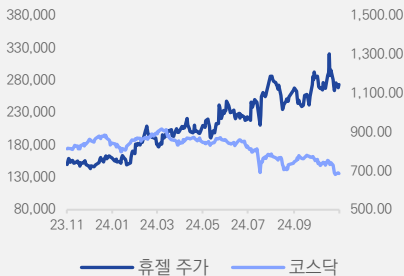


BUY

목표주가 374,000원
현재주가 282,000원
상승여력 32.5%

Stock Price Trend



Market Profile

시가총액 34,787억 원
발행주식수 12,604천 주
유통주식수 114,721천 주
52주 최고/최저 321,000/ 143,500원
유통비율 44.57%
외국인 지분율 52.38%

Table of Contents

INTRO ----- 2
산업분석 ----- 3
기업분석 ----- 9
투자포인트 ----- 12
밸류에이션 ----- 17
Appendix ----- 23

SRS K.E.Y.S.S Research Team

강지윤 gangjiyun@sogang.ac.kr
박민진 kongcham@sogang.ac.kr
박상혁 parkpad@sogang.ac.kr
오경환 oh3200@sogang.ac.kr
한영민 hym20000@sogang.ac.kr



휴젤 (145020/KQ)

투자의견 BUY 제시, 목표주가 374,000원 제시

'한 번도 안 해본 사람은 있어도 한 번만 해본 사람은 없다'는 특신 기술. 접근성이 높은 특신 시장은 아름다움에 대한 본능적인 욕구와 함께 미용 산업 성장을 최전선에서 이끌고 있다. 당사는 이러한 수요를 효과적으로 사업화해 빠르게 대응했으며, 이제 글로벌 특신 1위 규모의 미국 시장에서도 본격적으로 첫발을 내디딘다.

투자포인트 1. '美'쳤다, 國가대표 특신 휴젤

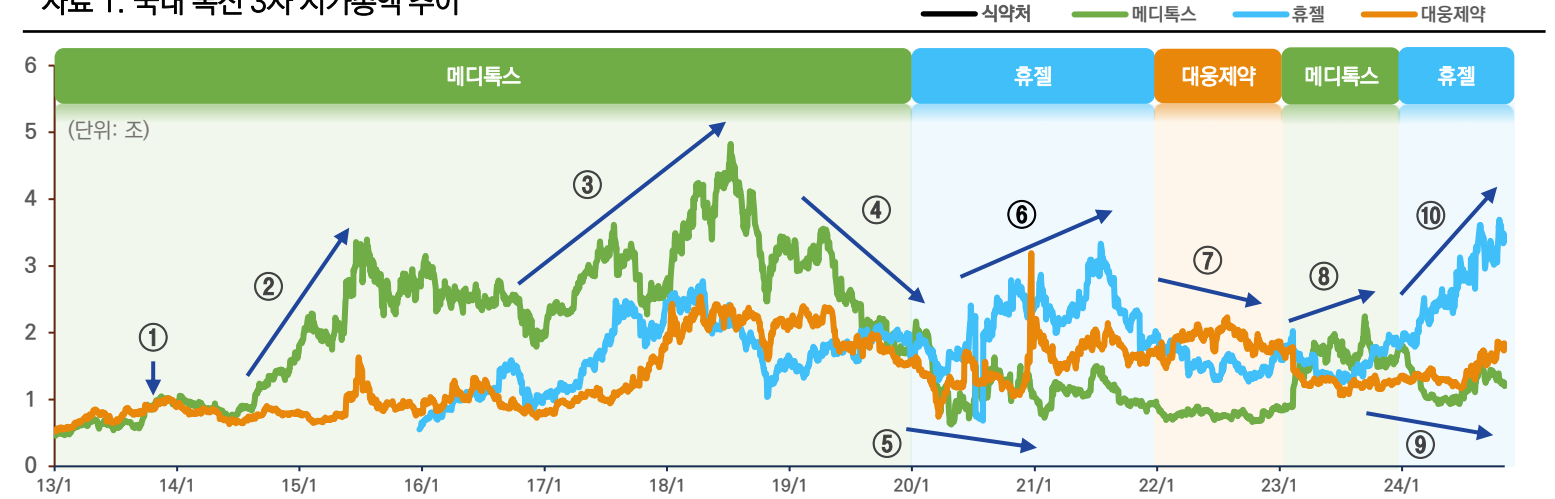
전 세계 점유율 55%를 차지하는 미국은 세계 최대 규모의 특신 시장이며, 그 가치는 7조원에 달한다. 휴젤은 FDA라는 높은 진입장벽을 뚫고 6번째로 미국 시장에 진출한 기업이 되었으며, 올해 7월부터 초도 물량 선적을 시작하며 3분기 북남미 매출액 180억 원 (+566.7% QoQ)을 기록했다. 미국은 메드스파 산업의 성장과 함께 특신 기술 수요 또한 가파르게 증가 중이며, 절대강자 보톡스 대신 중저가의 가성비 제품이 큰 인기를 끌고 있다. 당사는 호주에서의 성공 경험을 토대로 메드스파 공략에 강점을 보일 전망이며, GLP-1 시장 개화에 따른 추가 수혜로 더욱 강력한 성장 모멘텀이 예상된다.

투자포인트 2. '中'요해, 國가인증 특신 휴젤

암시장을 제외한 합법 시장의 규모만으로 세계 특신 시장의 14%, 단일 국가 점유율 2위를 차지하는 것이 바로 중국이다. 중국의 암시장 규제와 국내 불법 수출 관리 강화로 인해 암시장이 합법 시장으로 편입되면서 국내 유일 중국 판매 승인 기업인 당사가 중국 수출이 제한된 타사의 기존 파이를 차지할 것이다. 특신과 필러를 함께 저렴한 가격으로 묶어 파는 번들링 전략을 활용하기 시작했고, 유통사 사환제약과 함께 중국 전역에 지속적으로 영업망을 확장하고 있다. 높은 진입장벽의 중국 시장에서 가격 경쟁력까지 갖추며 유통사 사환제약과 함께 중국 특신 시장에서 폭발적인 매출 증가가 기대된다.

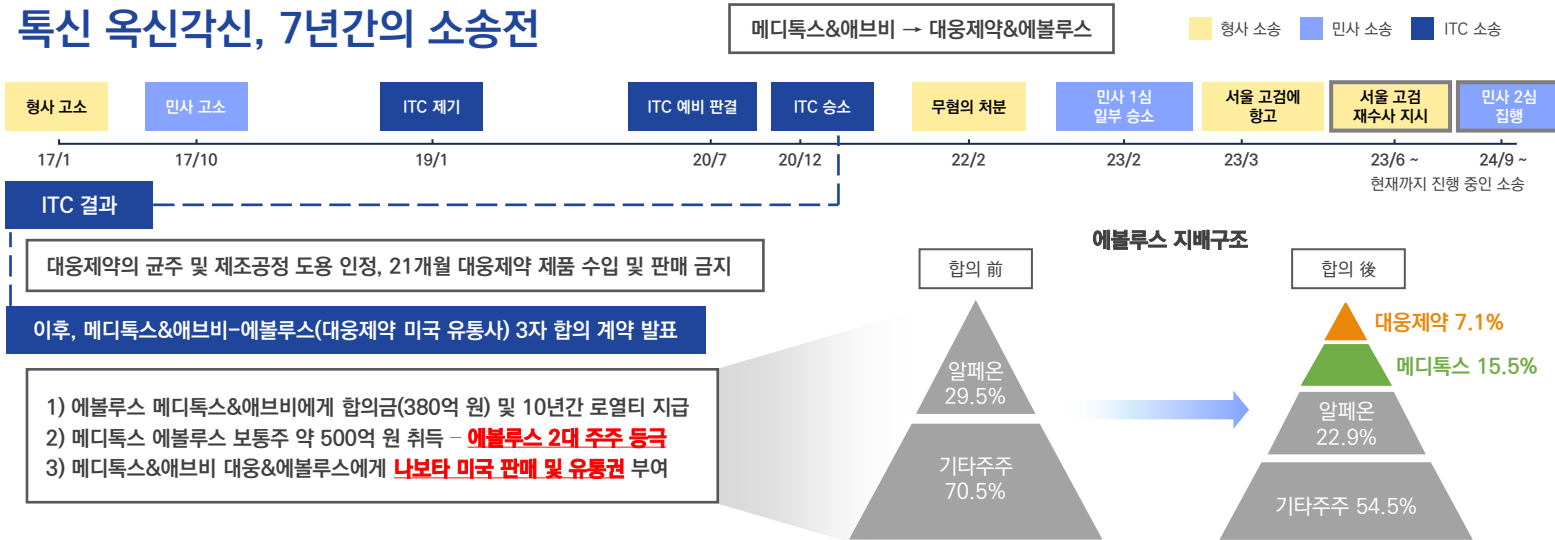
투자지표	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(억)	2,817	3,197	3,850	5,117	6,603
영업이익(억)	1,014	1,178	1,728	2,520	3,173
영업이익률(%)	36.0	36.8	44.9	49.2	48.1
순이익(억)	607	977	1,327	1,916	2,418
순이익률(%)	21.54	30.55	34.5	37.4	36.6
EPS(원)	5,289	8,513	11,563	16,701	21,081
DEPS(원)	-	7,740	10,513	15,185	19,167
PER	56.3	56.1	34.8	25.7	17.8
PBR	4.1	4.0	4.4	3.7	3.1
ROE	7.1	12.5	14.6	17.7	18.5

자료 1. 국내 특신 3사 시가총액 추이



구분	대상	기간	Legal Issue	Botulinum Toxin approval
①	메디톡스	13/09	-	메디톡스, 美 진출 위해 애브비에 이노톡스 기술 수출
②	메디톡스	14/06-15/05	-	메디톡스, 세계 최초 액상형 특신 이노톡스 국내 판매 및 美 임상 3상에 대한 기대
③	메디톡스	17/06-18/10	-	메디톡스, 메디톡스 中 허가 신청 및 이노톡스 美 임상 3상 개시
④	메디톡스 → 대웅제약 메디톡스	19/01 -19/12	메디톡스, 대웅제약 대상 ITC 소송 제기	메디톡스, 美, 中 진출 실패 및 불량 보톡스 논란
⑤	식약처 → 메디톡스	20/04-20/12	식약처, 메디톡스 제품 3개(메디톡스, 코어톡스, 이노톡스) 판매 중지 명령 및 품목허가 취소	-
⑥	메디톡스 → 대웅제약 휴젤	20/07-21/03	메디톡스, 대웅제약 대상 ITC 최종 판결 승소 휴젤, 메 ↔ 대 소송 반사이익으로 시가총액 1위 탈환	휴젤, 美 FDA BLA 신청 및 中 진출 첫 해 중국 내 M/S 10%
⑦	식약처 → 휴젤 메디톡스 → 휴젤	21/12-22/03	식약처, 휴젤 보툴렉스 판매 중지 명령 및 품목 허가 취소 메디톡스, 휴젤 '자사 균주 절취' 혐의로 ITC 소송 제기	휴젤, 美 FDA 신청 거절 및 CRL(보완요구서한) 수령
⑧	메디톡스 → 대웅제약	23/02	메디톡스, 대웅제약 민사 1심 일부 승소	-
⑨	메디톡스 → 휴젤 메디톡스	24/02-24/06	메디톡스, 휴젤 ITC 예비 판결 패소	메디톡스, MT10109L 美 FDA 품목 허가 신청 거절
⑩	메디톡스 → 휴젤 휴젤	24/03-24/10	메디톡스, 휴젤 ITC 최종 패소	휴젤, 레티보 美 FDA 승인

특신 옥신각신, 7년간의 소송전



『특신 삼국지』 최후의 승자: 휴젤

국내 보툴리눔 특신 시장은 지난 10년간 치열한 경쟁을 이어왔다. **균주의 살상력에 기인한 높은 진입장벽으로 과점 시장이 형성되었고, 서로의 점유율을 뺏기 위해 균주의 출처에 관련된 내용의 소송전이 지속적으로 이어졌다.** 지금까지 메디톡스와 대웅제약은 균주의 출처에 대한 **형사 소송**과 **민사 소송**을 진행 중이며, ITC 소송 결과로 경쟁사 메디톡스가 대웅제약의 미국 유통사인 에볼루스의 2번째 최대 주주가 되는 **기이한 일이 발생했다.** 두 회사의 분쟁 사이에 **1) 세계 최대 특신 시장인 미국 진출, 2) 법정 리스크 해소를 주축으로 한 단계의 성장을 기다리는 국내 특신 기업이 있다.** 본 리서치팀은 해당 국내 특신 기업에 집중할 것을 **강력히 제안한다.**

II. 산업분석

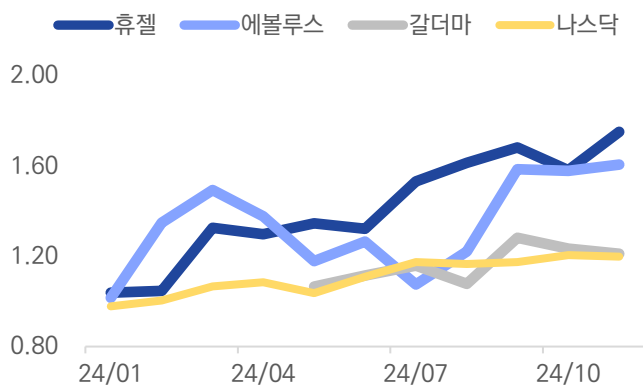
1. 의료와 미용의 융합으로 성장하는 보툴리눔 독신 시장

1-1. 구조적 성장 전망

에스테틱의 시대는 끝났다. 이제는 ‘메디컬 에스테틱’의 시대다. **메디컬 에스테틱**은 피부 관리나 미용을 넘어, 피부와 외모 개선을 위해 전문적인 의료적 접근을 적용하는 분야를 뜻한다. 안전하고 효과적인 방법으로 개인의 외모와 웰빙을 향상하려는 관심이 높아지면서, **최소침습적 시술을 통해 회복 시간을 줄이고 자연스러운 결과를 제공하는 보툴리눔 독신(이하 ‘독신’)** 시장이 주목받고 있다.

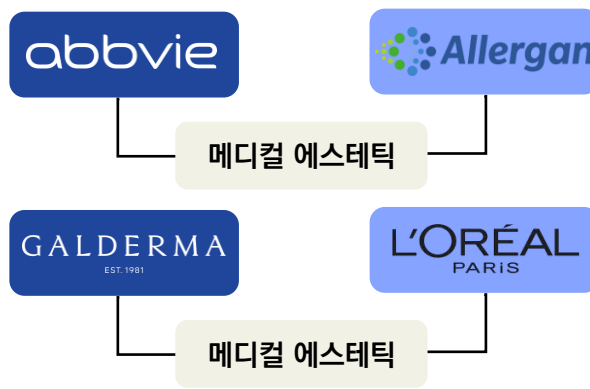
독신 시장은 Beauty & Wellness의 교차점에서 성장하고 있으며, 이를 반영하듯 **화장품사와 제약사의 제휴**를 통해 독신 시장에 진출하는 사례가 늘어나고 있다. 2020년, 글로벌 제약사 애브비는 ‘Botox(이하 보톡스)’ 브랜드로 잘 알려진 독신 제품을 보유한 엘러간을 인수합병하며 의료와 미용 산업의 통합을 이루어 냈다. 또한, 2024년에는 글로벌 화장품 기업 로레알이 ‘Dysport(이하 디스포트)’ 독신 제품을 보유한 제약사 갈더마의 지분 10%를 인수하면서 의료와 미용의 융합 의지를 더욱 강하게 드러냈다. 이러한 화장품사와 제약사 간의 융합은 독신 시장이 단기적인 트렌드를 넘어 **구조적인 성장을 지속할 것임을** 뒷받침하는 중요한 근거로 작용한다. 인젝터블 에스테틱 관련 주요 4개 기업의 연초 대비 주가 상승률이 나스닥 지수를 아웃퍼폼하는 현상 또한 해당 시장의 성장 가능성을 더욱 강하게 뒷받침하고 있다.

