

2025년 06월 09일

산업분석 의료기기 Overweight (Maintain)

훈민정록: 백성을 가르치는 바른 목소리

의료기기 Analyst 신민수 alstn0527@kiwoom.com

RA 오치호 ch5@kiwoom.com

훈민정록 나라의 피부가

중국과 달라 특신이 서로 통하지 않아

이런 까닭으로 불쌍한 환자가 많고자

할바가 있어도 마침내 병원에 평히

놓지 못할 사람이 많으리라

내이를 위해 가엾이 여겨

새로 2분기 출하분을 만드노니

환자마다 하여 쇠이 익혀 날로 맞는데

평하게 하고자 할 따름이니라

키움증권
리서치센터인

특신 규제 특성상 산업 판도가 크게 바뀌지 않음

숫자 그 자체가 모멘텀이 되고, 2분기 숫자가 좋을 것으로 전망

그에 따라 '24년 5월~8월처럼 '25년에도 우수한 주가 수익률 나타날 것

최선희주: 휴젤 / 차선희주: 대웅제약

키움증권

Contents



훈민정독: 백성을 가르치는 바른 독신	2
----------------------	---

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

데자뷔	5
-----	---

이전과 비슷한 경쟁 양상	6
---------------	---

국내외 모두 늘어나는 생산 CAPA	11
---------------------	----

이전보다는 잠잠한 소송 노이즈	13
------------------	----

멈추지 않는 국내 외국인 의료 관광객 인바운드 물결	16
---------------------------------	----

기업분석	26
------	----

> 휴젤 (145020)	27
> 대웅제약 (069620)	34
> 메디톡스 (086900)	41
> 파마리서치 (214450)	46
> Giant Biogene Holding (2367.HK)	58

Compliance Notice

- 당사는 06월 09일 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.

훈민정독: 백성을 가르치는 바른 독신

>>> '24년 데자뷔 ON

결론은 '24년 5~8월처럼 '25년 하반기 초반에도 보틀리눔 독신 업체들의 수익률이 우수할 것으로 전망한다. 독신 관세청 수출 데이터는 '24년 5월 \$37,418,766(YoY +67.0%, MoM +43.6%)를 기록하며 역대 최고치를 경신했다. 해당 수치가 실적으로 반영되는 2분기 실적 발표 구간인 8월 중순까지의 수익률은 독신 3사 평균 +33.2%였다. '24년 초~4월 말의 -5.7%, '24년 8월 중순~연말의 -11.9%보다 월등히 높은 수치다. Evolus 파트너사 지연 물량 및 재고 축적 수요, 브라질 계약에 이은 실제 출하 등이 이어지면서 **2분기 수출 데이터가 우수할 것으로 전망한다.** 이는 **주가 수익률에도 긍정적인 영향을 끼칠 것이다.**

>>> CAPA, 소송 등의 문제 완화 지속 전망

휴젤의 3공장은 가동률을 서서히 끌어올리고 있어 1Q25에 생겼던 수급 불균형 문제를 해소할 수 있다. 시간이 지나면 '26년 하반기에는 파마리서치바이오, 대웅제약의 증설 CAPA도 물량 출하가 가능하다. 메디톡스와 대웅제약이 진행하고 있는 국내 민사 2심은 변론기일 일정 등을 살펴보았을 때, 빠르면 '26년 초, 늦으면 '27년 말에 결과 확인이 가능하다고 전망한다.

>>> 외국인 의료 관광객 인바운드 물결

여전히 외국인들의 의료 관광 목적으로 우리나라에 돈을 쓰는 추세가 이어지고 있다. '25년 4월 의료 관광객들의 소비액은 1,877억 원(YoY +83.4%, MoM +22.5%)였다. 피부과로 진료과목을 한정한다면 4월 한 달 간의 외국인 관광객 의료 소비액은 1,034억 원(YoY +123.7%, MoM +21.9%)으로 성장세가 더 가파르다. **중국 단체 관광객들의 유입이 빠르면 7월부터 무비자로 진행되고, 미국, 일본, 대만, 홍콩, 싱가포르, 태국 등 피부과 소비액과 더불어 시술 단가가 상승하고 있다. 상승 추이는 쉬이 꺾이지 않고 지속될 것으로 전망한다.**

>>> 최선후주: 휴젤 / 차선후주: 대웅제약

미국으로의 선적을 예상하며 수출 데이터가 좋을 휴젤과 대웅제약의 섹터 내 우선순위가 높아야 한다고 판단한다. 휴젤이 최선후주인 이유는 현재 12개월 선행 PER 21배로 조정을 받고 있기 때문이다. 목표주가 산출 과정에 쓰이는 목표 PER 30배까지의 여력이 많이 남아있다.

국내 백신 산업 peer table

기업명	휴젤	파마리서치	대웅제약	메디톡스	제테마	휴메딕스	한국비엔씨
시가총액(십억 원)	4,238	5,265	1,877	1,204	251	564	353
연초 대비 주가 수익률	31.2%	92.3%	27.8%	36.3%	-8.2%	18.0%	24.3%
주요 사업 (’24년 기준)	백신 54% 필러 34% 화장품 10% 의료기기 1% 기타 1%	의료기기 55% 의약품 18% 화장품 22% 기타 4%	백신 15% 우루사 8% 펙수클루 8% 기타 69%	백신 48% 필러 36% 기타 16%	필러 58% 백신 26% 기타 16%	필러 35% 백신 등 11% ETC 23% 기타 22% 점안제 9%	필러 65% 의료기기 13% 기타 22%
주요 매출처 (’24년 기준)	국내 40% 아시아 32% 미주 9% 유럽/중동 16% 기타 3%	국내 63% 수출 37%	국내 85% 수출 15%	국내 39% 아시아 29% 아메리카 25% 중동 4% 유럽 3%	수출 66% 국내 34%	국내 77% 수출 23%	국내 27% 수출 73%
매출액 (백만 원)	’24년	378,317	348,555	1,419,833	241,217	68,520	169,660
	’25년	461,376	531,992	1,539,347	289,076	N/A	183,200
	’26년	552,782	672,627	1,638,980	339,890	N/A	207,767
YoY	’25년	22.0%	52.6%	8.4%	19.8%	N/A	8.0%
	’26년	19.8%	26.4%	6.5%	17.6%	N/A	13.4%
영업이익 (백만 원)	’24년	171,926	126,147	146,483	33,236	4,110	45,020
	’25년	225,775	211,564	169,064	40,325	N/A	53,867
	’26년	275,504	275,818	185,655	56,012	N/A	63,367
YoY	’25년	31.3%	67.7%	15.4%	98.2%	N/A	19.7%
	’26년	22.0%	30.4%	9.8%	38.9%	N/A	17.6%
영업 이익률	’24년	45.4%	36.2%	10.3%	8.4%	6.0%	26.5%
	’25년	48.9%	39.8%	11.0%	13.9%	N/A	29.4%
	’26년	49.8%	41.0%	11.3%	16.5%	N/A	30.5%
순이익 (백만 원)	’24년	134,230	92,442	55,737	22,950	(2,605)	37,300
	’25년	187,089	190,496	132,956	37,552	N/A	43,533
	’26년	232,785	245,031	151,355	51,703	N/A	52,600
YoY	’25년	39.4%	106.1%	138.5%	63.6%	N/A	16.7%
	’26년	24.4%	28.6%	13.8%	37.7%	N/A	20.8%
순이익률	’24년	35.5%	26.5%	3.9%	9.5%	-3.8%	22.0%
	’25년	40.6%	35.8%	8.6%	13.0%	N/A	23.8%
	’26년	42.1%	36.4%	9.2%	15.2%	N/A	25.3%
EV/ EBITDA	’24년	23.0	16.9	10.3	21.6	28.6	6.0
	’25년	16.3	23.1	11.1	16.5	N/A	7.2
	’26년	13.1	18.4	10.0	13.1	N/A	6.3
PER	’24년	22.4	29.4	58.8	52.5	N/A	11.1
	’25년	23.5	35.1	14.5	27.7	N/A	12.0
	’26년	19.1	27.1	11.9	19.8	N/A	10.2
PBR	’24년	3.8	5.1	1.8	1.8	3.8	1.9
	’25년	3.8	8.0	2.0	2.2	N/A	2.4
	’26년	3.2	6.4	1.8	2.1	N/A	2.0
ROE	’24년	17.5%	18.9%	3.2%	3.6%	-0.3%	18.4%
	’25년	19.0%	24.5%	15.1%	9.1%	N/A	18.0%
	’26년	19.5%	25.1%	15.7%	11.1%	N/A	18.8%

주: 커버리지 외 기업 추정치는 Bloomberg Consensus
주2: 6월 9일 종가 기준
자료: Bloomberg, 전자공시, 키움증권 리서치센터

해외 특신 산업 peer table

기업명	AbbVie	Ipsen	Galderma	Evolus	Giant Biogene	사한제약	Imeik	
시가총액	335,316	8,759	27,805	647	64,683	10,872	52,358	
연초 대비 주가 수익률	6.8%	-7.6%	13.6%	-9.1%	25.2%	85.9%	-0.8%	
주요 사업 ('24 년 기준)	면역학 47% 종양학 12% 신경학 16% 에스테틱 9% 기타 16%	종양학 74% 희귀질환 6% 신경학 20%	에스테틱 52% 스킨케어 30% 기타 18%	특신 99% 기타 1%	스킨케어 78% 드레싱 22%	에스테틱 39% OTC 58% 기타 3%	솔루션주사제 58% 젤주사제 40% 기타 2%	
주요 매출처 ('24 년 기준)	미국 76% 기타 24%	미국 34% 유럽 39% 기타 27%	미국 41% 기타 59%	-	-	-	-	
매출액 (백만 원)	'24 년	56,334	3,401	4,410	266	5,539	1,901	3,026
	'25 년	59,912	3,668	4,948	348	7,238	N/A	3,354
	'26 년	64,902	3,835	5,683	464	9,144	N/A	3,838
YoY	'25 년	6.4%	7.9%	12.2%	30.7%	30.7%	N/A	10.9%
	'26 년	8.3%	4.6%	14.9%	33.2%	26.3%	N/A	14.4%
영업이익 (백만 원)	'24 년	9,137	497	645	(34)	2,343	(50)	2,193
	'25 년	27,899	1,132	908	(0)	2,930	N/A	2,473
	'26 년	31,580	1,206	1,193	61	3,637	N/A	2,800
YoY	'25 년	205.3%	127.9%	40.8%	적지	25.0%	N/A	12.7%
	'26 년	13.2%	6.5%	31.3%	흑전	24.2%	N/A	13.2%
영업 이익률	'24 년	16.2%	14.6%	14.6%	-12.9%	42.3%	N/A	72.5%
	'25 년	46.6%	30.9%	18.4%	0.0%	40.5%	N/A	73.7%
	'26 년	48.7%	31.4%	21.0%	13.2%	39.8%	N/A	72.9%
순이익 (백만 원)	'24 년	4,278	346	231	(50)	2,062	(217)	1,958
	'25 년	21,726	870	653	(26)	2,586	N/A	2,148
	'26 년	24,639	924	943	35	3,203	N/A	2,447
YoY	'25 년	407.9%	151.5%	182.9%	적지	25.4%	N/A	9.7%
	'26 년	13.4%	6.3%	44.3%	흑전	23.9%	N/A	13.9%
순이익률	'24 년	7.6%	10.2%	5.2%	-18.9%	37.2%	-11.4%	64.7%
	'25 년	36.3%	23.7%	13.2%	-7.5%	35.7%	N/A	64.0%
	'26 년	38.0%	24.1%	16.6%	7.6%	35.0%	N/A	63.7%
EV/ EBITDA	'24 년	21.2	7.4	30.6	N/A	17.2	16.8	22.8
	'25 년	13.1	6.1	29.7	204.8	20.8	N/A	19.2
	'26 년	11.2	5.8	23.7	10.5	16.7	N/A	16.9
PER	'24 년	23.0	25.7	114.6	N/A	22.3	N/A	28.1
	'25 년	15.3	10.2	47.4	N/A	26.0	N/A	24.1
	'26 년	13.4	9.8	33.3	16.5	21.0	N/A	21.2
PBR	'24 년	94.3	2.2	3.4	126.9	6.6	1.3	7.1
	'25 년	80.8	1.8	3.9	N/A	7.6	N/A	5.5
	'26 년	41.9	1.6	3.6	18.4	6.1	N/A	4.7
ROE	'24 년	62.5%	8.6%	3.5%	N/A	36.0%	-4.9%	27.7%
	'25 년	537.5%	16.3%	6.7%	N/A	31.0%	N/A	24.0%
	'26 년	366.1%	15.1%	9.5%	118.6%	31.3%	N/A	23.3%

주: 커버리지 외 기업 추정치는 Bloomberg Consensus, 6월 6일 증가 기준

주2: 재무제표 수치 단위는 AbbVie, Galderma, Evolus는 백만 달러, Ipsen은 백만 유로, Giant Biogene, 사환제약, Imeik은 백만 위안,

시가총액은 AbbVie, Evolus는 백만 달러, Ipsen은 백만 유로, Galderma는 백만 스위스 프랑, Giant Biogene, 사환제약, Imeik은 백만 위안

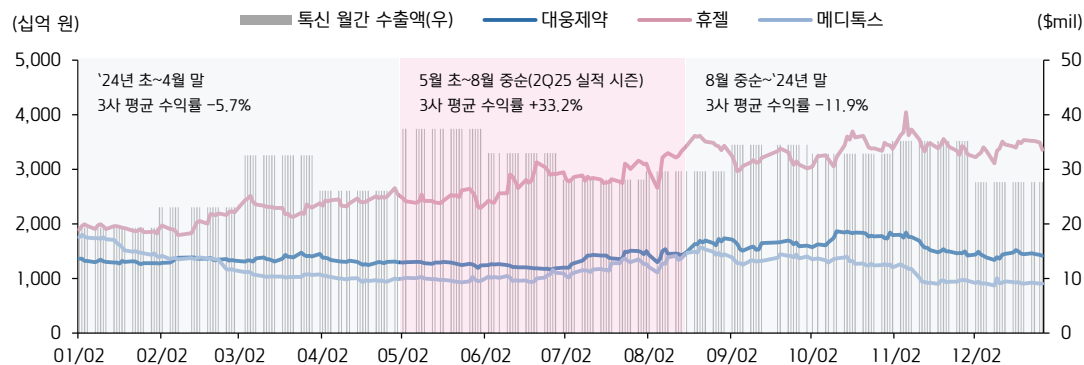
자료: Bloomberg, 전자공시, 키움증권 리서치센터

>>> 데자뷔

'24년 5~8월처럼 주가 수익률 좋을 것으로 전망

'24년 5월 독신 수출 데이터는 \$37,418,766(YoY +67.0%, MoM +43.6%)를 기록하며 역대 최고치를 경신했다. 주요 독신 3사로 손꼽히는 대웅제약, 휴젤, 메디톡스의 주가도 5월부터 상승세를 보였다. 해당 수출 물량이 실적으로 반영되는 2분기 실적 시즌, 즉 **5월부터 8월 중순까지의 3사 평균 주가 수익률은 +33.2%**로 우수했다. '24년 초부터 4월 말까지의 평균 수익률은 -5.7%, 8월 중순부터 연말까지의 평균 수익률은 -11.9%로 다른 구간들과 차별화되는 모습을 확인할 수 있다.

'24년 5월부터 수출 데이터 확인 후 주가 상승률 좋았던 독신 섹터



자료: FnGuide, 관세청, 키움증권 리서치센터

>>> 이전과 비슷한 경쟁 양상

진입 장벽은 허가과 유통망

보툴리눔 독신뿐만 아니라 여러 피부미용 제품들은 서로 큰 차별점을 두고 있지는 않다. 특정 제품이 여러 소비자들로부터 큰 호응을 얻고, 해당 유효 성분이 큰 각광을 받는 형태로 시술에 대한 유행은 옮겨간다. 한 문장으로 보면 “연구개발(R&D)이 쉽고 경쟁이 치열하다”고 요약할 수 있다.

독신 군주의 경우 애초에 전쟁 무기로서 활용될 수 있어 개발과 생산에 대해 엄격한 관리가 이루어지고 있다. 만드는 건 쉽지만, 그 자격을 얻는 것은 쉬운 편은 아니라는 뜻이다. 또한, 의약품으로 분류되는 독신을 유통하기 위해서는 규제 당국의 승인과 더불어 풍부한 의료진 및 병원 네트워크를 가지고 있어야 한다. 사실상 **독신 제품군의 진입 장벽은 허가과 유통망**이다.

그렇기에 3대 시장으로 손꼽히는 미국과 유럽, 중국에서의 허가 획득 독신 제품 수는 늘어나지 않았다. 최근 장기지속형 독신, 액상형 독신, E형 독신 등 여러 방향으로 개발이 진행되고 있다. 아직 상업화 단계에 가깝거나 출시 후 유의미한 매출액을 만들어내는 파이프라인은 없어서 **기존 분말형 A형 독신의 강세 흐름이 이어질 것**으로 판단한다.

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

유럽 허가 획득 특신

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

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

미용을 목적으로 하는 시술에는 건강 보험이 개입할 여지가 없다. 그렇기에 각 업체별로 보험과 비슷한 프로모션 정책을 펼치며 실제로 소비자들이 부담하는 가격을 낮추는 마케팅 기법을 사용하고 있다.

Allergan Aesthetics의 'Alle Loyalty Rewards'는 약 700만 명의 미국 고객들이 가입하였고, 누적되는 포인트에 따라 비용을 할인해주거나 다른 시술을 제공해주는 프로모션 서비스다. 포인트 비율은 \$10당 100포인트 정도 누적되는 것으로 알려져 있다. 시너지 효과를 내기 위해 독신과 필러를 사용할 때 포인트를 공유해서 적립하고, 사용할 수 있다. Allergan 입장에서 아쉬운 점은 신규 회원 유지, 기존 회원 활성화 등이 부진해 생각보다 많은 고객들이 자사의 프로그램을 사용하지 않는다는 것이다. 실제로 2Q23 AbbVie 실적발표 컨퍼런스 콜 등에서 고객의 충성도를 이끌어내는 데에 실패했다고 시인한 적이 있다.

대웅제약의 '나보타'를 'Jeuveau'로 미국에서 판매하는 Evolus도 프로모션을 진행하고 있다. 1달에 \$49를 납부하면 90일마다 20유닛의 독신 시술을 무료로 받을 수 있는 'Club Evolus' 구독 모델도 시행 중이다. 시술하면 90일마다 \$40의 시술가를 할인 받을 수 있는 'Evolus Rewards' 프로그램도 별도로 운영되고 있다. 1Q25에는 이 정책을 활용하는 누적 환자 수가 110만 명을 넘었고, 상환 신청 건수가 22만 건을 넘어 사상 최고치를 경신했다.

Galderma, Merz Aesthetics, Revance Therapeutics도 비슷하게 100포인트당 \$10의 할인 비율을 통해서 시술가를 낮춰주거나, 신규 회원 가입 시 할인, 자사 제품 간 교차 포인트 활용 등의 정책을 통해 소비자들을 공략하고 있다.

미국 주요 독신 제품별 프로모션 비교

회사	제품명	구독료	할인율	기타 혜택
AbbVie (Allergan Aesthetics)	Botox	월납부제 없음	Alle Loyalty Rewards, 포인트에 따라 현금 할인 및 시술 제공	AbbVie 계열 독신과 필러 등 이용 시 포인트 적립 및 시술 할인 등 제공
대웅제약 (Evolus)	Jeuveau	Club Evolus: \$49/월	-	Evolus Rewards 적립
휴젤 (BENEV)	Letybo	월납부제 없음	-	공식 전국 단위 Reward 없음
Ipsen (Galderma)	Dysport	월납부제 없음	Aspire Rewards 가입 시 \$20 할인 혜택	Aspire Rewards 통해 포인트 적립 및 멤버 할인 등 제공
Merz Aesthetics	Xeomin	월납부제 없음	시술 마다 \$50 할인 혜택	포인트 적립 및 100 포인트당 \$10 환산
Crown Labs (Revance Therapeutics)	Daxxify	월납부제 없음	-	- 상시 제공 리워드 X - '24년 지난해 2월~4월까지 'Your Turn'이라는 기간 한정 할인 혜택 제공

자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

Ola(안녕), 브라질!

중국과 미국에 이어 3번째로 많은 수출 데이터를 기록 중인 브라질은 향후 꾸준한 성장세가 기대된다. 주요 특산 3사로 불리는 휴젤, 대웅제약, 메디톡스 모두 브라질 현지 파트너사를 통해 허가 및 유통을 진행하며 외형을 키우는 중이다.

대웅제약은 '18년 1월부터 Moksha8(現 M8 Pharmaceuticals)와 5년 180억 원 규모의 계약을 체결하며 동행을 시작했다. 이후 계약 기간이 종료되자 '25년 2월에 규모를 10배 늘린 1,800억 원 규모로 동일한 5년 재계약을 체결하며 확고한 사업 확장 의지를 내비쳤다. 연 평균 360억 원, 분기별로 90억 원의 매출액이 발생하는 것으로 추정해볼 수 있어 수출 성장세에 도움이 되는 계약이다.

메디톡스는 '24년 3월 Bergamo와 5년 978억 원 규모의 공급 계약을 체결했다. 기존 휴젤과 파트너십을 맺고 있던 Blau Farmaceuticasms 메디톡스의 파트너사 Bergamo를 인수하면서 휴젤과의 관계는 '24년 말로 종료되고 메디톡스로 제품군을 완전히 변경했다.

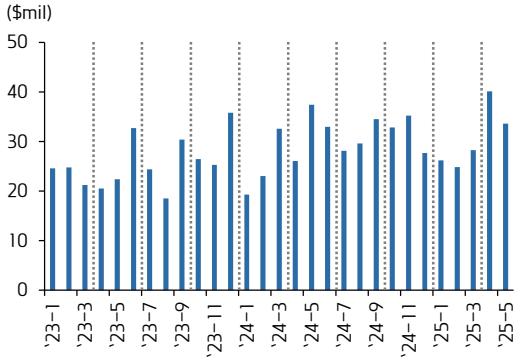
휴젤은 위의 이슈가 발생하며 현재는 브라질 현지 파트너사가 없는 상황이다. '17년 2월에 판매 허가 획득과 동시에 판매 파트너사로 인연을 시작한 Blau와는 '24년 말에 계약이 종료되었다. 2H24부터 2H25 공급 시작을 목표로 후보 업체를 선별하고 있어 기존 계획대로 사업이 진행될 수 있다.

국내 특산 업체들의 브라질 진출

일자	국내업체	해외 협력사	규모
2018-01-29	대웅제약	M8 Pharmaceuticals(Moksha8)	5년 180억 원
2025-02-14	대웅제약	M8 Pharmaceuticals(Moksha8)	5년 1,800억 원 재계약
2024-03-26	메디톡스	Bergamo(Blau Farmaceutica)	5년 978억 원
2017-02-07	휴젤	Blau Farmaceutica	-
2H25E	휴젤	물색 중	-

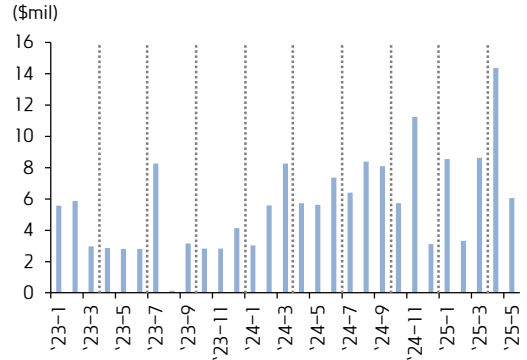
자료: 각 사, 언론보도, 키움증권 리서치센터

특신 관세청 수출 데이터 추이



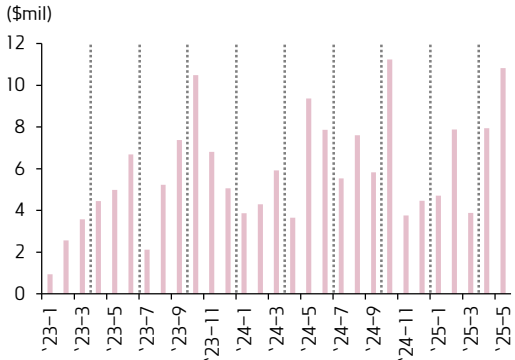
주) HS 코드: 3002.49.1000
자료: 휴젤, 키움증권 리서치센터

미국 특신 관세청 수출 데이터 추이



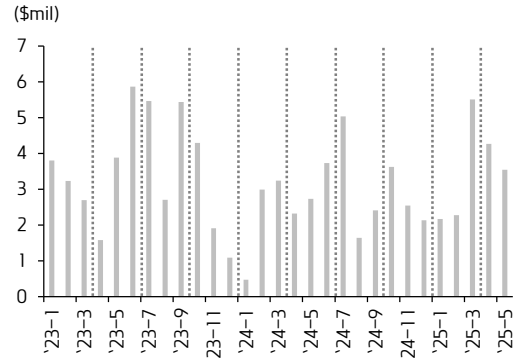
주) HS 코드: 3002.49.1000
자료: 휴젤, 키움증권 리서치센터

중국 특신 관세청 수출 데이터 추이



주) HS 코드: 3002.49.1000
자료: 휴젤, 키움증권 리서치센터

브라질 특신 관세청 수출 데이터 추이



주) HS 코드: 3002.49.1000
자료: 휴젤, 키움증권 리서치센터

>>> 국내외 모두 늘어나는 생산 CAPA

국내: 돌아가기 시작한 증설분, 내년부터 돌아갈 증설분

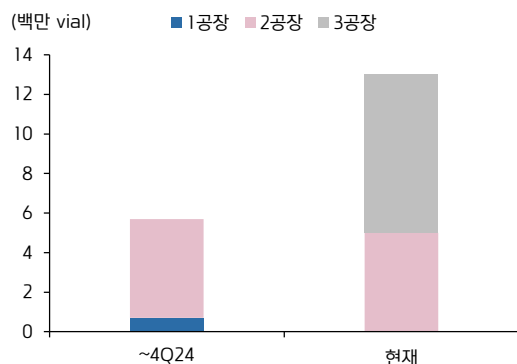
국내 주요 업체들의 독신 CAPA는 꾸준히 늘어나는 추세가 이어졌다. '20년 10월에 가장 빠르게 투자를 진행한 **휴젤**은 '25년 3월부터 공장 가동을 시작할 수 있었다. 공정 효율 문제로 1공장을 폐쇄하였고, 그로 인해 일부 해외 주문량에 대응할 수 없어 일시적인 매출액 성장을 감소가 있었다. 시간이 지나면서 3공장 가동률 상승에 따른 외형 성장, 최신의 제조 공정이 적용되며 개선되는 원가율을 기대해볼 수 있다.

파마리서치의 자회사 **파마리서치바이오**는 '23년 9월에 투자를 진행하여 '24년 말에 공장은 준비를 끝마쳤다. GMP 인증 등의 규제 사항을 처리하고 나면 2H26부터 2공장을 본격 가동할 수 있을 전망이다.

대웅제약은 '23년 5월부터 3공장 증설을 진행했고, '26년 6월에 완공될 예정이다. 여러 인증 절차 등을 거치고 실질적으로 공장에서 독신을 제조할 수 있을 시점은 '26년 말로 전망한다.

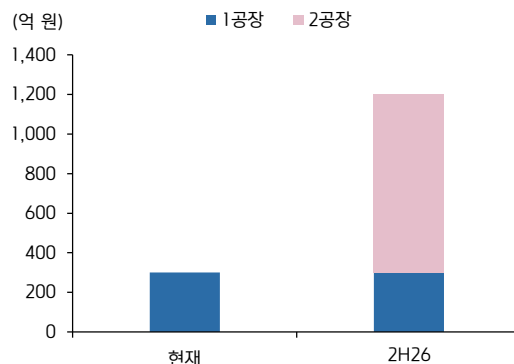
메디톡스는 신설된 3공장의 여러 동 중 B동에서 독신을 제조하여 수출을 개시했다. 물량이 늘어나면 3공장의 다른 라인을 통해서도 생산량을 늘릴 수 있다. 우선적으로 국내 물량을 생산한 후에 해외 공장 인증을 획득하고 나면 수출 물량을 제조하는 식으로 단계별로 공장을 돌릴 전망이다.

