 현재 해외 개별국가 승인을 추진 중으로, 국내보다 독신 단가가 높게 형성된 해외에서의 매출 비중을 늘릴 경우 시장의 기대치를 만족시킬 수 있을 것이다.

>>> TP 16만 원, 투자의견 'Buy' 제시

'25년 EPS 전망치 7,751원과 목표 PER 20배를 적용하여 목표주가 16만 원을 제시하며 동사에 대한 커버리지를 개시한다. 아쉬웠던 3Q24를 제외하면 동사 매출액 성장세는 1Q24 YoY +27.9%, 2Q24 YoY +25.5%로 우수한 모습이었다. 공장 가동률 상승이 이끌 4Q24 실적 성장, 해외 진출 확대가 이끌 '25년의 기대감 발현 등 주요 성장 모멘텀을 확인하는 것이 중요한 상황이다.

(십억 원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	195.1	221.1	242.8	307.8	361.7
영업이익	46.7	17.3	31.4	67.4	84.3
EBITDA	61.8	32.7	57.4	89.8	103.7
세전이익	49.5	15.9	35.4	75.9	95.3
순이익	36.6	9.7	27.9	60.0	75.3
지배주주지분순이익	37.0	9.8	27.9	60.0	75.3
EPS(원)	4,973	1,270	3,611	7,751	9,724
증감률(% YoY)	-61.4	-74.5	184.2	114.7	25.4
PER(배)	25.7	189.7	36.5	17.0	13.6
PBR(배)	2.23	3.97	2.08	1.88	1.67
EV/EBITDA(배)	15.3	55.4	16.8	10.0	7.8
영업이익률(%)	23.9	7.8	12.9	21.9	23.3
ROE(%)	8.9	2.2	5.8	11.6	13.0
순차입금비율(%)	21.4	10.2	-0.9	-12.2	-25.7

자료: 키움증권 리서치센터

>>> 미용 특신과 필러 pure player

우여곡절 끝에 원활히 전 품목 판매 중인 특신

동사는 '06년 '메디톡신'을 국내 개발 특신으로서는 최초로 허가 받으며 국산화의 신호탄을 쏘아올렸다. 이후 제형이나 특성을 조금씩 변화시켜 3종을 추가 허가 획득하였고, 현재는 4종을 판매하고 있다. 국내 허가 취소 등의 이슈가 많았지만 현재로서는 4종을 모두 판매할 수 있는 상황이다.

최초의 국산화 특신 '메디톡신'(수출 브랜드명 '뉴로독스')

'06년 3월 16일 국내 식약처 허가 획득 후 굳건한 시장 점유율 1위를 수성했던 제품이다. '20년 4월에 사용 중지 후 국내 식약처 허가 취소 행정 절차가 진행되더니 실제로 6월에는 약사법 위반으로 인해 허가가 취소되기도 했다. 2개월 지난 8월에 바로 처분 집행 정지 신청을 법원이 인용하여 판매가 재개되었으나, 또 2개월이 흐른 10월에 6월 건과 별개의 허가 취소가 결정되었다. 차이점은 6월 허가 취소건은 '미허가 원액 및 원액 서류 조작'으로 인한 약사법 위반이었고, 10월 허가 취소건은 '국가출하승인 없이 국내 판매'로 인한 약사법 위반이었다.

여러 이슈가 있었지만 '23년 11월 식약처 상대 행정소송 1심 승소, '24년 9월 식약처 항소 기각 등을 통해 제대로 된 국내 판매가 가능해진 상황이다. 실제로 이러한 판매 정상화에 힘입어 국내 특신 매출액은 1Q24 96억(YoY +92.0%), 2Q24 180억(YoY +20.0%)을 기록하며 큰 폭으로 성장하였다.

'18년 2월부터 추진해왔던 중국 진출은 현지 협력사 'Bloomage'와의 관계가 '22년 8월에 종료되며 불투명해지기 시작했다. 결국 '23년 10월에 허가 신청을 자진철회하였다. 대신 중국 사업은 계열사의 신제품인 '뉴력스'를 통해 나서겠다고 밝혔다.