자료 2. 나스닥 아웃퍼폼하는 독신 기업 주가



출처 : S.R.S KEYSS Team

자료 3. 화장품사와 제약사 간 합병 사례

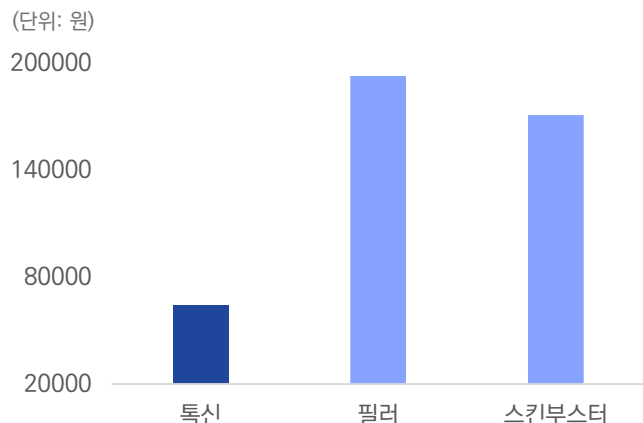


출처 : S.R.S KEYSS Team

1-2. 소비자에게는 친숙하지만 공급자에게는 어렵다

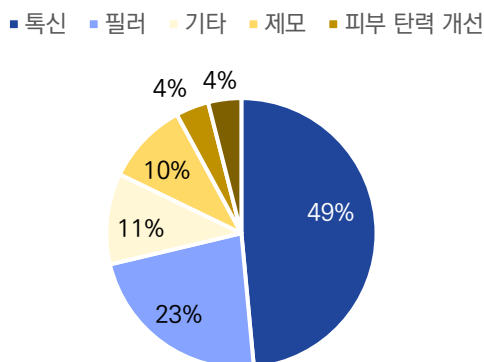
2023년 기준 49억 달러 규모였던 독신 시장은 연평균 10% 성장률을 기록하며 2028년에는 70억 달러에 이를 것으로 전망된다. 주요 성장 요인으로는 **1) 상대적으로 낮은 시술 비용, 2) 최소침습 시술, 3) 빠른 시술 시간** 등으로 인한 낮은 진입장벽이 꼽힌다. 통계에 따르면 첫 미용 시술로 독신 시술을 선택하는 비율이 51%에 달해, 소비자들이 독신의 접근성을 선호함을 보여준다.

자료 4. 미용 시술 가격 비교



출처 : 모두닥, Macquarie Research, S.R.S KEYSS Team

자료 5. 메디컬 에스테틱 내 독신 비중



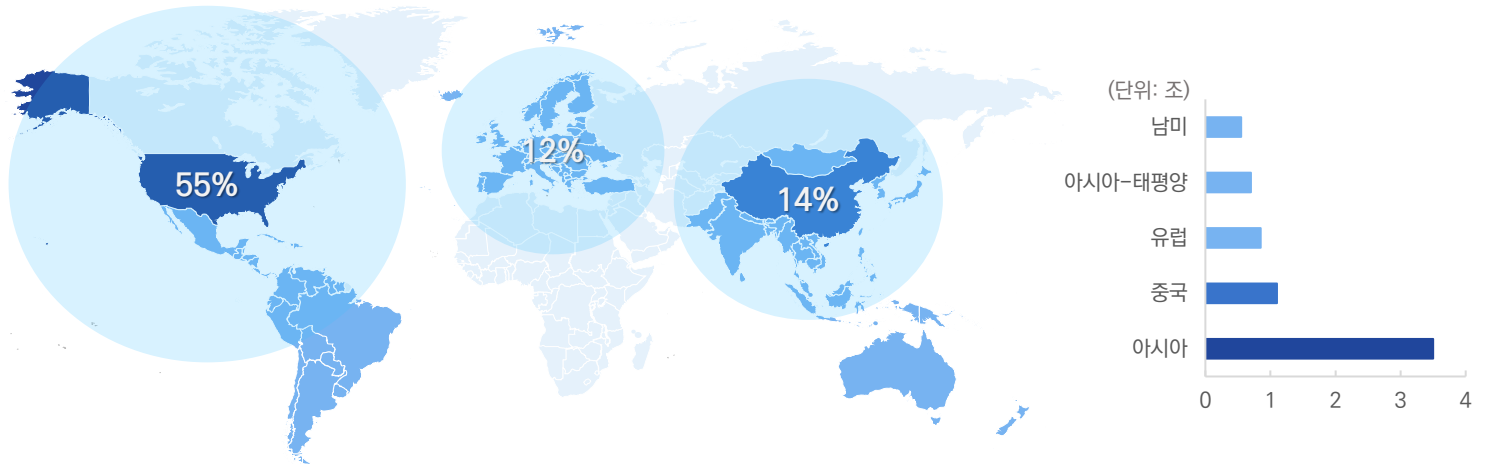
출처 : ISAPS, S.R.S KEYSS Team

II. 산업분석

특신 시장은 수요가 빠르게 증가하고 있지만, **공급이 그에 즉각적으로 대응하기 어려운 구조적 특성을 보인다**. 특신은 혐기성 세균에 의해 생성되는 강력한 신경독소로, 이론적으로 4kg만으로도 전 인류를 치명적으로 해칠 수 있을 만큼 높은 독성을 가지고 있기에 생물 무기 금지 협약의 규제를 받으며, 제조와 유통 과정에서 각국의 철저한 관리가 요구된다. 이러한 **엄격한 규제는 특신 생산자에게 높은 진입장벽으로 작용하여, 새로운 기업들이 시장에 진입하는 것을 어렵게 만든다**.

현재 특신 시장은 **미국, 중국, 유럽이 전체 시장의 81%를 차지하는** 주요 시장으로 자리 잡고 있다. 하지만 이들 시장에서도 제한된 기업만이 특신 판매 허가를 보유하고 있다. 중국과 미국 양 국가 모두 6개 기업만이 특신 판매 허가를 받은 상태로, 이러한 허가 체계는 특신 시장의 **독점적 성격을 강화하고 있다**.

자료 6. 특신 시장 국가별 M/S



출처 : ISAPS, S.R.S KEYSS Team

국내 기업 중에서는 **동사만 미국, 유럽, 중국에서 모두 판매 허가를 받은 유일한 기업으로 돋보인다**. 동사는 2020년에 중국 시장에서, 2022년에는 유럽 시장에서 각각 보툴리눔 특신 판매 허가를 획득했다. 그리고 가장 최근인 2024년에는 미국 FDA의 승인을 받으며 세계 3대 주요 시장 진출을 완성했다. 특히 **미국 FDA 승인은 특신 업계에서 큰 의미를 가지는 성과로, 엄격한 기준을 통과함으로써 글로벌 시장에서의 신뢰도를 한층 강화하게 되었다**.

2. 아메리칸 드림의 실현

2023년 기준 **미국 특신 시장의 규모는 7조 원에 달하며, 이는 전 세계 특신 시장의 55%를 차지하는 거대한 비중을 보여준다**. 미국 특신 시장은 **국내 시장의 50배에 달하는 압도적인 규모를 가지고 있으며, 동일한 원가로 생산된 제품을 한국보다 2~3배 높은 가격에 판매할 수 있어 높은 마진 확보가 가능하다**. 이 때문에 단 1%의 시장 점유율만 확보해도 국내 시장 대비 6.5배의 매출 성장이 기대되는, 말 그대로 '약속의 땅'이라 할 수 있다. 이러한 거대한 시장 규모와 높은 가격이 결합함에 따라 폭발적인 매출 성장이 예상되며, 이에 따라 미국 시장으로의 진출은 특신 관련 기업들의 수익성 향상과 주가 상승에 중요한 기회를 제공할 것이다.

세계 최대 특신 시장인 미국은 지속적인 성장세를 보이고 있으며, 이는 글로벌 기업들에게도 성장 동력과 필수적인 도약 무대로 자리 잡고 있다. 이미 많은 특신 기업들이 미국 시장에 진출하여 '아메리칸 드림'을 실현하고자 하는 목표를 가지고 있다. 그러나 과거 **애브비가 시장을 독점적으로 지배하던 상황에서 벗어나, 최근 미국 특신 시장은 새로운 변화를 맞이하고 있다**. 이 변화의 흐름 속에서 주목해야 할 주요 요소는 두 가지이다.

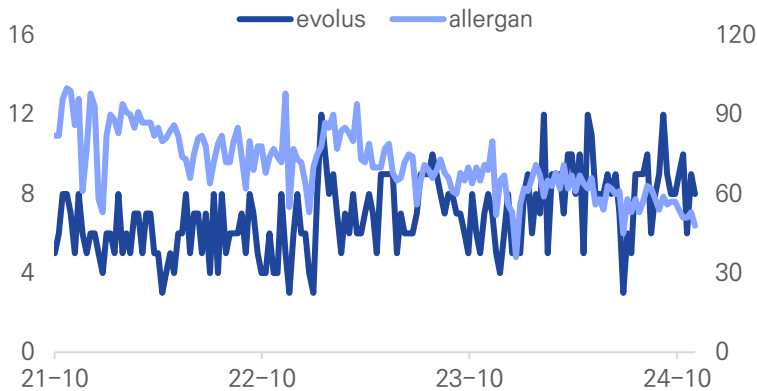
- 1) **메드스파를 중심으로 중저가 제품에 대한 수요가 증가하면서 가격 경쟁력을 갖춘 제품들이 새로운 기회를 얻고 있다는 점이다**. 소비자들이 더 경제적이면서도 효과적인 특신 제품을 선호하는 경향이 증가하면서, 중저가 특신 제품의 시장 진입 기회가 넓어지고 있다.
- 2) **GLP-1 계열 치료제 사용 확대에 따라 특신 제품의 부가적인 수요 증가가 예상된다**. GLP-1 계열 치료제는 주로 체중 감량이나 당뇨 관리 등으로 널리 사용되고 있는 약물로, 이를 사용하는 환자들에게서 추가적인 특신 수요가 발생할 가능성이 크다.

이와 같은 시장의 변화는 단순히 현재의 수요 증가에 그치지 않고, 향후 미국 특신 시장의 전반적인 확장과 성장을 더욱 촉진할 수 있는 핵심 요소로 작용할 것으로 보인다.

II. 산업분석

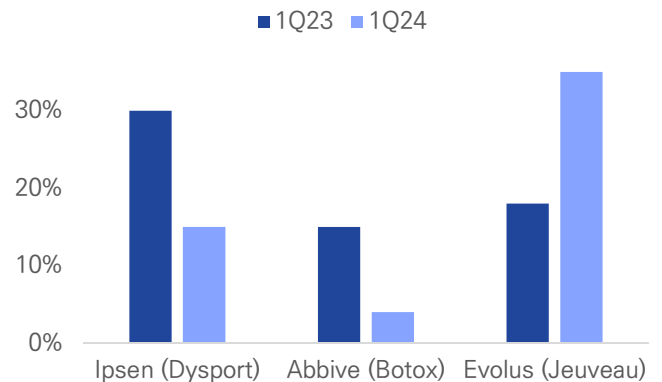
2-1. 가격 경쟁력의 중요성 강화 : 저무는 시장 1위, 떠오르는 후발주자

자료 7. 구글 트렌드 에볼루스 vs 애브비



출처 : 구글 트렌드, S.R.S KEYSS Team

자료 8. 매출 성장률



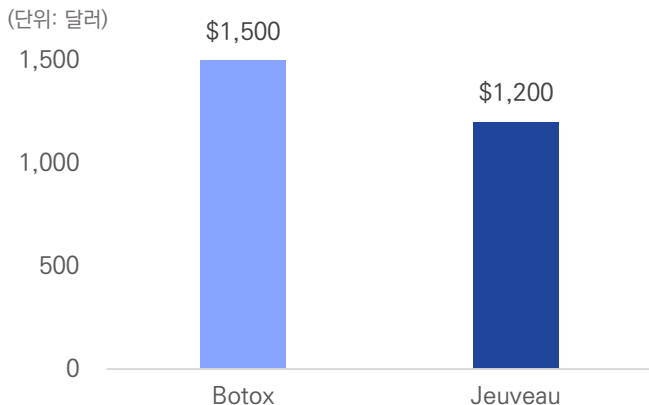
출처 : Amspa, S.R.S KEYSS Team

구글 트렌드 검색량은 가격 경쟁력의 중요성을 입증한다. 하락세를 보이는 애브비는 오리지널 브랜드 보톡스의 제조사이며 **상승세를 보이는 에볼루스는** 대웅제약의 특신을 'Jeuveau(이하 주보)'라는 이름으로 판매하는 미국 파트너사이다. 애브비의 보톡스가 유닛 당 10~20 달러인 것에 반해 에볼루스의 주보는 **유닛 당 가격 8~16 달러로 20% 더 저렴하다.** 특신의 안전성이 우선시되었던 이전에 비해 시간이 지나면서 특신 제품들의 임상 데이터가 쌓여 안정성이 보장되면서 '특신의 가격'이 고려 요소에 포함되었다. 특신은 일회성이 아니라 주기적인 시술이 필요하기에 소비자들의 선호가 고가형에서 저가형 특신으로 이동하고 있음이 명백히 드러나고 있다.

소비자들의 선호가 저가형 특신으로 이동하는 원인에는 **애브비 사의 3번에 걸친 반복적 가격 인상**이라는 배경이 있다. 특신은 용도에 따라 치료용과 미용용으로 나눌 수 있는데 애브비는 치료용으로 특신 매출의 53%를 내고 있다. 치료용 특신은 보험에 가입되어 있어 높게 가격이 형성되는데 동일 제품이 미용용으로도 사용되기 때문에 미용용 특신 가격이 같이 상승하는 상황이 이어지며 소비자에게 큰 경제적 부담으로 작용했다.

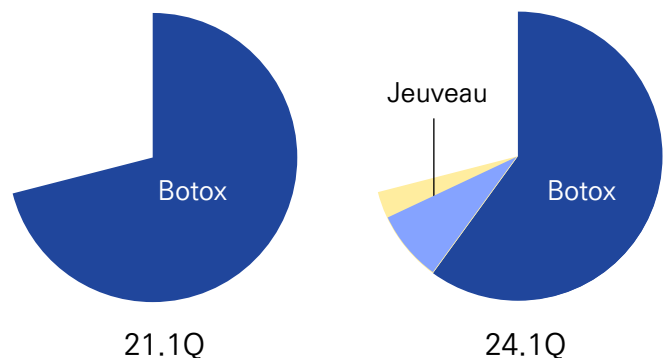
2021년 1분기 기준 **71%의 점유율**을 가졌던 보톡스는 2024년 1분기 기준 **60%로 감소**했고, 주보는 **8%로 적지 않은 부분**을 차지하게 되었다. 2020년 이후 애브비의 보톡스가 3번의 가격 인상까지 단행하면서 많은 소비자가 이탈하고, 중저가 라인의 매력도는 더욱 높아졌다. 가격 측면에서의 새로운 제품 라인의 형성은 애브비 보톡스 등의 **프리미엄 라인**과 에볼루스의 주보 등의 **중저가 라인**, 크게 두 부분으로 미국 특신 시장을 나누었다.

자료 9. 가격 비교: 보톡스 vs 주보



출처 : Faces PLLC, S.R.S KEYSS Team

자료 10. 미국 주보 침투율

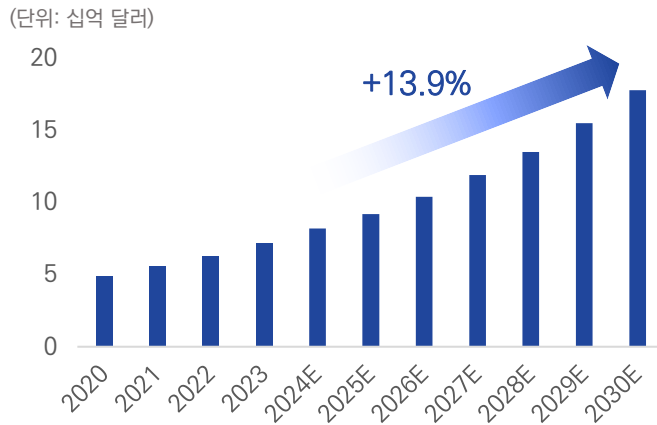


출처 : 산업종합, S.R.S KEYSS Team

2-2. 미국 보톡스 산업의 핵심, MEDSPA

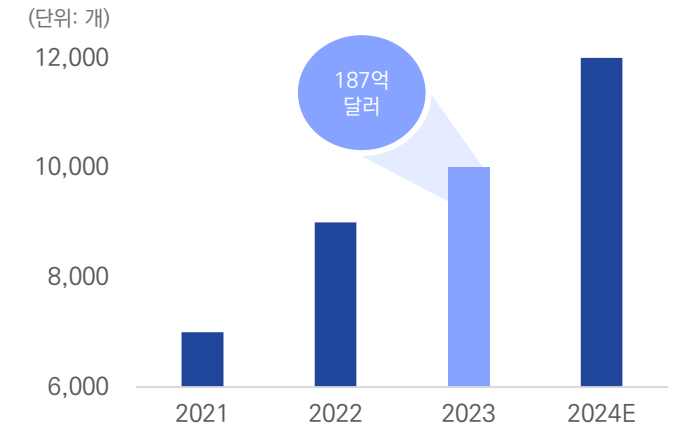
미국의 미용 의료 시장에서 중저가 및 니치마켓의 중요성은 날로 커지고 있다. 특히 특신과 같은 최소침습 시술에 대한 수요가 증가, 접근성 좋고 합리적인 가격대를 선호하는 고객층이 급격히 늘어나고 있으며 이러한 고객층을 겨냥한 **중저가 및 니치마켓이 형성**되었다. 해당 시장에서 메드스파는 새로운 미용 의료 시장의 성장 동력으로 자리 잡고 있다. **메드스파**는 기존의 고가 시술이 이루어지는 병원 기반의 시술과는 달리, **비교적 저렴하고 간편한 최소침습 시술을 제공한다**는 장점을 토대로 미국 전역에서 빠르게 증가하고 있다. 1996년부터 등장하기 시작해 최소침습 시술의 대중화와 함께 본격적인 성장을 이루었으며, 현재 최소침습 미용 의료 시장의 핵심 공급자로 자리매김하고 있다. 이를 증명하듯, 2023년에는 현재 **10,488개의 메드스파가 운영**되고 있으며, 총 매출 규모는 187억 달러에 달한다. 현재 시장에서는 특신의 성장과 함께 **2024년부터 2030년까지 13.9%의 연평균 성장률**을 보일 것으로 예측되며, 2024년까지 12,000개 이상의 메드스파가 운영될 것으로 전망된다.

