

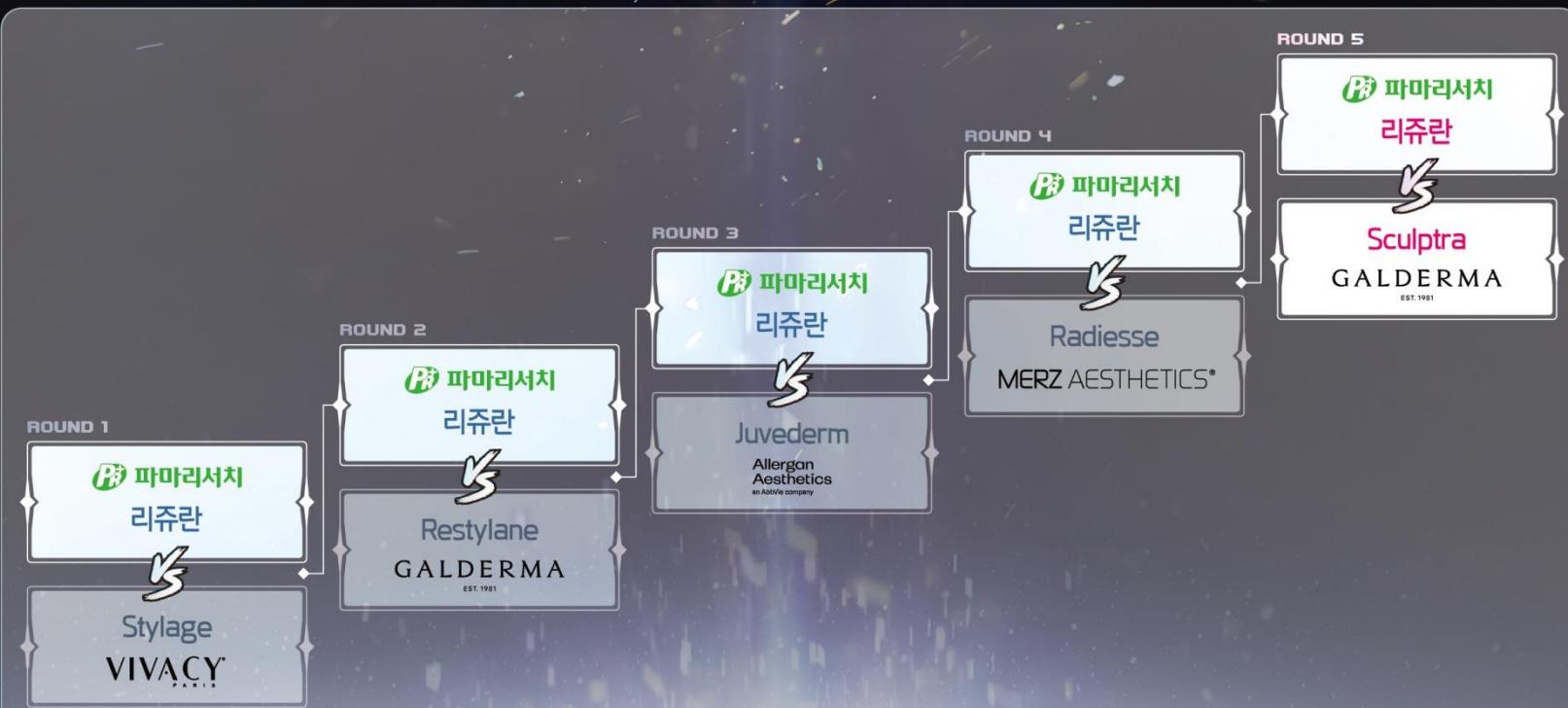
2025년 4월 7일 | 키움증권 리서치센터

산업분석 | 의료기기 Overweight(Maintain)

## 트렌드 도장 깨기(feat. 지역별 시장 체크)

의료기기 신민수 alstr0527@kiwoom.com

RA 오치호 ch5@kiwoom.com



# Contents

Summary ····· P. 03

I. B2C, B2B 피부 미용 트렌드 쫓아가기 ····· P. 04

II. 지역별 피부 미용 트렌드 쫓아가기 ····· P. 12

III. 기업분석 ····· P. 38

- ▶ 파마리서치(214450)
- ▶ 원텍(336570)
- ▶ 비올(335890)
- ▶ 메디톡스(086900)
- ▶ 휴젤(145020)

# Summary

## >>> B2C, B2B 피부 미용 트렌드 쫓아가기

- B2C: 피부 미용 시술을 받는 주체들은 어떠한 시술을 원하고 있을까
  - 인스타그램: 브랜드들의 해시태그 개수와 언급된 횟수 살펴보기 ► 업력 오래된 서양 브랜드들 강세 유지 중
  - 미국 시술 리뷰 플랫폼 RealSelf: 만족도와 평가된 리뷰 개수 살펴보기 ► 마찬가지로 서양 브랜드들 강세 유지 중
  - 구글 트렌드 지수: 시가총액과 강하게 연동되는 모습 및 국내 브랜드들이 글로벌 무대에서 기존 제품들보다 주목 받기 시작함
- B2B: 결국 제품 구매 의사 결정을 내리는 것은 의료진 등 의료 서비스 제공자들, 기업은 그들을 어떻게 설득하고 있을까

## >>> 지역별 피부 미용 트렌드 쫓아가기

- 중국: VBP로부터 이어지는 에스테틱 수혜 효과
  - VBP 정책으로 인한 약가 인하 직격탄을 맞은 중소 제네리사, 신성장동력으로 급부상 중인 에스테틱 사업
  - 사활제약: 휴젤의 톡신 'Letybo', 비올의 마이크로 니들 RF 장비 '실펌 X' 등을 취급하며 '24년 에스테틱 사업부 매출액 YoY +65.4%
- 우리나라: 외국인으로부터 이어지는 내수 피부 미용 수요 폭발
  - 방한 외국인 관광객 수 증가 및 의료 지출액 상승으로 피부 미용 시술 수요 급증, 방한 외국인 환자 중 57%는 피부과 방문
  - 이러한 내수 외국인 매출액은 시차를 두고 자연스럽게 본국으로 돌아가 시술을 원하는 자들에 의해 수출 매출액 증대로 이어질 수 있음
- 미국: '24년 업황 부진으로부터 이어지는 '25년 관세 리스크 등장
  - 대부분의 기업들이 부진했던 '24년, 서서히 업황 개선의 신호들 포착되는가 싶었으나 관세라는 큰 변수를 맞이하는 중
  - 톡신: 반도체, 알루미늄, 철강 등과 같이 관세 별도 적용 가능성 남아 있음
  - 필러, EBD(에너지 기반 피부 미용 장비) 등· 의료기기는 별도의 관세 제외 목록 등록되지 않아 관세 부과 리스크 있는 상황

## >>> 기업 분석: 최선호주 파마리서치, 차선호주 원텍

- 파마리서치(214450): 비싼 것의 단점은 비싸다는 것뿐 / Buy(Maintain) 목표주가 400,000원
- 원텍(336570): 국내 회복, 해외 폭발 / Buy(Maintain) 목표주가 10,000원
- 비올(335890): 승소를 뒤로 하고 펀더멘탈 개선에 기대 / Buy(Maintain) 목표주가 12,000원
- 메디톡스(086900): 2분기에 다가올 수출, 허가 획득, 공장 가동 주목 / Buy(Maintain) 목표주가 190,000원
- 휴젤(145020): 중국과 한국은 날씨 맑음, 미국은 맑을 수도 / Buy(Maintain) 목표주가 430,000원

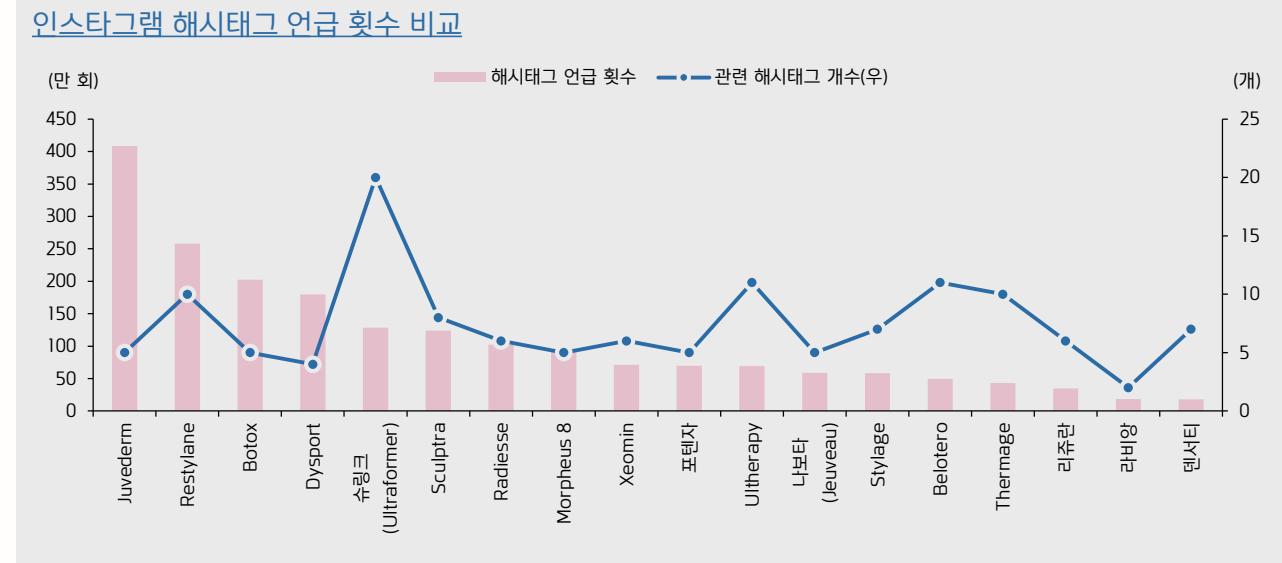
## I. B2C, B2B 피부 미용 트렌드 쫓아가기

- ▶ B2C 트렌드: 인스타그램
  - 해시태그로 트렌드 살펴보기
- ▶ B2C 트렌드: RealSelf
  - 아직 견고한 서양 브랜드들의 입지
- ▶ B2C 트렌드: 구글 트렌드 지수
  - 시가총액과 강하게 연동되는 지표
- ▶ B2B 트렌드: 의료진 대상 세미나
  - 시간이 지날수록 더욱 활성화되는 중

## B2C 트렌드: 인스타그램 해시태그로 보는 국내 브랜드들

### ◎ 인스타그램 해시태그 언급 횟수와 관련 태그 개수를 통해서 얼마큼 소비자들이 관심을 가지는지 체크

- 해당 브랜드명을 해시태그로 검색했을 때 또는 관련 검색어까지 합산한 결과 분석
- 출시된 지 오래 되어 확실한 수요층과 대중 인지도를 모두 확보한 서양 브랜드들이 상위권에 위치함
- 우리나라 업체 중에서 가장 인스타그램 바이럴이 잘 되고 있는 시술은 클래시스의 '슈링크'(Ultraformer)
- 그 다음으로는 제이시스메디칼의 '포텐자', 대웅제약의 '나보타'(Jeouveau) 등이 있음

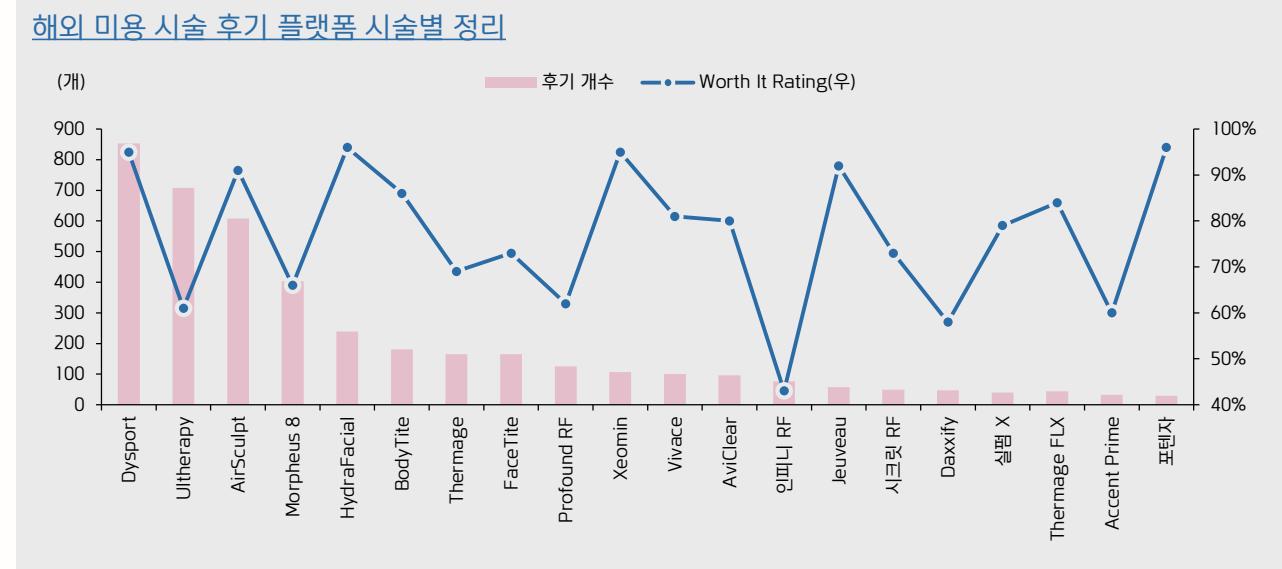


자료: Instagram, 키움증권 리서치센터

## B2C 트렌드: 미국 미용 시술 리뷰 플랫폼 RealSelf

### ◎ 미국에서 미용 시술 받고 난 후에 리뷰를 소비자들이 올리는 플랫폼 RealSelf 분석

- Allergan Aesthetics의 'Botox'는 일반명사화되어 쓰일 정도로 인지도가 높고, 압도적인 후기 개수 5,600개 기록
- 그 이후에는 해외 브랜드들이 많은 리뷰 건수를 기록하며 상위권 기록
- 우리나라 업체들 시술은 루트로닉의 '인피니 RF', 대웅제약의 '나보타'(Jeouveau), 클래시스(이루다)의 '시크릿 RF', 비올의 '실펌 X', 제이시스메디칼의 '포텐자' 등이 있음



주) Worth It Rating = 최근에 긍정적 평가(Worth It)를 한 사람의 수 / 최근에 후기를 남긴 사람 수 전체

주2) 'Botox'는 후기 개수 5,600개로 그라프에서 제외, Worth It Rating은 97%

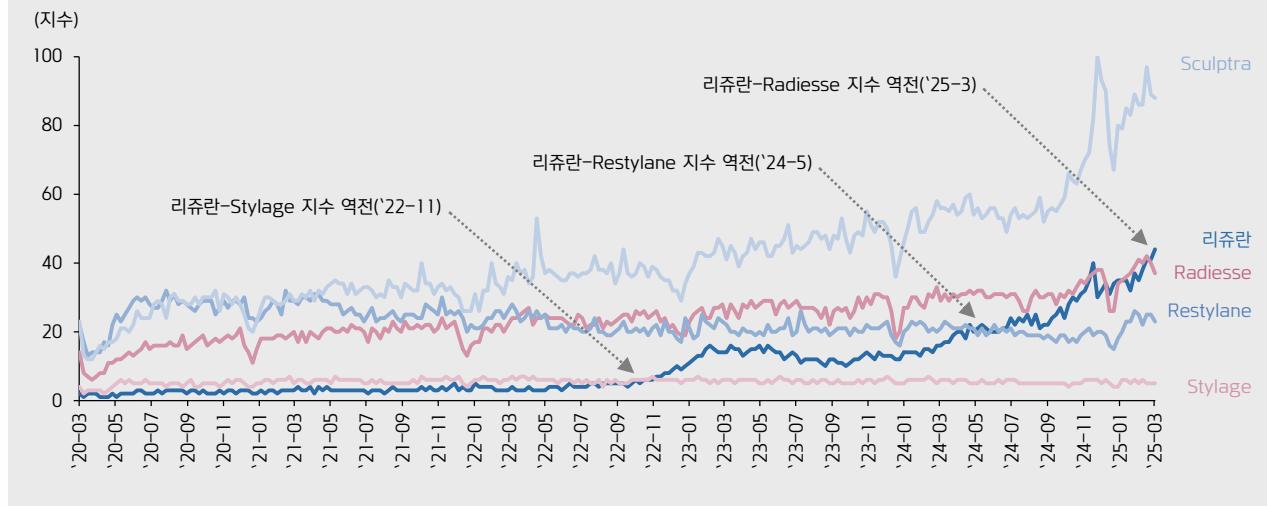
자료: RealSelf, 키움증권 리서치센터

## B2C 트렌드: 확실하게 치고 나오는 구글 트렌드 지수 속 한국

### ◎ 구글 검색량을 기반으로 산출되는 상대적인 지표, 구글 트렌드 지수

- 과거의 해당 검색어 또는 같이 비교되는 검색어들과의 격차를 기반으로 만들어지는 상대적인 지수이기 때문에 검색량이 유의미한 수준으로 올라오지 않는다면 0과 100을 오고가는 형식으로 숫자가 무의미해짐
- 파마리서치의 '리쥬란'은 해외 유명 브랜드들과의 검색량에서 밀리지 않을 만큼 사람들의 관심이 커지고 있어 상대적인 수치 개념인 인 구글 트렌드 지수를 활용하기에 적합함
- 이미 유명 필러 시술들을 검색량에서 이기며 글로벌의 관심을 이끌고 있는 상황
- 스키н 부스터 시장을 전 세계에서 주도하고 있는 Galderma의 'Sculptra'와의 격차는 크지만, VIVACY의 'Stylage', Galderma의 'Restylane', Merz Aesthetics의 'Radiesse'를 앞섰음

파마리서치 '리쥬란'과 주요 필러 브랜드 구글 트렌드 지수 비교



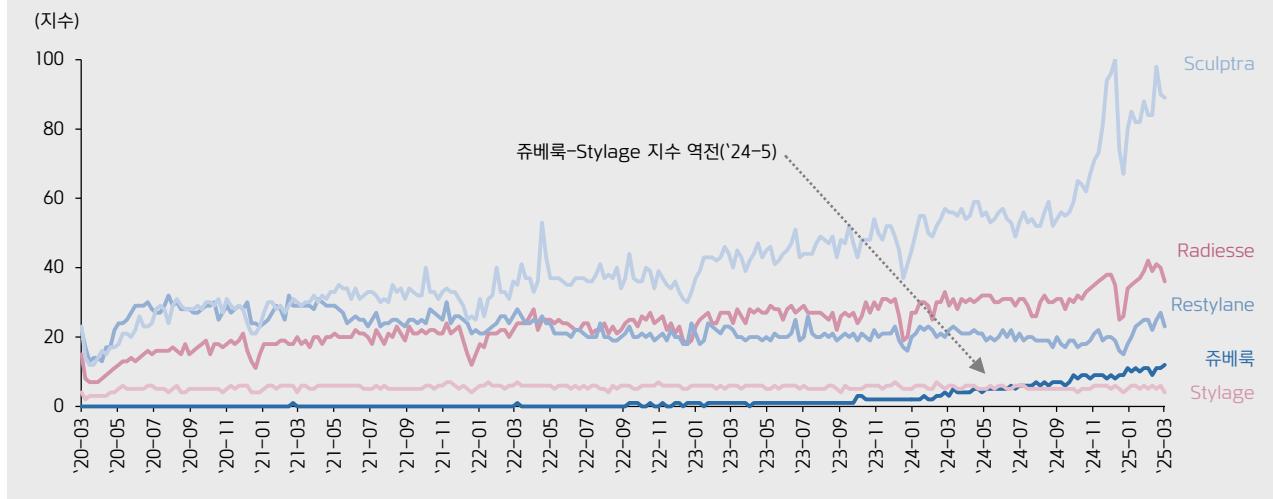
주) 검색어 기반 상대적인 트렌드 지수, 0은 데이터 양이 부족함을, 100은 데이터가 가장 많음을 의미함  
자료: Google Trends, 키움증권 리서치센터

## B2C 트렌드: 확실하게 치고 나오는 구글 트렌드 지수 속 한국

### ◎ '24년 매출액 YoY +243%를 기록한 바임의 PDLLA 스킨 부스터 '쥬베룩'도 눈에 띠는 성장 기록

- '24년 매출액 664.6억 원(YoY +243.5%), 매출총이익 581.5억 원(YoY +261.4%, GPM 87.5%), 영업이익 529.3억 원(YoY +411.4%, OPM 79.6%), 당기순이익 433.0억 원(YoY +278.9%, NPM 65.2%)로 역대급 성장세 기록
- 이는 판관비에서 급여 계정이 23.0억 원(YoY -8.6%)인 수준으로 일궈낸 괄목할 만한 성장
- VIVACY의 'Stylage' 필러를 트렌드 지수에서 역전해내며 우리나라뿐만 아니라 해외 시장에서도 두각을 드러내기 시작

바임 '쥬베룩'과 주요 필러 브랜드 구글 트렌드 지수 비교



## B2C 트렌드: 시가총액을 앞서 볼 수 있는 구글 트렌드 지수

- ◎ 소비자들의 관심이 반영되는 구글 트렌드 지수, 투자자들의 관심이 반영되는 시가총액과의 긴밀성 파악
    - '21년부터 '리쥬란'의 구글 트렌드 지수와 파마리서치의 시가총액이 강한 상관관계가 유지되고 있음
    - 특히 소비자들의 수요 발생으로 인한 검색량 증가 ▶ 의료진들의 제품 발주 ▶ 업체 납품까지 3개월 정도의 시차가 생긴다고 가정하면, 두 지표를 3개월 시차를 두고 비교할 경우 그렇지 않을 때보다 상관계수가 더욱 높아짐
    - 시가총액을 3개월 앞서서 선행하는 지표로서 구글 트렌드 지수를 참고할 만한 가치가 있음
    - 100이라는 지수는 해당 구간에서 가장 검색량이 많음을 의미하는데, 여전히 고점을 높혀가며 트렌드 지수가 우상향하는 중, 이는 소비자들의 관심이 식지 않아 향후 실적과 시가총액에 반영될 수 있음을 시사함



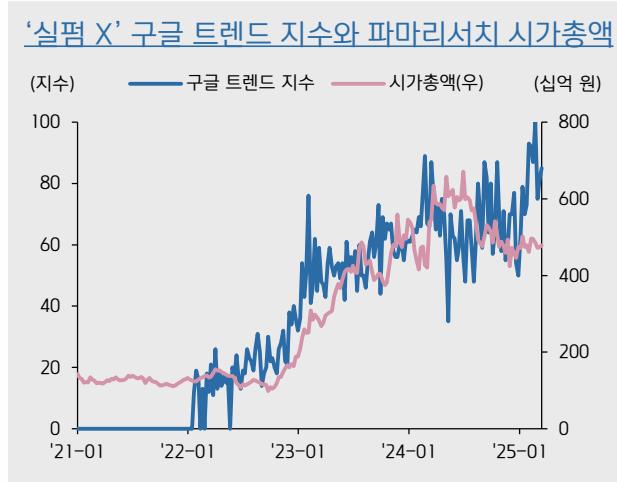
주) 검색어 기반 상대적인 트렌드 지수, 0은 데이터 양이 부족함을  
100은 데이터가 가장 많음을 의미함  
자료: Google Trends, 키움증권 리서치센터

기간	구글 트렌드 지수와 시가총액 간의 상관계수	3개월 지연시킨 두 지표 간의 상관계수
2021~현재	0.9043	0.9303
2022~현재	0.9031	0.9447
2023~현재	0.8920	0.9435
2024~현재	0.8420	0.6899

자료: Google Trends, FnGuide, 키움증권 리서치센터

## B2C 트렌드: 시가총액을 앞서 볼 수 있는 구글 트렌드 지수

- ◎ 비율 '실펌 X'의 트렌드 지수도 유의미한 집계 이후 시가총액을 선행하는 모습을 보여주고 있음
    - '21년 초부터 '22년 초까지는 검색량이 많지 않아 0에 수렴하고 있는 트렌드 지수
    - 그 이후 검색량 상승이 이뤄지고, 실제 소비자 수요가 실적에 반영되면서 시가총액 상승세 시현



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

시가총액과 높은 상관계수 보인 구글 트렌드 지수			
기간	구글 트렌드 지수와 시가총액 간의 상관계수	3개월 지연시킨 두 지표 간의 상관계수	
2021~현재	0.8777		0.9238
2022~현재	0.8326		0.8893
2023~현재	0.3756		0.4946
2024~현재	-0.3262		0.0735

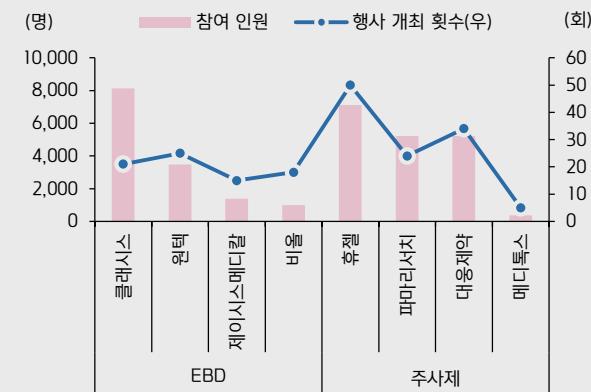
자료: Google Trends, FnGuide, 키움증권 리서치센터

## B2B 트렌드: 실제 구매를 진행하는 의료진 설득하기

### ◎ 실제 제품을 구매하는 주체는 의료진, 이들을 설득해야 실적이 오를 수 있다

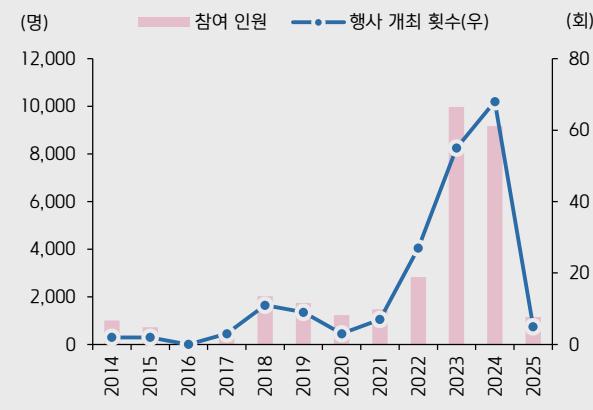
- 피부과나 성형외과에 방문하여 최종적으로 시술을 받는 것은 일반 소비자들
- 하지만 그 제품을 구매할지 말지 업체의 실적에 직결되는 의사 결정을 하는 것은 의료 서비스를 제공하는 의료진들
- 그들에게 제품의 R&D 강점을 소개하고, 실제로 어떻게 시술해야 하는지, 어떠한 노하우들이 있는지를 알리는 것 또한 중요함
- 우리나라에서는 클래시스와 휴젤이 각 분야에서 가장 적극적으로 B2B 의료진 대상 세미나, 심포지엄 등을 개최하고 있음
- 시간이 지날수록 많은 업체들이 가세하며 행사 개최 횟수도 크게 증가하는 양상

기업별 국내 피부미용 업체 유저 미팅 행사 추이



주) 일부 행사는 경우 참여 인원 미공개  
자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

연도별 국내 피부미용 업체 유저 미팅 행사 추이



주) 일부 행사는 경우 참여 인원 미공개  
자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

## II. 지역별 피부 미용 트렌드 쫓아가기

- ▶ 중국: VBP로부터 이어지는 에스테틱 수혜 효과
- ▶ 우리나라: 외국인으로부터 이어지는 내수 피부 미용 수요 폭발
- ▶ 미국: '24년 업황 부진으로부터 이어지는 '25년 관세 리스크 등장