액상형 특신 '이노독스'

'13년 12월 11일 국내 식약처 허가를 획득하며 다른 분말형 제품들과는 다르게 액상형이라는 특징을 어필하여 시장에 유통되었다. 기존의 분말형 제제는 적절한 농도로 희석한 후 주사해야 하므로 한 번의 과정이 더 필요했다. 그러나 '이노독스'는 이미 액체 형태이므로 바로 주사할 수 있어 의료진들이 시술하기에 편하다는 장점이 있다. '메디톡신'처럼 약사법 위반으로 인해 국내 식약처 허가가 취소되는 이슈가 있었으나 행정처분 취소소송 1심이 진행 중인 상황이다.

최초의 국산화 특신 '메디톡신'



자료: 메디톡스, 키움증권 리서치센터

액상형 특신 '이노독스'



자료: 메디톡스, 키움증권 리서치센터

저내성 독신 '코어톡스'

'16 년 10 월 24 일 국내 식약처 허가를 획득하고 내성이 적다는 특성을 주요 마케팅 포인트로 삼고 시장에 판매되고 있다. 해외에서 저내성을 강점으로 내세우는 독신 브랜드는 Merz Aesthetics 의 'Xeomin'이 있다. '20 년 약사법 위반으로 인해 국내 허가가 취소되었으나 '24 년 6 월에 허가 취소 및 판매업무정지 취소 판결이 선고되어 정상적인 영업을 재개하였다.

동물 유래 성분 제외 독신 '코어톡스'

'23 년 8 월 31 일 국내 식약처 허가 획득 후 일부민 등 동물 유래 성분을 제외하여 순도를 높인 강점을 어필하고 있다. '23 년 12 월에는 국가출하승인도 획득하여 이전 제품들을 괴롭히던 문제로부터 벗어날 수 있는 발판을 마련해두었다.

동사는 '23 년 10 월에 '메디톡스' 중국 허가 신청을 자진철회하였으나, 신제품인 '뉴럭스'를 통해 새롭게 사업을 타진하겠다고 밝혔다.

'24 년 11 월에는 오송 3 공장 E 동 제조소를 추가하며 '뉴럭스' 대량 생산 체제를 구축하였다. 해당 E 동은 오송 3 공장 B 동보다 3 배 큰 CAPA를 보유하고 있다고 알려져 있다.

저내성 독신 '코어톡스'



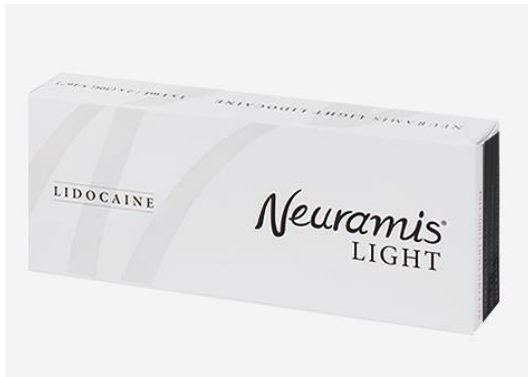
자료: 메디톡스, 키움증권 리서치센터

동물 유래 성분 제외 독신 '뉴럭스'



자료: 메디톡스, 키움증권 리서치센터

HA 필러 '뉴라미스'



자료: 메디톡스, 키움증권 리서치센터

HA 필러 '포텐필'



