

첨단의료기기/디지털헬스 (비중확대/유지)



디지털헬스 백과사전 ④-2 외국인 피부과 관광객 200만 시대를 향하여



CONTENTS

외국인 피부과 의료관광객 200만명 시대를 꿈꾸며	3
피부미용 관광 전성시대 개막	4
1. 피부과가 주도하는 대의료관광의 시대	4
2. 왜 대한민국 피부과인가?	6
3. 주요 국가별 피부미용 관광 트렌드	8
4. 외국인들은 피부미용에 얼마나 지출하는 걸까?	12
5. 수출로 연결되는 외국인 의료관광	13
6. 치과용 임플란트 Case Study: 공급증가가 시장에 끼치는 영향	14
7. 29년 예상 외국인 피부과 관광객 200만명 시대에 더 부각되는 브랜드 가치	17
2024년 국내시장 Review 및 2025년 전망	21
1. 주사 요법 시장	21
2. 에너지 기반 미용기기 시장	22
3. 미용 플랫폼 기업	24
4. 가정용 미용기기	27
2024년 수출성과 Review와 2025년 전망	29
1. 주사 요법 시장	29
2. 에너지 기반 미용기기 시장	31
3. 세계 최대 시장 미국 공략의 틈이 보인다	33
피부미용 투자전략	36
Appendix. 주요 국가 피부미용 시장 분석	37
1. 미국 시장	37
2. 중국 시장	44
3. 일본 시장	49
4. 브라질 시장	51
5. 태국 시장	53
Global Company Analysis	54
파마리서치	55
클래스스	65
휴젤	75

외국인 피부과 의료관광객 200만명 시대를 꿈꾸며

작년부터 국내 피부미용 시장을 관통하는 가장 중요한 키워드는 외국인 의료관광이다. 한국에서 유행하는 시술법과 화장술이 전세계적으로 퍼져 나가며, 그 본산인 한국에 직접 피부미용 시술을 받고자 하는 외국인도 크게 증가하고 있다. 피부과 진료를 위해 우리나라를 방문한 외국인은 2023년 24만명이었는데, 2024년에는 무려 195% 증가한 71만명을 기록하며 전체 외국인 환자의 60%까지 치솟았다. 즉, 피부과 진료를 받으러 온 외국인 환자 수요가 나머지 진료과 전체를 합친 것보다 많아진 시대가 도래했다.

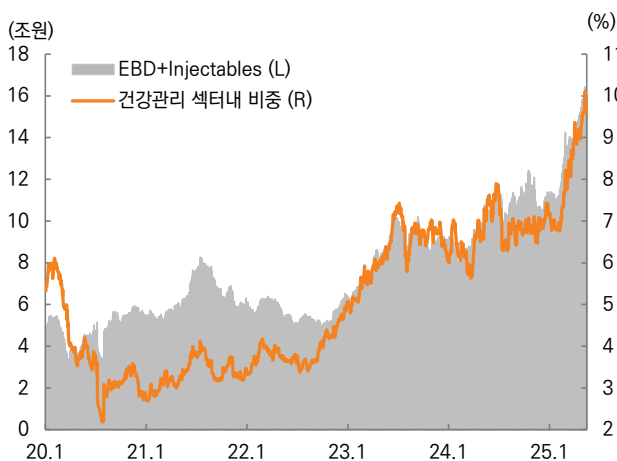
우리나라 피부미용의 가장 큰 강점은 피부과 병원의 공급 증가, 국산화 장비의 부상, 강력한 미용후기 플랫폼 등으로 세계에서 가장 높은 가격경쟁력을 갖추고 있다는 것이다. 더불어 국내 의료법상 모든 시술을 간호사, 피부관리사 등 의료인력이 아닌 의사만 진행할 수 있다는 점은 우리나라 시술의 가격경쟁력을 더욱 끌어올리는 요소가 된다. **사실상 우리나라를 대체하는 나라가 등장하기 어려운 상황에서 외국인 의료관광객은 앞으로도 증가할 가능성이 높아 보인다.**

외국인 의료관광 열풍과 함께 피부미용 관련 기업들의 기업가치도 빠르게 성장하고 있으며, 건강관리 섹터 내 비중도 6%(삼성바이오로직스 및 셀트리온 제외 시 10%)까지 상승했다.

그렇다면 외국인 의료관광객의 지속적인 유입은 기업들에게 어떤 영향을 끼치고 있을까? 시장 성장의 수혜를 모든 기업들이 비슷하게 누리고 있을까? 그리고 외국인 의료관광객의 유입은 수출에 어떤 영향을 끼치는 것일까?

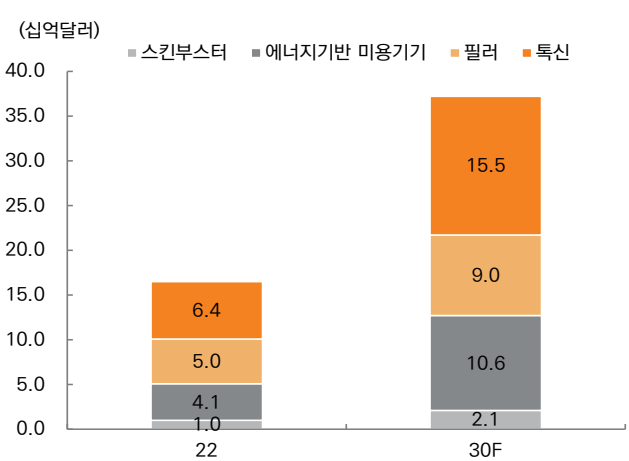
이번 보고서는 지난 2024년 8월에 발간한 “Anti-Aging의 미래”의 후속편으로 외국인 의료관광의 효과와 글로벌 트렌드를 이끌어가는 국내 피부미용 기업들의 2024년 성과를 점검하여 2025년의 피부미용 투자전략을 제시하고자 한다.

그림 1. 피부미용 관련 기업들의 건강관리 섹터내 비중 추이



주: 삼성바이오로직스 및 셀트리온 제외
자료: Quantivise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 피부미용 관련 시장 규모 및 전망



자료: GMI, Grand View Research, Fortune Business Insight, 미래에셋증권 리서치센터

피부미용 관광 전성시대 개막

1. 피부과가 주도하는 대의료관광의 시대

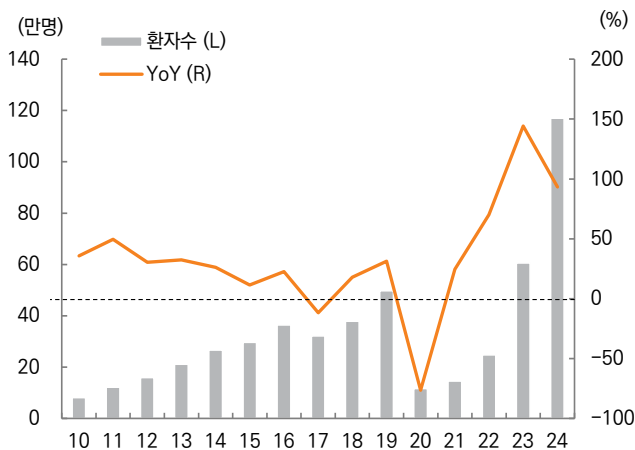
2023년 60.6만명(실환자 기준)으로 역대 최대 외국인 의료관광 수요를 기록하며 팬더믹으로 인한 의료관광 암흑기의 종식을 선언한 대한민국은 **2024년 전년 대비 무려 93% 성장한 112만명의 외국인 환자를 유치하며 다시 한번 사상 최대 실적을 경신했다**. 전체 외국인 입국자 대비 의료관광객 비중도 팬더믹 이전이었던 2019년 2.9%에서 2023년 5.5%로 증가하더니, 2024년에는 7.2%까지 확대되었다.

의료관광 산업의 성장성을 회복한 **2023년부터 관찰되는 두드러진 특징은 피부과의 위상이 크게 상승한 것이다**. 2023년 전까지 우리나라를 대표하는 진료과는 명실공히 성형외과였다. 강남 일대에서 성형시술로 인해 마스크를 쓰거나 얼굴이 부은 채로 돌아다니는 외국인을 보는 것은 그리 어렵지 않은 일이었다.

그런데 2023년 피부과 진료환자가 24만명(전체 환자의 35%)으로 1위로 올라서더니, 2024년에는 전년보다 무려 195% 증가한 71만명을 기록하며 전체 환자의 60%까지 치솟았다. 즉, **2024년 들어 피부과 진료를 받으러 온 외국인 환자 수요가 나머지 진료과 전체를 합친 것보다 많아진 것이다**. 피부과 진료 환자를 제외한 의료관광객 수는 2024년 47만명으로 아직 팬더믹 이전 수준(2019년 51만명)을 넘어서지 못했다. 피부미용 분야로의 엄청난 슬림현상이 발생하고 있다.

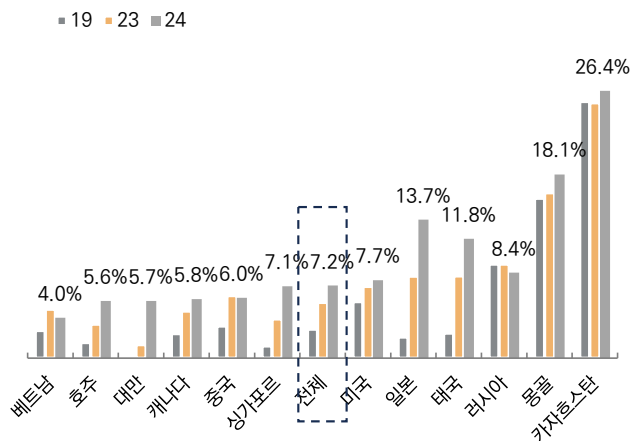
본 보고서에서 사용되는 외국인 의료관광 환자 수는 개별 방문건을 모두 계산하는 연환자 수가 아닌 중복내원 횟수를 제외한 실환자 수를 기준으로 작성되었다.

그림 3. 외국인 환자 추이



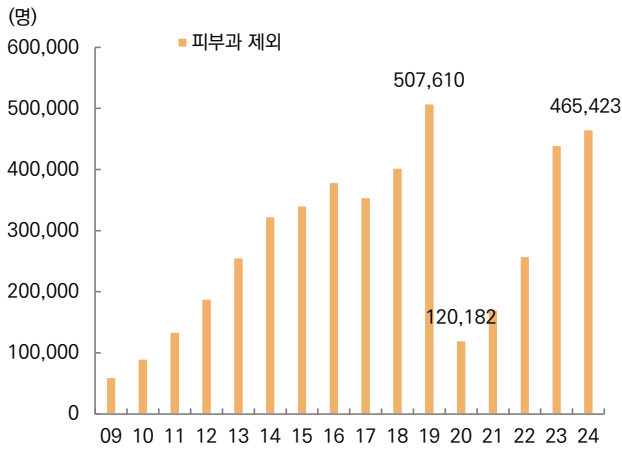
자료: 국제의료정보포털, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 주요 국가별 외국인 입국자대비 의료관광객 비중 추이



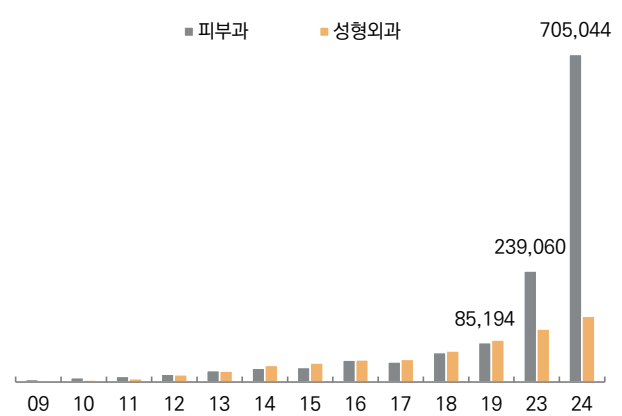
자료: 한국관광공사, 국제의료정보포털, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 피부과를 제외한 외국인 진료환자 추이



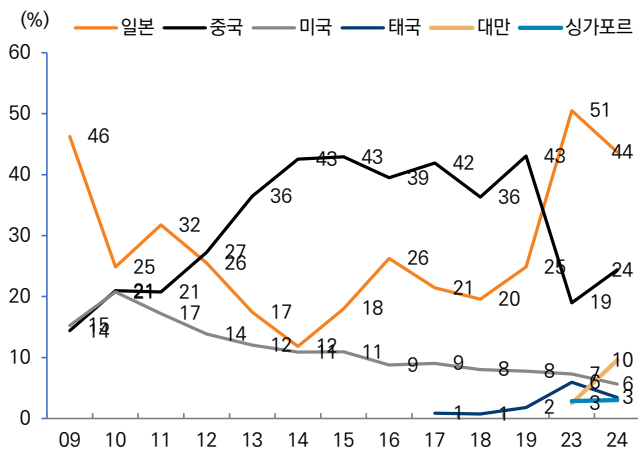
자료: 국제의료정보포털, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 피부과와 성형외과 진료받은 외국인 추이



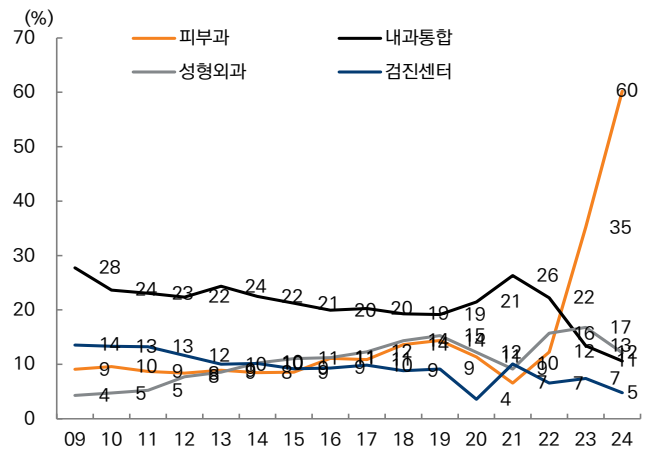
자료: 국제의료정보포털, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 피부과 진료환자의 국적 비중



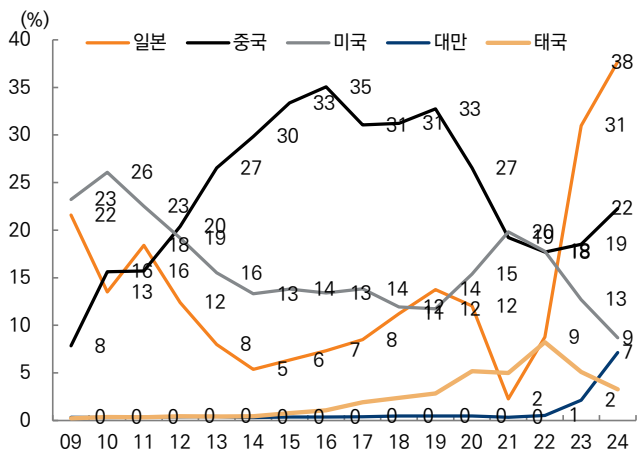
자료: 국제의료정보포털, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 외국인 환자가 받는 진료과별 비중



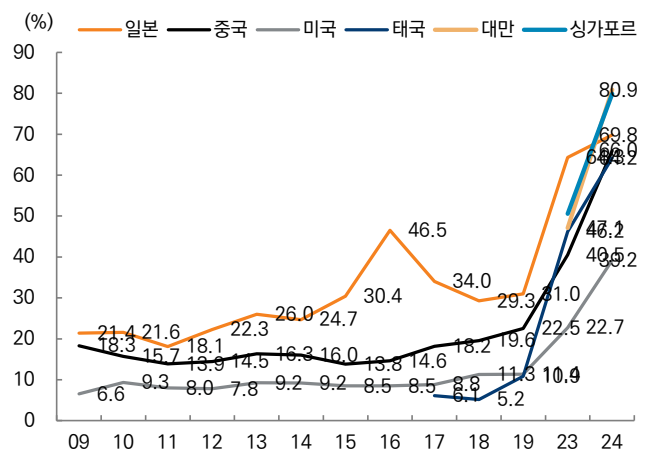
자료: 국제의료정보포털, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 외국인 환자의 국적 비중 추이



자료: 국제의료정보포털, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 주요 국가별 전체 진료과에서 피부과 비중 추이



자료: 국제의료정보포털, 미래에셋증권 리서치센터

2. 왜 대한민국 피부과인가?

대한민국은 세계 피부미용 시장을 선도하는 가장 트렌디한 국가다. 미용 플랫폼에서 전국병원들의 시술후기와 가격들이 실시간으로 비교된다. 국내 대형 미용 플랫폼 3사의 합산 모바일 MAU(3개월 이동평균)는 2020년 1월 39만명에서 2025년 1월 52만명까지 증가했다.

이러한 토양을 바탕으로 새로운 시술법이 탄생하고, 세계로 퍼져간다. 우리는 **국내 피부미용 시장이 지난 5년간 연평균 16%의 성장을 거듭하며 2024년 약 8,835억 원 규모일 것으로 추정**한다. 이는 업계에서 통용되는 점유율을 바탕으로 추산한 것으로 정교한 수치라 보기는 어렵지만, 산업을 이해하기 위한 목적으로 활용하고자 한다.

한국 시장의 가장 큰 특징은 **시술가격이 상당히 저렴하다는 것**이다. 특신만 하더라도 일본에서는 턱에 맞는 특신 시술가격이 10~15만원으로 형성되어 있는데, 우리나라는 5만원 이하로 시술이 가능하다. 간혹 일부 병원에서 마케팅 목적으로 1만원 이하로 시술되는 경우도 있을 정도다.

게다가 **한국에서는 의료법상 모든 의료시술은 의사만 시술할 수 있다**. 미국이나 일본, 태국만 하더라도 의사가 아닌 의료인력(임상간호사, 간호사, 의사보조원, 피부관리사 등)도 의사감독 아래 미용시술이 가능하다. 즉, 의사에게 직접 시술을 받을 수 있는데도 본인들 나라보다 훨씬 저렴하다는 것이 상당한 장점으로 부각되고 있다.

표 1. 국내 피부미용 시장 규모 추정

(십억원)

	19	20	21	22	23	24	YoY	CAGR 5년
주사요법	221.1	209.0	267.3	319.0	364.3	399.6	9.7%	12.6%
특신 (3개)	127.0	113.2	135.4	162.6	167.6	166.1	-0.9%	5.5%
스킨부스터 (1개)	12.2	17.5	36.3	52.4	73.5	111.9	52.1%	55.7%
필러 (3개)	44.0	43.2	50.7	54.7	72.0	70.2	-2.4%	9.8%
점유율	83%	83%	83%	85%	86%	87%		
EBD	116.0	122.4	178.4	269.5	333.1	367.3	10.3%	25.9%
EBD (12개)	95.1	102.8	153.4	237.2	299.7	337.9	12.7%	28.9%
점유율	82%	84%	86%	88%	90%	92%		
기타	62.7	74.5	63.5	83.6	60.4	68.6	13.6%	1.8%
가슴 보형물 (2개)	27.9	28.9	21.2	34.9	21.7	25.6	17.9%	-1.8%
점유율	56%	58%	60%	62%	64%	66%		
리프팅 실 (1개)	2.3	4.9	6.2	6.5	6.9	8.4	21.3%	29.5%
점유율	18%	20%	22%	24%	26%	28%		
전체	399.8	405.8	509.2	672.1	757.7	835.5	10.3%	15.9%

주: 괄호의 숫자는 국내 매출이 공개된 기업의 개수

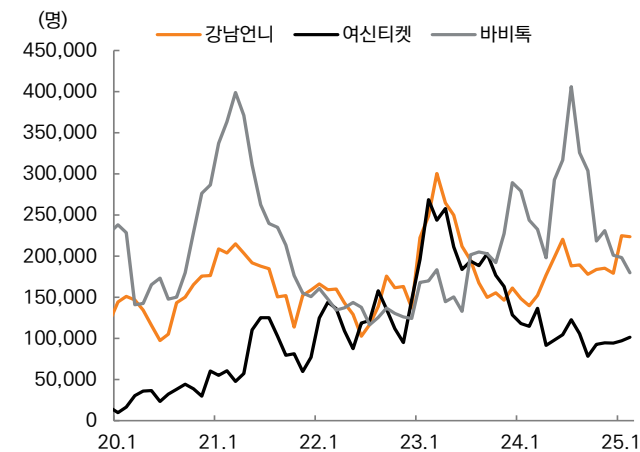
자료: 미래에셋증권 리서치센터

시술 가격이 빠르게 하락할 수 있는 이유는 크게 2가지로 ① **톡스애플 같은 네트워크 병원을 중심으로 병원간의 경쟁이 심화되고** 있고, ② **가격경쟁력을 갖춘 국산장비의 시장 점유율 증가** 하고 있는 것이다. 전세계에서 이 두 가지를 모두 갖춘 나라는 한국이 유일하다.