휴젤 독신 CAPA 증설



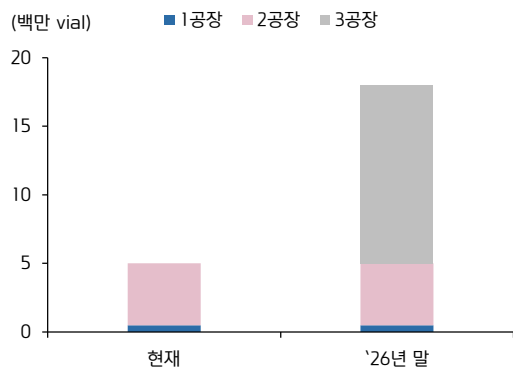
주: 1공장은 효율성 문제로 1Q25부터 가동 중단
자료: 휴젤, 키움증권 리서치센터

파마리서치바이오 독신 CAPA 증설



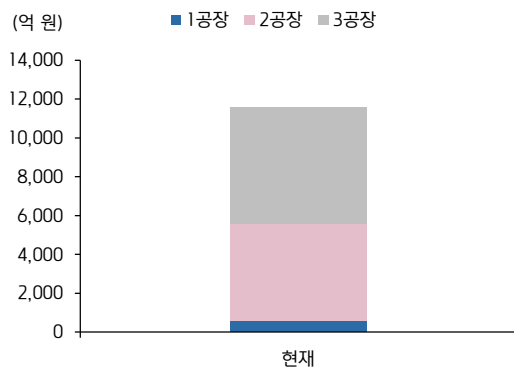
자료: 파마리서치바이오, 키움증권 리서치센터

대웅제약 독신 CAPA 증설



자료: 대웅제약, 키움증권 리서치센터

메디톡스 독신 CAPA



자료: 메디톡스, 키움증권 리서치센터

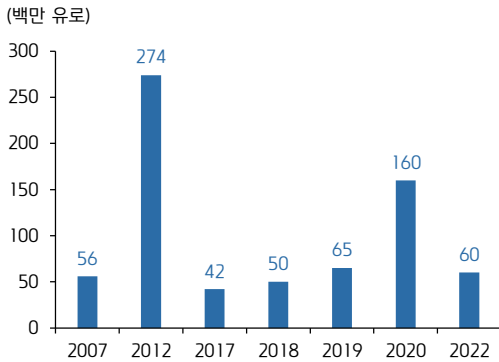
해외: 점진적으로 이어져온 CAPA 증설

톡신을 제조하는 업체가 많지 않아 국내뿐만 아니라 해외에서도 제조 능력을 늘리는 움직임들은 꾸준히 이어져왔다. 업계의 표준을 만든 'Botox' 제조사 **AbbVie(Allergan Aesthetics)**는 현재 6개의 공장을 아일랜드에 보유하고 있으나, 톡신 'Botox' 생산은 Westport 지역에서만 진행한다. 해당 공장은 '77년에 최초로 설립되고 가동을 시작했다. 꾸준히 제조 시설을 늘렸고, '17년부터 '20년까지는 매년 수백억 원 이상 규모로 CAPEX를 집행하며 생산 능력을 확장하는 적극적인 모습이 있었다.

'Dysport'를 제조하는 **Ipsen**은 4개의 공장을 보유하고 있다. 아일랜드에서도 유럽 시장 출하 품질 관리(QC)와 일부 테스트를 진행하지만, 원액 제조는 영국 Wrexham에서만 이뤄지고 있다. '95년에 설립되어 가동되기 시작한 Wrexham 공장은 '17년 포장 라인 증설 및 생산 연구 인프라 확장, '22년 제조 라인 증설, '23년 대규모 수요 대응 및 장기지속형(long-acting) 톡신 제조 능력 사전 확보를 통해 규모를 키웠다.

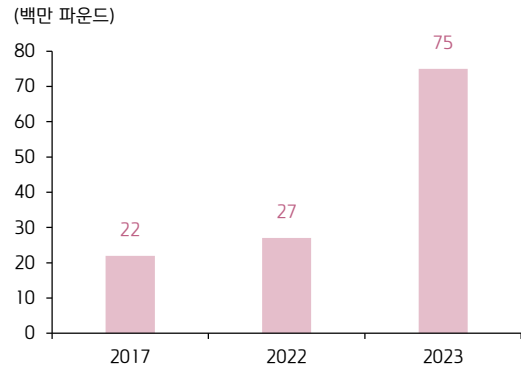
저내성 특성을 강조하는 'Xeomin' 제조사 **Merz Aesthetics**도 미국과 독일 등지에 공장이 있다. 미국 Sturtevant, Franksville에도 제조 시설이 있으나 실제 원료 제조 및 품질 관리는 본사가 있는 독일의 Dessau 지역에서만 진행된다. '02년부터 가동된 독일 Dessau-Rosslau 공장은 '19년 필러 라인과 동시에 자회사의 CAPA를 늘리며 톡신 제조 역량을 한 층 더 강화하는 모습을 보여주었다.

Allergan Aesthetics의 톡신 CAPA 증설 투자



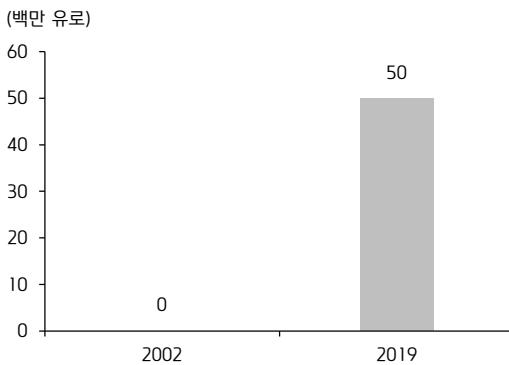
자료: Allergan Aesthetics, AbbVie, 언론보도, 키움증권 리서치센터

Ipsen의 톡신 CAPA 증설 투자



자료: Ipsen, wrexham.com, 키움증권 리서치센터

Merz Therapeutics의 톡신 CAPA 증설 투자



자료: Merz Aesthetics, 언론보도, 키움증권 리서치센터

>>> 이전보다는 잠잠한 소송 노이즈

국내 민사 2심, 빠르면 '26년 초, 늦으면 '27년 말 결과 확인 가능

국내에서는 여전히 메디톡스와 대웅제약 간의 국내 민사 2심 특허 분쟁이 이어지고 있으나 이전보다는 잠잠해지고 있다. 미국에서는 메디톡스가 휴젤의 손을 들어준 ITC 판결에 불복하며 항소를 신청했다. 항소의 대상이 ITC이기에 휴젤 입장에서는 증거 제출 등의 직접적인 행동에 나설 필요가 이전보다 줄어들었다.

특신 군주 관련 주요 소송 개요

원고업체	피고업체	지역	결과	내용
메디톡스	대웅제약	국내	1심 원고 승소 2심 진행 중	- 민사 2심 진행 중 (사건번호 2023 나 2013280: 1심 사건번호 2017 가합 574026) - '23년 2월 10일, 원고 승소(배상금 400억 원 / 군주 제조 및 판매 금지 / 완제품 및 반제품 폐기) - '23년 3월 16일 항소심 사건 접수 ▶ '25년 7월 22일 변론준비기일 예정
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) - '22년 9월 17일 ~ '32년 9월 16일 기간 동안 'Jeuveau'의 순매출액 대비 한자릿수 중반의 로열티를 메디톡스가 수령하는 구조 (Per the agreement, beginning September 17, 2022 to September 16, 2032, the company will pay Medytox a mid-single digit royalty percentage on net sales of Jeuveau in the U.S. and all territories it has licensed outside the U.S.)
메디톡스	휴젤	미국	피고 승소 원고 측 항소 진행 중	- '24년 6월, 군주 절취 사실 없다는 예비 판결로 피고 승소 - '24년 10월 12일, 미국의 관세법 위반하지 않았다는 최종 판결로 피고 승소 - '24년 12월, 원고의 항소 신청으로 현재 항소 진행 중

자료: 각 사, 언론보도, 키움증권 리서치센터

사건번호 2023나2013280으로 진행되고 있는 메디톡스-대웅제약 국내 민사 2심은 변론준비기일이 다시 잡혔다. 변론준비기일은 변론기일에 심리가 효율적으로 이뤄질 수 있도록 미리 소송 쟁점과 증거 등을 정리하는 사전 준비 작업이다. 변론기일은 실제로 법정에서 원고와 피고가 각자의 주장을 알리고 증거가 조사되어 법적 심리가 진행된다. 그렇기에 변론준비기일은 변론기일 이전에 여러 번 잡힐 수 있지만, 변론기일 후에 일정이 다시 생기는 경우는 흔치 않다. 이미 수차례의 변론기일 출석을 통해 재판관, 원고, 피고 측의 의견 교류가 진행되었기 때문이다.

그럼에도 '25년 5월 말, 그리고 7월 말에 변론준비기일 일정이 다시 예정되어 있는 까닭은 **심리 과정에서의 변화가 있다고 볼 수 있다. 재판부가 바뀌어 사건을 아예 새롭게 바라봐야 하는 경우, 주요 법적 쟁점이 추가되거나 바뀌는 경우 등이 이에 해당한다.** 통상적으로 변론준비기일로부터 변론기일까지는 1~2개월, 변론기일 후 판결 선고까지 6개월이 걸린다. '25년 7월 22일에 예정되어있는 변론준비기일로부터 약 8개월, 즉 '26년 3월에 2심 선고가 나올 것으로 기대해볼 수 있다. 물론 기술 특허라는 특수성에 의해 이번 2심에서는 '24년 5월 변론준비기일 ▶ '25년 4월 변론기일까지 1년이 걸렸다. 이번에도 같은 시간이 필요하다고 가정하면 '26년 7월 변론기일 후 6개월 이상이 흘러 '27년 말에 판결이 선고될 수도 있다. **종합적으로 빠르면 '26년 초, 늦으면 '27년 말에는 양사의 2심 결과를 확인할 수 있을 것이라고 추정**이 가능하다.

메디톡스-대웅제약 국내 민사 2심 진행 내용

일자	내용	결과
2024-05-02	변론준비기일(서관 제 305 호 법정[서관 6 번 법정출입구] 16:00)	속행
2024-05-21	변론준비기일(서관 제 305 호 법정 10:30)	변론준비종결
2024-07-25	변론기일(서관 제 305 호 법정[서관 6 번 법정출입구] 16:30)	기일변경
2024-09-26	변론기일(서관 제 305 호 법정[서관 6 번 법정출입구] 17:00)	속행
2024-12-19	변론기일(서관 제 305 호 법정[서관 6 번 법정출입구] 17:00)	속행
2025-02-20	변론기일(서관 제 305 호 법정[서관 6 번 법정출입구] 16:30)	속행
2025-04-24	변론기일(서관 제 305 호 법정[서관 6 번 법정출입구] 16:30) 추정기일 (추정사유: 감정,조회,촉탁 등 결과 도착을 기다리기 위하여)	기일변경
2025-05-27	변론준비기일(서관 305 호 법정 15:00)	속행
2025-07-22	변론준비기일(서관 305 호 법정 15:00)	

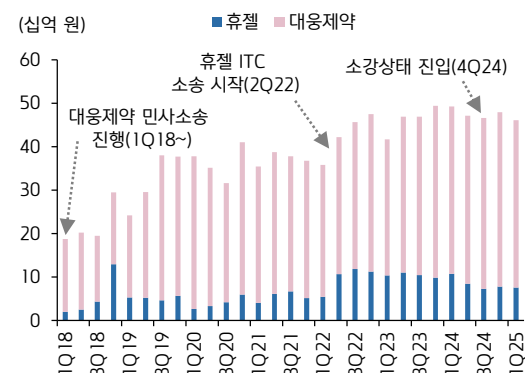
자료: 서울고등법원, 키움증권 리서치센터

비용 불확실성 줄어들 전망

휴젤과 대응제약은 미국 ITC 소송 노이즈 완화와 더불어 비용이 안정화되는 추세를 맞이하고 있다. '24년 10월에 휴젤은 ITC 소송에서 승리하였고, 실제로 그 이후로 판관비의 지급수수료 계정이 100억 원 미만으로 줄어든 채로 유지되는 중이다.

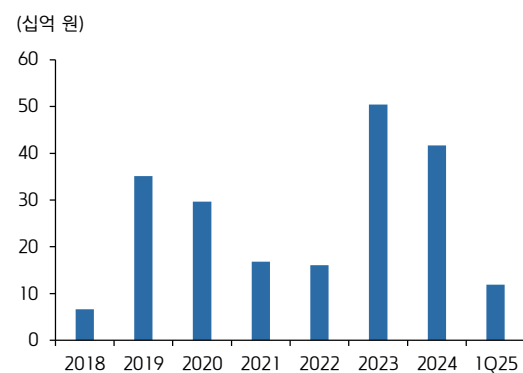
메디톡스는 5월 14일 보고서 "1Q는 law risk & low return, 2Q를 기다려보자"에서 언급했듯 119억 원의 법무비가 1Q25에 반영되며 실적 기대치를 하회하는 모습이 있었다. 이는 1분기에 해외에서의 전략적인 회의를 물리며 일시적으로 상승했기 때문이었다. '24년에는 1Q24 150억 ▶ 2Q24 70억 ▶ 3Q24 50억 ▶ 4Q24 50억으로 줄어드는 추세였고, '25년에도 비슷한 흐름을 보일 것으로 판단한다.

분기별 휴젤, 대응제약 판관비 지급수수료 추이



자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

연간 메디톡스 판관비 지급수수료 추이



주) 1Q25는 소송 관련 법무비

자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

>>> 멈추지 않는 국내 외국인 의료 관광객 인바운드 물결

의료 소비액, 의료 소비 건수, 피부과 쓸림 현상 모두 역대 최고

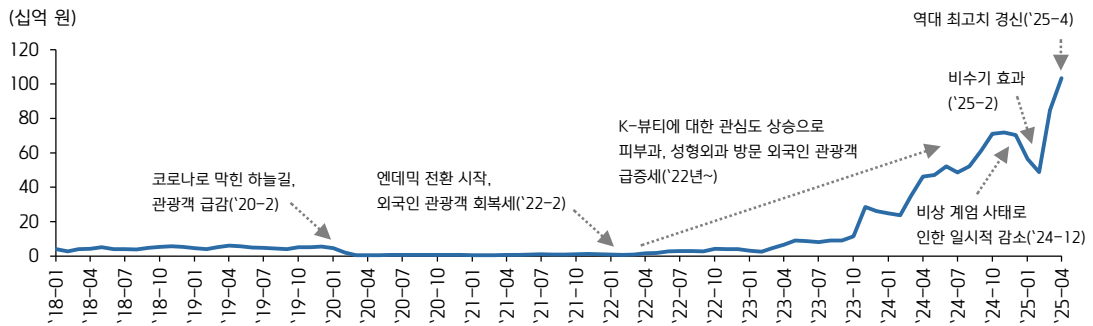
의료 목적으로 우리나라를 방문하는 외국인들이 말 그대로 물밀듯이 들어오고 있다. '25년 4월 의료 소비액은 1,877억 원(YoY +83.4%, MoM +22.5%)으로 역대 최고치를 또 다시 경신했다. 소비액을 진료과목별로 분류한 추이를 살펴보다라도 '25년 4월 피부과 55.1%(1,034억 원; YoY +123.7%, MoM +21.9%), 성형외과 25.3%(475억 원; YoY +45.9%, MoM +25.6%)로 합산 80.4%의 비중을 차지한다. 외국인들이 의료 목적으로 국내에서 쓴 돈의 8할이 미용 목적이라고 해석해도 무방하다.

월간 외국인 의료 소비액 추이



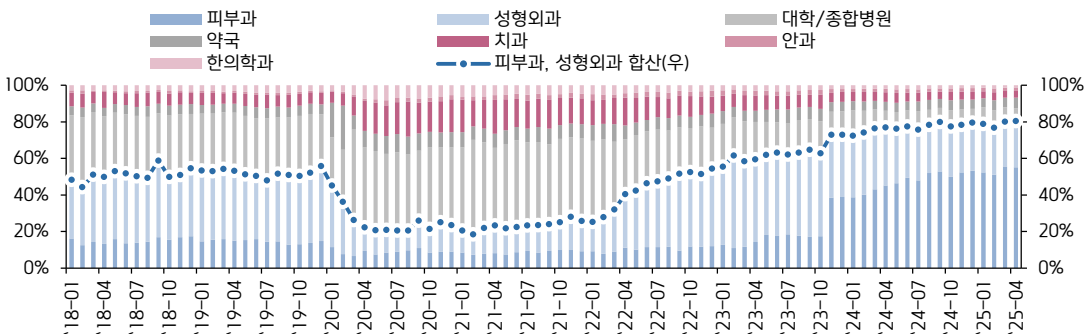
자료: 한국관광데이터랩, 키움증권 리서치센터

월간 외국인 피부과 의료 소비액 추이



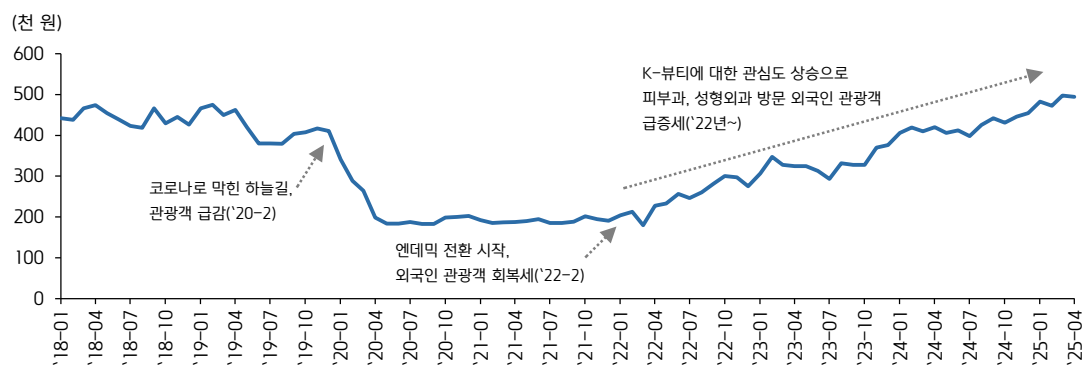
자료: 한국관광데이터랩, 키움증권 리서치센터

월간 외국인 의료 소비액 진료과목별 비율 추이



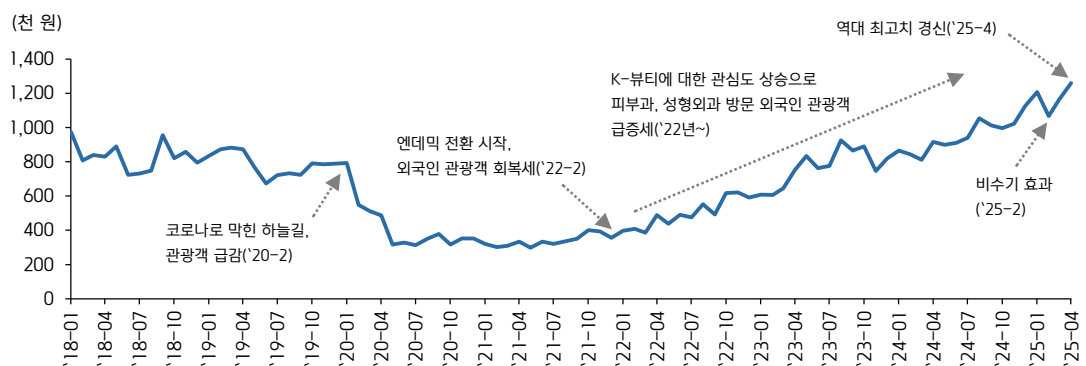
자료: 한국관광데이터랩, 키움증권 리서치센터

월간 외국인 의료 진료당 소비액 추이



자료: 한국관광데이터랩, 키움증권 리서치센터

월간 외국인 피부과 의료 진료당 소비액 추이



자료: 한국관광데이터랩, 키움증권 리서치센터

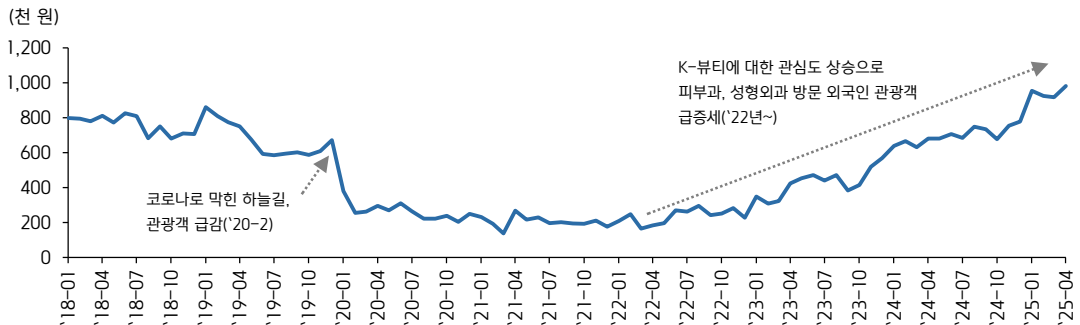
중국: 4월 피부과 소비액 358억 원, 시술 단가 250만 원으로 모두 압도적 1등

'25년 4월 중국 관광객들의 국내 의료 소비액은 501억 원(YoY +28.0%, MoM +26.7%)으로 전체 국가에서 26.7%를 차지하며 압도적인 1등을 차지했다. 피부과로 한정된 금액은 358억 원(YoY +93.6%, MoM +25.8%)으로 국가 비중 34.6%를 기록했다. 피부과에서 결제되는 금액의 1/3은 중국 관광객들이 지불한 것이다.

소비액을 소비건수로 나눈 **시술 단가**(진료당 소비액)도 꾸준히 상승하고 있다. 1명이 피부미용 시술에 더 많은 돈을 지불할 용의가 생기고 있고, 시장에 반영되기 시작한 셈이다. 코로나 이전 '18년 4월과 '19년 4월에는 시술 단가가 각각 810,626원, 749,717원이었다. 트렌드를 타기 시작한 '23년 4월에는 1,258,936원으로 증가하더니, '24년 4월 1,922,715원 ▶ **'25년 4월 2,486,644원으로 역대 최고치를 경신**하고 있다.

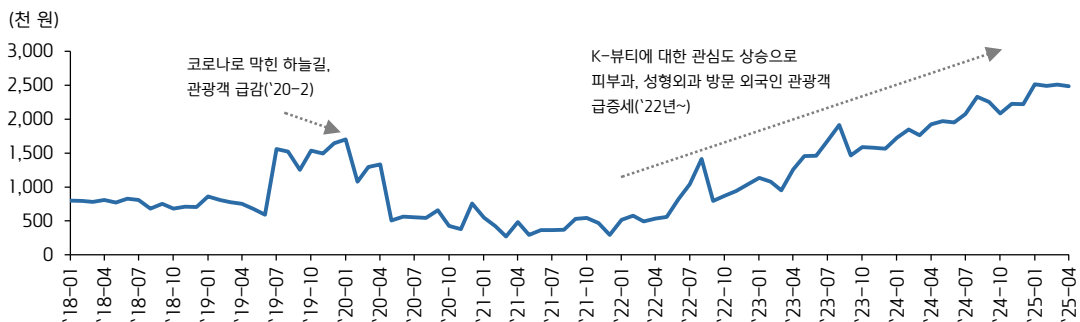
우리나라 피부과에서 가장 비싼 단일 시술은 'Ultherapy'와 'Theramge'가 대표적이다. 여러 피부과에서 1회 시술에 약 150만 원 이상의 가격대로 만나볼 수 있는데, 중국 관광객 시술 단가인 250만 원을 크게 하회한다. 이는 비싼 시술 1가지뿐만 아니라 여러 제품을 동시에 시술 받는 것을 의미한다. 특히 같은 에너지 기반 피부 미용 장비(EBD)이더라도 사용하는 에너지원이 다르면 병용으로 시술을 진행하기도 한다. 독신과 필러, 스킨 부스터 같은 주사제형과의 시너지 효과도 기대할 수 있어 임상적으로도, 돈을 지불하는 소비자 만족도 차원에서도 충분히 합리적이다.

월간 중국인 의료 진료당 소비액 추이



자료: 한국관광데이터랩, 키움증권 리서치센터

월간 중국인 피부과 의료 진료당 소비액 추이



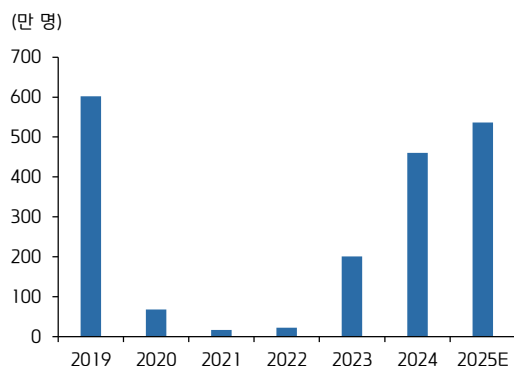
자료: 한국관광데이터랩, 키움증권 리서치센터

3분기부터 중국 단체 관광객(유커)들을 대상으로 30일간의 무비자 입국을 전국적으로 허용한다는 언론 보도들이 이어졌다. '18년 평창올림픽 기간에 양양공항 입국 유커들에 대해 비자 발급을 면제한 전례도 있다. 현재 제주도 한정으로는 이미 30일간의 무비자 입국을 실시하는 중이기도 하다.

당시 정권과 현재 집권한 정권의 대중국 스탠스가 비슷한 것을 미루어 보면 실제로 진행될 가능성이 높다고 판단한다. 심지어 이러한 논의가 이뤄진 것은 이전 정권의 기획재정부 장관이었다. 이번 유커 무비자 입국 허용안은 내수 경제 활성화를 위한 경제적 조치로서 정치적 입장이 다르다고 정책이 무산될 확률은 낮다.

시기는 구체적으로 알려지지 않았으나 빠르면 다음달인 **7월부터 시행될 가능성**도 있다. 의료 소비액 총액 기준으로, 1인당 시술 단가 기준으로 가장 적극적으로 국내 의료 관광에 돈을 쓰고 있는 중국 관광객들의 유입은 우상향 추세를 유지할 만한 중요한 근거이다.

연간 방한 중국 관광객 수 추이 및 목표



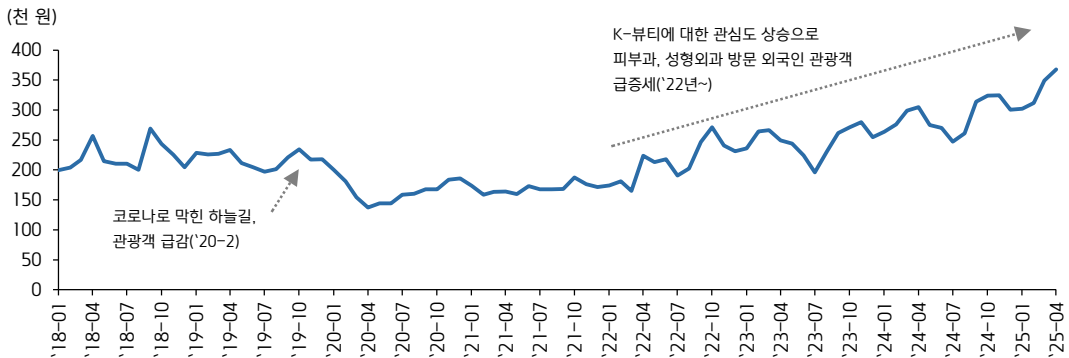
자료: 한국관광공사, 언론보도, 키움증권 리서치센터

미국: 4월 피부과 소비액 143억, 시술 단가 102만 원으로 태평양 건너온 보람이 있다

'25년 4월 미국 관광객들의 국내 의료 소비액은 377억 원(YoY +67.5%, MoM +33.4%, 국가 비중 20.1%)으로 기록되었다. 진료과목을 피부과만 살펴보면, 143억 원(YoY +124.7%, MoM +43.4%, 국가 비중 13.8%)으로 역시나 가파른 성장세가 이어지고 있다.