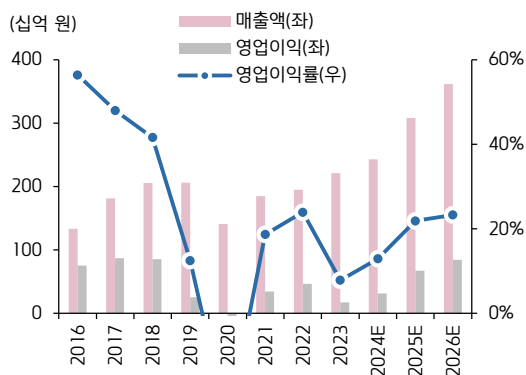
자료: 메디톡스, 키움증권 리서치센터

메디톡스 실적 추이 및 전망 표

(단위: 십억 원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	42.7	51.8	58.7	68.0	54.6	65.0	53.9	69.4	221.1	242.8	307.8
YoY	7.3%	4.1%	10.0%	30.1%	27.9%	25.5%	-8.2%	2.0%	13.3%	9.8%	26.8%
특신	16.6	27.9	33.8	38.3	23.2	34.0	25.6	38.1	116.6	120.9	156.7
수출	11.6	12.9	16.7	19.8	13.6	16.0	13.2	22.0	61.0	64.8	88.2
국내	5.0	15.0	17.1	18.5	9.6	18.0	12.4	16.1	55.6	56.1	68.5
필러	20.1	17.3	18.1	21.6	21.8	21.9	19.8	22.3	77.1	85.8	111.2
수출	15.8	13.3	14.0	16.5	17.0	17.1	14.3	16.8	59.6	65.2	81.2
국내	4.3	4.0	4.1	5.1	4.8	4.8	5.5	5.5	17.5	20.6	30.0
기타	6.0	6.6	6.8	8.1	9.5	9.1	8.5	9.0	27.4	36.1	39.9
매출원가	18.4	19.1	21.1	28.6	21.5	23.6	22.5	25.7	87.2	93.2	111.7
매출원가율	43.1%	37.0%	35.9%	42.1%	39.3%	36.4%	41.7%	37.0%	39.5%	38.4%	36.3%
매출총이익	24.3	32.6	37.6	39.4	33.1	41.4	31.4	43.7	133.9	149.6	196.1
매출총이익률	56.9%	63.0%	64.1%	57.9%	60.7%	63.6%	58.3%	63.0%	60.5%	61.6%	63.7%
판매비와관리비	22.5	23.1	34.0	36.9	34.0	27.0	25.4	31.7	116.5	118.2	128.8
판매비율	52.8%	44.6%	58.0%	54.3%	62.4%	41.6%	47.2%	45.7%	52.7%	48.7%	41.8%
영업이익	1.8	9.6	3.6	2.4	-0.9	14.3	6.0	12.0	17.3	31.4	67.4
YoY	-67.7%	-8.0%	-75.4%	-85.1%	적전	50.1%	67.9%	394.4%	-62.9%	81.4%	114.4%
영업이익률	4.1%	18.4%	6.1%	3.6%	-1.7%	22.0%	11.1%	17.3%	7.8%	12.9%	21.9%
당기순이익	5.5	8.5	-2.2	-2.1	-1.5	11.3	3.8	14.3	9.7	27.9	60.0
YoY	24.1%	-55.9%	적전	적지	적전	32.9%	흑전	흑전	-73.5%	188.4%	114.7%
당기순이익률	13.0%	16.5%	-3.8%	-3.2%	-2.7%	17.4%	7.0%	20.6%	4.4%	11.5%	19.5%

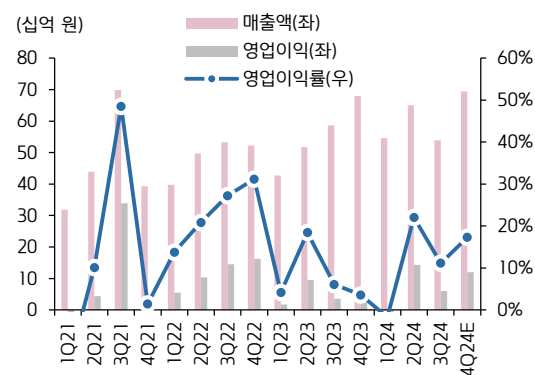
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

메디톡스 연간 실적 추이 및 전망 표



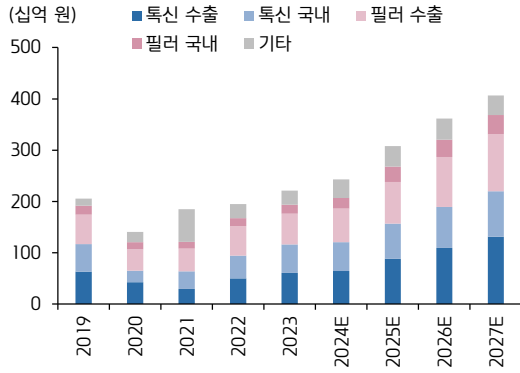
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