특히 전세계적으로 독신이나 에너지기반 미용기기를 국산화에 성공한 국가가 많지 않다. 그러나 국내 시장은 국산화된 의약품이나 의료기기가 존재하는 것을 넘어 시장의 대부분을 국내 제품이 차지하고 있다.

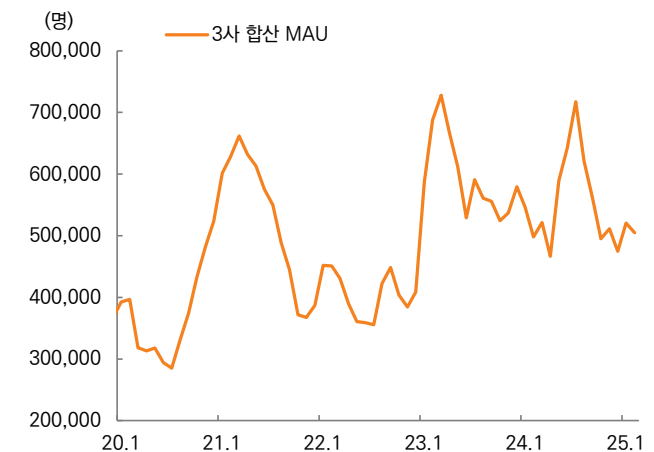
여전히 글로벌 선도기업 제품은 국내 기업에 비해 높은 가격대를 유지하고 있지만, 국내 제품의 높은 인기는 전체 시술가격을 끌어내리고 있다. 전세계 독신 1등 브랜드인 엘러간의 보톡스의 시술가는 50유닛 기준 76만원까지도 형성되어 있는데, 한국 시술가는 약 15만원에 불과하다. 모노폴라 고주파 장비의 오리지널 장비인 써마지 역시 600샷 기준 시술가격이 한국이 가장 낮게 형성되어 있다.

그림 11. 3대 미용성형 플랫폼 기업의 3개월 이동평균 MAU



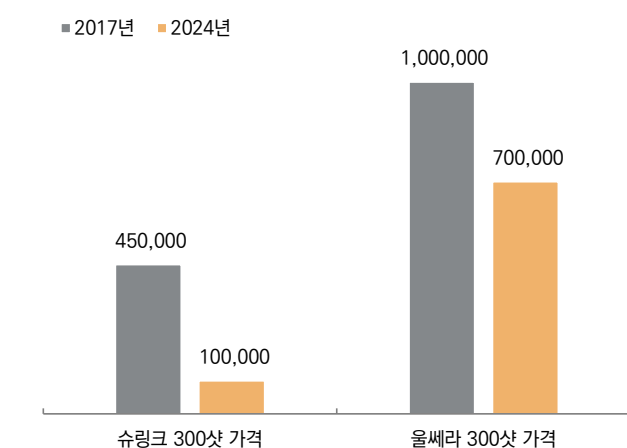
자료: 코리아클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 3대 미용성형 플랫폼 기업의 3개월 이동평균 합산 MAU



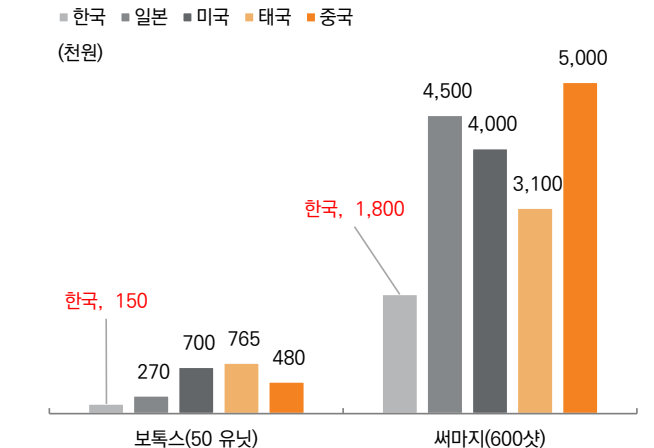
자료: 코리아클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 초음파를 활용한 미용기기의 시술가격 하락 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 주요 국가별 시술 가격 비교



자료: 미래에셋증권 리서치센터

3. 주요 국가별 피부미용 관광 트렌드

① 피부 미용 관광의 큰 손으로 부상한 일본

우리나라 의료관광 그 중에서도 **피부와 쏠림 현상의 1등공신은 명실공히 일본**이다. 2024년 일본인 의료관광객은 전년 대비 135% 증가한 44만명으로 전체 의료관광객의 38%를 차지했다. 이는 중국이 지난 2016년 기록한 35%를 처음으로 넘어선 것이다.

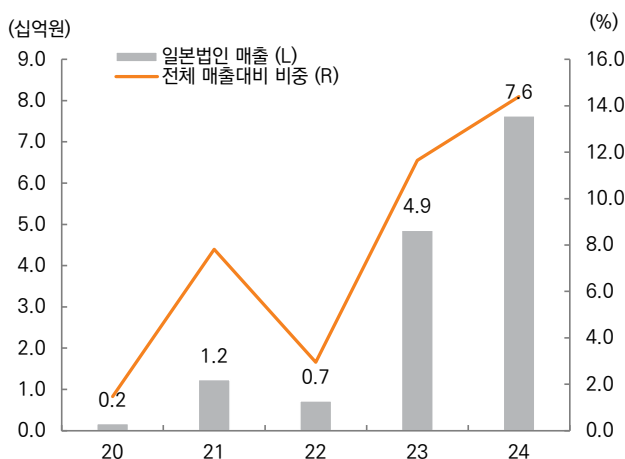
그 중 피부과 진료 환자는 31만명으로 일본 진료수요의 70%를 차지했다. **일본인 피부과 환자는 전체 외국인 피부과 환자의 44%를 차지하고 있는데, 2등인 중국(24%)과 거의 2배 가** 가까이 차이가 난다.

2024년 환율이 일본에게 불리했었던 점을 고려할 때 일본인의 피부과 집중현상은 의미가 크다. 그만큼 불리한 환율을 극복할 만큼 일본인에게 우리나라 시술가격은 매력적인 것이다. 일본에서 10~30만원하는 특신도 한국에서는 프로모션을 잘 활용하면 1만원도 안 되는 가격에 시술받을 수 있다. 게다가 우리나라 미용 플랫폼 서비스인 강남언니가 일본 시장에서 빠르게 성장한 것도 일본인 환자 증가의 중요한 요소다. 강남언니는 일본 시장에서 일본인 환자에게 한국 병원 및 시술 정보를 제공하여 일본인 환자 증가의 큰 역할을 하고 있다.

우리나라에 입국하는 전체 일본인 입국자는 2024년 들어 팬데믹 이전인 2019년과 유사해 졌다. 그러나 전체관광객 대비 의료관광객 비중은 2023년 8.1%에서 2024년 13.7%로 상승했다. 전체 일본인 입국자가 증가할 수 있다는 점, 전체 관광객 대비 의료관광객 비중이 20%를 기록하는 국가도 있다는 점, 우리나라와 비행거리가 가깝다는 점, 최근 환율이 일본에게 더 우호적으로 변하는 점을 고려할 때 **의료관광에서 일본의 중요성은 한동안 지속될 가능성이 높아 보인다.**

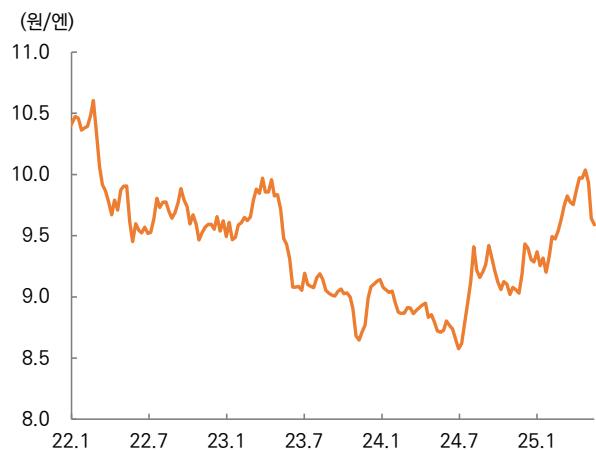
다만, **한국관광공사 통계에 의하면 일본 관광객은 우리나라 외국 의료관광객 중 피부미용에 가장 적은 돈을 지출하는 국가 중 하나다.** 전체 외국인 환자의 피부과 진료 1건당 평균 지출금액은 112만원 수준인데, 일본은 55만원에 불과하다. 이는 가장 많이 지출하는 중국(220만원)의 1/4 수준이다. 일본인의 객단가를 높일 수 있는 전략이 필요해 보인다.

그림 15. 힐링페이퍼(강남언니)의 일본법인 실적 추이



자료: 힐링페이퍼, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 엔화 환율 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

② 소비금액 1위인 중국

중국인 입국자수는 작년보다 빠르게 증가하고 있으나 아직 팬더믹 이전 수준을 회복하지 못하고 있다. 그러나 **2024년 중국인 의료관광객은 작년보다 132% 증가한 26만명으로 전체 의료관광객의 22%를 차지했다**. 이는 팬더믹 이전인 2019년보다 10만명 가까이 증가한 것이다. 중국의 락다운과 경기침체 영향으로 단순관광보다는 확실한 목적성(미용)이 있는 입국자가 증가하는 것으로 보인다.

중국의 의료관광을 견인하는 것은 피부과다. 피부과는 전년 대비 무려 **279% 증가한 17만명으로 중국 진료 수요의 66%까지 증가했다**. 국내 피부과 진료는 중국대비 신뢰성이 높고, 가격경쟁력이 높다는 장점이 있다.

한국관광공사 데이터에 따르면, **중국인의 피부과 진료 1건당 평균 지출금액은 1Q25 기준 220만원으로 전체 외국인 평균인 112만원보다 2배 가까이 높다**. 이로 인해 방문자 수에서는 일본에 뒤지지만, 전체 지출 금액에서는 오히려 중국이 일본보다 더 클 것으로 추정된다.

중국의 전체 입국자 대비 의료관광객 비율은 6% 수준으로 전체 외국인 평균(7.2%)보다 낮다는 점에서 앞으로도 중국의 의료관광 성장잠재력은 충분하다는 판단이다.

표 2. 국가별 외국인 입국자수와 의료관광 통계

국가명	외국인 입국자수				의료관광 연환자수				의료관광/전체관광		
	2019년	2024년	CAGR	YoY	2019년	2024년	CAGR	YoY	2019년	2023년	2024년
전체	17,310,254	16,334,640	-1%	49%	497,464	1,170,467	19%	93%	2.9%	5.5%	7.2%
일본	3,271,706	3,224,079	0%	39%	68,411	441,112	45%	135%	2.1%	8.1%	13.7%
중국	5,111,884	4,363,128	-3%	141%	162,868	260,641	10%	132%	3.2%	6.2%	6.0%
미국	1,044,038	1,320,108	5%	22%	58,358	101,733	12%	32%	5.6%	7.1%	7.7%
대만	1,260,493	1,473,908	3%	53%	2,353	83,456	104%	551%	0.2%	1.3%	5.7%
태국	571,610	323,856	-11%	-15%	14,162	38,152	22%	24%	2.5%	8.1%	11.8%
싱가포르	246,142	375,428	9%	8%	2,971	26,666	55%	98%	1.2%	3.9%	7.1%
몽골	113,599	141,902	5%	5%	17,918	25,731	8%	17%	15.8%	16.3%	18.1%
베트남	553,731	511,420	-2%	22%	15,133	20,382	6%	0%	2.7%	4.8%	4.0%
러시아연방	321,550	196,854	-9%	24%	29,897	16,622	-11%	13%	9.3%	9.3%	8.4%
캐나다	205,408	254,332	4%	26%	4,996	14,847	24%	58%	2.4%	4.6%	5.8%
카자흐스탄	52,966	54,893	1%	17%	13,424	14,475	2%	23%	25.3%	25.2%	26.4%
호주	173,218	244,338	7%	23%	2,676	13,783	39%	107%	1.5%	3.4%	5.6%

자료: 한국관광공사, 한국보건산업진흥원, 미래에셋증권 리서치센터

③ 미국, 절대적으로 증가세가 약해 보이나, 상대평가시 상당히 증가

미국인 의료관광객은 중국, 일본, 태국, 대만 등 대한민국 근거리의 외국인 환자가 늘어나며 전체 외국인 환자에서 차지하는 비중은 2021년 20%에서 2024년 9%까지 하락했다. **그러나 진료 환자수를 살펴보면 팬더믹 이전인 2019년 5.8만명에서 2024년 10만명을 넘어섰다.** 우리나라에서 미국까지 비행거리가 12~15시간이 소요된다는 것을 고려하면 상당히 견조하게 성장하고 있다.

특히 우리나라는 주한미군이 주둔하고 있어, **과거 미국 외국인 진료환자의 25~30%가 주한 미군에 의해 발생했는데, 이 비율이 2019년 18%로 하락하더니 2023년 11%까지 하락했다.** 미국 본토에서 우리나라로 오는 환자들이 꾸준히 증가하고 있는 것이다.

미국인 의료관광을 이끄는 진료과는 단연 피부과다. 피부과 진료비중은 팬더믹 이전인 2019년 11%였으나 2024년 39%로 3배 이상 증가했다. 비중증가와 함께 **2019년 6,636명이었던 피부과 진료 환자는 2024년 4만명으로 약 6배가 증가했다.**

미국은 전통적으로 교포들에 의한 내과(진료비중 30%)와 건강검진(진료비중 11%) 수요가 높았다. 그러나 내과는 팬더믹 이전인 2019년 1.8만명의 환자가 진료를 보았는데, 2023년 1.6만명, 2024년 1.7만명으로 아직 팬더믹 이전 수요를 회복하지 못했다. 건강검진은 팬더믹 이전과 유사한 비중을 기록하며 2024년 1.2만명을 기록했다.

결국 주한미군과 교포라는 특수 요인을 감안하더라도 미국 역시 다른 국가들처럼 피부과 진료를 위해 한국을 찾는 미국인이 증가하고 있는 것이다.

④ 의료관광의 목적의 80%가 피부과인 대만과 싱가포르의 폭풍 성장

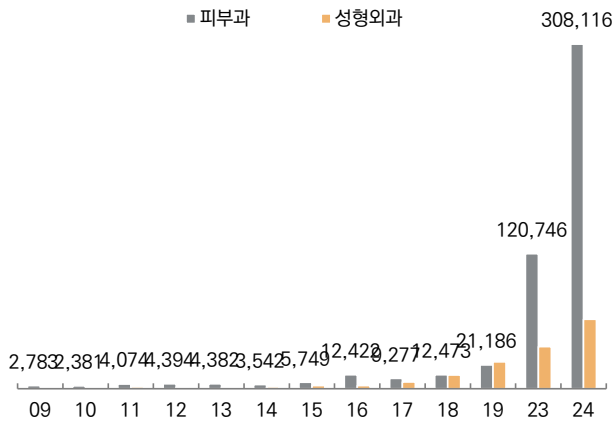
대만의 2024년 의료관광객은 전년 대비 무려 551% 상승한 8만명으로 전체 4위에 오르는 기염을 토했다. **대만 의료관광객의 피부과 진료 비중은 81%에 달했다.** 대만의 전체 입국자 대비 의료관광객 비중은 2023년 1.3%에서 2024년 5.7%로 증가했다. 전체 외국인 입국자 대비 의료관광객 비중이 7.2%라는 점을 고려하면 앞으로도 대만에 주목할 필요가 있다.

싱가포르의 2024년 의료관광객도 전년 대비 2배에 가까운 98% 성장한 3만명으로 전체 순위가 6위로 뛰어올랐다. **대만과 마찬가지로 피부과 진료비중은 80%에 달했다.** 싱가포르의 전체 입국자 대비 의료관광객 비중은 2023년 3.9%에서 2024년 7.1%로 증가했다.

⑤ 의료관광은 멈추지 않는 태국

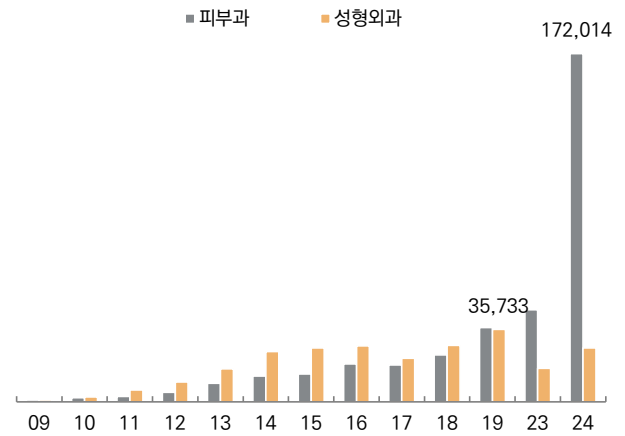
2024년 태국인 입국자는 전년 대비 15% 감소한 32만명을 기록했다. 그러나 의료관광 목적 입국자는 전년 대비 24% 증가한 3.8만명을 기록했다. 이로 인해 전체 입국자 대비 의료관광객 비중은 2023년 8.1%에서 2024년 11.8%로 증가했다. 태국인의 의료관광을 주도하는 진료과는 역시 피부과다. **2019년 1,539명에 불과했던 태국 피부과 환자는 2023년 1.4만명으로 9배 이상 증가하더니, 2024년에는 전년 대비 72%가 증가한 2.4만명까지 늘었다.**

그림 17. 일본인 환자의 피부과 및 성형외과 진료 추이



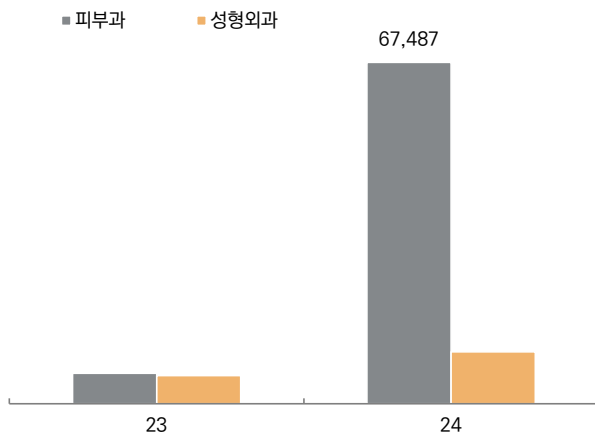
자료: 국제의료정보포털, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 중국 환자의 피부과 및 성형외과 진료 추이



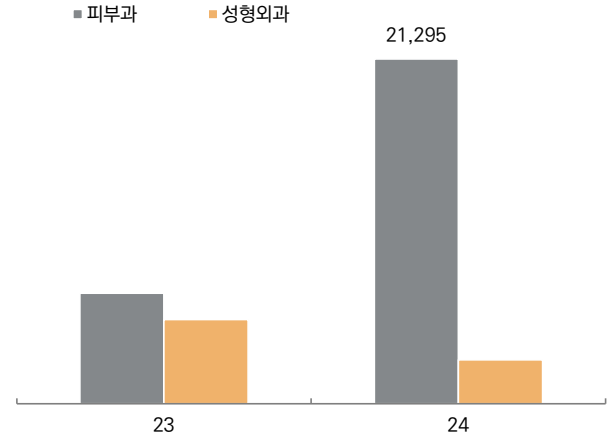
자료: 국제의료정보포털, 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. 대만 환자의 피부과 및 성형외과 진료 추이



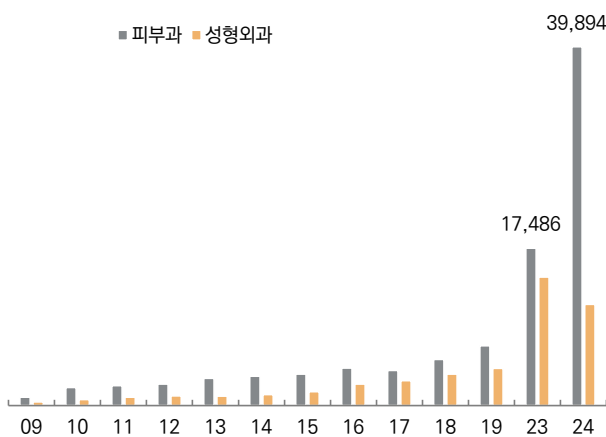
자료: 국제의료정보포털, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. 싱가포르 환자의 피부과 및 성형외과 진료 추이



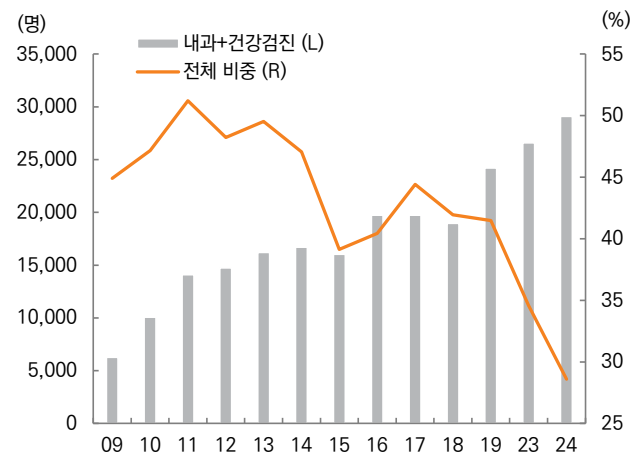
자료: 국제의료정보포털, 미래에셋증권 리서치센터

그림 21. 미국 환자의 피부과 및 성형외과 진료 추이



자료: 국제의료정보포털, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. 미국 환자의 내과+건강검진 진료 환자 추이



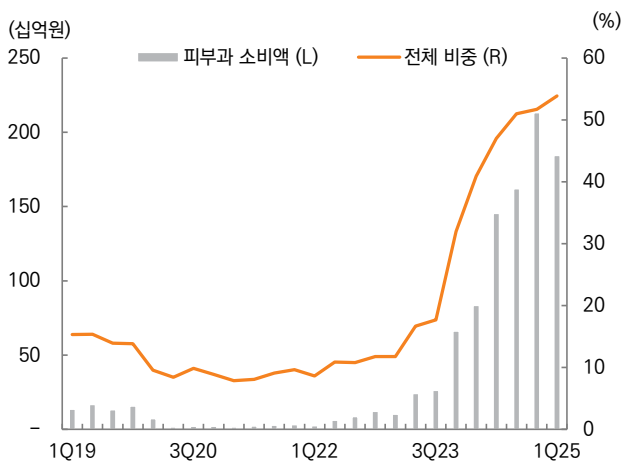
자료: 국제의료정보포털, 미래에셋증권 리서치센터

4. 외국인들은 피부미용에 얼마나 지출하는 걸까?