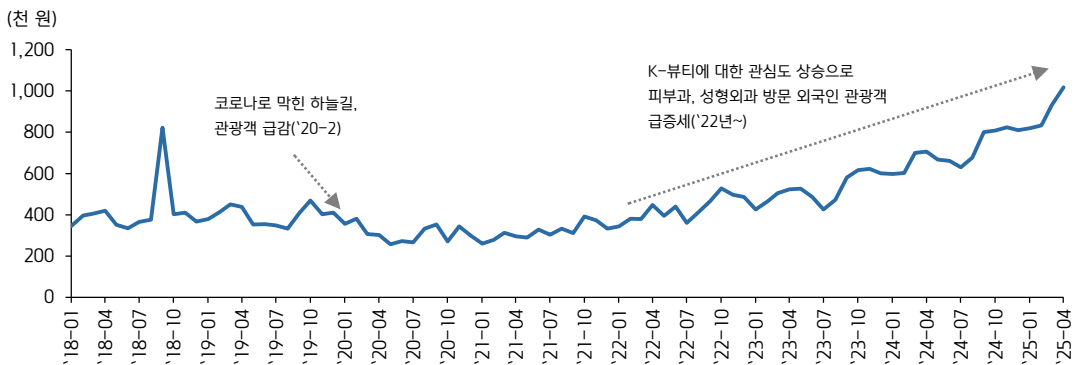
지난 4월 미국 관광객들의 피부과 시술 단가는 102만 원(YoY +44.0%, MoM +9.3%)으로 꾸준히 상승하고 있으나 중국 관광객들의 시술 단가 250만 원에 비하면 훨씬 낮은 수준이다. 태평양을 넘어서 오래도록 비행해야 하는 미국인들은 온 김에 여러 시술을 받고 본국으로 돌아가는 것이 합리적일 것이다. 여러 피부 미용 시술을 대하는 문화적 차이, K-에스테틱 인지도 차이 등을 고려하더라도 장기적인 차원에서 향후 시술 단가 상승을 노려볼 수 있다고 판단한다.

월간 미국인 의료 진료당 소비액 추이



자료: 한국관광데이터랩, 키움증권 리서치센터

월간 미국인 피부과 의료 진료당 소비액 추이



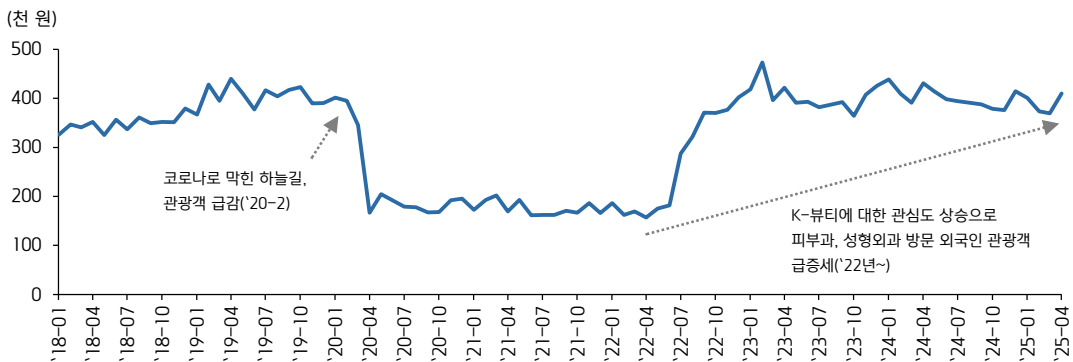
자료: 한국관광데이터랩, 키움증권 리서치센터

일본: '25년 4월 피부과 소비액 128억, 시술 단가 60만 원으로 아직 덜 열린 지갑

'25년 4월 일본 관광객들의 국내 의료 소비액은 231억 원(YoY +33.1%, MoM -5.6%, 국가 비중 12.3%)을 기록했다. 피부과 소비액은 129억 원(YoY +44.3%, MoM -13.6%, 국가 비중 12.4%)을 기록했다.

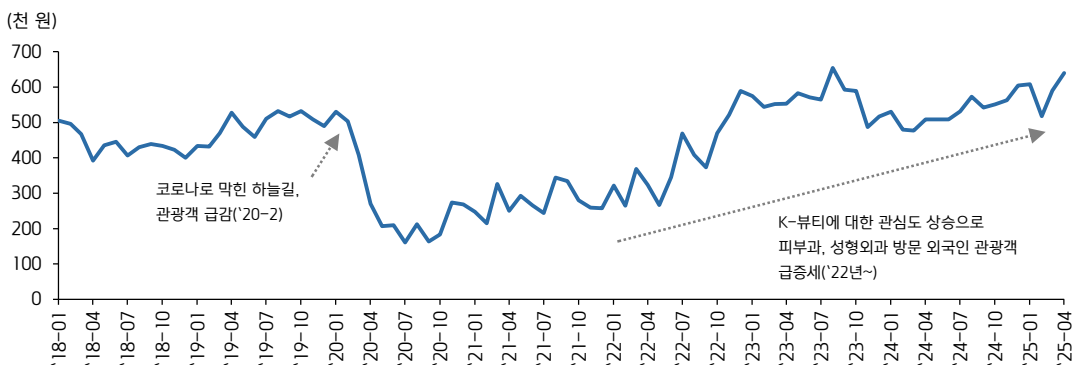
의료 시술 단가는 4월 41만 원(YoY -4.8%, MoM +10.9%)으로 '23년 초에 큰 폭의 상승 이후로 별다른 성장세가 이어지지 않았다. 하지만 진료과목을 피부과로 한정하면 4월 시술 단가는 64만 원(YoY +25.8%, MoM +8.3%)으로 장기적인 상승 추세가 이어지는 중이다. 우리나라를 방문하는 일본 관광객들이 시술을 중저가 ▶ 고가로 바꾸고 있거나, 한 번에 다양한 시술을 받으며 피부과 소비 성향이 적극적으로 바뀌고 있다고 해석할 수 있다.

월간 일본인 의료 진료당 소비액 추이



자료: 한국관광데이터랩, 키움증권 리서치센터

월간 일본인 피부과 의료 진료당 소비액 추이



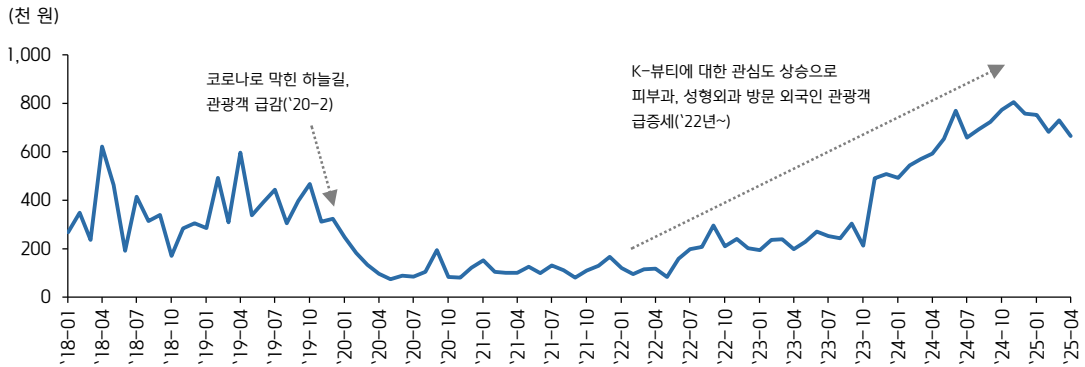
자료: 한국관광데이터랩, 키움증권 리서치센터

대만: '25년 4월 피부과 소비액 115억, 시술 단가 150만 원으로 쓸 땐 쓰는 사람들

'25년 4월 대만 관광객들의 국내 의료 소비액은 152억 원(YoY +243.0%, MoM -3.0%, 국가 비중 8.1%)으로 가파른 성장세를 꾸준히 이어가는 중이다. 피부과 소비액은 115억 원(YoY +340.1%, MoM -2.7%, 국가 비중 11.2%)으로 전체 소비액을 뛰어 넘는 수준으로 더 빠르게 늘어나고 있다.

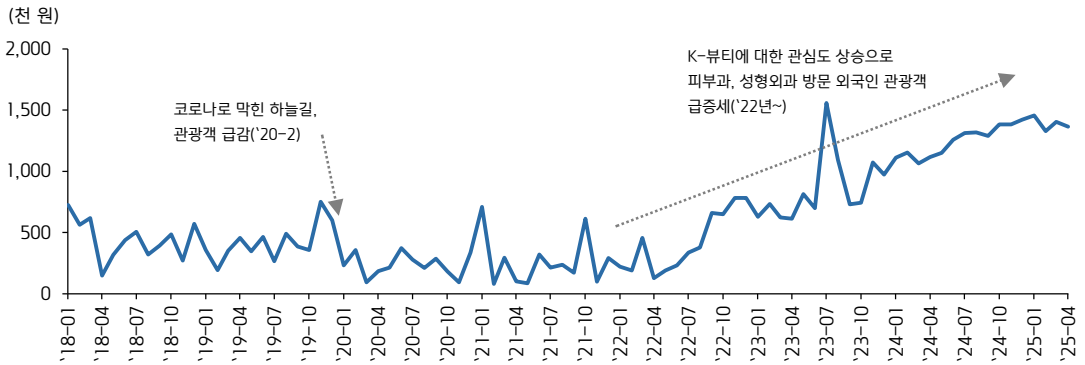
피부과 시술 단가를 살펴보면 '24년 1월 100만 원을 넘긴 이후로 꾸준히 월간 시술 단가 100만 원을 초과하고 있다. '25년 4월 137만 원(YoY +22.2%, MoM -2.7%)으로, 소비 총액은 일본에 비해 낮지만 개개인의 시술 단가는 더 높은 수치를 기록했다. 이미 1명이 피부과에 돈을 쓸 생각이 긍정적으로 있기에 입국자 수가 늘어날수록 의료기기 업체들의 제품을 활용할 여지가 크다.

월간 대만인 의료 진료당 소비액 추이



자료: 한국관광데이터랩, 키움증권 리서치센터

월간 대만인 피부과 의료 진료당 소비액 추이



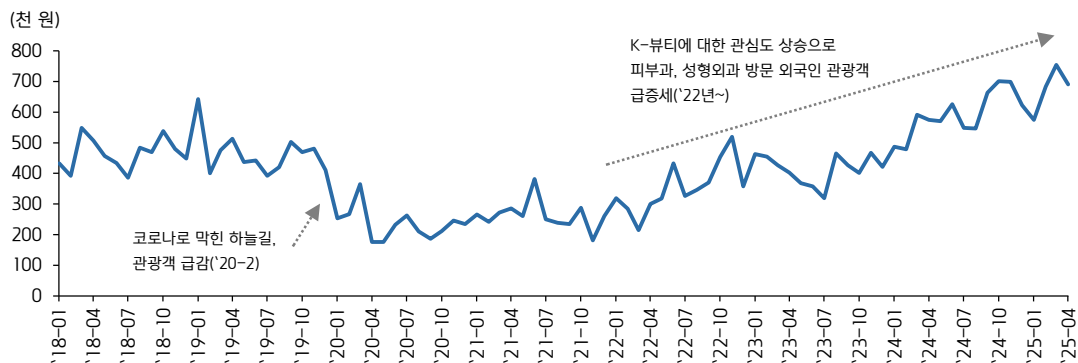
자료: 한국관광데이터랩, 키움증권 리서치센터

홍콩: '25년 4월 피부과 소비액 69억, 시술 단가 150만 원으로 강한 구매력 증명 중

'25년 4월 홍콩 관광객들의 국내 의료 소비액은 92억 원(YoY +244.1%, MoM +24.4%, 국가 비중 4.9%)을 기록했다. 입국자 수가 적어 규모 자체는 상대적으로 작지만 세자릿수 성장세를 15개월 연속으로 이어가는 중이다. 피부과 소비액은 69억 원(YoY +364.6%, MoM +23.2%, 국가 비중 6.2%)을 기록하며 전체 의료 소비액을 크게 상회하는 성장률을 유지하고 있다.

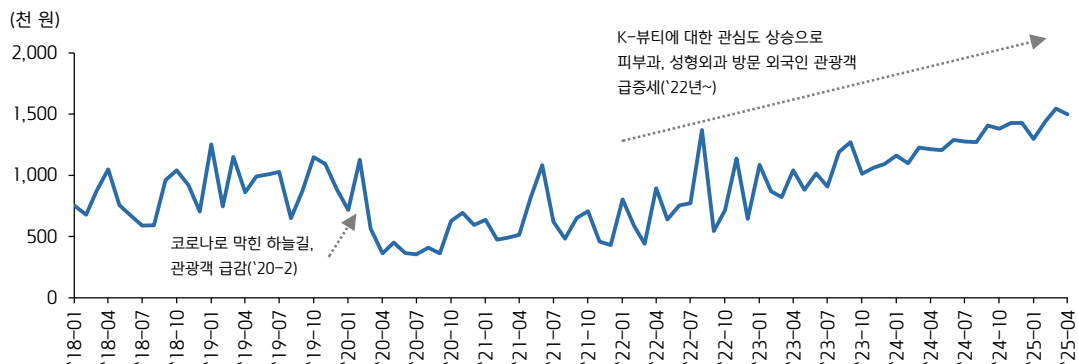
4월의 피부과 시술 단가는 150만 원(YoY +23.4%, MoM -3.1%)로 역대 최고치 수준이다. 대만과 비슷하게 관광객 개인이 피부 미용 시술에 들이는 돈이 크다. 앞으로 입국자 수 증가에 비례하여 시장 활성화에 기여할 가능성이 높다.

월간 홍콩인 의료 진료당 소비액 추이



자료: 한국관광데이터랩, 키움증권 리서치센터

월간 홍콩인 피부과 의료 진료당 소비액 추이



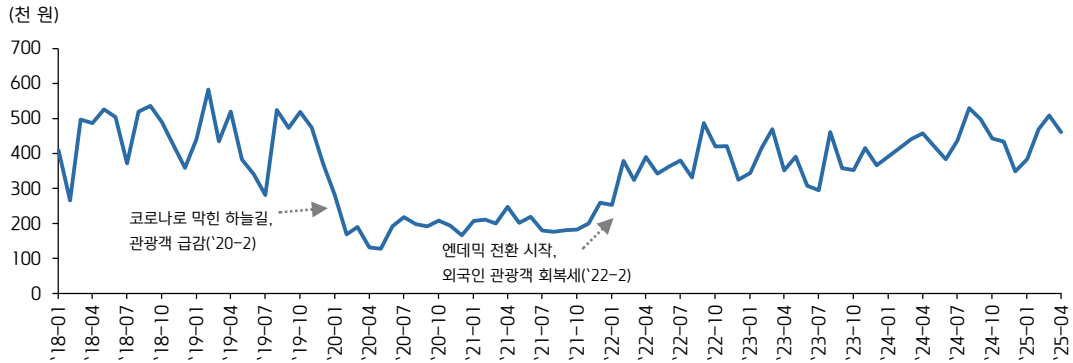
자료: 한국관광데이터랩, 키움증권 리서치센터

싱가포르: '25년 4월 피부과 소비액 59억, 시술 단가 130만 원으로 강한 소비력 시현

'25년 4월 싱가포르 관광객들의 국내 의료 소비액은 96억 원(YoY +118.2%, MoM +29.7%, 국가 비중 5.1%)을 기록했다. 피부과 소비액은 59억 원(YoY +152.2%, MoM +32.5%, 국가 비중 5.7%)로 전체 의료 소비액의 61.1%를 차지했다.

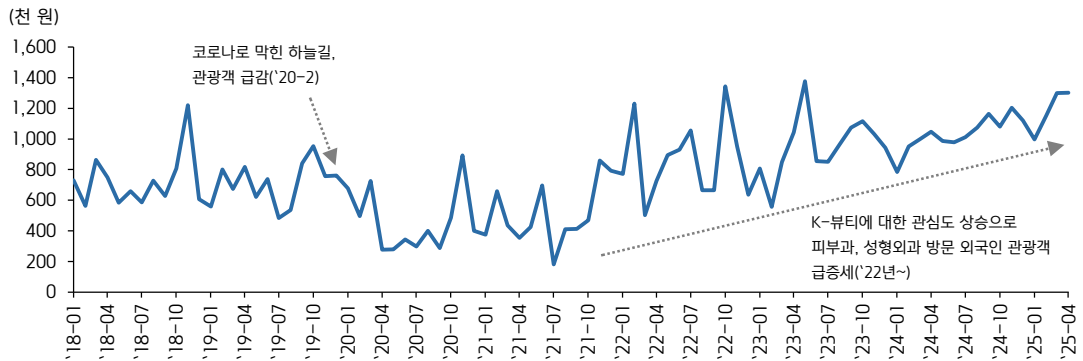
4월의 피부과 시술 단가는 130만 원(YoY +24.4%, MoM +0.3%)로 역사상 가장 높은 수치를 기록했다. 이는 관광객 한 명 한 명의 소비력이 강하다는 것을 시현하는 수치이다.

월간 싱가포르인 의료 진료당 소비액 추이



자료: 한국관광데이터랩, 키움증권 리서치센터

월간 싱가포르인 피부과 의료 진료당 소비액 추이



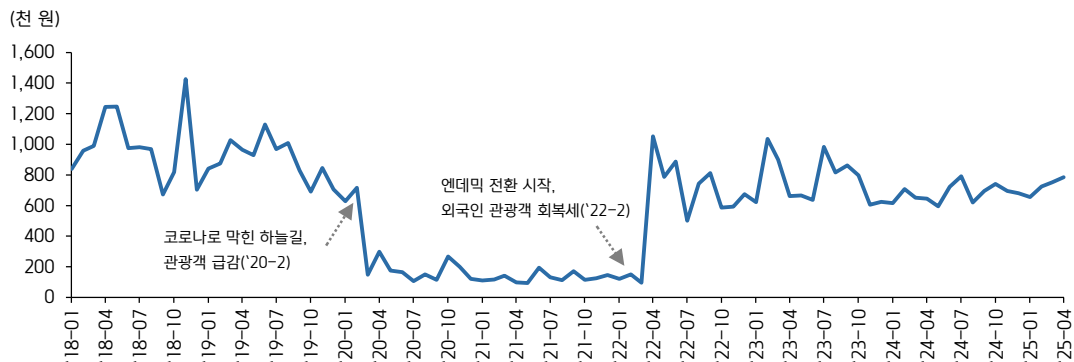
자료: 한국관광데이터랩, 키움증권 리서치센터

태국: '25년 4월 피부과 소비액 32억, 시술 단가 113만 원으로 상승세 유지 중

'25년 4월 태국 관광객들의 국내 의료 소비액은 59억 원(YoY +57.8%, MoM +86.0%, 국가 비중 3.2% 3.2%)을 기록했다. 피부과 소비액은 32억 원(YoY +106.5%, MoM +97.4%, 국가 비중 3.1%)이었다.

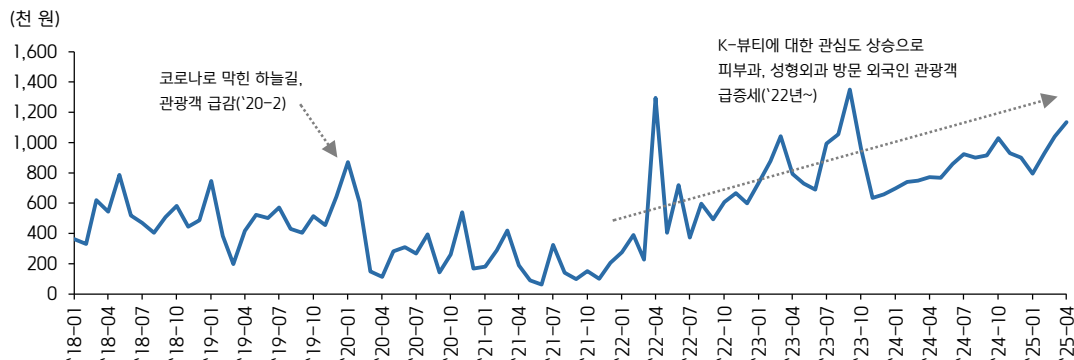
4월 피부과 시술 단가는 113만 원(YoY +47.2%, MoM +9.1%)으로 다시 100만 원대에 진입했다.

월간 태국인 의료 진료당 소비액 추이



자료: 한국관광데이터랩, 키움증권 리서치센터

월간 태국인 피부과 의료 진료당 소비액 추이



자료: 한국관광데이터랩, 키움증권 리서치센터



기업분석

휴젤
(145020) Buy(Maintain)/목표주가 460,000원
기회를 줄 때 사야 하긴 해

대웅제약
(069620) Buy(Maintain)/목표주가 210,000원
특신 수출 역대 최고치 경신 전망

메디톡스
(086900) Buy(Maintain)/목표주가 210,000원
문제아지만 최강

파마리서치
(214450) Buy(Maintain)/목표주가 610,000원
예뻐지는 데에는 국경이 없다

Giant Biogene Holding
(2367.HK) Not Rated
콜라겐 화장품에서 의료기기까지

휴젤 (145020)



Buy(Maintain)

목표주가 460,000원

주가(6/9) 344,500원

의료기기 Analyst 신민수

alstn0527@kiwoom.com

6월 미국향 선적이 150억 원 진행될 예정이고, 다음 선적은 4Q25에 비슷한 규모로 이뤄질 것이라 전망한다. 공장 증설로 감가상각비가 연간 120억 원 이상으로 커지겠으나, 외형 성장과 더불어 매출원가 하락이 이를 상쇄할 수 있다. 여전히 자사주 약 180만 주를 보유하고 있어 추가 소각에 따른 기계적인 EPS와 주가의 상승도 기대해볼 수 있다. 목표주가 46만 원, 투자의견 Buy를 제시한다.

Stock Data

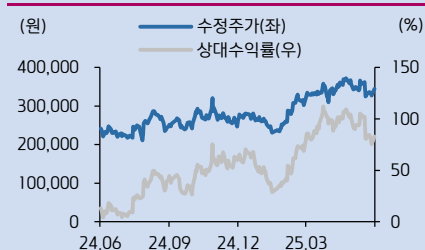
KOSDAQ (6/9)		764.21pt
시가총액		42,387억 원
52주 주가동향	최고가	최저가
	372,000원	211,000원
최고/최저가 대비 등락	-7.4%	63.3%
주가수익률	절대	상대
	1M	-3.6% -8.9%
	6M	30.0% 12.5%
	1Y	61.7% 83.0%

Company Data

발행주식수	12,304천주
일평균 거래량(3M)	61천주
외국인 지분율	54.6%
배당수익률(25E)	0.0%
BPS(25E)	81,956원

주요 주주	Aphrodite Acquisition Holdings	43.8%
-------	--------------------------------	-------

Price Trend



기회를 줄 때 사야 하긴 해

>>> 미국 출하를 의심하지 말지어다

2Q25 실적은 매출액 1,249억(YoY +30.9%, QoQ +39.1%), 영업이익 646억(YoY +52.2%, QoQ +65.8%, 영업이익률 51.7%)을 전망한다. 6월 미국향 선적 150억 원을 추정하여 이를 실적 전망치에 반영시켜두었다. 다음 선적은 4Q25에 비슷한 규모로 이뤄질 것이라 전망한다. '23년 5월부터 동사의 미국 현지 파트너사인 BENEV의 최대주주가 된 엑소코바이오의 감사보고서를 살펴보면 계약기간과 규모를 확인해볼 수 있다. 3개년간 총액 \$95.0M(약 1,300억 원)이고, 해를 거듭할수록 납품 규모가 커지는 형태일 것으로 추정한다.

>>> 공장 문제도 시간 지나며 해결 가능

1공장은 공정 효율성 문제로 폐쇄되었고, 3공장은 가동 초기이기에 생산 물량이 일반적인 때보다 1Q25에는 적을 수밖에 없었다. 그에 따라 실적 기대치를 하회하는 모습이 있었으나, 2Q25부터는 해당 내용이 개선되며 외형과 수익성에 변수가 사라지고 있다고 판단한다. 감가상각비가 연간 120억 원 이상으로 급증하겠으나, 늘어난 외형과 더불어 매출원가 하락이 이를 상쇄할 수 있는 수준이라 판단한다.

>>> TP 46만 원, 투자의견 'Buy' 제시

'25년 EPS 전망치 15,206원과 목표 PER 30배를 적용하여 목표주가 46만 원(기존 45만 원 대비 +2.2% 상향)을 제시한다. 지난 5월 15일 537억 원 어치의 자사주 30만 주를 소각했다. 현재 약 180만 주의 자사주가 여전히 남아있어 추가 소각을 통한 EPS 및 주가의 기계적 상승 여력이 존재한다. 국내외에서 모두 기업 밖의 불확실성이 줄어들며 3,500억 원 이상의 현금성자산을 활용하는 방안도 기대해볼 수 있는 상황이다.