자료 11. 메드스파 시장 전망치



출처 : GVR, S.R.S KEYSS Team

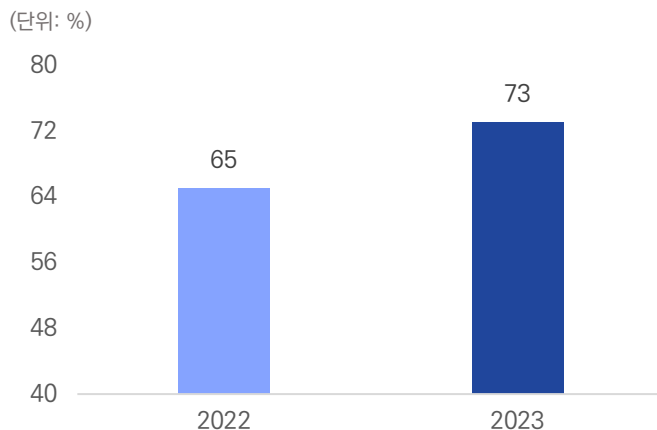
자료 12. 메드스파 개점 추이



출처 : Amspa, S.R.S KEYSS Team

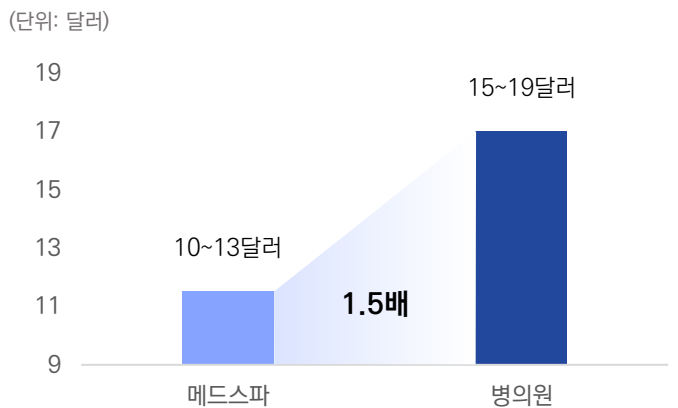
이런 성장은 메드스파가 전문 병원 대비 **접근성과 비용 측면에서 우위**에 있기에 가능하다. 미국 **70% 이상의 지역에서는 메드스파의 수가 이미 전문 병원의 수를 초과**하고 있어 고객들이 더 쉽게 접근할 수 있다. 또한 메드스파에서는 **RN(공인 간호사) 이상의 자격을 갖춘 인력이 시술을 제공할 수 있기** 때문에, 전문의만이 시술을 할 수 있는 병원과 비교했을 때 **운영비용이 낮고, 고객에게 제공되는 시술 비용도 상대적으로 저렴**하다. 이러한 요소가 복합적으로 작용하면서 메드스파는 기존 병원 기반 시술의 대안으로 빠르게 자리 잡고 있다.

자료 13. 메드스파 재방문율



출처 : Amspa, S.R.S KEYSS Team

자료 14. 가격비교 : 메드스파 vs 병의원



출처 : realself, divinitymedspa, studiomedspa, S.R.S KEYSS Team

한편, 메드스파에서 제공되는 시술 종류를 살펴보면, **82%가 특신과 필러와 같은 주사 시술**이다. 이는 메드스파의 주요 고객층이 빠르고 간편한 시술을 원하는 경우가 대부분이기 때문이다. 특신과 필러 시술이 높은 비중을 차지하는 만큼, 메드스파에서는 **경제성을 높이기 위해 중저가형 특신 제품을 주로 사용**한다. 중저가형 특신은 고가형 특신과 효능 면에서 큰 차이가 없기에 시술자와 소비자 모두가 선호하는 추세이다.

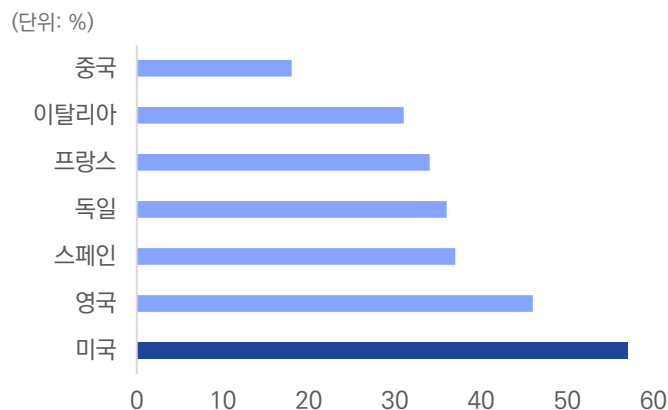
II. 산업분석

2-3. GLP-1 계열 치료제로 인한 추가 수혜

비만 치료제로 승인된 오젠평이나 위고비 같은 GLP-1 계열 치료제의 사용이 급증하고 있다. 미국에서만 2022년 말까지 900만 명이 이 치료제를 처방받았으며, 2023년 말 기준으로 미국인의 1.7%가 투여 중인 것으로 추정된다. 이 치료제의 확실한 체중 감량 효과가 널리 알려지면서 미국에서 큰 열풍을 일으켰으며, 10년 후에는 미국인의 7%에 해당하는 2,400만 명이 사용할 것으로 예상된다.

GLP-1 계열 치료제는 식욕을 억제하고 체중을 감소시키는 효과가 있지만, 급격한 체중 변화로 인해 피부가 처지는 부작용이 발생할 수 있다는 단점이 있다. 이 치료제가 피부의 콜라겐과 엘라스틴 섬유가 급변하는 체중 변화 속도를 따라가지 못하게 하여 피부 처짐을 유발한다는 것이다. 미용외과 저널에 발표된 연구에 따르면, GLP-1은 피부의 상부 진피층에 있는 지방 유래 줄기세포를 비활성화하여 얼굴 노화와 피부 처짐을 가속한다. 그 결과, 얼굴에 잔주름이 생기거나 턱선이 처지고, 눈가가 움푹 파이는 등 급격한 얼굴 노화 현상이 나타난다. 이러한 현상 때문에 급격한 체중 감량으로 움푹 팬 얼굴을 지칭하는 '오젠평 페이스'라는 용어까지 등장했다. 이러한 부작용 발생 이후 미용 의료 전문 매체 뉴뷰티(NewBeauty)의 2024년 에스테틱 현황 보고서에 따르면, GLP-1 계열 치료제로 체중 감량에 성공한 소비자 중 62.4%가 처진 피부 문제를 해결할 방법을 찾고 있는 것으로 나타났다. 이와 같은 처진 피부 개선을 위해 독신 시술이 활용되고 있으며, 이로 인해 동사가 낙수효과를 받을 것으로 전망한다.

자료 15. 국가별 비만 환자 수 전망치 (2035E)



출처 : ISAPS, Macquarie Research, S.R.S KEYSS Team

자료 16. 오젠평 페이스

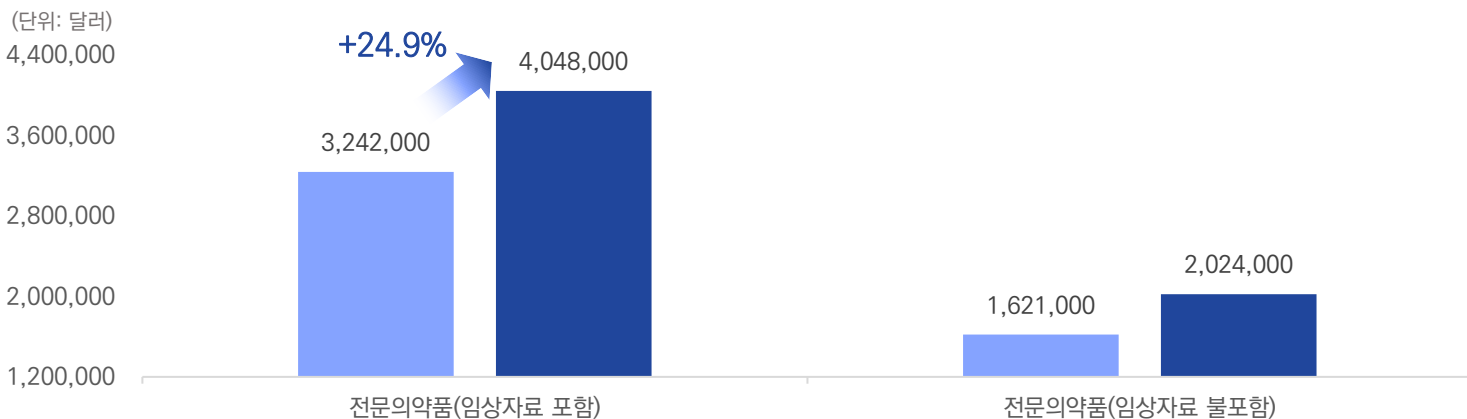


출처 : New York Post, S.R.S KEYSS Team

2-4. 제한된 공급, 중요한 공급단

그러나 이처럼 매력적인 미국 땅을 밟기란 결코 쉽지 않다. 미국 매출을 위해선 FDA의 승인이 필수적인데, FDA의 엄격한 허가 기준을 통과하기 위해선 기술적 우위 증명은 기본이고 막대한 비용 및 긴 시간의 투자가 필요하다. FDA는 심사 과정에서 발생하는 비용 충당을 위해 사측에 수수료를 부과하는데 독신이 속한 전문의약품 심사의 경우 2024년 기준 수수료가 400만 달러를 초과하며 전년 대비 24.9% 상승한 수치로 비용 부담 또한 더욱 가중되고 있다.

자료 17. 미국 FDA, 2024년 이용자 부담금(User Fees)

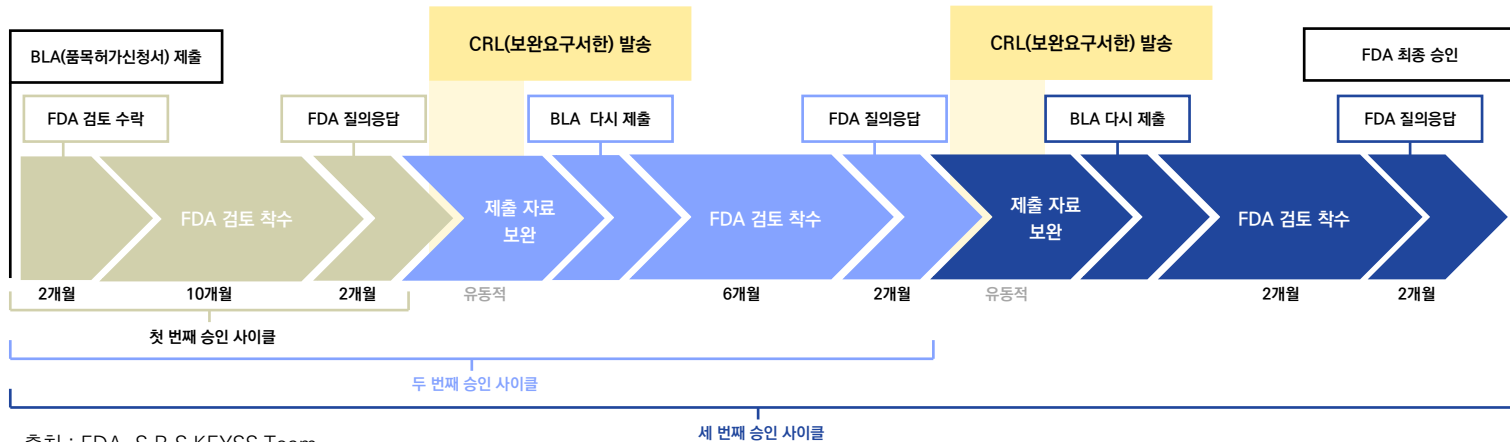


출처 : RealSelf, 텍스앤필 홈페이지, S.R.S KEYSS Team

II. 산업분석

또한 FDA 절차 중 특신이 속한 BLA/NDA 인허가 과정의 경우 **최초 사이클을 거치는 데만 14개월 이상**이 소요될 정도로 긴 시간을 기다려야 한다. 인허가의 결과는 승인, 보완요구서한(CRL) 발송, 거절로 나뉘는데, **CRL 발송 시에는 심사 요청이 반려된 것으로 간주하며 자료를 보완하여 처음부터 절차를 다시 거쳐야 한다. 2018년부터 5년간 진행된 BLA/NDA 심사 중 37%가 CRL을 받을 정도로 한번에 통과하기가 어려운 과정이 FDA 승인절차이다.**

자료 18. 미국 FDA 승인절차



국내 기업에서는 **대응제약과 동사가 여러 차례 심사를 거듭한 끝에 각각 2년과 3년을 들여** 승인 획득에 성공했다. 반면, 메디톡스를 비롯한 대부분의 글로벌 특신 기업들은 FDA의 높은 문턱을 넘지 못하고 미국 수출에 좌절을 반복하고 있다. 이처럼 **높은 진입장벽**은 미국 시장에 이미 진출해 있는 기업들에게는 강력한 보호 장치로 작용하며 **경쟁자 제거와 독보적인 판매 권한 확보** 등으로 허들을 넘지 못한 후 발주자와의 격차를 더욱 벌려 나갈 것이다.

자료 19. 미국 진출 특신 기업의 FDA 승인 기록

제품명	FDA 품목 허가 신청	FDA 최종 허가	보완요구/거절/재신청 내역
Botox (AbbVie)	1989.03	1989.12	-
Dysport (Ipsen)	2008.08	2009.04	2008.08 보완요구, 2008.12 재신청
Xeomin (Merz)	2010.08	2011.07	-
나보타 (대웅제약)	2017.05	2019.02	2018.05 보완요구, 2018.08 재신청
Daxi (Revance)	2020.02	2022.09	2021.10 보완요구, 2022.03 재신청
레티보 (휴젤)	2021.03	2024.03	2022.03 보완요구, 2022.10 재신청 2023.04 보완요구, 2023.08 재신청
메디톡스	2023.12	-	2024.02 거절

출처 : 언론종합, S.R.S KEYSS Team

동사는 2024년 2월 FDA로부터 'Letybo(이하 레티보)'에 대한 품목 허가를 최종 획득하며, 미국 특신 시장 내 주요 플레이어로서 성공적인 데뷔 신호탄을 쏘아 올렸다. 2021년도부터 이어진 FDA 3수 끝에 이뤄낸 성과이자 국내 기업 중에는 대응제약에 이어 두 번째 미국 진출이다. 이로써 **미국에서 판매되는 6번째 특신 기업에** 등극하였다. 11개 플레이어가 점유율을 두고 치열하게 경쟁하는 한국 특신 시장과 달리, 미국이라는 훨씬 큰 규모의 시장을 동사를 포함한 6개 기업이 나누어 가질 예정인 것이다.

진입장벽이 높고 공급이 제한적인 특신 시장 특성상, 미국 시장의 큰 파이를 소수의 진입자들이 **과점 형태**로 나눠 갖게 될 것이며, 이들은 공급자로서 큰 매출 수혜를 볼 것으로 예상된다.

“ 본 리서치팀은 Top Pick으로 휴젤(145020)을 제시한다. 동사는 1) 압도적 1위 시장인 미국으로의 진출 및 GLP-1 계열 치료제로 인한 추가적인 수혜 모멘텀 2) 중국 실적의 턴어라운드에 대한 기대감 3) 소송 리스크 해소를 통해 특신 산업 부문에서 최대 수혜주가 될 것이다. ”

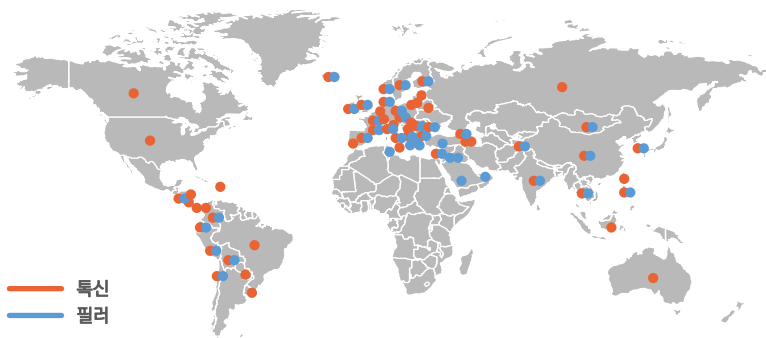
1. 기업개요

동사는 글로벌 메디컬 에스테틱 분야에서 활동하는 생물의학 제품 전문기업으로, **톡신과 필러 등의 제품**을 개발, 제조, 판매하며 성장세를 이어가고 있다. 2001년 설립되어 2015년 12월 KOSDAQ에 상장된 이후 **단 한 번의 역성장 없이 꾸준한 실적을 기록해 왔으며, 특히 3Q24에 전년 대비 매출과 영업이익에서 각각 23.9%, 54.5% 증가하는 폭발적인 성과를 보였다.** 이러한 성장은 올해 초 톡신의 FDA 승인에 성공한 후 북남미 지역에서 본격적인 매출이 발생한 것이 주요한 원동력으로 작용했다.

