

2025. 5. 9.

키움증권 리서치센터 | 미국기업분석

의료기기 Analyst 신민수 alstn0527@kiwoom.com

RA 오치호 ch5@kiwoom.com



Evolus (EOLS.US)

LOVE US

- 대웅제약의 보툴리눔 톡신을 미국에 출시하여 점유율 2위로 끌어올린 유통업체
- 1Q25 실적 컨센서스 소폭 하회, 대신 시장 성장 뛰어넘는 M/S 상승 노리는 중
- 4/18일 필러 제품 미국 출시로 분기를 거듭할수록 톡신과의 시너지 효과 기대 가능

1Q25 실적은 기대치 하회했으나 가이던스 유지하며 주가 선방

1Q25 실적은 매출액 \$68.5M(약 956 억 원, YoY +15.5%), 영업이익 -\$15.2M(약 -212 억 원, YoY 적자 유지, OPM -22.1%), non-GAAP 당기순이익 -\$18.9M(약 -264 억 원, YoY 적자 유지, NPM -27.6%)를 기록했다. 매출액, 영업이익, 순이익은 각각 컨센서스 \$72.4M, -\$7.1M, -\$16.9M 대비 -5.4%, -\$8.1M, -\$2.0M 하회하였다. 대신 여전히 어려운 미국 에스테틱 업황 속에서 신제품 출시와 더불어 **매출액 가이던스를 유지하면서 after-market 주가 -17.5% ▶ -1.8%로 마감했다.**

톡신: 1Q25 까지는 매출액이 전부 보툴리눔 톡신 'Jeuveau'를 판매한 금액으로, YoY+ 15.5%의 성장세를 보였다. 톡신의 원조 제품인 Allergan Aesthetics(AbbVie)의 'Botox Cosmetics'가 1Q25 매출액 \$556M(YoY -12.3%), 특히 미국 지역 매출액은 \$295M(YoY -24.3%)로 부진한 모습을 보인 것과 다르게 상대적으로 강한 성장세를 시현 중이다.

필러: 지난 4/18 일, HA 필러 'Evolysse FORM', 'Evolysse SMOOTH'가 미국에 정식 런칭됐다. 톡신과 필러는 공급자와 수요자 모두 동시에 맞는 것을 선호하기에 영업 과정에서 시너지 효과를 발휘할 수 있을 것으로 기대된다. 또한, 톡신 시장과 비슷하게 업계 선두인 Allergan 의 필러 'Juvederm'이 1Q25 매출액 \$315M(YoY flat), 특히 미국 지역 매출액은 \$270M(YoY -3.5%)로 부진한 모습을 보이고 있어 후발주자로서 틈을 노려볼 수 있는 상황이다.

가이던스: 관세 반영하더라도 단기와 장기 목표치 그대로 유지

동사는 '25년 연간 매출액 가이던스를 \$345M~355M(YoY +28.7% ~ +32.5%)로 유지했다. 새롭게 출시한 필러 제품들은 '25년 8~10%의 매출 기여도를 보일 것으로 전망하였고, 이에 따라 나머지 90%의 매출액은 톡신에서 비롯됨을 추정할 수 있다. **톡신의 매출액 성장세는 YoY +20% 수준으로 양호한 흐름을 이어갈 예정이다.** 이러한 '25년

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('25. 5. 7.): \$11.76

목표주가 컨센서스: \$23.83

▶ 투자의견 컨센서스

매수	보유
100%	0%

Stock Data

산업분류	제약
S&P 500 (5/7)	5,631.28
현재주가/목표주가	11.76 / 23.83
52주 최고/최저 (\$)	17.82 / 8.67
시가총액 (백만 \$)	758
유통주식 수 (백만 주)	56
일평균거래량 (3M)	850,775

Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	202	266	349	464
영업이익	-23	0	11	71
OPM(%)	-11.6	0.1	3.3	15.3
순이익	-36	-16	-7	46
EPS	-0.6	-0.3	-0.1	0.7
증가율(%)	적지	적지	적지	흑전
PER(배)	N/A	N/A	N/A	16.8
PBR(배)	N/A	127.0	-	19.6
ROE(%)	N/A	207.8	N/A	117.2
배당수익률(%)	0.0	0.0	-	-

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	6.5	14.8	-17.7	-12.4
S&P Index	-4.3	11.2	-5.7	8.6



자료: 데이터 스트리밍 컨센서스, 키움증권 리서치

가이던스는 'Evolysse' 관련 관세 영향을 감안하더라도 달성 가능하다는 것이 회사의 입장이다.

'25년 연간 non-GAAP 영업비용도 \$230M~240M으로 유지하며 '25년에 연간 연결 non-GAAP 영업이익을 흑자로 전환시키겠다는 목표 또한 그대로 두었다. 동사는 신제품 출시 효과는 시간이 지나면서 강력해지며 4Q25에 영업이익이 집중적으로 발생할 것으로 예상하고 있다.

대부분의 해외 의료기기 업체들이 관세로 인한 영향을 외형이 아닌 비용에 반영하여 이익률을 낮추고 있기에 매출액 가이던스를 그대로 유지했다는 것이 놀라운 일은 아니다. 그럼에도 이익에 대한 자신감도 드러내고 있어 산업의 전반적인 분위기와는 다르게 기업 개별적으로 질할 수 있다는 편더멘탈을 과시하고 있다.

'28년 연간 매출액 목표치 \$700M, non-GAAP 영업이익률 최소 20% 달성이라는 장기 비전도 그대로 유지하였다.

M/S 1% 상승은 <주요 Q&A>

연간 매출 280억 상승과 같음

시장 1% 성장은

연간 매출 42억 상승과 같음

= 시장 **둔화되더라도**

개별적으로 잘하면 매출액

목표치 달성 가능

Q. 미국 특신 시장에서 점유율 잘 늘어나고 있을지?

A. 꾸준히 증가하는 중. 시장 점유율을 1% 상승시킨다는 것은 연간 매출액 기준 \$20M(약 281 억 원) 이상의 가치를 가짐. 시장이 1% 성장한다는 것을 연간 매출액으로 환산하면 약 \$3M(약 42 억 원)의 가치가 커지는 것과 비슷함.

(= 질의응답 후반부에서 재차 언급되는데, 이를 환산하면 **시장 성장률이 1% 낮아지더라도 시장 점유율을 0.143% 높이면 매출액 목표치를 달성할 수 있음**)

특신 시장 성장률 하향 조정
(MSD ▶ LSD)

그 이유는 신규 환자 유입 ↓

당사는 올해의 특신 시장 성장률 전망치를 한자릿수 증반(MSD: mid-single-digit)에서 한자릿수 초반(LSD: low-single-digit)으로 **하향 조정**했음. 시장 성장이 더뎌지는 이유는 **신규 환자 유입이 줄어든 것으로** 보고 있음.

필러로 인한 관세 영향

'25년 \$2M 이하 추정 중

Q. 미국 관세 영향은 어느 정도로 받을지?

A. 우선 의료기기로 분류되는 필러에 국한되고 있기 때문에 '25년 관세 영향은 \$2M 이하일 것으로 추정함. 이미 '25년 가이던스를 제시할 때 관세 영향을 반영하였음.

유통 기한 3년이나 되는
특신은 선제적인 조치로
미국 내 재고 사전 조정 가능

특신 제품은 아직까지는 관세 제외 품목인데, 상황을 주시하고 있음. 또한, '*Jeuveau*'는 **제품 유통기한이 3년으로 미국 내에서 재고 흐름을 유연하게 사전에 관리할 수 있음**(*With a three-year product shelf life, we are able to proactively manage inventory flows into the U.S.*). 필요하다면 손익계산서에 비용을 반영할 수 있는 여력도 동사는 갖추고 있음.