(십억 원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	319.7	373.0	463.4	552.8	644.5
영업이익	117.8	166.2	225.8	275.5	331.5
EBITDA	131.6	181.3	253.7	308.3	355.8
세전이익	133.3	165.2	239.9	298.4	364.8
순이익	97.7	143.1	187.1	232.8	284.6
지배주주지분순이익	93.1	135.8	187.1	232.8	284.6
EPS(원)	7,517	10,985	15,206	18,919	23,128
증감률(% YoY)	62.4	46.1	38.4	24.4	22.2
PER(배)	19.9	25.5	21.5	17.3	14.1
PBR(배)	2.40	4.40	3.99	3.20	2.58
EV/EBITDA(배)	11.4	17.6	13.7	10.4	8.2
영업이익률(%)	36.8	44.6	48.7	49.8	51.4
ROE(%)	12.1	17.5	20.6	20.5	20.2
순차입금비용(%)	-49.8	-45.5	-56.0	-64.8	-71.2

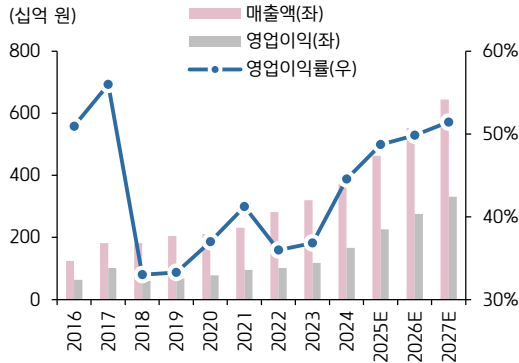
자료: 키움증권 리서치센터

휴젤 실적 추이 및 전망 표

(단위: 십억 원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	74.3	95.4	105.1	98.2	89.8	124.9	110.4	138.2	373.0	463.4	552.8
YoY	15.4%	17.0%	23.9%	10.4%	20.9%	30.9%	5.0%	40.7%	16.7%	24.2%	19.3%
특신	34.1	50.6	64.1	52.8	40.3	71.8	61.4	82.0	201.6	255.4	305.0
필러	29.3	36.5	29.9	32.1	34.4	41.7	35.5	38.9	127.8	150.5	179.6
화장품	9.5	6.6	9.0	11.7	13.2	9.9	11.5	14.4	36.9	48.9	59.0
리프팅살 등 의료기기	1.3	0.9	1.8	1.2	1.5	1.1	1.6	2.4	5.2	6.6	7.0
기타	0.2	0.8	0.2	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5	1.6	2.0	2.2
매출원가	17.2	23.9	22.2	22.5	20.8	25.3	24.4	29.6	85.9	100.1	117.0
매출원가율	23.2%	25.1%	21.2%	22.9%	23.2%	20.2%	22.1%	21.4%	23.0%	21.6%	21.2%
매출총이익	57.1	71.5	82.9	75.7	69.0	99.7	86.0	108.6	287.2	363.3	435.8
매출총이익률	76.8%	74.9%	78.8%	77.1%	76.8%	79.8%	77.9%	78.6%	77.0%	78.4%	78.8%
판매비와관리비	33.1	29.1	29.5	29.3	30.1	35.1	34.8	37.6	120.9	137.5	160.3
판매비율	44.6%	30.5%	28.1%	29.8%	33.5%	28.1%	31.5%	27.2%	32.4%	29.7%	29.0%
영업이익	24.0	42.4	53.4	46.5	39.0	64.6	51.2	71.0	166.2	225.8	275.5
YoY	29.5%	51.6%	54.5%	26.4%	62.6%	52.2%	-4.1%	52.9%	41.1%	35.8%	22.0%
영업이익률	32.2%	44.5%	50.8%	47.3%	43.4%	51.7%	46.4%	51.4%	44.6%	48.7%	49.8%
당기순이익	22.7	37.0	42.0	41.4	31.7	54.4	41.0	60.8	143.1	187.1	232.8
YoY	33.8%	72.7%	1.1%	134.0%	39.3%	47.1%	-2.5%	46.9%	46.6%	30.7%	24.4%
당기순이익률	30.6%	38.8%	40.0%	42.2%	35.2%	43.5%	37.1%	44.0%	38.4%	40.4%	42.1%

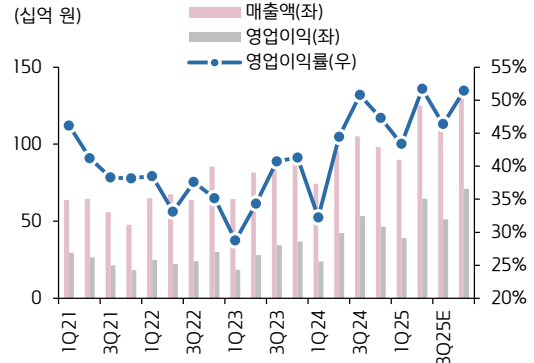
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

휴젤 연간 실적 추이 및 전망



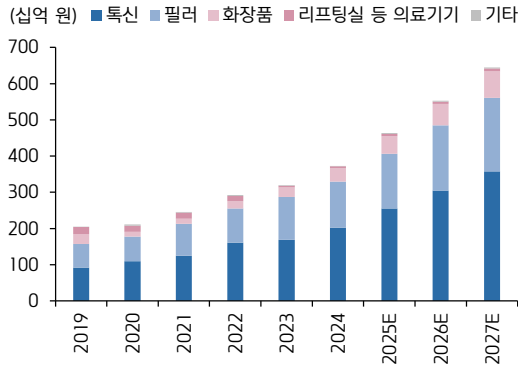
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

휴젤 분기 실적 추이 및 전망



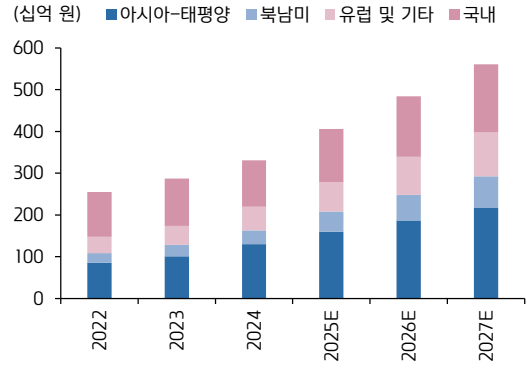
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

휴젤 사업부별 연간 매출액 추이 및 전망



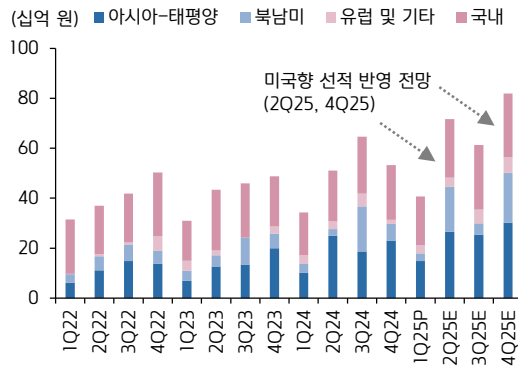
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

휴젤 지역별 연간 매출액 추이 및 전망



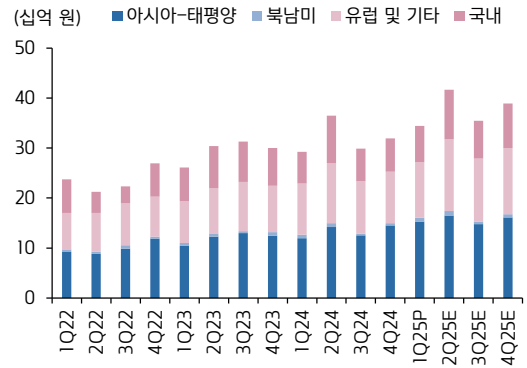
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

휴젤 지역별 분기 통신 매출액 추이 및 전망



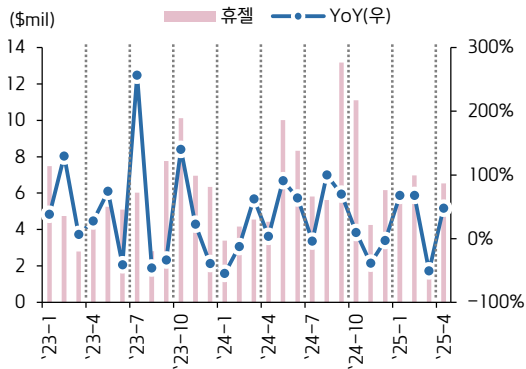
자료: 휴젤, 키움증권 리서치센터

휴젤 지역별 분기 필터 매출액 추이 및 전망



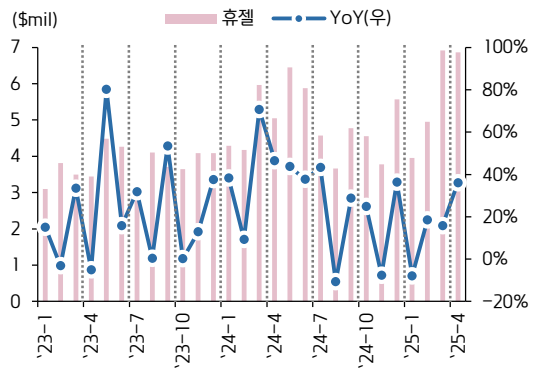
자료: 휴젤, 키움증권 리서치센터

강원도 춘천시 통신 월간 관세청 수출 데이터



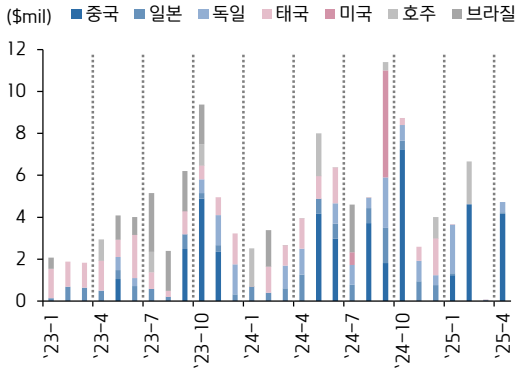
주) 휴젤 추정
주2) HS 코드: 3002.49.1000
자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

강원도 춘천시 필터 월간 관세청 수출 데이터



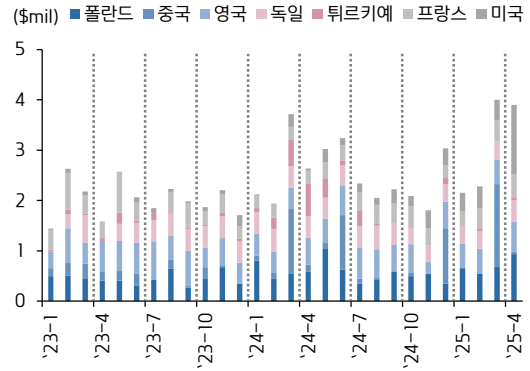
주) 휴젤 추정
주2) HS 코드: 3304.99.9000
자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

강원도 춘천시 주요 국가별 특신 수출 데이터



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

강원도 춘천시 주요 국가별 필러 수출 데이터



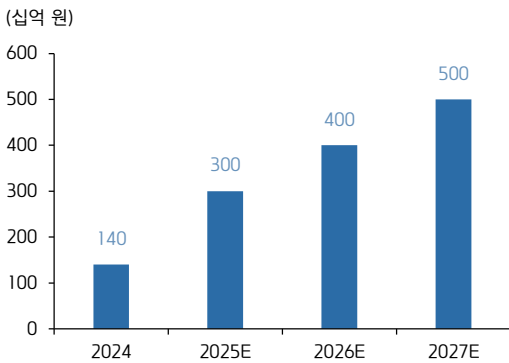
주) 휴젤 추정
주2) HS 코드: 3304.99.9000
자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

휴젤 미국 공급계약 내용

(6) 당기 4월 중 종속회사인 BENEV COMPANY INC.는 HUGEL AMERICA INC.와 향후 3개년간 총액 94,975천USD 규모의 매년 최소구매수량 이상을 구매하는 공급 약정을 체결하였습니다. 지배기업은 BENEV COMPANY INC.의 동 물품대금채무에 대하여 HUGEL AMERICA INC.에게 지급 보증을 제공하고 있습니다.

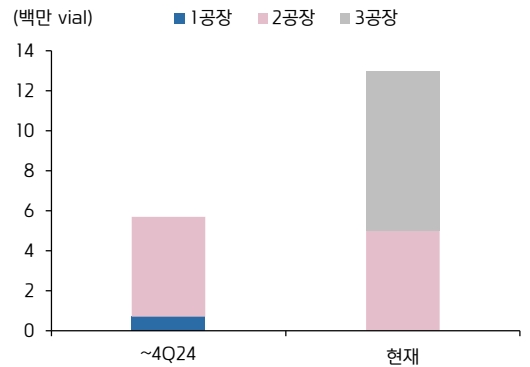
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

휴젤 미국 매출액 추정치



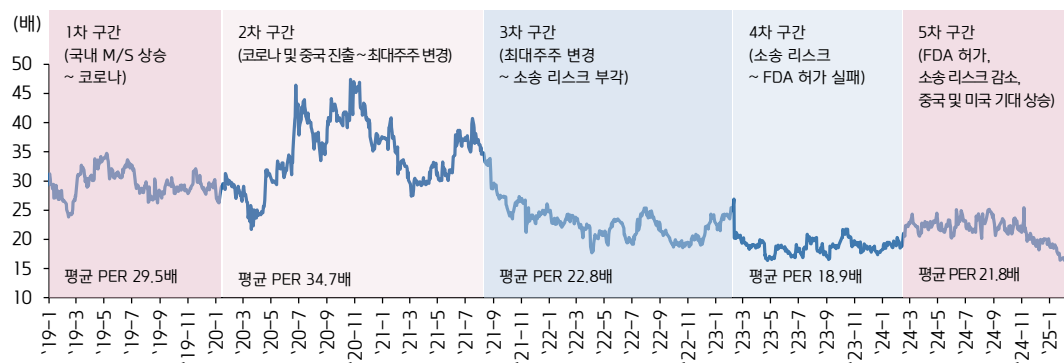
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

휴젤 특신 CAPA 증설



주) 1공장은 효율성 문제로 1Q25부터 가동 중단
자료: 휴젤, 키움증권 리서치센터

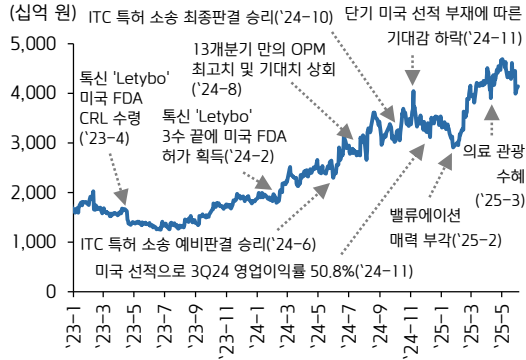
휴젤 12개월 선행 PER 추이 분석



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

자료: FnGuide, 휴젤, 언론보도, 키움증권 리서치센터

휴젤 시가총액 추이 분석



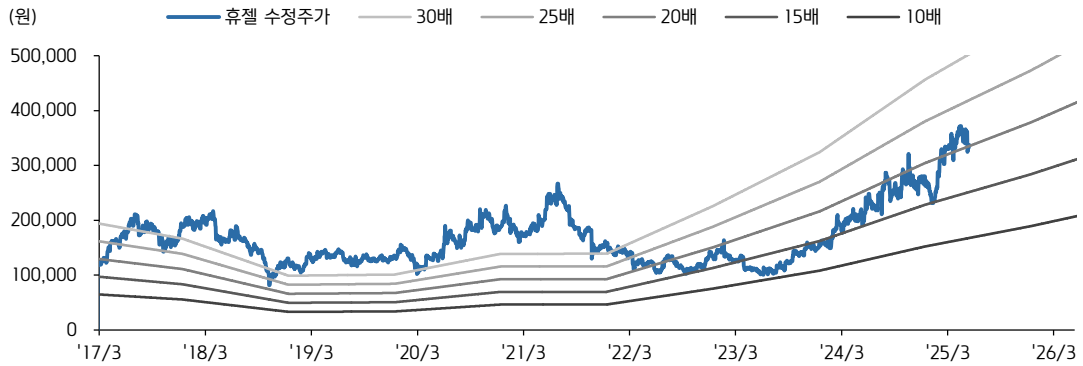
자료: FnGuide, 휴젤, 언론보도, 키움증권 리서치센터

휴젤 목표주가 산정 내용

2025년 EPS 전망치	15,206원
목표 PER	30배
목표 주가	456,165원
조정	460,000원
현재 주가	344,500원
상승 여력	33.5%

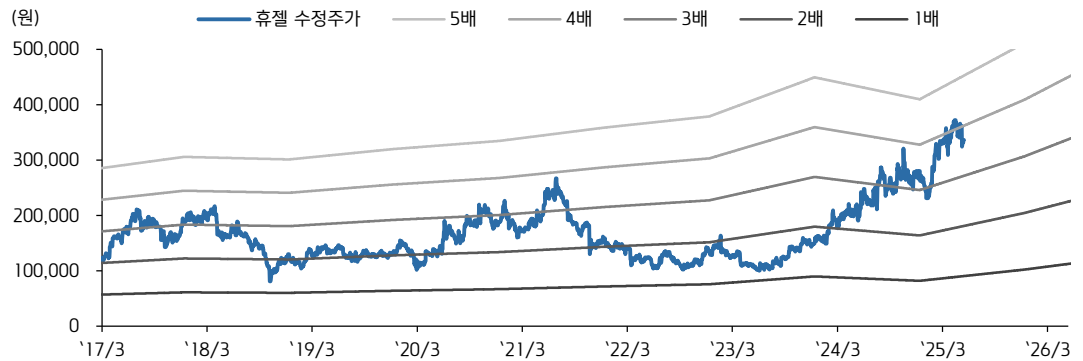
자료: 키움증권 리서치센터

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	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	319.7	373.0	463.4	552.8	644.5
매출원가	73.5	85.9	100.1	117.0	138.0
매출총이익	246.2	287.2	363.3	435.8	506.5
판매비	128.4	120.9	137.5	160.3	175.0
영업이익	117.8	166.2	225.8	275.5	331.5
EBITDA	131.6	181.3	253.7	308.3	355.8
영업외손익	15.5	-1.0	14.1	22.9	33.3
이자수익	17.6	14.7	21.8	30.6	41.0
이자비용	2.9	1.2	1.2	1.2	1.2
외환관련이익	5.4	9.1	4.0	4.0	4.0
외환관련손실	3.8	3.1	1.2	1.2	1.2
종속 및 관계기업손익	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
기타	-0.6	-20.2	-9.0	-9.0	-9.0
법인세차감전이익	133.3	165.2	239.9	298.4	364.8
법인세비용	35.6	22.0	52.8	65.7	80.3
계속사업손익	97.7	143.1	187.1	232.8	284.6
당기순이익	97.7	143.1	187.1	232.8	284.6
지배주주순이익	93.1	135.8	187.1	232.8	284.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	13.5	16.7	24.2	19.3	16.6
영업이익 증감율	16.2	41.1	35.9	22.0	20.3
EBITDA 증감율	14.1	37.8	39.9	21.5	15.4
지배주주순이익의 증감율	62.4	45.9	37.8	24.4	22.3
EPS 증감율	62.4	46.1	38.4	24.4	22.2
매출총이익율(%)	77.0	77.0	78.4	78.8	78.6
영업이익율(%)	36.8	44.6	48.7	49.8	51.4
EBITDA Margin(%)	41.2	48.6	54.7	55.8	55.2
지배주주순이익율(%)	29.1	36.4	40.4	42.1	44.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	117.7	149.1	188.0	239.4	282.4
당기순이익	97.7	143.1	187.1	232.8	284.6
비현금항목의 가감	42.9	48.2	58.5	67.5	63.2
유형자산감가상각비	9.4	10.5	22.9	28.0	19.7
무형자산감가상각비	4.5	4.5	5.0	4.8	4.6
지분법평가손익	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
기타	29.2	33.5	30.9	35.0	39.2
영업활동자산부채증감	-1.9	-19.3	-25.4	-24.7	-24.9
매출채권및기타채권의감소	8.0	-1.9	-12.8	-12.7	-13.0
재고자산의감소	-8.0	-9.2	-10.3	-10.2	-10.5
매입채무및기타채무의증가	-0.2	-0.3	-2.1	-1.6	-1.2
기타	-1.7	-7.9	-0.2	-0.2	-0.2
기타현금흐름	-21.0	-22.9	-32.2	-36.2	-40.5
투자활동 현금흐름	43.2	42.4	-19.6	-20.3	-21.1
유형자산의 취득	-23.7	-12.4	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	8.1	-21.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	66.2	-6.8	-4.5	-4.5	-4.5
단기금융자산의감소(증가)	23.7	82.9	-14.7	-15.4	-16.2
기타	-31.1	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4
재무활동 현금흐름	-187.1	-172.1	0.3	0.4	0.4
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-122.4	-172.5	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-64.6	0.4	0.4	0.4	0.4
기타현금흐름	0.4	4.8	19.5	19.5	19.5
현금 및 현금성자산의 순증가	-25.8	24.1	188.2	238.9	281.2
기초현금 및 현금성자산	131.8	106.0	130.1	318.3	557.3
기말현금 및 현금성자산	106.0	130.1	318.3	557.3	838.5

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	567.8	522.9	749.0	1,026.5	1,347.6
현금 및 현금성자산	106.0	130.1	318.2	557.3	838.5
단기금융자산	375.9	293.0	307.7	323.1	339.2
매출채권 및 기타채권	49.4	52.9	65.7	78.4	91.4
재고자산	34.3	42.6	53.0	63.2	73.7
기타유동자산	2.2	4.3	4.4	4.5	4.8
비유동자산	361.5	416.5	392.9	364.2	344.2
투자자산	23.5	30.0	34.2	38.4	42.6
유형자산	134.7	151.0	128.1	100.1	80.4
무형자산	182.3	195.9	190.9	186.1	181.5
기타비유동자산	21.0	39.6	39.7	39.6	39.7
자산총계	929.3	939.4	1,141.9	1,390.8	1,691.9
유동부채	57.4	61.1	59.0	57.4	56.2
매입채무 및 기타채무	26.8	24.4	22.3	20.7	19.5
단기금융부채	3.7	5.4	5.4	5.4	5.4
기타유동부채	26.9	31.3	31.3	31.3	31.3
비유동부채	92.1	37.5	37.5	37.5	37.5
장기금융부채	89.9	34.8	34.8	34.8	34.8
기타비유동부채	2.2	2.7	2.7	2.7	2.7
부채총계	149.6	98.6	96.5	94.9	93.7
자본지분	747.3	803.8	1,008.4	1,258.8	1,561.1
자본금	6.3	6.6	6.4	6.4	6.4
자본잉여금	327.3	394.5	394.5	394.5	394.5
기타자본	-533.3	-697.9	-697.9	-697.9	-697.9
기타포괄손익누계액	10.7	30.0	47.7	65.4	83.0
이익잉여금	936.3	1,070.5	1,257.6	1,490.4	1,775.0
비자본지분	32.4	37.0	37.0	37.0	37.0
자본총계	779.7	840.8	1,045.4	1,295.9	1,598.1

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	7,517	10,985	15,206	18,919	23,128
BPS	62,204	63,772	81,956	102,312	126,876
CFPS	11,354	15,478	19,964	24,407	28,263
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	19.9	25.5	21.5	17.3	14.1
PER(최고)	22.2	29.7	24.8		
PER(최저)	13.3	13.4	15.1		
PBR	2.40	4.40	3.99	3.20	2.58
PBR(최고)	2.68	5.11	4.60		
PBR(최저)	1.60	2.31	2.79		
PSR	5.79	9.30	8.68	7.28	6.24
PCFR	13.2	18.1	16.4	13.4	11.6
EV/EBITDA	11.4	17.6	13.7	10.4	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	9.9	15.3	18.0	18.4	18.5
ROE	12.1	17.5	20.6	20.5	20.2
ROIC	24.8	33.1	45.0	55.7	67.6
매출채권회전율	6.0	7.3	7.8	7.7	7.6
재고자산회전율	10.4	9.7	9.7	9.5	9.4
부채비율	19.2	11.7	9.2	7.3	5.9
순차입금비용	-49.8	-45.5	-56.0	-64.8	-71.2
이자보상배율, 현금	40.1	141.1	191.6	233.8	281.3
총차입금	93.6	40.2	40.2	40.2	40.2
순차입금	-388.3	-382.9	-585.7	-840.1	-1,137.4
EBITDA	131.6	181.3	253.7	308.3	355.8
FCF	81.5	85.9	178.5	223.0	257.9

대웅제약 (069620)



Buy(Maintain)

목표주가 210,000원

주가(6/9) 162,000원

의료기기 Analyst 신민수

alstn0527@kiwoom.com

2월에 지연되었던 Evolus 선적과 더불어 미국 현지에서 4월에 필러를 런칭하였기에 파트너사가 독신 재고를 쌓아둘 필요가 있다. 이에 2Q25 나보타 수출 매출액은 590억(YoY +29.4%)을 기록하며 역대 최고치를 경신할 것이다. 목표주가 산출 과정에 쓰이는 PER을 14배 ▶ 16배로 상향 조정했다. 이는 2Q24~3Q24 시기의 독신 섹터 리레이팅이 재현될 것이고, 제약 영업이 정상화되고 있기 때문이다. 목표주가 21만 원, 투자의견 Buy를 제시한다.

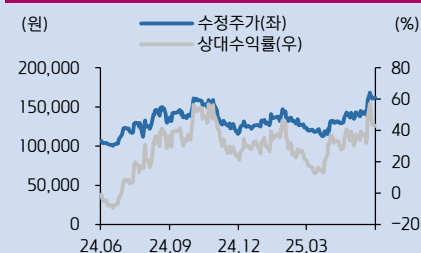
Stock Data

KOSPI (6/9)	2,855.77pt	
시가총액	18,770억 원	
52주 주가동향	최고가 168,500원	최저가 100,600원
최고/최저가 대비 등락	-3.9%	61.0%
주가수익률	절대	상대
	1M 15.1%	3.9%
	6M 35.1%	14.4%
	1Y 51.1%	42.9%

Company Data

발행주식수	11,587천주
일평균 거래량(3M)	36천주
외국인 지분율	9.0%
배당수익률(25E)	0.4%
BPS(25E)	79,214원
주요 주주	대웅 외 3인 61.2%

Price Trend



독신 수출 역대 최고치 경신 전망

>>> 순조로운 Evolus와의 동행

2Q25 실적은 매출액 3,832억(YoY +6.3%, QoQ +7.5%), 영업이익 464억(YoY +9.6%, QoQ +19.8%, 영업이익률 12.1%)을 전망한다. 2월에 출하했어야 할 Evolus향 선적 물량이 2분기에 반영될 예정이고, 4월 필러 출시에 힘입어 Evolus 자체적으로도 독신 재고를 쌓아둘 필요가 있다. 이에 2Q25 나보타 수출 매출액은 590억(YoY +29.4%, QoQ +58.1%)을 기록하며 역대 최고치를 경신할 것으로 전망한다.

>>> TP 21만 원, 투자의견 'Buy' 제시

'25년 EPS 전망치 11,475원에 목표 PER 15.9배를 적용한 주당 영업 가치 182,338원과 한올바이오파마 지분 관련 주당 비영업 가치 32,371원을 합산한 목표주가 21만 원(기존 20만 원 대비 +5.0% 상향)을 제시한다.

목표주가 산출 과정에 쓰이는 PER을 기존 14배 ▶ 16배로 상향 조정하였다. 이유는 '24년 이맘때처럼 독신 섹터의 전반적인 리레이팅을 기대하고 있고, 제약 영업 정상화 때문이다. 규제가 까다로운 독신 업종은 신제품이나 신규 지역 확장이 쉽게 진행되지 않는다. 기존에 잘 하던 사업에 문제가 발생하지 않고 숫자로 스스로를 증명하는 것이 필요한데, 그 시점이 지금이라고 판단한다. 또한, 의료 파업 사태가 행정부도 교체되고 시간이 지나면서 완화되는 국면이다. 상급종합병원으로의 제약 영업이 활발해지고, R&D 파이프라인 개발이 꾸준히 진행되고 있다.