3분기 기준 휴젤의 매출 구조는 **톡신이 54.2%, 필러가 34.8%**로 주요 제품군이 매출의 대부분을 차지하고 있으며, 이 외에도 화장품(9.1%)과 리프팅실(1.5%) 등의 제품이 매출에 기여하고 있다. 특히 **북남미 지역에서의 톡신과 필러 매출이 전년 대비 62% 성장하였는데, 이는 미국 시장으로의 초기 선적만으로도 실적 상승을 견인한 성과로 평가된다.** 이와 같은 초기 성과는 향후 본격적인 선적량 증가와 함께 실질적인 매출 증대로 이어질 가능성이 높아, 동사의 글로벌 시장 확장에 있어 중요한 전환점이 될 전망이다.

동사의 가장 큰 특징은 **톡신, 필러, 스킨 부스터, 화장품**으로 이어지는 **올케어 제품 라인**을 모두 보유하고 있다는 점이다. 톡신은 미국을 비롯한 65개국, HA필러는 태국을 비롯한 46개국에 수출하고 있으며, 스킨 부스터 브랜드 '바이리즌(BYRYZN)'과 더마 코스메틱 브랜드 '웰라쥬(WELLAGE)'를 출시했다. 주목할 점은 제품 라인을 완성한 이후에도 끊임없이 **차세대 신제품 개발과 포트폴리오 다각화**를 위해 노력하고 있다는 것이다. 우선 **차세대 톡신 'HG 102'와 저분자 150kDa 톡신 'HG 105'**를 임상 시험 중에 있고, **턱밑 지방을 분해하는 지방분해제 'HG 301'**도 개발 중이다. 더불어 2020년 국내 선도 **봉합사** 기업 '제이월드'를 인수하며 **세계 최초로 메디컬 에스테틱 삼각편대(톡신, HA필러, 봉합사)**를 구축한 기업이 되었다.

자료 20. 휴젤 톡신/필러 진출 국가



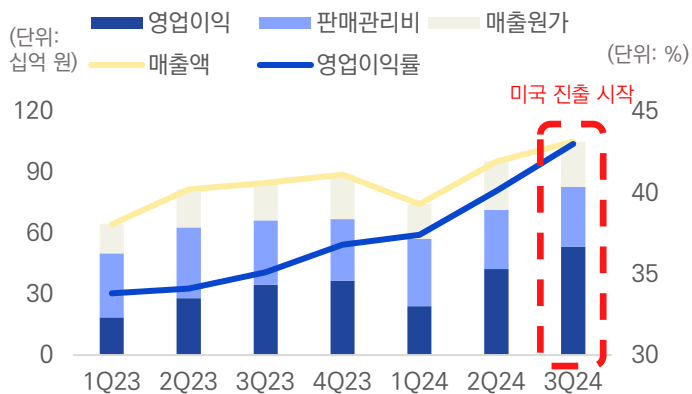
출처 : 휴젤, S.R.S KEYSS Team

자료 21. 동사의 올케어 제품 라인업



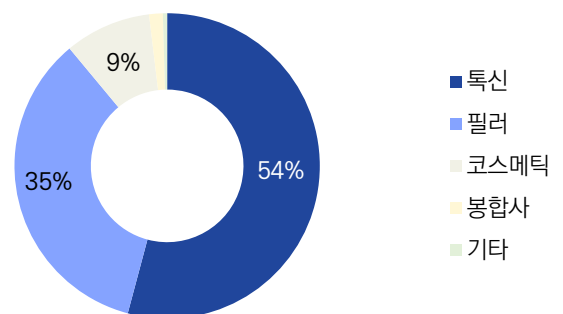
출처 : 휴젤, S.R.S KEYSS Team

자료 22. 동사의 매출액, 영업이익, 비용 변화 추이



출처 : 휴젤, S.R.S KEYSS Team

자료 23. 매출 비중

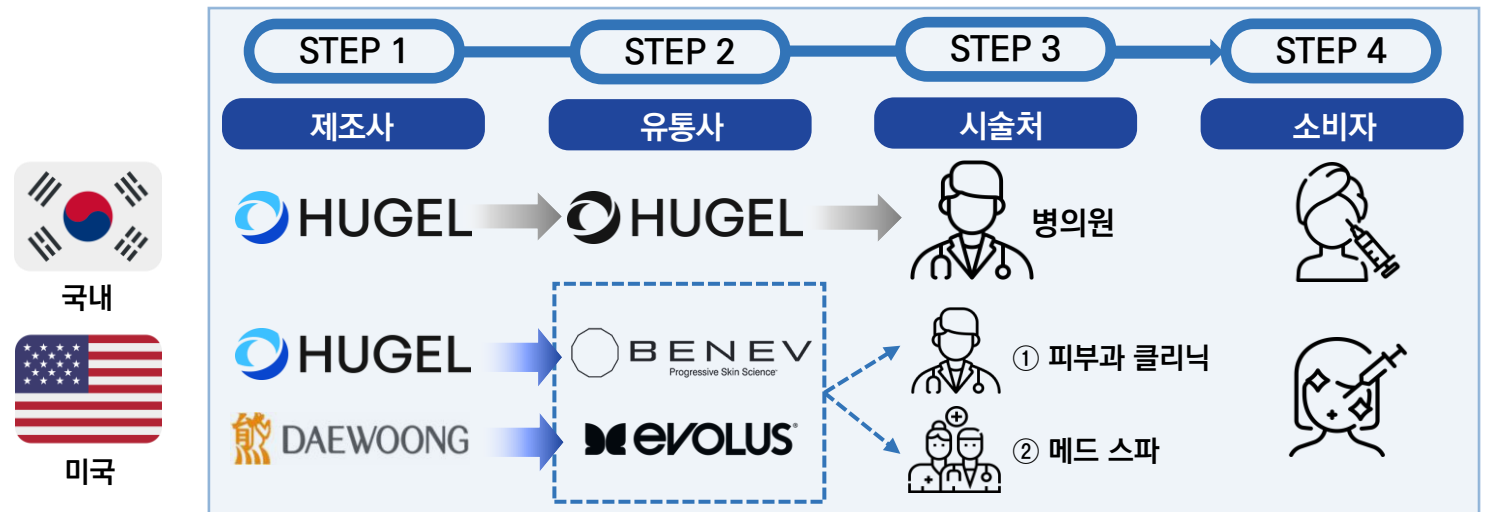


출처 : 휴젤, S.R.S KEYSS Team

2. 유통구조

동사와 같은 특신 제조 기업은 소비자에게 직접 판매하는 것이 아닌 유통사를 거쳐 **미용 의료시설에 공급한다는 점에서 B2B 모델의 사업적 특성**을 보인다. 이러한 점에서 우선 **1) 소비 단에서 발생하는 수요의 가격탄력성에 직접적인 영향을 받지 않게 되며, 2) 병의원과는 일정한 판가로 일정한 수량과 주기의 공급 계약을 체결하며** 매출이 안정적으로 발생하는 구조가 이뤄진다. 미국 수출을 위해 현지 유통사와의 파트너십이 필수적인 가운데, 동사는 베네브와 계약을 체결해 미국 시장에 진출했다. 특히 미국 내 메드스파가 급속히 확대되며 특신 시술이 증가하는 만큼, 유통사는 소형 에스테틱 시장을 공략할 전략적 접근이 필요한 시점이다.

자료 24. 보틀리눔 특신의 유통구조



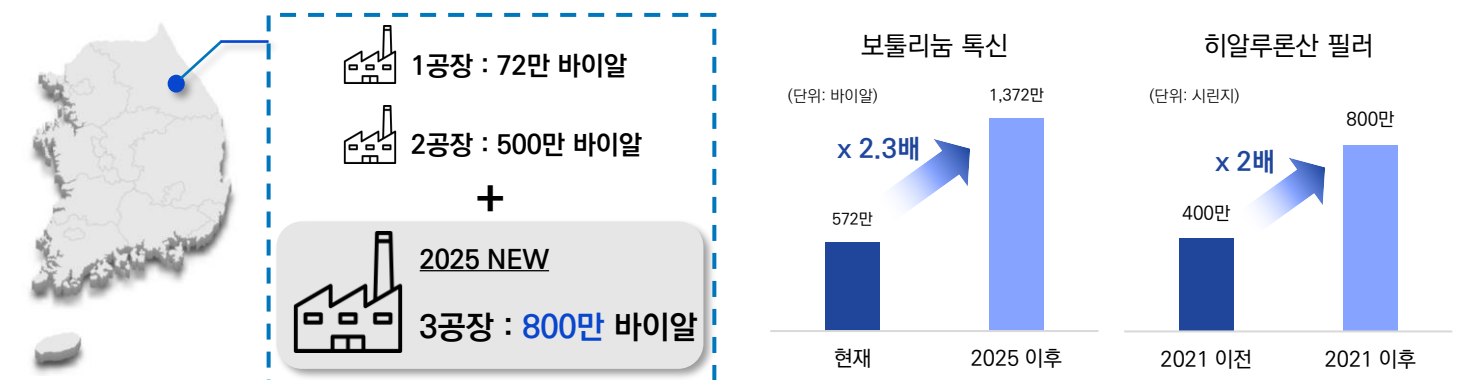
출처 : 산업 종합, S.R.S KEYSS Team

3. CAPA 분석

휴젤은 미국 진출로 인한 수출 확대에 대비해 생산력 증대에 힘을 쏟고 있다. 동사는 지난 2020년, 강원도 춘천에 위치한 거두단지 내 신공장 부지에 3공장 건설을 시작해 지난해 완공했다. 동사가 2021년 3월, 레티보 제품에 대한 미국 FDA 품목허가 신청을 제출했던 이력을 고려하면 **미국향 매출로 늘어날 폭발적인 Q 성장을 대비해 선제적인 CAPA 증설**에 나섰던 의도로 풀이된다. 3공장의 생산능력은 특신 기준 **연간 800만 바이알로 1·2공장 합계 572만 바이알 대비 압도적 규모**이다. 이는 2025년 초부터 가동될 예정으로 3공장 합류 시 동사의 특신 생산능력은 **연간 1,370만 바이알로 크게 늘어나며, 가동률은 현재 90% 수준에서 향후 공급을 훨씬 뛰어넘는 수요로 완전 가동 수준의 가동률까지 늘어날** 전망이다. 필러의 경우 2021년 공장 건설을 통해 **기존 CAPA의 2배에 달하는 연간 800만 시린지 규모의 생산능력**을 갖추게 되었다. 이와 더불어 고속 자동 포장 설비 도입을 통한 생산 효율성 극대화도 국내 최고 수준인 시간당 6,000 시린지의 필러 생산이 가능하다.

자료 25. 동사의 CAPA

(단위: 바이알, 시린지)



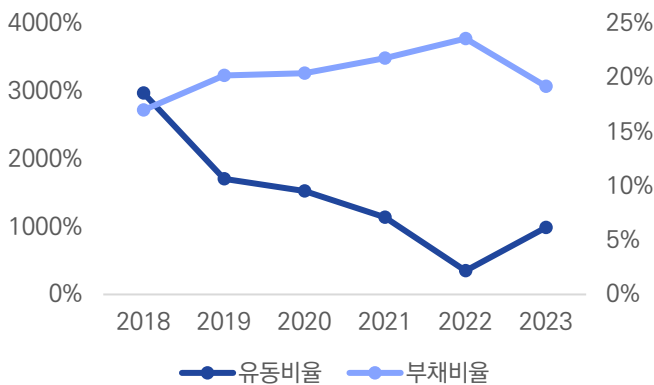
출처 : 휴젤, S.R.S KEYSS Team

4. 재무분석

2023년 기준 동사는 부채비율 19.2%, 유동비율 988.70%를 기록하며 건실한 재무 구조로 되어 있음을 확인했다. 유동비율의 경우 21년 대규모 CAPA 증설 이후 감소하는 추세였지만, 2022년을 기점으로 다시 상승하기 시작하였으며, 부채비율 또한 안정적인 수치를 유지 중이다. 그뿐만 아니라 2Q24 자본 유보율이 20,000%를 돌파하며 재무 건전성이 더욱 강화되고 있다. 2020년 동사는 무상증자를 시행하였을 뿐만 아니라 2019년부터 383만 7,585주를 취득하고 1,169억 원 규모인 57만 1,563주 소각을 진행했다. 그렇기에, 현재 자본 유보율을 기준으로 추가 주주환원 정책에 대한 기대감 또한 존재한다.

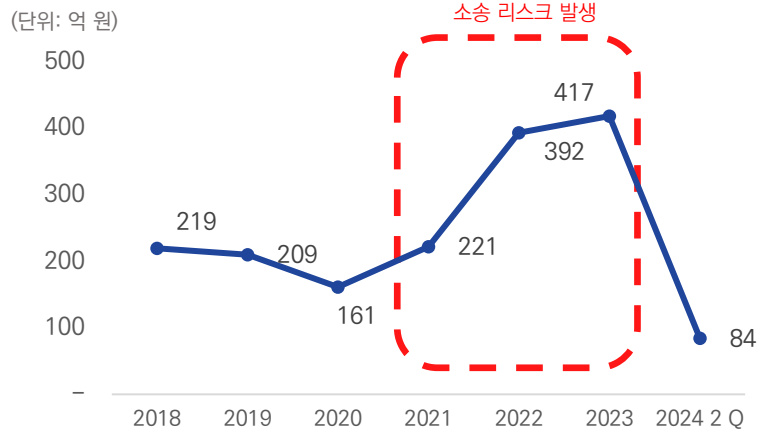
2018년부터 동사의 지급수수료(변호사 자문 수수료 등 법정 비용을 포함한 일정 서비스 비용) 추이를 보면, 2020년부터 2023년까지 폭발적으로 증가한 양상을 보인다. 이는 2021년 12월부터 시작된 식품의약품안전처와의 행정처분 소송 및 메디톡스와의 미국 ITC 소송의 영향을 받은 것으로 본 리서치 팀은 분석했다. 그러나 2024년 1월 휴젤이 식약처와의 소송 1심에서 승소하고, 10월 ITC의 최종 판결에서 무혐의 결정을 받으면서, 이러한 비용의 정상화가 기대된다. 실제로 2Q24 지급 수수료는 전 분기 대비 27% 감소, 판관비는 12.3% 감소했다. 결국 판관비 정상화로 비용 절감 효과가 나타나 영업이익률이 상승할 것으로 예상된다.

자료 26. 부채비율 및 유동비율



출처 : 휴젤, S.R.S KEYSS Team

자료 27. 소송 전후 지급수수료



출처 : 휴젤, S.R.S KEYSS Team

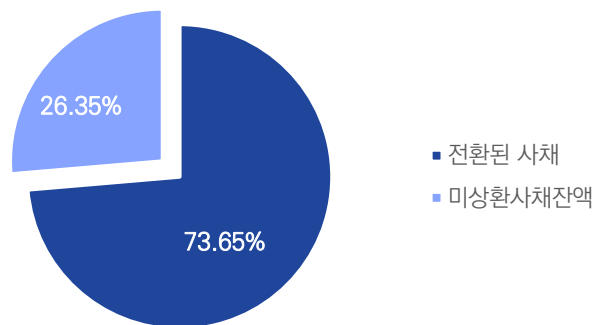
동사는 2017년 7월 14일 Leguh Issuer Designated Activity Company를 통해 전환사채를 발행하여 1,000억 원 규모의 자본을 조달했다. 2022년 Leguh는 보유 중이던 주식 5,355,651주와 일부 전환사채를 Aphrodite Acquisition Holdings LLC에 양도하면서, 최대 주주가 Aphrodite로 변경되었다. 이후 Aphrodite는 2024년 5월 29일과 6월 4일에 전환권을 행사했으며, 현재 휴젤은 260억 원과 211,140주의 미상환 전환사채를 보유하고 있다. 이는 발행된 전환사채 총액의 26%에 불과하여 이미 대다수의 전환이 이루어졌음을 보여주며, 향후 추가 전환에 따른 오버행 부담은 크지 않으리라고 예상된다.