## 중국: 약가를 절반 낮추는 VBP 정책

### ◎ 의약품을 대량으로 입찰시켜 약가 인하를 유도하는 VBP(Volume Based Procurement)

- 중앙 집중식 구매(조달)이라고도 불리며 중국 인민 공중 보건 수준 향상을 위해 시행됨
- 가격경쟁력이 구조적으로 갖춰진 중국 현지 업체들에게 수혜가 돌아가기 시작했고, 10번의 VBP 중 낙찰된 의약품 중 96%가 중국 현지 제네릭 의약품들이었음
- 이러한 점을 기반으로 꾸준히 중국 현지 제약사들의 시장 점유율이 상승하여 '23년 70%까지 상승하였음
- 기존 시장에서 오리지널 브랜드 제품이나 외국산 의약품들이 철수하거나 자연스럽게 재고가 사라지는 현상이 발생하기도 함
- VBP가 시행되어 입찰이 되는 품목들은 평균적으로 약가가 반값이 됨

중국 VBP 시행으로 약가 인하된 의약품 수

차수	낙찰 의약품 종류 개수	입찰된 품목 개수	제품 낙찰 받은 제약사 수
1차	25	25	-
2차	32	100	77
3차	55	191	125
4차	45	158	118
5차	61	251	148
6차(인술린)	16	42	11
7차	60	327	217
8차	39	252	174
9차	41	266	205
10차	62	385	234

자료: 한국보건산업진흥원, NMPA, 키움증권 리서치센터

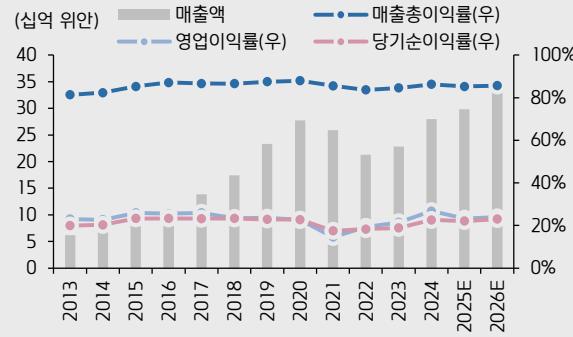
중국 VBP 시기별 평균 약가 인하율



자료: 한국보건산업진흥원, NMPA, 키움증권 리서치센터

## 중국: 주요 제약사별 실적 추이

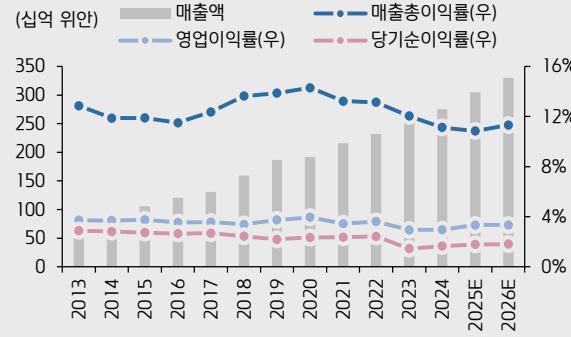
## 항서제약 연간 실적 추이 및 전망



주) 전망치는 Bloomberg Consensus

자료: Bloomberg, 항서제약, 키움증권 리서치센터

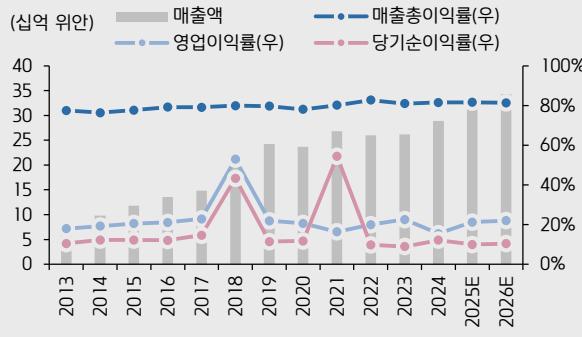
## 상해제약 연간 실적 추이 및 전망



주) 전망치는 Bloomberg Consensus

자료: Bloomberg, 상해제약, 키움증권 리서치센터

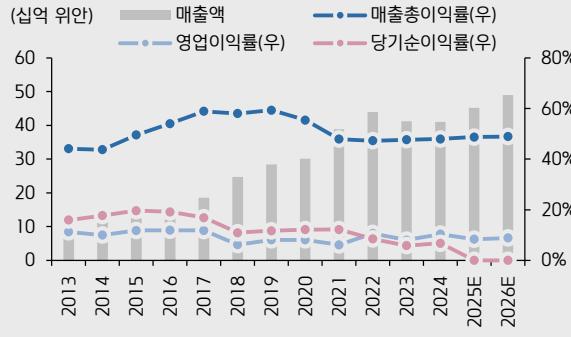
## 시노바이오팜 연간 실적 추이 및 전망



주) 전망치는 Bloomberg Consensus

자료: Bloomberg, 시노바이오팜, 키움증권 리서치센터

## 복성제약 연간 실적 추이 및 전망

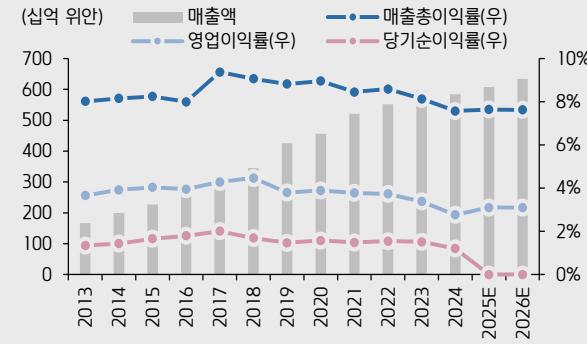


주) 전망치는 Bloomberg Consensus

자료: Bloomberg, 복성제약, 키움증권 리서치센터

## 중국: 주요 제약사별 실적 추이

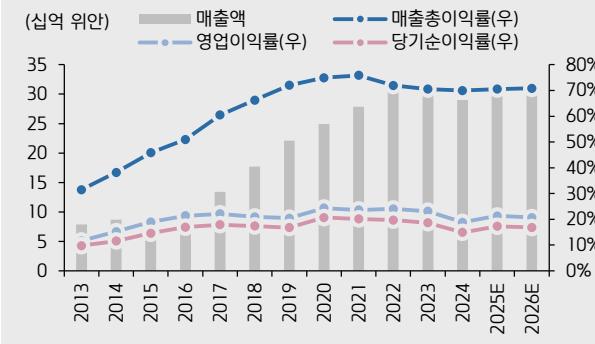
## 시노팜 연간 실적 추이 및 전망



주) 전망치는 Bloomberg Consensus

자료: Bloomberg, 시노팜, 키움증권 리서치센터

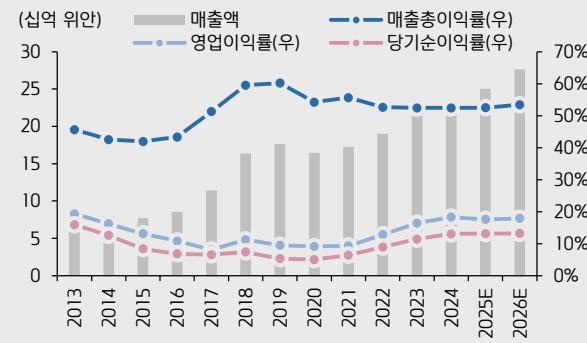
## 석약그룹 연간 실적 추이 및 전망



주) 전망치는 Bloomberg Consensus

자료: Bloomberg, 석약그룹, 키움증권 리서치센터

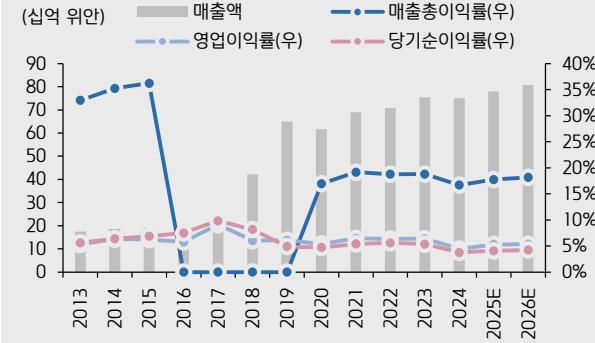
## 과륜제약 연간 실적 추이 및 전망



주) 전망치는 Bloomberg Consensus

자료: Bloomberg, 과륜제약, 키움증권 리서치센터

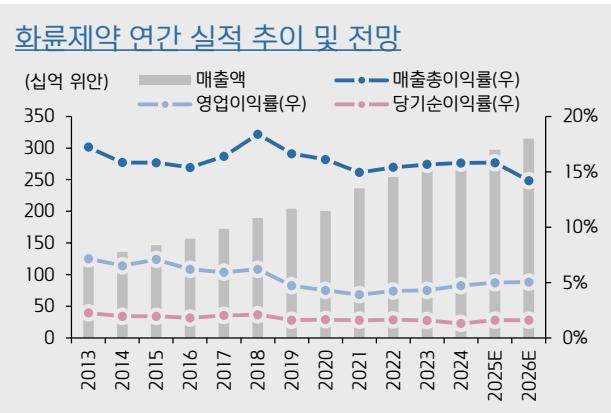
## 백운산 제약 연간 실적 추이 및 전망



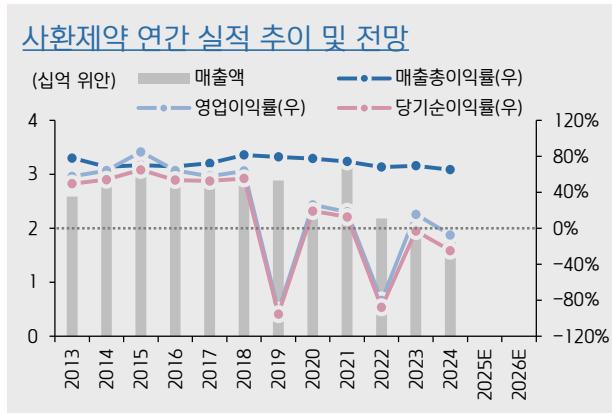
주) 전망치는 Bloomberg Consensus

자료: Bloomberg, 백운산 제약, 키움증권 리서치센터

## 중국: 주요 제약사별 실적 추이



주) 전망치는 Bloomberg Consensus  
자료: Bloomberg, 화률제약, 키움증권 리서치센터



주) 전망치는 Bloomberg Consensus  
자료: Bloomberg, 사화제약, 키움증권 리서치센터

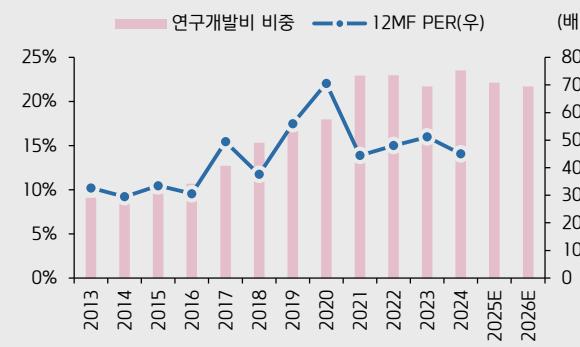
## 중국 주요 제약사 유형별 분류

분류별 주요 내용	항서제약	상해제약	시노바이오팜	복성제약	시노팜	석약그룹	과륜제약	백운산 제약	화률제약	사화제약
1) 혁신 신약 R&D 중심 ▶ 높은 연구개발비 비중, 높은 이익률, 높은 벤류에이션	O		O	O		O	O			
2) 지역 및 광역 유통 중심 ▶ 낮은 연구개발비 비중, 낮은 이익률, 낮은 벤류에이션		O			O			O	O	
3) 에스테틱 등으로 사업 다각화 및 신성장동력 확보 ▶ 복성제약 자회사 Sisram Medical, 사화제약 자회사 Meiyam Space Biomedical				O						O

자료: 키움증권 리서치센터

## 중국: 주요 제약사별 R&amp;D 비중 및 밸류에이션 추이

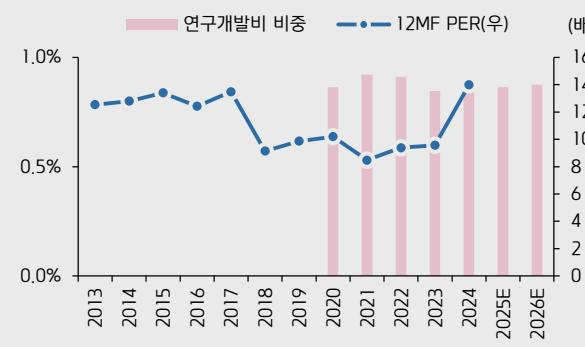
항서제약 연간 연구개발비, 12개월 선행 PER



주) 전망치는 Bloomberg Consensus

자료: Bloomberg, 항서제약, 키움증권 리서치센터

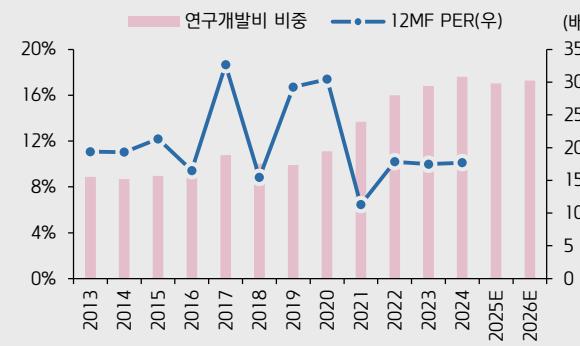
상해제약 연간 연구개발비, 12개월 선행 PER



주) 전망치는 Bloomberg Consensus

자료: Bloomberg, 상해제약, 키움증권 리서치센터

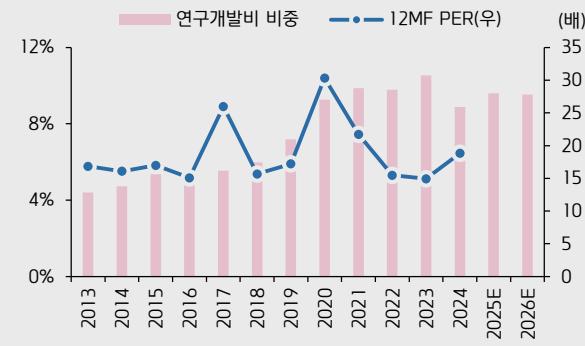
시노바이오팜 연간 연구개발비, 12개월 선행 PER



주) 전망치는 Bloomberg Consensus

자료: Bloomberg, 시노바이오팜, 키움증권 리서치센터

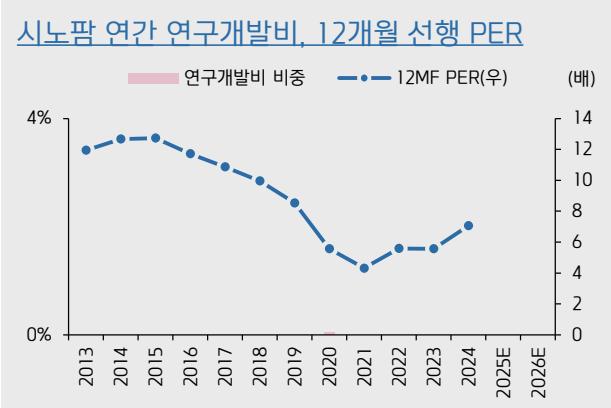
복성제약 연간 연구개발비, 12개월 선행 PER



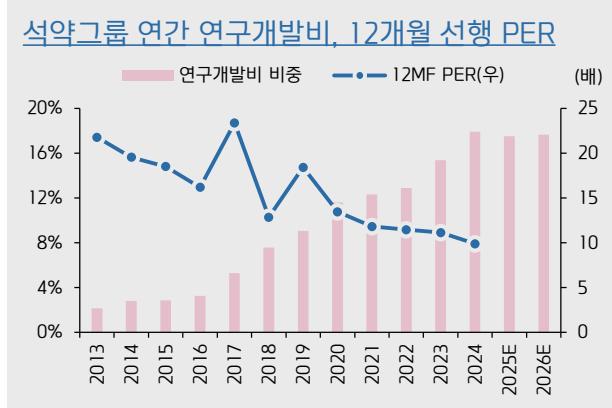
주) 전망치는 Bloomberg Consensus

자료: Bloomberg, 복성제약, 키움증권 리서치센터

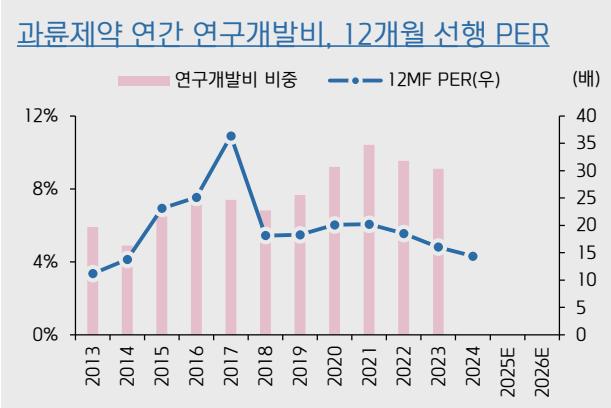
## 중국: 주요 제약사별 R&amp;D 비중 및 밸류에이션 추이



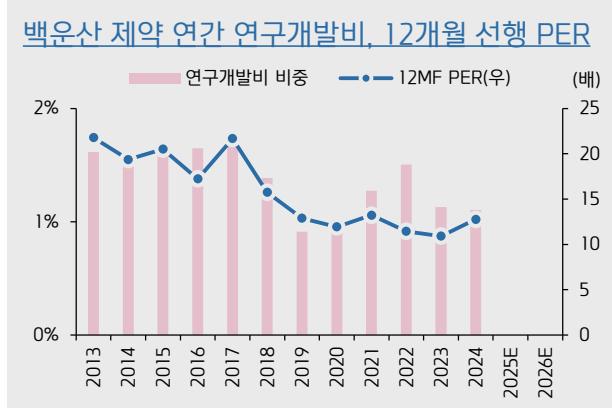
주) 전망치는 Bloomberg Consensus  
자료: Bloomberg, 시노팜, 키움증권 리서치센터



주) 전망치는 Bloomberg Consensus  
자료: Bloomberg, 석약그룹, 키움증권 리서치센터

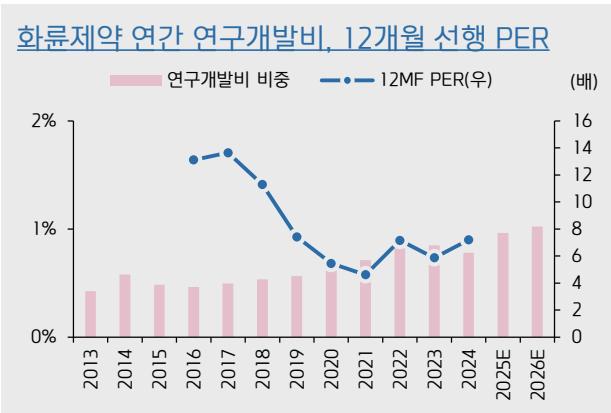


주) 전망치는 Bloomberg Consensus  
자료: Bloomberg, 과문제약, 키움증권 리서치센터

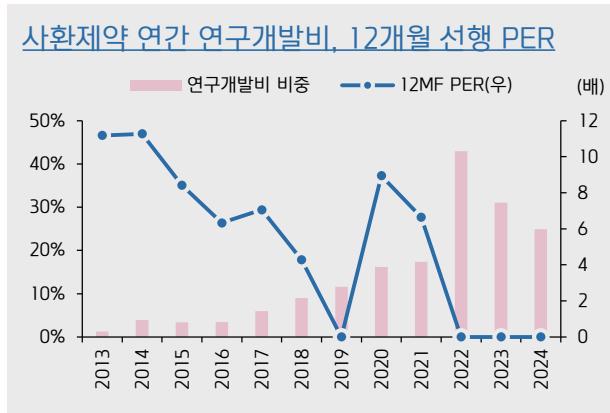


주) 전망치는 Bloomberg Consensus  
자료: Bloomberg, 백운산 제약, 키움증권 리서치센터

## 중국: 주요 제약사별 R&D 비중 및 밸류에이션 추이



주) 전망치는 Bloomberg Consensus  
자료: Bloomberg, 화률제약, 키움증권 리서치센터



주) '19년, '22~'24년 적자 전환으로 인한 PER 산정 불가  
자료: Bloomberg, 사화제약, 키움증권 리서치센터

## 중국 주요 제약사 시가총액 수익률 비교



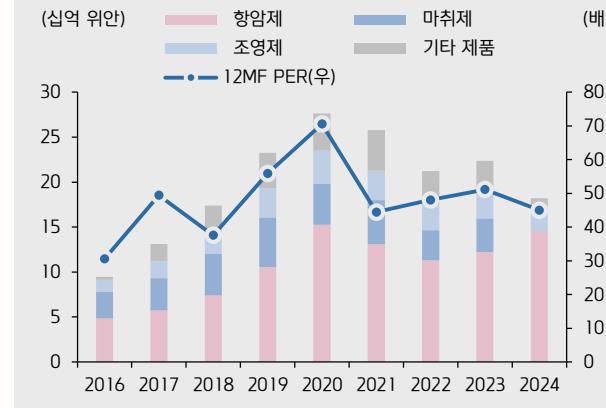
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 중국: VBP 도입으로 뒤바뀌는 중국 의약품 시장

### ◎ 이름은 비슷하지만 VBP로 인해 희비가 엇갈린 두 기업, 항서제약과 사환제약

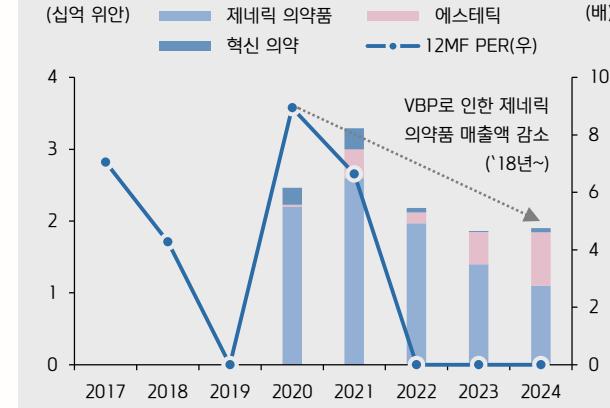
- 항서제약은 중국 대표 대형 제약사로, 주로 R&D를 진행하며 혁신 신약에 대한 사업을 여러 분야에서 영위하고 있음
- 혁신성을 인정받고 향후 파이프라인들의 매출액 발생 기대감이 반영되며 VBP 시행 이후에도 항상 40배 이상의 높은 PER 지표 유지하는 중
- 미국과의 갈등이 진행되며 대외 불확실성이 제기되는 상황 속에서도 오히려 중국 내수 의약품 시장을 굳건하게 가져가며 밸류에이션 딜레이팅의 움직임은 포착되지 않는 상황
- 반면 '01년에 설립되어 상대적으로 늦게 사업을 시작한 사환제약은 제네릭 의약품을 주력으로 하던 중소제약사였음
- VBP로 인해 제네릭 침투는 용이해졌으나 해당 수혜는 대부분 규모가 큰 제네릭 업체들이 받았고, 오히려 중소 제네릭사였던 사환제약의 매출액은 크게 감소하기 시작함
- 혁신 신약 개발을 위해 연구개발비 지출을 줄일 수 없었고, cash-cow 역할을 하던 제네릭 사업부 부진으로 결국 적자 전환

항서제약 연간 매출액 분류, 밸류에이션 추이



자료: Bloomberg, 항서제약, 키움증권 리서치센터

사환제약 연간 매출액 분류, 밸류에이션 추이



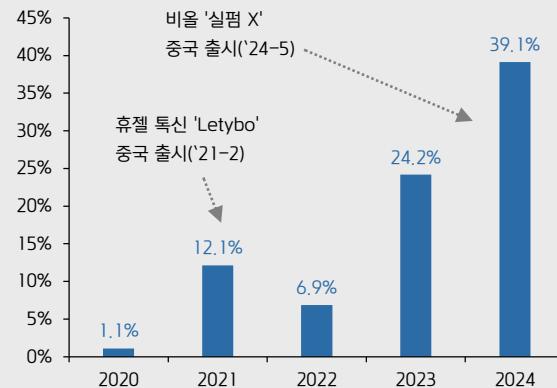
자료: Bloomberg, 사환제약, 키움증권 리서치센터

## 중국: 에스테틱에 사활을 건 사환제약

### ◎ 생존을 도모하기 위해 에스테틱 사업을 전개하기 시작하는 사환제약

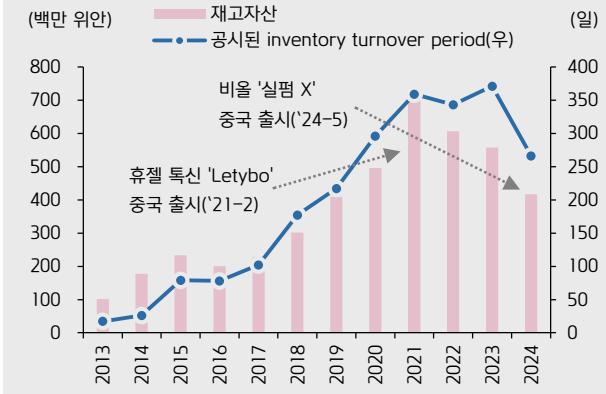
- '12년부터 휴젤의 보툴리눔 톡신 'Letybo' 관련 임상 등을 시작하며 사업 개발을 시작한 사환제약
- '21년 2월 중국에 제품을 출시하며 본격적으로 매출 비중 확대시켜 기업 체질 전환이 이뤄지고 있음('20년 1.1% ▶ '24년 39.1%)
- '24년 5월에는 비율의 마이크로 니들 RF 장비 '실펌 X'를 출시하였고, 5월~12월 8개월간 80대를 판매했다고 실적 발표 IR 자료에서 공개한 바 있음
- 여러 이유들이 있었으나 VBP로 인한 제네릭 의약품들의 원활한 판매가 지속되지 못했음
- 그 결과 재고자산이 증가하고, 팔리지 않아 회전율은 떨어져 결국 재고자산 회전일수가 증가하는 불안한 모습 전개
- 재무구조 개선과 더불어 기업의 중심 사업부를 에스테틱으로 옮기면서 재고 관련 지표가 좋아지는 모습 시현

사환제약 에스테틱 사업부 매출 비중 추이



자료: HKEX, 사환제약, 키움증권 리서치센터

사환제약 재고자산 및 재고자산 회전율 추이



자료: HKEX, 사환제약, 키움증권 리서치센터

## 중국: 에스테틱에 사활을 건 사환제약

## 사환제약 에스테틱 사업부 주요 포트폴리오

분류	카테고리	제품	전임상	임상	허가 심사	상업화
자체 개발	스킨케어	PLLA 젤				
		드레싱				
	재생	2등급 의료기기 20종				
	HA 필러	3등급 의료기기 8종				
	콜라겐 필러	3등급 의료기기 5종				
자체 개발 신약	비만	semaglutide 주사				
	마취	리도카인, 프릴로카인 크림				
JV	체형 관리	지방 재배치 장비 'LipiVage'				
	필러	PHA 미소 구체				
	주사 바늘	생분해성 멸균 제품				
독점 유통	톡신	휴젤 'Letybo'				
	HA 필러	휴젤 'Persnica'				
	콜라겐 필러	셀론텍				
	EBD	비올 '실펌 X'				
	스킨 부스터	Suisselle 'CELLBOOSTER'				
	화장품	Suisselle 'CELLBOOSTER'				
	주사 바늘	영창 필러 캐뉼라 등				