과연 의료관광을 온 외국인은 얼마나 지출을 할까? 한국관광공사에서는 신한카드 및 BC카드와 제휴하여 해당 카드사를 사용하는 외국인 환자의 소비지출액을 매달 공개하고 있다. 해당 데이터에 의하면 **외국인 환자는 2024년 피부과에서 총 62.6만건의 결제를 수행했다**. 현금, 다른 카드사의 신용카드, 한국내 지인을 통한 대리 납부 등 다양한 지불 방법이 있다는 점에서 해당 데이터가 전체를 대변하지는 못하지만, 2024년 피부과를 방문한 외국인 실환자 수가 71만명이라는 점에서 의미있는 통계지표로 판단된다.

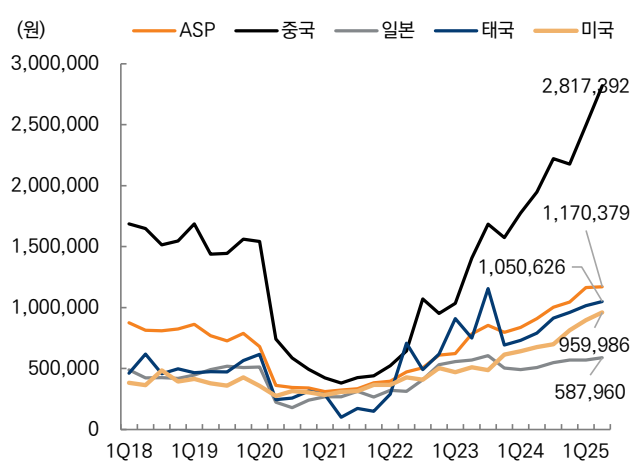
외국인 환자의 분기별 피부과 지출액은 4Q24에 기록한 2,132억원이 최대이며, 1Q25에도 전년동기대비 121% 증가한 1,845억원을 기록하고 있다. 주요 국가 중 **가장 많은 금액을 지출하는 국가는 중국이며, 일본이 뒤를 이었다.** 진료 1건당 평균 지출 금액은 117만원 수준으로 팬더믹 이전 최고 수준인 88만원을 넘어섰다. 주요국가 중 **진료 1건당 평균 지출 금액이 가장 높은 국가는 중국으로 282만원에 달했고, 일본이 59만원으로 가장 낮았다.**

그림 23. 외국인 환자의 피부과 소비액 추이



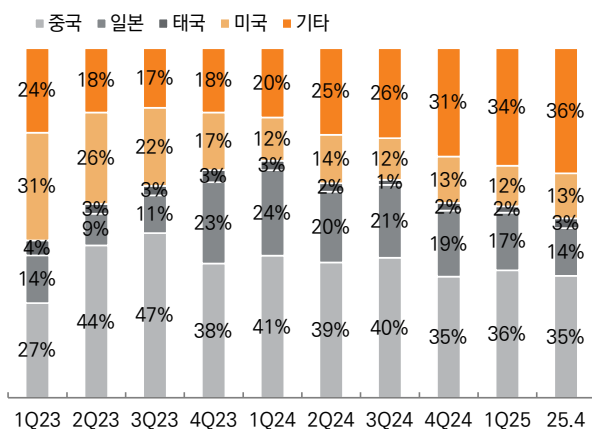
자료: 한국관광데이터랩, 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. 외국인 환자의 피부과 진료 건당 평균 결제 금액



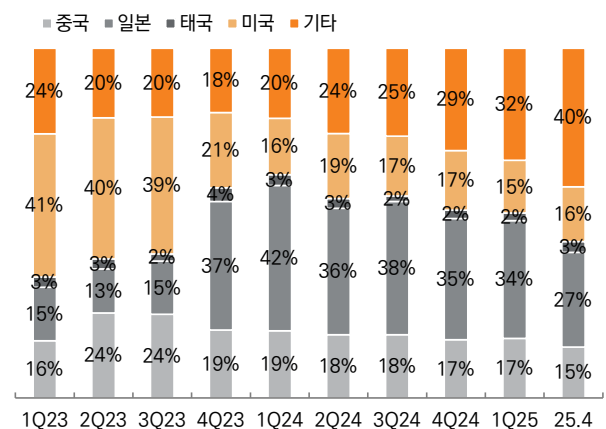
자료: 한국관광데이터랩, 미래에셋증권 리서치센터

그림 25. 주요국가별 피부과 결제금액 비중 추이



자료: 한국관광데이터랩, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. 주요국가별 피부과 결제건수 비중 추이



자료: 한국관광데이터랩, 미래에셋증권 리서치센터

5. 수출로 연결되는 외국인 의료관광

의료관광의 중요성은 내수 시장 활성화에만 국한되지 않는다. **의료관광은 수출 증가로 이어지며, 의료관광을 주도하고 있는 피부미용기기에서 이런 현상이 관찰된다.** 한국에서의 사용자 경험과 브랜딩이 본국까지 전파되는 것이다. 대표적인 국가가 일본과 태국이다.

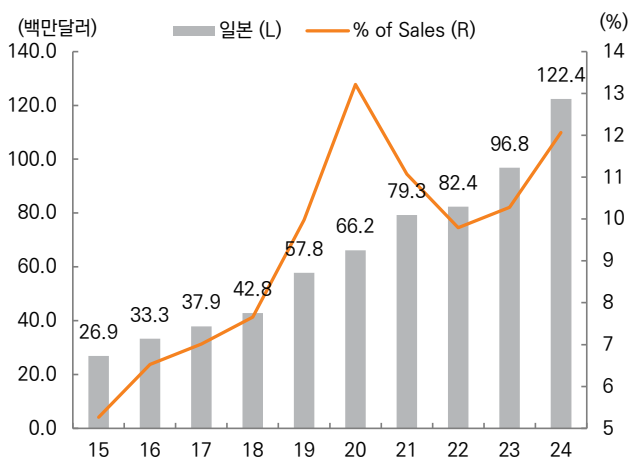
일본은 피부과 의료관광을 주도하는 대장국가로, 2019년 2만명에 불과했던 일본인 피부과 환자는 2024년 피부과를 방문한 외국인 환자의 44%에 해당하는 30.8만명까지 증가했다. 이런 분위기에 힘입어 **일본향 에너지기반 미용기기 수출액은 지난 5년간 연평균 16% 성장하며 2024년 1.2억 달러까지 증가했다.** 국내기업 중 제이시스템디칼은 2020년 110억원이었던 일본 매출이 2024년 300억원까지 상승했고, 클래시스는 2021년 58억원의 일본 매출이 2024년 142억원으로 상승했다.

태국의 성장세도 놀라운 수준이다. 2019년 1,539명에 불과했던 태국인 피부과환자 수는 2024년 2.4만명까지 증가했다. 이 과정에서 **태국향 에너지기반 미용기기 수출액은 지난 5년간 연평균 31% 성장하며 2024년 5천만 달러까지 증가했다.** 주요 에너지기반 미용기기 기업인 원텍의 태국 매출은 2023년만 하더라도 17억원에 불과했으나 2024년 185억원까지 상승했다.

그런 점에서 기대를 모으는 시장은 미국이다. 이미 미국 시장에서 루트로닉을 비롯한 제이시스템디칼, 비올 등의 에너지기반 미용기기와 대응제약(파트너사 Evolus)의 특신이 좋은 성과를 내고 있다. 이런 상황에서 미국인 피부과 진료환자는 2019년 6,636명에 불과했으나, 2024년에는 4만명으로 약 6배가 증가했다.

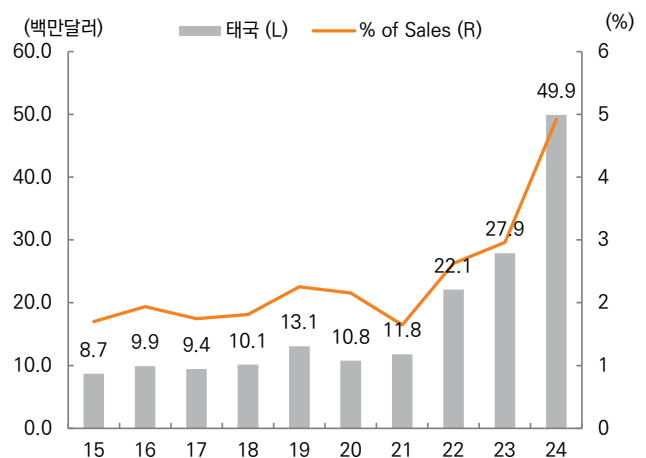
또한, **클래시스(에너지기반 미용기기)와 휴젤(특신)이 2025년부터 본격적으로 미국시장 침투를 진행 중이다.** 미국은 전세계 최대 시장임과 더불어 마케팅 측면에서 다른 국가에 미치는 파급효과가 어느 나라보다 크다. 우리가 화장품 섹터에서도 관찰했듯이 미국에서의 한국 기업들의 위상이 높아지는 것은 섹터 리레이팅으로 이어질 수 있다.

그림 27. 일본향 에너지기반 미용기기 수출 추이



자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 28. 태국향 에너지기반 미용기기 수출 추이



자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

6. 치과용 임플란트 Case Study: 공급증가가 시장에 끼치는 영향

피부미용에 대한 인기가 높아지면서 피부과 시술이 가능한 병원이 지속적으로 증가하고 있다. 2024년 말 기준 우리나라 피부과 전문의 숫자는 약 2,496여명이다. 그런데 우리나라에서 피부과 진료가 가능한 병원은 1.7만 개에 달한다. 이는 우리나라 병의원(치과 및 한의원 제외)의 약 45%의 의료기관에서 피부과 진료가 가능하다는 의미이다.

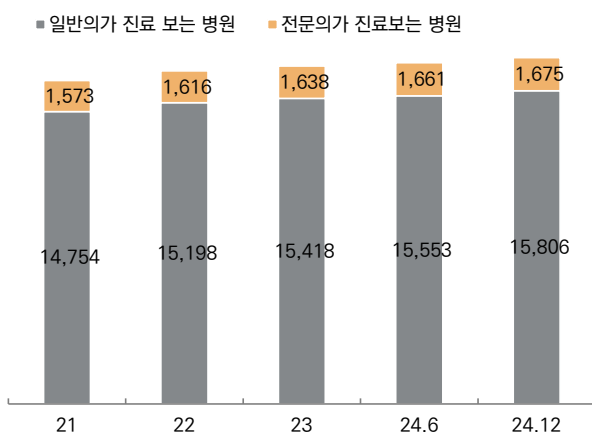
2024년 말 기준 피부과 전문의가 아님에도 피부과를 진료과목으로 신고한 병원이 1.5만개에 달한다. 이는 내과에 이어 2번째로 많은 수치다. 피부과 진료를 하는 병원은 꾸준히 증가하고 있는데 2021년 말 대비 3년만에 1,052개의 병원이 증가했다. 이런 상황에서 의대 정원 증가 가능성과 함께 한의사의 피부미용 시술에 대해서도 논의가 진행 중이다. 앞으로 피부과 시술이 가능한 병원은 지금보다 더 증가할 가능성이 높아 보인다. 그렇다면 피부과 시술이 가능한 병원이 증가하는 것은 산업관점에서 어떤 의미가 있을까?

Frost & Sullivan과 ISAPS의 자료를 종합하면 피부미용 시술경험은 피부미용 시술이 가능한 의사 수와 밀접한 관련이 있다. 피부미용 시술이 가능한 의사 및 병원의 공급 증가는 피부미용 시술 수요를 늘릴 가능성을 예상해볼 수 있는 것이다. 그러나 최근 몇 년간 피부미용 시술가격이 급격히 하락하고 있는 것을 생각하면, 공급과잉으로 과도한 가격경쟁이 일어날 위험도 배제할 수 없다.

우리는 조금 다른 영역이지만 국내 치과용 임플란트 시장의 사례를 참고하고자 한다. 국내 치과 기업들은 의도적으로 임플란트 시술이 가능한 의사들을 증가시키는 전략을 사용해 결과적으로 공급을 늘린 상황을 만들어 냈기 때문이다. 공급이 증가하는 과정에서 치과 임플란트 시장은 가격 체계가 붕괴하며 시장이 작아졌을까? 아니면 시장이 더 커졌을까?

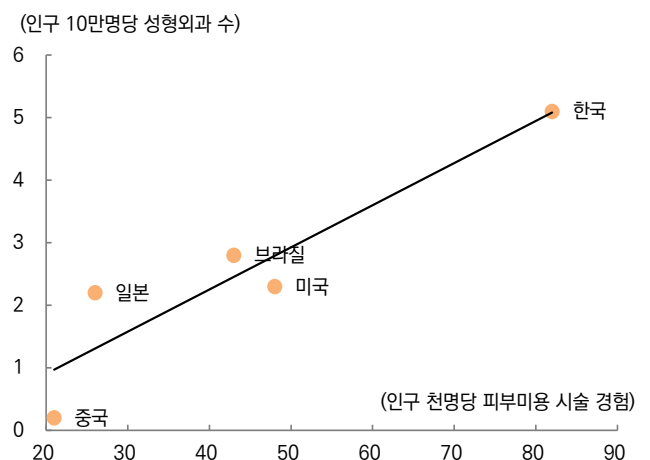
국내 기업이 본격적으로 치과용 임플란트 시장에 진입하던 2010년대는 외국 브랜드가 시장을 장악하고 있었고, 임플란트 가격은 400~500만원 대로 형성되어 있었다. 당시 우스개소리로 임플란트 시술을 받으면 입안에 종고차 한 대를 넣고 다닌다는 말을 할 정도였다.

그림 29. 국내 주요 진료과목별 병의원 수



자료: HIRA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 30. 인구 천명당 미용시술 경험 vs. 10만명당 성형외과 의사



자료: Frost & Sullivan, ISAPS, 미래에셋증권 리서치센터

국내 기업들은 임플란트 전문의가 아닌 일반의들을 대상으로 치과 임플란트 식립교육을 실시하여 임플란트 식립이 가능한 의사 수를 대폭 증가시켰다. 현재 우리나라는 임플란트 시술 가능한 치과의사 비중이 80% 이상으로 20~40%에 그치는 다른 국가들을 압도한다.

또한, 국내 기업들은 400~500만원에 달했던 임플란트 가격을 크게 하락시켰다. 치과에 방문해서 의사가 임플란트 치료를 권유할 때 외국 브랜드보다 절반 가까이 가격이 저렴한 국내 제품의 존재는 마케팅적으로 상당한 가치가 있었다. 당연히 임상적 근거를 확보하는 노력도 병행되었다.

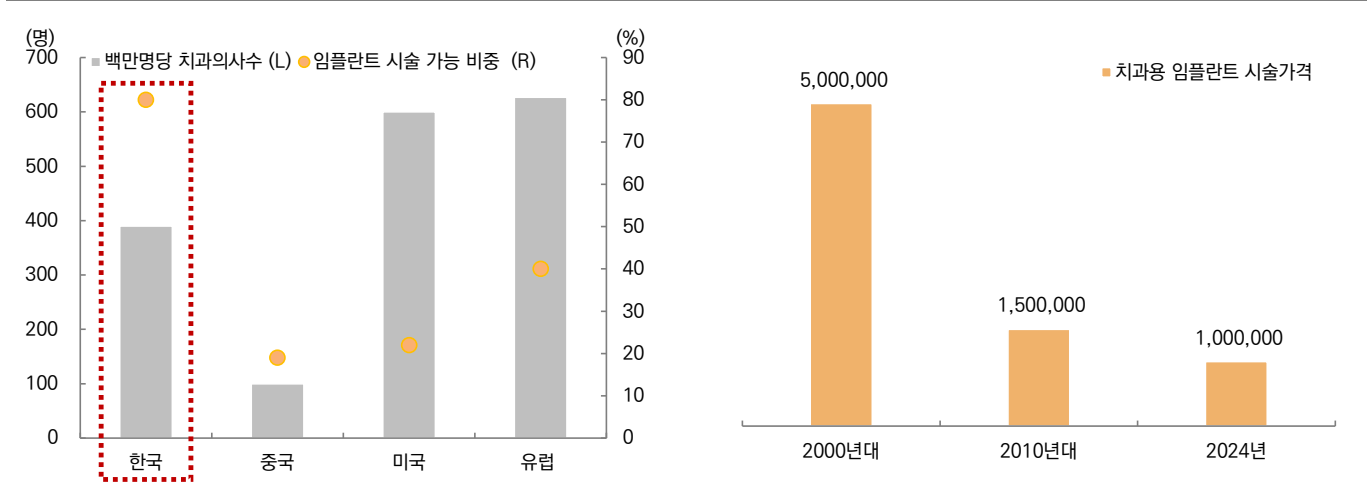
그 결과 우리나라의 임플란트 1만 명당 임플란트 식립비율은 다른 나라와 비교가 되지 않을 정도로 많다. 2024년 스트라우만에서 발표한 자료에 의하면 우리나라의 인구 만명당 임플란트 식립률은 883개로 100~300개 수준인 다른 나라를 압도한다.

그렇다면 임플란트 시술량이 크게 증가한 상황에서 기업들은 어떻게 되었을까? 현재 국내 치과 임플란트 기업들의 내수 시장 점유율은 90%가 넘으며, 2023년 기준 상위 3개 업체의 치과 임플란트 매출액만 4,000억원이 넘는 것으로 추정된다. 치과 임플란트 시장은 공급이 상당히 늘어났고, 그 과정에서 가격이 과거보다 많이 하락했지만 그만큼 수요를 증가시키며 시장의 파이를 키워낸 것이다.

공급이 증가하는 상황에서 산업 성장을 이루어 낸 치과용 임플란트 시장의 교훈은 기억할 필요가 있다. 가격은 떨어졌지만, 그보다 시장의 파이가 커진 효과가 훨씬 컸다. 여기서 중요한 것은 의사들의 충성도를 높이는 수단으로써 “교육 프로그램과 세미나”의 가치를 이해하는 것이다.

그림 31. 주요 국가의 임플란트 시술 가능 의사 비율

그림 32. 임플란트 가격하락을 주도한 국내 치과 기업



자료: 오스템임플란트, 미래에셋증권 리서치센터

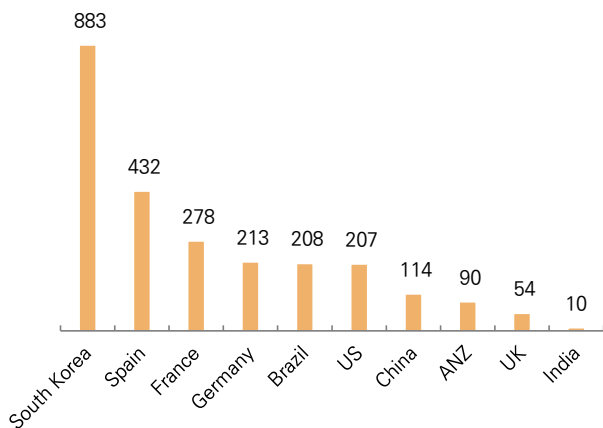
자료: 미래에셋증권 리서치센터

교육 프로그램은 임플란트 기술이 가능한 치과의를 늘리는 수단이자, 유입된 의사들을 자사 제품에 종속시키는 수단이었다. 아무래도 처음부터 배우고 익숙해진 의료기기는 나중에 다른 것으로 교체하는 것이 매우 어렵다. 게다가 치과 기업들은 자사 제품의 효용을 극대화할 수 있는 기술법이나 다양한 부작용 사례를 세미나를 통해 제공하고, 업데이트한다.