회사 입장에서 관세 리스크
완화 목적으로 재고를
사전에 확보하고 있음

Q. 관세 회피 목적으로 미리 제품을 사들여서 재고를 선제적으로 비축하는 의료진들이 있었을지?

A. 당사는 **어느 정도 재고를 미리 확보하여 일시적인 관세 리스크를 완화할 수 있도록 조치**를 취하고 있음(*we're taking in as much inventory as is reasonable to ensure that we are protected for some period of time against the tariffs.*)

의료진들이 관세 회피 목적
대량 발주를 요청한 경우는
별로 없었음

다만 **병의원에서 관세 회피 목적으로 미리 대량 발주를 요청하는 패턴 변화는 뚜렷하게 나타나지 않았음**.

현재까지 톡신은 의약품으로 분류되어 세관 처리되는 중

향후 관세 적용에 대한 분류 체계는 아직 불확실함

경기 둔화, 트렌드 변화로 필러 시장 힘든 것은 사실

**4Q24~1Q25 AbbVie의
로열티 프로그램 영향 있었음
그럼에도 M/S 상승 꾸준히
가능하다고 판단**

**업계 선두 제품들과 비슷한
가격 책정**

**로열티 프로그램은 톡신과
필러 모두에 적용됨**

**시장 성장 2개분기 연속
둔화되었으나 그 안에서
당사 M/S는 빠르게 상승함**

**이론적으로 시장 성장을 1%
낮아지더라도 M/S를 0.143%
높히면 가이던스 달성 가능**

Q. 보툴리눔 톡신은 확실하게 의약품으로 분류되어서 관세율이 따로 관리되는 것일지? 규제가 정확하게 어떻게 적용될지 궁금함.

A. 지역별로 제품 분류가 어떻게 진행될지 아직 불확실한 상황. 현재는 동사가 제품을 수입할 때 톡신은 의약품(pharmaceuticals)로 분류되고 있고 세관에서도 의약품으로 처리하는 중.

Q. 필러 시장이 어렵다는 것이 종론인데, 맥크로 경기 둔화 때문일지 아니면 트렌드가 변화해서 필러라는 제품이 뒤쳐지고 있는 것일지?

A. 경기 둔화, 'filler'라는 단어에 대한 부정적 트렌드 둘 다 영향을 미치고 있다고 봄. 동사의 'Evolysse' 필러는 부자연스럽다는 선입견을 바로잡는 것에 초점을 맞추고 영업을 진행하고 있음. 의사들도 이를 소비자들에게 강조하는 중.

Q. 4Q24~1Q25 톡신 시장 위축은 AbbVie의 로열티 프로그램이 주된 요인이었을지? 아니면 다른 원인이 있었을지?

A. 당사도 AbbVie의 로열티 프로그램이 시장에 영향을 준 것을 확인함. 1Q25 매출액에 더욱 많이 반영된 것으로 보는 중. 이를 감안하더라도 당사 톡신 시장 점유율은 꾸준히 성장 가능하다고 보고 있음.

Q. 필러 'Evolysse'의 가격은 공개된 적이 있는지?

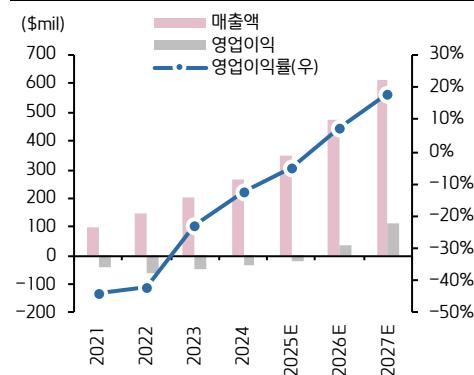
A. 시장을 이끌어가는 제품들과 비슷한 수준으로 가격 책정하였음. 공식적으로 제품 가격을 공개하지는 않음.

당사가 제공하는 로열티 프로그램 'Evolux'에 가입하면, 'Evolysse'도 'Jeuveau'와 비슷하게 누적 구매에 따른 가격 할인 서비스를 제공하고 있음.