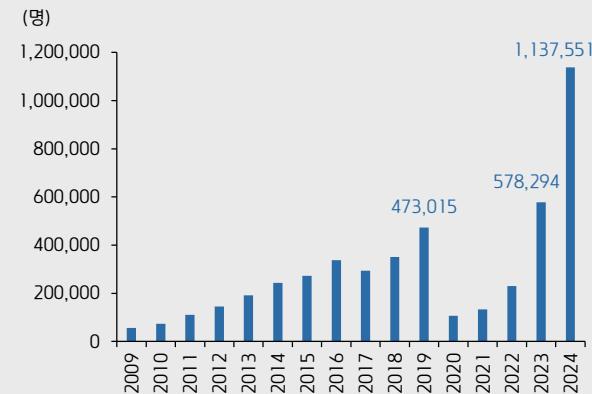
자료: 사환제약, 키움증권 리서치센터

## 우리나라: 폭발하는 외국인 관광객 러쉬, 목적지는 피부과

◎ 우리나라에 방문한 외국인 환자 수 1,137,551명으로 '24년 역대 최고치를 아득하게 경신

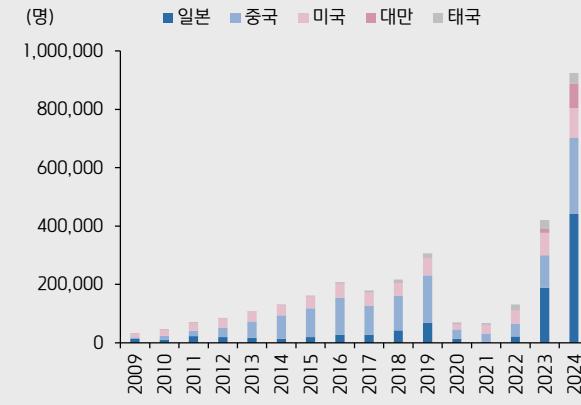
- 코로나 이전 '19년 473,015명이 최고치였던 것을 '23년에 578,294명으로 갈아치운 후 바로 YoY +96.7% 성장
- 방한 환자 수 TOP 5 국가는 **일본(441,112명), 중국(260,641명), 미국(101,733명), 대만(83,456명), 태국(38,152명)**
- 일본, 중국, 미국의 경우 '23년과 동일하게 1, 2, 3위의 환자 수 추이를 기록하였고, 12,828명에 그쳤던 '23년의 대만 수치는 YoY +550.6% 늘어나며 4번째로 많은 사람들이 국내로 들어와 병원을 이용하였음
- **일본** 환자들은 '23년 주요 5개국 환자들의 합산 수치를 '24년에 혼자서 기록하며 한국의 의료 관광에 가장 크게 기여하고 있음

연간 대한민국 방문 외국인 실환자 수 추이



주) 중복내원 횟수 제외한 실환자 수 기준, 입원 환자 제외한 외래 환자 기준  
자료: 보건복지부, 키움증권 리서치센터

주요 국적별 외국인 환자 현황



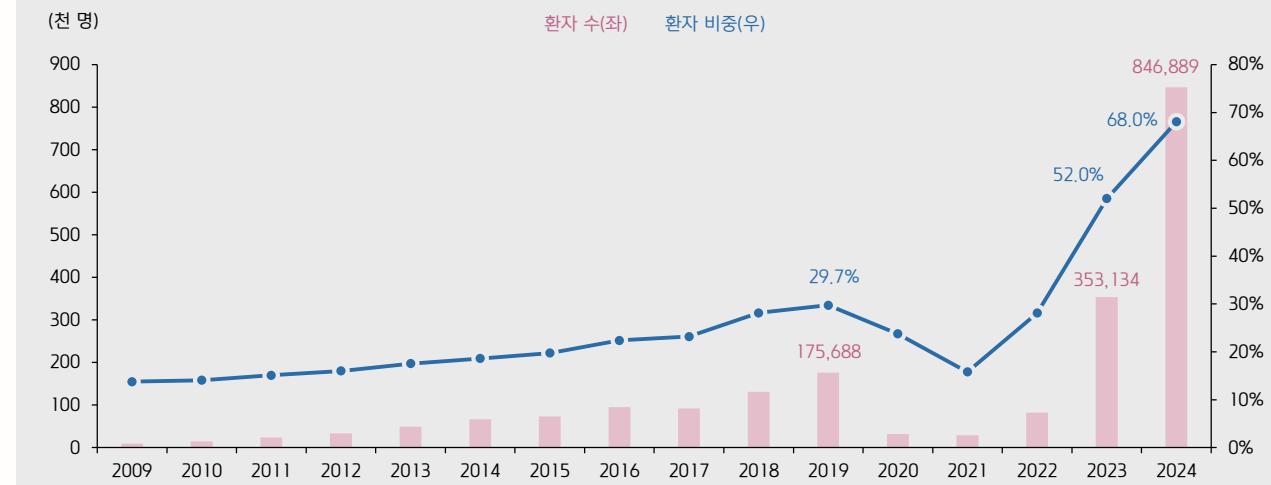
주) 중복내원 횟수 제외한 실환자 수 기준  
자료: 보건복지부, 키움증권 리서치센터

## 우리나라: 폭발하는 외국인 관광객 러쉬, 목적지는 피부과

### ◎ 외국인 환자 유치에 가장 크게 기여한 진료과목은 피부과, 그 다음은 성형외과

- '23년부터 이어졌던 **피부과와 성형외과로의 환자 러쉬**가 이어지는 중
- **두 진료과목 합산 환자 수는 전체 외국인 환자에서 차지하는 비중이 '23년에 과반을 기록하고, '24년 68.0%까지 상승**
- 피부과로만 범위를 좁혀도 전체 환자 수에서 **피부과 방문하는 환자 수 비중은 '22년 12.3% ▶ '23년 35.2% ▶ '24년 56.6%**

연간 외국인 환자 중 피부과 + 성형외과 합산 환자 수 추이



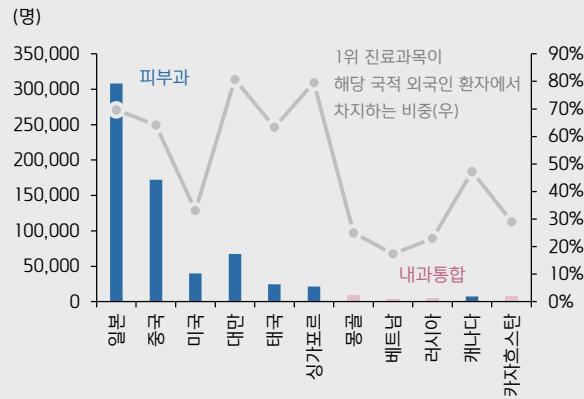
자료: 보건복지부, 키움증권 리서치센터

## 우리나라: 폭발하는 외국인 관광객 러쉬, 목적지는 피부과

### ◎ 주요 국적별로 가장 많은 진료를 본 과목 또한 피부과의 비중 높음

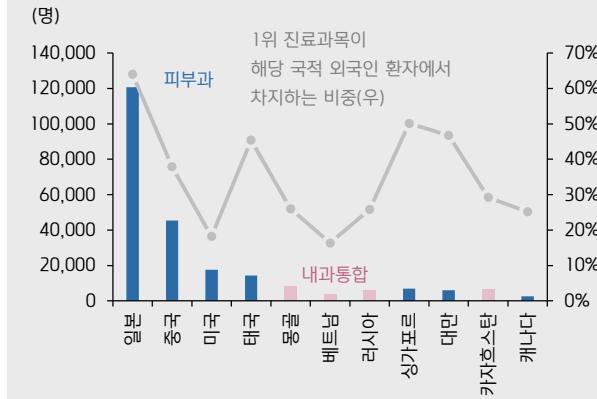
- **일본**: '23년에는 일본 환자들은 64.0%가 피부과에 방문하였는데, '24년에는 69.7%로 피부과 미용 시술로의 쓸림 현상 심화 진행
- **중국**: 마찬가지로 '23년 37.9% ▶ '24년 64.2%로 환자들이 피부과로 몰려든 현상이 가장 크게 나타남
- **미국**: '23년 18.2% ▶ '24년 33.0% / **캐나다**: '23년 25.2% ▶ '24년 47.3%로 장거리 비행 후 한국을 방문한 환자들도 피부과 방문
- **태국**: '23년 45.4% ▶ '24년 63.3% / **대만**: '23년 46.8% ▶ '24년 80.7%
- 우리나라에 방문한 환자들 중 피부과를 가장 많이 다녀간 국가들을 살펴보면 모두 피부과 방문 비중이 크게 증가함

'24년 주요 국적별 외국인 환자 수 1위 진료과목



주) 파란색은 환자 수 1위 진료과목이 피부과, 분홍색은 내과통합인 국가  
 주2) 내과통합 = 가정의학과, 일반내과 등 내과 11개과 통합  
 자료: 보건복지부, 키움증권 리서치센터

'23년 주요 국적별 외국인 환자 수 1위 진료과목



주) 파란색은 환자 수 1위 진료과목이 피부과, 분홍색은 내과통합인 국가  
 주2) 내과통합 = 가정의학과, 일반내과 등 내과 11개과 통합  
 자료: 보건복지부, 키움증권 리서치센터

## 우리나라: 폭발하는 외국인 관광객 러쉬, 목적지는 피부과

'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: 한국보건산업진흥원, 키움증권 리서치센터

'23년 국내 성형외과 외국인 환자 수 상위 5개국



자료: 한국보건산업진흥원, 키움증권 리서치센터

## 우리나라: 폭발하는 외국인 관광객 러쉬, 목적지는 피부과

### ◎ 내수 매출액 성장의 또 다른 축이자 잠재적 수출액 선행 지표, 방한 외국인 관광객

- 과거 특신 업종에서 경쟁 심화 ▶ 판가 인하 ▶ 밸류에이션 디레이팅의 흐름을 겪어본 적 있는 우리나라 중시 특성상, 현재의 피부 미용 산업에도 내수 침투율에 대한 걱정이 있었음
- 이에 대한 돌파구는 방한 외국인 관광객들로, 시술 장소가 우리나라라서 매출액은 내수로 분류되지만 시술 건수(Q)가 해외처럼 늘어나는 효과를 볼 수 있음
- 또한, 효과가 영구적이지 않아 관광객들이 본국으로 돌아가고 난 후에도 꾸준히 유지 시술을 받아야 함
- 그러므로 내수 매출액 성장 이후 시차를 두고 시술 장소가 해외로 바뀌면서 수출액이 늘어나 판가(P)와 시술 건수(Q)가 둘 다 늘어나는 효과도 기대 가능함

월간 외국인 의료 소비액 추이

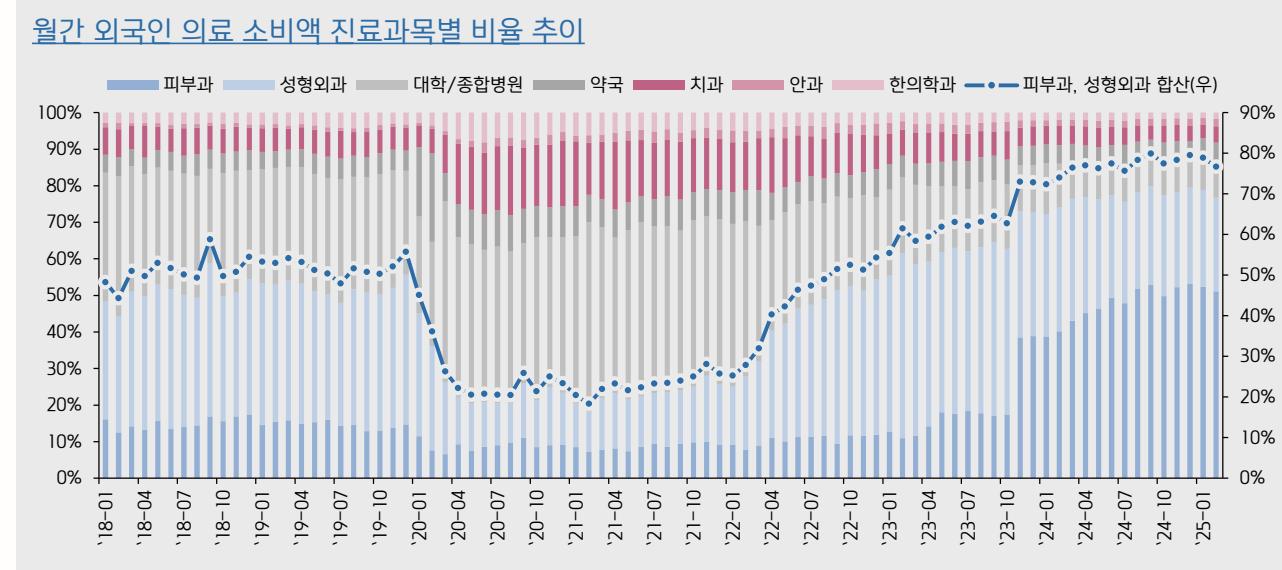


자료: 한국관광데이터랩, 키움증권 리서치센터

## 우리나라: 폭발하는 외국인 관광객 러쉬, 목적지는 피부과

### ◎ 외국인들이 우리나라에서 지불하는 의료 금액 중 8할이 피부과와 성형외과

- 외국인들이 우리나라에 들어오고 정말 아파서 병원을 가기보다 피부 미용 시술 목적으로 돈을 쓰고 있다는 것이 확인됨
- **피부과와 성형외과에서 결제되는 의료 비용이 전체 외국인들이 의료 비용으로 쓰는 총액에서 80%를 차지함**
- 코로나 이전 50% 수준을 뛰어넘어 K-뷰티가 입소문을 타고 대세가 되며 진료과목 슬림현상이 피부과와 성형외과로 일어남
- 피부과뿐만 아니라 성형외과에서도 피부 미용 제품들을 들여놔 연계 시술을 하는 경우가 있어 같이 추적 관찰하는 것이 필요

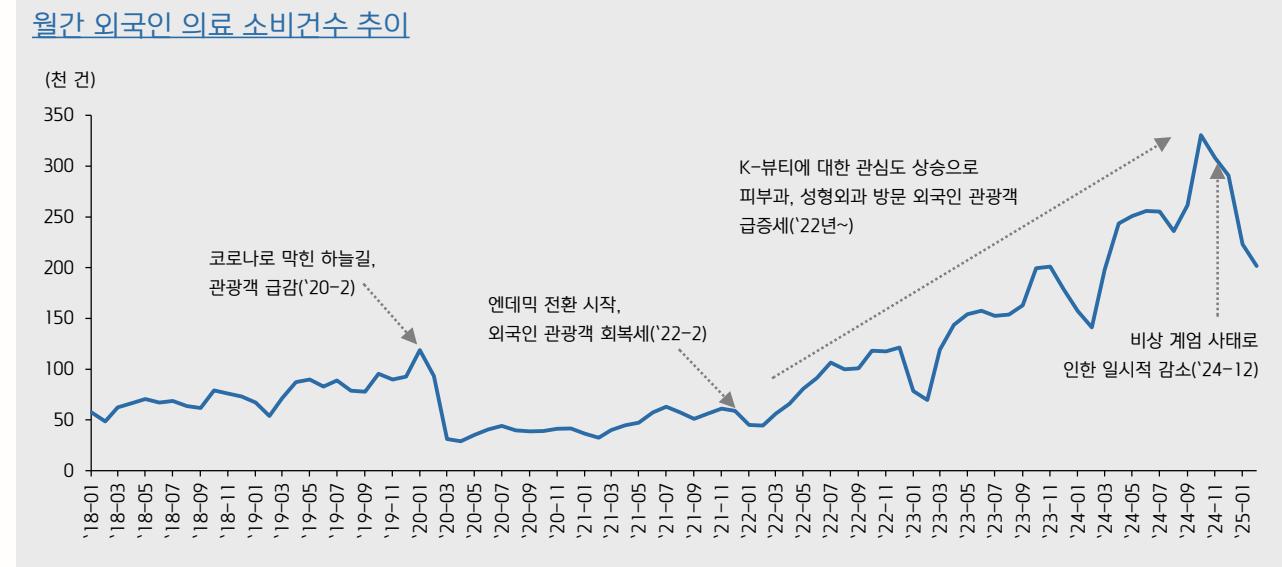


자료: 한국관광데이터랩, 키움증권 리서치센터

## 우리나라: 폭발하는 외국인 관광객 러쉬, 목적지는 피부과

### ◎ 당연히 외국인들의 국내 의료 소비건수도 늘어나는 양상

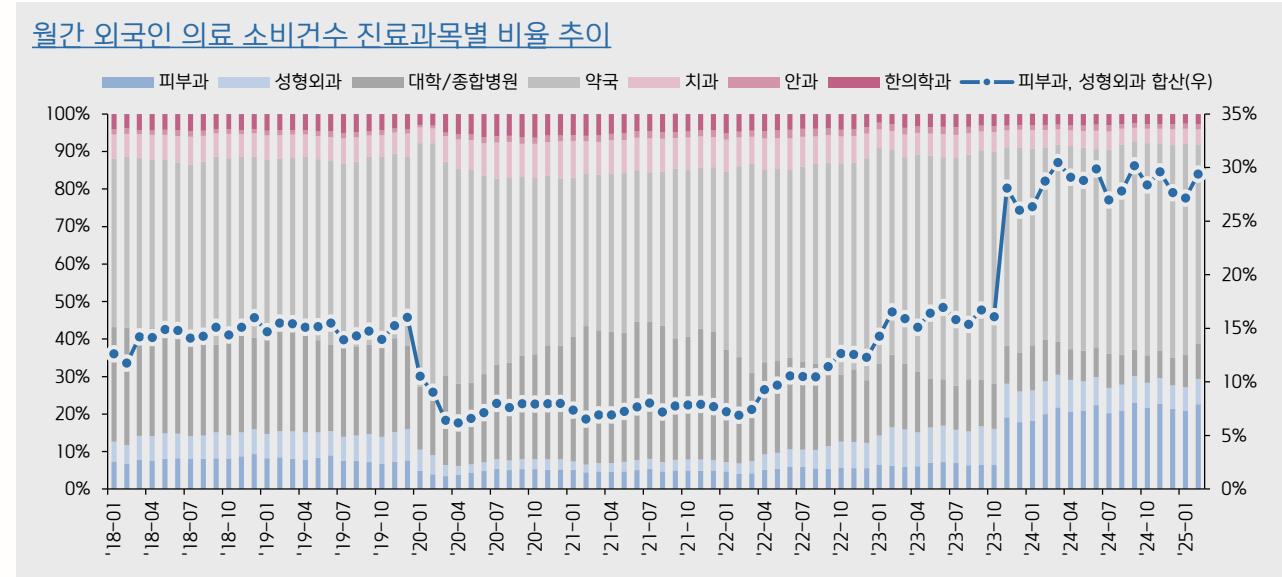
- 엔데믹 전환 이후 꾸준히 관광 활성화가 이뤄졌고, 이에 대한 소비건수(Q)도 증가함



자료: 한국관광데이터랩, 키움증권 리서치센터

## 우리나라: 폭발하는 외국인 관광객 러쉬, 목적지는 피부과

- ◎ 소비액과 소비건수 진료과목별 비율은 큰 차이가 있으나 미용 관광 성장에 문제가 생긴 것은 아님
  - 오히려 건수(Q)가 적은데도 불구하고 전체 금액이 크다는 것은 결제를 1번 할 때 외국인들이 지불하는 금액(P)이 크다는 뜻
  - 이는 큰 폭의 마진을 의료기기 업체들이 챙겨갈 수 있다는 구조가 형성되어 있음을 의미함



자료: 한국관광데이터랩, 키움증권 리서치센터

## 우리나라: 폭발하는 외국인 관광객 러쉬, 목적지는 피부과

### 외국인 환자 유치사업 주요 추진 경과

연도	주요 내용
2009	<ul style="list-style-type: none"> <li>- '의료법' 개정을 통해 외국인 환자 유치 허용           <ul style="list-style-type: none"> <li>)) 외국인 환자 유치기관 등록제도 도입</li> </ul> </li> <li>- 국제보건의료 전문인력 양성 교육과정 개설(의료통역, 병원국제마케팅)</li> </ul>
2010	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 제1회 'Medical Korea 2010' 개최</li> </ul>
2011	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 정부 간 협약에 근거한 국비환자 최초 유지(UAE)</li> </ul>
2012	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 몽골 의사 연수(한-몽 서울프로젝트) 실시</li> </ul>
2014	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 외국인 환자 불법브로커 신고센터 개설</li> <li>- 사우디 의사 유료 연수프로그램 개시</li> </ul>
2015	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 누적 외국인 환자 수 100만 명 돌파</li> <li>- '의료 해외진출 및 외국인 환자 유치 지원에 관한 법률' 제정('15-12) 및 시행('16-6)           <ul style="list-style-type: none"> <li>)) 유치기관 등록갱신제(3년) 도입, 의료사고배상책임보험 가입 의무화</li> </ul> </li> </ul>
2016	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 외국인 환자 종합지원창구 '메디컬코리아 지원센터' 개소(서울 명동)</li> <li>- 외국인 이용 및 성형 부가가치세 환급제도 시행</li> <li>- 제1회 의료통역능력 검정시험 시행</li> </ul>
2017	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 외국인 환자 유치 의료기관 평가 및 지정제도 시행</li> <li>- 외국인 환자 유치 수수료율 상한 고시 제정</li> </ul>
2018	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 메디컬코리아 의료관광 안내센터 개소(인천국제공항)</li> </ul>
2019	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 제10회 'Medical Korea 2019' 역대 최다 해외 참가(47개국, 2,331명)</li> </ul>
2020	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Medical Korea 한국의료 브랜드 선포</li> <li>- 외국의료인 온라인 연수(Medical Korea Academy) 시행</li> <li>- 감염병예방을 위해 외국인 환자 의료기관 격리 지침 시행</li> </ul>
2021	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 유치기관 질 제고 및 관리 감독 강화 위해 의료해외진출법 개정('21-12) 및 시행('21-12)</li> <li>- 누적 외국인 환자 수 300만 명 돌파</li> </ul>
2022	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 의료해외진출법 개정('22-12) 및 시행('22-12)</li> </ul>
2023	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 관계부처합동 '외국인 환자 유치 활성화 전략' 발표('23-5)</li> <li>- 외국인 환자 유치 역대 최고 실적 기록(60.6만 명)</li> </ul>
2024	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 외국인 환자 사전사후관리 절차 간소화 및 진료비와 유치수수료 실태조사를 위한 '의료해외진출법' 시행규칙 개정('24-7)</li> <li>- 외국인 환자 누적 실환자 505만 명, 누적 연 환자 1,114만 명 돌파</li> </ul>

자료: 보건복지부, 키움증권 리서치센터

## 미국: 힘들었던 에스테틱의 2024년, 올해 회복 기대

- ◎ 판가가 높고 시장 규모가 커서 기회의 땅으로 여겨졌던 미국, 2024년은 많이 힘들었으나 반전 시작 가능
- 대부분의 업체들이 미국 매출액이 '24년 YoY flat이거나 역성장하면서 부침을 겪었음
  - InMode의 경우 미국에서 고가의 EBD를 판매하면서 고금리로 인한 타격을 크게 받았고, “터널의 끝이 보이지 않는다”는 경영진의 코멘트가 이어질 정도로 어려웠던 상황
  - 유일하게 대웅제약-Evolus 진영은 오히려 미국 매출액 YoY +30% 성장과 더불어 '25년에도 비슷한 성장세를 유지할 수 있다고 자신감을 내비쳤음
  - '24년 레이저 장비 'NOUVAderm'(라비앙)을 미국에 런칭한 원텍도 '25년에는 미국 매출액 YoY +100% 성장을 목표로, 홍콩의 Sisram Medical도 미국 업황이 이전보다는 좋아질 것이라고 언급하며 서서히 미국 분위기가 긍정적으로 바뀌는 중

### 국내외 주요 피부 미용 업체 '24년 미국 사업 review

국가	업체명	주력 제품	미국 사업 내용
미국	AbbVie	Botox	'24년 'Botox' 매출액 YoY flat
미국	Evolus	Jeuveau(나보타)	'24년 'Jeuveau' 매출액 YoY +30% ▶ 25년 YoY +30% 성장세 유지 전망
스위스	Galderma	Dysport, Sculptra, Nemuluvio	'24년 전사 미국 매출액 YoY flat / 특신 'Dysport' 미국 시장 점유율 상승
미국	InMode	Morpheus 8, Forma	미국 장비 대여 금리 높아서 업황 불확실 ▶ 터널의 끝이 보이지 않을 정도로 어려움
미국	Bausch Health (Solta Medical)	Thermage	4Q24 미국 매출액 \$9.7M ▶ 별다른 미국 업황 코멘트 X
홍콩	Sisram Medical	Soprano Titanium, Alma Pro	'24년 전사 북미 매출액 YoY -12.4% ▶ 25년 미국 업황은 이전보다 낙관적으로 변경 가능
한국	클래시스	슈링크 유니버스, 볼뉴머	4Q24 미국 시장 진출
한국	휴젤	보툴렉스(Letybo)	3Q24 미국 향초도 선적 ▶ 1H25 내 미국 정식 런칭 예정
한국	파마리서치	리쥬란	'25년 2월 미국 MedSpa와 화장품 형태 '리쥬란' 계약 체결
한국	원텍	NOUVAderm(라비앙)	'25년 미국 매출액 YoY +100% 이상 성장 가능
한국	비올	실펌 X	'24년 미국 매출액 YoY -20.2%
한국	대웅제약	나보타	4Q24 '나보타' 수출액 YoY +69.2%

자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

## 미국: 가장 큰 문제는 관세

- ◎ 의약품 품목별 관세 추가 적용 가능성 남아있는 상황, 2Q25 선제적인 물량 출하 시간 두고 점검 필요
- 의료기기도 정확한 가이드라인 없었지만 관세 적용될 가능성 존재
  - 실제로 미국에서 미용 시술 건수 증가를 이끌고 있는 MedSpa 유통업을 하는 홈페이지 등에서는 “적용될 수도 있는 관세에 대비해 미리 (특신 등의) 재고를 쌓아둔는 형태의 선제적인 조치를 취할 필요가 있다”는 보고서들이 발간된 바 있음
    - ▶ 우리나라 업체들도 선제적인 물량을 4월에 선적했는지 관세청 수출 데이터, 2Q25 실적 업데이트 통해 점검할 필요성 대두
  - 특신의 대명사로 불리는 AbbVie(Allergan Aesthetics)의 ‘Botox’는 대부분 아일랜드 Westport 지역에 있는 공장에서 제조됨
  - 아일랜드 의약품 수출량이 '25년 1월 9.4억 유로(YoY +129.3%, MoM +193.8%)의 엄청난 수치를 기록한 것은 잠재적인 관세에 대한 선제적인 재고 축적 의도로 추정 가능
  - 유럽 제약사 2개사가 3월 중순부터 최대한 많은 의약품을 미국으로 보내고 있다는 인터뷰도 익명으로 진행됨
  - 세부사항은 공개하지 않았으나 UPS, DHL 등 글로벌 운송사들이 의약품 항공 운송이 늘었다는 코멘트들도 있는 상황

특신 브랜드별 제조 공장 지역

제조사	브랜드명	공장 위치
AbbVie (Allergan Aesthetics)	Botox	아일랜드 Westport
Ipsen	Dysport	영국 Wrexham
Merz Aesthetics	Xeomin	독일 Frankfurt
대웅제약	나보타(Jeuveau)	충북 청주시
휴젤	Letybo	강원 춘천시
Crown Labs (Revance Therapeutics)	Daxxify	미국 California