병원이 늘어나는 상황에서 고객의 충성도를 유지시키는 것은 매우 중요하다. 특히 주사요법이나 안티에이징 관련 에너지 기반 미용기기는 주기적으로 사용되는 소모품 혹은 소모품적 특성이 있기 때문에 신규 고객을 유치하는 것만큼 기존고객의 충성도를 유지시키는 것이 중요하다. 따라서 피부미용업체들은 의사들을 대상으로 한 교육 프로그램과 세미나 역량을 강화시켜야할 것이다.

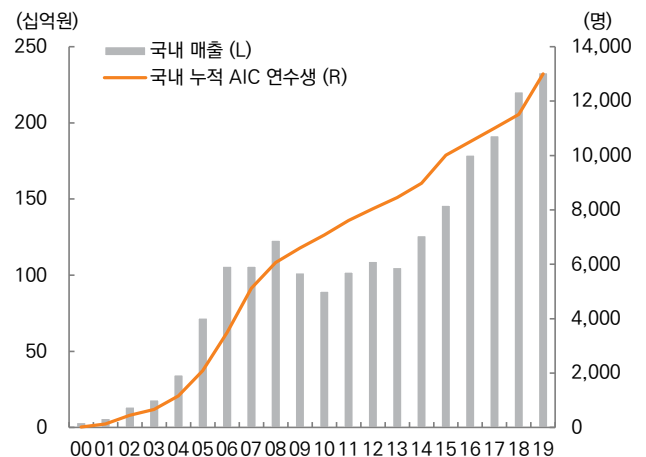
더불어, 피부미용 시장은 치과와 달리 소비재(B2C) 성향이 더 강한만큼 브랜딩과 마케팅에 대한 역량도 키워 나가야 한다. 피부미용 병원은 어떻게 자신들의 병원을 차별화할 것인가가 상당히 중요해질 것이다. **의사를 대상으로 한 교육 프로그램과 세미나, 그리고 B2C 마케팅 역량은 공급 증가 시대를 맞아 그 중요성이 더욱 커질 것으로 예상된다.**

그림 33. 주요국가별 만명당 임플란트 식립수 (2024년 기준)



자료: Straumann, 미래에셋증권 리서치센터

그림 34. 치과용 임플란트 교육 효과



자료: 오스템임플란트, 미래에셋증권 리서치센터

7. 29년 예상 외국인 피부과 관광객 200만명 시대에 더 부각되는 브랜드 가치

2024년 우리는 117만명의 역대 최고 외국인 의료관광객 유치 실적을 달성했다. 그 중심에는 **전체 진료의 60%까지 성장한 피부과**가 있다. 2024년 외국인 피부과 관광객은 70.5만명으로 팬더믹 이전인 2019년부터 연평균 53% 성장한 수치다.

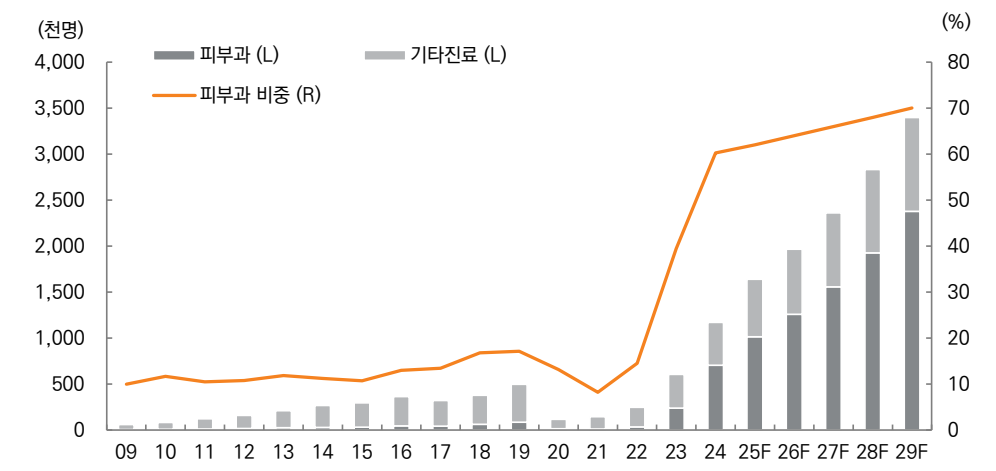
과연 외국인 피부과 관광객은 어디까지 증가할 수 있을까? 그리고 피부과는 지속해서 우리나라 의료관광의 핵심 진료과가 될 수 있을까? 결론적으로 **우리는 외국인 피부과 관광객 수요가 향후 5년간 연평균 28% 성장하며 2029년 200만명을 돌파할 가능성이 높다고 생각한다.**

우리나라 피부미용의 가장 큰 강점은 피부과 병원의 공급 증가, 국산화 장비의 부상, 강력한 미용후기 플랫폼 등으로 세계에서 가장 높은 가격경쟁력을 갖추고 있다는 것이다. 더불어 국내 의료법상 모든 시술을 간호사, 피부관리사 등 의료인력이 아닌 의사만 진행할 수 있다는 점은 우리나라 시술의 가격경쟁력을 더욱 끌어올리는 요소가 된다. 이런 점을 고려할 때 단기간에 **우리나라를 대체하는 나라가 등장하기는 매우 어려우며, 우리나라가 전세계에서 가장 가성비 좋은 시술을 받을 수 있는 국가로서의 지위를 유지할 가능성이 높아 보인다.**

현재 가장 많은 피부과 진료 수요를 책임지고 있는 일본은 아직 전체 입국자 수가 팬더믹 이전을 넘어서지 못했다는 점, 전체 관광객 대비 의료관광객 비중이 20%를 기록하는 국가도 있다는 점, 우리나라와 비행거리가 가깝다는 점, 최근 환율이 일본에게 더 우호적으로 변하는 점을 고려할 때 견조한 성장을 지속할 가능성이 높다. 또한, 일본인의 진료 1건당 지출금액은 전세계에서 가장 낮은 수준인데, 객단가가 높은 진료로의 전환수요도 기대해볼 만 하다.

진료 1건당 지출액이 가장 큰 중국은 전체 입국자 대비 의료관광객 비율이 6% 수준으로 전체 외국인 평균(7.2%)보다 낮다. 2023년부터 피부과를 중심으로 의료관광 수요가 견조하게 증가하고 있다는 것이 긍정적이다. 현재 피부과는 중국 전체 진료의 66%까지 성장했다. 중국 경기가 좋지 않다는 것은 부정적 요소이나, 중국인이 국내 의료관광을 오는 목적이 신뢰성과 가격경쟁력이라는 점에서 지나친 우려는 지양할 필요가 있다.

그림 35. 외국인 의료관광객 추이 및 전망



자료: 국제의료정보포털, 미래에셋증권 리서치센터

러시아는 우크라이나와 전쟁 영향으로 아직까지 의료관광 수요가 팬데믹 이전 수요를 회복하지 못한 유일한 국가다. 전쟁이 종식된다면 수요 정상화를 기대해볼 수 있다. 이외 외국인 의료관광 수요가 빠르게 상승하고 있는 미국, 캐나다, 대만, 호주 등도 전체 입국자수 대비 의료관광객 비율 상승이 충분히 가능한 국가로 볼 수 있다.

우리나라는 자연 미, 안티에이징의 피부미용 트렌드를 선도하며, 의료관광 강국으로 거듭났다. 특히 **피부미용 시술은 일상생활로 복귀하는데 소요되는 시간인 다운타임(down time)이 적어 환자의 부담이 작고, 3~6개월 단위로 시술받아야 한다는 점에서 재방문을 유도할 수 있어 다른 진료과보다 수요의 지속성이 크다.** 피부과 시술을 중심으로 견조한 의료관광객 수요 증가를 기대한다.

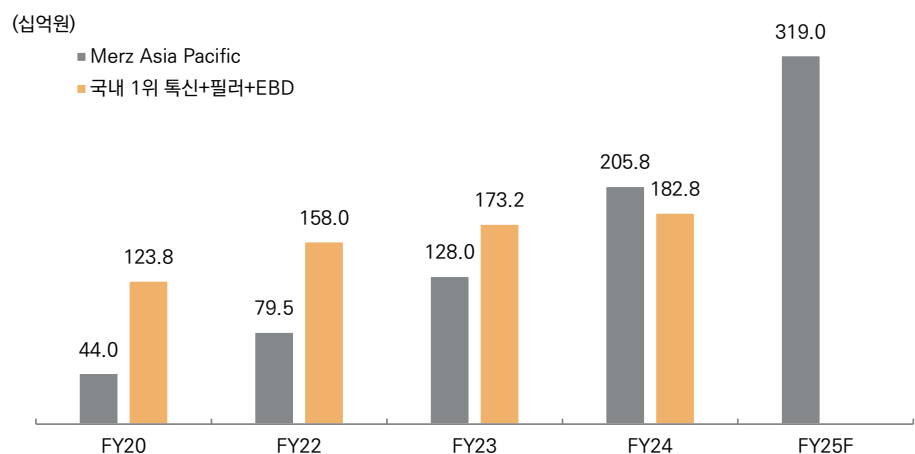
그렇다면 **피부미용 시술을 받으러 오는 외국인이 증가하는 것은 국내 기업들에게 어떤 영향을 미칠까?** 우리는 국내 매출을 공개하는 기업들의 연간매출을 시계열로 조사하였는데, 이과정에서 상당히 의미있는 사실을 발견하였다. **외국인 피부미용 환자들이 증가하면서 글로벌 프리미엄 시술 브랜드의 실적이 상당히 높아진 것이다.**

HIFU 시술의 오리지널 장비인 울썬라와 제오민(톡신), 벨로테로(필러) 등의 주사요법을 모두 취급하는 Merz Aesthetics Korea는 회계연도 2024년(6월결산) 매출이 2,058억원에 달했다. Merz Aesthetics가 6월 결산법인이고, 제품별 매출을 알 수 없다는 점에서 직접적인 비교는 어렵지만, 이는 국내 시장에서 에너지기반 미용기기(클래시스 717억원), 톡신(휴젤 820억원), 필러(휴젤 290억원) 1위 기업의 2024년 합산 매출인 1,827억원보다 크다.

언론 인터뷰에 따르면 Merz Aesthetics Korea는 **회계연도 2025년에 전년대비 55% 증가한 3,190억원을 목표로** 한다고 한다. 국내 1위 기업들 중 2025년 국내 시장에서 50% 이상 성장을 목표로 하는 기업이 없다는 점에서 상당히 놀랍고 폭발적인 성장세다.

또 다른 프리미엄 브랜드인 **써마지를 유통하는 솔타메디칼의 2024년 매출도 국내 1위 에너지기반 미용기기 기업보다 약 1.6배 높은 1,200억원에 달한다.**

그림 36. Merz Aesthetics Korea 및 톡신/필러/EBD 국내 1위기업 합산 매출 추이



주: Merz Asia Pacific은 6월결산, 국내 기업은 12월 결산
자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

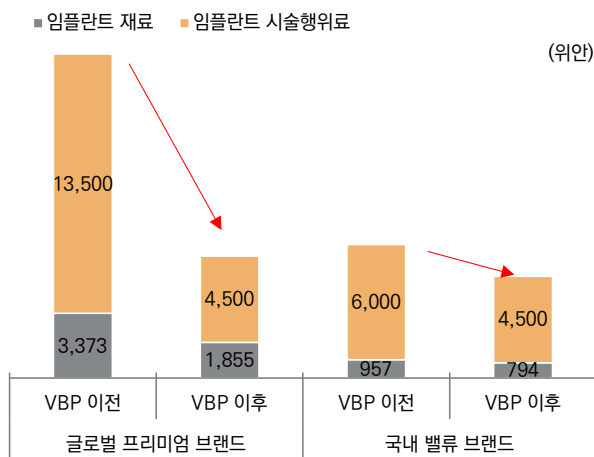
VBP 제도가 시행된 이후의 중국 치과용 임플란트 시장에서도 유사한 현상이 관찰된다. VBP는 입찰을 통과한 기업들에게 물량을 몰아주는 대신 가격을 대폭 할인하는 의료기기 및 의약품 구매 제도다. VBP 시행 1년차 성적표가 공개된 2025년초, 상당히 인상적인 결과를 확인할 수 있다.

통상 중국 치과용 임플란트 시장은 오스템임플란트, 덴티움, Straumann 3사가 과점하는 것으로 알려져 있는데, 2024년 한 해 동안 **국내 기업들이 모두 전년대비 역성장을 기록한 반면, 글로벌 기업 Straumann은 전년대비 62%넘는 성장을 기록했다.** Straumann은 중국이 아시아 지역의 성장을 주도하고 있다는 언급을 지속해서 하고 있다. **프리미엄 브랜드로 인식되던 제품의 가격이 큰 폭으로 하락하면서 수요가 몰리는 현상으로 해석할 수 있다.** 소비자들은 최종 소비가격보다도 **기존 기술의 위상과 브랜드를 감안한 가격 할인폭에 더 민감한 것**이다.

이런 맥락을 바탕으로 바탕으로 피부미용 관련 업체들의 국내 성과를 살펴보면 재밌는 현상이 관찰된다. **기업들이 고루 성장하기보다는 기업간 격차가 커지고 있는 것이다.** 특히 특정 카테고리(레이저, 보톡스 등)를 개척한 오리지널 제품이나 상대적으로 브랜드가 강한 제품들의 성장세가 강하다.

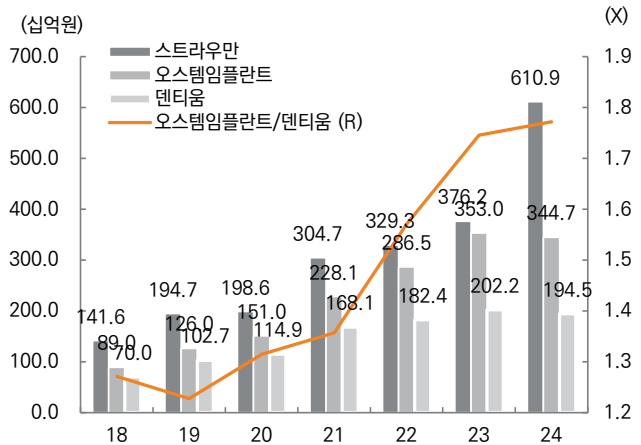
주사요법 시장에서는 **톡신(-1% YoY)과 필러(-2% YoY) 상위 3개 기업의 합산 매출은 2024년 전년대비 역성장을 기록했다.** 톡신과 필러는 이제 피부미용 기술의 필수재로 부각되면서 제품간 격차가 줄어들며 Commodity화 되고 있다. 반면 오리지널 브랜드로써 **스킨부스터** 카테고리를 주도하고 있는 리쥬란은 전년대비 50% 이상 성장했다.

그림 37. VBP 시행 이후 세그먼트별 임플란트 기술가격 하락



자료: 산업자료, 쓰촨성 의료보장국, 미래에셋증권 리서치센터

그림 38. 오스템임플란트, 덴티움, 스트라우만의 중국매출 추이



자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

에너지기반 미용기기도 상위 4개 기업의 2024년 합산 매출은 전년대비 20% 성장(상위 3개 기업 성장률은 39%)했지만, 그외 10개 기업의 합산매출은 전년대비 3% 상승에 그쳤다. 국내 에너지기반 미용기기 기업은 특정 카테고리를 개척한 오리지널 제품은 없지만, 그 중에서도 브랜드 가치가 높게 형성된 제품일수록 높은 성장을 기록하고 있다.

결론적으로 외국인 환자의 유입으로 시장이 성장하는 것은 긍정적이거나, 시장 성장의 수혜 정도는 기업마다 달라지게 된다. 소비자는 기존 시술의 위상과 브랜드가치를 감안하여 가격을 비교한다는 점에서 국내 피부미용 기업들은 브랜드 가치(임상데이터 확보, B2C 마케팅, 새로운 시술법 개발 등)를 높이기 위한 활동을 꾸준히 지속할 필요가 있다.

그림 39. 주사요법 관련 기업들의 국내 매출 추이

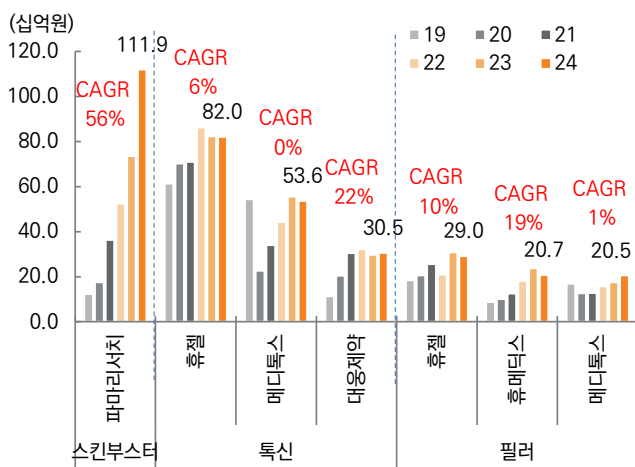
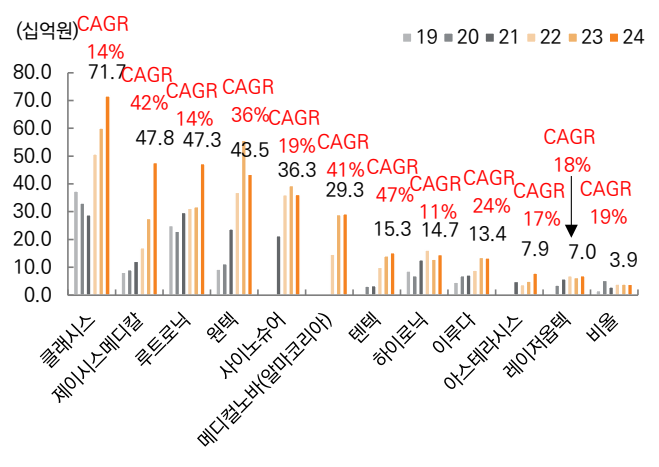


그림 40. 에너지기반 미용기기 관련 기업들의 국내 매출 추이



주: 메디칼노바는 2년, 사이노슈어와 아스테라시스는 3년, 텐텍과 레이저웍스는 4년, 나머지 기업은 5년 CAGR
 자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

2024년 국내시장 Review 및 2025년 전망

1. 주사 요법 시장

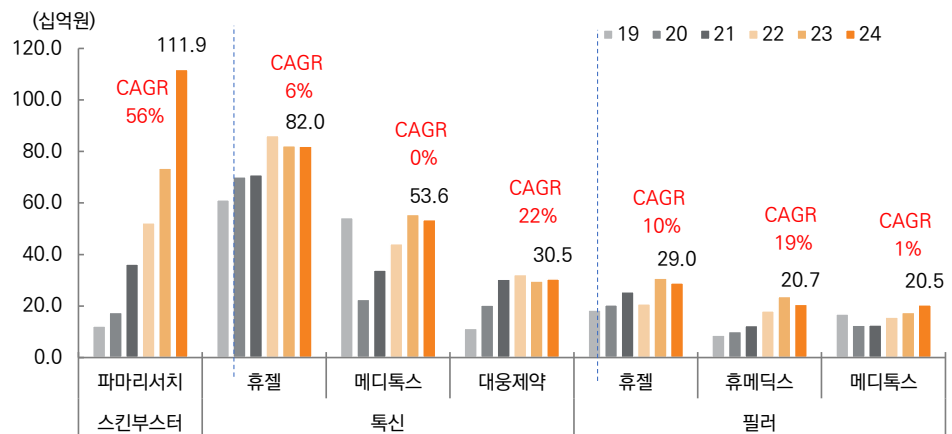
특신으로 대표되는 주사요법 시장은 우리나라 피부미용 시장에서 가장 규모가 큰 시장으로 추정되며, 시술시간이 짧고 업체들의 경쟁으로 가격이 많이 하락하여, 이제는 피부미용의 입문시술로 불릴만큼 가장 대중화된 시장이다. 특히 주사요법(특신+필러)간이나 에너지기반 미용기기(스킨부스터+마이크로니들 고주파 장비)와 복합기술에 많이 활용된다.