Q. '25년 가이던스 자신 있게 유지한 배경이 궁금함. 미국 외 지역 강세를 예상한 것일지, 필러 'Evolysse' 초기 시장 침투를 긍정적으로 본 것일지?

A. 4Q24~1Q25 2개분기 연속으로 시장 성장은 둔화되었으나 당사 M/S는 빠르게 증가하였기에 가이던스를 유지할 수 있었음. 앞서 언급한 것처럼 시장 점유율, 시장 성장을 매출액으로 환산한 것을 생각해보면, 시장 성장률이 1% 낮아진다고 하더라도 시장 점유율을 0.143%(=1/7) 상승시키면 제시한 가이던스 달성 가능함.

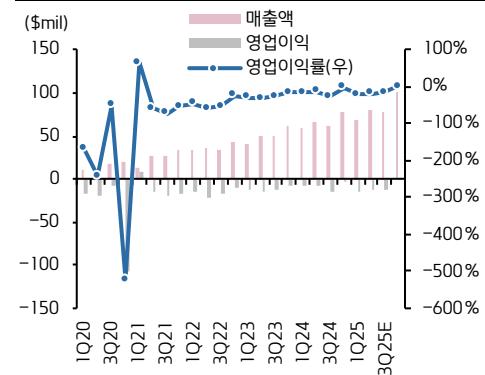
Evolus 연간 실적 추이 및 전망



주) 전망치는 Bloomberg Consensus

자료: Bloomberg, Evolus, 키움증권 리서치센터

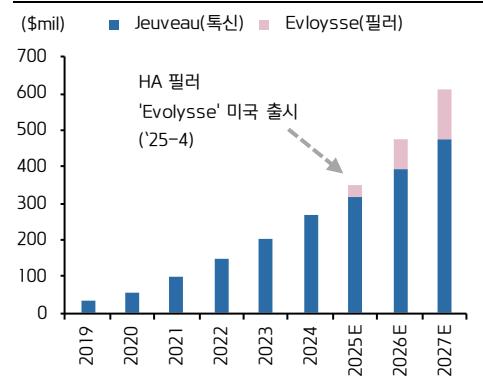
Evolus 분기 실적 추이 및 전망



주) 전망치는 Bloomberg Consensus

자료: Bloomberg, Evolus, 키움증권 리서치센터

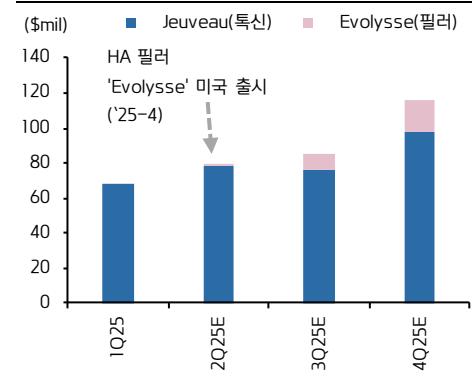
Evolus 연간 제품별 매출액 추이 및 전망



주) 전망치는 Bloomberg Consensus

자료: Bloomberg, Evolus, 키움증권 리서치센터

Evolus 분기 제품별 매출액 추이 및 전망



주) 전망치는 Bloomberg Consensus

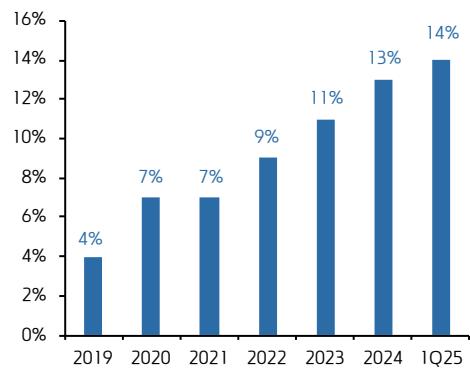
자료: Bloomberg, Evolus, 키움증권 리서치센터

Evolus의 필러 사업 타임라인

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