메디톡스 분기 실적 추이 및 전망



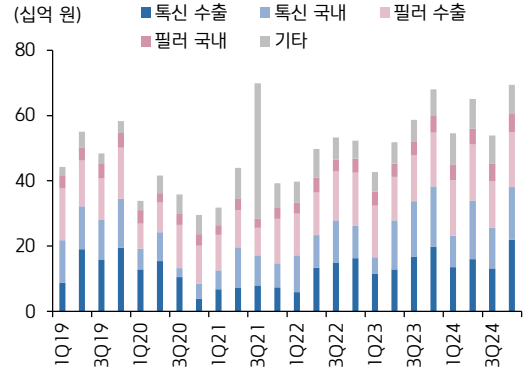
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

메디톡스 사업부별 연간 매출액 추이 및 전망



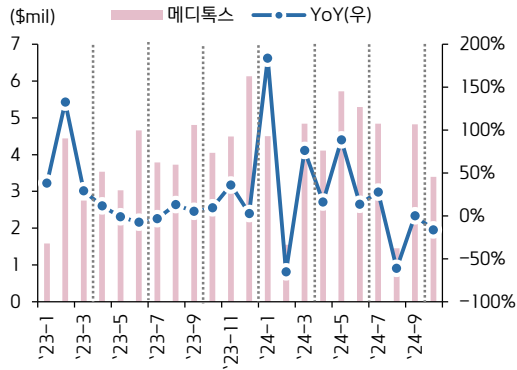
자료: 메디톡스, 키움증권 리서치센터

메디톡스 사업부별 분기 매출액 추이 및 전망



자료: 메디톡스, 키움증권 리서치센터

충북 청주시 독신 월간 관세청 수출 데이터

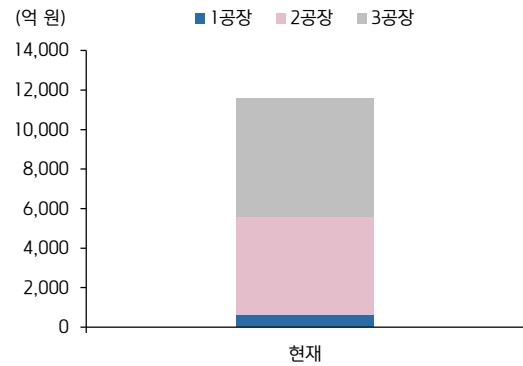


주: 메디톡스 추정

주2: HS 코드: 3002.49.1000

자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

메디톡스 독신 CAPA



자료: 메디톡스, 키움증권 리서치센터

'25년 EPS 전망치 7,751원 X 목표 PER 20배 = 목표주가 160,000원 산출

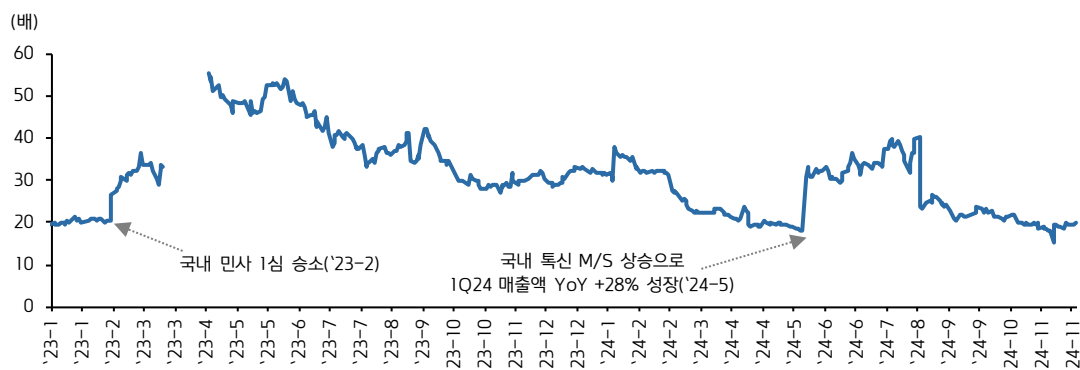
'25년 EPS 전망치 7,751원과 목표 PER 20배를 통해 목표주가 160,000원을 제시한다.