최근 국내 주사요법을 선도하는 가장 큰 트렌드는 스킨부스터의 폭발적인 성장이다. 스킨부스터는 피부재생을 촉진하는 다양한 유효성분(엑소솜, PLA, PN 등)을 피부에 도포하거나 주입하여 피부 상태의 개선을 이끌어내는 제품이다. 자연스러운 미를 추구하며 안티에이징을 추구하는 현대 트렌드를 가장 잘 반영하는 품목 중 하나다. 스킨부스터의 대명사인 파마리서치의 리쥬란은 2024년 전년 대비 52% 성장한 1,119억원을 기록하며 명실공히 국내 최대 주사요법 브랜드가 되었다. 리쥬란은 지난 5년간 연평균 56%의 외형성장을 거듭하고 있다.

특신 시장은 부진한 모습이다. 휴젤은 2022년 862억원으로 최대 매출을 달성한 후 2년 연속 역성장하며 2024년 매출은 820억원에 그쳤다. 메디톡스는 2023년 556억원으로 최대 실적을 기록한 후 2024년에는 4% 감소한 536억원을 기록했다. 대웅제약은 2024년 전년 대비 3% 증가한 305억원의 매출을 기록했으나, 아직 322억원으로 최대매출을 기록했던 2022년 실적에 미치지 못하고 있다. 필러 시장 분위기도 좋지 않다. 휴젤과 휴메딕스 모두 최대실적을 기록한 2023년에 비해 역성장했다. 휴젤은 전년 대비 6% 감소한 290억원을, 휴메딕스는 전년 대비 13% 감소한 207억원을 기록한 것이다. 메디톡스는 전년 대비 17% 성장한 205억원으로 사상 최대 실적을 경신했다.

2025년 주사요법 시장도 특신과 필러보다는 스킨부스터 중심의 성장 트렌드가 이어질 가능성이 높아 보인다.

그림 41. 주사요법 관련 기업들의 국내 매출 추이



자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

2. 에너지 기반 미용기기 시장

국내 에너지기반 미용기기의 가장 큰 특징은 피부 타이팅/리프팅으로 대변되는 “안티에이징”이다. 2019년 클래시스의 슈링크가 메가히트를 기록하면서 이러한 트렌드가 빠르게 퍼지기 시작했다. 2024년 에너지기반 미용기기의 매출순위는 클래시스(717억원), 제이시스메디칼(478억원), 루트로닉(473억원), 원텍(435억원) 순이다. 1위, 2위, 4위가 피부 타이팅과 리프팅 장비가 주력 제품인 기업이다.

① 안티에이징 장비의 가장 큰 장점은 소모품에 있다. 24년 클래시스의 장비매출은 268억원에 그쳤지만, 소모품 매출이 449억원에 달했다. 주로 소모품이 없는 레이저 장비가 주력인 루트로닉을 제치고 1위가 될 수 있었던 비결이 바로 소모품이다. 그런 점에서 최근 빠르게 장비 매출을 늘리며 2024년에는 클래시스보다 높은 장비매출(281억원)을 기록한 제이시스메디칼은 향후 소모품 매출 증가로 이어질 가능성이 높아 보인다.

② 에너지기반 미용기기의 두번째 특징은 장비 다각화다. 기존에는 대부분 기업들이 각자 잘하는 에너지원이 레이저는 루트로닉, 초음파는 클래시스, 모노폴라 고주파는 원텍처럼 어느 정도 정해져 있었다. 그러나 이제는 대부분의 기업들이 다양한 에너지원의 장비를 내재화하고 있다. 초음파로 잘 알려진 클래시스는 볼뉴머를 런칭하며 모노폴라 고주파 장비영역에 진입했다. 포텐자라는 마이크로니들 고주파 장비가 주력이었던 제이시스메디칼은 모노폴라 고주파 장비인 덴서티를 출시했다.

장비 다각화는 고객의 다양한 니즈에 대응할 수 있는 장점이 있다. 하나의 장비에서 다양한 에너지원을 사용할 수 있는 장비도 개발되어 판매되고 있지만, 아직까지 임상현장에서는 에너지원 별 장비를 따로 구매하는 경향이 크기 때문이다. 따라서 새로운 장비를 개발하면 기존고객에게 추가판매가 가능하며, 특정 에너지원을 선호하는 신규 고객을 유치할 수도 있다.

더불어 최근 복합기술이 인기를 끌면서 장비를 여러 개 갖출 경우, 패키지 마케팅이 가능하다. 예를 들어 클래시스는 초음파 장비인 슈링크와 모노폴라 고주파 장비인 볼뉴머를 묶어 볼링크 기술로 마케팅하고 있다. 나아가 대부분의 기업들은 해외사업을 병행하고 있는데, 지역에 따라 인기있는 장비의 종류가 다르기 때문에 이를 대응하기 위해서도 장비 다각화는 중요하다.

③ 세번째 특징은 사모펀드가 의료기기 중에서 가장 선호하는 인수대상이라는 점이다. 피부 미용기기는 높은 성장성을 갖추었을 뿐 아니라 의료기기 영역 중에서 상대적으로 적은 연구개발비를 들여 영업레버리지 효과를 빠르게 발생시킬 수 있어 수익성 역시 크다. 대부분 비급여 형태로 사용되기 때문에 보험보장 협의 단계를 생략하여 시장진입이 상대적으로 빠르고, 소모품 판매 중심의 비즈니스 모델을 구축할 수 있기 때문이다. 이미 베인캐피탈이 클래시스(2022년)와 이루다(2024년)를, 한앤컴퍼니가 루트로닉(2023년)을, 아키메드가 제이시스메디칼(2024년)을 인수했다.

2024년 에너지기반 미용기기 시장 분위기를 주도한 것은 사모펀드였다는 것이다. 사모펀드가 인수한 3개 기업이 나란히 1~3위를 차지했다. 향후 사모펀드들이 각각 어떤 전략을 펼쳐나갈 것인지를 지켜보는 것도 중요한 사례분석이 될 것이다.

이 중에서도 가장 눈에 띄는 성과를 기록한 것은 아키메드의 제이시스메디칼이다. 제이시스메디칼은 전년 대비 73% 성장한 478억원으로 2023년 매출 순위 6위에서 단숨에 2위로 뛰어올랐다. 장비와 소모품 매출 모두 견조했는데, 특히 장비 매출은 클래식스보다 많은 매출을 올렸다.

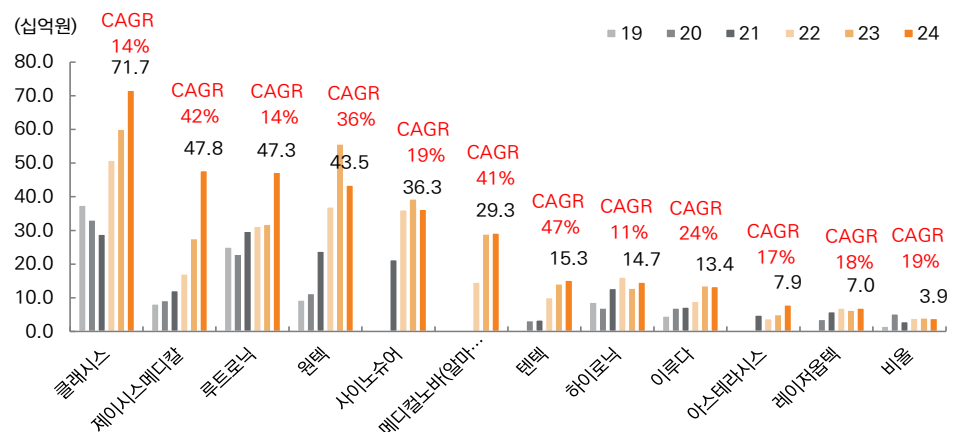
전통의 강자였으나 그동안 매출이 정체되어 있었던 루트로닉도 전년 대비 48% 성장한 473억원을 기록하며 4년만에 300억원대 매출을 돌파했다. 레이저 중심의 제품 라인업을 안티에이징 계열로 다각화하고 있는데, 성과가 나타나고 있는 것으로 추정된다.

클래식스는 전년 대비 19% 성장한 717억원을 기록하며 3년 연속 1위를 지켰다. 특히 소모품 매출이 449억원에 달했다. 이루다를 포함시킨 매출은 851억원에 달한다. **아직 우리나라 에너지기반 미용기기 기업 중 국내 매출 1,000억원을 달성한 기업이 전무한데, 현재로서는 클래식스가 여기에 가장 근접한 회사라 볼 수 있다.**

이외에 아스테라시스가 57% 성장한 79억원을 상위권 회사를 제외한 기업 중 가장 높은 성장세를 기록했다. 반면, 원텍은 전년 대비 22% 감소한 435억원을 기록하며, 매출순위가 4위로 하락했다.

2025년 에너지기반 미용기기는 2024년에 이어 상위기업 중심의 성장 트렌드가 지속될 가능성이 높아 보인다.

그림 42. 에너지기반 미용기기 관련 기업들의 국내 매출 추이



주: 메디컬노바는 2년, 사이노슈어와 아스테라시스는 3년, 텐텍과 레이저유평텍은 4년, 나머지 기업은 5년 CAGR
자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

3. 미용 플랫폼 기업

2024년 피부미용 외국인 의료관광객 70만명 시대와 안티에이징 트렌드에 힘입어 모든 기업이 사상 최대 실적을 경신했다. 다만 그만큼 광고선전비 같은 판관비가 함께 증가하며 이익률 측면에서 영업레버리지 효과가 발생하고 있지는 않다. 현금흐름 측면에서는 플랫폼 기업이 MSO 기업보다 견조하다. 주변 국가에 우리나라를 대체할 만한 국가가 등장하기 어렵고, 환율도 상대국가에 우호적으로 변하고 있어 2025년에도 미용플랫폼기업에 대한 견조한 성장이 예상된다.

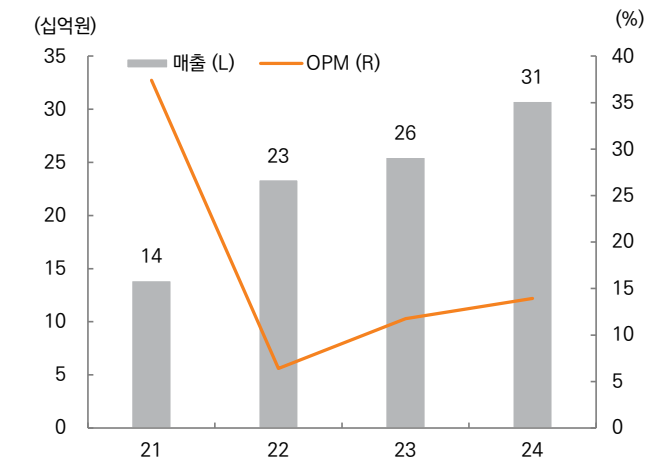
① 바비톡

바비톡은 국내 상위 미용성형 플랫폼 기업 중 하나로 케어랩스의 자회사다. 2023년 말부터 미용성형 플랫폼 MAU 1위였으나, 최근 강남언니에 의해 2위로 밀려났다.

2024년 매출은 전년 대비 21% 성장한 308억원, 영업이익도 전년 대비 43% 성장한 43억원으로 사상 최대 실적을 경신했다. 영업이익률은 전년 대비 2%p 개선된 14%를 기록했다. 플랫폼 기업 특성상 매출원가는 발생하지 않으나 전체 매출의 40% 초반을 차지하는 광고선전비를 일종의 매출원가로 보는 편이 합리적인 것으로 보인다.

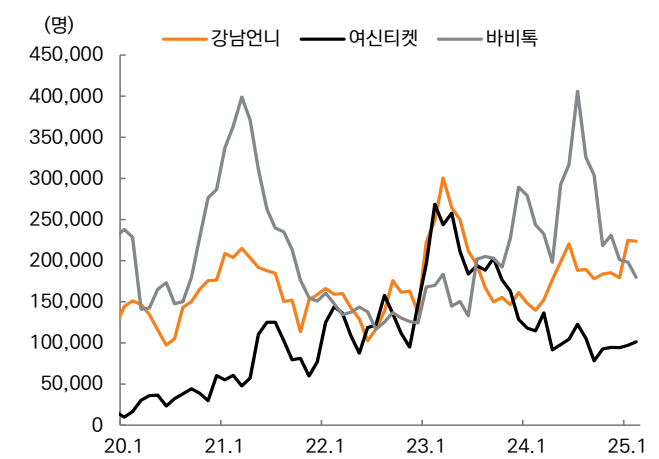
순이익 대비 현금흐름은 좋은 편으로 꾸준히 FCF가 발생하며 현금성자산은 전년 대비 소폭 증가한 99억원을 보유하고 있다. 부채비율은 55%로 높지 않으나 매년 증가하고 있어 관리가 필요해 보인다. 운전자본은 크지 않으나 2024년 매출채권이 크게 증가했다.

그림 43. 매출 및 영업이익률 추이



자료: 바비톡, 미래에셋증권 리서치센터

그림 44. 3대 미용성형 플랫폼 기업의 3개월 이동평균 MAU



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

② 힐링페이퍼

힐링페이퍼는 국내 상위 미용후기 플랫폼 강남언니의 운영사다. 2Q25 기준 국내 가입병원 4,200개, 가입의사 8,400명, 회원수 730만명(일본 고객 130만명 포함)을 보유하고 있다. 의료법 관련 리스크가 있음에도 빠르게 성장하고 있으며, 일본의 한국향 의료관광 수요증가 트렌드 수혜로 일본까지 사업을 확장했다. 실제로 **최근 증가하는 일본 의료관광 수요의 상당 부분을 동사의 일본법인이 기여하고 있다**. 일본 사업이 자리를 잡은 만큼 다른 해외지역으로 확장을 시도하고 있다.

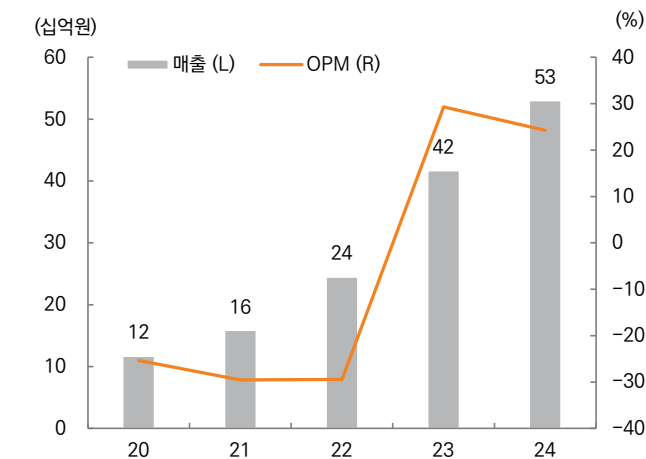
2024년 매출은 전년 대비 27% 성장한 530억원으로 사상 최대 실적을 경신했다. 영업이익도 129억원으로 사상 최대 실적을 경신했으나 광고선전비가 전년 대비 63% 증가한 171억원으로 크게 증가함에 따라 영업이익률은 전년 대비 4.7%p 하락했다.

2023년부터 외국인 의료관광 수혜를 톡톡히 누리며 현금흐름이 눈에 띄게 좋아졌다. 2024년 말 보유한 현금성자산은 271억원이다. 부채비율은 33%로 낮은 편이다. 최근 시리즈 C 투자 유치를 성공하며 전환우선주 428억원(56.8만주)을 조달했다. 이를 감안한 실질적인 현금성자산은 698억원이다.

투자자산이 꽤 증가했는데, 일본법인에 대한 유상증자와 장기대여금 때문이다. 동사는 일본 법인 지분을 100% 보유하고 있으나 매도금융자산으로 회계처리하고 있다. 스킨부스터, 울트라 콜 제조사인 울트라브이에 신규 투자했다.

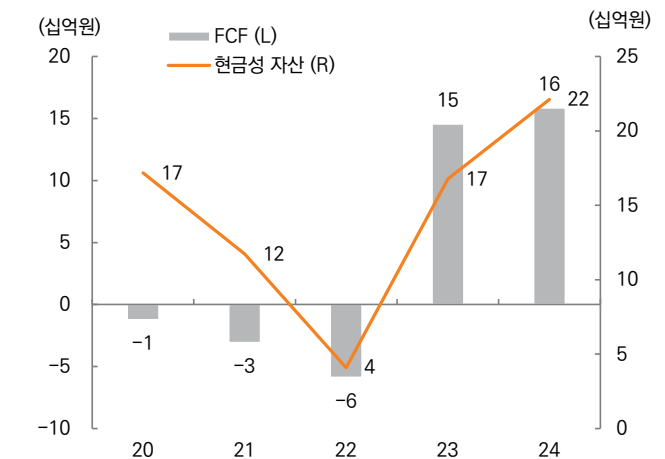
동사는 앞으로 미용병원을 위한 CRM 소프트웨어나 사진촬영장비 등 B2B 솔루션을 강화할 예정이다. 인테리어, 문자서비스 등 치과병원에 대한 토털솔루션을 추구하는 오스템임플란트의 사례를 적극 벤치마킹할 필요가 있어 보인다.

그림 45. 매출 및 영업이익률 추이



자료: 힐링페이퍼, 미래에셋증권 리서치센터

그림 46. FCF 및 현금성 자산 추이



자료: 힐링페이퍼, 미래에셋증권 리서치센터

③ 진이어스

진이어스는 **뽐 클리닉(29개)**와 **상상의원(4개)**에 대한 MRO 서비스 및 브랜딩 서비스를 제공하는 병원경영지원 플랫폼 기업이다.

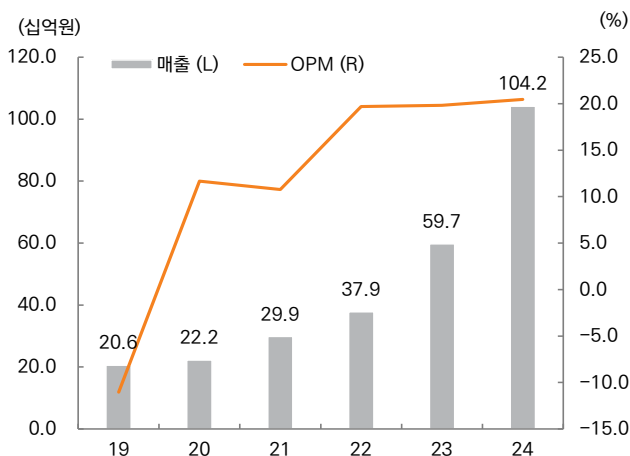
2024년 매출은 전년 대비 74% 성장한 1,042억원으로 1,000억원을 돌파하며 사상최대 실적을 경신했다. 상품매출이 크게 증가하며 전체 매출의 54%까지 성장했다. 서비스 매출 비중은 38%이다.

영업이익은 전년 대비 80% 증가한 213억원을 기록하며 역시 사상 최대 실적을 경신했다. 매출이 큰 폭으로 개선되었음에도 영업레버리지 효과가 크게 나타나고 있지는 않다. 영업이익률은 전년 대비 0.7%p 개선된 20.5%를 기록했다. 매출총이익률이 2%p 개선되었으나 판관비가 전년 대비 2배 이상 증가하며 상쇄했다. 참고로 2024년 회계법인 변경과 함께 회계정책도 변경하며, 매출원가와 판매관리비에 대한 조정이 이루어졌다. 광고선전비와 지급임차료 항목이 대거 매출원가로 반영되었다.

외형은 크게 성장하고 있지만, 아직 현금흐름이 좋지 않다. 2024년은 매출채권이 100억원 가까이 상승하며 운전자본 증가로 이어져 FCF가 적자를 기록했다. 현금소진이 일어나고 있던 상황에 2024년 2월 SG PE에게 유상증자 89억원과 전환사채 200억원을 발행하며 현금성자산이 2024년 말 기준 233억원으로 2023년 말 2억원에서 크게 개선되었다. 이 과정에서 SG PE는 2대주주(에스지데카)로 올라섰다. 부채비율은 2020년 880%에서 2024년 136%로 많이 줄어들었으나 여전히 높은 편이다.

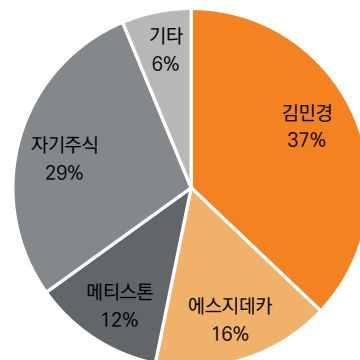
비유동자산이 약 35억원 증가했는데, 가장 큰 것은 장기대여금 19억원이다. 특수관계인인 싱가포르 소재 Askle Partenrs에 9.5억원을 대여한 것도 포함되어 있다. 매도가능증권에 5.6억원을, SW에도 6억원을 투자했다. 진이어스는 의사 출신 정태영 의장과 그의 아내인 김민경 대표가 운영하던 체제였는데, 2024년 정태영 의장이 별세함에 따라 상속세 이슈가 발생했다.