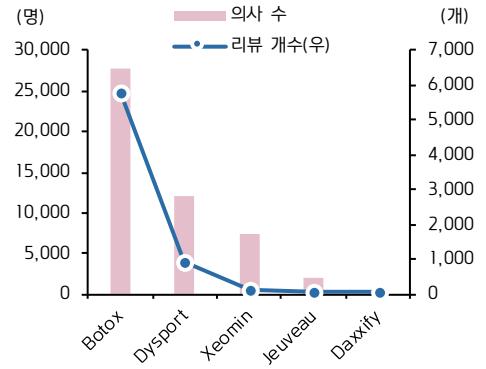
자료: Evolus, 키움증권 리서치센터

Evolus 미국 미용 특신 시장 점유율 추이



자료: Evolus, 키움증권 리서치센터

미국 주요 특신 시술 리뷰 비교



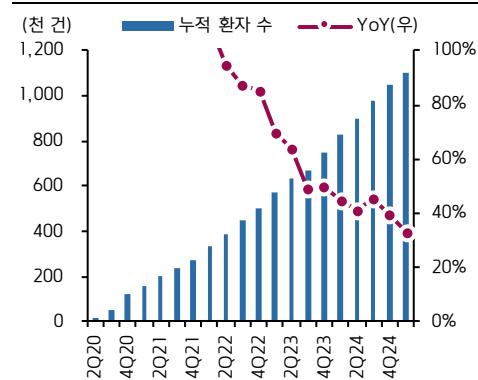
자료: RealSelf, 키움증권 리서치센터

Evolus 분기별 연간 매출액 가이던스 변화 추이

시기	변동	매출액 가이던스(\$mil)	
		하단	상단
'22년 1월	제시	143	150
'22년 5월	유지	143	150
'22년 8월	유지	143	150
'22년 11월	유지	143	150
'22년 실제	가이던스 부합	149	
'23년 1월	제시	180	190
'23년 3월	유지	180	190
'23년 5월	유지	180	190
'23년 8월	상향	185	195
'23년 11월	상향	194	198
'23년 실제	가이던스 상회	202	
'24년 1월	제시	255	265
'24년 3월	유지	255	265
'24년 5월	유지	255	265
'24년 8월	상향	260	270
'24년 11월	하향	260	266
'24년 실제	가이던스 상회	268	
'25년 1월	제시	345	355
'25년 3월	유지	345	355
'25년 5월	유지	345	355

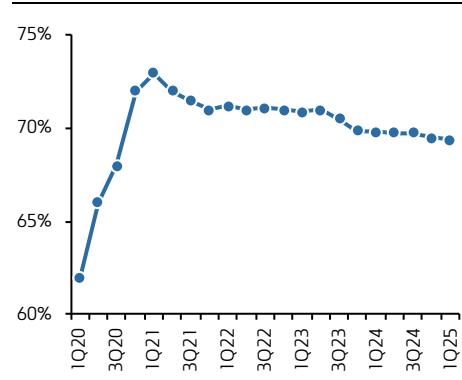
자료: Evolus, 키움증권 리서치센터

특신 'Jeuveau' 구매 고객 계정 증가 추이



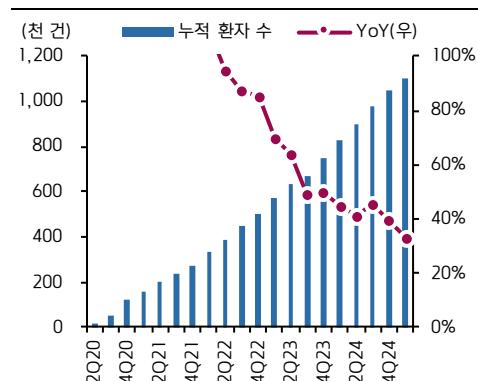
주) 3Q20까지는 YoY +100% 이상 성장
자료: Evolus, 키움증권 리서치센터