(십억 원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,375.3	1,422.7	1,539.3	1,639.0	1,787.1
영업이익	122.6	147.9	169.1	185.7	211.9
EBITDA	166.4	196.9	222.8	233.8	255.0
세전이익	122.0	56.6	170.5	194.0	227.6
순이익	120.0	23.3	133.0	151.4	177.5
지배주주지분순이익	121.7	24.7	133.0	151.4	177.5
EPS(원)	10,507	2,135	11,475	13,063	15,322
증감률(% YoY)	188.2	-79.7	437.5	13.8	17.3
PER(배)	11.1	59.2	14.0	12.3	10.5
PBR(배)	1.76	1.84	2.03	1.76	1.52
EV/EBITDA(배)	11.0	11.0	10.9	9.7	8.2
영업이익률(%)	8.9	10.4	11.0	11.3	11.9
ROE(%)	17.7	3.2	15.5	15.3	15.5
순차입금비용(%)	36.4	61.3	40.5	22.3	7.2

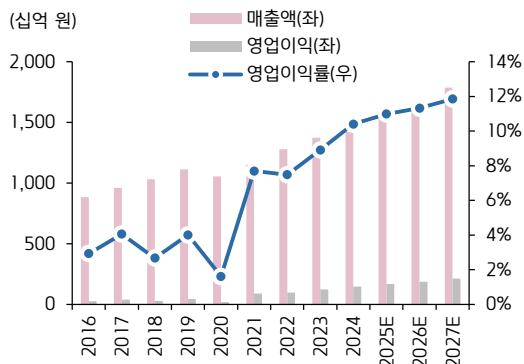
자료: 키움증권 리서치센터

대웅제약 실적 추이 및 전망 표

(단위: 십억 원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	335.8	360.5	358.5	367.9	356.5	383.2	388.6	411.1	1,422.7	1,539.3	1,639.0
YoY	4.1%	3.0%	5.2%	1.7%	6.2%	6.3%	8.4%	11.7%	3.4%	8.2%	6.5%
ETC	215.1	213.7	215.8	220.8	217.9	222.0	232.7	246.2	865.3	918.7	971.9
제품	84.9	90.2	86.3	89.0	90.0	96.7	101.8	107.5	350.4	396.0	438.6
펙수클루	23.7	28.9	24.0	25.3	27.3	32.9	36.1	38.8	102.0	135.2	160.6
엔블로	2.7	2.8	2.9	3.1	3.0	4.0	4.9	6.3	11.6	18.2	29.7
상품	68.0	62.4	63.2	64.7	65.2	65.3	65.8	67.0	258.4	263.3	274.4
나보타	35.2	55.1	47.5	48.6	45.6	66.8	56.6	58.4	186.4	227.4	259.6
국내	5.3	9.5	7.3	8.4	8.3	7.8	7.2	7.1	30.5	30.3	30.3
수출	29.9	45.6	40.3	40.2	37.3	59.0	49.5	51.4	156.0	197.1	229.3
OTC	31.7	33.7	34.4	33.5	33.1	35.8	37.6	39.1	133.3	145.6	152.3
우루사	21.6	23.1	22.5	21.6	19.6	21.0	21.7	22.6	88.7	84.9	89.0
건기식	5.2	5.6	7.0	4.3	9.5	9.7	11.0	11.3	22.1	41.5	43.4
글로벌	5.5	8.7	6.7	11.5	5.9	9.0	7.5	11.0	32.4	33.4	32.2
수탁 외	12.8	12.4	12.7	13.3	13.7	12.5	12.7	12.5	51.1	51.4	51.2
연결 및 기타	35.6	37.0	41.4	40.1	40.3	37.1	41.4	43.9	154.1	162.8	171.7
매출원가	164.8	169.3	176.2	178.2	173.4	176.6	185.8	195.9	688.5	731.6	766.2
매출원가율	49.1%	47.0%	49.2%	48.4%	48.6%	46.1%	47.8%	47.7%	48.4%	47.5%	46.7%
매출총이익	171.0	191.2	182.3	189.7	183.1	206.6	202.8	215.2	734.2	807.7	872.8
매출총이익률	50.9%	53.0%	50.8%	51.6%	51.4%	53.9%	52.2%	52.4%	51.6%	52.5%	53.3%
판매비와관리비	141.4	148.9	145.0	151.0	144.4	160.3	163.3	170.7	586.2	638.6	687.2
판매비율	42.1%	41.3%	40.4%	41.0%	40.5%	41.8%	42.0%	41.5%	41.2%	41.5%	41.9%
영업이익	29.7	42.3	37.3	38.7	38.7	46.4	39.5	44.5	147.9	169.1	185.7
YoY	21.2%	5.6%	26.9%	34.9%	30.5%	9.6%	6.0%	15.0%	20.7%	14.3%	9.8%
영업이익률	8.8%	11.7%	10.4%	10.5%	10.9%	12.1%	10.2%	10.8%	10.4%	11.0%	11.3%
당기순이익	7.9	-1.3	28.3	-11.5	19.8	40.5	33.7	39.0	23.3	133.0	151.4
YoY	-42.5%	적전	85.3%	적전	149.8%	흑전	19.1%	흑전	-80.5%	469.5%	13.8%
당기순이익률	2.4%	-0.4%	7.9%	-3.1%	5.5%	10.6%	8.7%	9.5%	1.6%	8.6%	9.2%

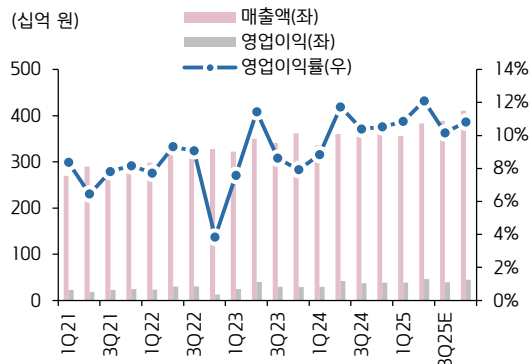
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

대웅제약 연간 실적 추이 및 전망



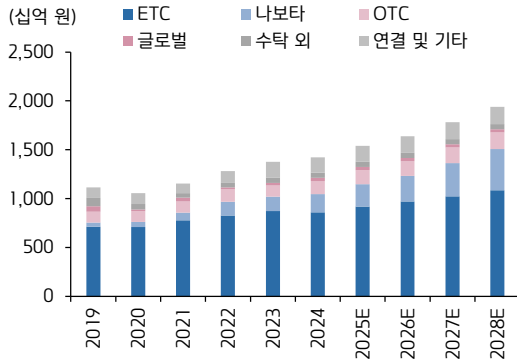
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

대웅제약 분기 실적 추이 및 전망



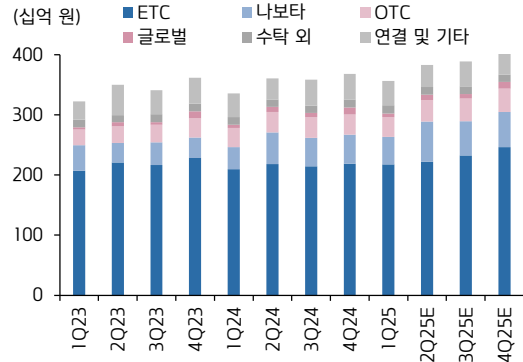
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

대웅제약 사업부별 연간 매출액 추이 및 전망



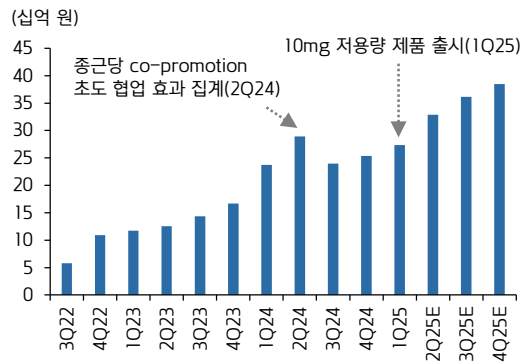
자료: 대웅제약, 키움증권 리서치센터

대웅제약 사업부별 분기 매출액 추이 및 전망



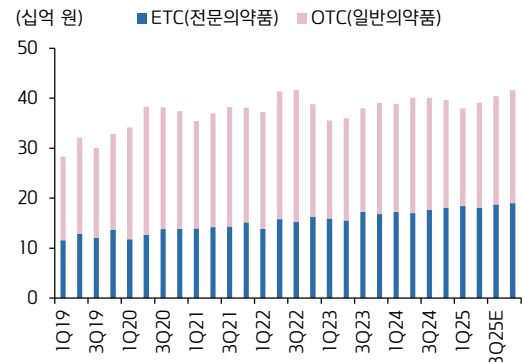
자료: 대웅제약, 키움증권 리서치센터

분기별 '펙수클루' 매출액 추이 및 전망



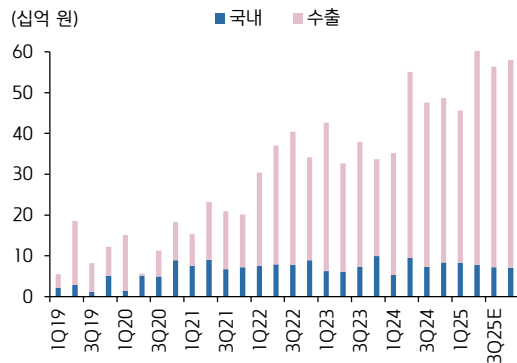
자료: 대웅제약, 키움증권 리서치센터

분기별 '우루사' 매출액 추이 및 전망



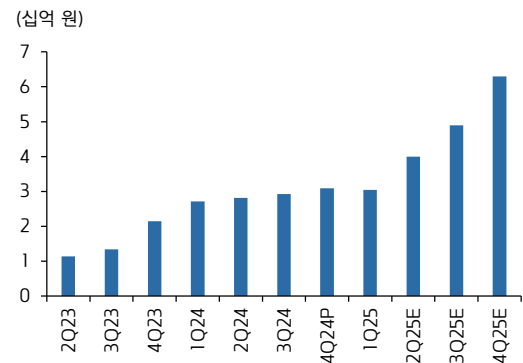
자료: 대웅제약, 키움증권 리서치센터

분기별 '나보타' 매출액 추이 및 전망



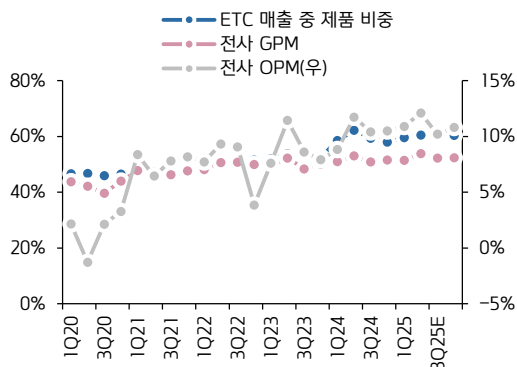
자료: 대웅제약, 키움증권 리서치센터

분기별 '엔블로' 매출액 추이 및 전망



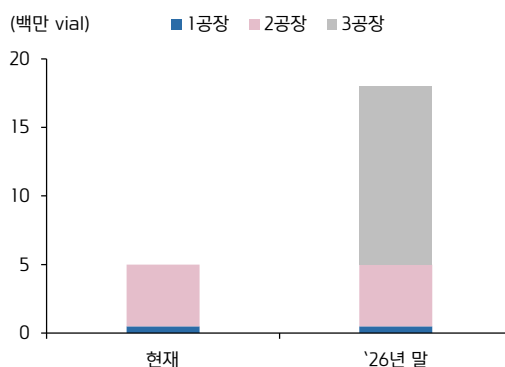
자료: 대웅제약, 키움증권 리서치센터

분기별 ETC 제품 비중과 GPM, OPM 추이



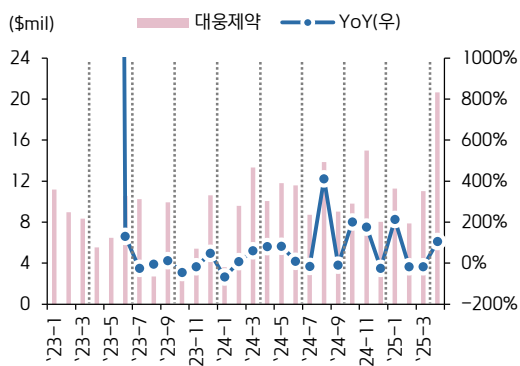
자료: 대웅제약, 전자공시, 키움증권 리서치센터

대웅제약 특신 CAPA 증설



자료: 대웅제약, 키움증권 리서치센터

충북 청주시 특신 월간 관세청 수출 데이터



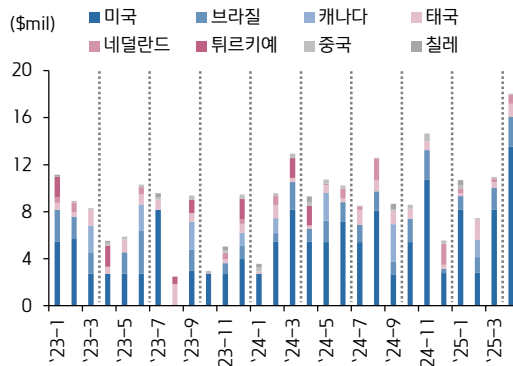
주) 대웅제약 추정

주2) HS 코드: 3002.49.1000

주3) '23년 5월 이전 YoY 성장률은 1,000% 이상으로 그래프에서 제외

자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

충북 청주시 주요 국가별 특신 수출 데이터

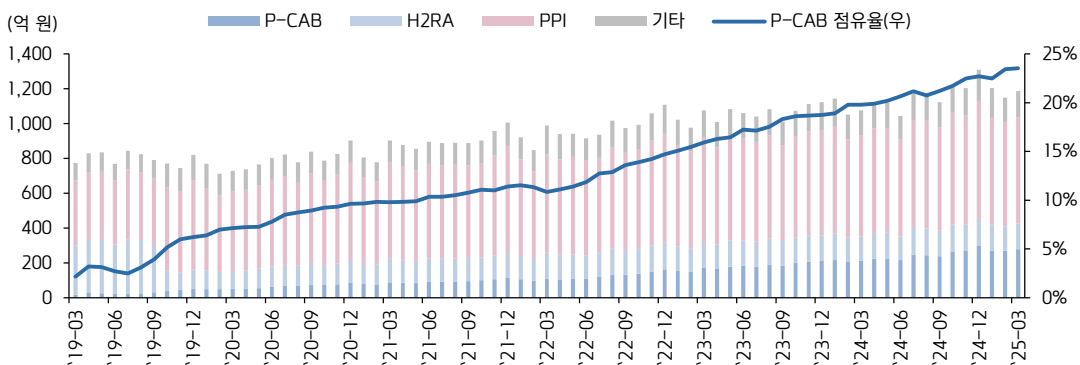


주) 대웅제약 추정

주2) HS 코드: 3002.49.1000

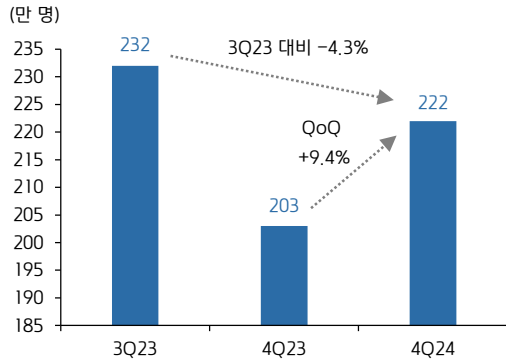
자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

월별 국내 위식도 역류 질환 치료제 시장 추이



자료: UBIST, 언론보도, 키움증권 리서치센터

회복 중인 상급종합병원 환자 수



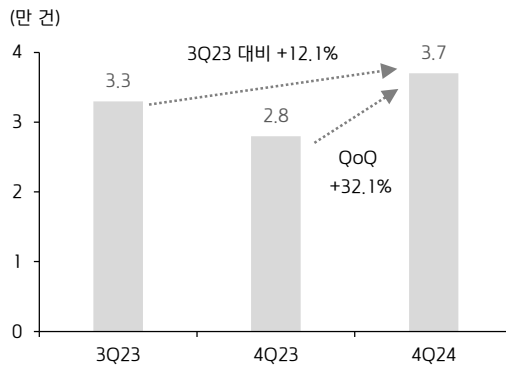
자료: 보건복지부, 키움증권 리서치센터

회복 중인 상급종합병원 입원환자 수



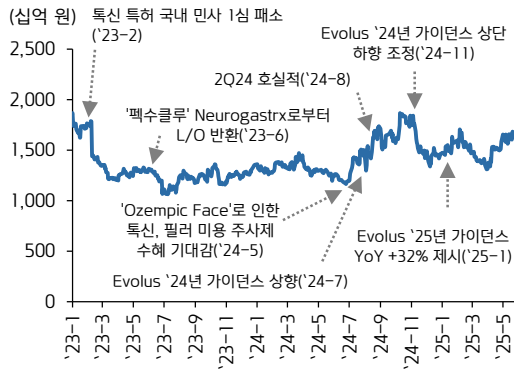
자료: 보건복지부, 키움증권 리서치센터

회복 중인 상급종합병원 중증수술 건수



자료: 보건복지부, 키움증권 리서치센터

대웅제약 시가총액 추이 분석



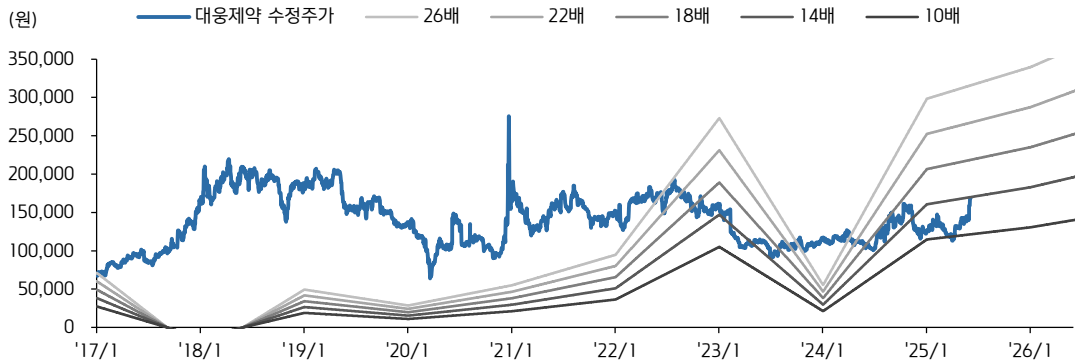
자료: FnGuide, 대웅제약, 언론보도, 키움증권 리서치센터

대웅제약 목표주가 산정 내용

2025년 EPS 전망치	11,475원
목표 PER	15.9배
A: 주당 영업 가치 (= 2조 1,140억 원)	182,338원
B: 한울바이오파마 지분 비영업 가치 (= 5,358억 원 X 70%)	32,371원
A+B: 합산 목표 주가	214,708원
조정	210,000원
현재 주가	162,000원
상승 여력	29.6%

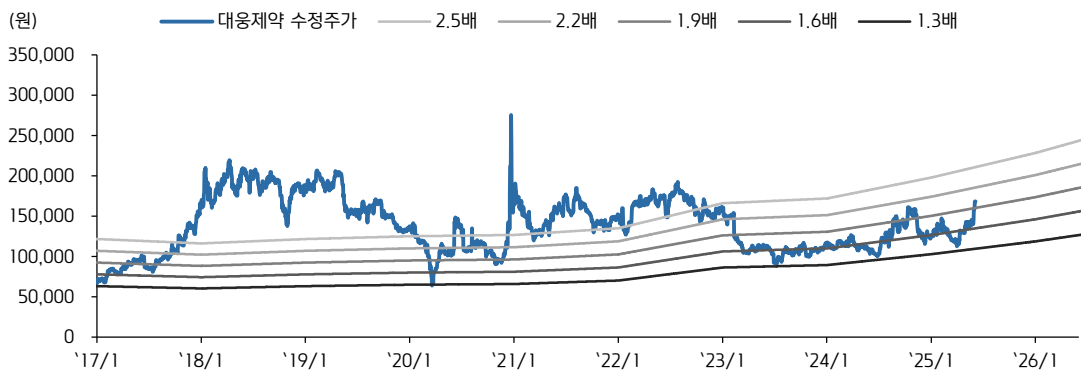
자료: 키움증권 리서치센터

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	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,375.3	1,422.7	1,539.3	1,639.0	1,787.1
매출원가	687.2	688.5	731.6	766.2	823.7
매출총이익	688.2	734.2	807.7	872.8	963.5
판매비	565.6	586.2	638.6	687.2	751.6
영업이익	122.6	147.9	169.1	185.7	211.9
EBITDA	166.4	196.9	222.8	233.8	255.0
영업외손익	-0.6	-91.4	1.4	8.4	15.7
이자수익	3.1	5.1	11.3	18.3	25.7
이자비용	13.6	7.0	7.0	7.0	7.0
외환관련이익	6.7	12.6	5.5	5.5	5.5
외환관련손실	8.4	6.3	4.3	4.3	4.3
종속 및 관계기업손익	-1.6	12.7	0.0	0.0	0.0
기타	13.2	-108.5	-4.1	-4.1	-4.2
법인세차감전이익	122.0	56.6	170.5	194.0	227.6
법인세비용	2.0	33.2	37.5	42.7	50.1
계속사업손익	120.0	23.3	133.0	151.4	177.5
당기순이익	120.0	23.3	133.0	151.4	177.5
지배주주순이익	121.7	24.7	133.0	151.4	177.5
증감액 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	7.4	3.4	8.2	6.5	9.0
영업이익 증감률	28.0	20.6	14.3	9.8	14.1
EBITDA 증감률	22.8	18.3	13.2	4.9	9.1
지배주주순이익 증감률	188.1	-79.7	438.5	13.8	17.2
EPS 증감률	188.2	-79.7	437.5	13.8	17.3
매출총이익율(%)	50.0	51.6	52.5	53.3	53.9
영업이익률(%)	8.9	10.4	11.0	11.3	11.9
EBITDA Margin(%)	12.1	13.8	14.5	14.3	14.3
지배주주순이익률(%)	8.8	1.7	8.6	9.2	9.9

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	136.0	51.5	212.1	229.4	237.3
당기순이익	120.0	23.3	133.0	151.4	177.5
비현금항목의 가감	59.2	170.6	145.2	137.8	132.8
유형자산감가상각비	32.6	36.2	38.4	33.6	29.3
무형자산감가상각비	11.2	12.7	15.4	14.6	13.8
지분법평가손익	-33.6	-49.9	0.0	0.0	0.0
기타	49.0	171.6	91.4	89.6	89.7
영업활동자산부채증감	-20.7	-82.8	-33.0	-28.4	-41.7
매출채권및기타채권의감소	-3.7	-33.3	-17.6	-15.0	-22.4
채고자산의감소	0.0	0.0	-21.0	-18.0	-26.7
매입채무및기타채무의증가	32.8	-23.9	6.9	5.9	8.8
기타	-49.8	-25.6	-1.3	-1.3	-1.4
기타현금흐름	-22.5	-59.6	-33.1	-31.4	-31.3
투자활동 현금흐름	-165.6	-265.5	-86.8	-86.8	-86.9
유형자산의 취득	-109.3	-155.1	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	1.4	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-46.3	-73.9	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-59.2	35.5	-1.4	-1.4	-1.4
단기금융자산의감소(증가)	11.5	12.8	-0.7	-0.7	-0.7
기타	36.3	-84.8	-84.7	-84.7	-84.8
재무활동 현금흐름	39.2	200.6	-4.5	-4.5	-4.5
차입금의 증가(감소)	-1.1	205.9	0.0	0.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	49.9	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-7.3	-7.7	-6.9	-6.9	-6.9
기타	-2.3	2.4	2.4	2.4	2.4
기타현금흐름	-1.1	4.8	21.1	21.1	21.1
현금 및 현금성자산의 순증가	8.6	-8.6	141.9	159.2	167.0
기초현금 및 현금성자산	103.0	111.5	103.0	244.8	404.0
기말현금 및 현금성자산	111.5	103.0	244.8	404.0	571.1

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	574.8	612.8	795.2	989.4	1,207.6
현금 및 현금성자산	111.5	103.0	244.8	404.0	571.0
단기금융자산	26.2	13.4	14.1	14.8	15.5
매출채권 및 기타채권	179.5	214.7	232.3	247.4	269.7
채고자산	241.5	256.4	277.4	295.3	322.0
기타유동자산	16.1	25.3	26.6	27.9	29.4
비유동자산	1,195.5	1,364.2	1,311.8	1,265.1	1,223.4
투자자산	207.1	184.4	185.8	187.2	188.6
유형자산	517.8	656.5	618.1	584.5	555.2
무형자산	297.5	346.7	331.3	316.8	303.0
기타비유동자산	173.1	176.6	176.6	176.6	176.6
자산총계	1,770.3	1,977.0	2,107.1	2,254.5	2,431.0
유동부채	695.5	629.4	636.3	642.3	651.0
매입채무 및 기타채무	243.2	225.3	232.2	238.1	246.8
단기금융부채	402.7	358.6	358.6	358.6	358.6
기타유동부채	49.6	45.5	45.5	45.6	45.6
비유동부채	162.5	420.6	420.6	420.6	420.6
장기금융부채	66.9	325.8	325.8	325.8	325.8
기타비유동부채	95.6	94.8	94.8	94.8	94.8
부채총계	858.0	1,050.0	1,056.9	1,062.9	1,071.6
자본지분	767.3	794.6	917.8	1,059.4	1,227.1
자본금	29.0	29.0	29.0	29.0	29.0
자본잉여금	149.2	149.9	149.9	149.9	149.9
기타자본	-2.3	-2.1	-2.1	-2.1	-2.1
기타포괄손익누계액	-27.4	-17.8	-20.7	-23.5	-26.4
이익잉여금	618.9	635.7	761.7	906.2	1,076.8
비지배지분	145.0	132.3	132.3	132.3	132.3
자본총계	912.3	927.0	1,050.2	1,191.7	1,359.5

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	10,507	2,135	11,475	13,063	15,322
BPS	66,223	68,583	79,214	91,432	105,910
CFPS	15,462	16,741	24,010	24,954	26,785
DPS	600	600	600	600	600
주가배수(배)					
PER	11.1	59.2	14.0	12.3	10.5
PER(최고)	15.7	77.0	15.0		
PER(최저)	8.4	46.9	9.5		
PBR	1.76	1.84	2.03	1.76	1.52
PBR(최고)	2.49	2.40	2.17		
PBR(최저)	1.33	1.46	1.38		
PSR	0.98	1.03	1.21	1.14	1.04
PCFR	7.6	7.6	6.7	6.4	6.0
EV/EBITDA	11.0	11.0	10.9	9.7	8.2
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주·현금)	5.8	29.6	5.2	4.6	3.9
배당수익률(%·보통주·현금)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
ROA	7.2	1.2	6.5	6.9	7.6
ROE	17.7	3.2	15.5	15.3	15.5
ROIC	12.1	5.5	10.4	11.7	13.4
매출채권회전율	7.6	7.2	6.9	6.8	6.9
채고자산회전율	6.1	5.7	5.8	5.7	5.8
부채비율	94.1	113.3	100.6	89.2	78.8
순차입금비율	36.4	61.3	40.5	22.3	7.2
이자보상배율·현금	9.0	21.2	24.2	26.6	30.3
총차입금	469.7	684.3	684.3	684.3	684.3
순차입금	332.0	568.0	425.4	265.5	97.8
EBITDA	166.4	196.9	222.8	233.8	255.0
FCF	-16.7	-200.7	152.7	164.5	166.7



Buy(Maintain)

목표주가 210,000원

주가(6/9) 165,000원

의료기기 Analyst 신민수
alstn0527@kiwoom.com

2Q25에도 매출액 성장을 YoY +23.8%로 두드러졌던 외형 성장세가 1Q25부터 이어질 것으로 판단한다. 이익에 큰 걸림돌이었던 법무비는 '24년처럼 1분기에 크게 반영되고 2분기부터 정상화되어 분기당 50~60억 수준으로 줄어들 것으로 전망한다. Blau와의 브라질 협업이 순항할 예정이고, 늦어도 4Q25에는 밀려있던 사우디아라비아향 물량 1년치를 대응하기 시작할 것이다. '뉴릭스'는 페루에 4월부터, 태국에 5월부터 출하가 시작되었다. 목표주가 21만 원, 투자 의견 Buy을 제시한다.

Stock Data

KOSDAQ (6/9)		764.21pt	
시가총액		12,043억 원	
52주 주가동향		최고가	최저가
		214,500원	114,200원
최고/최저가 대비 등락		-23.1%	44.5%
주가수익률		절대	상대
	1M	-9.0%	-14.0%
	6M	20.0%	3.9%
	1Y	14.8%	29.9%

Company Data

발행주식수	7,298천주
일평균 거래량(3M)	66천주
외국인 지분율	11.2%
배당수익률(25E)	0.7%
BPS(25E)	64,147원
주요 주주	정현호 외 8인
	18.5%

Price Trend



문제이지만 최강

>>> 정상화된 법무비로 OPM 18.6% 전망

2Q25 실적은 매출액 805억(YoY +23.8%, QoQ +25.9%), 영업이익 149억(YoY +4.3%, QoQ +172.8%, 영업이익률 18.6%)을 전망한다. 1Q25에도 외형 성장세는 국내 피부 클리닉 등의 수요 증가로 좋았다. 문제는 판관비 중에서도 소송 관련 법무비였는데, 119억을 기록한 1Q25와는 다르게 작년처럼 분기당 50~60억 수준으로 줄어들 것으로 전망한다.

>>> 해외 내용 큰 틀에서는 유지,

'24년 3월에는 브라질의 Blau와 5년간 980억 원의 특신 제품 공급 계약을 체결한 바 있어 해당 내용이 '29년까지 반영될 것으로 보인다.

2H24부터 지속되어온 1공장의 사우디아라비아 GMP 공장 재승인이 아직 해결되지 않았다. 대신 3공장의 CAPA가 여유로운 상태이기에 제조소 추가 작업이 마무리 단계에 접어든 상태다. 밀려있던 1년치의 사우디아라비아향 물량을 대응할 수 있는 초석이 마련될 예정이다. 공장 가동 및 물량 출하는 늦어도 4Q25에는 기대해볼 수 있는 상황이다.

4월에는 페루, 5월에는 태국으로 '뉴릭스' 초도 물량이 나간 상태이고, 향후 현지 수요와 재고 추이에 따라 재주문이 들어오는 것에 따라 규모가 결정될 예정이다.

>>> TP 21만 원, 투자 의견 'Buy' 제시

'25년 EPS 전망치 4,852원과 목표 PER 43배를 적용하여 목표주가 21만 원(기존 20만 원 대비 +5.0% 상향)을 제시한다.