자료 28. 전환사채 발행 현황

발행일	2017.07.14
만기일	2026.07.14
권면총액	99,999,984,000원
전환청구가능기간	2018.07.14 ~ 2026.07.14
전환가액	124,800원
미상환사채잔액	26,350,272,000원
전환가능주식수	211,140주

출처 : 휴젤, S.R.S KEYSS Team

자료 29. 미상환사채잔액 비율

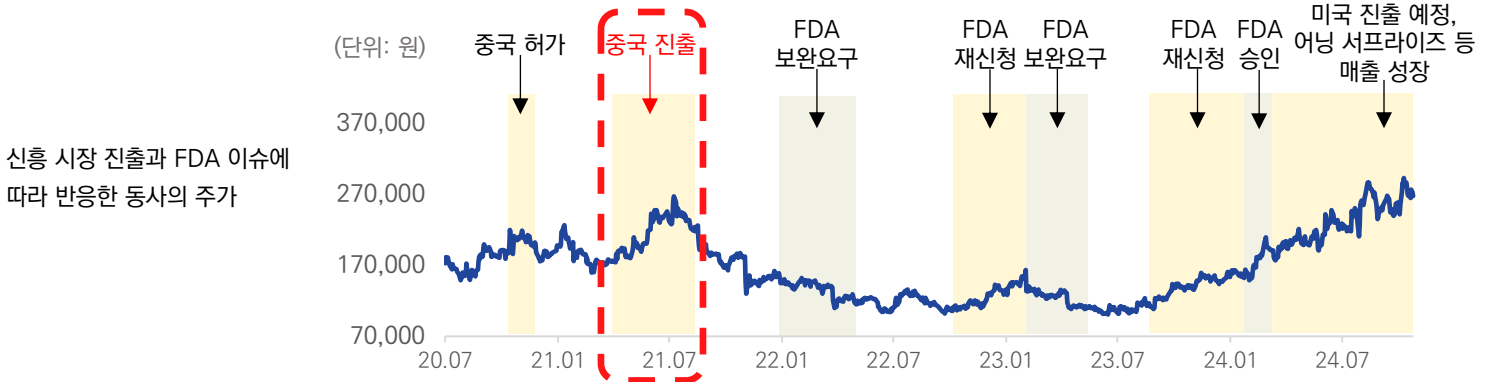


출처 : 휴젤, S.R.S KEYSS Team

투자포인트 1. '美'쳤다, 國가대표 특신 휴젤

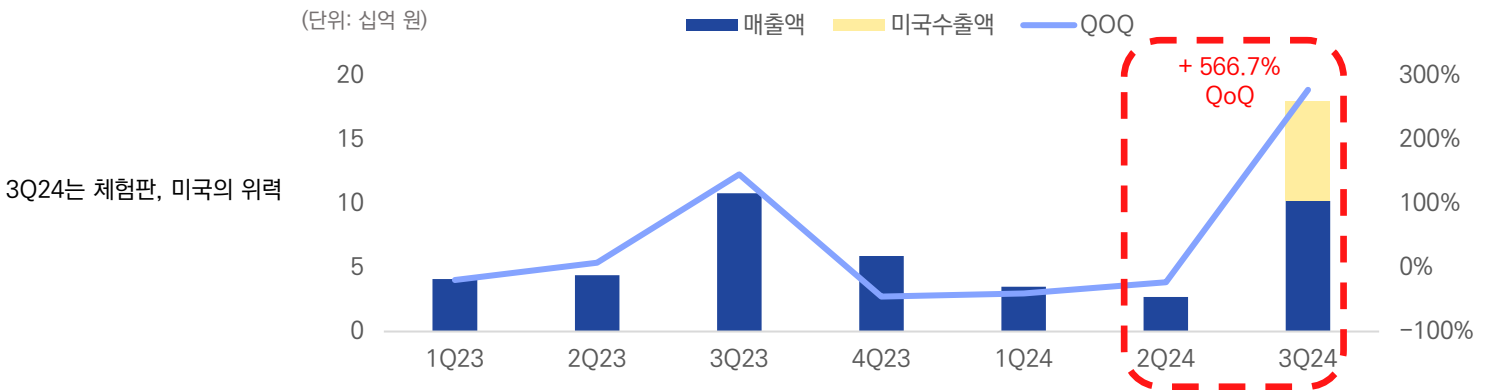
국내 특신 시장은 저가 출혈 경쟁과 한정된 수요로 성장에 한계가 있다. 이에 국내 기업들은 해외 진출을 모색 중이며, 동사의 주가도 1) 신형 시장 진출과 2) FDA 승인 여부에 따라 변동해 왔다. 이제 동사는 세계 1위 크기의 미국 시장에 진출할 예정이며, 이는 추가적인 주가 상승에 대한 기대감을 높이고 있다.

자료30. 휴젤 주가 분석



출처 : 휴젤, S.R.S KEYSS Team

자료31. 북남미 매출액 추이



출처 : 휴젤, S.R.S KEYSS Team

1-1. 미국을 이끄는 메드스파

급속도로 성장 중인 메드스파

최근 미국 내 메드스파는 2018년 5,421개 수준이던 것이 2023년 10,488개로 5년 새 2배 가까이 증가했으며, 3년간 연평균 1,500개 가량 지점이 늘어나고 있다. 피부과 대비 낮은 가격과 높은 접근성을 장점으로 가파른 성장세를 보이고 있으며, 현시점 미국 특신 시장을 이끌어갈 주역으로 메드스파를 주목해야 한다.

메드스파를 공략할 가격 경쟁력

점유율 1위 보톡스의 Q 이탈, 보톡스 대비 30% 저렴한 가성비 제품의 레티보

애브비의 보톡스는 30년간 특신 시장을 선도하며 2021년에는 점유율 71%를 유지했으나, 2020년 이후 세 차례의 가격 인상으로 2024년에는 60%까지 크게 감소했다. 이는 로열티가 높은 고객마저 지속적인 가격 인상에는 큰 부담을 느끼고 이탈해 나갈 수 있음을 시사했다. 동사의 미국 수출용 특신 제품인 레티보는 애브비 보톡스 대비 30% 저렴하여 확실한 가격 경쟁력을 확보할 것으로 예상된다.

메드스파에서는 공급가 절감을 위해 1~2가지 종류의 가성비 제품만을 대량으로 주문해 시술을 진행한다. 특신은 구매 수량별 개별 단가에 차등이 있어 대량으로 구매 시 단가가 저렴해지는 구조를 갖기 때문이다. 메드스파 소비자는 가성비를 추구하는 특성상 값비싼 보톡스 대신 저렴한 제품을 선호하기 때문에 중저가 라인의 후보와 레티보가 경쟁력을 지니며, 동사의 레티보는 후보 대비 10% 저렴해 공급자 마진을 높인다. 또한 타사 제품 대비 효과 발현 기간은 23일로 짧고 지속 기간 또한 12~16주 수준으로 평균 이상의 스펙을 갖추고 있어 동일한 성능으로도 저렴한 가격의 가성비를 갖춘 제품으로 자리 잡을 것이 전망된다.

미국 판매를 맡을 유통사, 베네브

미국 판매에서 현지 유통사의 중요성

특신의 경우 미용에 관련되어 있다 하더라도 규제상 안정성과 효능에 대한 임상 데이터를 요구하는 만큼 단순히 가성비만을 내세워 영업하기 쉽지 않으며, 이미 네트워크를 충분히 확보하고 판매처에 신뢰감을 줄 수 있는 **현지 파트너사와의 협업이 필수적이다**. 동사가 직판 체제를 포기하고 베네브와의 유통 계약을 체결한 것은 그동안 FDA 승인과 상업화가 주가를 좌우해 온 만큼 **FDA 통과를 위해 지연된 시간을 만회하고 단기간에 판매망을 키워 나가 조기 성과 창출에 주력하고자 하는 의도로 풀이된다**.

메드스파 몰린 미국 동부 공급 확대 중인 유통사 베네브

동사의 유통사 베네브는 **비올의 실펌X, 엑소코바이오의 엑소좀(ASCE+)** 등의 제품을 유통하며 미국 시장에서의 영업 및 마케팅 능력을 입증해 왔다. 현재 **미국 내 4,800개의 수준의 네트워크**를 보유 중이며, 본사가 위치한 서부 지역 캘리포니아 베이스에서 **최근에는 메드스파 산업이 활발한 동부로의 진출**이 눈에 띈다. 미국 내 메드스파의 분포 비율은 서부 17% 대비 **동부가 46%로 2.7배 더 많으므로** 이와 같은 동부로의 공급망 확대 추이는 레티보 판매에도 중요한 역할을 할 것으로 기대된다.

메드스파를 잘 아는 휴젤

메드스파 채널 성행 덕에 호주 진출 첫 해(2023년) 시장 점유율 10%로 출발

동사는 **호주에서의 성공 경험을 통해 메드스파 공략에 최적화된 기업임**이 입증되었다. 미국과 함께 메드스파 산업이 가장 발달해 있는 호주를 보면, **메드스파에는 전문의가 아닌 일반의와 간호사가 있어 전문의가 받는 서비스를 받지 못하고 트레이닝 세션과 학회를 열 때 초대**를 받는 기회가 적어 관련 수요가 큰 상황이다. 동사는 호주에서 **IME(Independent Medical Education) 프로그램**을 통해 직접 교육과 시연을 제공하고, 10년째 이어져 온 **글로벌 학술 프로그램 H.E.L.F(Hugel Expert Leader's Forum)**를 현지 개최하며 메드스파 시술자로부터 큰 인기를 얻고 호주 진출 첫 해 시장 점유율 10%를 확보하는 데 성공했다.

미국에서의 활약 또한 기대되는 이유

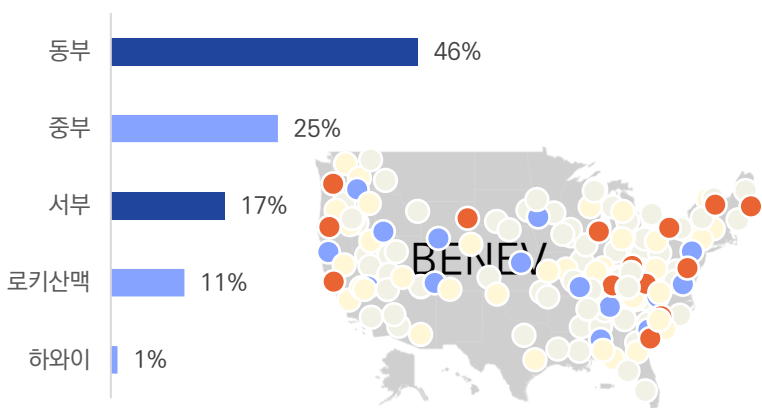
동사가 베네브를 선택한 이유 : 전략적 파트너십

대응제약의 미국 유통사 에볼루스를 보면 B2C 모델의 사업 구조인 데 반해 동사가 미국에서 베네브와 체결한 계약 방식은 **'전략적 파트너십'**으로 소비자보다는 **진성 고객인 의사에게 다가가는 것에 치중하기 위한 B2B 모델**이다. 그 결과, "모든 판매 권한을 위임하지 않고 공동으로 진출"하게 되어 동사가 강점을 지닌 교육 측면에서 마케팅에 직접 관여할 수 있는 장점이 생긴다. 즉, **미국 진출에 따른 초기 마케팅 집행 비용은 베네브가 전액 부담하는 반면, 동사는 오랜 기간 축적된 데이터와 노하우를 바탕으로 교육 자료 및 콘텐츠적 서포트를 제공하며** 호주에서와 같이 미국에서도 메드스파 영업에 강점을 보일 것으로 예상된다.

한때 브라질 M/S 40%였던 메디톡스 뒤를 바짝 쫓은 휴젤

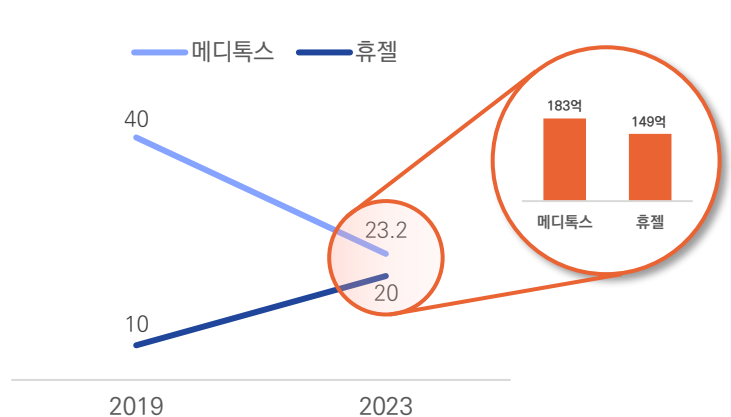
본 리서치 팀은 동사가 국내 기업 중 최초로 진출했던 호주와 다르게 **미국은 대응제약이라는 경쟁 기업이 존재하는 시장에 두 번째로 진입하는 상황**이라 판단했다. 이에 1) **시장에 기존 경쟁사가 존재하고**, 2) 동사가 판매 전략에 강점을 보이며 M/S를 점유해 나간 전력을 보기 위해 해당 조건을 만족하는 곳으로 **중남미 국가 중 최대 규모 특신 시장인 브라질**에 주목했다. 메디톡스는 2019년 브라질 시장에서 점유율 40%로 큰 파이를 확보하고 있었으나, 현지 교육과 학술 세션에 집중하는 동사만의 판매 전략으로 점유율을 점차 확보했다. **2023년 브라질 특신 수출액 데이터 기준 메디톡스 183억, 휴젤 149억**으로 메디톡스를 맹추격하며 브라질 시장 점유율 20%를 기록했다.

자료 32. 지역별 메드스파 수와 베네브 공급망 분포



출처 : 베네브, AMSPA, S.R.S KEYSS Team

자료 33. 브라질 특신 점유율 및 수출액



출처 : 휴젤 S.R.S KEYSS Team

1) 미국 특신 시장의 성장과 2) 로열티 높은 보톡스 수요층의 이탈 상황에서 3) 가격경쟁력을 바탕으로 한 메드스파 위주의 니치마켓 침투, 그리고 이 모든 것에 날개를 달아줄 4) 유통사 베네브와의 시너지 효과가 맞물리며 미국 시장에서의 점유율 확보 및 동사 제품으로의 채택 변경은 시간문제일 것으로 판단된다.

1-2. GLP-1 시장 개화로 인한 특신 시장 수혜

산업분석에서 살펴보았듯이 본 리서치팀은 ‘오젠펙 페이스’와 같은 부작용이 미용 시술 수요를 증가시키며, 특히 특신 시술에 대한 관심을 높일 것으로 전망한다.

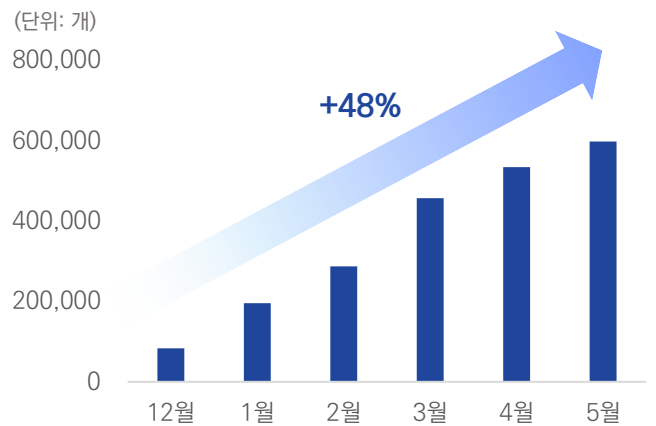
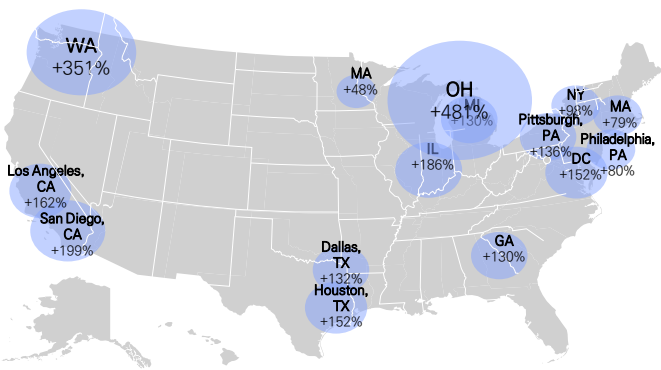
GLP-1, 너 얼마나 대단한데

GLP-1 시장의 폭발적인 성장 : 3분의 2를 차지하는 미국

2022년 기준 미국의 성인 비만율은 42%로, 세계 최대 비만 시장으로 꼽힌다. 이러한 환경에서 일론 머스크를 비롯한 할리우드 스타와 스포츠 인사들이 오젠펙과 위고비와 같은 GLP-1 계열 약물로 체중 감량에 성공하면서, 대중의 관심도 크게 높아졌다. 특히 위고비는 FDA 승인 후 2022년 미국에서 1억 3천만 건의 처방으로 48번째로 많이 처방된 약물에 오르는 등 폭발적인 인기를 끌었다. 그뿐 아니라 2022년 12월에서 2023년 5월 사이 위고비의 월간 처방 건수는 8만 3,200건에서 59만 1,000건으로 무려 619% 증가하며 성장세를 이어갔다. 이런 흐름으로 인해 글로벌 투자은행 제프리스는 GLP-1 시장이 2030년까지 1,500억 달러 규모로 확대될 것으로 전망하며, 이 중 3분의 2는 미국이 차지할 것으로 예측된다.