특신 'Jeuveau' 구매 고객 계정 중 재주문율



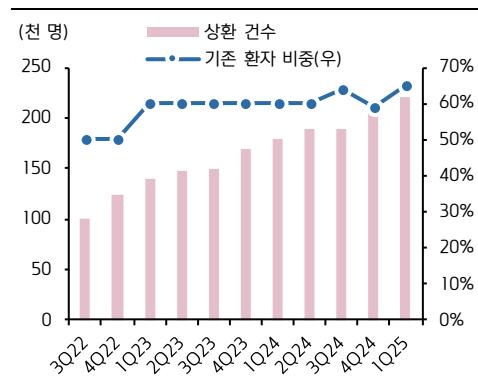
자료: Evolus, 키움증권 리서치센터

Evolus Rewards 프로그램 누적 등록 수 추이



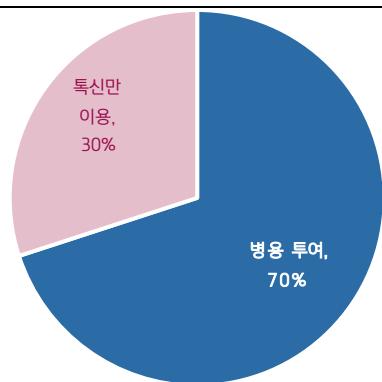
자료: Evolus, 키움증권 리서치센터

분기 Rewards 프로그램 상환 건수 추이



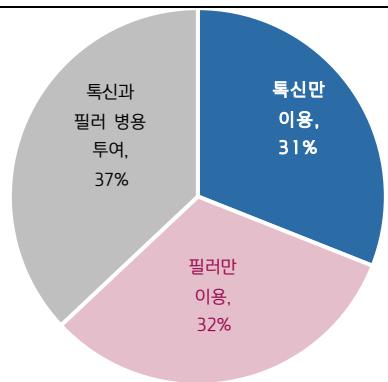
자료: Evolus, 키움증권 리서치센터

특신 소비자 중 필러도 이용하는 사람의 비율



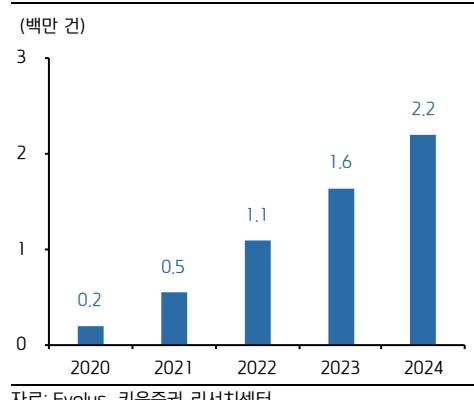
주) n=687
자료: ASAPS, 키움증권 리서치센터

시술 1회에 특신, 필러 이용하는 소비자 비율



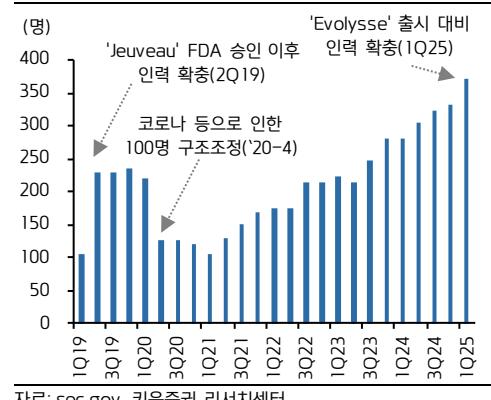
자료: Evolus, 키움증권 리서치센터

Evolus 어플리케이션 누적 사용자 로그인 수



자료: Evolus, 키움증권 리서치센터

Evolus 분기별 직원 수 추이



자료: sec.gov, 키움증권 리서치센터

Evolus 시가총액 추이 분석



자료: Bloomberg, Evolus, 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

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

고지사항

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