그림 47. 매출 및 영업이익률 추이



자료: 진이어스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 48. 지분율



자료: 진이어스, 미래에셋증권 리서치센터

4. 가정용 미용기기

피부미용 시장의 성장과 함께 가정용 미용기기 역시 빠르게 성장하고 있다. **피부과의 대체재보다는 보완재로써 성장**하고 있다. 다만, 앞으로 2가지 고민이 필요해 보인다. 첫번째는 **성장의 지속성**이다. 소모품 모델을 구축하기 어려운 만큼 지속적인 신제품 출시와 판매지역 다각화가 중요하다. 두번째는 이익률 개선이다. 가정용 미용기기는 제조원가는 낮은 편이나 판관비 비중이 높다. 통상 매출의 20~70%가 집행되는 광고선전비가 핵심 비용이다. **광고 효율화를 통한 이익률 개선의 중요성이 앞으로 더욱 높아질 것**이다.

① 지온메디텍

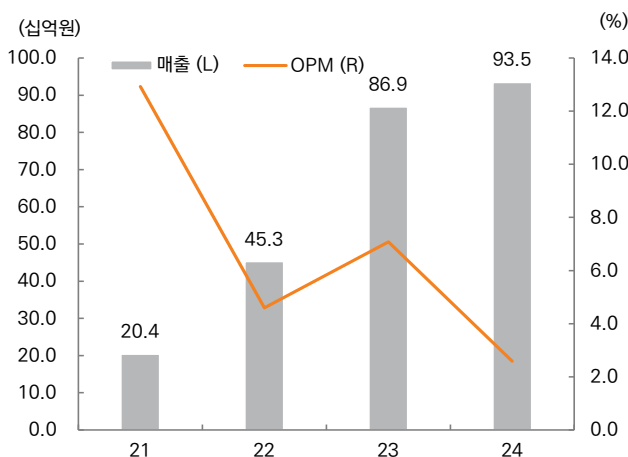
지온메디텍은 집속 초음파(HIFU) 기술기반의 **듀얼소닉이라는 가정용 미용기기를 제조하는 홈뷰티 기업**이다. SES의 유진이 대표 모델로 활동하고 있다. 듀얼소닉은 최대 700만원 이상의 초고가 가격전략을 활용하고 있으며, 카트리지와 피부 도포용 젤을 소모품을 판매하고 있다. 장비가 고가인만큼 렌탈 서비스도 함께 시행하고 있다.

2024년 매출은 회계연도 3기에 불과함에도 935억원을 달성하며 사상최대 실적을 경신했다. 다만, 2022년~2023년 큰 폭의 성장을 거듭함에 따라 성장률은 전년대비 8%에 그쳤다. 매출총이익률은 전년대비 개선된 84%로 상당히 높은 편이다. 가정용 제품 특성상 소모품의 매출총이익률 기여는 상대적으로 낮으며, 높은 매출총이익률은 고가 판매전략에 기인한 것으로 추정된다.

그러나 영업이익률은 꾸준히 한자릿수를 기록하고 있는데, 2024년 영업이익률은 2.6%에 불과하다. **가장 큰 비용은 광고비로 2023년 473억원(매출의 54%)에 이어 2024년에도 638억원(매출의 68%)을 집행했다.** 결국 이 광고비를 어떻게 효율화시킬 수 있느냐 하는 것이 향후 이익률 개선의 핵심이 될 것으로 보인다.

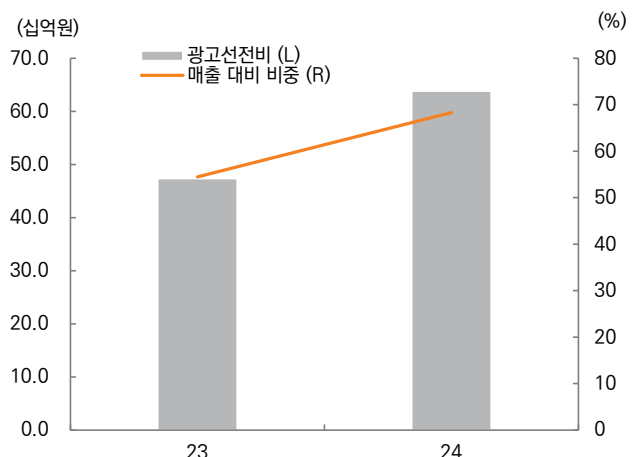
영업이익률이 낮고, 재고자산 증가로 운전자본이 증가하면서 2024년 영업현금흐름은 적자를 기록했다. 부채비율은 473%에 상당히 높은 편이며 이로 인해 연간 이자비용이 15억원에 달한다. 2024년말 기준 현금성자산은 39억원을 보유하고 있다.

그림 49. 매출 및 영업이익률 추이



자료: 지온메디텍, 미래에셋증권 리서치센터

그림 50. 광고선전비 추이



자료: 지온메디텍, 미래에셋증권 리서치센터

② APR

화장품과 연계된 가정용 미용기기로 큰 시너지를 발휘하고 있는 APR의 **2024년 가정용 미용기기 매출은 전년대비 43% 증가한 3,128억원(글로벌 매출)을 기록하며 사상최대 실적을 경신했다**. 가정용 미용기기의 성장 공식을 가장 잘 실현하고 있다. 초음파, 고주파 등 새로운 장비를 지속적으로 출시하면서 주력인 화장품 부스터 장비 판매지역을 화장품과 함께 다각화하고 있다.

동사의 **화장품과 화장품 흡수를 도와주는 부스터 기기는 서로 보완재 역할을 하며 시너지를 발생시키고 있다**. **화장품과 홈뷰티 기기들의 공통적인 고민은 매출의 지속성이다**. 화장품은 신제품 출시주기가 점점 짧아지고 있고, 히트 상품이 나오면 비슷한 미투 제품이 다수 등장한다. 홈뷰티 기기는 제품 판매 이후의 수익모델이 한정적이다.

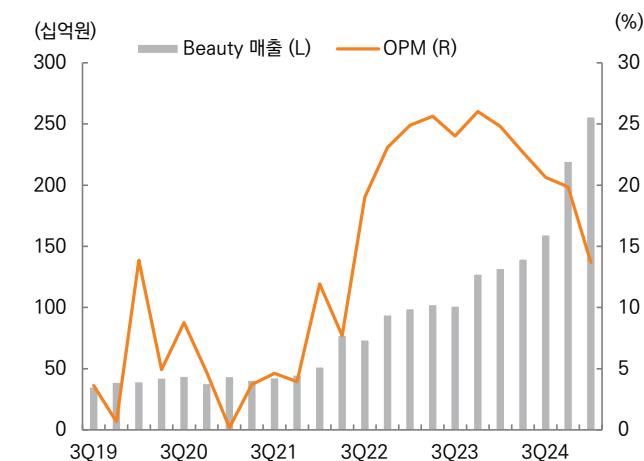
전문가용 의료기기처럼 소모품 판매가 일반적이지도 않아 기존 고객을 활용한 비즈니스모델보다는 신규 고객 의존도가 높을 수밖에 없다. 구매 이후 고객의 지속적인 사용을 유도하는 게 어렵다 보니, 신제품이 출시되어도 기존 고객 대상 마케팅이 쉽지 않다.

화장품과 부스터 기기가 연계되면 화장품은 부스터 기기의 소모품처럼 인식되며 재구매로 이어질 가능성이 높아진다. 부스터 기기는 신규 고객 유치가 원활해지고, 계속 제품을 사용하기 때문에 신제품이 출시될 때 마케팅을 하기도 용이하다.

또한, **부스터 기기를 활용한 화장품 도포는 화장품 유효성분을 피부 깊이 침투시킬 수 있는 가장 현실적인 방법이기도 하다**. 피부는 외부 이물질로부터 인체를 보호하는 장벽이다. 물질의 분자량이 500달톤 이상이면 피부 흡수율이 상당히 낮아진다는 500달톤의 법칙이 있을 만큼 피부를 통해 유효물질을 흡수시키는 일은 굉장히 어려운 일이다. 피부에 좋다고 알려진 대부분의 유효성분은 사실상 피부를 통한 흡수가 어렵다.

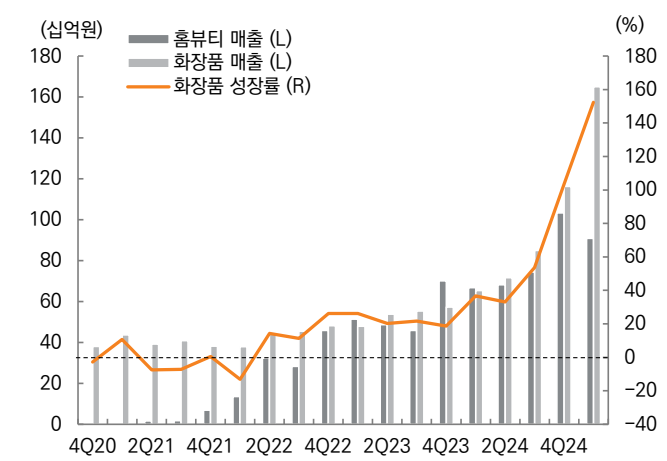
EGF(상피세포성장인자)는 최소 6000달톤, 비타민C는 약 18,000달톤, 콜라겐은 30만 달톤에 달하는 것으로 알려져 있다. 그러나 이온영동법, 미세전류 기술이나 전기천공법 등을 활용한 부스터 기기를 활용하면 분자량이 큰 유효성분의 흡수율을 개선시킬 수 있다.

그림 51. Beauty(화장품 및 홈뷰티) 사업부문 실적 추이



자료: APR, 미래에셋증권 리서치센터

그림 52. APR, 홈뷰티 런칭 이후 화장품 사업 성장률도 개선



자료: APR, 미래에셋증권 리서치센터

2024년 수출성과 Review와 2025년 전망

1. 주사 요법 시장

2024년 주사요법 수출 중 가장 돋보이는 것은 독신이다. 수출 1위는 대웅제약(브랜드명 주보)으로 전년 대비 33% 증가한 1,560억원을 기록했다. 대웅제약 수출의 1등 공신은 미국이다. 대웅제약의 미국 파트너인 Evolus의 미국 매출은 전년 대비 30% 증가한 2.5억 달러를 기록하며 미국 내 독신 시장 점유율이 13%까지 증가한 것으로 추정된다. Evolus는 2025년에도 30% 수준의 성장을 가이던스로 제시하고 있어 대웅제약의 미국 중심의 수출 증가세는 2025년에도 이어질 가능성이 높아보인다.

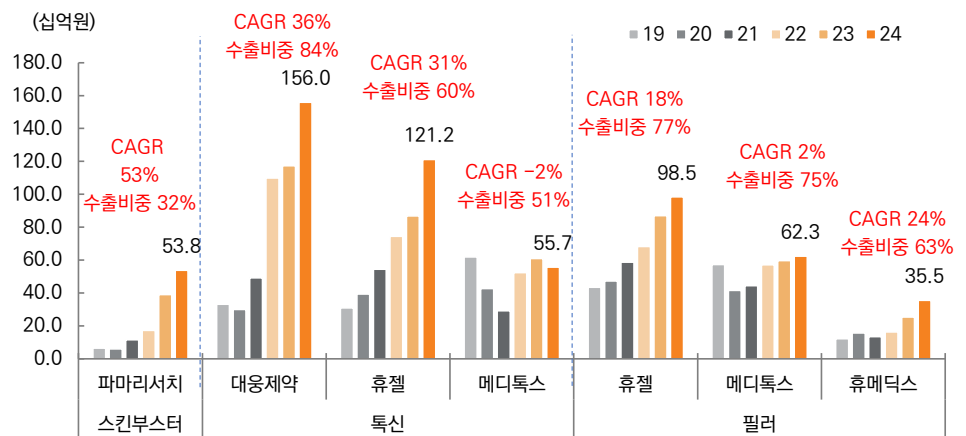
국내 기업 중 유일하게 미국, 중국 유럽의 독신 판매허가를 모두 보유한 휴젤(브랜드명 레티보)은 전년 대비 40% 증가한 1,212억원을 기록했다. 2025년은 중국 파트너인 사환제약의 견조한 성장과 더불어 미국 파트너사인 베네브를 통한 미국 진출이 본격화될 전망이다. 휴젤은 2028년까지 해외진출 국가를 독신은 80개, 필러는 70개로 확대하는 것이 목표다.

메디톡스는 2024년 하반기 GMP 인증이슈로 인한 공장가동 중단에 따른 수출물량 지연으로 전년 대비 9% 역성장한 557억원으로 부진했다. 2025년에는 수요 정상화가 기대된다.

국내 최대 주사요법 브랜드로 성장한 파마리서치의 스킨부스터 리쥬란의 성과도 우수하다. 리쥬란의 해외수출은 전년 대비 38% 성장한 538억원을 기록했다. 현재 리쥬란 수출의 대부분은 아시아지역에서 발생하고 있다. 2025년에는 2대주주로 올라선 CVC와의 시너지와 M&A를 통해 유럽 시장 확대를 본격화할 것으로 기대된다.

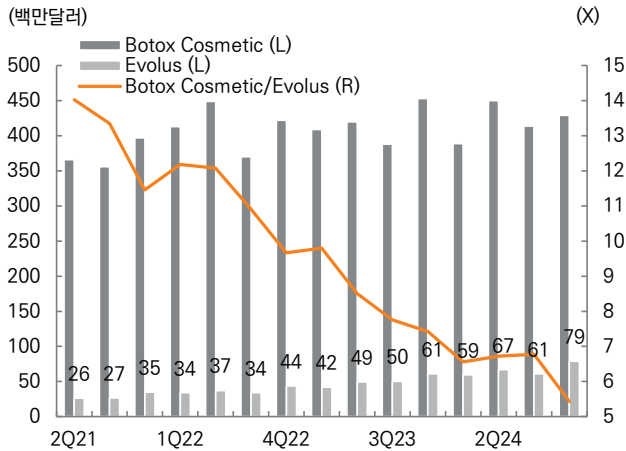
필러기업들의 성과도 견조했다. 휴젤은 전년 대비 13% 성장한 985억원을 기록했다. 올해는 사상 최초로 1,000억원대 이상 매출이 기대된다. 메디톡스는 전년 대비 5% 성장한 623억원으로 상대적으로 부진했다. 휴메딕스는 전년 대비 40% 증가한 355억원을 기록하며 가장 빠르게 성장하고 있다.

그림 53. 주요 주사요법 관련 기업들의 수출 추이



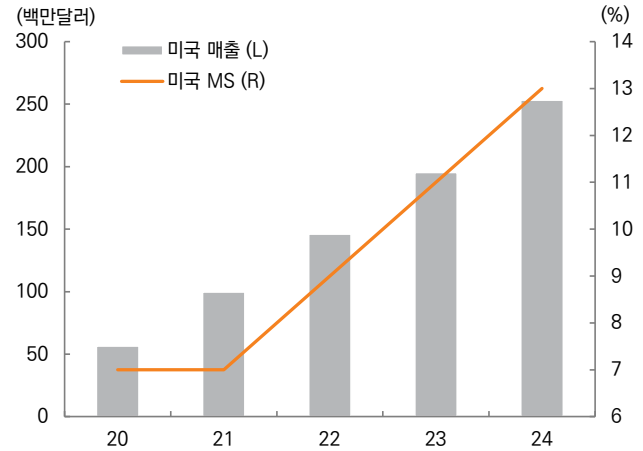
자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 54. Evolus와 Botox의 미국 매출 추이



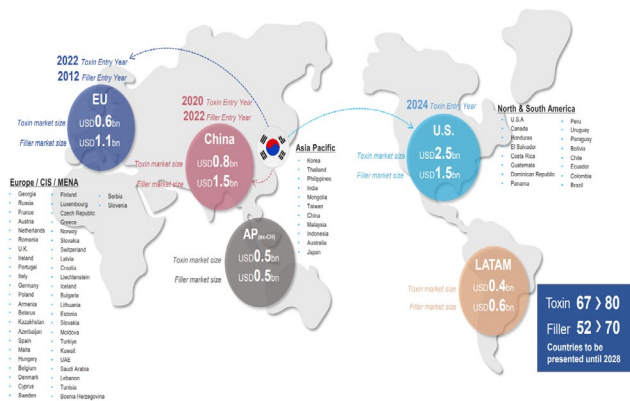
자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 55. Evolus의 미국 매출 및 MS 추이



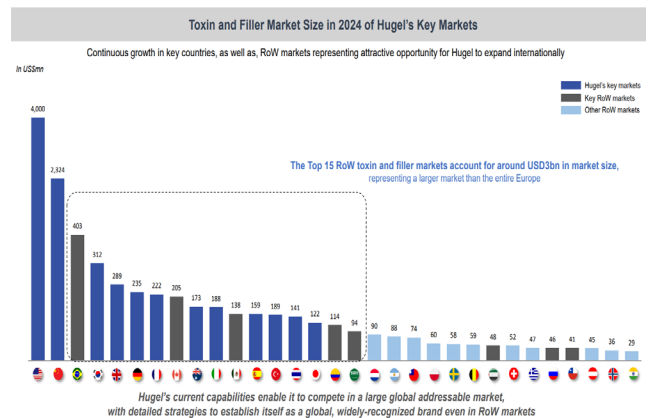
자료: Evolus, 미래에셋증권 리서치센터

그림 56. 휴젤의 독신 및 필러 진출국가 확대 전략



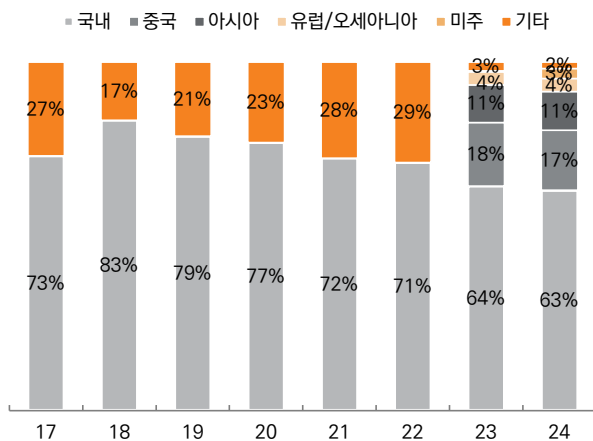
자료: 휴젤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 57. 주요 국가별 특신&필러 시장 규모



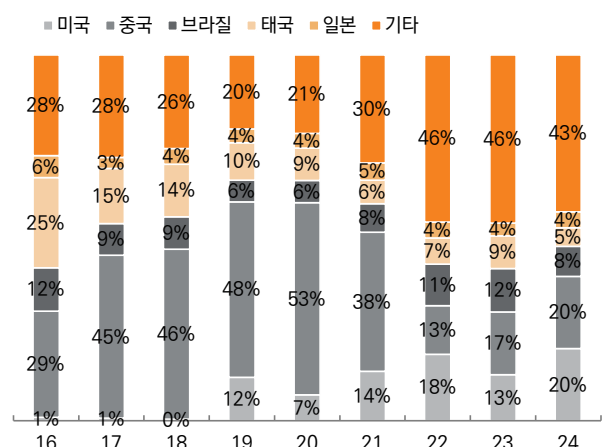
자료: 휴젤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 58. 파마리서치의 지역별 매출 비중 추이



자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 59. 국내 특신의 지역별 수출 비중 추이



자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

2. 에너지 기반 미용기기 시장

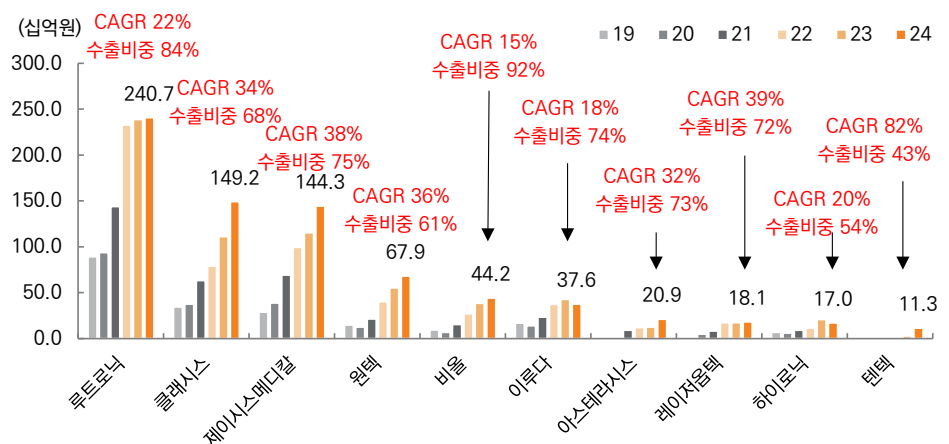
에너지기반 미용기기의 해외 수출은 순항 중이다. 2024년 가장 높은 해외 매출을 올리고 있는 기업은 루트로닉으로 전년 대비 1% 증가한 2,407억원을 기록했다. 국내 기업 중 유일하게 2,000억원대 수출을 기록하고 있다. 핵심 시장은 미국으로 2024년 미주지역 매출만 전체 수출의 절반 이상인 1,329억원(17% YoY)에 달한다.