자료 34. 22.3Q 미국 도시별 오젠펙 처방 환자 증가율(YoY)

자료 35. 2023년 미국 위고비 처방전 발급 건수



출처 : Trilliant Health, S.R.S KEYSS Team

출처 : KOTRA, S.R.S KEYSS Team

시장 주요 플레이어들의 인사이트

GLP-1 계열 약물의 부작용, 그리고 실제로 나타나는 연관성

실제로 **대웅제약의 유통사인 에블루스**의 CEO 데이비드 모아타제디는 GLP-1 치료제의 부작용으로 인해 미용 시술 수요가 증가하고 있음을 언급하며, 이 추세로 시장이 큰 혜택을 볼 가능성을 강조했다. 또한 2023년 3분기 글로벌 투자은행 Needham의 미용 시술 설문 조사에 따르면, GLP-1 계열 약물로 체중을 감량한 소비자의 61%가 향후 미용 시술을 받을 의향이 있다고 답했으며, 1인당 미용 시술 지출 평균 금액이 1분기 557달러에서 3분기 702달러로 26% 증가한 것으로 나타났다.

본 추세는 메드스파 공략에 최적화된 동사에게 더 특별하게 다가온다. Trilliant Health의 2022년 3분기 자료에 따르면 미국 동부 도시에서 오젠펙 처방 환자 증가율이 가장 높았는데, [자료 32]에서 볼 수 있듯 최근 동사의 유통사 베네브가 동부에 위치한 메드스파로 활발히 진출하고 있다는 점에서다. 메드스파에서도 전문의 상주를 통해 오젠펙 처방이 가능하기에 부작용으로 인한 동사 제품의 수요 증가가 기대된다.

곧 창출될 수요

24년 잠재 수요 786,240
25년 잠재 수요 877,663

본 리서치팀은 GLP-1 치료제의 성장과 그에 따른 부작용이 미용 시술 시장에 새로운 수요를 창출하고 있음을 증명하기 위해, 공신력 있는 메디컬 에스테틱 학회인 AAFPRS의 저널을 인용하여 수요를 추정했다. 저널에 따르면 60%의 환자가 ‘오젠펙 페이스’를 보이고, 이 중 15%의 환자가 비침습 시술로 ‘오젠펙 페이스’를 치료한다. 해당 수치를 이용하면 24년 786,240건, 25년 877,663건으로 잠재 수요가 추정된다.

투자포인트 2. ‘中’요해, 國가인증 특신 휴젤

2-1. 중국 특신 시장의 부상 : 암시장 축소와 합법 시장의 확장

글로벌 시장 점유율 14%,
단일 국가 점유율 2위인 중국

글로벌 특신 시장에서 유럽은 12%, **중국**은 **14%**를 차지한다. 유럽이 39개국을 합친 시장 규모임을 고려하면 단일 국가로서의 중국 시장의 비중은 매우 크다. 심지어 이 14%는 중국 내 합법 시장만의 규모로, 중국 보따리상(따이공)을 통한 암시장의 규모는 제외한 수치이다. 2019년 기준, **합법 시장의 규모는 7,000억 원, 암시장은 1조 6,300억 원**으로 추정되기에 합법 시장의 2.3배인 암시장의 규모까지 고려하면 실제 중국 시장의 비중은 더 거대하다.

합법 시장 vs 암시장

중국 NMPA(국가약품감독관리국)는 2021년 ‘의료 미용에 사용되는 의약 기기 감독 강화에 관한 통지’를 발표하며 불법 의료 및 미용 기관과 불법 의약품 판매를 엄격히 단속했다. 그 결과, 2021년 중국 특신 **암시장은 10.5% 감소**한 반면, **합법 시장은 27.8% 성장**하는 성과를 보였다. **2022년 상반기 합법 시장 규모는 1조 1,727억 원**에 달하는데 이는 시장 전망치를 넘어선 수치로, **중국의 엄격한 관리가 암시장을 합법 시장으로 편입하는 효과**를 가져온 것이라고 분석된다.

강력한 제도적 규제에 의해
합법 시장이 시장 전망치보다
빠르게 성장 중

국내 식약처 규제의 영향을
적게 받은 휴젤

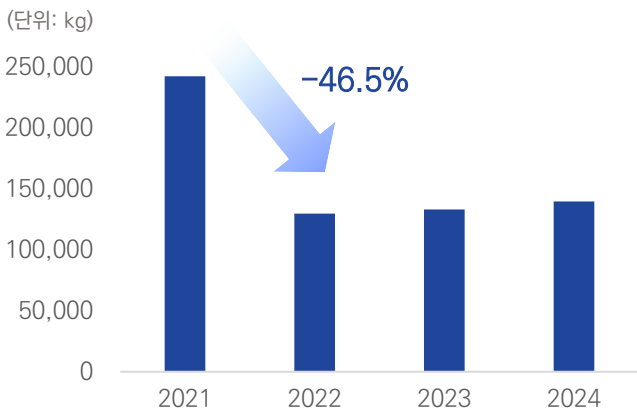
중국 특신 판매 관련 규제는 국내에서도 이루어졌다. **2020년 식약처는** 메디톡스에 국가 출하 승인 위반 행정처분을, **2022년에는 중국 무허가 제품 판매로** 제테마, 한국비엠아이, 한국비앤씨에게 **6개월 정지 처분**을 내리며 특신 수출 관리에 대한 강한 의지를 드러냈다. 한국 식약처와 중국 NMPA의 제약으로 **2022년 국내 특신 중국향 수출 중량은 129,612kg**으로 전년 242,205kg 대비 46.5% 감소한 반면, 동사는 17,678kg으로 전년 19,350kg 대비 8.6%만 감소하며 **상대적으로 영향을 적게 받았다.**

2-2. 국내 유일 중국 시장 판매 허가 기업, 휴젤

미허가로 수출이 제한된 국내
타사의 파이를 차지할 휴젤

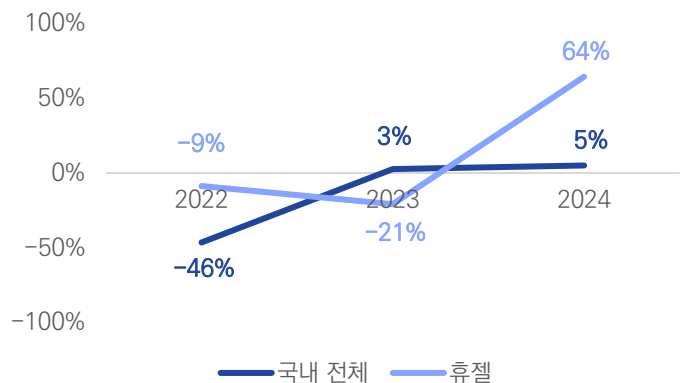
중국 NMPA 승인을 받은 특신 기업은 동사 포함 6개뿐이며, 국내 기업 중에서는 동사만이 유일하게 합법적으로 중국 시장에 진출한 기업이기도, 중국의 엄격한 암시장 규제와 국내 불법 수출 관리 강화는 동사의 중국 내 입지를 강화할 매우 유리한 기회이다. 2020년 정식 허가를 받고 2021년 2월 합법 시장에서 활동을 시작한 동사는 **2022년, COVID-19와 중국 락다운 영향으로 잠시 주춤했다.** 하지만 **2023년 5월 엔데믹 전환 이후 쌓였던 재고를 모두 청산하고, 2024년 10월까지 22,994kg을 수출하며** 전년도 13,990kg 대비 무려 **64.36% 증가**하는 급격한 상승세를 보여주었기에 지금이 바로 중국 시장의 턴어라운드 시점이라고 판단된다. 중국 시장의 의료 미용 시장 침투율은 4.5%로 성장할 상방이 열려있는 동시에, 합법 시장의 확장 및 제도화로 인해 **수출이 제한된 국내 타사의 기존 파이를 동사가 차지할 수 있을 것으로 예측되며 중국 시장에서의 매출 확대가 더욱 기대되는 상황이다.**

자료 36. 국내 전체 중국향 수출 중량 추이



출처 : 한국무역통계, S.R.S KEYSS Team

자료 37. 국내 전체 vs 휴젤 중국향 수출 중량 YoY



출처 : 한국무역통계, S.R.S KEYSS Team

2-3. NMPA 승인과 유통 과정의 거대한 벽, 가분히 통과!

높은 진입장벽, 중국 진출 기업은 단 6개

특신 시장은 암시장 축소 및 합법 시장의 성장을 통한 매력도가 높아지며 세계 각국의 특신 기업들이 진출을 적극 모색하고 있다. 하지만 **중국 NMPA의 보수적인 승인 절차**는 큰 진입장벽으로 작용한다. **NMPA의 특신 허가**는 약물 설계 및 개발, 임상 전 연구와 임상 시험, 제품 등록까지 **최소 6~8년**이 걸리며, 승인에 장기간이 소요된다. 애브비의 보톡스는 승인까지 14년이 걸렸다. 2024년 기준 중국 시장에 진출한 기업은 단 6개이며, 국내 기업 중에서는 동사만이 유일하게 2020년에 승인받아 2021년 2월부터 레티보 판매를 시작했다.

중국 진출 첫 해 시장 점유율 10% 달성

중국 시장에 진입하더라도 **유통 과정은 또 다른 도전 과제**다. 중국은 1) 영토가 넓고 지역 간 미용 기술 접근성 차이가 크며, 2) 특신 기술 침투율이 4.5%로 낮아 소비자 경험이 적기 때문이다. 따라서 유통사의 영업망과 마케팅 역량이 중국 특신 시장 진출에 매우 중요한 요소로 작용한다. 이에 동사는 사환제약이라는 강력한 파트너를 선정함으로써 **중국 진출 첫해에 시장 점유율 10%를 달성했다.**

2-4. 든든한 조력자 사환제약

사환제약 영업망의 지속적인 확대에 인한 수혜

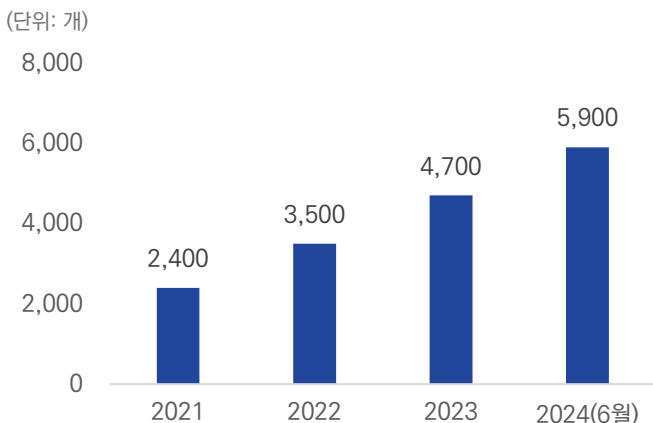
동사와 사환제약은 2014년부터 협력을 시작해 2020년, 레티보의 독점 대리점 계약을 체결했으며 **올해 9월에는 계약을 2030년까지 연장했다.** 사환제약의 미용 의료 산업을 담당하는 **Meiyan Space**는 중국 전역에 **마케팅 플랫폼을 보유하고 있으며**, 유통 도시 수와 유통 기관 수는 각각 2021년 기준 200개와 2,400개에서 2024년 6월 기준 360개와 5,900개로 높은 성장세를 보이며 동사의 중국 시장 내 입지를 더욱 확고히 할 것으로 예상된다. Meiyan Space는 특신뿐만 아니라 HA필러, 마이크로니들 등 **60개 이상의 제품 포트폴리오 및 판매 노하우를 보유하고 있다.** 병의원이 가격 절감을 위해 번들 구매를 선호한다는 점에서 사환제약의 포트폴리오 다각화는 이후 **영업망의 확대에도 긍정적인 영향**을 미칠 것으로 판단된다. 더하여 동사는 올해부터 중국에서 특신과 필러 동시 판매를 시작하며 **사환제약의 번들링 전략까지 활용이 가능**하다는 점에서 동사에게 긍정적인 점으로 작용할 것이다.

높은 진입장벽, 유통사, 가격 경쟁력 3박자와 번들링까지

사환제약의 능력은 위기에서도 빛났다. 2022년 COVID-19와 중국 락다운으로 인해 증가한 재고 청산을 위해 2023년부터 'The 3.0 Era of Medical Aesthetic Fine-tuned Operation'이라는 **동사의 특신과 필러에 관련된 공격적인 마케팅 프로모션을 진행했다.** 2023년, 50개 이상의 기관에 대해 동사의 필러 브랜드인 퍼스니카 런칭 및 트레이닝 행사와 레티보 글로벌 컨퍼런스를 진행했으며, 2024년에는 레티보 트레이닝 314회, 특신과 필러 트레이닝 25회, 레티보와 퍼스니카 제품에 대해 6개의 도시와 250개의 기관에 홍보 활동을 진행했다. 그 결과, 사환제약은 동사 관련 재고를 모두 청산하고 **전년 대비 메디컬 에스테틱 사업부 매출 200% 성장**이라는 폭발적인 성과를 이뤄냈다. **사환제약의 동사 특신과 필러 관련 마케팅, 영업 능력의 집중**과 함께 동사는 올해를 턴어라운드 시점으로 발판 삼아 성장할 것이다.

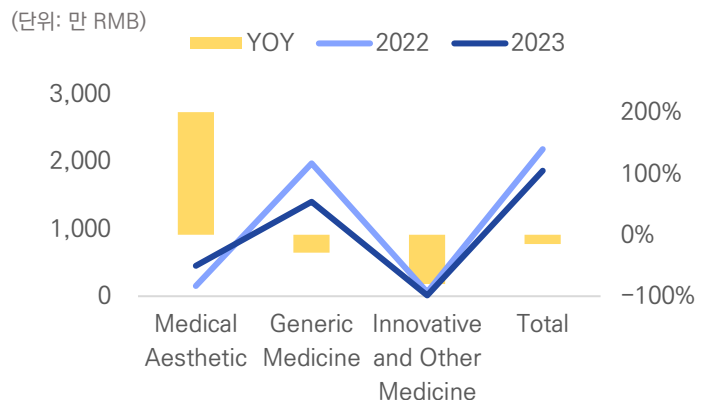
중국 시장 턴어라운드 with 사환제약

자료 38. Meiyan Space 유통 기관 수 추이



출처 : 사환제약, S.R.S KEYSS Team

자료 39. 사환제약 사업부문별 매출 추이



출처 : 사환제약, S.R.S KEYSS Team

매출추정

동사는 국내 특신 시장에서 시작해 중국, 유럽, 미국 등 전 세계를 무대로 빠르게 성장하고 있다. 따라서 본 리서치 팀은 제품 및 지역별 적절한 논리를 적용하여 전체 매출을 추정했으며, 세부사항은 Appendix에 수록했다.

구분	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
총매출 (단위: 백만 원)	231,859	281,676	319,700	384,993	511,699	660,270	819,205	1,025,309
> 특신	124,638	160,777	168,523	209,421	324,848	461,409	607,358	799,215
미국	-	-	-	11,740	97,132	192,555	280,452	388,307
중국	32,344	26,195	14,710	32,571	50,838	79,349	123,852	193,312
국내	71,235	86,176	82,071	87,414	92,733	98,375	104,361	110,711
기타 (미국 제외북남미 포함)	21,059	48,406	71,742	77,697	84,145	91,129	98,693	106,885
> 필러	87,811	94,165	118,393	134,046	145,103	157,118	170,175	184,372
국내	25,522	23,476	26,201	32,789	36,199	39,964	44,120	48,708
중국	7,826	4,066	2,423	5,025	5,743	6,565	7,504	8,577
기타	54,463	66,623	89,769	96,232	103,161	110,589	118,551	127,087
> 기타 매출	19,410	26,734	32,784	41,525	41,748	41,744	41,672	41,722
화장품	14,487	20,902	26,755	35,930	35,930	35,930	35,930	35,930
기타	4,923	5,832	6,029	5,595	5,818	5,814	5,742	5,792
의료기기	3,564	3,575	4,285	3,808	3,889	3,994	3,897	3,927
용역 등 기타	1,359	2,257	1,744	1,787	1,929	1,820	1,845	1,865

1. 특신 사업부

1-1. 미국향 특신

미국향 Q = [(기존의 전체 특신 시술 수) + (GLP를 고려한 추가 시술 수)] * (동사의 시장 점유율)

미국 내 피부과와 메드스파 수를 기반으로 특신 채널 성장률을 13.4%로 산정했다. GLP로 인한 추가 시술수는 위고비 주간 신규 처방 비율 11.6%를 적용하여 성장률을 예측했다. 유통사 베네브의 네트워크는 전체 공급망의 30.1% 규모(4,800개)로 파악되었으며, 동사는 출시 첫 해 이 네트워크를 통해 시장 점유율 1.2%를 확보할 것으로 가정했다. 시장 점유율 증가 추이는 기존 '주보'의 미국 시장 성장률을 참조하여 적용했으며, 보수적 가정으로도 상방 가능성을 확인했다. 초기 진출 전략으로 동사는 직판 체제가 아닌 파트너십을 선택하여 효과적인 시장 진입을 꾀했으며, 메드스파 채널 중심으로 초중반기 빠른 성장이 예상된다. 하지만, 장기적인 미래에는 FDA 승인을 통과한 새로운 경쟁자가 등장할 가능성을 고려하여 장기적인 시장 상황을 추정했다.