(십억 원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	221.1	228.6	289.1	339.9	389.9
영업이익	17.3	20.3	40.3	56.0	79.9
EBITDA	32.7	40.3	60.4	73.9	96.0
세전이익	15.9	17.5	42.7	58.8	83.4
순이익	9.7	16.1	37.6	51.7	73.4
지배주주지분순이익	9.8	17.0	37.6	51.7	73.4
EPS(원)	1,270	2,191	4,852	6,681	9,480
증감률(% YoY)	-74.5	72.4	121.5	37.7	41.9
PER(배)	189.7	57.0	33.9	24.7	17.4
PBR(배)	3.97	2.07	2.57	2.36	2.10
EV/EBITDA(배)	55.4	23.5	20.4	16.3	12.1
영업이익률(%)	7.8	8.9	13.9	16.5	20.5
ROE(%)	2.2	3.6	7.8	10.0	12.8
순차입금비율(%)	10.2	6.9	4.8	-0.2	-7.6

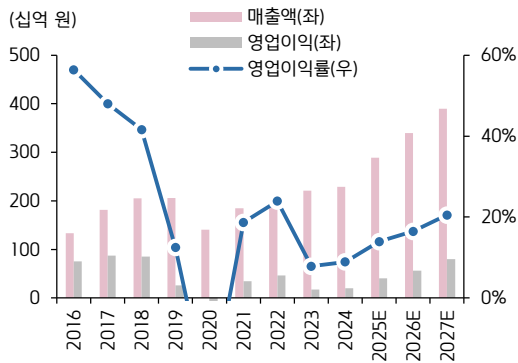
자료: 키움증권 리서치센터

메디톡스 실적 추이 및 전망 표

(단위: 십억 원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	54.6	65.0	53.9	55.2	64.0	80.5	67.9	76.7	228.6	289.1	339.9
YoY	27.9%	25.5%	-8.2%	-18.9%	17.2%	23.8%	26.1%	39.0%	3.4%	26.4%	17.6%
특신	23.2	34.0	25.6	26.6	33.0	43.5	32.9	38.8	109.4	148.2	173.9
수출	13.6	16.0	13.2	13.0	15.8	20.5	16.1	20.4	55.8	72.8	88.7
국내	9.6	18.0	12.4	13.6	17.1	23.0	16.8	18.5	53.6	75.4	85.2
필러	21.8	21.9	19.8	19.2	21.9	26.6	24.3	25.0	82.7	97.7	115.2
수출	17.0	17.1	14.3	13.8	17.5	20.9	17.9	18.7	62.2	74.9	88.1
국내	4.8	4.8	5.5	5.4	4.4	5.7	6.4	6.3	20.5	22.8	27.1
기타	9.5	9.1	8.5	9.4	9.1	10.5	10.7	12.9	36.5	43.2	50.8
해외	4.9	5.7	5.3	6.7	6.6	6.5	6.2	8.0	22.5	27.4	34.7
국내	4.7	3.4	3.2	2.7	2.4	4.0	4.5	4.9	14.0	15.8	16.1
매출원가	21.5	23.6	22.5	22.0	25.9	31.4	26.4	28.6	89.6	112.3	125.0
매출원가율	39.3%	36.4%	41.7%	39.9%	40.5%	39.0%	38.9%	37.3%	39.2%	38.8%	36.8%
매출총이익	33.1	41.4	31.4	33.2	38.1	49.1	41.5	48.1	139.0	176.8	214.9
매출총이익률	60.7%	63.6%	58.3%	60.1%	59.5%	61.0%	61.2%	62.7%	60.8%	61.2%	63.2%
판매비와관리비	34.0	27.0	25.4	32.2	32.6	34.2	31.0	38.7	118.7	136.5	158.9
판매비율	62.4%	41.6%	47.2%	58.4%	51.0%	42.4%	45.7%	50.5%	51.9%	47.2%	46.8%
영업이익	-0.9	14.3	6.0	0.9	5.5	14.9	10.5	9.4	20.3	40.3	56.0
YoY	적전	50.1%	67.9%	-61.0%	흑전	4.3%	75.4%	891.3%	17.5%	98.2%	38.9%
영업이익률	-1.7%	22.0%	11.1%	1.7%	8.6%	18.6%	15.5%	12.2%	8.9%	13.9%	16.5%
당기순이익	-1.5	11.3	3.8	2.4	3.3	14.6	10.2	9.4	16.1	37.6	51.7
YoY	적전	32.9%	흑전	흑전	흑전	29.0%	169.9%	287.0%	65.9%	133.6%	37.7%

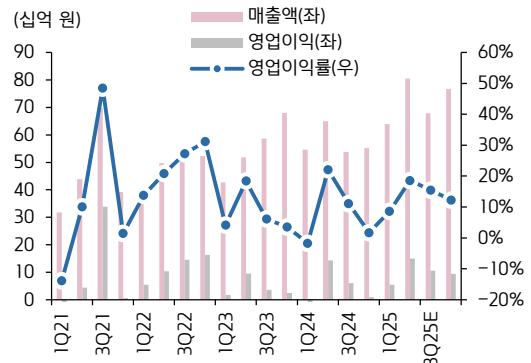
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

메디톡스 연간 실적 추이 및 전망



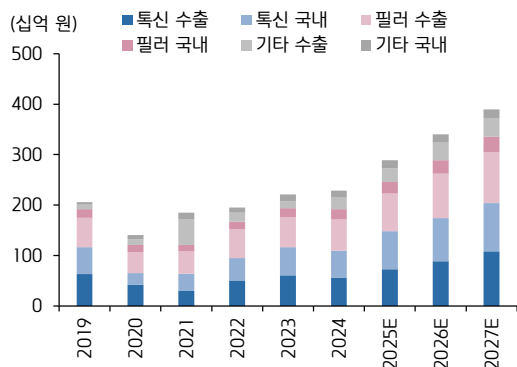
주) '20년 영업이익률은 -26.3%
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

메디톡스 분기 실적 추이 및 전망



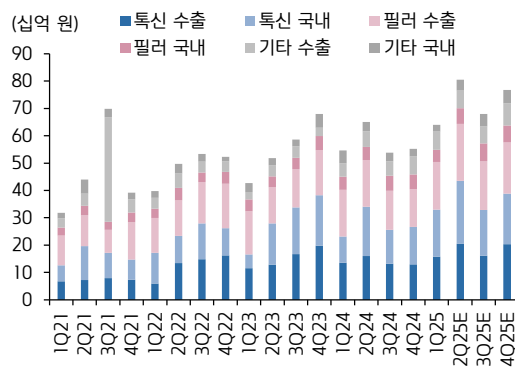
주) 1Q21, 1Q24 영업이익률은 각각 -13.9%, -1.7%
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

메디톡스 사업부별 연간 매출액 추이 및 전망



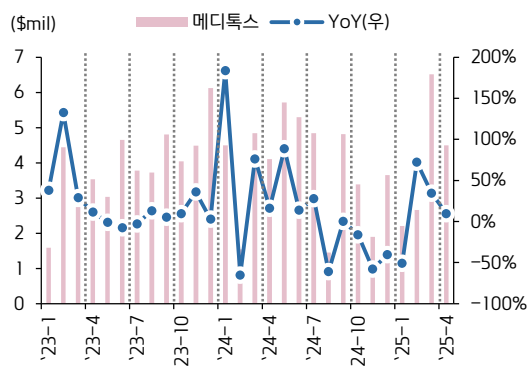
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

메디톡스 사업부별 분기 매출액 추이 및 전망



자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

충북 청주시 특신 월간 관세청 수출 데이터

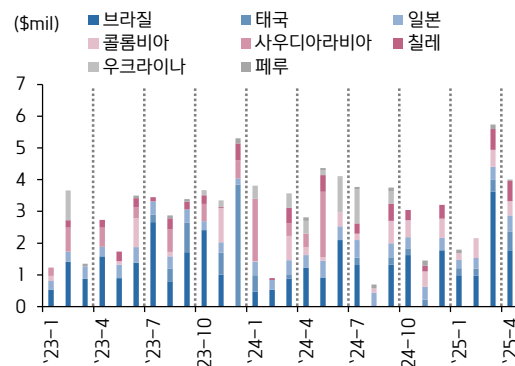


주) 메디톡스 추정

주2) HS 코드: 3002.49.1000

자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

충북 청주시 주요 국가별 특신 수출 데이터

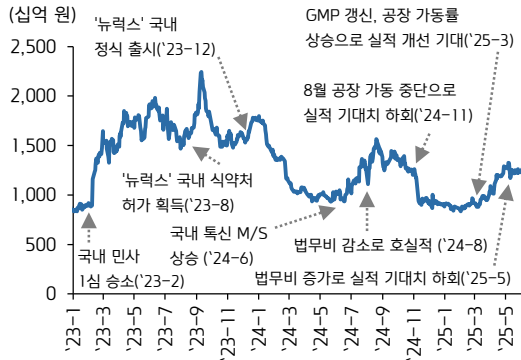


주) 메디톡스 추정

주2) HS 코드: 3002.49.1000

자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

메디톡스 시가총액 추이 분석



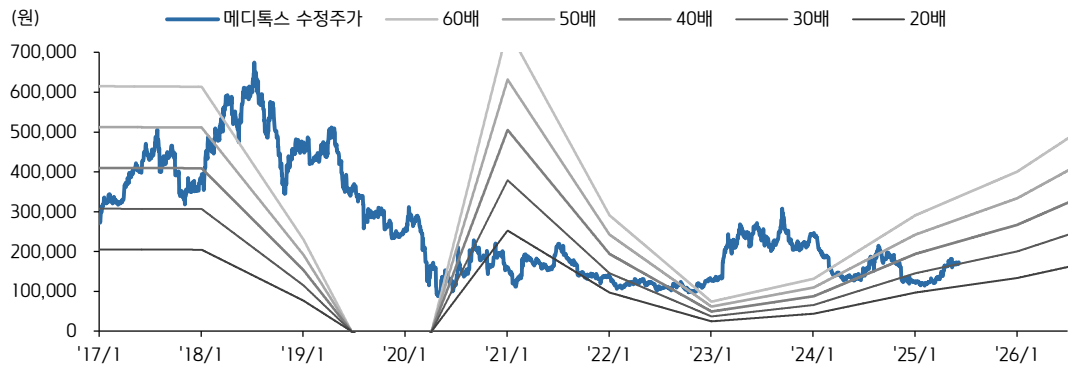
자료: FnGuide, 메디톡스, 언론보도, 키움증권 리서치센터

메디톡스 목표주가 산정 내용

2025년 EPS 전망치	4,852원
목표 PER	43배
목표 주가	208,645원
조정	210,000원
현재 주가	165,000원
상승 여력	27.3%

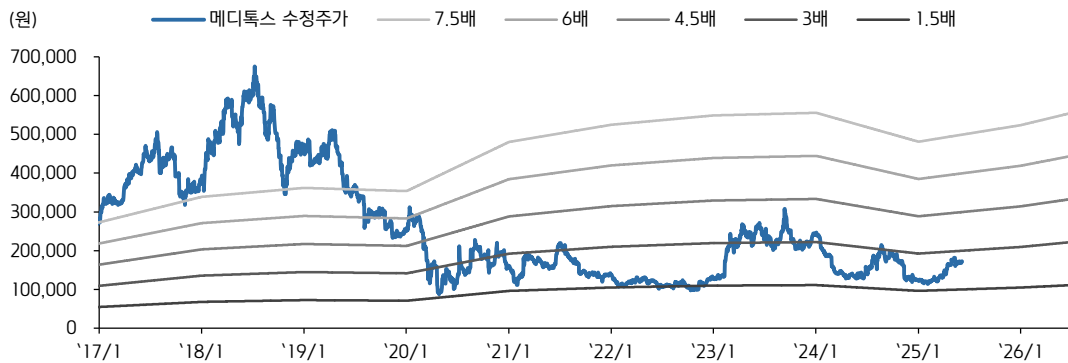
자료: 키움증권 리서치센터

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	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	221.1	228.6	289.1	339.9	389.9
매출원가	87.2	89.6	112.3	125.0	141.5
매출총이익	133.9	139.0	176.8	214.9	248.4
판매비	116.5	118.7	136.5	158.9	168.4
영업이익	17.3	20.3	40.3	56.0	79.9
EBITDA	32.7	40.3	60.4	73.9	96.0
영업외손익	-1.5	-2.8	2.3	2.7	3.4
이자수익	0.9	0.9	1.1	1.4	2.2
이자비용	2.3	1.7	1.7	1.7	1.7
외환관련이익	5.5	7.7	5.1	5.1	5.1
외환관련손실	5.0	3.3	2.1	2.1	2.1
종속 및 관계기업손익	-5.6	-1.2	-0.5	-0.5	-0.5
기타	5.0	-5.2	0.4	0.5	0.4
법인세차감전이익	15.9	17.5	42.7	58.8	83.4
법인세비용	6.2	1.4	5.1	7.1	10.0
계속사업손익	9.7	16.1	37.6	51.7	73.4
당기순이익	9.7	16.1	37.6	51.7	73.4
지배주주순이익	9.8	17.0	37.6	51.7	73.4
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	13.3	3.4	26.5	17.6	14.7
영업이익 증감율	-62.9	17.3	98.5	39.0	42.7
EBITDA 증감율	-47.1	23.2	49.9	22.4	29.9
지배주주순이익 증감율	-73.5	73.5	121.2	37.5	42.0
EPS 증감율	-74.5	72.4	121.5	37.7	41.9
매출총이익율(%)	60.6	60.8	61.2	63.2	63.7
영업이익율(%)	7.8	8.9	13.9	16.5	20.5
EBITDA Margin(%)	14.8	17.6	20.9	21.7	24.6
지배주주순이익율(%)	4.4	7.4	13.0	15.2	18.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	13.5	36.6	47.2	64.4	84.6
당기순이익	9.7	16.1	37.6	51.7	73.4
비현금항목의 가감	31.8	34.2	43.7	43.1	43.5
유형자산감가상각비	12.8	16.6	16.0	14.2	12.5
무형자산감가상각비	2.6	3.4	4.0	3.8	3.5
지분법평가손익	-13.0	-8.3	-0.5	-0.5	-0.5
기타	29.4	22.5	24.2	25.6	28.0
영업활동자산부채증감	-16.1	-8.2	-30.3	-25.2	-24.7
매출채권및기타채권의감소	-35.6	4.3	-15.5	-13.0	-12.8
채고자산의감소	-8.9	-3.4	-17.0	-14.3	-14.1
매입채무및기타채무의증가	19.5	-3.4	2.4	2.4	2.5
기타	8.9	-5.7	-0.2	-0.3	-0.3
기타현금흐름	-11.9	-5.5	-3.8	-5.2	-7.6
투자활동 현금흐름	13.3	-0.6	-19.5	-19.5	-19.6
유형자산의 취득	-7.7	-8.7	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-29.8	-9.7	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	35.7	36.8	-12.0	-12.0	-12.0
단기금융자산의감소(증가)	6.4	-12.4	-0.7	-0.7	-0.7
기타	8.7	-6.9	-6.8	-6.8	-6.9
재무활동 현금흐름	-13.5	-24.0	-13.5	-12.4	-12.4
차입금의 증가(감소)	-7.7	-0.6	0.0	0.0	0.0
자본금/자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	7.0	-10.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-8.4	-8.4	-8.4	-7.3	-7.3
기타	-4.4	-5.0	-5.1	-5.1	-5.1
기타현금흐름	-0.7	1.1	-6.7	-7.8	-7.9
현금 및 현금성자산의 순증가	12.6	12.9	7.5	24.6	44.8
기초현금 및 현금성자산	20.7	33.2	46.2	53.7	78.3
기말현금 및 현금성자산	33.2	46.2	53.7	78.3	123.1

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	166.2	186.6	227.4	280.3	353.0
현금 및 현금성자산	33.2	46.2	53.7	78.3	123.1
단기금융자산	1.0	13.4	14.1	14.8	15.5
매출채권 및 기타채권	68.1	58.7	74.2	87.2	100.0
채고자산	59.6	64.3	81.3	95.5	109.6
기타유동자산	4.3	4.0	4.1	4.5	4.8
비유동자산	445.4	428.6	420.1	413.7	409.2
투자자산	114.9	77.0	88.5	100.0	111.6
유형자산	205.3	200.3	184.2	170.1	157.6
무형자산	54.2	72.0	68.0	64.3	60.7
기타비유동자산	71.0	79.3	79.4	79.3	79.3
자산총계	611.6	615.2	647.5	694.0	762.2
유동부채	126.6	117.6	120.0	122.4	124.8
매입채무 및 기타채무	35.2	36.1	38.6	40.9	43.4
단기금융부채	81.6	70.7	70.7	70.7	70.7
기타유동부채	9.8	10.8	10.7	10.8	10.7
비유동부채	10.6	26.8	26.8	26.8	26.8
장기금융부채	1.2	21.3	21.3	21.3	21.3
기타비유동부채	9.4	5.5	5.5	5.5	5.5
부채총계	137.1	144.4	146.8	149.2	151.6
자본지분	469.5	466.5	496.4	540.6	606.3
자본금	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9
자본잉여금	148.0	148.1	148.1	148.1	148.1
기타자본	-91.2	-101.5	-101.5	-101.5	-101.5
기타포괄손익누계액	2.0	-9.2	-9.4	-9.7	-9.9
이익잉여금	406.7	425.2	455.4	499.8	565.9
비자본지분	5.0	4.3	4.3	4.3	4.3
자본총계	474.5	470.8	500.8	544.9	610.7

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	1,270	2,191	4,852	6,681	9,480
BPS	60,661	60,275	64,147	69,848	78,348
CFPS	5,400	6,493	10,503	12,255	15,100
DPS	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100
주가배수(배)					
PER	189.7	57.0	33.9	24.7	17.4
PER(최고)	249.1	113.0	37.7		
PER(최저)	97.1	52.9	23.1		
PBR	3.97	2.07	2.57	2.36	2.10
PBR(최고)	5.22	4.11	2.85		
PBR(최저)	2.03	1.92	1.75		
PSR	8.37	4.22	4.41	3.75	3.27
PCFR	44.6	19.2	15.7	13.4	10.9
EV/EBITDA	55.4	23.5	20.4	16.3	12.1
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주·현금)	76.4	46.1	19.5	14.2	10.0
배당수익률(%·보통주·현금)	0.5	0.9	0.7	0.7	0.7
ROA	1.6	2.6	5.9	7.7	10.1
ROE	2.2	3.6	7.8	10.0	12.8
ROIC	1.9	3.5	9.8	13.3	18.5
매출채권회전율	3.7	3.6	4.4	4.2	4.2
채고자산회전율	3.9	3.7	4.0	3.8	3.8
부채비율	28.9	30.7	29.3	27.4	24.8
순차입금비율	10.2	6.9	4.8	-0.2	-7.6
이자보상배율·현금	7.4	11.8	23.4	32.4	46.3
총차입금	82.8	91.9	91.9	91.9	91.9
순차입금	48.6	32.4	24.2	-1.1	-46.7
EBITDA	32.7	40.3	60.4	73.9	96.0
FCF	-31.8	5.9	25.3	42.1	61.7

파마리서치 (214450)



Buy(Maintain)

목표주가 610,000원

주가(6/9) 501,000원

의료기기 Analyst 신민수

alstn0527@kiwoom.com

의료기기와 화장품 사업부 모두 국경을 막론하고 국내외에서 좋은 모습을 시현할 전망이다. CVC Capital의 우선주는 조항을 고려했을 때 '27년 10월까지 보통주 전환을 하지 않는 것이 합리적이다. 해당 1,175,647주를 EPS 산출 과정에서 제외하며 EPS 전망치를 +11.2% 상향 조정했다. 또한, 목표 PER 33배도 40배를 적용 받는 스위스의 Galderma, 20배로 조정 구간에 돌입한 중국의 Giant Biogene을 보면 부담스러운 수치는 아니다. 목표주가 61만 원, 투자 의견 Buy를 제시한다.

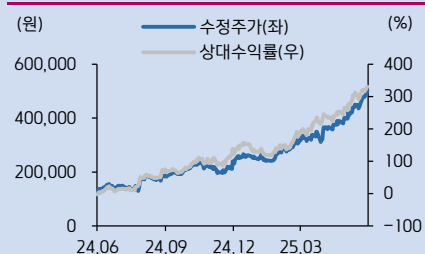
Stock Data

KOSDAQ (6/9)		764.21pt	
시가총액		52,653억 원	
52주 주가동향		최고가	최저가
		501,000원	127,500원
최고/최저가 대비 등락		0.0%	292.9%
주가수익률		절대	상대
	1M	24.8%	18.0%
	6M	108.8%	80.7%
	1Y	281.0%	331.1%

Company Data

발행주식수	10,510천주
일평균 거래량(3M)	74천주
외국인 지분율	17.6%
배당수익률(25E)	0.2%
BPS(25E)	61,644원
주요 주주	정상수 외 7인
	34.5%

Price Trend



예뻐지는 데에는 국경이 없다

>>> 의료기기와 화장품 모두 계속 좋다

2Q25 실적은 매출액 1,314억(YoY +58.1%, QoQ +12.4%), 영업이익 545억(YoY +77.1%, QoQ +21.8%, 영업이익률 41.5%)을 전망한다. 의료기기 사업부의 PN 기반 스킨 부스터 '리쥬란'은 국내 외국인 의료 관광 인바운드 수혜를 꾸준히 받고, 수출 물량도 아시아 지역으로 늘리면서 국경을 막론하고 빠른 성장세를 유지할 것으로 판단한다.

》 의료기기 내수: 2Q25 매출액 518억(YoY +65.1%, QoQ +7.3%)으로 전망한다. / 의료기기 수출: 2Q25 매출액 300억(YoY +158.5%, QoQ +41.8%)으로 전망한다.

화장품 사업부도 국내에서의 면세점, 올리브영 채널 침투가 원활하게 이뤄지는 추세가 이어질 것이다. 미국으로도 2월에 공급 계약을 맺은 Laseraway 등으로 도포용 '리쥬란' 출하가 지속적으로 실적 성장에 기여할 예정이다.

》 화장품 내수: 2Q25 매출액 97억(YoY +12.9%, QoQ -9.3%)으로 전망한다. / 화장품 수출: 2Q25 매출액 182억(YoY +60.7%, QoQ +5.5%)으로 전망한다.

>>> TP 61만 원, 기존 대비 +24.5% 상향

'25년 EPS 전망치(조정) 18,126원과 목표 PER 33배를 적용하여 목표주가 61만 원(기존 49만 원 대비 +24.5% 상향)을 제시한다. CVC Capital의 우선주는 양도 제한, 이익배당 조항들을 고려했을 때 '27년 10월까지 보통주 전환을 하지 않는 것이 합리적이다. 해당 1,175,647주를 EPS 산출 과정에서 제외하여 EPS 전망치를 +11.2% 상향 조정했다. 목표 PER 33배도 40배를 적용 받는 스위스의 Galderma, 20배로 조정 구간에 돌입한 중국의 Giant Biogene Holding들과 비교하였을 때 부담스러운 수치는 아니라고 판단한다.

(십억 원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	261.0	350.1	532.0	672.6	844.6
영업이익	92.3	126.1	211.6	275.8	354.1
EBITDA	104.3	139.7	225.4	289.0	370.4
세전이익	100.7	115.8	236.6	304.4	390.7
순이익	77.3	88.9	190.5	245.0	314.5
지배주주지분순이익	76.6	92.0	190.5	245.0	314.5
EPS(원)	7,481	8,608	16,302	20,969	26,913
증감률(%, YoY)	86.4	15.1	89.4	28.6	28.3
PER(배)	14.6	30.5	29.4	22.8	17.8
PBR(배)	2.61	5.69	7.77	5.86	4.44
EV/EBITDA(배)	9.9	18.2	20.6	15.2	10.9
영업이익률(%)	35.4	36.0	39.8	41.0	41.9
ROE(%)	19.7	18.9	30.2	29.2	28.4
순차입금비용(%)	-27.5	-42.5	-55.3	-68.1	-79.4

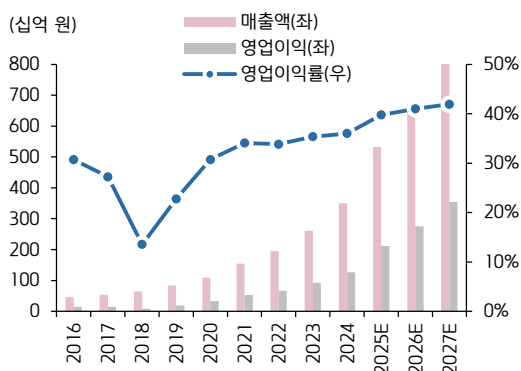
자료: 키움증권 리서치센터

파마리서치 실적 추이 및 전망 표

(단위: 십억 원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	74.7	83.1	89.2	103.1	116.9	131.4	136.7	147.0	350.1	532.0	672.6
YoY	34.8%	24.4%	29.7%	47.3%	56.5%	58.1%	53.2%	42.6%	34.1%	51.9%	26.4%
의약품	16.3	17.9	16.1	14.2	17.2	18.9	19.6	17.9	64.5	73.6	85.9
내수	10.1	9.4	10.0	8.7	10.6	10.1	11.0	10.1	38.2	41.7	46.2
수출	6.2	8.5	6.1	5.5	6.6	8.8	8.6	7.8	26.3	31.8	39.7
의료기기	38.4	43.0	50.7	61.5	69.5	81.8	85.2	92.6	193.5	329.0	412.7
내수	28.1	31.4	36.0	41.9	48.3	51.8	54.2	58.1	137.4	212.3	254.0
수출	10.3	11.6	14.7	19.6	21.2	30.0	31.0	34.5	56.2	116.7	158.7
화장품	17.7	19.9	16.9	23.2	27.9	27.9	28.9	33.3	77.7	117.9	160.8
내수	8.2	8.6	5.9	8.8	10.7	9.7	9.9	11.0	31.4	41.3	46.5
수출	9.5	11.3	11.1	14.5	17.2	18.2	19.0	22.3	46.3	76.7	114.3
기타	2.3	2.3	5.5	4.2	2.4	2.8	3.0	3.3	14.3	11.5	13.2
내수	2.3	2.3	5.0	4.4	2.1	2.7	2.9	3.1	14.0	10.7	12.6
수출	0.0	0.0	0.5	-0.2	0.3	0.2	0.1	0.2	0.3	0.8	0.6
매출원가	22.9	23.9	24.6	27.4	31.5	33.1	34.3	36.1	98.9	134.8	165.6
매출원가율	30.7%	28.7%	27.6%	26.6%	26.9%	25.2%	25.1%	24.5%	28.2%	25.3%	24.6%
매출총이익	51.8	59.2	64.6	75.7	85.4	98.3	102.4	111.0	251.2	397.2	507.0
매출총이익률	69.3%	71.3%	72.4%	73.4%	73.1%	74.8%	74.9%	75.5%	71.8%	74.7%	75.4%
판매비와관리비	25.1	28.5	29.6	42.0	40.7	43.8	45.2	55.9	125.2	185.6	231.2
판관비율	33.6%	34.3%	33.2%	40.7%	34.8%	33.4%	33.0%	38.0%	35.8%	34.9%	34.4%
영업이익	26.7	30.8	34.9	33.7	44.7	54.5	57.3	55.1	126.1	211.6	275.8
YoY	28.6%	30.1%	27.0%	65.4%	67.7%	77.1%	63.9%	63.5%	36.6%	67.8%	30.4%
영업이익률	35.7%	37.0%	39.1%	32.7%	38.3%	41.5%	41.9%	37.5%	36.0%	39.8%	41.0%
당기순이익	18.3	28.7	25.5	16.4	36.0	50.0	52.8	51.7	88.9	190.5	245.0
YoY	-0.1%	89.1%	-9.5%	5.5%	96.8%	74.2%	106.9%	215.0%	15.1%	114.2%	28.6%
당기순이익률	24.5%	34.6%	28.6%	15.9%	30.8%	38.1%	38.6%	35.1%	25.4%	35.8%	36.4%

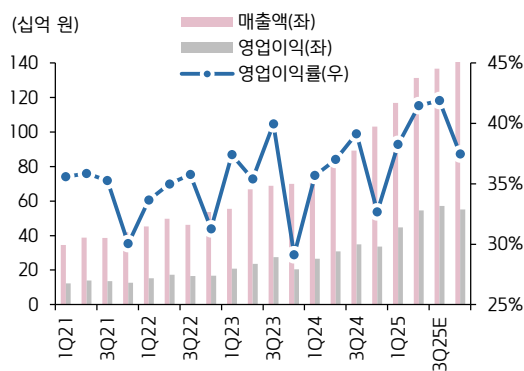
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