자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

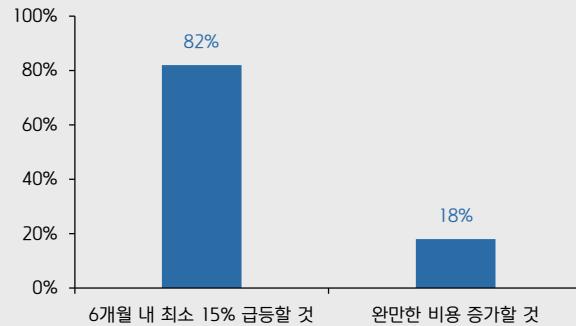
급증한 아일랜드의 의약품 수출량



자료: Reuters, 키움증권 리서치센터

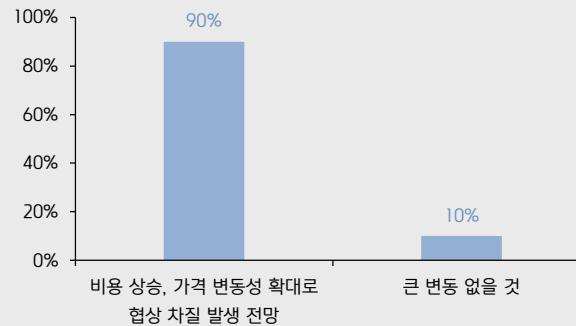
## 미국: 가장 큰 문제는 관세

관세로 인한 의료 비용 상승 예상 응답 비율



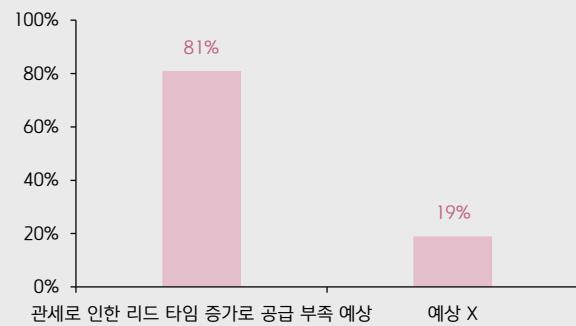
주) 응답자 수 200명(헬스케어 공급망 종사자, 제약사 경영진, 의료기기 업체 등)  
자료: Black Book Research

비용 상승 관련 조달 협상 응답 비율



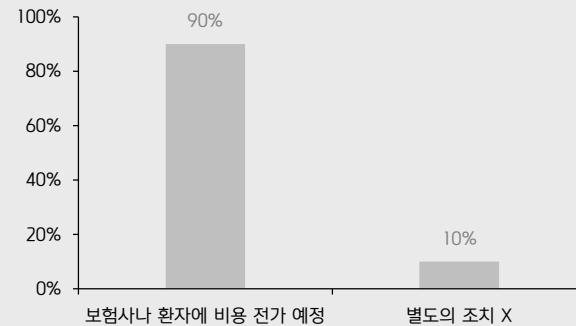
주) 응답자 수 200명(헬스케어 공급망 종사자, 제약사 경영진, 의료기기 업체 등)  
자료: Black Book Research

의료기기 공급 부족 현상 예상 응답 비율



주) 응답자 수 200명(헬스케어 공급망 종사자, 제약사 경영진, 의료기기 업체 등)  
자료: Black Book Research

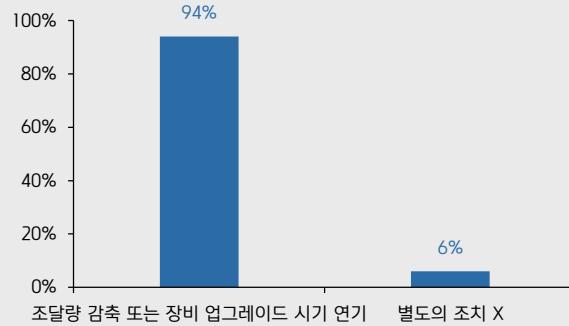
관세로 인해 오른 의료 전가 응답 비율



주) 응답자 수 200명(헬스케어 공급망 종사자, 제약사 경영진, 의료기기 업체 등)  
자료: Black Book Research

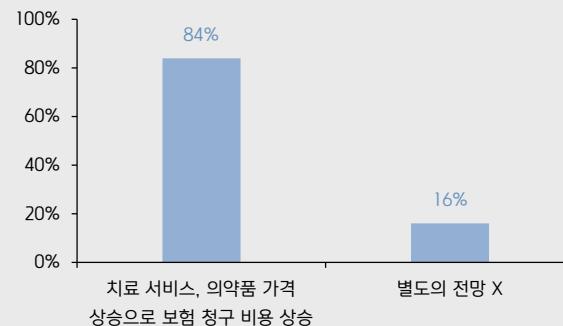
## 미국: 가장 큰 문제는 관세

관세로 인한 재정 압박 관련 병원 경영 응답 비율



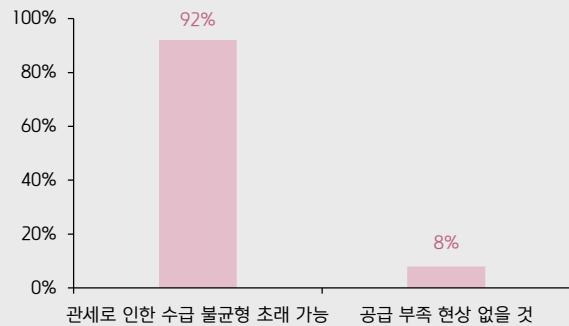
주) 응답자 수 200명(헬스케어 공급망 종사자, 제약사 경영진, 의료기기 업체 등)  
자료: Black Book Research

관세로 인한 보험 청구 비용 증가 응답 비율



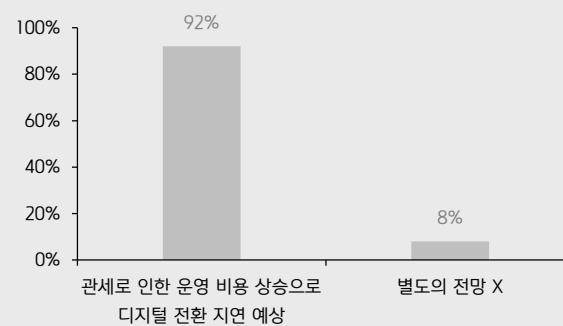
주) 응답자 수 200명(헬스케어 공급망 종사자, 제약사 경영진, 의료기기 업체 등)  
자료: Black Book Research

의약품 수급 불균형 예상 응답 비율



주) 응답자 수 200명(헬스케어 공급망 종사자, 제약사 경영진, 의료기기 업체 등)  
자료: Black Book Research

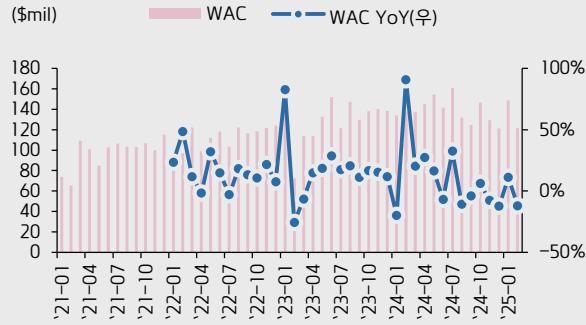
의료 디지털 전환 프로젝트 지역 응답 비율



주) 응답자 수 200명(헬스케어 공급망 종사자, 제약사 경영진, 의료기기 업체 등)  
자료: Black Book Research

## 미국: 주요 특신별 미국 월간 도매 처방 데이터

## Allergan의 'Botox' 월간 기관 처방 데이터

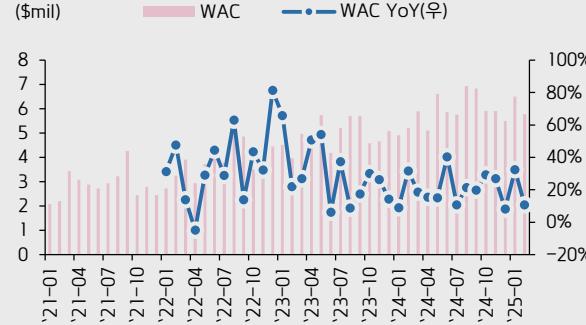


주) Botox + Botox Cosmetics 합산

주2) WAC 기준

자료: Symphony Health, 키움증권 리서치센터

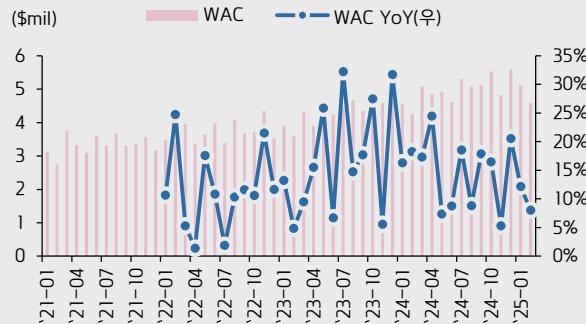
## Merz의 'Xeomin' 월간 기관 처방 데이터



주) WAC 기준

자료: Symphony Health, 키움증권 리서치센터

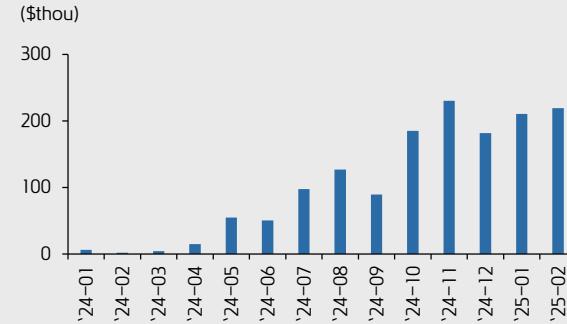
## Galderma의 'Dysport' 월간 기관 처방 데이터



주) WAC 기준

자료: Symphony Health, 키움증권 리서치센터

## Crown Labs의 'Daxxify' 월간 기관 처방 데이터

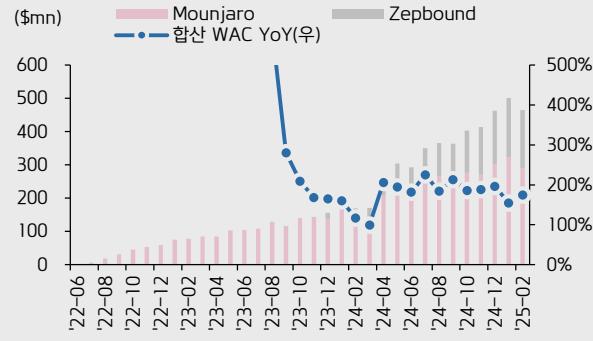


주) WAC 기준

자료: Symphony Health, 키움증권 리서치센터

## 미국: 주요 미국 비만 치료제 월간 도매 처방 데이터

## Tirzepatide 월간 미국 기관 처방액 데이터

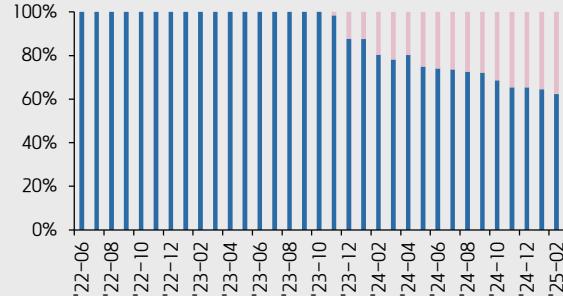


주) WAC 기준

자료: Symphony Health, 키움증권 리서치센터

## Tirzepatide 계열 내 제품별 점유율 추이

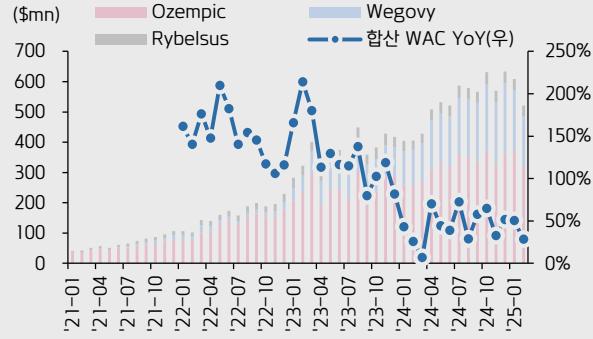
■ Mounjaro 비중 ■ Zepbound 비중



주) WAC 기준

자료: Symphony Health, 키움증권 리서치센터

## Semaglutide 월간 미국 기관 처방액 데이터

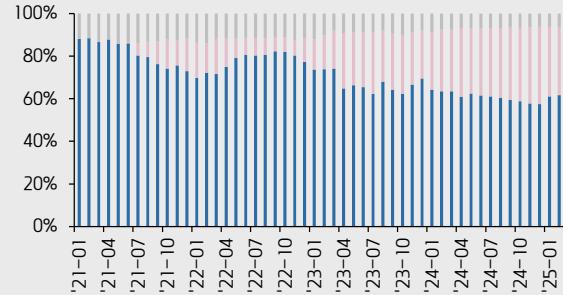


주) WAC 기준

자료: Symphony Health, 키움증권 리서치센터

## Semaglutide 계열 내 제품별 점유율 추이

■ Ozempic 비중 ■ Wegovy 비중 ■ Rybelsus 비중



주) WAC 기준

자료: Symphony Health, 키움증권 리서치센터

### III. 기업 분석

#### ▶ 파마리서치(214450)

- 비싼 것의 단점은 비싸다는 것뿐

Buy(Maintain)

목표주가 400,000원

#### ▶ 원텍(336570)

- 국내 회복, 해외 폭발

Buy(Maintain)

목표주가 10,000원

#### ▶ 비올(335890)

- 승소를 뒤로 하고 펀더멘탈 개선에 기대

Buy(Maintain)

목표주가 12,000원

#### ▶ 메디톡스(086900)

- 2분기의 수출, 허가 획득, 공장 가동 주목

Buy(Maintain)

목표주가 190,000원

#### ▶ 휴젤(145020)

- 중국과 한국은 날씨 맑음, 미국은 맑을 수도

Buy(Maintain)

목표주가 430,000원

Buy (Maintain)

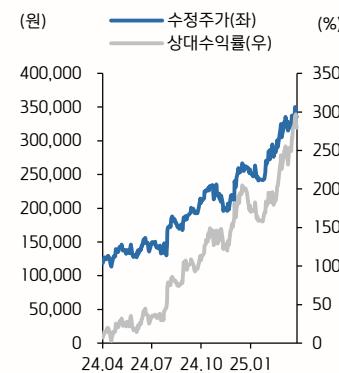
## 파마리서치(214450): 비싼 것의 단점은 비싸다는 것뿐

의료기기 Analyst 신민수 alstn0527@kiwoom.com

목표주가: 400,000원

주가(4/7): 312,000원

KOSDAQ (4/7)	651.30pt
시가총액	32,790억 원
52주 주가동향	최고가 최저가 350,000원 110,700원
최고/최저가대비	-10.9% 181.8%
주가수익률	절대 상대 1M 2.3% 14.3% 6M 50.0% 79.2% 1Y 181.8% 272.4%
발행주식수	10,510천주
일평균 거래량(3M)	105천주
외국인 지분율	16.0%
배당수익률(25E)	0.3%
BPS(25E)	58,648원
주요 주주	정상수 외 8인 38.2%



## ◎ '리쥬란'이 이끄는 성장세 유지 전망

- **1025 매출액 1,089억(YoY +45.8%), 영업이익 443억 원(YoY +66.2%, 영업이익률 40.7%)** 추정
- 의료 관광 내수 성장세와 더불어 해외에서의 트렌드도 꾸준히 좋아지고 있어 높은 수준의 성장을 예상 가능
- '25년 3월부터 새롭게 시작하는 TV 광고는 1Q25~2Q25에 비용으로 반영되겠으나 오래 되었던 광고를 새롭게 바꾸는 이미지 개선 효과 불러 일으킬 것으로 전망

## ◎ 진짜 잘 크는 아시아, 2H25부터 시동 걸 유럽, 화장품으로 진출하는 미국

- **'25년 매출액 4,682억(YoY +33.7%), 영업이익 1,788억(YoY +41.8%, OPM 38.2%)** 전망
- 중국, 싱가포르, 태국, 일본, 인도네시아 등 여러 아시아 국가에서 꾸준히 의료기기 '리쥬란' 성장 중
- **2H25 유럽 사업 본격 사업 개발 기대, Laseraway향 미국 화장품 매출액 '25년 60억 ▶ '26년 190억으로 전망**

## ◎ 투자의견 Buy 유지, 목표주가 40만 원으로 상향하며 커버리지 내 최선호주 제시

- **'25년 EPS 전망치 13,306원에 목표 PER 30배를 적용하여 목표주가 40만 원 제시(기준 대비 +21.2% 상향)**
- 방한 외국인 관광객 효과로 60%에 달하는 내수 매출 비중이 더는 별류에이션 별목을 붙잡는 요인이 아니게 됨
- **외국인 시술 건수 증가로 성장한 내수 매출액은 시차를 두고 수출 성장**으로 이어질 수 있음
- 향후 자체 개발 HIFU 장비 출시 등으로 기존 '리쥬란'과의 시술 시너지 창출 가능

(원)	수정주가(좌) 상대수익률(우)	(%)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
400,000			261.0	350.1	468.2	574.3	708.1
350,000			92.3	126.1	178.8	232.7	298.5
300,000			104.3	139.7	192.6	244.7	309.0
250,000			100.7	115.8	199.9	258.7	331.3
200,000			77.3	88.9	155.5	201.3	257.8
150,000			76.6	92.0	155.5	201.3	257.8
100,000			7,481	8,608	13,306	17,226	22,059
50,000			86.4	15.1	54.6	29.5	28.1
0			PER(배)	30.5	25.2	19.5	15.2
0			PBR(배)	2.61	5.69	5.72	4.47
0			EV/EBITDA(배)	9.9	18.2	16.4	12.0
0			영업이익률(%)	35.4	36.0	38.2	40.5
0			ROE(%)	19.7	18.9	25.4	25.7
0			순차입금비율(%)	-27.5	-42.5	-55.4	-67.9
0							-79.4

자료: 키움증권 리서치센터

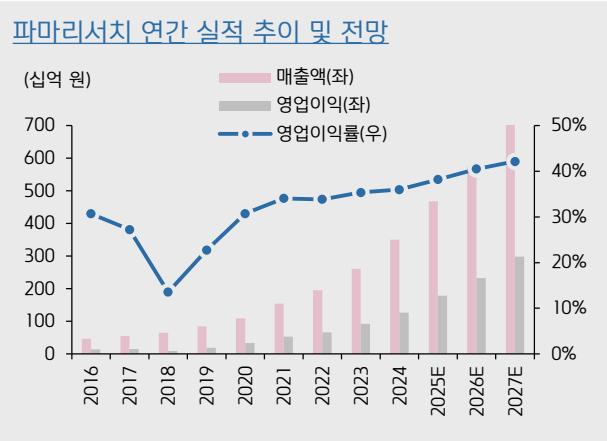
## 파마리서치(214450): 비싼 것의 단점은 비싸다는 것뿐

## 파마리서치 실적 추이 및 전망

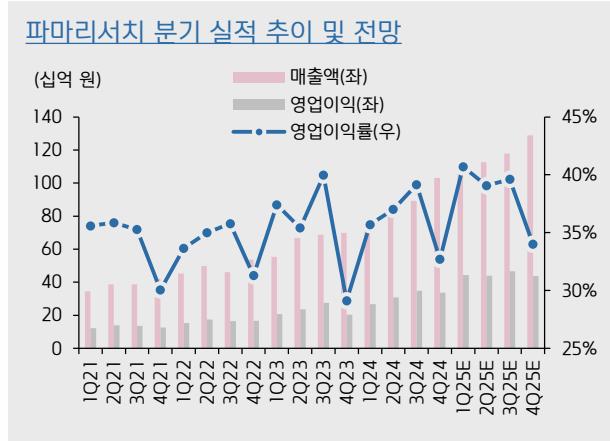
(단위: 십억 원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
<b>매출액</b>	<b>74.7</b>	<b>83.1</b>	<b>89.2</b>	<b>103.1</b>	<b>108.9</b>	<b>112.6</b>	<b>117.8</b>	<b>128.9</b>	<b>350.1</b>	<b>468.2</b>	<b>574.3</b>
YoY	34.8%	24.4%	29.7%	47.3%	45.8%	35.5%	32.1%	25.0%	34.1%	33.7%	22.7%
<b>의약품</b>	<b>16.3</b>	<b>17.9</b>	<b>16.1</b>	<b>14.2</b>	<b>17.8</b>	<b>18.7</b>	<b>19.5</b>	<b>17.8</b>	<b>64.5</b>	<b>73.8</b>	<b>80.9</b>
내수	10.1	9.4	10.0	8.7	10.8	10.0	10.9	10.0	38.2	41.7	41.2
수출	6.2	8.5	6.1	5.5	7.0	8.7	8.6	7.8	26.3	32.1	39.7
<b>의료기기</b>	<b>38.4</b>	<b>43.0</b>	<b>50.7</b>	<b>61.5</b>	<b>65.1</b>	<b>64.2</b>	<b>66.9</b>	<b>76.2</b>	<b>193.5</b>	<b>272.4</b>	<b>336.1</b>
내수	28.1	31.4	36.0	41.9	40.1	42.0	43.5	50.0	137.4	175.6	221.9
수출	10.3	11.6	14.7	19.6	25.0	22.2	23.4	26.2	56.2	96.8	114.2
<b>화장품</b>	<b>17.7</b>	<b>19.9</b>	<b>16.9</b>	<b>23.2</b>	<b>23.3</b>	<b>26.7</b>	<b>28.3</b>	<b>31.3</b>	<b>77.7</b>	<b>109.6</b>	<b>144.1</b>
내수	8.2	8.6	5.9	8.8	8.7	9.5	10.0	10.8	31.4	39.0	43.5
수출	9.5	11.3	11.1	14.5	14.6	17.2	18.3	20.5	46.3	70.6	100.6
<b>기타</b>	<b>2.3</b>	<b>2.3</b>	<b>5.5</b>	<b>4.2</b>	<b>2.7</b>	<b>3.0</b>	<b>3.1</b>	<b>3.5</b>	<b>14.3</b>	<b>12.4</b>	<b>13.2</b>
내수	2.3	2.3	5.0	4.4	2.6	2.8	3.0	3.3	14.0	11.8	12.6
수출	0.0	0.0	0.5	-0.2	0.1	0.2	0.1	0.2	0.3	0.6	0.6
<b>매출원가</b>	<b>22.9</b>	<b>23.9</b>	<b>24.6</b>	<b>27.4</b>	<b>28.6</b>	<b>30.3</b>	<b>31.7</b>	<b>33.5</b>	<b>98.9</b>	<b>124.1</b>	<b>148.7</b>
매출원가율	30.7%	28.7%	27.6%	26.6%	26.2%	26.9%	26.9%	26.0%	28.2%	26.5%	25.9%
<b>매출총이익</b>	<b>51.8</b>	<b>59.2</b>	<b>64.6</b>	<b>75.7</b>	<b>80.3</b>	<b>82.3</b>	<b>86.1</b>	<b>95.4</b>	<b>251.2</b>	<b>344.1</b>	<b>425.6</b>
매출총이익률	69.3%	71.3%	72.4%	73.4%	73.8%	73.1%	73.1%	74.0%	71.8%	73.5%	74.1%
<b>판매비와관리비</b>	<b>25.1</b>	<b>28.5</b>	<b>29.6</b>	<b>42.0</b>	<b>36.0</b>	<b>38.3</b>	<b>39.5</b>	<b>51.6</b>	<b>125.2</b>	<b>165.3</b>	<b>192.9</b>
판관비율	33.6%	34.3%	33.2%	40.7%	33.1%	34.0%	33.5%	40.0%	35.8%	35.3%	33.6%
<b>영업이익</b>	<b>26.7</b>	<b>30.8</b>	<b>34.9</b>	<b>33.7</b>	<b>44.3</b>	<b>44.0</b>	<b>46.7</b>	<b>43.8</b>	<b>126.1</b>	<b>178.8</b>	<b>232.7</b>
YoY	28.6%	30.1%	27.0%	65.4%	66.2%	43.0%	33.6%	30.0%	36.6%	41.8%	30.2%
영업이익률	35.7%	37.0%	39.1%	32.7%	40.7%	39.1%	39.6%	34.0%	36.0%	38.2%	40.5%
<b>당기순이익</b>	<b>18.3</b>	<b>28.7</b>	<b>25.5</b>	<b>16.4</b>	<b>38.5</b>	<b>38.2</b>	<b>40.8</b>	<b>38.0</b>	<b>88.9</b>	<b>155.5</b>	<b>201.3</b>
YoY	-0.1%	89.1%	-9.5%	5.5%	110.3%	32.9%	60.0%	131.5%	15.1%	74.8%	29.5%
당기순이익률	24.5%	34.6%	28.6%	15.9%	35.3%	33.9%	34.7%	29.5%	25.4%	33.2%	35.0%

자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

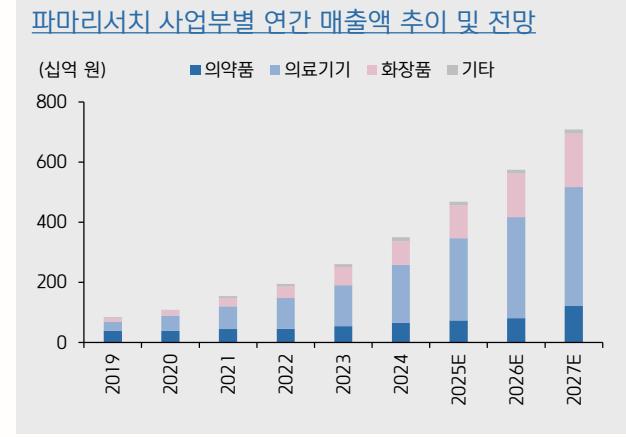
## 파마리서치(214450): 비싼 것의 단점은 비싸다는 것뿐



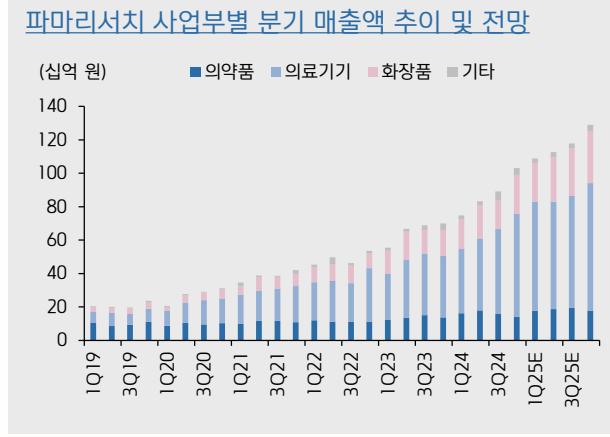
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