미국향 P = (애브비의 보톡스 특신 ASP) * (1-30%) * (최근 6개월 평균 원·달러 환율)

동사의 레티보 판가는 보톡스 제품 대비 20~30% 수준 낮은 것으로 알려져 있으며, 보톡스의 향후 추가적인 가격 인상 가능성을 배제할 수 없기에 30% 수준까지 낮추어 책정했다. 최근 6개월 평균 환율(달러당 1,363.26원)을 적용하여, 미국 내 레티보 판가는 100유닛당 63만 원으로 추정했다.

(단위: 백만 원)	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
미국 특신 매출액	11,740	97,132	192,555	280,452	388,307
전체 특신 시술수: A		12,191,852	13,825,429	15,677,888	17,778,557
GLP 추가 시술수: B		877,663	979,717	1,093,638	1,220,805
미국 특신 시술 수: A+B		13,069,516	14,805,147	16,771,526	18,999,362
휴젤 시장 침투율	×	1.21%	2.11%	2.71%	3.32%
Q: (전체 특신 시술 수 + GLP 추가 시술 수) 중 휴젤의 파이	=	157,563	312,353	454,935	629,892
P: 단가 (원)		616,466	616,466	616,466	616,466

V. 밸류에이션

1-2. 중국향 특신

중국향 Q = (수출액) / (kg당 단가) * (Q 증가율)

중국 특신 시장의 암시장 축소와 합법 시장 확장으로 2022년 국내 중국향 특신 수출액은 2021년 대비 61.2% 감소했으나, 국내에서 유일하게 중국 특신 판매 허가를 받은 동사는 합법 시장 진입의 수혜를 받을 것으로 보인다. 2022년 COVID-19 봉쇄로 인해 2023년 수출 중량이 20.9% 감소했으나, 재고 청산이 완료되면서 2024년부터 회복세가 본격화될 것으로 예상되며, 2024년 수출 중량은 2022년 대비 56.1% 증가할 것으로 추정된다. 특히, 불법 수출 중량 112,593kg의 수요가 합법 시장으로 전환됨에 따라 동사는 2028년까지 해당 증가율로 지속적인 성장세를 유지할 것으로 추정한다.

중국향 P = 2024년의 kg당 단가 향후 유지 (번들링 효과 적용)

2024년, 동사의 중국 내 필러 판매가 시작되면서 특신과 필러를 함께 저렴한 가격으로 묶어 파는 번들링(bundling) 전략을 내세웠다. 2021년과 2022년의 평균 단가에 비해 25.1% 인하한 가격을 유지하며 중국 특신 시장의 점유율을 높여 나갈 것으로 보인다.

(단위: 백만 원)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	32,344	26,195	14,710	32,571	50,838	79,349	123,852	193,312
P 단가 (원)	1,671,524	1,481,770	1,051,467	1,180,414	1,180,414	1,180,414	1,180,414	1,180,414
Q 중량 (KG)	19,350	17,678	13,990	27,593	43,068	67,222	104,922	163,767

1-3. 국내향 특신

국내 Q = (국내 보틀렉스 판매량) * (3개년 평균 매출 증가율)

2023년 국내 판매량은 39만 개로, 동사는 국내 시장 점유율 43%를 기록하며 수년째 1위를 유지하고 있다. 2022년 11월부터 자사만 보유한 300유닛을 통해 경쟁력 있는 가격 정책과 이탈 거래처 및 체인 클리닉 중심의 영업활동을 전개해 전년 대비 5.6% 성장했으며, 이러한 성과로 최근 3년 평균 매출 증가율 6%를 기록하며 지속적인 성장이 예상된다.

국내 P = (미국향 P) / 3

최근 국내 시장에서는 가격 경쟁으로 인한 출혈이 심해지고 있으나 동사는 국내 리딩 펌이자 최근 미국 진출로 인한 투 트랙 정책을 펼칠 것이라는 계획 또한 발표했다는 점에서 불필요한 가격 인하 경쟁에 대한 동참 가능성은 배제하였다.

(단위: 백만 원)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	71,235	86,176	82,071	87,414	92,733	98,375	104,361	110,711
P 단가 (원)				211,027	211,027	211,027	211,027	211,027
Q 추정				414,231	439,436	466,174	494,540	524,631

1-4. 기타국가향 특신

동사는 60여 개 이상의 국가에 진출했기에 1) 각 국가의 시장 점유율(M/S)과 공급기는 상이하여 정확한 매출 추정에 어려움이 따르며 2) 2022년에서 2023년 사이 매출의 폭발적인 성장(48%)은 유럽 및 호주 지역의 신규 시장 진출이 주요 원인으로 작용했다. 그러나 이러한 급격한 성장은 초기 진출 효과에 기인한 것으로 보이며, 중장기적인 매출 안정성과 지속 가능성을 신중히 검토할 필요가 있다. 이에 따라 폭발적인 성장을 가정하기에는 리스크가 크다고 판단하여, 보다 보수적인 접근을 취하기 위해 향후 북미 지역을 제외한 글로벌 특신 시장 성장률(+8.3%)을 반영해 기타 해외 지역 매출액을 추정했다.

(단위: 백만 원)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	21,059	48,406	71,742	77,697	84,145	91,129	98,693	106,885

V. 밸류에이션

2. 필터 사업부

2-1. 국내 필터

국내 필터 매출은 (향후 시장 규모) * (동사 점유율)을 통해 추정했다. 현재 국내 필터 시장 규모는 1,500억 원 수준이며, 동사는 5년 연속 점유율 1위를 기록 중으로 시장 입지가 안정적이다. 국내 필터 시장의 연평균 성장률(CAGR) 11%를 적용해 향후 시장 규모를 예상했으며 동사의 점유율 18%를 반영했다. 동사는 2023년 7월 필터 단가를 국내 판매분만 10% 인상했다. 이에 따라 3분기 매출은 선주문 감소로 축소되었으나, 4분기 리바운드가 기대된다. 이에 본 리서치팀은 가격 인상분을 반영하기 위해 110%의 배수를 추가 적용했고, 2024년 추정 매출을 확인한 결과 4분기 YoY +17%로 같은 경향성을 보이고 있음을 확인했다.

(단위: 백만 원)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	25,522	23,476	26,201	32,789	36,199	39,964	44,120	48,708
시장 규모(백만원)				165,600	182,822	201,836	222,827	246,001
점유율				18%	18%	18%	18%	18%

2-2. 중국향 필터

중국향 Q는 특신과 마찬가지로 (예상 수출액) / (kg당 단가)로 산정했다. 2024년부터 2030년까지의 중국 필터 시장 CAGR 전망치 +14.3%로 지속적으로 성장할 것으로 예상된다.

중국향 P는 특신과 마찬가지로 2024년의 kg당 단가가 향후 유지될 것으로 추정했다. 2024년, 동사의 중국 내 필터 판매 시작과 번들링 전략으로 2021년과 2022년 평균 단가에 비해 32.7% 인하한 가격으로 중국 필터 시장의 점유율을 높여 나갈 것으로 보인다. 올해가 필터 시장 진출의 첫해인 만큼 본 가격을 향후 유지할 것으로 추정하였다.

(단위: 백만 원)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	7,826	4,066	2,423	5,025	5,743	6,565	7,504	8,577
P 단가 (원)	117,743	134,256	43,824	84,842	84,842	84,842	84,842	84,842
Q 중량 (KG)	66,463	30,282	55,287	59,227	67,696	77,377	88,442	101,089

2-3. 기타국가향 필터

기타 국가 향 필터는 전 세계 필터 성장률을 기반으로 매출을 추정했다. 1) 필터는 40개국에 진출해 있으며, 각국의 MS와 공급가가 상이하다는 점, 2) 2021년에서 2022년 사이 동사의 HA필터가 유럽 시장에 진입하며 80%의 폭발적 매출 성장률을 기록하는 등 신규 시장 진출로 인한 일시적 증가 요인이 있다는 점을 고려했다. 따라서, 최근 수치를 기준으로 계산하는 데 리스크가 있어 보수적 추정을 위해 필터 시장 성장률(7.2%)을 차용했다.

(단위: 백만 원)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	54,463	66,623	89,769	96,232	103,161	110,589	118,551	127,087

3. 화장품 및 기타 사업부

화장품 사업부는 자사 브랜드 WELLAGE를 운영 중이나, 1) K-뷰티 성장 둔화, 2) 강력한 경쟁자들로 인해 지속적인 성장은 어려울 것으로 판단했다. 최근 4년간 실적 분석 결과, 4분기 매출이 연간 30%로 가장 높았다. 이를 기반으로 2024년 4분기 실적을 역산해 연간 매출액을 추정했으며, 보수적으로 2024년 수준의 매출이 유지될 것으로 가정했다. 또한 용역, 의료기기가 포함된 기타 부문 매출의 경우 뇌수술 관련 기기 매출이 2022년 9월 계약 종료로 제외되었기에, 이외 항목들의 3개년 평균치를 기준으로 추정했다.

(단위: 백만 원)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	19,410	26,734	32,784	41,525	41,748	41,744	41,672	41,722
화장품	14,487	20,902	26,755	35,930	35,930	35,930	35,930	35,930
기타	4,923	5,832	6,029	5,595	5,818	5,814	5,742	5,792
의료기기	3,564	3,575	4,285	3,808	3,889	3,994	3,897	3,927
용역 등 기타	1,359	2,257	1,744	1,787	1,929	1,820	1,845	1,865

비용추정

원재료의 사용

동사는 보툴리눔 독소 생산에 필요한 균주를 자체 보유하고 있어, 특신의 주요 원재료를 직접 생산하고 있다. 또한, 필러의 원재료 또한 국내에서 안정적으로 조달받고 있다. 이에 따라 동사는 원재료 수급에 어려움이 없을 것으로 판단되며, 최근 5개년 매출액 대비 원재료 사용 비율이 모두 8% 내외로 유지되고 있다. 앞으로도 이 비율에 큰 변화가 없을 것으로 예상하여 5개년 평균치를 유지할 것으로 판단하고 추정하였다.

감가상각비

동사는 2025년 초부터 3공장을 가동할 계획이다. 건설 중인 자산은 25년부터 내용연수에 따라 감가상각비로 계상될 것이기 때문에, 감가상각비를 토지, 건물, 기계 및 시설장치 등으로 나눠 각 내용연수대로 가치를 계산해 구해주었다. 이후 감가상각비를 매출원가와 판매비의 역사적 안분배율에 따라 분류하였다.

인건비

동사의 3공장 가동에 따라 직원 수는 늘어날 것이다. 1공장에서 2공장 증설하면서 늘어난 생산량과 직원 수에 비례하여 3공장 증설 후의 직원 수를 추정하였고, 급여성장률 4%를 가정하여 총 인건비를 추정하였다.

지급수수료

동사는 메디톡스와 소송이 끝남에 따라 ITC 소송비용이 24년 2분기부터 잡히지 않기 시작했기에, 24년 2분기, 3분기의 매출액 대비 지급수수료 비율이 지속된다고 가정하였다.

(단위: 백만 원)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
매출원가	54,779	62,818	73,537	76,408	95,178	150,443	166,782	227,006
원재료의 사용	19,896	20,716	26,490	31,031	41,244	53,219	66,030	82,642
재고자산의 변동	-4,181	453	-7,374	-16,342	-26,347	-7,033	-29,120	-18,277
외주가공비	3,934	6,116	9,217	10,995	14,613	18,856	23,395	29,281
인건비	17,082	18,357	22,828	25,725	34,192	44,120	54,740	68,512
감가상각비	6,491	5,508	5,813	7,151	7,754	10,673	13,761	17,318
지급수수료	1,331	2,824	1,990	2,544	3,381	4,363	5,413	6,775
소모품비	3,906	4,258	5,939	6,250	8,307	10,719	13,300	16,646
기타 매출원가	6,319	4,587	8,635	9,053	12,033	15,526	19,264	24,110

(단위: 백만 원)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
판매비와관리비	81,469	117,478	128,381	135,817	164,565	192,482	223,536	261,169
인건비	26,433	33,478	39,220	43,964	53,400	53,729	54,566	53,593
감가상각비	3,510	3,750	3,593	4,163	4,514	6,213	8,010	10,081
무형자산상각비	3,613	4,136	4,347	5,467	7,267	9,377	11,634	14,561
경상연구개발비	12,624	15,078	11,015	17,303	22,997	29,674	36,817	46,080
운반비	1,014	1,351	2,481	2,219	2,949	3,806	4,722	5,910
지급수수료	22,012	39,233	41,684	34,274	40,027	51,649	64,081	80,203
광고선전 및 판매촉진비	7,348	13,041	17,017	16,173	17,068	18,008	19,015	20,114
대손상각비	901	177	73	185	268	346	429	537
주식보상비용	720	1,549	1,655	2,707	4,061	4,264	4,477	4,701
기타 판매비와관리비	3,295	5,685	7,295	9,362	12,014	15,418	19,785	25,390

Peer P/E Valuation

본 리서치팀은 휴젤의 적정주가를 도출하기 위해 Peer P/E Valuation을 사용하였다. 이를 통해 **25년 Fwd EPS 15,185, Peer 그룹들의 25E Fwd PER에 30% 할증한 Target PER 24.6을 적용하여 목표주가 374,000원, Upside 32.5%**로 매수 의견 제시한다.

Peer 선정 논리

동사의 적정 주가를 산출하기 위해 Peer P/E Valuation을 활용하였다. 동사는 현재 국내에서 안정적인 매출을 기록하며, 전 세계 특신 시장의 55%를 차지하는 미국 시장으로의 진출이 가시화된 상황으로 2025년부터 특신 매출에서 큰 폭의 성장이 기대되는 기업이다. 따라서 **1) 인젝터블 에스테틱 시장에서 활동하며 특신을 취급하고 있는 기업들과 동사가 국내 시장에서 안주하지 않고 지속적으로 글로벌 시장으로 진출하는 전략을 구성하고 있는 기업이기 때문에 2) 글로벌 시장에서 활동하고 있는 기업**을 Peer로 선정하였다. 이에 따라 본 리서치 팀이 PEER 그룹으로 선정한 기업은 메디톡스, 대웅제약, 파마리서치, 애브비, 입센, 갈더마그룹의 6개다.

Target Multiple

위 선정된 Peer 기업의 평균 25E Fwd P/E는 18.9x이다. 하지만 Peer 그룹으로 선정된 기업들은 미국 시장에 이미 자리 잡았거나, 신시장 진출이 가시화되지 않은 기업들이다. 반면 동사는 본격적으로 미국 시장에서 매출의 성장이 기대되며, 특신 매출 비중이 높아 성장하는 특신 시장의 수혜를 온전히 누릴 수 있는 기업으로 평가된다. 이러한 **기대감을 반영하기 위해 평균 25E Fwd P/E에 30% 프리미엄을 부여하였다.** 이러한 프리미엄은 2019년 동사가 중국 시장에 진출했을 당시 Peer 대비 Fwd P/E가 약 33% 높았던 사례를 바탕으로, 현실적이고 합리적인 수준이라 판단된다.

목표 주가를 도출하기 위해 당기순이익에 지배지분 비율을 고려해 평균 95.3%를 곱해 지배주주순이익을 도출했으며, 남아있는 전환사채가 주식으로 전환되었다고 가정하고 Diluted EPS를 구해주었다. 결과적으로, **2025년 예상 DEPS 15,185원에 Target P/E 24.6을 적용하여 목표 주가 373,553원, 상승 여력 32.5%**로 매수 의견 제시한다.