'23년 2월에는 국내 민사 1심 승소 등에 힘입어 밸류에이션 프리미엄을 받은 채로 시장에서 거래가 되었다. 이후 소송 관련 이슈가 잦아들면서 해당 프리미엄이 사라지게 되었고, 20배 수준의 PER 지표에 근접하였다.

국내에서의 경쟁이 다시금 치열해지는 상황 속에서 회사의 성장 동력은 해외에 있다. 동사는 '23년 8월 '뉴력스' 허가 획득 이후 해외 진출을 도모하고 있고, '25년 초부터 해당 결과물들을 확인할 수 있을 예정이다. 또한, 지난 11월 19일부터 오송 3공장에 증설된 E동에서 '뉴력스'를 본격적으로 생산할 수 있게 되어 해외에서 들어오는 발주 물량을 대응할 수 있다.

수출 비중 증가에 따라 점진적으로 밸류에이션 상향이 가능한 상황이나, 미국, 유럽, 중국 등 주요 시장으로의 진출은 준비 시간이 더 필요하다. 기대감을 끌어올 수 있는 주요국 허가 획득 및 출시 소식이 가시화 되는 시점에는 실적보다 기업 가치 평가 멀티플이 먼저 반응하며 주가 상승을 이끌 것으로 전망한다. 현재로서는 2Q24 실적 발표 이후 회귀 중인 20배의 PER을 적용하여 회사 가치를 평가하는 것이 합리적이라고 판단한다.

메디톡스 12개월 선행 PER 추이



자료: FnGuide, 대웅제약, 언론보도, 키움증권 리서치센터

메디톡스 시가총액 추이 분석



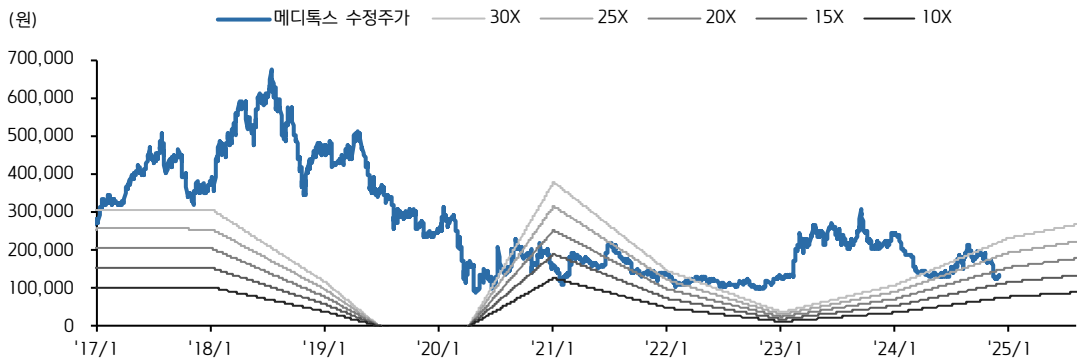
자료: FnGuide, 메디톡스, 언론보도, 키움증권 리서치센터

메디톡스 목표주가 산정 내용

2025년 EPS 전망치	7,751 원
목표 PER	20배
목표 주가	155,026원
조정	160,000원
현재 주가	132,800원
상승 여력	20.5%