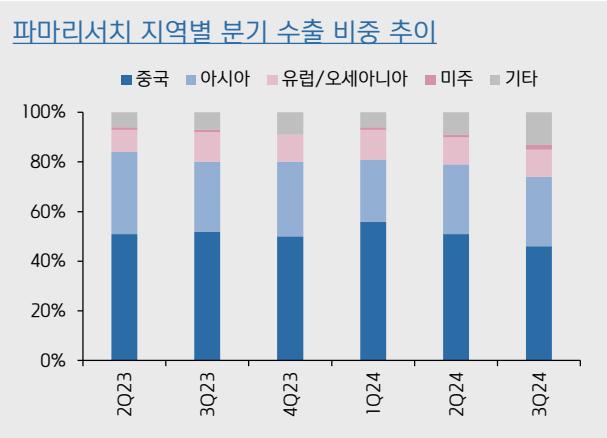


자료: 파마리서치, 키움증권 리서치센터

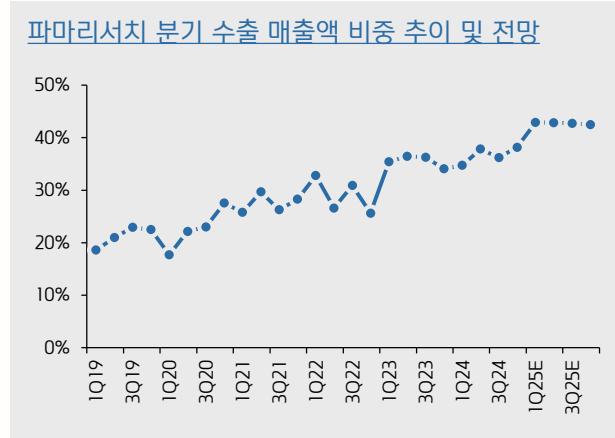


자료: 파마리서치, 키움증권 리서치센터

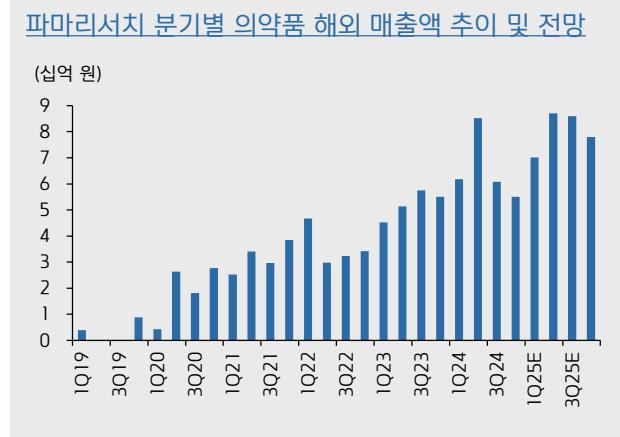
## 파마리서치(214450): 비싼 것의 단점은 비싸다는 것뿐



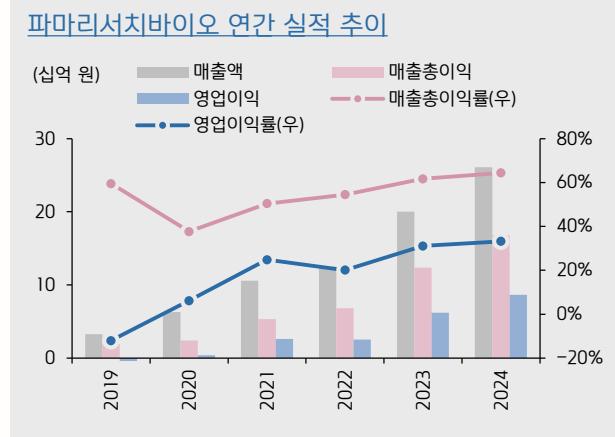
자료: 파마리서치, 키움증권 리서치센터



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터



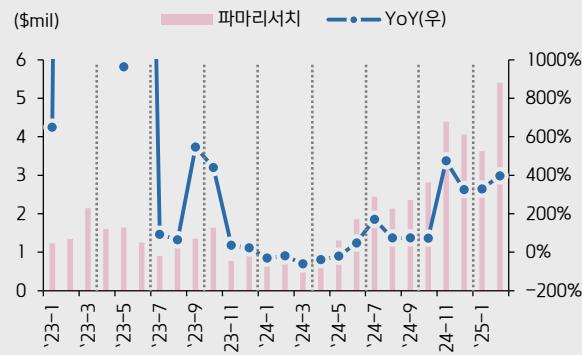
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터



자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

## 파마리서치(214450): 비싼 것의 단점은 비싸다는 것뿐

강원도 강릉시 필러 월간 관세청 수출 데이터



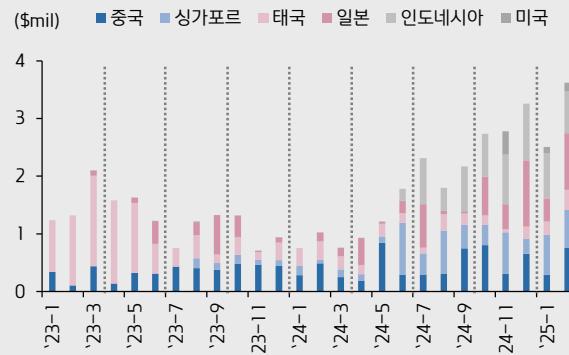
주) 파마리서치 추정, HS 코드: 3304.99.9000  
자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

'리쥬란' 구글 트렌드 지수와 파마리서치 시가총액



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

강원도 강릉시 주요 국가별 필러 관세청 수출 데이터



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

시가총액과 높은 상관계수 보인 구글 트렌드 지수

기간	구글 트렌드 지수와 시가총액 간의 상관계수	3개월 지연시킨 두 지표 간의 상관계수
2021~현재	0.9043	0.9303
2022~현재	0.9031	0.9447
2023~현재	0.8920	0.9435
2024~현재	0.8420	0.6899

자료: Google Trends, FnGuide, 키움증권 리서치센터

## 파마리서치(214450): 비싼 것의 단점은 비싸다는 것뿐

### 파마리서치바이오 톡신 CAPA 증설



자료: 파마리서치바이오, 키움증권 리서치센터

### 파마리서치 목표주가 산정 내용

2025년 EPS 전망치	13,306원
목표 PER	30배
목표 주가	399,189원
조정	400,000원
현재 주가	312,000원
상승 여력	28.2%

자료: 키움증권 리서치센터

### 파마리서치 시가총액 추이 분석



주) 파마리서치 추정, HS 코드: 3304.99.9000

자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

### 파마리서치 12개월 선행 PER 추이



자료: FnGuide, 파마리서치, 언론보도, 키움증권 리서치센터

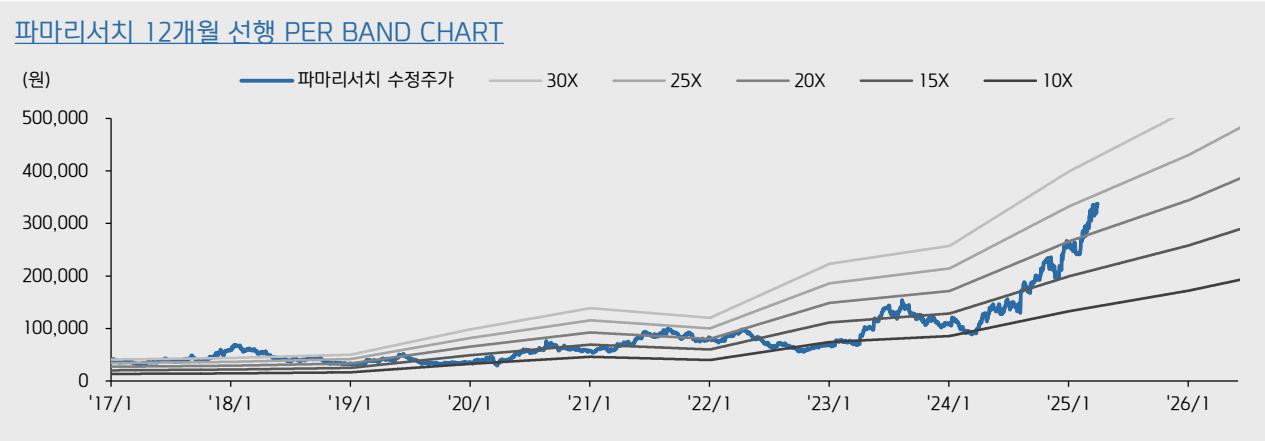
## 파마리서치(214450): 비싼 것의 단점은 비싸다는 것뿐

## 파마리서치 '리쥬란' 품목 해외 인허가 획득 국가

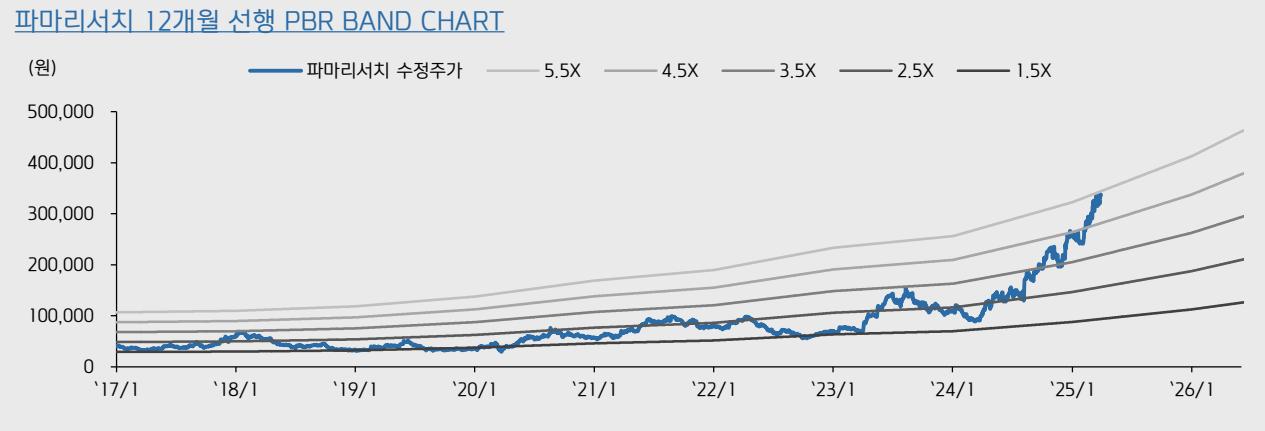
대륙	아시아	유럽 및 오세아니아	아메리카	중동
국가명	싱가포르(4Q17)	우크라이나	칠레	UAE(3Q24)
	말레이시아(1Q18)	벨라루스	멕시코	
	인도네시아(1Q19)	리투아니아		
	중국*(1Q20)	튀르키예		
	태국(3Q22)	호주(3Q23)		
	베트남	뉴질랜드		
	카자흐스탄	체코(3Q24)		
	필리핀	덴마크(3Q24)		
	대만(3Q24)	스웨덴(3Q24)		
		핀란드(3Q24)		
		노르웨이(3Q24)		
		불가리아(4Q24)		
		알바니아(4Q24)		
		유럽 MDR(4Q24)		

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

## 파마리서치(214450): 비싼 것의 단점은 비싸다는 것뿐



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

## 파마리서치(214450) 재무제표

## 프괄손익계산서

12월 결산, IFRS 연결						(단위: 십억 원)
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액	261.0	350.1	468.2	574.3	708.1	
매출원가	70.8	98.9	124.1	148.7	183.6	
매출총이익	190.3	251.2	344.1	425.6	524.4	
판권비	98.0	125.2	165.3	192.9	225.9	
영업이익	92.3	126.1	178.8	232.7	298.5	
EBITDA	104.3	139.7	192.6	244.7	309.0	
영업외손익	8.4	-10.2	21.1	26.0	32.8	
이자수익	7.4	10.2	13.7	18.6	25.4	
이자비용	3.0	4.6	4.6	4.6	4.6	
외환영향이익	1.5	6.7	5.1	5.1	5.1	
외환영향손실	1.9	1.7	1.4	1.4	1.4	
증속 및 관계기업손익	0.7	6.0	0.5	0.5	0.5	
기타	3.7	-26.8	7.8	7.8	7.8	
법인세차감전이익	100.7	115.8	199.9	258.7	331.3	
법인세비용	23.4	26.9	44.4	57.4	73.6	
계속사업주손익	77.3	88.9	155.5	201.3	257.8	
당기순이익	77.3	88.9	155.5	201.3	257.8	
자체주주손이익	76.6	92.0	155.5	201.3	257.8	
증감률 및 수익성 (%)						
매출액 증감률	34.0	34.1	33.7	22.7	23.3	
영업이익 증감률	40.0	36.6	41.8	30.1	28.3	
EBITDA 증감률	36.3	33.9	37.9	27.1	26.3	
자체주주손이익 증감률	88.8	20.1	69.0	29.5	28.1	
EPS 증감률	86.4	15.1	54.6	29.5	28.1	
매출액이익률(%)	72.9	71.8	73.5	74.1	74.1	
영업이익률(%)	35.4	36.0	38.2	40.5	42.2	
EBITDA Margin(%)	40.0	39.9	41.1	42.6	43.6	
자체주주손이익률(%)	29.3	26.3	33.2	35.1	36.4	

## 현금흐름표

12월 결산, IFRS 연결						(단위: 십억 원)
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
영업활동으로부터의 현금흐름	64.9	138.1	177.3	240.8	322.1	
당기순이익	77.3	88.9	155.5	201.3	257.8	
비현금항목의 감소	27.8	61.0	62.0	68.3	76.1	
유형자산감가상각비	8.4	9.8	10.1	9.0	8.1	
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	48.2	56.3	65.6	
영업활동으로부터의 증감률	-30.7	0.4	-4.9	14.7	41.0	
매출채권 및 기타채권의 감소	-0.3	-5.2	-14.3	-12.9	-16.2	
재고자산의 감소	-28.2	-11.9	-19.3	-17.4	-21.9	
매입채무 및 기타채무의 증가	-0.3	15.9	26.9	45.1	79.3	
기타	-1.9	1.6	1.8	-0.1	-0.2	
기타현금흐름	-9.5	-12.2	-35.3	-43.5	-52.8	
투자활동으로부터의 현금흐름	-44.7	-225.5	-22.8	-23.5	-24.2	
유형자산의 취득	-12.1	-36.4	0.0	0.0	0.0	
무형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
투자자산의 순취득	-0.6	-2.3	0.0	0.0	0.0	
투자자산의 순처분(증가)	-57.9	14.9	1.6	1.6	1.6	
단기금융자산의 감소(증가)	18.2	-191.7	-14.3	-15.0	-15.8	
기타	7.7	-10.0	-10.1	-10.1	-10.0	
제무활동으로부터의 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 증가	-5.7	98.1	140.1	204.9	285.4	
기초현금 및 현금성자산	72.9	67.2	165.3	305.4	510.4	
기말현금 및 현금성자산	67.2	165.3	305.4	510.4	795.8	

자료: 키움증권 리서치센터



## 재무상태표

12월 결산, IFRS 연결						(단위: 십억 원)
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
유동자산	256.5	554.5	742.7	993.2	1,332.7	
현금 및 현금성자산	67.2	165.3	305.4	510.4	795.8	
단기금융자산	94.4	286.1	300.4	315.4	331.1	
매출채권 및 기타채권	34.7	42.5	56.9	69.7	86.0	
재고자산	50.2	57.3	76.7	94.0	115.9	
기타유동자산	10.0	3.3	3.3	3.7	3.9	
비유동자산	278.8	301.2	285.8	272.2	260.2	
투자자산	103.0	88.2	86.6	85.0	83.5	
유형자산	123.1	147.3	137.2	128.1	120.1	
무형자산	32.0	33.4	29.7	26.7	24.3	
기타비유동자산	20.7	32.3	32.3	32.4	32.3	
자산총계	555.3	855.7	1,028.5	1,265.4	1,592.8	
유동부채	65.9	82.8	109.8	154.9	234.1	
매입채무 및 기타채무	19.0	40.2	67.1	112.2	191.5	
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	313.2	358.3	437.6	
자본지분	433.1	539.4	685.3	877.0	1,125.2	
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	487.1	677.0	923.3	
비자본지분	29.1	30.0	30.0	30.0	30.0	
자본총계	462.2	569.4	715.4	907.1	1,155.3	
투자지표						
12월 결산, IFRS 연결						(단위: 원, 배, %)
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
주당지급원(원)						
EPS	7,481	8,608	13,306	17,226	22,059	
BPS	41,966	46,161	58,648	75,055	96,295	
CFPS	10,268	14,022	18,613	23,075	28,575	
DPS	950	1,100	1,100	1,100	1,100	
주가배수(배)						
PER	14.6	30.5	25.2	19.5	15.2	
PER(최고)	21.1	31.4	26.8			
PER(최저)	8.7	10.1	17.5			
PBR	2.61	5.69	5.72	4.47	3.48	
PBR(최고)	3.77	5.85	6.08			
PBR(최저)	1.55	1.88	3.98			
PSR	4.29	8.02	8.37	6.83	5.54	
PCFR	10.7	18.7	18.0	14.5	11.7	
EV/EBITDA	9.9	18.2	16.4	12.0	8.5	
주요비율(%)						
배당성향(%, 보통주, 현금)	12.5	12.8	7.4	5.7	4.4	
배당수익률(%, 보통주, 현금)	0.9	0.4	0.3	0.3	0.3	
ROA	15.2	12.8	16.5	17.6	18.0	
ROE	19.7	18.9	25.4	25.8	25.7	
ROIIC	36.0	42.0	64.8	91.5	146.3	
매출채권회전율	7.5	9.1	9.4	9.1	9.1	
재고자산회전율	7.0	6.5	7.0	6.7	6.7	
부채비율	15.8	50.3	43.8	39.5	37.9	
순자기부채비율	-27.5	-42.5	-55.4	-67.9	-79.4	
이자부채비율(현금)	30.9	27.2	38.6	50.2	64.4	
총자기금	34.3	209.5	209.5	209.5	209.5	
순자기금	-127.3	-241.9	-396.3	-616.3	-917.5	
NOPLAT	104.3	139.7	192.6	244.7	309.0	
FCF	42.7	67.4	148.0	207.7	283.7	

## 원텍(336570): 국내 회복, 해외 폭발

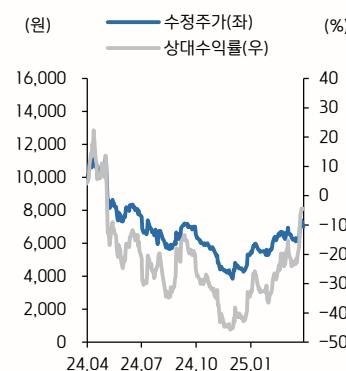
Buy (Maintain)

의료기기 Analyst 신민수 alstn0527@kiwoom.com

목표주가: 10,000원

주가(4/7): 6,990원

KOSDAQ (4/7)	651.30pt
시가총액	6,245억 원
52주 주가동향	최고가 최저가 11,570원 3,860원
최고/최저가대비	-39.6% 81.1%
주가수익률	절대 상대 1M 11.8% 25.0% 6M 6.4% 27.1% 1Y -27.7% -4.5%
발행주식수	89,341천주
일평균 거래량(3M)	1,022천주
외국인 지분율	3.1%
배당수익률(25E)	0.7%
BPS(25E)	1,870원
주요 주주	김종원 외 21인 52.4%



- ◎ 잘 나가는 태국은 여전히 잘 나가고, 부진했던 내수, 브라질, 미국 등 회복세 진입
  - 1Q25 매출액 320억(YoY +41.9%), 영업이익 115억 원(YoY +73.7%, 영업이익률 36.0%) 추정
  - 1Q24 해외 직판 체제 전환으로 인한 연결-별도 재무제표 차이, 국내 영업 부진의 낮은 기저에서 회복 성장 예상
  - 국내 RF 장비 누적 판매 대수 1,018대로 QoQ +3% 성장, 2Q24~4Q24에 부진했던 내수 장비 성장 회복 성공
  - 여전히 잘 나가는 태국 '25년 매출액 200억 원(YoY +8.2%) 전망, 브라질 '25년 140억(YoY +12.8%) 회복 전망
- ◎ 2Q25 중국 기술이전 수익 80억 반영과 영업 개선, '25년 OPM 36.3%, NPM 29.5% 전망
  - '25년 매출액 1,505억(YoY +30.6%), 영업이익 547억(YoY +57.2%, OPM 36.3%) 전망
  - '24년 9월 중국 SBT와의 레이저 장비 관련 JV 설립 계약 체결 당시, 2Q25 2,000만 원/안(약 80억 원) 수령 예정
  - 미국 관세 영향 없고, 파트너사로부터 기존 발주 물량 넘는 주문 통해 미국 매출액 120억(YoY +100%) 성장 가능
  - 브라질 장기 미수 채권 회수 4월 중으로 마감되며 대손상각비 이슈 향후 없을 예정
- ◎ 투자의견 Buy 유지, 목표주가 1만 원으로 상향하며 커버리지 내 차선호주 제시
  - '25년 EPS 전망치 498원에 목표 PER 20배를 적용하여 목표주가 10,000원 제시(기준 대비 +53.8%)
  - '25년 실적 전망치 기준 444원 대비 +12.2% 상승, 목표 PER 기준 15배 ▶ 20배로 상향 조정
  - '24년 주가 대세 하락 원인이었던 내수 매출액 부진을 인력 교체, 적극적인 비용 집행으로 다시 회복한 것이 중요

(십억 원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	115.6	115.3	150.5	170.7	192.7
영업이익	46.0	34.8	54.7	58.4	67.4
EBITDA	47.9	37.2	57.3	59.9	68.3
세전이익	47.8	38.6	57.0	61.7	71.9
순이익	38.8	29.1	44.4	48.1	56.1
지배주주순이익	38.8	29.1	44.4	48.1	56.1
EPS(원)	441	327	498	538	627
증감률(% YoY)	186.5	-25.8	52.1	8.2	16.5
PER(배)	21.2	13.4	14.9	13.7	11.8
PBR(배)	8.29	3.10	3.95	3.13	2.51
EV/EBITDA(배)	15.9	8.7	9.9	8.9	7.1
영업이익률(%)	39.8	30.2	36.3	34.2	35.0
ROE(%)	49.7	25.8	30.2	25.4	23.7
순차입금비율(%)	-61.7	-53.1	-55.0	-61.1	-66.1

자료: 키움증권 리서치센터

## 원텍(336570): 국내 회복, 해외 폭발

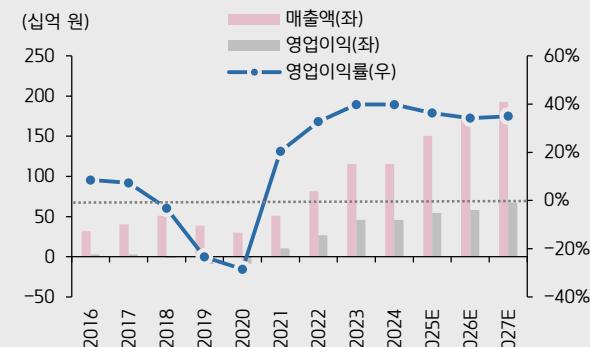
## 원텍 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	22.6	29.0	26.9	36.8	32.0	42.9	34.4	41.3	115.3	150.5	170.7
YoY	-21.0%	-4.9%	1.9%	21.9%	41.9%	47.7%	27.9%	12.1%	-0.3%	30.6%	13.4%
피부미용	21.7	27.6	26.1	36.0	31.0	33.5	33.4	40.3	111.4	138.2	166.4
HIFU, RF	5.5	10.1	9.2	14.5	11.4	14.7	14.7	17.1	39.4	57.9	69.8
레이저	7.2	8.0	8.7	14.0	7.8	9.3	8.7	12.0	27.8	37.8	46.9
EBD 소모품	7.0	7.4	5.9	7.5	9.7	7.4	7.9	9.2	12.0	34.3	40.7
피부미용 장비 기타	2.0	2.1	2.3	0.0	2.0	2.1	2.1	2.0	16.6	8.2	9.0
서지컬	0.1	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	39.4	0.8	0.8
홈케어	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.2	0.2	37.9	0.6	0.8
기타	0.6	1.1	0.4	0.7	0.7	9.0	0.6	0.6	2.8	10.9	2.7
매출원가	6.0	12.0	9.6	13.5	11.2	12.7	12.2	14.6	41.1	50.6	60.0
매출원가율	26.6%	41.4%	35.8%	36.6%	34.9%	29.6%	35.6%	35.3%	35.7%	33.6%	35.2%
매출총이익	16.6	17.0	17.3	23.3	20.9	30.2	22.2	26.7	74.1	99.9	110.6
매출총이익률	73.4%	58.6%	64.2%	63.4%	65.1%	70.4%	64.4%	64.7%	64.3%	66.4%	64.8%
판매비와관리비	9.9	10.0	9.9	9.5	9.3	9.8	12.7	13.4	39.4	45.2	52.3
판관비율	44.0%	34.4%	36.9%	25.9%	29.2%	22.8%	36.9%	32.6%	34.1%	30.0%	30.6%
영업이익	6.6	7.0	7.3	13.8	11.5	20.4	9.5	13.3	34.8	54.7	58.4
YoY	-50.4%	-44.4%	-23.0%	31.4%	73.7%	190.6%	29.0%	-3.7%	-24.4%	57.2%	6.8%
영업이익률	29.4%	24.2%	27.3%	37.5%	36.0%	47.6%	27.5%	32.2%	30.2%	36.3%	34.2%
당기순이익	5.9	4.4	4.8	14.0	9.0	17.9	6.9	10.7	29.1	44.4	48.1
YoY	-49.8%	-51.0%	-44.8%	50.3%	51.3%	303.6%	43.7%	-23.2%	-25.0%	52.7%	8.2%
당기순이익률	26.3%	15.2%	17.9%	37.9%	28.0%	41.7%	20.1%	26.0%	25.3%	29.5%	28.2%

자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

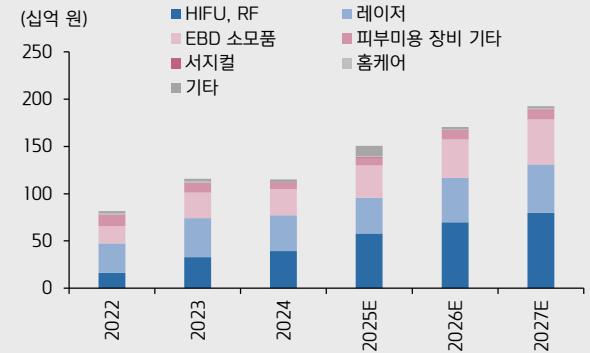
## 원텍(336570): 국내 회복, 해외 폭발

### 원텍 연간 실적 추이 및 전망



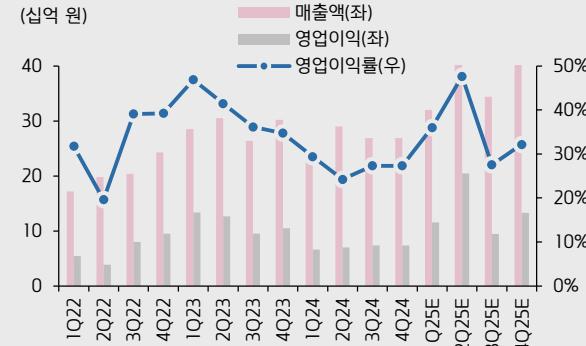
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