미국 시장에서 직판 전략과 더불어 브랜딩 강화 및 제품 다각화 전략으로 3천만원대의 장비 ASP를 6천만원대까지 끌어올리는 전략이 주효했다. 그러나 미주지역을 제외한 모든 지역에서 부진하며 미주 지역성장을 상쇄했다. 동사는 2022년 큰 폭의 성장을 기록한 후 성장성이 둔화되고 있다. 미주지역이 아닌 지역의 수출을 강화할 필요가 있어 보인다.

클래시스는 전년 대비 35% 증가한 1,492억원을 기록했다. 주력이었던 브라질 외 매출이 증가했다. 2024년 10월 합병 완료한 이루다 매출까지 합산할 경우 클래시스의 수출액은 1,867억원이다. 특히 2024년에는 이루다 합병과 주력 장비 중 하나인 볼뉴머의 FDA 허가로 미국 시장에 침투를 본격화했다는 것이 의미있다. 미국 유통 파트너는 카르테사다. 2025년에는 2Q25 슈링크 유니버스와 볼뉴머의 유럽 CE 허가가, 3Q25에는 시크릿 맥스의 FDA 허가가 예정되어 있어 신제품 효과를 바탕으로 한 수출 확대가 예상된다.

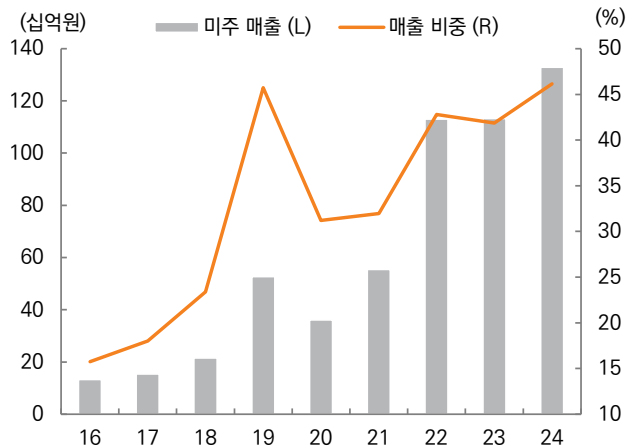
제이시스메디칼은 전년 대비 25% 성장한 1,443억원으로 견조하게 성장했다. 특히 전년 대비 92% 성장한 224억원을 달성한 미주 실적이 돋보인다. 동사는 기존 Cynosure와 파트너십으로 미주사업을 추진하고 있었는데, 작년 루트로닉을 인수한 한앤컴퍼니가 Cynosure를 인수함에 따라 미국 사업의 불확실성이 커졌다. 미국 유통 파트너 교체 여부는 확인되지 않으나 2024년 미주 실적이 Cynosure 의존도를 낮춰 달성한 것이라면 2025년 실적도 기대해볼만 하다. 이외에 아시아는 전년 대비 22% 성장했고, 유럽은 전년 대비 25% 역성장, 기타지역도 전년 대비 4% 역성장을 기록했다.

그림 60. 주요 에너지기반 미용기기 기업의 수출 추이



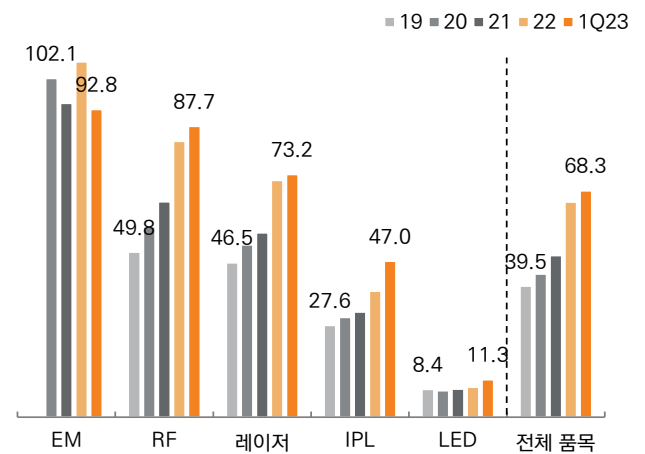
주: 아스테라시스는 3년, 텐텍과 레이저웜텍은 4년, 나머지 기업은 5년 CAGR
자료: 각사, 미래셋증권 리서치센터

그림 61. 루트로닉의 미국 매출 추이



자료: 루트로닉, 미래에셋증권 리서치센터

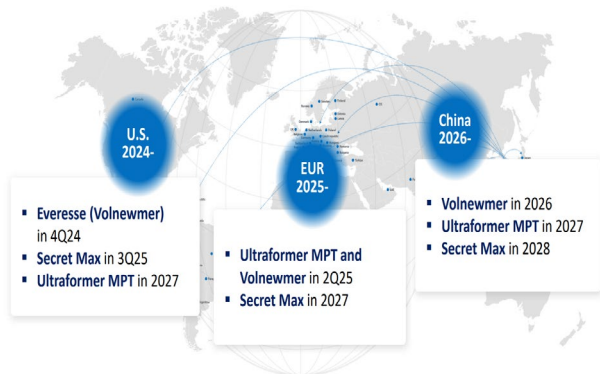
그림 62. 루트로닉의 제품별 ASP 추이



자료: 루트로닉, 미래에셋증권 리서치센터

그림 63. 클래시스의 신제품 출시 전략

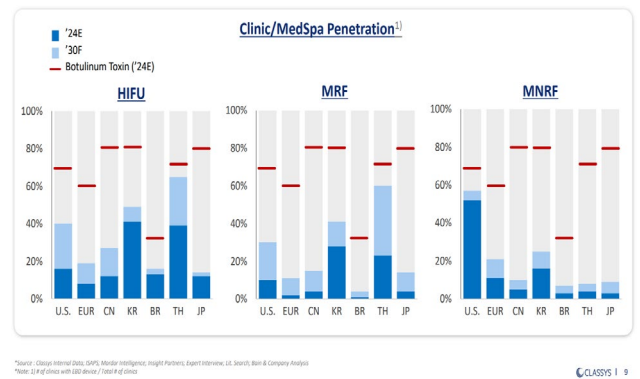
We are now strategically targeting larger markets, including the U.S., China, and EUR, to accelerate global expansion.



자료: 클래시스, 미래에셋증권 리서치센터

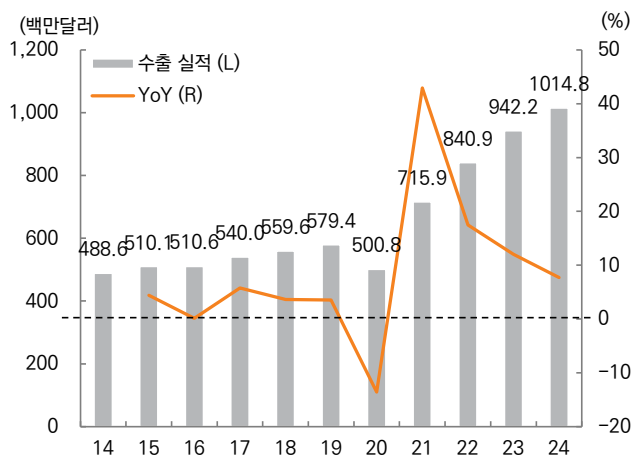
그림 64. 주요국가의 에너지원별 침투율 현황

Clinic/MedSpa and patient penetration remain low in most countries, presenting significant opportunities in major markets like the U.S.



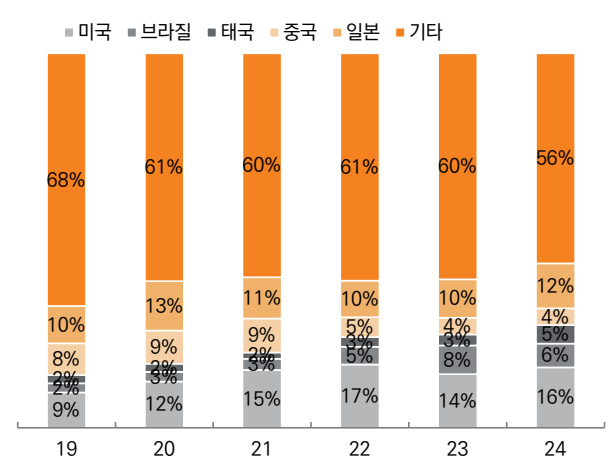
자료: 클래시스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 65. 에너지기반 미용기기의 수출 추이



자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 66. 에너지기반 미용기기의 국가별 수출 비중 추이



자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

3. 세계 최대 시장 미국 공략의 틈이 보인다

세계 최대 시장인 미국은 거의 모든 미용 기업들이 반드시 진출하고자하는 꿈의 시장이다. 시장규모뿐 아니라 **미국에서 1등이 진짜 세계 1등이라는 상징성으로 인해 다른 국가로의 파급력이 상당하기** 때문이다. 우리나라 기업들도 미국 시장에 꾸준히 도전하고 있다.

국내 에너지 기반 미용기기에게 팬더믹 시기를 제외하면 줄곧 미국은 수출 1위 국가였다. **2024년 에너지기반 미용기기의 미국향 수출은 1.6억 달러로 전체 수출의 16%를 차지하고** 있다. 여기에 루트로닉이 가장 큰 기여를 하고 있다. 몇 년 전부터 마이크로니들 고주파 제품이 인기를 끌면서 비올과 제이시스메디칼의 마이크로니들 고주파 제품도 수출 증가에 큰 역할을 하고 있다.

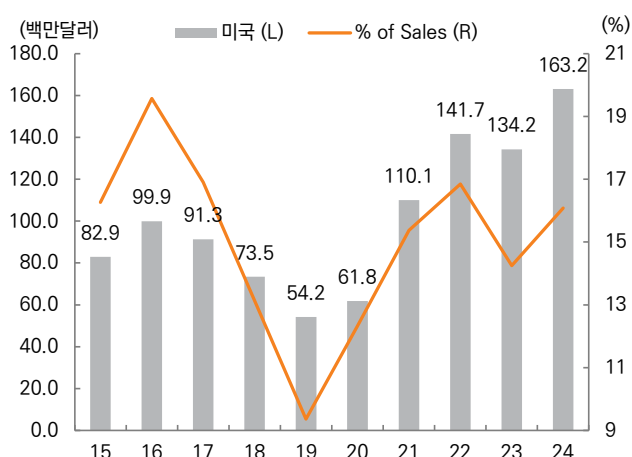
톡신은 본격적인 미국 수출이 시작된 것은 지금으로부터 불과 6년전인 2019년부터이다. 톡신 수출을 주도하는 것은 대웅제약으로, 대웅제약의 미국 유통사인 Evolus가 특유의 마케팅 전략을 앞세워 단기간에 시장점유율을 13%까지 끌어올렸다. **2024년 톡신 수출은 사상 최대인 7,860만 달러를 기록하며 전체 수출량의 20%까지 성장했다.**

2025년에는 국내 기업들의 미국 진출은 더욱 가속화될 것으로 예상된다. 2024년 새롭게 FDA 허가를 받은 클래스스(볼뉴머)와 휴젤(레티보)이 현지 유통사와 협업하여 본격적인 영업활동에 박차를 가할 것으로 예상되기 때문이다.

미국 시장의 성과는 밸류에이션과 실적을 모두 높일 수 있기에 중요하다. 직접적인 미국시장에서의 실적개선뿐 아니라, 간접적으로 다른국가에 마케팅 효과를 기대할 수 있다. 나아가 이런 성과는 우리가 화장품 섹터에서 관찰했듯이 밸류에이션 리에이팅의 근거도 될 수 있다.

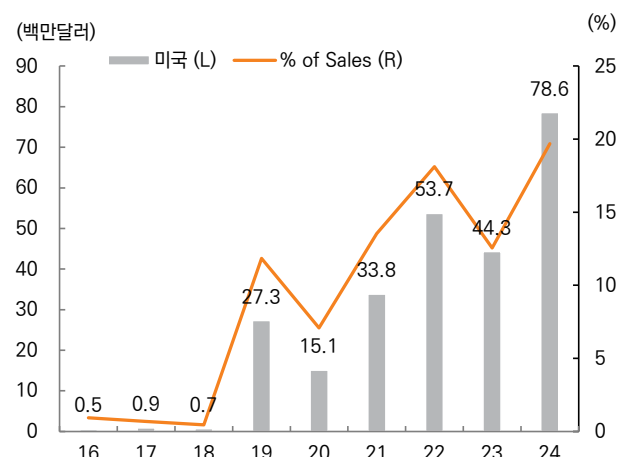
이런 상황에서 **최근 미국 피부미용시장에서 고가 시술 품목의 부진이 눈에 띄게 관찰된다.** 실제로 미국 톡신시장을 지배하는 엘러간의 보톡스나 장비가격만 1.2억달러에 시술비용이 3,000~7,000달러에 달하는 Inmode가 부진한 실적을 지속하고 있다. 최소침습 지방제거술을 제공하는 Airsculpt나 Hydrfacial이라는 Dermabrasion(피부연마술) 시술을 서비스하는 Beauty Health 실적도 부진하다.

그림 67. 국내 에너지기반 미용기기 기업의 수출 추이



자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 68. 국내 톡신 기업의 수출 추이

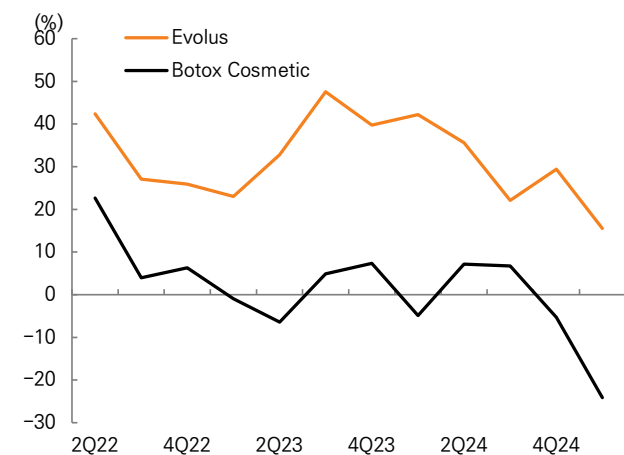


자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

반면, **중저가 품목으로 포지셔닝하고 있는 Evolus는 상대적으로 좋은 성과를 거둬고 있다.** Evolus의 성과는 국내기업들이 유심히 지켜볼만하다. 미국 피부미용 기술의 핵심고객은 40대 이상의 고소득 여성이다. **Evolus는 가성비 높은 제품으로 밀레니엄 고객에 집중하는 마케팅 전략**을 펼치며, 출시 5년만에 미국 시장에서 시장 점유율 13%를 달성했다. 압도적 1위인 Abbvie의 Botox(미용 목적)와의 격차도 줄여나가고 있다.

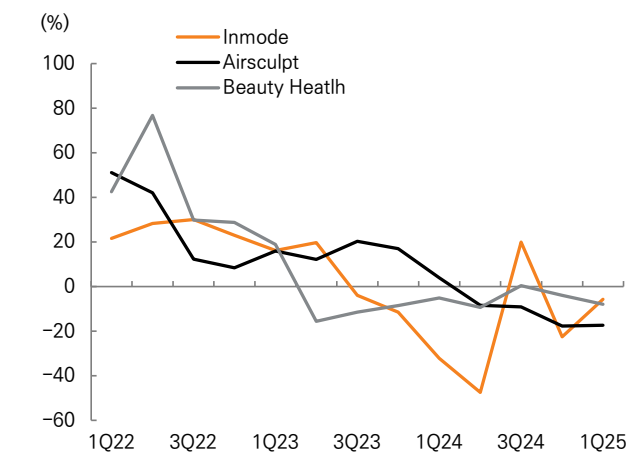
우리 기업들이 국내 시장에서 경험했듯, **국내 시장이 활성화된 가장 큰 요인은 인구통계적으로 20대 여성과 남성층이 유입되었기 때문이다.** 대부분의 피부미용시장의 핵심고객은 40대 이상의 고소득여성으로 이들은 프리미엄 기술을 선호하는 경향이 강하다. 상대적으로 가성비 비에 관심이 높은 20대 여성과 남성층의 유입되면서 **고객 수 증가로 시장이 커짐과 동시에 세그먼트화가 진행된다.** 고객들의 소득 및 소비 수준이 다양해지면서 프리미엄 시장외에 Entry 시장이 형성되는 것이다. 우리나라 기업들은 이 Entry 시장에서 상당한 경쟁력을 발휘하며 펀더멘탈을 키워나갔다.

그림 69. 보톡스 및 주보의 매출성장을 추이



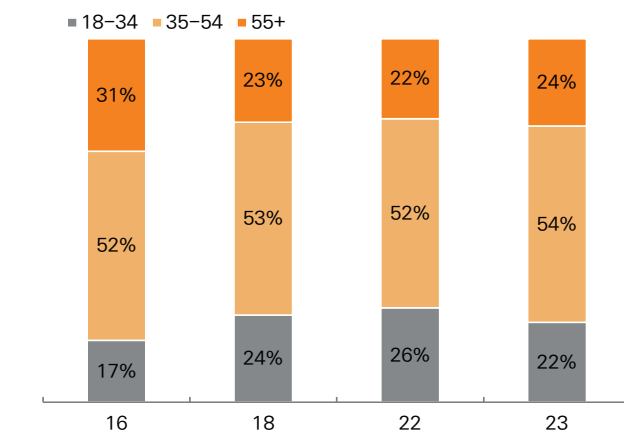
자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 70. Inmode, Beauty Health, Airsculpt의 미국 매출 성장률 추이



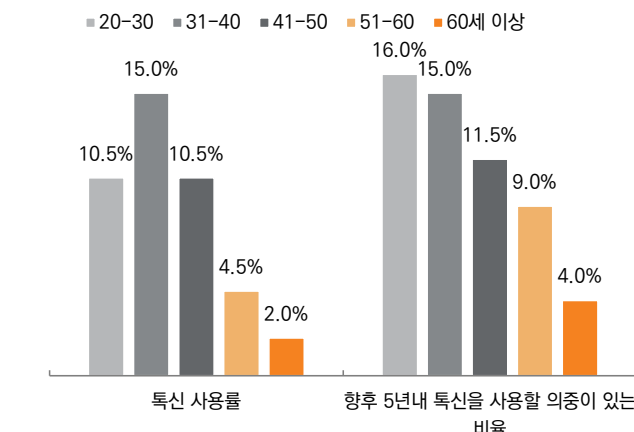
자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 71. 메드스파를 이용하는 여성고객의 연령별 비중



자료: ISAPS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 72. 연령별 독신 기술 침투율 및 향후 독신 기술 의향 통계



자료: Mckinsey&Co., Evolus, 미래에셋증권 리서치센터

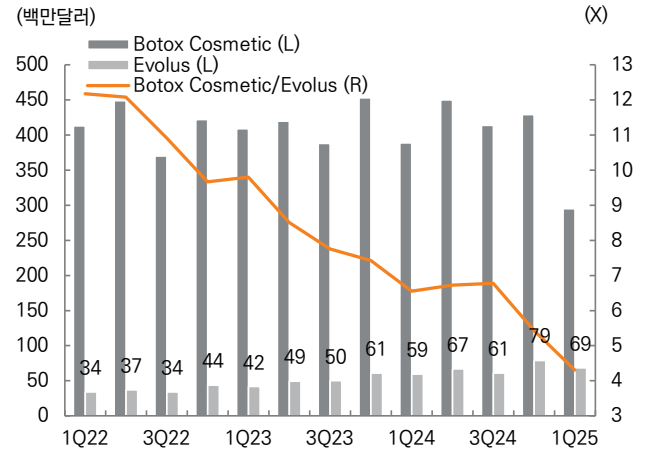
Evolus의 선전은 단순히 경기침체로 중저가 제품을 선호하는 현상 외에 20대 인구의 피부 미용 시장으로의 유입으로도 해석할 수 있다. 이들은 우리나라 기업들이 경쟁력을 발휘할 수 있는 고객층이다. 앞으로 미국 피부미용시장에서 일어나는 거시적 변화를 유심히 관찰할 필요가 있다.