파마리서치 연간 실적 추이 및 전망



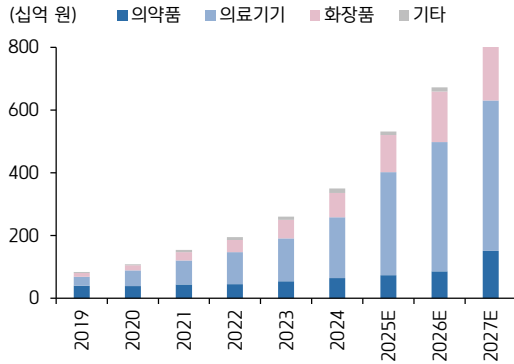
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

파마리서치 분기 실적 추이 및 전망



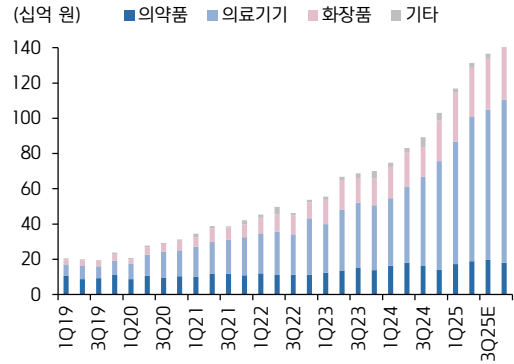
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

파마리서치 사업부별 연간 매출액 추이 및 전망



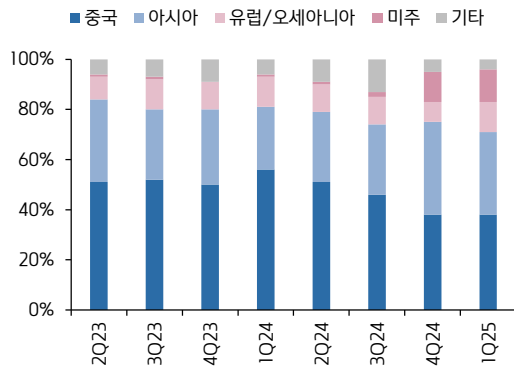
자료: 파마리서치, 키움증권 리서치센터

파마리서치 사업부별 분기 매출액 추이 및 전망



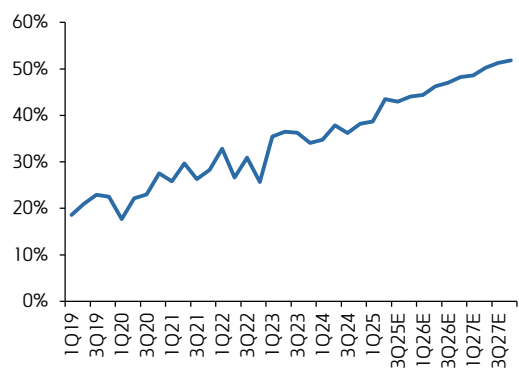
자료: 파마리서치, 키움증권 리서치센터

파마리서치 지역별 분기 수출 비중 추이



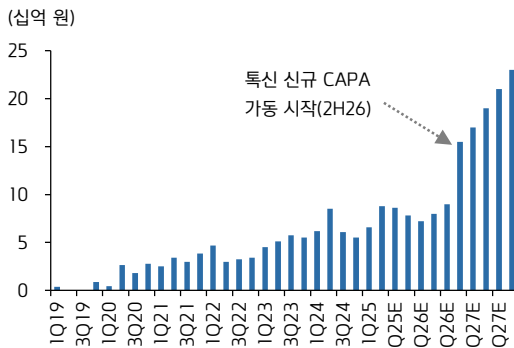
자료: 파마리서치, 키움증권 리서치센터

파마리서치 분기 매출액 수출 비중 추이 및 전망



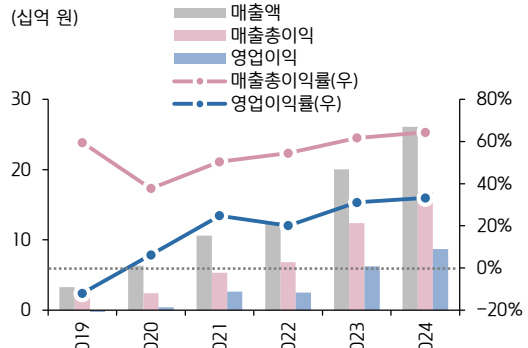
자료: 파마리서치, 키움증권 리서치센터

파마리서치 분기별 의약품 해외 매출액 추이



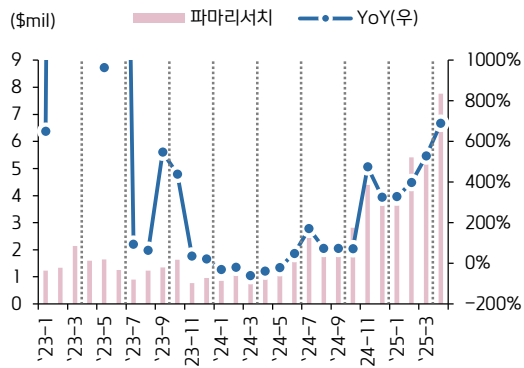
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

특신 자회사 파마리서치바이오 연간 실적 추이



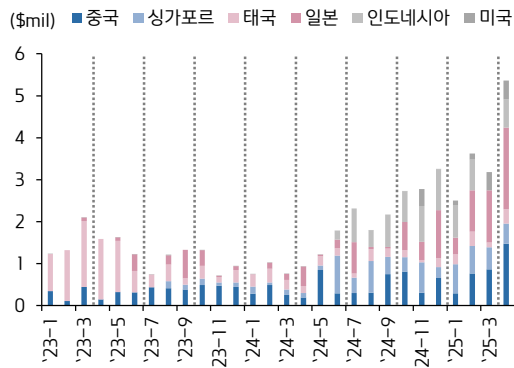
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

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 수출 데이터



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

'리쥘란' 구글 트렌드 지수와 파마리서치 시가총액



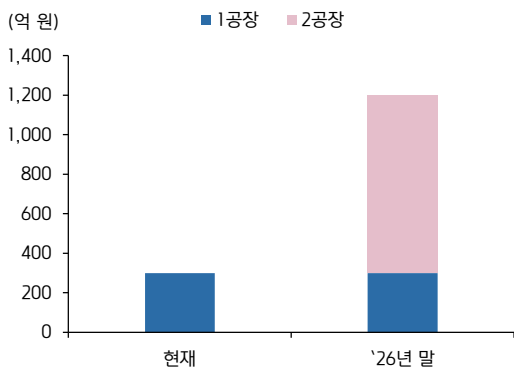
주) 검색어 기반 상대적인 트렌드 지수, 0은 데이터 양이 부족함을, 100은 데이터가 가장 많음을 의미함
자료: Google Trends, 키움증권 리서치센터

시가총액과 높은 상관관계수 보인 구글 트렌드 지수

기간	구글 트렌드 지수와 시가총액 간의 상관계수	3개월 지연시킨 두 지표 간의 상관계수
2021~현재	0.9368	0.9360
2022~현재	0.9370	0.9440
2023~현재	0.9440	0.9578
2024~현재	0.9632	0.9310

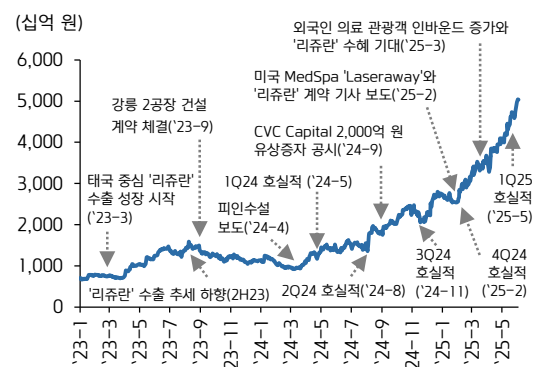
자료: Google Trends, FnGuide, 키움증권 리서치센터

파마리서치 독신 CAPA 증설



자료: 파마리서치바이오, 키움증권 리서치센터

파마리서치 시가총액 추이 분석



자료: FnGuide, 언론보도, 파마리서치, 키움증권 리서치센터

파마리서치 목표주가 산정 내용

2025년 EPS 전망치(조정)	18,126원
목표 PER	33배
목표 주가	605,405원
조정	610,000원
현재 주가	501,000원
상승 여력	21.8%

자료: 키움증권 리서치센터

파마리서치 12개월 선행 PER 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

3년간 양도가 불가능한 CVC Capital의 상환전환우선주

기타 약정사항 (주주간 약정 및 재무약정 사항 등)	인수인은 주식발행일로부터 3년간 본 주식에 대한 양도 제한
---------------------------------	-------------------------------------

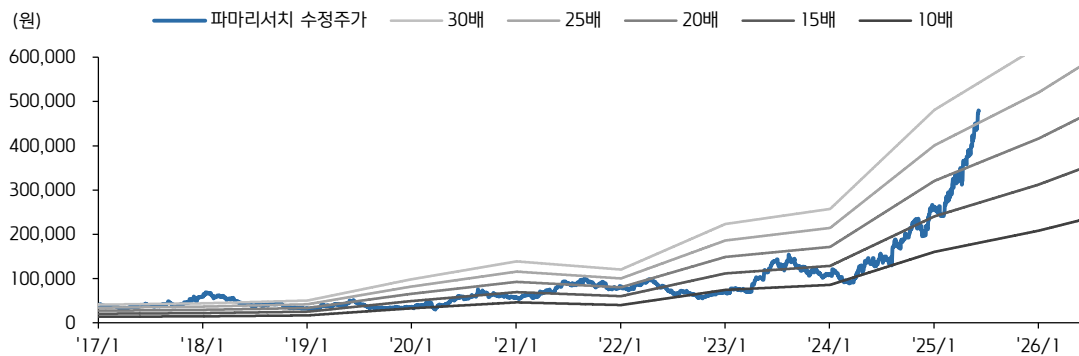
자료: 전자공시

이익배당에서 보통주보다 유리한 조건의 상환전환우선주

이익배당에 관한 사항	1) 연간 우선배당률: 회사는 본건 우선주에 대해 발행가액의 연 1%에 해당하는 금원을 보통주식에 비하여 우선 배당한다 2) 누적적 우선주: 회계연도 내 우선 배당률 만큼 배당을 받지 못한 경우 누적된 미배당분을 다음 배당시 우선하여 배당받는다. 발행회사는 본 건 우선주에 대한 우선 배당이 이루어지기 전에는 보통주식 기타 어떠한 다른 종류의 주식에 대하여 배당을 할 수 없다. 3) 참가적 우선주: 본건 우선주를 보유하는 동안 보통주의 배당률이 본 건 우선주의 배당률을 초과하는 경우에는 그 초과분에 대하여 보통주식과 동일한 배당률로 참가하여 배당을 받는다
-------------	---

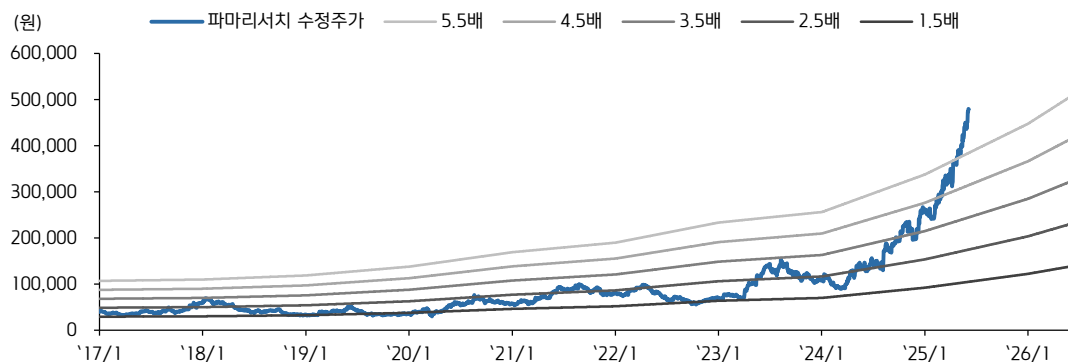
자료: 전자공시

파마리서치 12개월 선행 PER BAND CHART



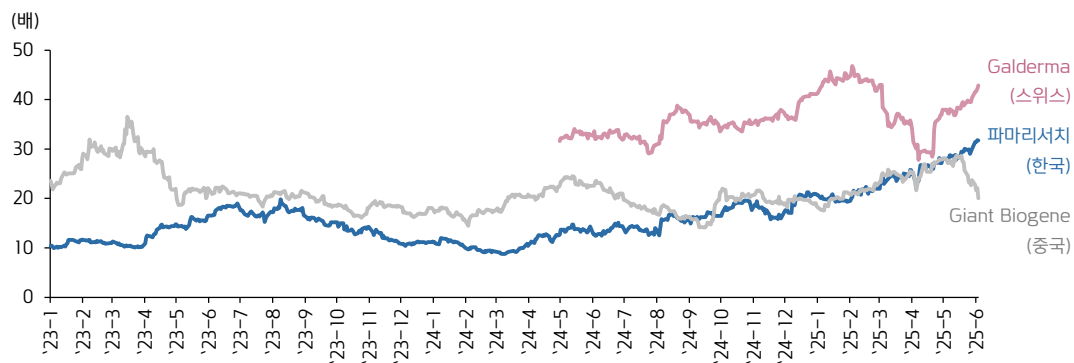
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

파마리서치 12개월 선행 PBR BAND CHART



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

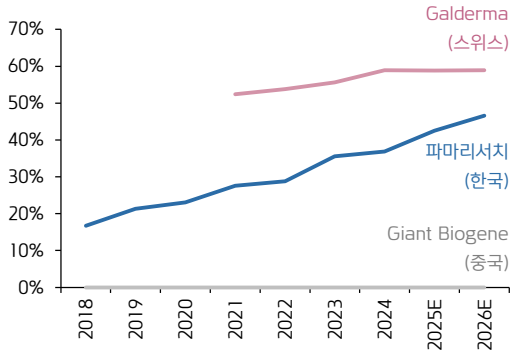
Galderma, Giant Biogene과 비교 시 크게 부담스럽지 않은 파마리서치의 12개월 선행 PER



주) Galderma는 '24년 3월 상장

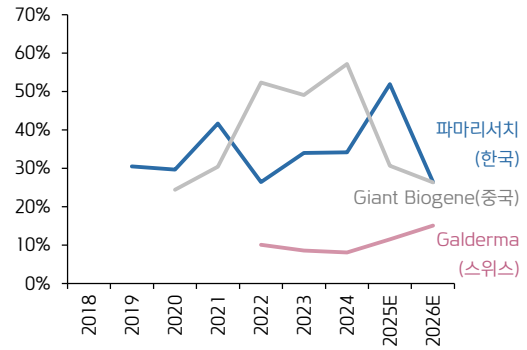
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요 peer 업체 간의 해외 매출액 비중 비교



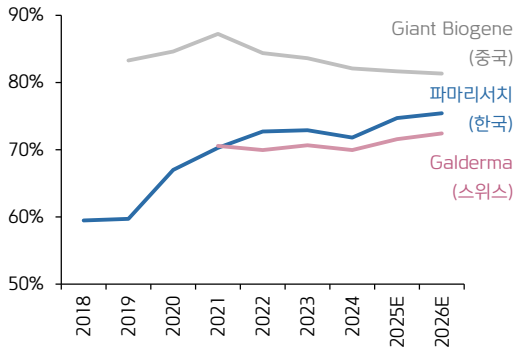
주) Giant Biogene은 해외 매출 비중 0%
 주2) 해외 업체 전망치는 Bloomberg Consensus
 자료: 파마리서치, 키움증권 리서치센터

주요 peer 업체 간의 매출액 성장률 비교



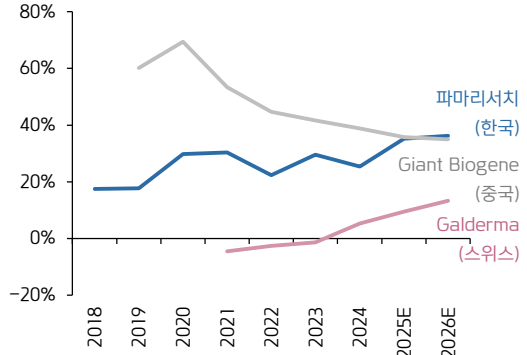
주) 해외 업체 전망치는 Bloomberg Consensus
 자료: 파마리서치, 키움증권 리서치센터

주요 peer 업체 간의 매출총이익률 비교



주) 해외 업체 전망치는 Bloomberg Consensus
 자료: 파마리서치, 키움증권 리서치센터

주요 peer 업체 간의 당기순이익률 비교



주) 해외 업체 전망치는 Bloomberg Consensus
 자료: 파마리서치, 키움증권 리서치센터

파마리서치 '리쥬란' 품목 해외 인허가 획득 국가

대륙	아시아	유럽 및 오세아니아	아메리카	중동
국가명	싱가포르(4Q17)	우크라이나	칠레	UAE(3Q24)
	말레이시아(1Q18)	벨라루스	멕시코	이스라엘(1Q25)
	인도네시아(1Q19)	리투아니아	페루(1Q25)	이라크(1Q25)
	중국*(1Q20)	튀르키예		
	태국(3Q22)	호주(3Q23)		
	베트남	뉴질랜드		
	카자흐스탄	체코(3Q24)		
	필리핀	덴마크(3Q24)		
	대만(3Q24)	스웨덴(3Q24)		
	우즈베키스탄(1Q25)	핀란드(3Q24)		
	홍콩(1Q25)	노르웨이(3Q24)		
	미얀마(1Q25)	불가리아(4Q24)		
		알바니아(4Q24)		
		유럽 MDR(4Q24)		

주) 별표(*) 표시는 2등급 의료기기 허가
자료: 파마리서치, 키움증권 리서치센터

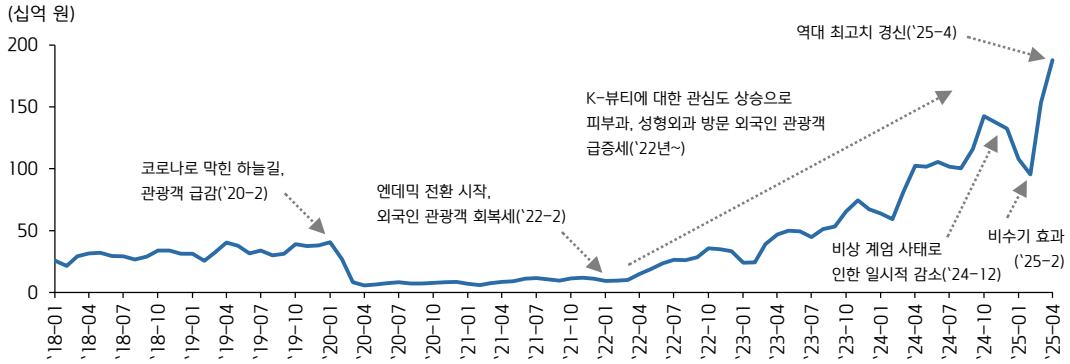
파마리서치 '리쥬란' 외 품목 해외 인허가 획득 국가

해외 인허가 현황 (품목허가 획득 국가) - REJURAN 이외

CLEVEL	CONJURAN	REJURAN COSMETIC
<i>Asia</i>	<i>Asia</i>	<i>Asia</i>
- 대만 - 인도네시아 - 싱가포르 - 태국 - 홍콩	- 싱가포르 - 태국 - 말레이시아	- 중국 - 일본 - 태국 - 싱가포르 - 말레이시아 - 대만 - 홍콩
<i>Europe/Oceania</i>	<i>Europe/Oceania</i>	<i>Europe/Oceania</i>
	우크라이나	- 우크라이나 - 호주 - 러시아
		<i>America</i>
		미국

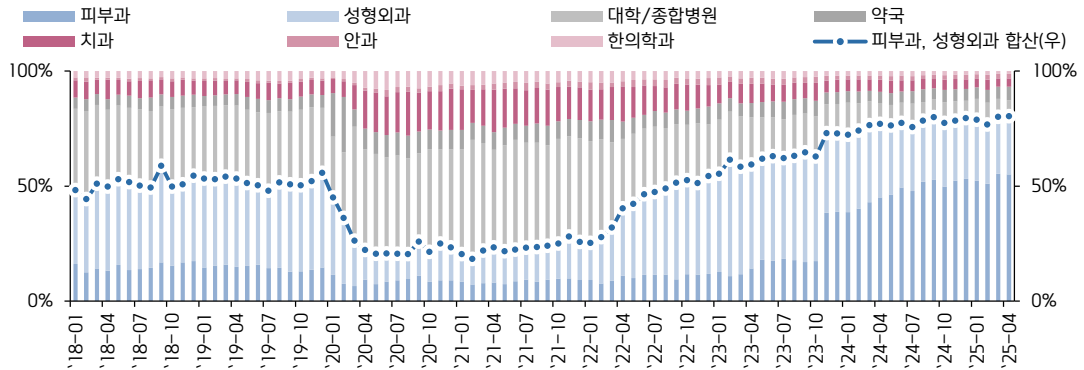
자료: 파마리서치, 키움증권 리서치센터

월간 외국인 의료 소비액 추이



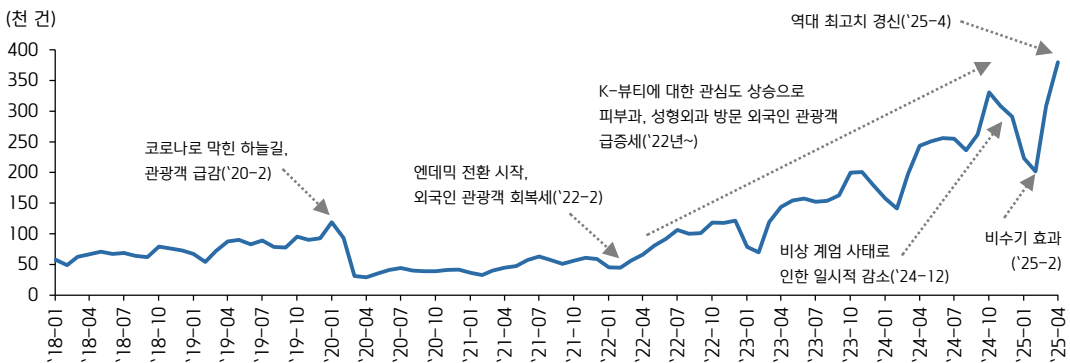
자료: 한국관광데이터랩, 키움증권 리서치센터

월간 외국인 의료 소비액 추이 진료과목별 비율 추이



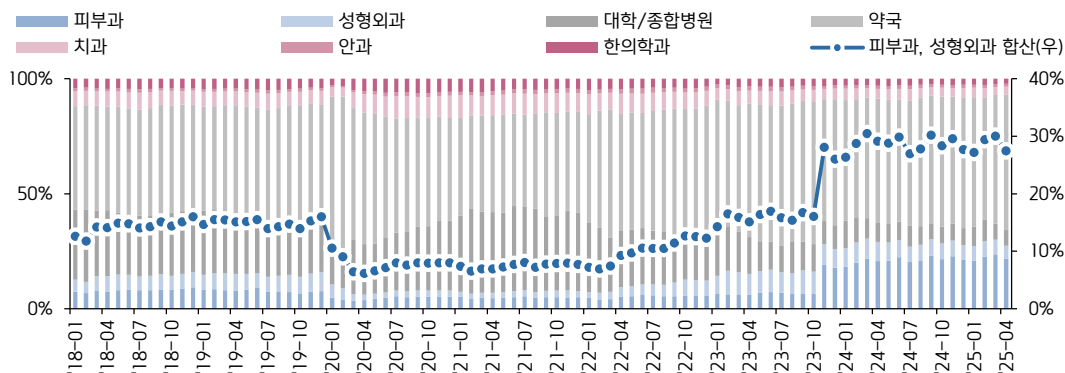
자료: 한국관광데이터랩, 키움증권 리서치센터

월간 외국인 의료 소비건수 추이



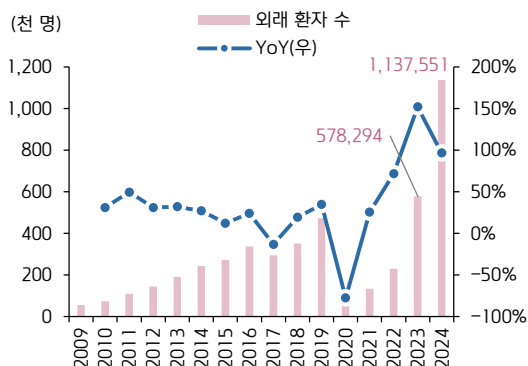
자료: 한국관광데이터랩, 키움증권 리서치센터

월간 외국인 의료 소비건수 진료과목별 비율 추이



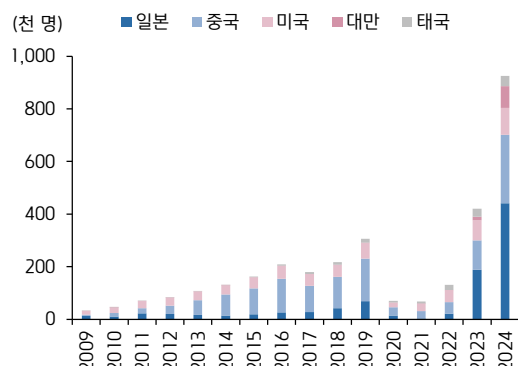
자료: 한국관광데이터랩, 키움증권 리서치센터

연간 대한민국 방문 외국인 실환자 수 추이



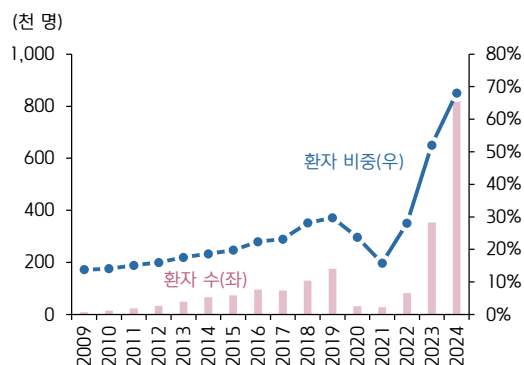
주) 중북내원 횟수 제외한 실환자 수 기준
주2) 입원 환자 제외한 외래 환자 기준
자료: 한국보건산업진흥원, 키움증권 리서치센터

주요 국적별 외국인 환자 현황



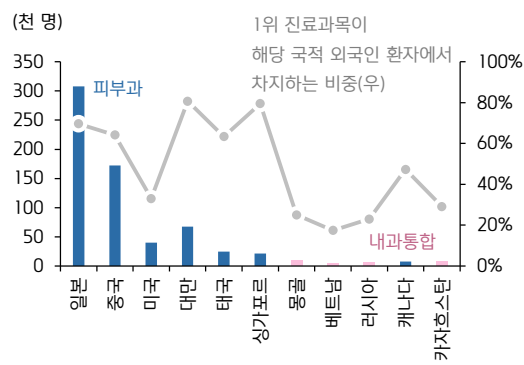
주) 중북내원 횟수 제외한 실환자 수 기준
자료: 한국보건산업진흥원, 키움증권 리서치센터

연간 외국인 환자 중 피부과, 성형외과 합산 수



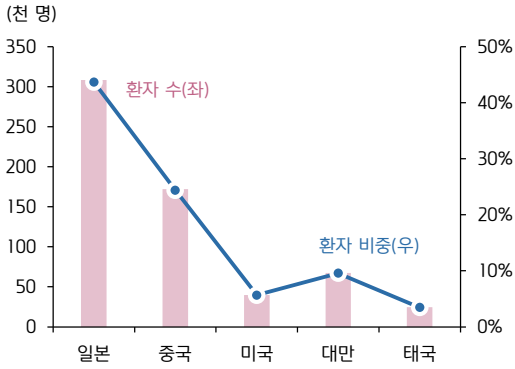
자료: 한국보건산업진흥원, 키움증권 리서치센터

'24년 주요 국적별 외국인 환자 수 1위 진료과목



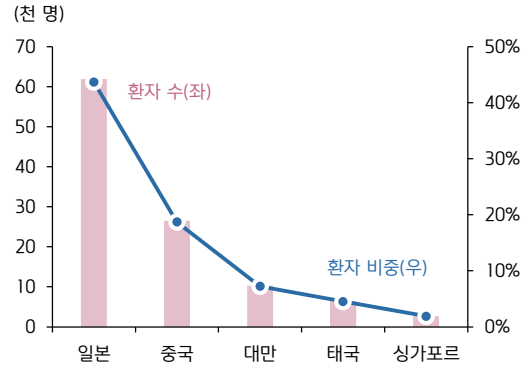
주) 파란색은 환자 수 1위 진료과목이 피부과인 국가를 뜻함
주2) 자주색은 환자 수 1위 진료과목이 내과통합인 국가를 뜻함
주3) 내과통합 = 가정의학과, 일반내과 등 내과 11개과 통합
자료: 한국보건산업진흥원, 키움증권 리서치센터