### 원텍 사업부별 연간 매출액 추이 및 전망



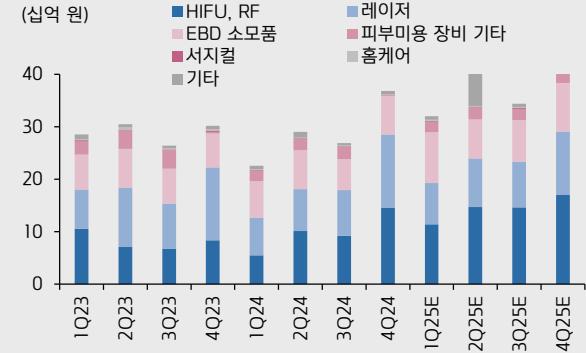
자료: 원텍, 키움증권 리서치센터

### 원텍 분기 실적 추이 및 전망



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

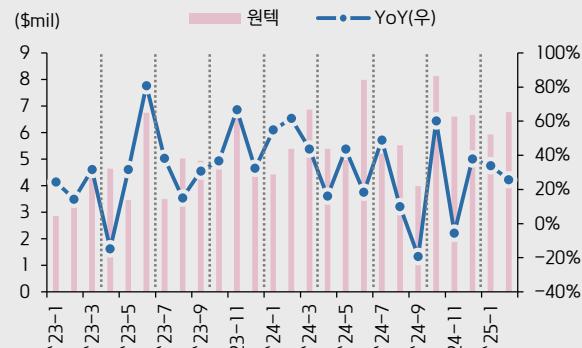
### 원텍 사업부별 분기 매출액 추이 및 전망



자료: 원텍, 키움증권 리서치센터

## 원텍(336570): 국내 회복, 해외 폭발

대전시 유성구 EBD 월간 관세청 수출 데이터



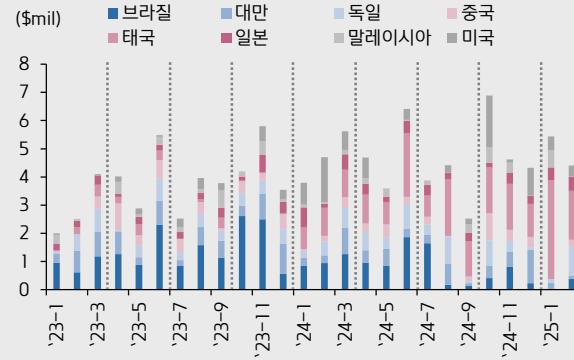
주) 원텍 추정, HS 코드: 9018.90  
자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

원텍 시가총액 추이 분석



자료: FnGuide, 원텍, 언론보도, 키움증권 리서치센터

대전시 유성구 주요 국가별 EBD 관세청 수출 데이터



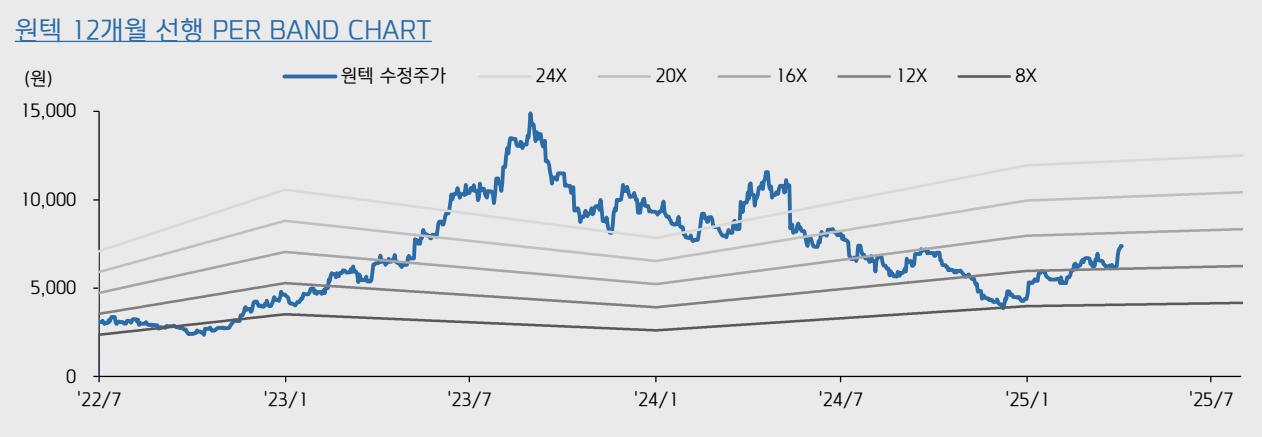
주) 원텍 추정, HS 코드: 9018.90  
자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

원텍 목표주가 산정 내용

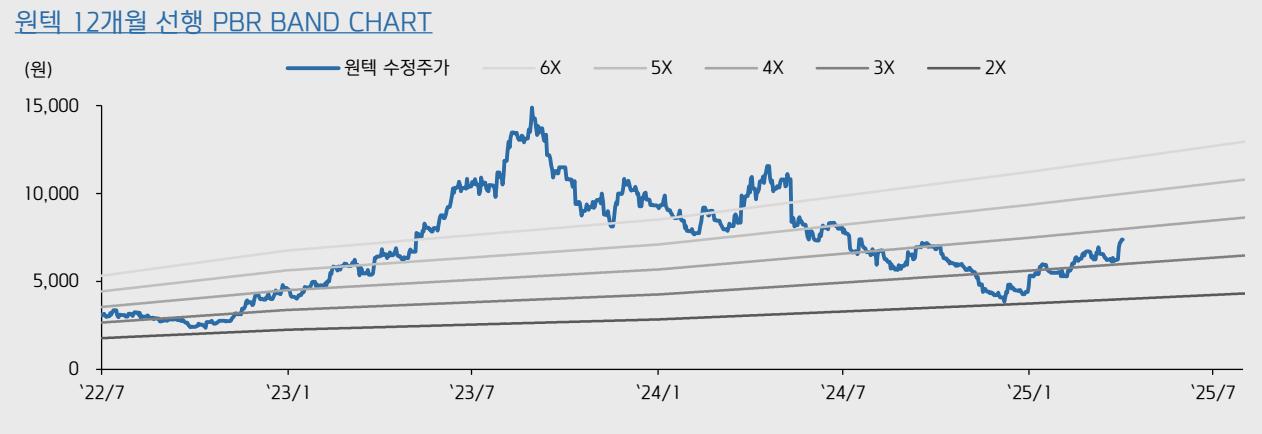
2025년 EPS 전망치	498원
목표 PER	20배
목표 주가	9,950원
조정	10,000원
현재 주가	6,990원
상승 여력	43.1%

자료: 키움증권 리서치센터

## 원텍(336570): 국내 회복, 해외 폭발



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

## 원텍(336570) 재무제표

## 프괄손익계산서

12월 결산, IFRS 연결						(단위: 십억 원)
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액	115.6	115.3	150.5	170.7	192.7	
매출원가	41.4	41.1	50.6	60.0	67.2	
매출총이익	74.3	74.1	99.9	110.6	125.4	
판권비	28.2	39.4	45.2	52.3	58.1	
영업이익	46.0	34.8	54.7	58.4	67.4	
EBITDA	47.9	37.2	57.3	59.9	68.3	
영업외손익	1.7	3.8	2.3	3.3	4.5	
이자수익	1.6	2.4	3.0	4.0	5.2	
이자비용	0.7	2.3	2.3	2.3	2.3	
외환영향이익	0.4	4.3	1.1	1.1	1.1	
외환영향손실	0.6	0.7	0.5	0.5	0.5	
증속 및 계제기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타	1.0	0.1	1.0	1.0	1.0	
법인세차감전이익	47.8	38.6	57.0	61.7	71.9	
법인세비용	9.0	9.5	12.5	13.6	15.8	
계속사업기준손익	38.8	29.1	44.4	48.1	56.1	
당기순이익	38.8	29.1	44.4	48.1	56.1	
자체주주기준이익	38.8	29.1	44.4	48.1	56.1	
증감률 및 수익성 (%)						
매출액 증감률	41.8	-0.3	30.5	13.4	12.9	
영업이익 증감률	71.9	-24.3	57.2	6.8	15.4	
EBITDA 증감률	68.4	-22.3	54.0	4.5	14.0	
자체주주기준이익 증감률	189.6	-25.0	52.6	8.3	16.6	
EPS 증감률	186.5	-25.8	52.1	8.2	16.5	
매출액이익률(%)	64.3	64.3	66.4	64.8	65.1	
영업이익률(%)	39.8	30.2	36.3	34.2	35.0	
EBITDA Margin(%)	41.4	32.3	38.1	35.1	35.4	
자체주주기준이익률(%)	33.6	25.2	29.5	28.2	29.1	

## 현금흐름표

12월 결산, IFRS 연결						(단위: 십억 원)
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
영업활동으로부터의 현금흐름	26.0	14.9	28.2	40.8	48.6	
당기순이익	38.8	29.1	44.4	48.1	56.1	
비현금항목의 감소	13.1	13.2	14.0	12.9	13.4	
유형자산감가상각비	1.7	2.3	2.5	1.4	0.8	
무형자산감가상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	
지분법평가손익	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	
기타	11.3	10.9	11.4	11.4	12.5	
영업활동자산부채증감	-26.8	-20.6	-18.4	-8.4	-7.9	
매출채권 및 기타채권의 감소	-9.9	-6.2	-6.1	-3.5	-3.8	
재고자산감소	-19.9	-11.2	-15.3	-8.7	-9.6	
매입채무 및 기타채무의 증가	1.1	-1.6	3.3	4.0	5.7	
기타	1.9	-1.6	-0.3	-0.2	-0.2	
기타현금흐름	0.9	-6.8	-11.8	-11.8	-13.0	
투자활동으로부터의 현금흐름	-45.7	7.8	-3.4	-3.6	-3.7	
유형자산의 취득	-2.1	-1.8	0.0	0.0	0.0	
무형자산의 처분	0.1	0.3	0.0	0.0	0.0	
투자자산의 순증(감소)	-1.1	-0.2	0.0	0.0	0.0	
단기금융자산의 감소(증가)	-0.1	-0.9	0.0	0.0	0.0	
기타	-42.7	11.1	-2.8	-2.9	-3.1	
기타	0.2	-0.7	-0.6	-0.7	-0.6	
재무활동으로부터의 현금흐름	25.7	-2.7	-2.7	-2.7	-2.7	
차입금의 증가(감소)	26.0	0.0	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	0.0	-4.4	-4.5	-4.5	-4.5	
기타	-0.3	1.7	1.8	1.8	1.8	
기타현금흐름	0.0	0.6	-0.4	-0.4	-0.4	
현금 및 현금성자산의 순증(감소)	5.9	20.7	21.7	34.1	41.8	
기초현금 및 현금성자산	6.3	12.2	32.8	54.5	88.7	
기말현금 및 현금성자산	12.2	32.8	54.5	88.7	130.5	

자료 : 키움증권 리서치센터



## 재무상태표

12월 결산, IFRS 연결						(단위: 십억 원)
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
유동자산	139.4	162.7	208.9	258.4	316.9	
현금 및 현금성자산	12.2	32.8	54.6	88.7	130.5	
단기금융자산	66.8	55.7	58.5	61.4	64.4	
매출채권 및 기타채권	15.4	20.0	26.2	29.7	33.5	
재고자산	39.8	50.1	65.4	74.2	83.8	
기타유동자산	5.2	4.1	4.2	4.4	4.7	
비유동자산	13.9	15.2	12.6	11.0	10.1	
투자자산	0.3	1.2	1.2	1.2	1.2	
유형자산	7.9	8.4	5.9	4.5	3.6	
무형자산	1.3	1.4	1.3	1.2	1.1	
기타비유동자산	4.4	4.2	4.2	4.1	4.2	
자산총계	153.3	177.9	221.5	269.5	327.0	
유동부채	52.9	50.0	53.2	57.2	62.9	
매입채무 및 기타채무	6.8	8.0	11.2	15.3	20.9	
단기금융부채	17.0	20.1	20.1	20.1	20.1	
기타유동부채	29.1	21.9	21.9	21.8	21.9	
비유동부채	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	
장기금융부채	0.6	1.1	1.1	1.1	1.1	
기타비유동부채	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	
부채총계	54.0	51.1	54.4	58.4	64.1	
자본지분	99.3	126.8	167.1	211.0	262.9	
자본금	8.8	8.9	8.9	8.9	8.9	
자본잉여금	36.0	41.6	41.6	41.6	41.6	
기타자본	3.6	0.5	0.5	0.5	0.5	
기타포괄손익누계액	1.4	1.7	2.0	2.3	2.7	
이익잉여금	49.4	74.1	114.1	157.7	209.3	
비자본지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
자본총계	99.3	126.8	167.1	211.0	262.9	
투자지표						
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
주당지표(원)						
EPS	441	327	498	538	627	
BPS	1,126	1,419	1,870	2,362	2,943	
CFPS	590	476	654	683	777	
DPS	50	50	50	50	50	
주가배수(배)						
PER	21.2	13.4	14.9	13.7	11.8	
PER(최고)	34.3	36.7	15.3			
PER(최저)	8.8	11.8	9.0			
PBR	8.29	3.10	3.95	3.13	2.51	
PBR(최고)	13.42	8.46	4.06			
PBR(최저)	3.46	2.72	2.38			
PSR	7.11	3.39	4.39	3.87	3.43	
PCFR	15.8	9.2	11.3	10.8	9.5	
EV/EBITDA	15.9	8.7	9.9	8.9	7.1	
주요비율(%)						
배당성향(%·보통주·현금)	11.4	15.3	10.0	9.3	8.0	
배당수익률(%·보통주·현금)	0.5	1.1	0.7	0.7	0.7	
ROA	34.2	17.6	22.3	19.6	18.8	
ROE	49.7	25.8	30.2	25.4	23.7	
ROIC	114.9	60.7	66.5	60.3	63.7	
매출채권회전율	9.7	6.5	6.5	6.1	6.1	
재고자산회전율	3.7	2.6	2.6	2.4	2.4	
부채비율	54.4	40.3	32.5	27.7	24.4	
순자기자본비율	-61.7	-53.1	-55.0	-61.1	-66.1	
이자보상배수(현금)	67.3	15.2	23.9	25.5	29.4	
총자기자본	17.6	21.2	21.2	21.2	21.2	
순자기자본	-61.3	-67.3	-91.9	-128.9	-173.7	
NOPLAT	47.9	37.2	57.3	59.9	68.3	
FCF	8.9	7.7	26.8	38.6	45.5	

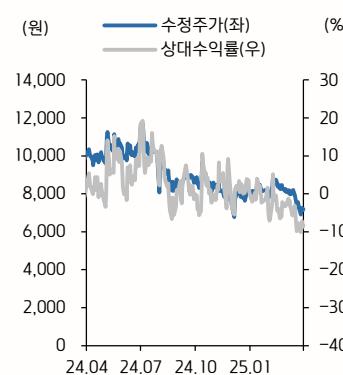
## 비올(335890): 승소를 뒤로 하고 펀더멘탈 개선에 기대

Buy (Maintain)

의료기기 Analyst 신민수 alstn0527@kiwoom.com

목표주가: 12,000원  
주가(4/7): 6,640원

KOSDAQ (4/7)	651.30pt
시가총액	3,879억 원
52주 주가동향	최고가 최저가 11,700원 6,640원
최고/최저가대비	-43.2% 0.0%
주가수익률	절대 상대 1M -17.8% -8.2% 6M -22.2% -7.0% 1Y -32.5% -10.7%
발행주식수	58,419천주
일평균 거래량(3M)	919천주
외국인 지분율	4.0%
배당수익률(25E)	0.3%
BPS(25E)	2,084원
주요 주주	디엔에스 외 4인 36.7%



- ◎ 일시적 소송 합의금을 제외하고 나면 1Q25 경상적 매출액 성장을 YoY +31% 추정
  - 1Q25 매출액 129억(YoY +14.7%), 영업이익 69억 원(YoY +6.3%, 영업이익률 53.8%) 추정
  - 1Q24 ITC 특허 소송 합의금 14억 제외한 경상적인 매출액 성장세는 YoY +30.9%로 우수한 상황
  - 1Q25 러시아와 사우디아라비아에서 발주 나오며 유럽과 중동 지역 매출 회복이 시작되었음
  - 중국 마이크로 니들 RF 시장 3파전 속에서 두각을 나타내며 침투율 높히며 아시아 '25년 매출액 YoY +57% 전망
  - 제이시스메디칼-Cynosure와의 ITC 소송 합의를 통한 25억 원의 기술이전 수입은 2Q25 인식 전망
- ◎ '24년보다는 나아보이는 미국 EBD 업황, 사환제약과 동행하는 중국 EBD 시장
  - '25년 매출액 680억(YoY +16.8%), 영업이익 389억(YoY +7.8%, OPM 57.2%) 전망
  - '24년의 고금리로 인한 부진을 겪었던 미국, 현재 업황 개선 직전 상황으로 '25년 미국 매출액 YoY +23% 전망
  - 출시 8개월 만에 '실펌 X' 80대를 판매한 중국의 사환제약, 그들도 계속기업을 유지하기 위해서는 동사가 필수적임
- ◎ 투자의견 Buy 유지, 목표주가 1.2만 원으로 하향
  - '25년 EPS 전망치 583원에 목표 PER 20배를 적용하여 목표주가 12,000원 제시(기존 대비 -14.3% 하향)
  - 1H25 HIFU 장비 'Duotite', 2H25 '스칼렛 PRO', '실펌 NEO' 등 신제품 출시 모멘텀으로 제품 다각화 예정

(십억 원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	42.5	58.2	68.0	79.1	96.7
영업이익	22.3	36.1	38.9	45.6	56.8
EBITDA	23.4	37.3	41.1	46.2	57.0
세전이익	26.1	39.9	41.6	49.5	61.9
순이익	21.6	32.6	34.1	40.4	50.6
지배주주순이익	21.6	32.6	34.1	40.4	50.6
EPS(원)	370	559	583	692	866
증감률(% YoY)	86.5	51.2	4.3	18.8	25.1
PER(배)	23.0	14.4	12.3	10.4	8.3
PBR(배)	8.68	5.29	3.45	2.61	2.00
EV/EBITDA(배)	19.1	10.6	7.6	5.9	4.0
영업이익률(%)	52.5	62.0	57.2	57.6	58.7
ROE(%)	44.9	44.7	32.4	28.6	27.3
순차입금비율(%)	-85.5	-85.7	-89.8	-91.6	-92.4

자료: 키움증권 리서치센터

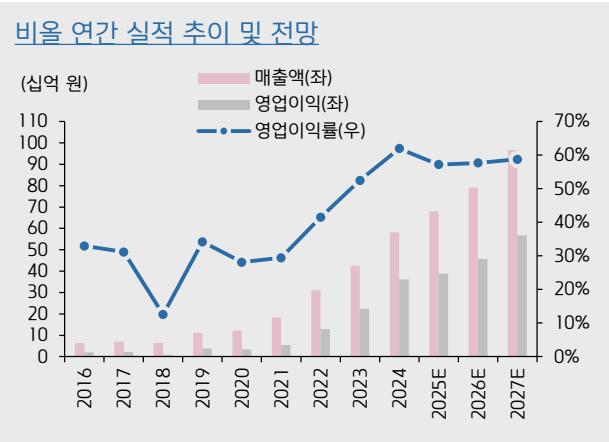
## 비올(335890): 승소를 뒤로 하고 편더멘탈 개선에 기대

## 비올 실적 추이 및 전망

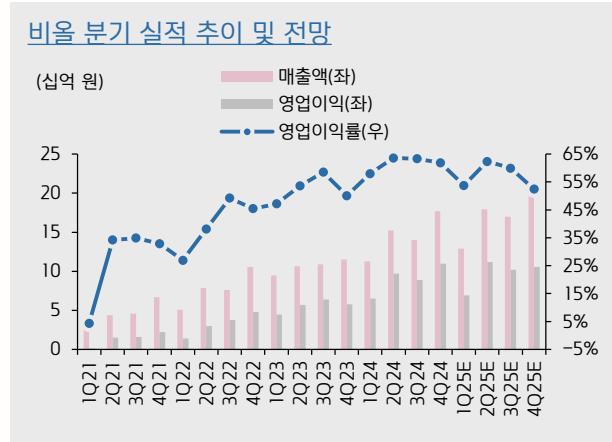
(단위: 십억 원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
<b>매출액</b>	11.2	15.2	14.0	17.7	12.9	17.9	17.0	20.2	58.2	68.0	79.1
YoY	18.7%	43.5%	28.4%	53.7%	14.7%	17.7%	21.3%	13.9%	36.9%	16.8%	16.4%
의료 장비	5.3	6.0	8.4	7.7	7.7	9.1	10.3	12.7	27.4	39.7	47.8
소모품	4.4	5.3	5.3	4.8	5.0	6.1	6.5	7.3	19.8	24.9	30.3
개인용 미용기기	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.2	0.2
기술이전 수입	1.4	3.7	0.0	5.2	0.0	2.5	0.0	0.0	10.2	2.5	0.0
기타	0.1	0.3	0.3	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2	0.8	0.7	0.9
매출원가	2.1	2.5	2.7	2.9	2.5	3.1	3.3	3.9	10.2	12.8	15.5
매출원가율	18.6%	16.3%	19.2%	16.4%	19.6%	17.1%	19.5%	19.4%	17.5%	18.9%	19.6%
매출총이익	9.2	12.8	11.3	14.8	10.4	14.9	13.7	16.2	48.0	55.2	63.6
매출총이익률	81.4%	83.7%	80.8%	83.6%	80.4%	82.9%	80.5%	80.6%	82.5%	81.1%	80.4%
판매비와관리비	2.6	3.1	2.4	3.8	3.4	3.7	3.5	5.7	12.0	16.3	18.0
판관비율	23.4%	20.1%	17.5%	21.7%	26.6%	20.5%	20.6%	28.2%	20.6%	24.0%	22.7%
<b>영업이익</b>	6.5	9.7	8.9	11.0	6.9	11.2	10.2	10.6	36.1	38.9	45.6
YoY	45.6%	70.4%	39.0%	90.5%	6.3%	15.3%	14.8%	-3.6%	61.6%	7.8%	17.4%
영업이익률	58.0%	63.7%	63.3%	61.9%	53.8%	62.4%	59.9%	52.4%	62.0%	57.2%	57.7%
<b>당기순이익</b>	6.5	8.6	7.3	10.3	5.7	10.0	9.0	9.4	32.6	34.1	40.4
YoY	53.7%	19.3%	33.2%	120.4%	-11.4%	16.1%	22.8%	-8.8%	51.4%	4.3%	18.7%
당기순이익률	57.5%	56.4%	52.2%	58.0%	44.4%	55.7%	52.8%	46.5%	56.1%	50.1%	51.1%

자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

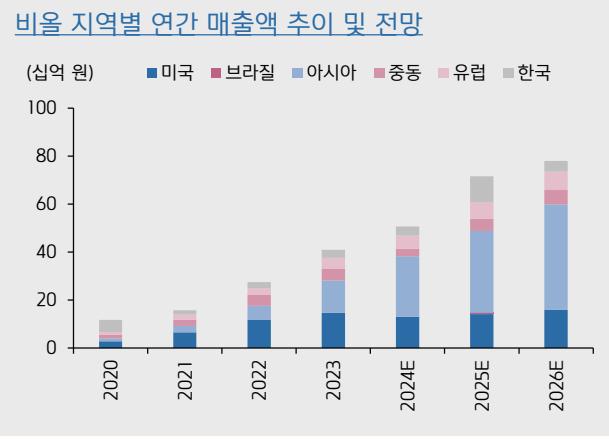
## 비올(335890): 승소를 뒤로 하고 편더멘탈 개선에 기대



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

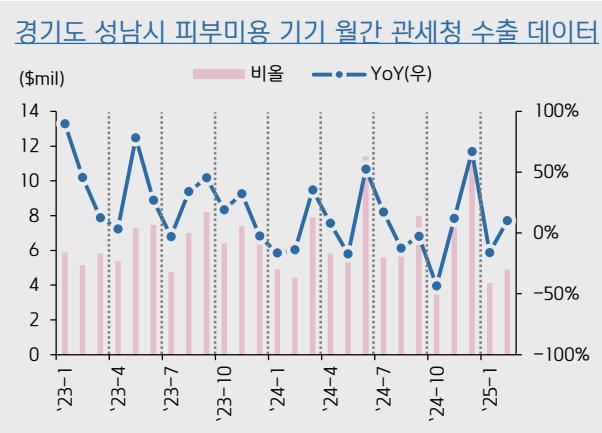


자료: 비올, 키움증권 리서치센터



자료: FnGuide, 비올, 언론보도, 키움증권 리서치센터

## 비올(335890): 승소를 뒤로 하고 편더멘탈 개선에 기대



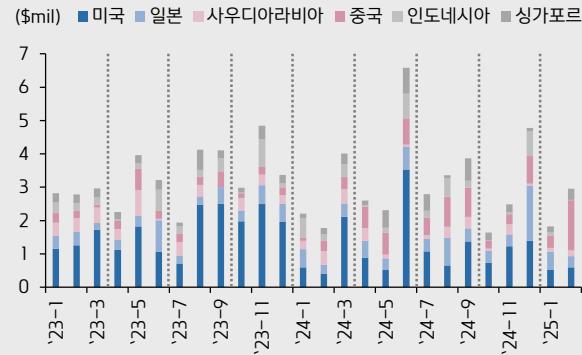
주) 비올 추정, HS 코드: 9018.90  
자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

### 비올 목표주가 산정 내용

2025년 EPS 전망치	583원
목표 PER	20배
목표 주가	11,660원
조정	12,000원
현재 주가	6,640원
상승 여력	80.7%

자료: 키움증권 리서치센터

### 경기도 성남시 주요 국가별 EBD 관세청 수출 데이터



주) 비올 추정, HS 코드: 9018.90  
자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

### 비올 12개월 선행 PER 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

## 비올(335890): 승소를 뒤로 하고 편더멘탈 개선에 기대

'24년 5~12월 8개월간 '실펌 X'를 중국에 80대 판매한 사환제약



**World's first FDA and NMPA approved dual-wave RF microneedle**

- The newest generation of dual-wave RF microneedle
- Eight application modes with multiple indications
- Bipolar non-insulated systems
- First 300μm,precision repair and anti-aging

**Sylfirm X was approved in March and launch to market in May**

**Fast-track Sylfirm X marketing campaign**

Increase marketing efforts, build regional KOLs, expand group customer and agency network, strengthen clinical training team