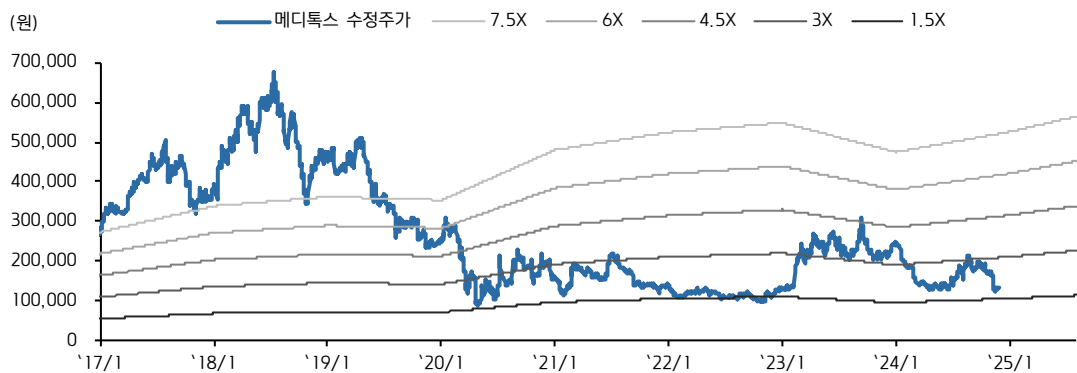
자료: 키움증권 리서치센터

메디톡스 12개월 선행 PER BAND CHART



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

메디톡스 12개월 선행 PBR BAND CHART



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	195.1	221.1	242.8	307.8	361.7
매출원가	68.7	87.2	93.2	111.7	131.6
매출총이익	126.4	133.9	149.6	196.1	230.0
판매비	79.7	116.5	118.2	128.8	145.7
영업이익	46.7	17.3	31.4	67.4	84.3
EBITDA	61.8	32.7	57.4	89.8	103.7
영업외손익	2.9	-1.5	4.0	8.6	11.0
이자수익	0.6	0.9	2.3	3.9	6.3
이자비용	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
외환관련이익	7.5	5.5	4.9	4.9	4.9
외환관련손실	4.1	5.0	3.6	3.6	3.6
종속 및 관계기업손익	-3.2	-5.6	-3.0	-0.5	-0.5
기타	4.4	5.0	5.7	6.2	6.2
법인세차감전이익	49.5	15.9	35.4	75.9	95.3
법인세비용	12.9	6.2	7.4	15.9	20.0
계속사업손익	36.6	9.7	27.9	60.0	75.3
당기순이익	36.6	9.7	27.9	60.0	75.3
지배주주순이익	37.0	9.8	27.9	60.0	75.3
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	5.5	13.3	9.8	26.8	17.5
영업이익 증감율	35.4	-63.0	81.5	114.6	25.1
EBITDA 증감율	17.2	-47.1	75.5	56.4	15.5
지배주주순이익 증감율	-60.7	-73.5	184.7	115.1	25.5
EPS 증감율	-61.4	-74.5	184.2	114.7	25.4
매출총이익율(%)	64.8	60.6	61.6	63.7	63.6
영업이익율(%)	23.9	7.8	12.9	21.9	23.3
EBITDA Margin(%)	31.7	14.8	23.6	29.2	28.7
지배주주순이익율(%)	19.0	4.4	11.5	19.5	20.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	26.2	13.5	69.1	78.2	107.7
당기순이익	36.6	9.7	27.9	60.0	75.3
비현금항목의 가감	37.5	31.8	44.1	44.9	43.5
유형자산감가상각비	13.1	12.8	20.7	17.6	15.1
무형자산감가상각비	2.0	2.6	5.4	4.8	4.4
지분법평가손익	-23.2	-13.0	-3.0	-0.5	-0.5
기타	45.6	29.4	21.0	23.0	24.5
영업활동자산부채증감	-29.5	-16.1	2.9	-13.9	3.4
매출채권및기타채권의감소	-23.0	-35.6	-6.7	-20.0	-16.6
채고자산의감소	-19.5	-8.9	-5.9	-17.5	-14.5
매입채무및기타채무의증가	0.8	19.5	15.7	23.8	34.7
기타	12.2	8.9	-0.2	-0.2	-0.2
기타현금흐름	-18.4	-11.9	-5.8	-12.8	-14.5
투자활동 현금흐름	-36.1	13.3	9.0	9.0	9.0
유형자산의 취득	-9.9	-7.7	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-15.2	-29.8	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-37.0	35.7	0.5	0.5	0.5
단기금융자산의감소(증가)	5.6	6.4	0.0	-0.1	-0.1
기타	20.4	8.7	8.5	8.6	8.6
재무활동 현금흐름	-40.4	-13.5	-12.8	-11.8	-11.8
차입금의 증가(감소)	-12.7	-7.7	0.0	0.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-16.9	7.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-8.0	-8.4	-8.4	-7.4	-7.4
기타	-2.8	-4.4	-4.4	-4.4	-4.4
기타현금흐름	-0.8	-0.7	-12.3	-13.3	-13.3
현금 및 현금성자산의 순증가	-51.1	12.6	53.0	62.2	91.7
기초현금 및 현금성자산	71.8	20.7	33.2	86.2	148.4
기말현금 및 현금성자산	20.7	33.2	86.2	148.4	240.0