기업	티커	시가총액 (십억 원)	주요사업 및 BM	25E Fwd P/E Multiple
HUGEL	145020 KS	3,554.3	특신 및 필러 제조	-
Medytox	086900 KS	963.4	특신 및 필러 제조	20.x
대웅제약	069620 KS	1,536.4	특신, 치료제 등 의약품 제조	16.x
파마리서치	214450 KS	2,112.4	스킨부스터, 필러, 특신 등 제조	18.x
abbvie	ABBV US	401,343.7	특신, 필러, 치료제 등 의약품 제조	16.x
IPSEN	IPN FP	1,203.7	치료용 의약품 제조	11.x
GALDERMA <small>EST. 1981</small>	GALD SW	28,214.0	피부과 치료 및 스킨케어 제품 제조	32.x

목표주가 산출

Target P/E	24.6
25E EPS	15,185
현재주가	282,000원
목표주가	374,000원
상승여력	32.5%

DCF Valuation

본 리서치 팀은 앞서 기업의 적정주가를 도출해내기 위해 상대가치평가 방법인 PEER PER Valuation을 활용하였다. 해당 목표주가의 타당성을 확인하기 위해 절대가치평가 기법 중 하나인 DCF(현금흐름할인모델) Valuation을 진행하여 보조적인 가치 평가 수단으로 활용하였다. 동사는 2015년 코스닥 시장 상장 이후 안정적인 양의 영업활동현금흐름을 유지해 왔기 때문에 DCF Valuation을 적용하기에 적합하다. 동사가 유지하고 있는 안정적인 양의 영업활동현금흐름과 안정성은 향후 사업 확장에서도 이어질 가능성이 높다고 분석한다. **1) 2024년 ITC 소송의 종료로 소송 비용의 감소 2) 마진 단에서 큰 이익을 가져갈 수 있는 신규 시장인 미국을 향한 본격적 진출 3) 8년 동안 유지하고 있는 국내 점유율 1위의 안정적인 유지**를 통해 수익성의 꾸준한 우상향과 함께 현금흐름의 꾸준한 증가가 기대된다.

DCF Valuation 기본 가정

DCF Valuation에서 사용한 전제는 다음과 같다. DCF Valuation에 필요한 몇 가지 주요 가정을 설정하였다. 먼저, 자본비용(CoE)은 8.3%로 가정하였으며, 이를 도출하기 위해 무위험수익률은 한국의 10년 만기 국고채 금리 3.0%를 적용하였으며, 베타계수는 해당 기업의 최근 52주간의 베타값을 기반으로 0.86을 산출하였다. 시장위험프리미엄은 한국공인회계사회가 제시한 6.2%를 기준으로 하였다. 또한, 타인자본비용(CoD)은 금융비용을 부채총계로 나눈 값에 유효법인세율을 적용하여 7.6%로 계산하였다. 이러한 계산을 통해 자본비율(Equity Ratio) 81.6%와 부채비율(Debt Ratio) 18.4%를 반영하여, 가중평균자본비용(WACC)을 8.2%로 도출하였다.

그 외 주요 가정은 다음과 같다. 보수적인 매출 추정을 하기 위해 매출 추정 이후 영구 성장률을 1%로 가정하였으며, 감가상각비의 경우 3공장 건설에 따른 추정 감가상각액을 반영하였다. NWC는 매출채권회전율, 매입채무회전율, 재고자산회전율 및 과거 추이를 고려하여 산출하였다.

DCF Valuation 또한 Peer P/E Valuation과 일관된 평가를 위해 지배지분 비율과 전환사채를 고려하여 진행하였다. 그 결과 **적정주가 369,000원, 상승 여력 30.9%로 상대가치평가법과의 괴리율은 1.2%이다.** 이 결과는 앞서 Peer P/E Valuation으로 산출된 목표주가 373,553원이 합당함을 뒷받침한다.

FCFF					
	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
NOPAT	130,878	191,451	240,973	325,942	408,516
(+) 감가상각비	16,781	19,535	26,263	33,405	41,960
(-) CAPEX	26,913	35,771	33,271	41,280	51,666
(-) Change in NWC	12,835	29,399	17,512	43,566	33,059
FCF	107,911	145,817	216,452	274,501	365,751
PV of FCF	105,807	132,146	181,303	212,513	261,712

WACC	
COE	8.3%
무위험수익률 (Rf)	3.0%
52주 Beta	0.86
Market Risk Premium	6.2%
COD	7.6%
자본비율 E/(E+D)	81.6%
부채비율 D/(E+D)	18.4%
WACC	8.2%

DCF	
영구성장률	1.0%
PV of Explicit Cash Flow	893,481
PV of Terminal Value	3,674,359
Enterprise Value	4,567,840
(-) Net Debt	-158,663
Equity Value	4,726,502
Controlling Equity Value	4,438,574
유동주식수(희석)	12,025,384
적정주가	369,000
현재주가(11.20)	282,000
Upside	30.9%

추정재무제표

손익계산서

(단위: 십억 원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액	281.7	319.7	385.0	511.7	660.3
매출원가	62.8	73.5	76.4	95.2	150.4
매출총이익	218.9	246.2	308.6	416.5	509.8
GPM	77.7%	77.0%	80.2%	81.4%	77.2%
판매비와관리비	117.5	128.4	135.8	164.6	192.5
영업이익	101.4	117.8	172.8	252.0	317.3
OPM	36.0%	36.8%	44.9%	49.2%	48.1%
영업외손익	28.3	-15.5	-1.8	-0.1	-0.9
법인세차감전이익	73.1	133.3	174.5	252.1	318.2
법인세비용	12.4	35.6	41.9	60.5	76.4
당기순이익	60.7	97.7	132.7	191.6	241.8
NPM	21.5%	30.5%	34.5%	37.4%	36.6%
EPS(원)	5,289	8,513	11,563	16,701	21,081
DEPS(원)	4,768	7,740	10,513	15,185	19,167

재무상태표

(단위: 십억 원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
자산	1,049.8	929.3	1,037.2	1,143.3	1,103.6
유동자산	617.9	567.8	614.6	669.6	581.2
현금및현금성자산	131.8	106.0	117.0	137.1	19.0
단기금융상품	392.1	370.9	370.9	370.9	370.9
매출채권	53.2	44.1	58.9	78.3	101.0
재고자산	26.9	34.3	51.0	69.0	75.7
기타	13.9	12.4	16.8	14.3	14.6
비유동자산	431.9	361.5	422.6	473.7	522.4
유형자산	120.5	134.7	150.3	173.8	190.2
무형자산	200.1	182.3	215.3	242.0	273.2
투자자산	79.8	15.5	27.3	27.8	27.8
기타	31.6	29.0	29.7	30.1	31.2
부채	200.3	149.6	161.3	73.7	74.3
유동부채	177.3	57.4	65.0	70.4	71.0
매입채무	4.8	2.9	6.3	7.9	12.4
전환사채	98.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	74.5	54.5	58.7	62.6	58.6
비유동부채	23.0	92.1	96.3	3.3	3.3
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
전환사채	0.0	88.8	93.0	0.0	0.0
기타	23.0	3.3	3.3	3.3	3.3
자본	849.5	779.7	875.9	972.4	1,029.3
자본금	333.6	333.6	401.6	401.6	401.6
이익잉여금	899.1	936.3	966.5	1,011.5	1,078.1
기타	-383.3	-490.2	-492.2	-440.7	-450.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	80.6	117.7	140.6	205.3	230.9
당기순이익	60.7	97.7	132.7	191.6	241.8
감가상각비	9.3	9.4	11.3	12.3	16.9
무형자산상각비	4.1	4.3	5.5	7.3	9.4
운전자본증감	5.9	27.0	12.8	29.4	17.5
법인세납부	-20.5	-37.2	-45.1	-63.7	-79.5
기타	21.2	16.5	23.4	28.4	24.8
투자활동현금흐름	-191.8	43.2	-40.1	-46.3	-43.1
CAPEX	-34.2	-25.7	-26.9	-35.8	-33.3
기타	-157.7	68.9	-13.2	-10.5	-9.8
재무활동현금흐름	-51.4	-187.1	-91.5	-138.9	-305.9
배당금지급	0.0	-0.1	-0.1	-0.2	-0.3
전환사채의 증감	3.9	-9.2	4.1	4.2	-97.2
차입금의 증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자사주매입	-44.5	-122.4	-90.5	-135.0	-200.1
기타	-10.8	-55.4	-5.0	-7.9	-8.3
현금및성금성자산 순증	-162.6	-26.2	9.0	20.1	-118.1
환율변동효과	0.2	0.4	2.0	0.0	0.0
현금의 증감	-162.4	-25.8	11.0	20.1	-118.1
기초현금및현금성자산	294.1	131.8	106.0	117.0	137.1
기말현금및현금성자산	131.8	106.0	117.0	137.1	19.0

투자지표

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
성장성					
매출액	21.5%	13.5%	20.4%	32.9%	29.0%
EBITDA	-7.2%	16.2%	46.7%	45.8%	26.0%
영업이익	6.0%	16.2%	46.7%	45.8%	26.0%
순이익	0.5%	60.9%	35.8%	44.4%	26.2%
EPS	0.5%	60.9%	35.8%	44.4%	26.2%
수익성					
ROE	7.1%	12.5%	15.1%	19.7%	23.5%
ROA	5.8%	10.5%	12.8%	16.8%	21.9%
밸류에이션					
PER	56.3x	56.1x	25.7x	17.8x	14.1x
PBR	4.1x	4.0x	4.1x	3.7x	3.4x
POR	35.6x	33.6x	19.7x	13.5x	10.7x
EV/EBITDA	29.3x	33.2x	28.7x	19.6x	13.3x
활동성					
매출채권회전율	5.7x	5.8x	7.5x	7.5x	7.4x
매입채무회전율	10.8x	19.0x	16.5x	13.4x	14.8x
재고자산회전율	2.3x	2.4x	1.8x	1.6x	2.1x
레버리지					
부채/자본	23.6%	19.2%	18.4%	17.6%	7.2%

매출추정

1) 미국향 특신

[Q 추정] 미국향 Q는 **[(기존의 전체 특신 시술수) + (GLP를 고려한 추가 시술수)] * (동사의 시장 점유율)**을 통해 추정했다. 미국 내 피부과 및 메드스파 수를 5,438개와 10,488개로 구분하고 개점 속도가 다르기에 각각의 성장률을 적용하여 전체 특신 채널 성장률을 13.4%로 도출했다. 이를 2023년 전체 특신 시술 수인 948만 건에 적용하여 향후 5년간의 특신 시술수를 추정했다. 또한, GLP에 따른 추가 시술 수를 더해주기 위해 (미국 위고비 처방전 발급 건수) * (비만율) * (오젠평 페이스로 인한 최소침습 처방 비율)을 계산했다. 올해 초, 위고비 제조사인 노보노디스크의 미국 공급 제한이 해소됨에 따라 현재 미국 내 위고비 주간 처방 건수는 21만 5,000건이고 신규 처방은 2만 5,000건에 달해 11.6% 수준으로 GLP 시술 수가 성장할 것이라고 가정했다. 결국, 두 가지 특신 시술 수를 더한 총계에 동사의 시장 점유율 추정치를 적용하여 최종 Q를 계산했다. 피부과와 메드스파를 합했을 때 전체 특신 시술 채널은 15,926개에 해당하고 동사와 유통 계약을 체결한 베네브의 네트워크는 4,800개 수준으로 공급망의 규모가 30.1%인 것을 확인했다. 이때 2019년 미국에 진출한 대웅제약의 '주보'의 경우 중저가 시장을 처음 공략했다는 점에서 전체 채널의 개수가 그 판매 대상에 해당한다고 볼 수 있겠으나, 동사는 진출 시점에 이미 동일 포지션으로 '주보'가 중저가 시장 내 경쟁력을 확보한 채 자리 잡고 있다는 점에서 보수적 추정이 필요하기에 경쟁사 대비 베네브의 유통망 수준인 30.1%만을 출시 첫 해 확보할 것을 가정하고 초기 시장 침투율 1.2%로 상정했다. 이후 기간의 점유율 증가 추이는 대웅제약 '주보'의 M/S 증가율을 선례로 참조하여 적용해 주었는데 1) 동사가 직판 체제가 아닌 파트너십을 체결한 데는 강력한 초기 진출 전략이 있었다는 점, 2) [투자포인트 1]에서 언급한 바와 같이 동사는 메드스파 트렌드에 최적화된 기업으로 해당 채널을 중심으로 초중반기 빠른 성장 속도를 보일 수 있다는 점, 3) 3년 이후 기간의 미래에는 추가적인 플레이어가 FDA 승인을 통과하고 제7의 기업으로 특신 시장에 진입할 가능성을 간과할 수는 없다는 점을 고려하여 이를 추정했다.

[P 추정] 미국향 P는 **(애브비의 보톡스 특신 ASP) * (1-30%) * (최근 6개월 평균 원·달러 환율)**을 통해 추정했다. 동사의 레티보 판가는 보톡스 제품의 20~30% 수준 낮은 것으로 알려져 있다. 보톡스 가격은 2020년부터 지속적으로 인상하고 있는 추이를 보였기에, 본 리서치팀은 향후 추가적인 보톡스 가격 인상의 가능성 또한 배제할 수 없다고 판단하여 동사의 가격을 30% 수준까지 공격적으로 낮춰 책정했고 최근 6개월간 평균 환율을 계산하여 달러당 1,363.26원을 적용해 미국 판가를 100유닛당 62만 원 수준으로 추정했다.

2) 중국향 특신

[Q 추정] 중국향 Q는 **(예상 수출액) / (kg당 단가)**로 산정하였다. 투자포인트에서 언급했듯이, 중국 암시장 축소와 합법 시장의 확장, 국내 중국향 특신 수출 관리의 영향으로 2021년에 비해 2022년 국내 전체 중국향 특신 수출액은 61.2% 감소했다. 국내 기업 중 유일하게 동사만 2020년 10월 중국 내 특신 판매 허가를 받고, 2021년 2월 온라인 런칭을 했으므로 2021년 국내 전체 수출 중량에서 동사 수출 중량을 차감한 112,593kg은 휴젤을 제외한 국내 특신 기업들의 중국 암시장 수출 중량으로 볼 수 있다. 불법 수출로 판매되던 이 112,593kg의 수요는 합법 시장으로, 그렇다면 진입장벽이 높은 중국 시장 내 유일한 진출 기업인 동사에게 수혜로 돌아올 것으로 추정하였다. 2022년 COVID-19 봉쇄로 인해 2023년 수출 중량이 20.9% 감소했는데, 2023년에 이에 대한 재고를 모두 청산했다고 밝혔기에 올해 수출 중량부터 회복할 것으로 예상된다. 실제로 올해 3분기까지의 실적이 이미 2023년도를 넘어서며 2024년도 1년 치 수출 중량은 2022년 대비 56.1% 증가할 것으로 추정된다. 봉쇄 영향 재고 청산에 따른 회복과 합법 시장 확장의 수혜로 2028년까지 본 증가율로 지속적으로 성장할 것으로 예상하는데, 2027년도까지도 국내 불법 수출 112,593kg 수요의 77.5% 부분만 점유한 것이기에 이는 보수적 추정임을 보여준다.

[P 추정] 중국향 P는 **2024년의 kg당 단가가 향후 유지될 것으로 추정하였다.** 2024년, 동사의 중국 내 필러 판매가 시작되면서 특신과 필러를 함께 저렴한 가격으로 묶어 파는 번들링(bundling) 전략을 내세웠다. 2021년과 2022년 평균 단가에 비해 25% 인하한 가격으로 중국 특신 시장의 점유율을 높여 나갈 것으로 보인다.

자료 40. 미국 특신 6종 비교

회사	휴젤/베네브	애브비	멜츠	갈더마/입센	레반스	대웅/에블루스
제품	레티보	보톡스	제오민	디스포트	덱시파이	주보
유닛당 가격	\$7-14 (예상)	\$10-20	\$8-18	\$4-8	\$15-20	\$8-16
분자량	900kDa	900kDa	150kDa	400kDa	150kDa	900kDa
지속기간	3-4달	3-4달	3-4달	3-4달	6-9달	3-4달
효과 발현 시간	3-5일	3-5일	3-5일	3-5일	3-5일	3-5일
종류	파우더	파우더	파우더	파우더	파우더	파우더

출처 : 각 사 사업보고서, S.R.S KEYSS Team

자료 41. 휴젤 추정 점유율

구분	출시 당해	+ 1년	+ 2년	+ 3년	+ 4년
대웅제약 점유율	4%	7%	7%	9%	11%
휴젤 점유율(추정)		1%	2%	3%	3%

출처 : 각 사 사업보고서, S.R.S KEYSS Team

자료 42. 민감도 분석

		영구성장률				
		0.50%	0.75%	1.00%	1.25%	1.50%
WACC	7.10%	409,046	422,679	437,429	453,441	470,882
	7.60%	379,345	390,916	403,364	416,793	431,322
	8.15%	351,398	361,188	371,664	382,899	394,979
	8.60%	331,036	339,625	348,778	358,555	369,020
	9.10%	311,137	318,629	326,584	335,046	344,064

출처 : 휴젤, S.R.S KEYSS Team