**From May 2024 to Dec 2024, realizing sales of 80+ devices**

**Complete in the first year:**

**100+**

direct sales  
+distributor team

**10+**

cooperated  
distributors

**10+**

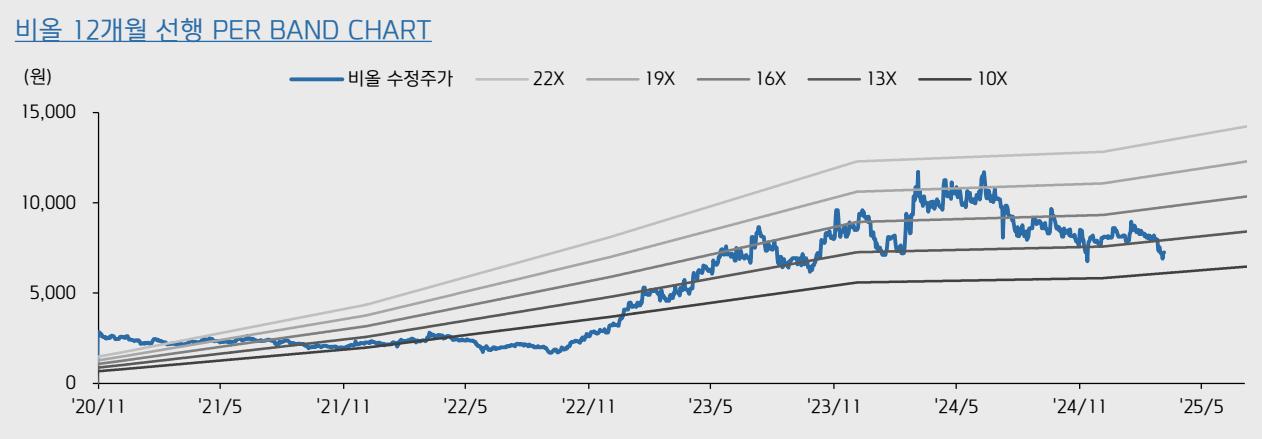
cooperated  
KOL doctors

**6million+**

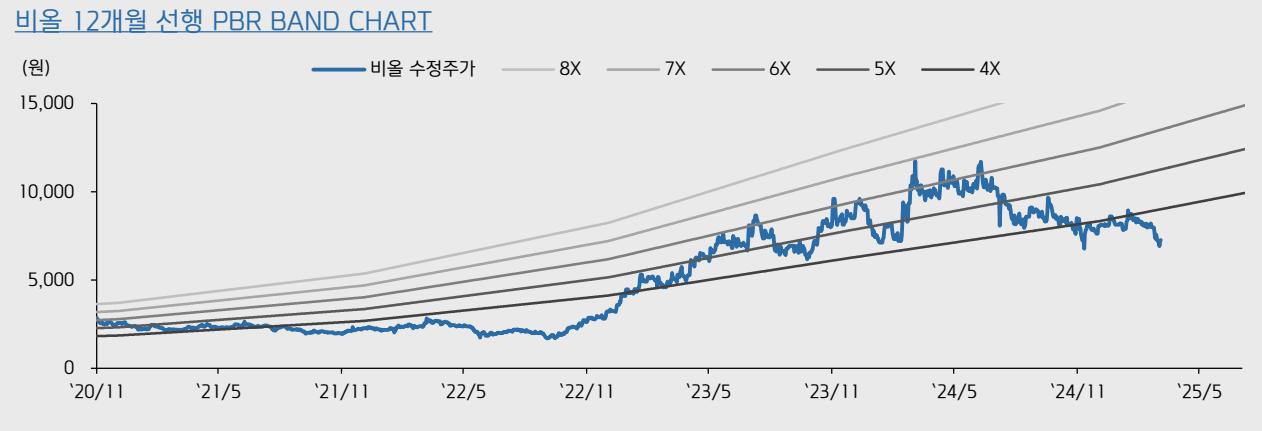
social media exposure  
to consumers

자료: 사환제약

## 비올(335890): 승소를 뒤로 하고 펀더멘탈 개선에 기대



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

## 비올(335890) 재무제표

## 프괄손익계산서

12월 결산, IFRS 연결						(단위: 십억 원)
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
매출액	42.5	58.2	68.0	79.1	96.7	
매출원가	9.5	10.2	12.8	15.5	18.9	
매출총이익	33.1	48.0	55.2	63.6	77.8	
판권비	10.8	12.0	16.3	18.0	21.0	
영업이익	22.3	36.1	38.9	45.6	56.8	
EBITDA	23.4	37.3	41.1	46.2	57.0	
영업외손익	3.8	3.9	2.8	3.8	5.1	
이자수익	1.1	2.1	3.0	4.1	5.3	
이자비용	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	
외환영향이익	0.9	2.0	0.0	0.0	0.0	
외환영향손실	0.6	0.1	0.1	0.1	0.1	
증속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타	2.5	-0.1	-0.1	-0.2	-0.1	
법인세차감전이익	26.1	39.9	41.6	49.5	61.9	
법인세비용	4.5	7.3	7.6	9.0	11.3	
계속사업주손익	21.6	32.6	34.1	40.4	50.6	
당기순이익	21.6	32.6	34.1	40.4	50.6	
자배주주손이익	21.6	32.6	34.1	40.4	50.6	
증감률 및 수익성 (%)						
매출액 증감률	36.6	36.9	16.8	16.3	22.3	
영업이익 증감률	72.7	61.9	7.8	17.2	24.6	
EBITDA 증감률	68.7	59.4	10.2	12.4	23.4	
자배주주손이익 증감률	88.3	50.9	4.6	18.5	25.2	
EPS 증감률	86.5	51.2	4.3	18.8	25.1	
매출액이익률(%)	77.9	82.5	81.2	80.4	80.5	
영업이익률(%)	52.5	62.0	57.2	57.6	58.7	
EBITDA Margin(%)	55.1	64.1	60.4	58.4	58.9	
자배주주손이익률(%)	50.8	56.0	50.1	51.1	52.3	

## 현금흐름표

12월 결산, IFRS 연결						(단위: 십억 원)
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
영업활동으로부터 현금흐름	20.1	31.2	30.8	35.6	44.6	
당기순이익	21.6	32.6	34.1	40.4	50.6	
비현금항목의 감소	2.2	6.2	2.7	1.4	2.0	
유형자산감가상각비	1.1	1.2	2.1	0.5	0.1	
무형자산감가상각비	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	
지분법평가손익	-3.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	
기타	4.2	5.1	0.5	0.8	1.8	
영업활동자산부채증감	-1.5	-4.2	-1.4	-1.3	-2.1	
매출채권및기타채권의감소	-0.5	-2.4	-1.3	-1.4	-2.3	
재고자산감소	-0.8	-2.4	-1.2	-1.3	-2.1	
매입채무및기타채무의증가	0.1	-0.1	1.1	1.6	2.3	
기타	-0.3	0.7	0.0	-0.2	0.0	
기타현금흐름	-2.2	-3.4	-4.6	-4.9	-5.9	
투자활동으로부터 현금흐름	-3.4	-18.2	-2.6	-2.7	-2.8	
유형자산의 취득	-1.5	-1.1	0.0	0.0	0.0	
무형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
투자자산의 임금소(증가)	-0.1	-0.3	0.0	0.0	0.0	
단기금융자산의감소(증가)	-0.1	-0.9	-0.4	-0.4	-0.4	
기타	-4.0	-15.8	-2.1	-2.2	-2.3	
기타	2.3	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	
재무활동으로부터 현금흐름	-2.6	-1.5	-1.6	-1.6	-1.6	
차입금의 증가(감소)	1.3	0.0	0.0	0.0	0.0	
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
자기주식처분(취득)	-3.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
배당금지급	-0.6	-1.0	-1.2	-1.2	-1.2	
기타	-0.3	-0.5	-0.4	-0.4	-0.4	
기타현금흐름	-0.9	0.1	4.6	4.6	4.6	
현금 및 현금성자산의 증증가	13.2	11.6	31.2	36.0	44.8	
기초현금 및 현금성자산	10.3	23.5	35.1	66.3	102.2	
기말현금 및 현금성자산	23.5	35.1	66.3	102.2	147.0	

자료 : 키움증권 리서치센터



## 재무상태표

12월 결산, IFRS 연결						(단위: 십억 원)
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
유동자산	59.9	92.0	127.8	168.8	220.4	
현금 및 현금성자산	23.5	35.1	66.2	102.2	147.0	
단기금융자산	26.0	41.8	43.9	46.1	48.4	
매출채권 및 기타채권	4.8	7.5	8.8	10.2	12.4	
재고자산	5.0	6.9	8.1	9.4	11.5	
기타유동자산	0.6	0.7	0.8	0.9	1.1	
비유동자산	3.9	6.0	4.2	4.0	4.3	
투자자산	0.5	1.4	1.8	2.2	2.6	
유형자산	2.4	3.3	1.2	0.7	0.6	
무형자산	0.2	0.4	0.3	0.2	0.2	
기타비유동자산	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9	
자산총계	63.9	98.1	132.0	172.9	224.7	
유동부채	6.5	8.9	10.0	11.6	13.9	
매입채무 및 기타채무	2.0	2.6	3.7	5.3	7.6	
단기금융부채	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	
기타유동부채	4.1	5.8	5.8	5.8	5.8	
비유동부채	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	
장기금융부채	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	
기타비유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
부채총계	6.8	9.2	10.3	11.9	14.2	
자본비지분	57.1	88.8	121.7	161.0	210.5	
자본금	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8	
자본잉여금	11.0	11.1	11.1	11.1	11.1	
기타자본	-3.5	-3.5	-3.5	-3.5	-3.5	
기타포괄손익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
이익잉여금	43.8	75.4	108.3	147.6	197.1	
비자본비지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
자본총계	57.1	88.8	121.7	161.0	210.5	
투자자산						(단위: 원, 배, %)
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
주당지급표(원)						
EPS	370	559	583	692	866	
BPS	979	1,520	2,084	2,756	3,603	
CFPS	408	664	630	717	901	
DPS	18	20	20	20	20	
주가배수(배)						
PER	23.0	14.4	12.3	10.4	8.3	
PER(최고)	26.6	21.5	15.7			
PER(최저)	8.3	11.9	11.8			
PBR	8.68	5.29	3.45	2.61	2.00	
PBR(최고)	10.05	7.91	4.39			
PBR(최저)	3.13	4.36	3.29			
PSR	11.66	8.08	6.18	5.31	4.35	
PCFR	20.9	12.1	11.4	10.0	8.0	
EV/EBITDA	19.1	10.6	7.6	5.9	4.0	
주요비율(%)						
배당성향(%:보통주,현금)	4.8	3.5	3.4	2.9	2.3	
배당수익률(%:보통주,현금)	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	
ROA	39.8	40.3	29.6	26.5	25.5	
ROE	44.9	44.7	32.4	28.6	27.3	
ROIC	245.8	313.0	292.3	344.1	380.5	
매출채권회전율	9.4	9.5	8.4	8.4	8.5	
재고자산회전율	9.1	9.8	9.1	9.0	9.2	
부채비율	11.8	10.4	8.5	7.4	6.8	
순자금비율(현금)	-85.5	-85.7	-89.8	-91.6	-92.4	
이자보상倍(현금)	182.0	1,398.5	1,507.6	1,770.2	2,202.5	
총자금	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8	
순자금	-48.8	-76.1	-109.3	-147.5	-194.6	
NOPLAT	23.4	37.3	41.1	46.2	57.0	
FCF	16.3	25.3	32.6	36.6	44.5	

## 메디톡스(086900): 2분기의 수출, 허가 획득, 공장 가동 주목

Buy (Maintain)

의료기기 Analyst 신민수 alstn0527@kiwoom.com

목표주가: 190,000원

주가(4/7): 139,000원

KOSDAQ (4/7)	651.30pt
시가총액	10,145억 원
52주 주가동향	최고가 최저가 214,500원 114,200원
최고/최저가대비	-35.2% 21.7%
주가수익률	절대 상대 1M 15.4% 29.0% 6M -21.3% -6.0% 1Y 1.2% 33.8%
발행주식수	7,298천주
일평균 거래량(3M)	51천주
외국인 지분율	12.5%
배당수익률(25E)	0.7%
BPS(25E)	63,607원
주요 주주	정현호 외 8인 18.5%



## ◎ 지난 6개월간 뒤덮었던 GMP와 수출 악재, 서서히 해소되며 실적 개선 시동 걸기

- **1Q25 매출액 558억(YoY +2.2%), 영업이익 59억 원(YoY 흑자 전환, 영업이익률 10.7%)** 추정
- 1공장 '메디톡신' GMP 실사 보완 요청으로 인한 지연 물량 1Q25부터 제조 후 납품 이어질 것
- 3Q24부터 일부 거래처 구조조정 진행하며 줄어든 톡신과 필러 수출액 완연한 회복세 진입 전망

## ◎ 진짜는 2Q25부터

- **'25년 매출액 2,717억(YoY +18.8%), 영업이익 403억(YoY +98.0%, OPM 14.8%)** 전망
- **본격 실적 성장 모멘텀은 2Q25부터**, 사우디아라비아 GMP 개선, 태국 및 베루한 '뉴렉스' 출하 시작 예정
- '뉴렉스'는 기존 '메디톡신' 보다 10~15% 높은 판가로 거래할 수 있어 실적 개선의 주요 포인트
- 해외 약 30개국에 신청한 톡신 제품 허가, 2Q25부터 가시적 성과 나타나며 지역 포트폴리오 확장 가능
- 미국 2H25 톡신 FDA BLA 재제출 목표, 중국은 '뉴렉스'로 진출하기 위해 임상 시험 위한 사전 준비 진행 중

## ◎ 투자의견 Buy 유지, 목표주가 19만 원으로 상향

- **'25년 EPS 전망치 4,312원에 목표 PER 43배를 적용하여 목표주가 190,000원** 제시(기존 대비 +18.8% 상향)
- **국내 톡신 전성기와 쇠퇴기, 특히 소송 승리와 패배를 모두 포함한 '15년 이후 12개월 선행 PER 평균치 43배 적용**

(십억 원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	221.1	228.6	271.7	306.4	349.9
영업이익	17.3	20.3	40.3	48.9	63.1
EBITDA	32.7	40.3	60.3	66.9	79.1
세전이익	15.9	17.5	36.3	45.3	59.9
순이익	9.7	16.1	33.4	41.6	55.1
지배주주순이익	9.8	17.0	33.4	41.6	55.1
EPS(원)	1,270	2,191	4,312	5,381	7,114
증감률(% YoY)	-74.5	72.4	96.8	24.8	32.2
PER(배)	189.7	57.0	34.1	27.3	20.7
PBR(배)	3.97	2.07	2.31	2.16	1.98
EV/EBITDA(배)	55.4	23.5	18.2	16.1	13.2
영업이익률(%)	7.8	8.9	14.8	16.0	18.0
ROE(%)	2.2	3.6	7.0	8.2	10.0
순차입금비율(%)	10.2	6.9	3.9	-0.8	-6.1

자료: 키움증권 리서치센터

## 메디톡스(086900): 2분기의 수출, 허가 획득, 공장 가동 주목

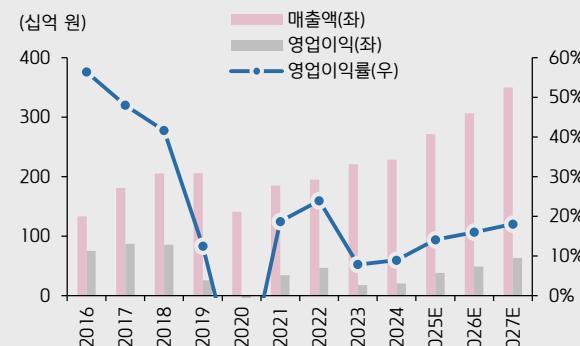
## 메디톡스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
<b>매출액</b>	54.6	65.0	53.9	55.2	55.8	77.6	65.7	72.7	228.6	271.7	306.4
YoY	27.9%	25.5%	-8.2%	-18.9%	2.2%	19.3%	21.9%	31.7%	3.4%	18.8%	12.8%
<b>특신</b>	23.2	34.0	25.6	26.6	24.2	41.5	30.9	33.8	109.4	130.3	154.4
수출	13.6	16.0	13.2	13.0	15.1	20.5	16.1	17.4	55.8	69.0	83.2
국내	9.6	18.0	12.4	13.6	9.1	21.0	14.8	16.4	53.6	61.3	71.2
<b>필러</b>	21.8	21.9	19.8	19.2	21.4	25.6	23.5	24.4	82.7	95.0	111.0
수출	17.0	17.1	14.3	13.8	16.2	20.3	17.4	18.4	62.2	72.3	84.8
국내	4.8	4.8	5.5	5.4	5.2	5.3	6.1	6.1	20.5	22.7	26.2
<b>기타</b>	9.5	9.1	8.5	9.4	10.2	10.5	11.3	14.5	36.5	46.5	41.1
매출원가	21.5	23.6	22.5	22.0	21.8	28.3	25.4	26.9	89.6	102.4	111.6
매출원가율	39.3%	36.4%	41.7%	39.9%	39.1%	36.5%	38.7%	37.0%	39.2%	37.7%	36.4%
매출총이익	33.1	41.4	31.4	33.2	34.0	49.3	40.3	45.8	139.0	169.3	194.9
매출총이익률	60.7%	63.6%	58.3%	60.1%	60.9%	63.5%	61.3%	63.0%	60.8%	62.3%	63.6%
판매비와관리비	34.0	27.0	25.4	32.2	28.0	35.1	31.1	34.7	118.7	129.0	145.9
판관비율	62.4%	41.6%	47.2%	58.4%	50.2%	45.2%	47.4%	47.8%	51.9%	47.5%	47.6%
<b>영업이익</b>	-0.9	14.3	6.0	0.9	5.9	14.2	9.1	11.0	20.3	40.3	48.9
YoY	적전	50.1%	67.9%	-61.0%	흑전	-0.9%	51.9%	1066.1%	17.5%	98.0%	21.4%
영업이익률	-1.7%	22.0%	11.1%	1.7%	10.7%	18.3%	13.9%	15.2%	8.9%	14.8%	16.0%
<b>당기순이익</b>	-1.5	11.3	3.8	2.4	4.2	12.5	7.4	9.3	16.1	33.3	41.6
YoY	적전	32.9%	흑전	흑전	흑전	10.0%	95.2%	283.2%	65.9%	107.5%	24.8%
당기순이익률	-2.7%	17.4%	7.0%	4.4%	7.5%	16.1%	11.2%	12.8%	7.0%	12.3%	13.6%

자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

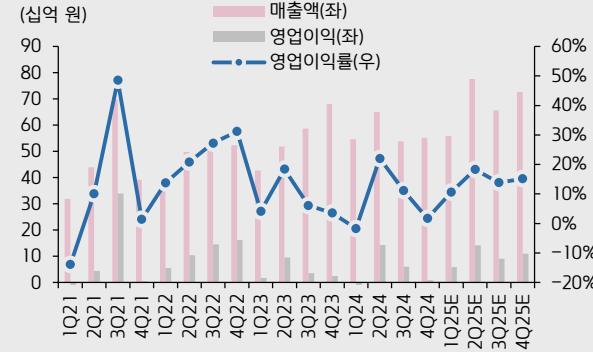
## 메디톡스(086900): 2분기의 수출, 허가 획득, 공장 가동 주목

### 메디톡스 연간 실적 추이 및 전망



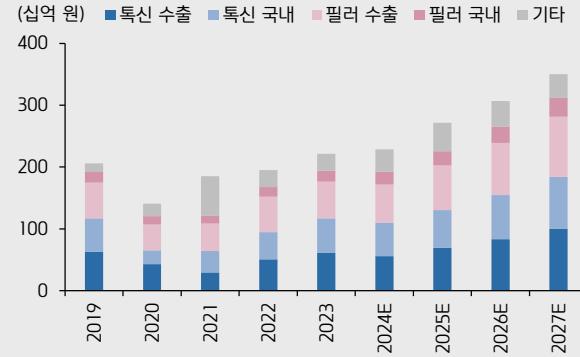
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

### 메디톡스 분기 실적 추이 및 전망



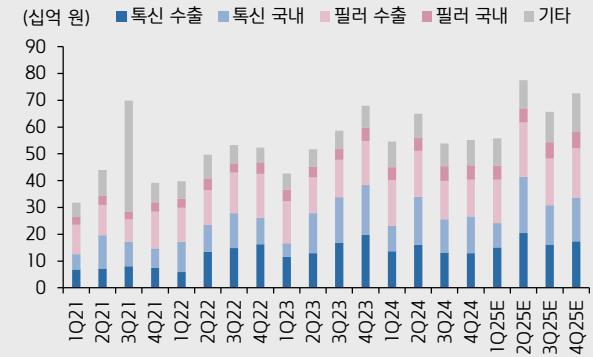
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

### 메디톡스 사업부별 연간 매출액 추이 및 전망



자료: 메디톡스, 키움증권 리서치센터

### 메디톡스 사업부별 분기 매출액 추이 및 전망



자료: 메디톡스, 키움증권 리서치센터

## 메디톡스(086900): 2분기의 수출, 허가 획득, 공장 가동 주목

충북 청주시 톡신 월간 관세청 수출 데이터



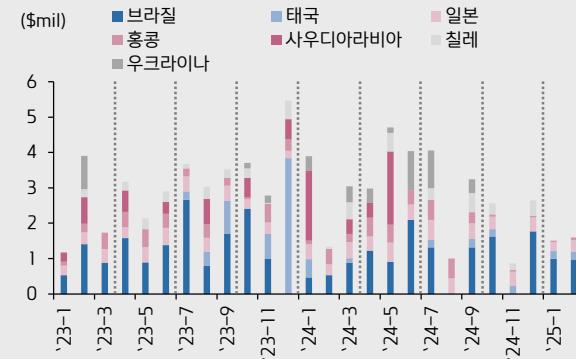
주) 메디톡스 추정, HS 코드: 3002.49.1000  
자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

메디톡스 시가총액 추이 분석



자료: FnGuide, 메디톡스, 언론보도, 키움증권 리서치센터

충북 청주시 주요 국가별 톡신 관세청 수출 데이터



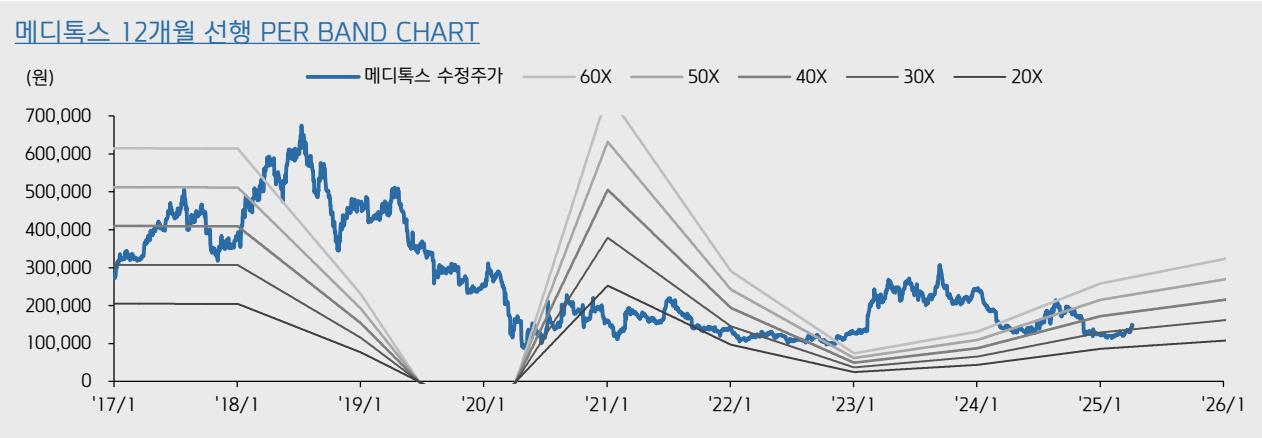
주) 메디톡스 추정, HS 코드: 3002.49.1000  
자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

메디톡스 목표주가 산정 내용

2025년 EPS 전망치	4,312원
목표 PER	43배
목표 주가	185,425원
조정	190,000원
현재 주가	139,000원
상승 여력	36.7%

자료: 키움증권 리서치센터

## 메디톡스(086900): 2분기의 수출, 허가 획득, 공장 가동 주목



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

## 메디톡스(086900) 재무제표

## 프괄손익계산서

12월 결산, IFRS 연결					
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	221.1	228.6	271.7	306.4	349.9
매출원가	87.2	89.6	102.4	111.6	126.4
매출총이익	133.9	139.0	169.3	194.9	223.5
판권비	116.5	118.7	129.0	145.9	160.4
영업이익	17.3	20.3	40.3	48.9	63.1
EBITDA	32.7	40.3	60.3	66.9	79.1
영업외손익	-1.5	-2.8	-4.0	-3.6	-3.1
이자수익	0.9	0.9	1.1	1.5	2.0
이자비용	2.3	1.7	1.7	1.7	1.7
외환영향이익	5.5	7.7	5.1	5.1	5.1
외환영향손실	5.0	3.3	2.1	2.1	2.1
증속 및 관계기업손익	-5.6	-1.2	-0.5	-0.5	-0.5
기타	5.0	-5.2	-5.9	-5.9	-5.9
법인세차감전이익	15.9	17.5	36.3	45.3	59.9
법인세비용	6.2	1.4	3.0	3.7	4.9
계속사업수익	9.7	16.1	33.4	41.6	55.1
당기순이익	9.7	16.1	33.4	41.6	55.1
지배주주수익이익	9.8	17.0	33.4	41.6	55.1
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	13.3	3.4	18.9	12.8	14.2
영업이익 증감률	-62.9	17.3	98.5	21.3	29.0
EBITDA 증감률	-47.1	23.2	49.6	10.9	18.2
지배주주수익이익 증감률	-73.5	73.5	96.5	24.6	32.5
EPS 증감률	-74.5	72.4	96.8	24.8	32.2
매출액이익률(%)	60.6	60.8	62.3	63.6	63.9
영업이익률(%)	7.8	8.9	14.8	16.0	18.0
EBITDA Margin(%)	14.8	17.6	22.2	21.8	22.6
지배주주수익률(%)	4.4	7.4	12.3	13.6	15.7

## 현금흐름표

12월 결산, IFRS 연결					
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동으로부터의 현금흐름	13.5	36.6	52.1	62.7	69.8
당기순이익	9.7	16.1	33.4	41.6	55.1
비현금항목의 감소	31.8	34.2	41.5	39.7	38.6
유형자산감가상각비	12.8	16.6	16.0	14.2	12.5
무형자산감가상각비	2.6	3.4	4.0	3.8	3.5
지분법평가는손익	-13.0	-8.3	-0.5	-0.5	-0.5
기타	29.4	22.5	22.0	22.2	23.1
영업활동으로부터증감	-16.1	-8.2	-21.2	-16.7	-21.2
매출채권및기타채권의감소	-35.6	4.3	-11.1	-8.9	-11.1
재고자산의감소	-8.9	-3.4	-12.1	-9.8	-12.2
매입채무및기타채무의증가	19.5	-3.4	2.2	2.2	2.4
기타	8.9	-5.7	-0.2	-0.2	-0.3
기타현금흐름	-11.9	-5.5	-1.6	-1.9	-2.7
투자활동으로부터의현금흐름	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
재무활동으로부터의현금흐름	-13.5	-24.0	-5.1	-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	0.0	-7.3	-7.3
기타	-4.4	-5.0	-5.1	-5.1	-5.1
기타현금흐름	-0.7	1.1	-15.1	-7.8	-7.8
현금 및 현금성자산의 손증가	12.6	12.9	12.5	23.0	30.0
기초현금 및 현금성자산	20.7	33.2	46.2	58.6	81.6
기말현금 및 현금성자산	33.2	46.2	58.6	81.6	111.6

자료 : 키움증권 리서치센터



## 재무상태표

12월 결산, IFRS 연결					
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	166.2	186.6	223.0	265.6	320.0
현금 및 현금성자산	33.2	46.2	58.6	81.6	111.6
단기금융자산	1.0	13.4	14.1	14.8	15.5
매출채권 및 기타채권	68.1	58.7	69.7	78.6	89.8
재고자산	59.6	64.3	76.4	86.1	98.3
기타유동자산	4.3	4.0	4.2	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	643.1	679.3	729.2
유동부채	126.6	117.6	119.8	121.9	124.3
매입채무 및 기타채무	35.2	36.1	38.3	40.5	42.9
단기금융부채	81.6	70.7	70.7	70.7	70.7
기타유동부채	9.8	10.8	10.8	10.7	10.7
비유동부채	106.6	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	146.6	148.7	151.1
자본지분	469.5	466.5	492.3	526.3	573.8
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	451.3	485.6	533.3
비자본지분	5.0	4.3	4.3	4.3	4.3
자본총계	474.5	470.8	496.6	530.6	578.1
투자자료					
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지급원(원)					
EPS	1,270	2,191	4,312	5,381	7,114
BPS	60,661	60,275	63,607	68,008	74,142
CFPS	5,400	6,493	9,674	10,515	12,095
DPS	1,100	0	1,100	1,100	1,100
주가배수(배)					
PER	189.7	57.0	34.1	27.3	20.7
PER(최고)	249.1	113.0	35.2		
PER(최저)	97.1	52.9	26.0		
PBR	3.97	2.07	2.31	2.16	1.98
PBR(최고)	5.22	4.11	2.39		
PBR(최저)	2.03	1.92	1.76		
PSR	8.37	4.22	4.19	3.72	3.25
PCFR	44.6	19.2	15.2	14.0	12.2
EV/EBITDA	55.4	23.5	18.2	16.1	13.2
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주·현금)	76.4	0.0	22.0	17.6	13.3
배당수익률(%·보통주·현금)	0.5	0.0	0.7	0.7	0.7
ROA	1.6	2.6	5.3	6.3	7.8
ROE	2.2	3.6	7.0	8.2	10.0
ROIC	1.9	3.5	10.3	12.5	16.1
매출채권회전율	3.7	3.6	4.2	4.1	4.2
재고자산회전율	3.9	3.7	3.9	3.8	3.8
부채비율	28.9	30.7	29.5	28.0	26.1
순자금비율(현금)	10.2	6.9	3.9	-0.8	-6.1
이자보상倍(현금)	7.4	11.8	23.3	28.3	36.5
총자금	82.8	91.9	91.9	91.9	91.9
순자금	48.6	32.4	19.3	-4.5	-35.2
NOPLAT	32.7	40.3	60.3	66.9	79.1
FCF	-31.8	5.9	35.9	46.2	52.7