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	135.1	166.2	232.0	331.9	455.0
현금 및 현금성자산	20.7	33.2	86.3	148.4	240.0
단기금융자산	7.3	1.0	1.0	1.1	1.1
매출채권 및 기타채권	52.1	68.1	74.7	94.7	111.3
채고자산	52.6	59.6	65.5	83.0	97.5
기타유동자산	2.4	4.3	4.5	4.7	5.1
비유동자산	461.2	445.4	415.9	392.5	372.1
투자자산	156.2	114.9	111.5	110.5	109.5
유형자산	208.9	205.3	184.6	167.0	151.9
무형자산	26.5	54.2	48.9	44.0	39.7
기타비유동자산	69.6	71.0	70.9	71.0	71.0
자산총계	596.3	611.6	647.9	724.4	827.0
유동부채	135.3	126.6	142.2	166.1	200.8
매입채무 및 기타채무	24.6	35.2	50.9	74.7	109.5
단기금융부채	100.5	81.6	81.6	81.6	81.6
기타유동부채	10.2	9.8	9.7	9.8	9.7
비유동부채	27.4	10.6	10.6	10.6	10.6
장기금융부채	20.3	1.2	1.2	1.2	1.2
기타비유동부채	7.1	9.4	9.4	9.4	9.4
부채총계	162.7	137.1	152.8	176.7	211.4
자본지분	428.0	469.5	490.1	542.7	610.7
자본금	3.6	3.9	3.9	3.9	3.9
자본잉여금	112.9	148.0	148.0	148.0	148.0
기타자본	-95.7	-91.2	-91.2	-91.2	-91.2
기타포괄손익누계액	6.2	2.0	2.1	2.1	2.2
이익잉여금	401.1	406.7	427.2	479.9	547.7
비지배지분	5.6	5.0	5.0	5.0	5.0
자본총계	433.6	474.5	495.1	547.8	615.7

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	4,973	1,270	3,611	7,751	9,724
BPS	57,290	60,661	63,325	70,131	78,908
CFPS	9,949	5,400	9,304	13,554	15,346
DPS	1,025	1,100	1,100	1,100	1,100
주가배수(배)					
PER	25.7	189.7	36.5	17.0	13.6
PER(최고)	28.0	249.1	68.5		
PER(최저)	19.2	97.1	33.5		
PBR	2.23	3.97	2.08	1.88	1.67
PBR(최고)	2.43	5.22	3.91		
PBR(최저)	1.67	2.03	1.91		
PSR	4.88	8.37	4.20	3.32	2.82
PCFR	12.9	44.6	14.2	9.7	8.6
EV/EBITDA	15.3	55.4	16.8	10.0	7.8
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	16.2	76.4	26.4	12.3	9.8
배당수익률(%·보통주, 현금)	0.8	0.5	0.8	0.8	0.8
ROA	6.2	1.6	4.4	8.7	9.7
ROE	8.9	2.2	5.8	11.6	13.0
ROIC	13.3	1.9	7.4	16.8	22.1
매출채권회전율	4.2	3.7	3.4	3.6	3.5
채고자산회전율	4.6	3.9	3.9	4.1	4.0
부채비율	37.5	28.9	30.9	32.3	34.3
순차입금비용	21.4	10.2	-0.9	-12.2	-25.7
이자보상배율, 현금	20.2	7.4	13.5	28.9	36.1
총차입금	120.9	82.8	82.8	82.8	82.8
순차입금	92.8	48.6	-4.4	-66.6	-158.3
EBITDA	61.8	32.7	57.4	89.8	103.7
FCF	-0.8	-31.8	53.7	61.8	89.4