'24년 국내 피부과 외국인 환자 수 상위 5개국



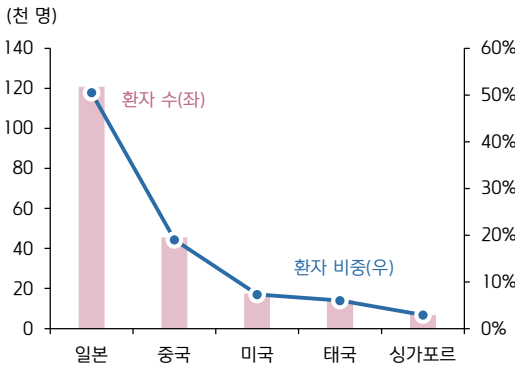
자료: 보건복지부, 키움증권 리서치센터

'24년 국내 성형외과 외국인 환자 수 상위 5개국



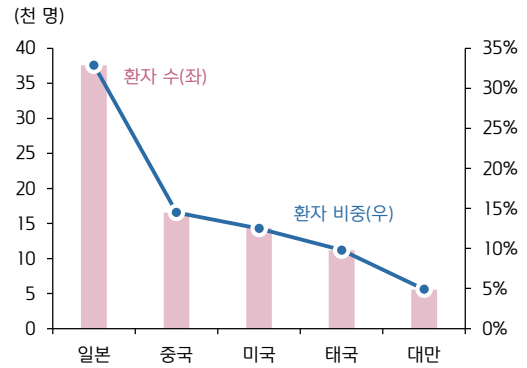
자료: 보건복지부, 키움증권 리서치센터

'23년 국내 피부과 외국인 환자 수 상위 5개국



자료: 보건복지부, 키움증권 리서치센터

'23년 국내 성형외과 외국인 환자 수 상위 5개국



자료: 보건복지부, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	261.0	350.1	532.0	672.6	844.6
매출원가	70.8	98.9	134.8	165.6	212.1
매출총이익	190.3	251.2	397.2	507.0	632.4
판매비	98.0	125.2	185.6	231.2	278.3
영업이익	92.3	126.1	211.6	275.8	354.1
EBITDA	104.3	139.7	225.4	289.0	370.4
영업외손익	8.4	-10.2	25.1	28.6	36.5
이자수익	7.4	10.2	14.1	19.8	27.8
이자비용	3.0	4.6	4.6	4.6	4.6
외환관련이익	1.5	6.7	5.1	5.1	5.1
외환관련손실	1.9	1.7	1.4	1.4	1.4
중속 및 관계기업손익	0.7	6.0	0.5	0.5	0.5
기타	3.7	-26.8	11.4	9.2	9.1
법인세차감전이익	100.7	115.8	236.6	304.4	390.7
법인세비용	23.4	26.9	46.1	59.4	76.2
계속사업손익	77.3	88.9	190.5	245.0	314.5
당기순이익	77.3	88.9	190.5	245.0	314.5
지배주주순이익	76.6	92.0	190.5	245.0	314.5
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	34.0	34.1	52.0	26.4	25.6
영업이익 증감율	40.0	36.6	67.8	30.3	28.4
EBITDA 증감율	36.3	33.9	61.3	28.2	28.2
지배주주순이익의 증감율	88.8	20.1	107.1	28.6	28.4
EPS 증감율	86.4	15.1	89.4	28.6	28.3
매출총이익율(%)	72.9	71.8	74.7	75.4	74.9
영업이익율(%)	35.4	36.0	39.8	41.0	41.9
EBITDA Margin(%)	40.0	39.9	42.4	43.0	43.9
지배주주순이익율(%)	29.3	26.3	35.8	36.4	37.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	64.9	138.1	196.1	276.9	375.0
당기순이익	77.3	88.9	190.5	245.0	314.5
비현금항목의 가감	27.8	61.0	63.4	70.1	82.2
유형자산감가상각비	8.4	9.8	10.1	10.2	13.9
무형자산감가상각비	3.5	3.8	3.7	3.0	2.4
지분법평가손익	-1.8	-7.0	0.0	0.0	0.0
기타	17.7	54.4	49.6	56.9	65.9
영업활동자산부채증감	-30.7	0.4	-21.1	5.9	31.3
매출채권및기타채권의감소	-0.3	-5.2	-22.1	-17.1	-20.9
재고자산의감소	-28.2	-11.9	-29.8	-23.0	-28.2
매입채무및기타채무의증가	-0.3	15.9	29.0	46.2	80.5
기타	-1.9	1.6	1.8	-0.2	-0.1
기타현금흐름	-9.5	-12.2	-36.7	-44.1	-53.0
투자활동 현금흐름	-44.7	-225.5	-22.8	-23.5	-24.2
유형자산의 취득	-12.1	-36.4	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.6	-2.3	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-57.9	14.9	1.6	1.6	1.6
단기금융자산의감소(증가)	18.2	-191.7	-14.3	-15.0	-15.8
기타	7.7	-10.0	-10.1	-10.1	-10.0
재무활동 현금흐름	-26.0	182.6	168.9	170.9	170.9
차입금의 증가(감소)	-16.8	10.4	0.0	0.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-7.5	-10.1	-13.4	-11.4	-11.4
기타	-1.7	182.3	182.3	182.3	182.3
기타현금흐름	0.0	2.9	-183.3	-183.3	-183.3
현금 및 현금성자산의 순증가	-5.7	98.1	158.9	241.0	338.3
기초현금 및 현금성자산	72.9	67.2	165.3	324.3	565.3
기말현금 및 현금성자산	67.2	165.3	324.3	565.3	903.6

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	256.5	554.5	779.8	1,076.1	1,479.4
현금 및 현금성자산	67.2	165.3	324.3	565.3	903.6
단기금융자산	94.4	286.1	300.4	315.4	331.1
매출채권 및 기타채권	34.7	42.5	64.6	81.7	102.5
재고자산	50.2	57.3	87.1	110.1	138.3
기타유동자산	10.0	3.3	3.4	3.6	3.9
비유동자산	278.8	301.2	285.8	271.1	253.2
투자자산	103.0	88.2	86.6	85.0	83.5
유형자산	123.1	147.3	137.2	127.0	113.1
무형자산	32.0	33.4	29.7	26.7	24.3
기타비유동자산	20.7	32.3	32.3	32.4	32.3
자산총계	535.3	855.7	1,065.6	1,347.2	1,732.6
유동부채	65.9	82.8	111.8	158.0	238.4
매입채무 및 기타채무	19.0	40.2	69.1	115.3	195.8
단기금융부채	33.0	12.5	12.5	12.5	12.5
기타유동부채	13.9	30.1	30.2	30.2	30.1
비유동부채	7.2	203.4	203.4	203.4	203.4
장기금융부채	1.3	197.0	197.0	197.0	197.0
기타비유동부채	5.9	6.4	6.4	6.4	6.4
부채총계	73.1	286.3	315.2	361.4	441.9
자본지분	433.1	539.4	720.3	955.8	1,260.7
자본금	5.2	5.3	5.3	5.3	5.3
자본잉여금	175.4	197.3	197.3	197.3	197.3
기타자본	-4.6	-4.6	-4.6	-4.6	-4.6
기타포괄손익누계액	-3.6	-1.6	0.3	2.1	4.0
이익잉여금	260.8	343.1	522.1	755.7	1,058.8
비지배지분	29.1	30.0	30.0	30.0	30.0
자본총계	462.2	569.4	750.4	985.8	1,290.7

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	7,481	8,608	16,302	20,969	26,913
BPS	41,966	46,161	61,644	81,794	107,888
CFPS	10,268	14,022	21,724	26,972	33,946
DPS	950	1,100	1,100	1,100	1,100
주가배수(배)					
PER	14.6	30.5	29.4	22.8	17.8
PER(최고)	21.1	31.4	30.6		
PER(최저)	8.7	10.1	14.3		
PBR	2.61	5.69	7.77	5.86	4.44
PBR(최고)	3.77	5.85	8.09		
PBR(최저)	1.55	1.88	3.79		
PSR	4.29	8.02	10.52	8.32	6.63
PCFR	10.7	18.7	22.0	17.8	14.1
EV/EBITDA	9.9	18.2	20.6	15.2	10.9
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	12.5	12.8	6.0	4.7	3.6
배당수익률(%·보통주, 현금)	0.9	0.4	0.2	0.2	0.2
ROA	15.2	12.8	19.8	20.3	20.4
ROE	19.7	18.9	30.2	29.2	28.4
ROIC	36.0	42.0	76.5	102.0	154.6
매출채권회전율	7.5	9.1	9.9	9.2	9.2
재고자산회전율	7.0	6.5	7.4	6.8	6.8
부채비율	15.8	50.3	42.0	36.7	34.2
순차입금비용	-27.5	-42.5	-55.3	-68.1	-79.4
이자보상배율, 현금	30.9	27.2	45.7	59.5	76.4
총차입금	34.3	209.5	209.5	209.5	209.5
순차입금	-127.3	-241.9	-415.2	-671.2	-
EBITDA	104.3	139.7	225.4	289.0	370.4
FCF	42.7	67.4	163.0	241.1	332.7

Giant Biogene Holding (2367.HK)

콜라겐 화장품에서 의료기기까지

- 화장품 사업에서 3등급 의료기기로 영역 확장 중인 피부미용 업체
- 재조합 콜라겐 기반 드레싱, 세럼, 마스크 등으로 빠르게 실적 성장 중
- 최근 3등급 의료기기 허가 지연, 허위 광고 논란으로 주가 -23% 하락

재조합 콜라겐 성분 화장품으로 빠르게 성장해온 회사

'24년 연간 실적은 매출액 55.4억 위안(약 1.0조 원, YoY +57.2%), 매출총이익 45.5억 위안(약 8,608억 원, YoY +54.3%, 매출총이익률 82.1%), 영업이익 22.8억 위안(약 4,314억 원, YoY +30.7%, 영업이익률 41.2%), 당기순이익 20.6억 위안(약 3,897억 원, YoY +42.1%, 당기순이익률 37.2%)을 기록했다. 재조합 콜라겐 성분을 기반으로 피부 미용 화장품을 만들어 판매하고 있다. 우수한 제품과 더불어 온-오프라인 유통 채널 확대를 통해 매출액 성장세를 YoY +50% 수준을 기록하고 있다.

그냥 콜라겐 말고 재조합(recombinant) 콜라겐

동사는 1형, 3형, 재조합 인간 유사, 저분자 화합물 재조합 등 크게 4가지 유형으로 재조합 콜라겐 R&D 역량을 갖추었다. 이러한 구조를 만든 이유는 동물 유래 성분을 사용하였을 때의 부작용과 불안전성을 보완하기 위해서이다.

'Comfy'(可得美): 재조합 콜라겐 기반 대표 화장품 브랜드이다. '24년 연간 매출액 45억 위안(약 8,514억 원, YoY +62.9%, 매출 비중 82.0%)을 기록했다.

'Collgene'(可麗金): 재조합 콜라겐 기반 안티 에이징 브랜드이다. '24년 연간 매출액 8억 위안(약 1,513억 원, YoY +36.3%, 매출 비중 15.2%)을 기록했다.

3등급 의료기기 필러 허가 지연, 허위 광고 논란은 아쉽다

재조합 콜라겐 3등급 의료기기 제품 2개의 허가가 '24년부터 미뤄지고 있다. '24년 12월에 중등증-심각한 목 주름 대상 필러가 NMPA로부터 우선 심사를 지정받은 바 있으나 지연 중이다. 세럼 제품은 추가 임상 필요해 불확실성이 더 커졌다. 5월 24일에는 경쟁사 인플루언서가 동사 화장품 제품들의 유효 성분이 과장됐다고 주장하며 주가가 2주 만에 -23.1% 하락했다.

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('25.6.6): 59.00HKD
목표주가 컨센서스: 84.31HKD

▶ 투자 의견 컨센서스

매수	보유
100%	0%

Stock Data

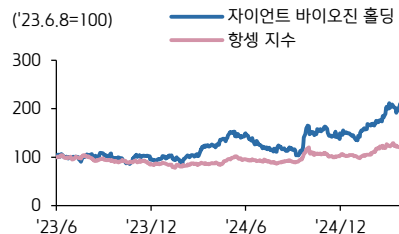
산업분류	개인관리용품
항쟁 (6/6)	23,792.54
현재주가/목표주가	59 / 84.31
52주 최고/최저 (HKD)	87.1 / 35
시가총액 (백만 HKD)	63,188
유통주식 수 (백만 주)	481
일평균거래량 (3M)	8,828,141

Earnings & Valuation

(백만 위안)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	3,524	5,539	7,273	9,202
영업이익	1,611	2,282	2,955	3,671
OPM(%)	45.7	41.2	40.6	39.9
순이익	1,452	2,062	2,590	3,213
EPS	1.5	2.1	2.5	3.1
증가율(%)	51.0	39.2	22.3	23.9
PER(배)	22.1	23.3	23.4	18.9
PBR(배)	7.3	6.8	6.7	5.3
ROE(%)	40.4	36.0	30.9	31.1
배당수익률(%)	0.0	0.8	2.0	2.7

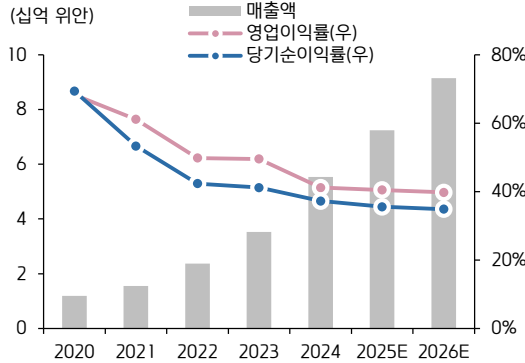
Performance & Price Trend

추가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	18.2	-27.0	15.0	15.1
S&P Index	18.6	5.0	19.8	28.8



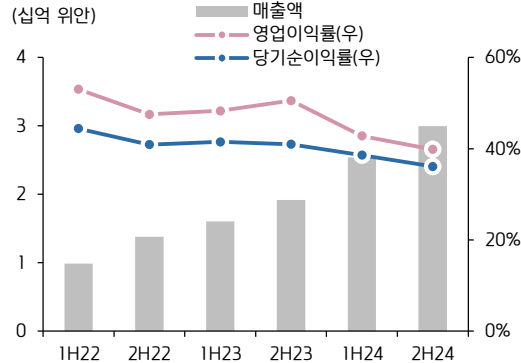
자료: 데이터 스트림 컨센서스, 키움증권 리서치

Giant Biogene 연간 실적 추이 및 전망



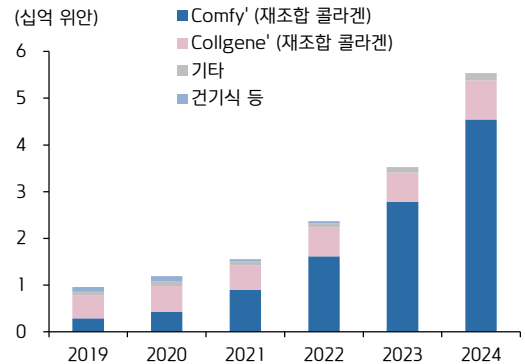
주) 전망치는 Bloomberg Consensus
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Giant Biogene 반기별 실적 추이 및 전망



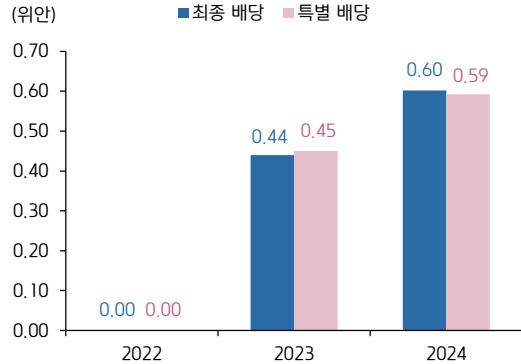
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Giant Biogene 사업부별 매출액 분류 추이



주) 전망치는 Bloomberg Consensus
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Giant Biogene 연간 세전 DPS 추이



자료: Giant Biogene Holding, 키움증권 리서치센터

주요 브랜드 'Comfy'(可得美)의 메디컬 드레싱



자료: Giant Biogene Holding

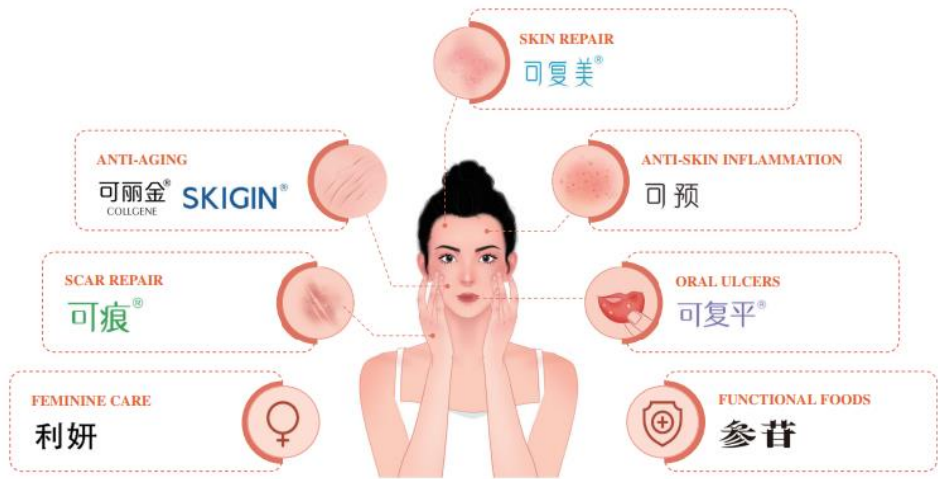
주요 브랜드 'Comfy'(可得美)의 피부 재생 세럼



자료: Giant Biogene Holding

Giant Biogene의 주요 브랜드 7개

Our Major Brand Portfolio with a Broad Range of Applications



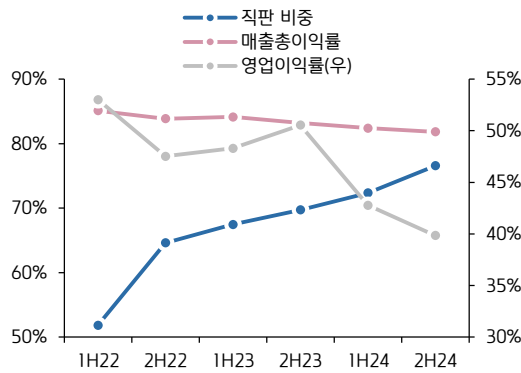
자료: Giant Biogene Holding

골재생, 필러 3등급 의료기기 시장 진출 중인 Giant Biogene

During the Reporting Period, we successfully advanced the research, development, and clinical application of class III medical devices. We obtained the class III medical device registration certificate for bone repair materials, and our injectable recombinant collagen filler product was granted priority approval. Moving forward, we will continue to build on our technological foundation, address significant societal needs, and strive relentlessly to achieve further breakthroughs.

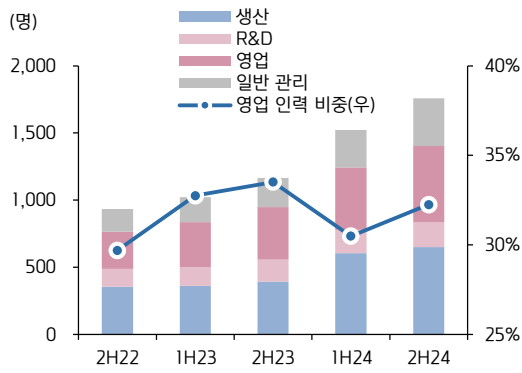
자료: Giant Biogene Holding

Giant Biogene 직판 비중과 수익성



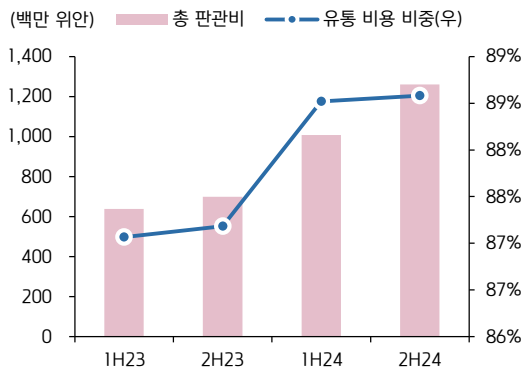
자료: Giant Biogene Holding, 키움증권 리서치센터

Giant Biogene 반기별 인력 추이



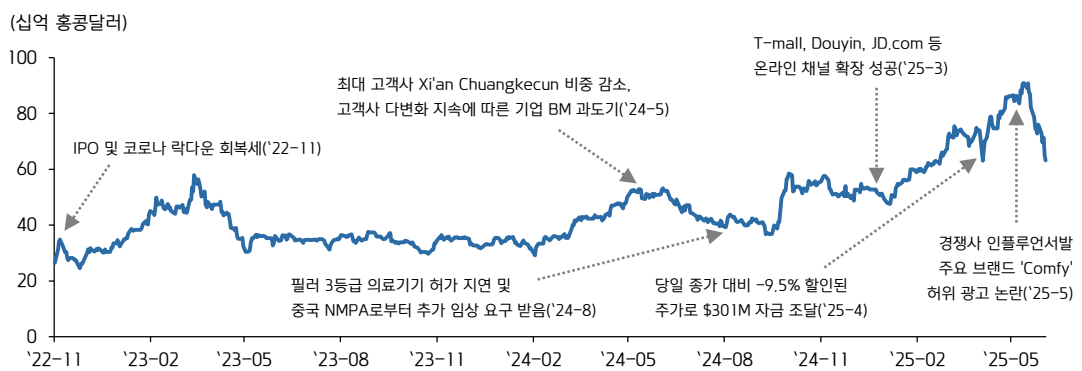
자료: Giant Biogene Holding, 키움증권 리서치센터

Giant Biogene 반기별 판관비 추이



자료: Giant Biogene Holding, 키움증권 리서치센터

Giant Biogene 시가총액 추이 분석



자료: Giant Biogene Holding, 언론보도, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

고지사항

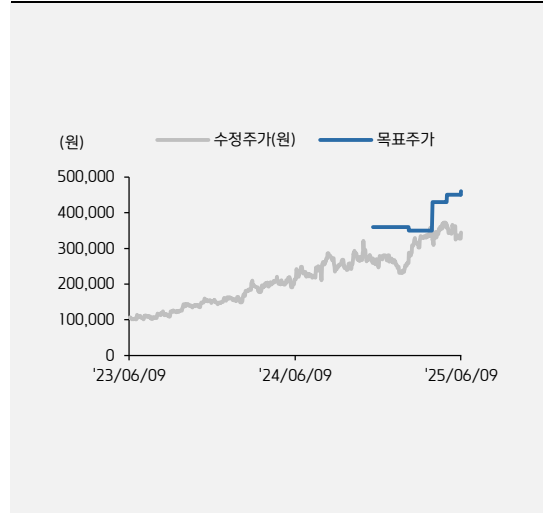
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.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

투자이견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자이견	목표주가	목표 괴리율(%)		
				가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비
휴젤 (145020)	2024-11-27	Buy(Initiate)	360,000원	6개월	-25.38	-22.08
	2025-01-16	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-27.86	-22.08
	2025-02-14	Buy(Maintain)	350,000원	6개월	-8.02	2.29
	2025-04-07	Buy(Maintain)	430,000원	6개월	-18.40	-13.49
	2025-05-09	Buy(Maintain)	450,000원	6개월	-23.55	-18.67
	2025-06-09	Buy(Maintain)	460,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음

목표주가 추이(2개년)

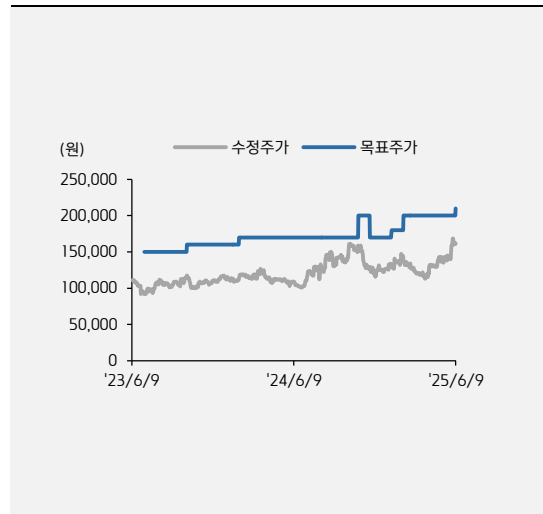


투자이견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자이견	목표주가	목표 괴리율(%)		
				가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비
대웅제약 (069620)	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
	2024-11-27	Buy(Reinitiate)	170,000원	6개월	-26.26	-21.29
	2025-01-15	Buy(Maintain)	180,000원	6개월	-24.27	-18.17
	2025-02-11	Buy(Maintain)	200,000원	6개월	-37.58	-31.70
	2025-04-15	Buy(Maintain)	200,000원	6개월	-33.55	-15.75
	2025-06-09	Buy(Maintain)	210,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음

목표주가 추이(2개년)

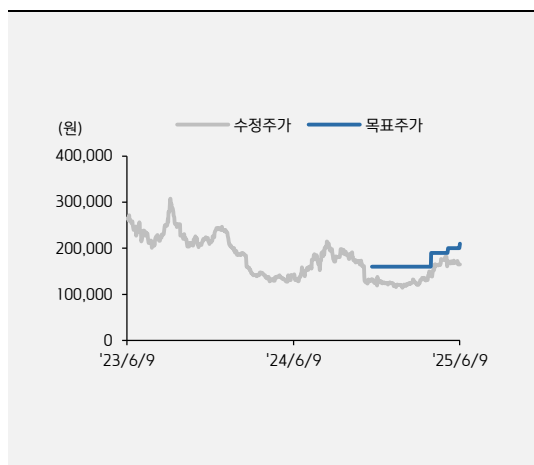


투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 괴리율(%)		
				가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비
메디팩스 (086900)	2024-11-28	Buy(Initiate)	160,000원	6개월	-21.35	-6.63
	2025-04-07	Buy(Maintain)	190,000원	6개월	-13.27	-4.42
	2025-05-14	Buy(Maintain)	200,000원	6개월	-15.76	-13.55
	2025-06-09	Buy(Maintain)	210,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음

목표주가 추이(2개년)

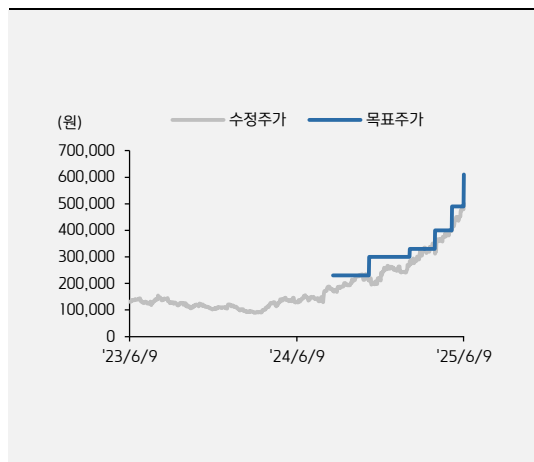


투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 괴리율(%)		
				가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비
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	-20.13	-8.83
	2025-02-11	Buy(Maintain)	330,000원	6개월	-5.39	6.06
	2025-04-07	Buy(Maintain)	400,000원	6개월	-6.91	0.38
	2025-05-14	Buy(Maintain)	490,000원	6개월	-8.60	-2.04
	2025-06-09	Buy(Maintain)	610,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음

목표주가 추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2024/04/01~2025/03/31)

매수	중립	매도
95.90%	4.10%	0.00%