## 휴젤(145020): 중국과 한국은 날씨 맑음, 미국은 맑을 수도

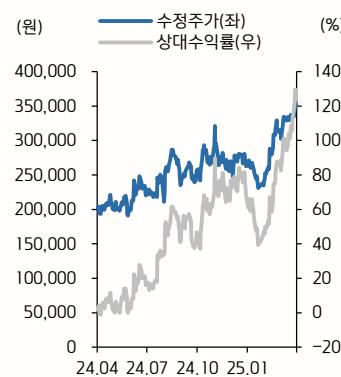
Buy (Maintain)

의료기기 Analyst 신민수 alstn0527@kiwoom.com

목표주가: 430,000원

주가(4/7): 323,000원

KOSDAQ (4/7)	651.30pt
시가총액	40,711억 원
52주 주가동향	최고가 최저가 358,000원 191,000원
최고/최저가대비	-9.8% 69.1%
주가수익률	절대 상대 1M 6.8% 19.3% 6M 27.7% 52.6% 1Y 58.3% 109.2%
발행주식수	12,604천주
일평균 거래량(3M)	73천주
외국인 지분율	54.8%
배당수익률(25E)	0.0%
BPS(25E)	79,532원
주요 주주	Aphrodite Holdings 42.5%



## ◎ 국내와 해외에서의 성장세 견조할 1Q25

- 1Q25 매출액 917억(YoY +23.3%), 영업이익 370억 원(YoY +54.5%, 영업이익률 40.4%) 추정
- 국내 매출액 기준 특신과 필러 시장 점유율 1위 업체답게 방한 외국인 관광객 수해 전망
  - ▶ 1Q25 국내 특신 매출액 210억(YoY +22.4%), 필러 매출액 69.8억(YoY +9.9%) 추정
- 중국 특신, 필러 파트너사 사화제약의 에스테틱 사업부 매출 고성장세와 재고자사 회전율 개선세 지속 전망
  - ▶ 1Q25 중국 특신 매출액 145억(YoY +43.1%), 필러 매출액 142억(YoY +18.6%) 추정

## ◎ 관세가 오히려 2Q25 실적 모멘텀으로 반영될 가능성 존재

- '25년 매출액 4,592억(YoY +23.1%), 영업이익 2,190억(YoY +31.7%, 영업이익률 47.7%) 전망
- 의약품 관세 별도 지정될 수도 있어 관세 리스크 회피 위한 선제적인 2Q25 미국향 수출 가능성 존재
  - ▶ 현재 25년 여간 미국 특신 수출 300억에서 추후 발표되는 내용에 따라 상향 조정 가능
- 관세 영향 없는 중국을 비롯한 아시아권과 국내에서의 매출액 각각 YoY +18.8%, +16.3% 견고할 것으로 전망

## ◎ 투자의견 Buy 유지, 목표주가 43만 원으로 상향

- '25년 EPS 전망치 14,358원에 목표 PER 30배를 적용하여 목표주가 430,000원 제시(기존 대비 +22.9% 상향)
- 구조적으로 '21~'22년보다 낮은 밸류에이션 받을 필요 없고, 단기적인 실적 모멘텀 가속화로 목표 PER 30배 적용
- 약 4,000억 원의 풍부한 현금 보유 중, M&A뿐만 아니라 자사주 매입 소각 통한 기계적 주가 추가 상승 기대 가능

(십억 원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	319.7	373.0	459.2	550.3	644.1
영업이익	117.8	166.2	219.0	265.5	319.2
EBITDA	131.6	181.3	235.7	280.2	332.2
세전이익	133.3	165.2	232.0	286.4	349.6
순이익	97.7	143.1	181.0	223.4	272.7
지배주주순이익	93.1	135.8	181.0	223.4	272.7
EPS(원)	7,517	10,985	14,358	17,726	21,635
증감률(% YoY)	62.4	46.1	30.7	23.5	22.1
PER(배)	19.9	25.5	24.4	19.8	16.2
PBR(배)	2.40	4.40	4.41	3.56	2.88
EV/EBITDA(배)	11.4	17.6	16.5	13.1	10.2
영업이익률(%)	36.8	44.6	47.7	48.2	49.6
ROE(%)	12.1	17.5	20.0	19.9	19.6
순차입금비율(%)	-49.8	-45.5	-54.8	-62.2	-68.1

자료: 키움증권 리서치센터

## 휴젤(145020): 중국과 한국은 날씨 맑음, 미국은 맑을 수도

## 휴젤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
<b>매출액</b>	<b>74.3</b>	<b>95.4</b>	<b>105.1</b>	<b>98.2</b>	<b>91.7</b>	<b>122.4</b>	<b>109.2</b>	<b>135.9</b>	<b>373.0</b>	<b>459.2</b>	<b>550.3</b>
YoY	15.4%	17.0%	23.9%	10.4%	23.3%	28.3%	3.9%	38.4%	16.7%	23.1%	19.8%
통신	34.1	50.6	64.1	53.2	44.2	69.1	60.8	80.2	202.0	254.2	303.5
필러	29.3	36.5	29.9	31.9	34.2	41.5	35.0	38.6	127.6	149.4	178.5
화장품	9.5	6.6	9.0	11.7	11.4	10.2	11.3	14.2	36.8	47.1	59.0
리프팅실 등 의료기기	1.3	0.9	1.8	1.3	1.4	1.1	1.6	2.4	5.3	6.5	7.0
기타	0.2	0.8	0.2	0.0	0.5	0.5	0.5	0.5	1.2	2.0	2.2
매출원가	17.2	23.9	22.2	22.4	21.2	26.6	26.3	29.6	85.8	103.7	123.2
매출원가율	23.2%	25.1%	21.2%	22.8%	23.2%	21.7%	24.1%	21.8%	23.0%	22.6%	22.4%
매출총이익	57.1	71.5	82.9	75.8	70.4	95.9	82.9	106.3	287.2	355.5	427.0
매출총이익률	76.8%	74.9%	78.8%	77.2%	76.8%	78.3%	75.9%	78.2%	77.0%	77.4%	77.6%
판매비와관리비	33.1	29.1	29.5	29.3	33.4	34.6	32.9	35.5	120.9	136.5	161.5
판관비율	44.6%	30.5%	28.1%	29.8%	36.4%	28.3%	30.1%	26.1%	32.4%	29.7%	29.3%
<b>영업이익</b>	<b>24.0</b>	<b>42.4</b>	<b>53.4</b>	<b>46.5</b>	<b>37.0</b>	<b>61.2</b>	<b>50.0</b>	<b>70.7</b>	<b>166.3</b>	<b>219.0</b>	<b>265.5</b>
YoY	29.5%	51.6%	54.5%	26.6%	54.5%	44.3%	-6.3%	52.1%	41.2%	31.7%	21.3%
영업이익률	32.2%	44.5%	50.8%	47.4%	40.4%	50.0%	45.8%	52.1%	44.6%	47.7%	48.3%
<b>당기순이익</b>	<b>22.7</b>	<b>37.0</b>	<b>42.0</b>	<b>41.5</b>	<b>27.5</b>	<b>51.7</b>	<b>40.5</b>	<b>61.2</b>	<b>143.2</b>	<b>181.0</b>	<b>223.4</b>
YoY	33.8%	72.7%	1.1%	134.3%	21.1%	39.8%	-3.6%	47.7%	46.6%	26.4%	23.5%
당기순이익률	30.6%	38.8%	40.0%	42.2%	30.0%	42.2%	37.1%	45.1%	38.4%	39.4%	40.6%

자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

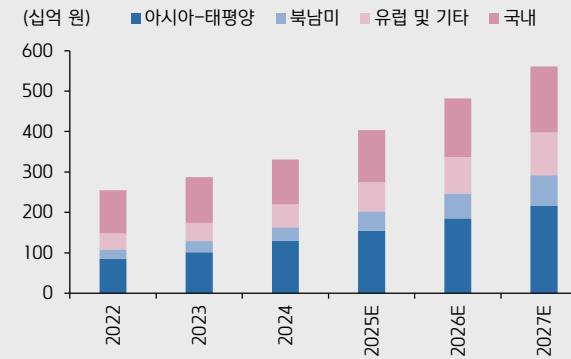
## 휴젤(145020): 중국과 한국은 날씨 맑음, 미국은 맑을 수도

### 휴젤 사업부별 연간 매출액 추이 및 전망



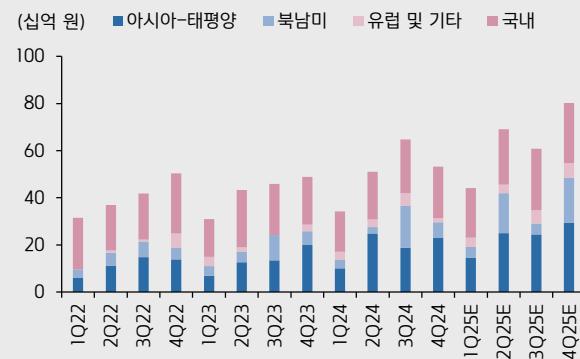
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

### 휴젤 지역별 연간 매출액 추이 및 전망



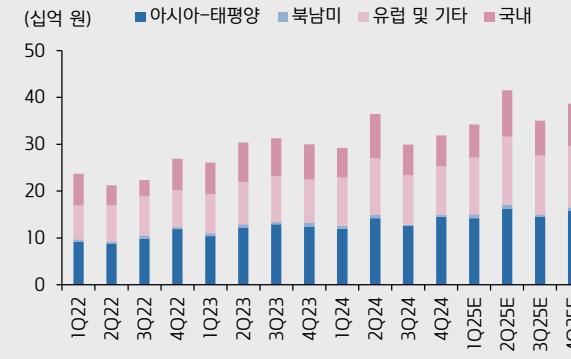
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

### 휴젤 지역별 분기 톡신 매출액 추이 및 전망



자료: 휴젤, 키움증권 리서치센터

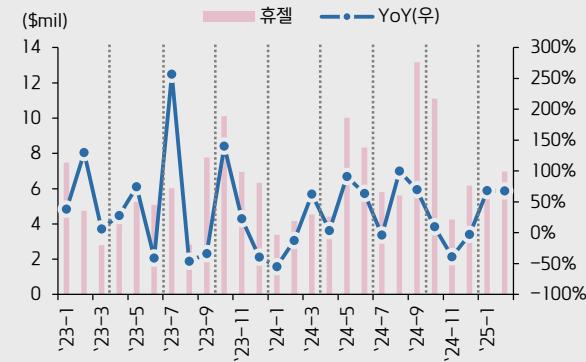
### 휴젤 지역별 분기 필러 매출액 추이 및 전망



자료: 휴젤, 키움증권 리서치센터

## 휴젤(145020): 중국과 한국은 날씨 맑음, 미국은 맑을 수도

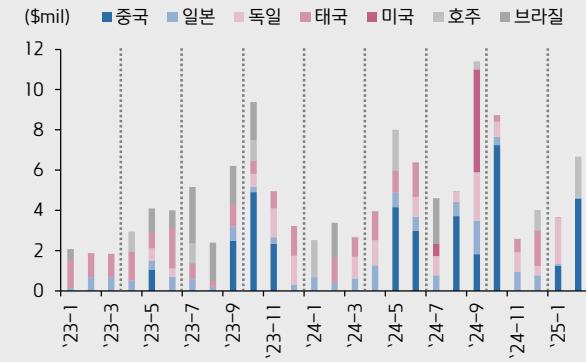
강원도 춘천시 톡신 월간 관세청 수출 데이터



주) 휴젤 추정, HS 코드: 3002.49.1000

자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

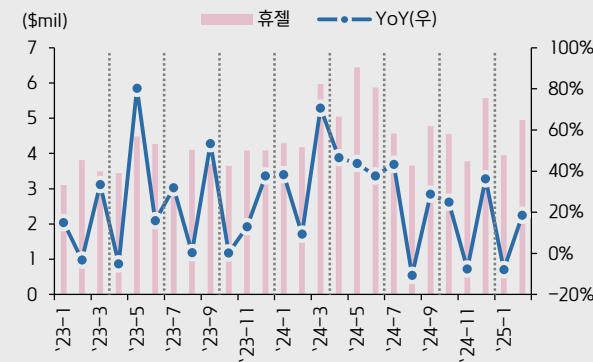
강원도 춘천시 주요 국가별 톡신 관세청 수출 데이터



주) 휴젤 추정, HS 코드: 3002.49.1000

자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

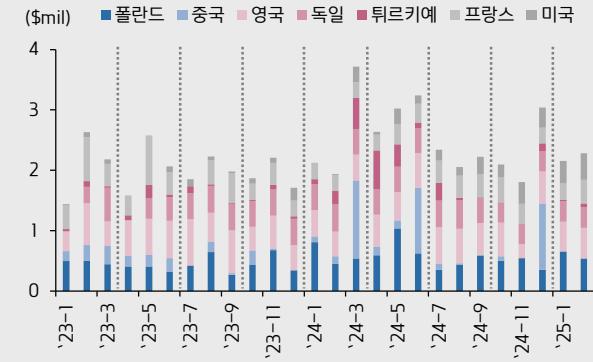
강원도 춘천시 필러 월간 관세청 수출 데이터



주) 휴젤 추정, HS 코드: 3304.99.9000

자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

강원도 춘천시 주요 국가별 필러 관세청 수출 데이터

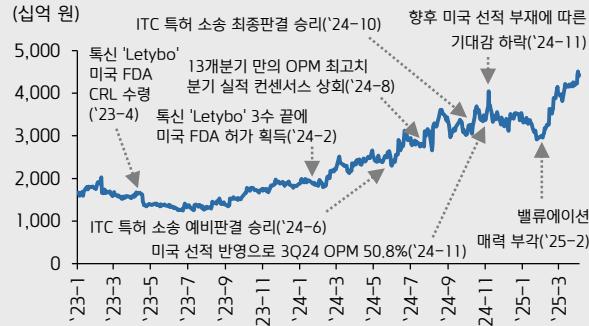


주) 휴젤 추정, HS 코드: 3304.99.9000

자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

## 휴젤(145020): 중국과 한국은 날씨 맑음, 미국은 맑을 수도

### 휴젤 시가총액 추이 분석



자료: FnGuide, 휴젤, 언론보도, 키움증권 리서치센터

### 휴젤 목표주가 산정 내용

2025년 EPS 전망치	14,358원
목표 PER	30배
목표 주가	430,737원
조정	430,000원
현재 주가	323,000원
상승 여력	33.1%

자료: 키움증권 리서치센터

### 휴젤 12개월 선행 PER 추이 분석

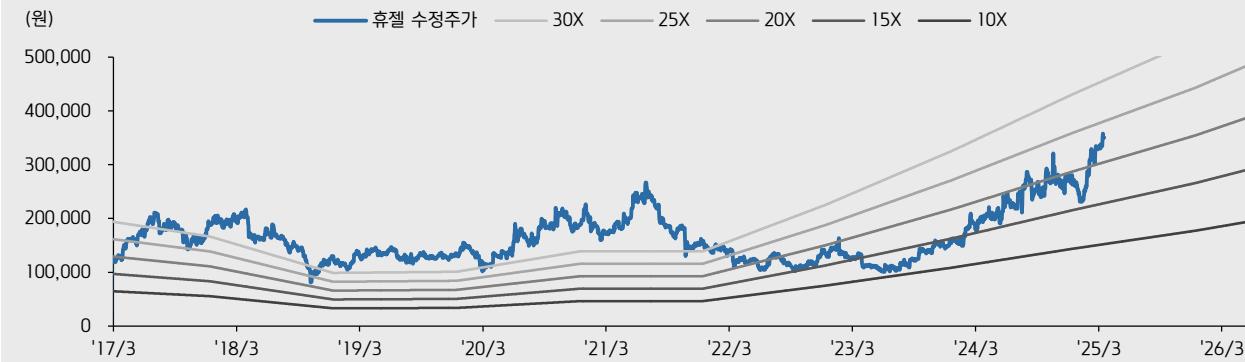


주) 붉은 계열은 PER 상승 국면, 푸른 계열은 PER 하락 국면

자료: FnGuide, 휴젤, 언론보도, 키움증권 리서치센터

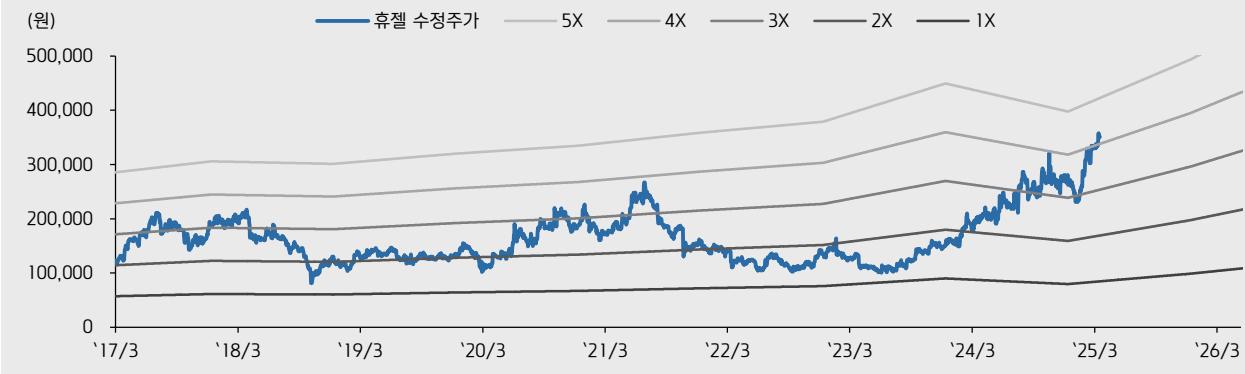
## 휴젤(145020): 중국과 한국은 날씨 맑음, 미국은 맑을 수도

휴젤 12개월 선행 PER BAND CHART



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

휴젤 12개월 선행 PBR BAND CHART



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

## 휴젤(145020) 재무제표

## 프괄손익계산서

12월 결산, IFRS 연결					
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	319.7	373.0	459.2	550.3	644.1
매출원가	73.5	85.9	103.7	123.2	141.8
매출총이익	246.2	287.2	355.5	427.0	502.3
판권비	128.4	120.9	136.5	161.5	183.1
영업이익	117.8	166.2	219.0	265.5	319.2
EBITDA	131.6	181.3	235.7	280.2	332.2
영업외손익	15.5	-1.0	13.0	20.9	30.4
이자수익	17.6	14.7	21.2	29.1	38.6
이자비용	2.9	1.2	1.2	1.2	1.2
외환영향이익	5.4	9.1	4.0	4.0	4.0
외환영향손실	3.8	3.1	1.2	1.2	1.2
증속 및 관계기업손익	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
기타	-0.6	-20.2	-9.5	-9.5	-9.5
법인세차감전이익	133.3	165.2	232.0	286.4	349.6
법인세비용	35.6	22.0	51.0	63.0	76.9
계속사업부손익	97.7	143.1	181.0	223.4	272.7
당기순이익	97.7	143.1	181.0	223.4	272.7
자체주주손이익	93.1	135.8	181.0	223.4	272.7
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	13.5	16.7	23.1	19.8	17.0
영업이익 증감률	16.2	41.1	31.8	21.2	20.2
EBITDA 증감률	14.1	37.8	30.0	18.9	18.6
자체주주손이익 증감률	62.4	45.9	33.3	23.4	22.1
EPS 증감률	62.4	46.1	30.7	23.5	22.1
매출액이익률(%)	77.0	77.0	77.4	77.6	78.0
영업이익률(%)	36.8	44.6	47.7	48.2	49.6
EBITDA Margin(%)	41.2	48.6	51.3	50.9	51.6
자체주주손이익률(%)	29.1	36.4	39.4	40.6	42.3

## 현금흐름표

12월 결산, IFRS 연결					
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동으로부터의 현금흐름	117.7	149.1	171.7	211.5	258.7
당기순이익	97.7	143.1	181.0	223.4	272.7
비현금항목의 감소	42.9	48.2	46.2	48.3	50.9
유형자산감가상각비	9.4	10.5	11.6	9.9	8.4
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	29.9	33.9	38.2
영업활동자산부채증감	-1.9	-19.3	-24.4	-25.1	-25.4
매출채권및기타채권의 감소	8.0	-1.9	-12.2	-12.9	-13.3
재고자산의 감소	-8.0	-9.2	-9.9	-10.4	-10.7
매입채무및기타채무의 증가	-0.2	-0.3	-2.2	-1.6	-1.1
기타	-1.7	-7.9	-0.1	-0.2	-0.3
기타현금흐름	-21.0	-22.9	-31.1	-35.1	-39.5
투자활동으로부터의 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
투자자산의 감소(증가)	66.2	-6.8	-4.5	-4.5	-4.5
단기금융자산의 감소(증가)	23.7	82.9	-14.7	-15.4	-16.2
기타	-31.1	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4
재무활동으로부터의 현금흐름	-187.1	-172.1	0.4	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	0.0	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	172.0	211.0	257.5
기초현금 및 현금성자산	131.8	106.0	130.1	302.1	513.2
기말현금 및 현금성자산	106.0	130.1	302.1	513.2	770.7

자료 : 키움증권 리서치센터



## 재무상태표

12월 결산, IFRS 연결					
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	567.8	522.9	731.8	981.7	1,279.7
현금 및 현금성자산	106.0	130.1	302.1	513.1	770.6
단기금융자산	375.9	293.0	307.7	323.1	339.2
매출채권 및 기타채권	49.4	52.9	65.1	78.0	91.3
재고자산	34.3	42.6	52.5	62.9	73.6
기타유동자산	2.2	4.3	4.4	4.6	5.0
비유동자산	361.5	416.5	404.1	393.6	384.9
투자자산	23.5	30.0	34.2	38.4	42.6
유형자산	134.7	151.0	139.3	129.5	121.1
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	1,135.9	1,375.3	1,664.5
유동부채	57.4	61.1	58.9	57.3	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	31.2	31.2	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
자본비지분	747.3	803.8	1,002.4	1,243.5	1,533.9
자본금	6.3	6.6	6.6	6.6	6.6
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	1,251.5	1,474.9	1,747.6
비자본비지분	32.4	37.0	37.0	37.0	37.0
자본총계	779.7	840.8	1,039.5	1,280.5	1,570.9
투자자료					
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	7,517	10,985	14,358	17,726	21,635
BPS	62,204	63,772	79,532	98,660	121,697
CFPS	11,354	15,478	18,021	21,556	25,676
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	19.9	25.5	24.4	19.8	16.2
PER(최고)	22.2	29.7	25.7		
PER(최저)	13.3	13.4	15.9		
PBR	2.40	4.40	4.41	3.56	2.88
PBR(최고)	2.68	5.11	4.64		
PBR(최저)	1.60	2.31	2.88		
PSR	5.79	9.30	9.63	8.04	6.87
PCFR	13.2	18.1	19.5	16.3	13.7
EV/EBITDA	11.4	17.6	16.5	13.1	10.2
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	17.4	17.8	17.9
ROE	12.1	17.5	20.0	19.9	19.6
ROIC	24.8	33.1	43.1	51.1	59.7
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	9.3	7.4	6.0
순자이익비율	-49.8	-45.5	-54.8	-62.2	-68.1
이자보상배수(현금)	40.1	141.1	185.8	225.3	270.9
총자이금	93.6	40.2	40.2	40.2	40.2
순자이금	-388.3	-382.9	-569.5	-795.9	-1,069.6
NOPLAT	131.6	181.3	235.7	280.2	332.2
FCF	81.5	85.9	163.1	196.7	236.5

# 투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

## ◎ Compliance Notice

- 당사는 4월 7일 현재 보고서에 언급된 종목들 중 발행주식은 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## ◎ 고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 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 관련 법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

## ◎ 투자의견 적용기준

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

## ◎ 투자등급 비율 통계 (2024/04/01~2025/03/31)

매수	중립	매도
95.90%	4.10%	0.00%

## 투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

## 투자의견 변동내역 (2개년)

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					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		

## 목표주가 추이 (2개년)

## 파마리서치 (214450)



종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
원텍 (336570)	2023-11-09	Buy(Initiate)	16,000원	6개월	-41.40	-32.25
	2024-01-30	Buy(Maintain)	15,000원	6개월	-47.21	-45.73
	2024-02-06	Buy(Maintain)	15,000원	6개월	-38.60	-22.87
	2024-05-29	Buy(Maintain)	10,000원	6개월	-23.32	-16.50
	2024-07-19	Buy(Maintain)	10,000원	6개월	-26.73	-16.50
	2024-08-16	Buy(Maintain)	8,000원	6개월	-22.06	-10.00
	2024-11-15	Buy(Maintain)	6,500원	6개월	-15.37	13.69
	2025-04-07	Buy(Maintain)	10,000원	6개월		

## 원텍 (336570)



## 투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

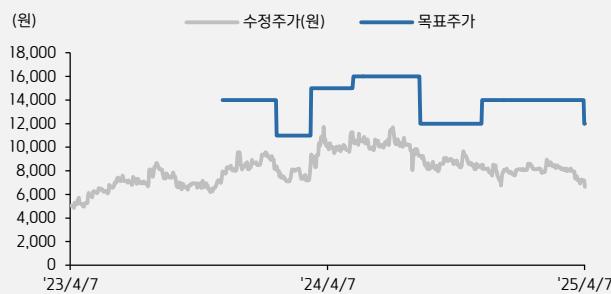
## 투자의견 변동내역 (2개년)

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

종목명	일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		
				목표 가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비
비울 (335890)	2023-11-09	Buy(Initiate)	14,000원	6개월	-38.54	-31.50
	2024-01-25	Buy(Maintain)	11,000원	6개월	-29.75	-23.82
	2024-02-06	Buy(Maintain)	11,000원	6개월	-30.62	-22.91
	2024-03-14	Buy(Maintain)	15,000원	6개월	-33.43	-21.80
	2024-05-13	Buy(Maintain)	16,000원	6개월	-35.78	-26.88
	2024-08-16	Buy(Maintain)	12,000원	6개월	-27.97	-19.42
	2024-11-12	Buy(Maintain)	14,000원	6개월	-42.70	-36.07
	2025-04-07	Buy(Maintain)	12,000원	6개월		

## 목표주가 추이 (2개년)

## 비울 (335890)



종목명	일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		
				목표 가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비
메디톡스 (086900)	2024-11-28	Buy(Initiate)	160,000원	6개월	-21.35	-6.63
	2025-04-07	Buy(Maintain)	190,000원	6개월		

## 메디톡스 (086900)



## 투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

## 투자의견 변동내역 (2개년)

\*주가는 수정주가를 기준으로 고리율을 산출하였음.

종목명	일자	투자의견	목표주가	고리율(%)		
				목표 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		

## 목표주가 추이 (2개년)

## 휴젤 (145020)