고지사항

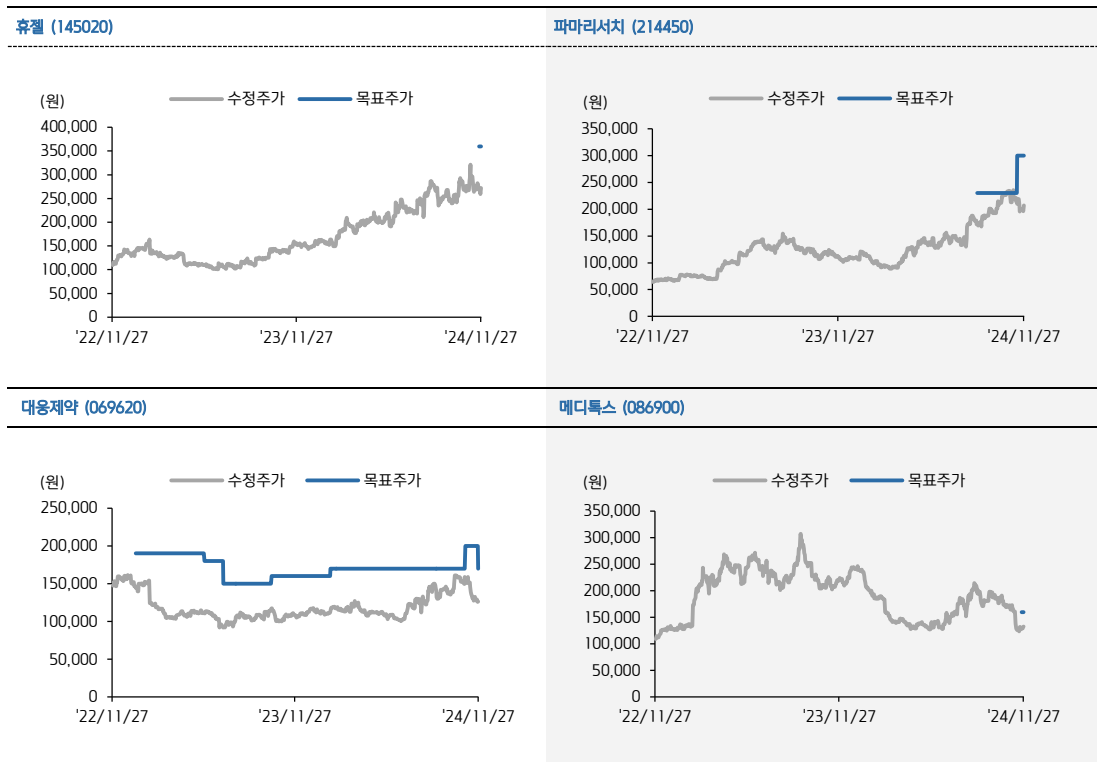
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.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

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표 주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
휴젤 (145020)	2024-11-27	Buy(Initiate)	360,000원	6개월		
파마리서치 (214450)	2024-08-27	Buy(Initiate)	230,000원	6개월	-11.12	2.39
	2024-11-14	Buy(Maintain)	300,000원	6개월	-31.73	-27.00
	2024-11-27	Buy(Maintain)	300,000원	6개월		
대웅제약 (069620)	2023-01-13	Buy(Maintain)	190,000원	6개월	-36.24	-18.84
	2023-05-04	Buy(Maintain)	190,000원	6개월	-37.11	-18.84
	2023-05-30	Buy(Maintain)	180,000원	6개월	-41.17	-36.89
	2023-07-07	Buy(Maintain)	150,000원	6개월	-30.21	-22.67
	2023-10-11	Buy(Maintain)	160,000원	6개월	-31.60	-26.56
	2024-02-06	Buy(Maintain)	170,000원	6개월	-31.71	-25.35
	2024-04-30	Buy(Maintain)	170,000원	6개월	-33.95	-25.35
	2024-07-05	Buy(Maintain)	170,000원	6개월	-32.97	-23.53
	2024-11-01	Buy(Maintain)	200,000원	6개월	-29.94	-20.55
*담당자 변경	2024-11-27	Buy(Reinitiate)	170,000원	6개월		
메디톡스 (086900)	2024-11-27	Buy(Initiate)	160,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 추가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 추가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 추가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2023/10/01~2024/09/30)

매수	중립	매도
94.87%	5.13%	0.00%