그림 73. Evolus가 타겟하는 밀레니얼 세대



자료: Evolus, 미래에셋증권 리서치센터

그림 74. 보톡스 vs. 주보의 매출 추이



자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 에너지기반 미용기기 기업의 광고모델의 역사

계약 년도	모델	출생년도	당시 나이	기업명	계약년도	모델	출생년도	당시 나이	기업명
2016	야노 시호	1976	40	울쎈라	2022	이민호	1987	35	울쎈라
2017	박지윤	1979	38	파마리서치	2023	명세빈	1975	48	텐텍
2019	수애	1979	40	파마리서치	2023	이영애	1971	52	제이시스메디칼
2020	이민정	1982	38	울쎈라	2023	임지연	1990	33	클래시스
2020	안현모	1983	37	써마지	2023	차주영	1990	33	클래시스
2021	배윤경	1993	28	제이시스메디칼	2023	고민시	1995	28	클래시스
2021	서예지	1990	31	클래시스	2023	차예련	1985	38	파마리서치
2021	조보아	1991	29	아스테라시스	2023	주상욱	1978	45	파마리서치
2021	김소연	1980	41	원텍	2024	로운	1996	27	원텍
2022	이다희	1985	37	제이시스메디칼	2024	신혜선	1989	34	라메디텍
2022	이나영	1979	43	클래시스	2024	박신혜	1990	34	루트로닉
2022	김성령	1967	55	써마지	2024	하지원	1978	46	아스테라시스
2022	전소민	1986	36	울쎈라	2024	설인아	1996	28	알마
2022	김하늘	1978	44	울쎈라	2024	김수현	1988	36	클래시스

주: 빨간 테두리는 20대 목표 여성 모델, 파란 테두리는 남성 모델

자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

피부미용 투자전략

2025년 피부미용 시장은 국내는 외국인 피부과 의료관광객의 폭발적인 성장이 이어지고 있고, 해외시장은 경기침체로 가성비 높은 제품의 인기가 높아지고 있다. 결국 국내외를 관통하는 키워드는 브랜딩이다. 브랜딩이 뒷받침되어야 국내 시장에서 오리지널 브랜드와 경쟁할 수 있으며, 글로벌 시장에서는 가성비전략이 더 빛을 발할 수 있다. 그런 점에서 우리는 피부미용 시장에서 각 제품군의 선도기업을 선호하며, **에너지기반 미용기기로 클래식스(214150)**, **주사요법에서는 파마리서치(214450)**, **휴젤(145020)**을 주목한다.

파마리서치(145020)는 2024년 글로벌 1위 스킨부스터에 등극한 리쥬란이 시장의 예상을 계속 뛰어넘는 성장을 지속하고 있다. 이미 Commodity화된 독신과 달리, 여전히 시술가 방어가 잘되는 상황에서 외국인 의료관광객의 꾸준한 유입과 광고효율성 개선으로 텃밭인 내수시장이 계속해서 황금알을 낳고 있다. 아시아지역 중심으로 수출도 견조하다. 하반기부터는 본격적으로 CVC와 함께 유럽으로 시장을 넓혀나갈 것으로 보인다.

연이은 주가 랠리로 밸류에이션 부담에 대한 우려가 커지고 있다. 피부 미용 업계에서 오리지널 제품이 가지는 영향력과 상징성, 그리고 점차 높아질 해외매출 비중, 포트폴리오 다각화(에너지기반 미용기기, PLLA 스킨부스터, 독신 등)를 밸류에이션에 반영해야 한다고 판단한다. 아직 시기와 타켓을 유추하긴 어렵지만, CVC를 통해 확보한 자금을 활용한 M&A 전략도 연중 기대해볼 만하다.

클래식스(214150)는 지난 4Q24 이루다와 합병이후 비용절감 시너지가 빠르게 발생하며 당초 예상보다 높은 이익률을 이어나가고 있다. 2025년은 이루다와 함께 본격적으로 글로벌 확장에 박차를 가할 것으로 보인다. 2Q25 유럽에서 볼뉴머 및 슈링크 유니버스, 3Q25 미국서 Secret Max 출시가 예정되어 있다. 또한 직접영업을 본격적으로 개시하는 일본도 주목할만하다. 2025년 실적은 매출 3,403억원(40% YoY)으로 EBD와 주사요법 등 모든 미용 의료기기 통합 매출 1위로 올라설 것으로 기대된다.

휴젤(145020)은 올해 독신 시장 규모가 큰 미국과 중국에서의 본격적인 매출이 발생할 것으로 기대된다. 2025년 3월, 미국 레티보 판매가 시작되었으며, 중국 파트너사의 매출이 빠르게 증가하고 있다. 경기둔화에 따른 소비 심리 악화는 오히려 레티보 판매에 긍정적 요인이 될 수 있다는 판단이다. 고가의 제품 대비 중저가인 레티보를 선택하는 소비자의 비중이 늘어날 것으로 예상되기 때문이다. 이는 최근 애브비의 보톡스 매출이 감소하고 에볼루스 주보 매출이 증가하는 트렌드와 부합한다. 단기 주가 모멘텀은 미국향 레티보 선적이 될 것으로 보이며, 3월 미국 런칭으로 2분기 미국향 레티보의 추가 선적이 가능할 것으로 보인다. 단기 주가 급등에 따른 부담은 있으나, 국내 에스테틱 피어 기업인 파마리서치와 클래식스 평균 28배 대비 낮은 멀티플을 받고 있어 주가 상승여력은 충분하다.

Appendix. 주요 국가 피부미용 시장 분석

1. 미국 시장

미국은 명실공히 세계 최대 피부 미용 시장(주사 시술 및 최소침습 시술)으로 알려져 있다. 미국 성형외과학회(ASPS)와 피부외과학회(ASDS)에서 공개하는 통계자료를 고려하면, 미국 성형외과 전문의와 피부과 전문의 시장만 2023년 기준 328억 달러에 이르는 것으로 추정된다. 미국에서 피부미용 시술은 전문의가 아닌 의사도 가능하고, 의사가 아닌 의료인력(임상간호사, 간호사, 의사보조원, 피부관리사 등)도 의사감독 아래 미용시술이 가능하다는 점에서 실제 시장규모는 훨씬 클 것이다.

미국은 전세계에서 가장 의료비용이 높은 국가인만큼 비급여 가격수준도 높게 형성되어 있고, 세계 최고 수준의 기술과 인력이 몰려 있다. 그러다보니 단순히 규모가 큰 시장일 뿐 아니라, 미국에서 1등이 진짜 세계 1등이라는 상징성이 큰 국가다.

표 4. 미국 피부미용 시술 통계 및 시장 규모 추정

	성형외과 전문의 (비중)	피부과 전문의 (비중)	합산 (비중)	가격(달러)	규모 (십억 달러)
전체	24,351,222	10,828,064	35,179,286		31.6
주사요법	17,139,392 (70%)	4,785,622 (44%)	21,925,014 (62%)		12.4
특신	9,480,949 (39%)	2,822,290 (26%)	12,303,239 (35%)	435	5.4
필러	7,658,443 (31%)	1,963,332 (18%)	9,621,775 (27%)	698-901	7.0
최소침습 치료	7,211,830 (30%)	6,042,442 (56%)	13,254,272 (38%)		19.2
피부회춘술	3,501,696 (14%)	3,592,401 (33%)	7,094,097 (20%)	1,829	13.0
색소 치료 및 제모	2,010,354 (8%)	1,202,000 (11%)	3,212,354 (9%)	698	2.2
비침습 지방제거술	745,967 (3%)	588,955 (5%)	1,334,922 (4%)	1,157	1.5
혈관경화요법	515,602 (2%)	210,793 (4%)	726,395 (3%)	500	0.4
비침습 피부 타이팅	438,211 (2%)	448,292 (2%)	886,503 (2%)	2,326	2.1

주: ASDS 통계는 2019년까지 공개되어 있어, ASPS 통계의 성장률을 적용하여 추정한 수치
 자료: ASPS, ASDS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 75. 주요 미용 기기 기업의 미국 매출 비중

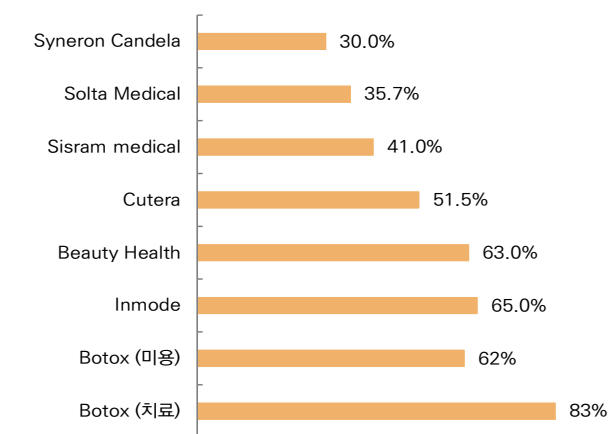
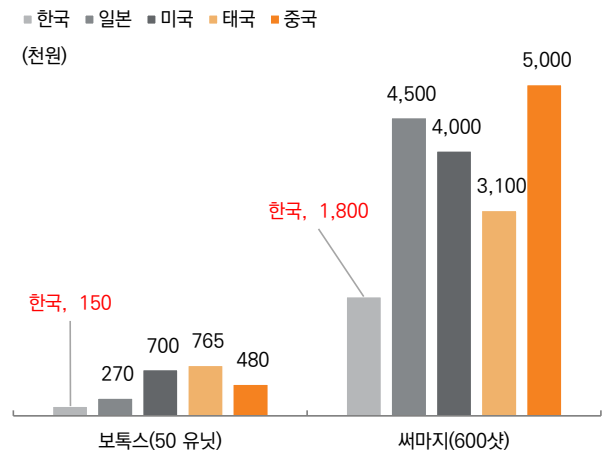


그림 76. 주요 국가별 시술 가격 비교



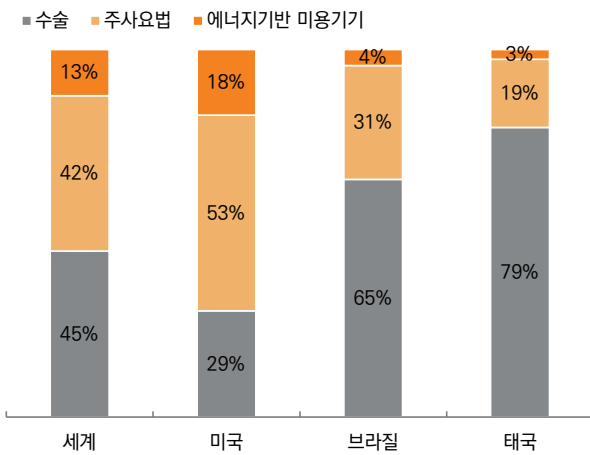
주: Solta medical과 Syneron Candela는 가장 최근 공개자료 적용
 자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 미용 관련 기업 매출의 상당부분이 미국 단일 국가에서 발생하고 있으며, 특히 **고가의 시술법이나 새로운 시술법을 도입한 기업일수록 미국 매출은 크게 증가하는 경향**이 있다.

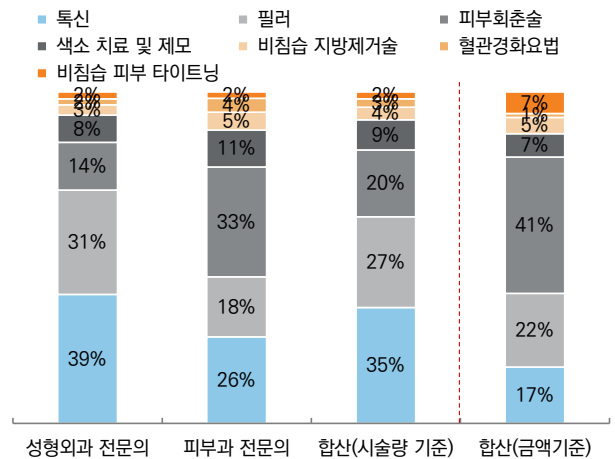
미국 시장의 가장 큰 특징은 **다른 어느 나라보다도 주사제의 인기가 높다**는 것이다. 미국 피부미용 전체 시술/수술 중 53%가 주사요법이다. 전세계 특신 시장의 약 80%를 점유하는 것으로 추정되는 Abbvie의 Botox는 매출의 70% 이상이 미국에서 발생한다. 또한, **최소침습 치료의 경우도 주로 얼굴 시술에 집중되어 있는 아시아 시장과 달리, 바디시술 시장도 상당히 발달되어 있다는 특징**이 있다.

그림 77. 주요국가의 피부미용 시술 비중 (2023년 기준)



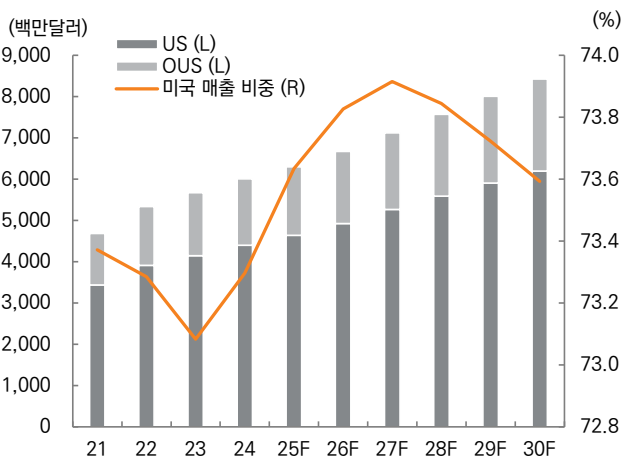
자료: ISAPS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 78. 미국의 피부미용 수술/시술 비중



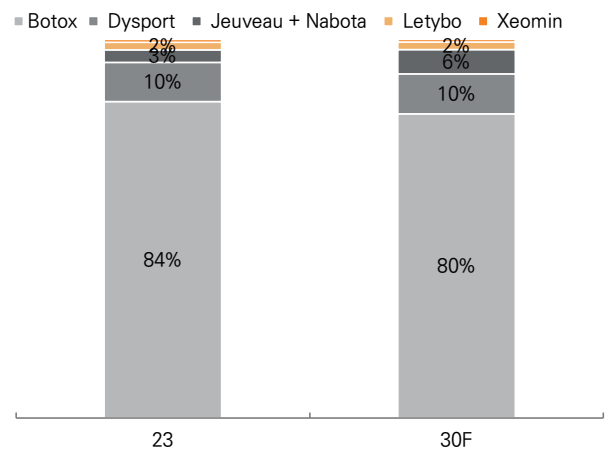
자료: ASPS, ASDS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 79. Abbvie의 특신 브랜드인 Botox 매출 전망



자료: Evaluate Pharma, 미래에셋증권 리서치센터

그림 80. 주요 특신 기업의 점유율



자료: Evaluate Pharma, 미래에셋증권 리서치센터

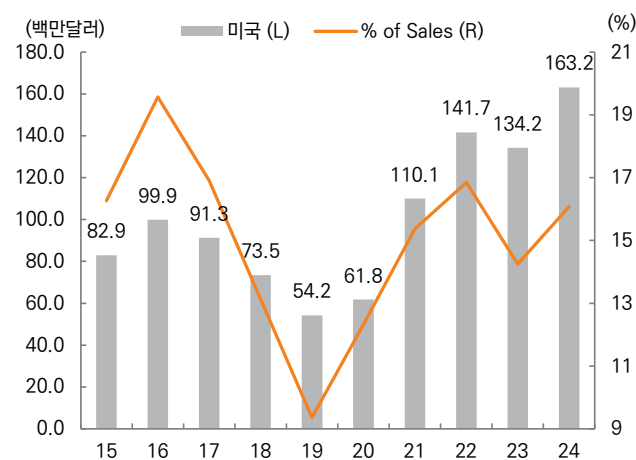
세계 최대 시장인 미국은 거의 모든 미용 기업들이 반드시 진출하고자하는 꿈의 시장이다. 시장규모뿐 아니라 **미국에서 1등이 진짜 세계 1등이라는 상징성으로 인해 다른 국가로의 파급력이 상당하기** 때문이다. 우리나라 기업들도 미국 시장에 꾸준히 도전하고 있다.

국내 에너지 기반 미용기기에게 팬데믹 시기를 제외하면 줄곧 미국은 수출 1위 국가였다. **2024년 에너지기반 미용기기의 미국향 수출은 1.6억 달러로 전체 수출의 16%를 차지하고** 있다. 여기엔 루트로닉이 가장 큰 기여를 하고 있다. 몇 년 전부터 마이크로니들 고주파 제품이 인기를 끌면서 비올과 제이시스메디칼의 마이크로니들 고주파 제품도 수출 증가에 큰 역할을 하고 있다.

톡신은 본격적인 미국 수출이 시작된 것은 지금으로부터 불과 6년전인 2019년부터이다. 톡신 수출을 주도하는 것은 대웅제약으로, 대웅제약의 미국 유통사인 Evolus가 특유의 마케팅 전략을 앞세워 단기간에 시장점유율을 13%까지 끌어올렸다. **2024년 톡신 수출은 사상 최대인 7,860만 달러를 기록하며 전체 수출량의 20%까지 성장했다.**

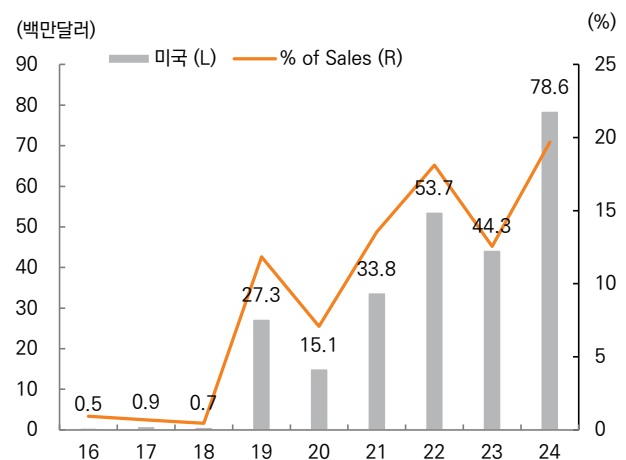
2025년에는 국내 기업들의 미국 진출은 더욱 가속화될 것으로 예상된다. 2024년 새롭게 FDA 허가를 받은 클래시스(볼뉴머)와 휴젤(레티보)이 현지 유통사와 협업하여 본격적인 영업활동에 박차를 가할 것으로 예상되기 때문이다.

그림 81. 국내 에너지기반 미용기기 기업의 수출 추이



자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 82. 국내 톡신 기업의 수출 추이



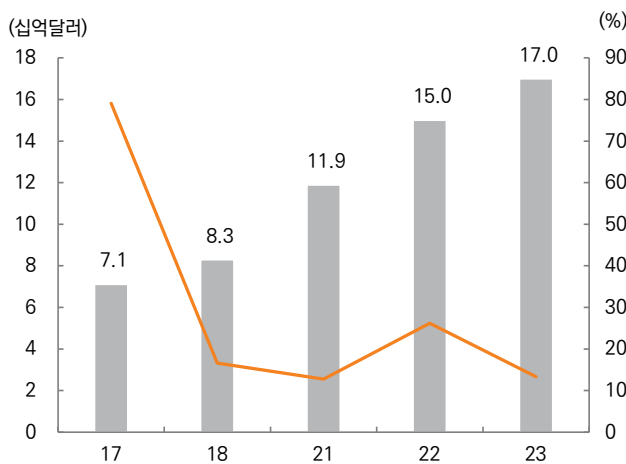
자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

1) Medspa

현재 미국 피부 미용시장에서 가장 중요한 시장은 의료기능에 집중한 스파인 Medical Spa일명 Medspa다. Medspa 시장은 지난 5년평균 15% 성장하며 지난 2023년 170억 달러 규모로 성장했다. 메드스파의 수도 2016년에는 4,200개에 불과하였으나, 2023년에는 10,488개로 증가했다. 메드스파에 종사하는 인력만 10만 명에 달한다. 2023년에는 전년 대비 15% 증가한 3,226만 회의 시술이 Medspa에서 이루어졌다. 성형외과 및 피부과 전문의가 수행한 미용 시술이 3,500만건이라는 점을 고려하면 상당한 비중의 미용 시술이 Medspa에서 이루어짐을 짐작할 수 있다.

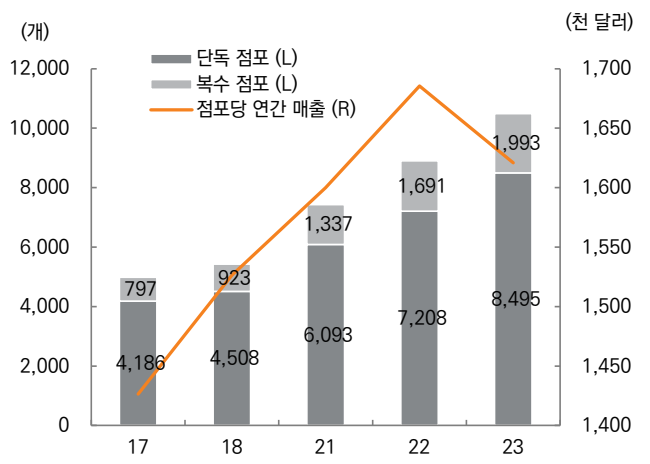
수요의 질도 좋다. 고객 반복 방문율이 18년 66%에서 23년에는 73%로 증가하였다. 메드스파를 찾는 고객 중 남성의 비중도 높아졌으나, 여전히 고객의 88~89%는 여성이다. 여성고객의 절반 이상은 구매력이 있고, 미용시술 효과가 가장 큰 35~54세이다. 1회 시술당 평균 지출 비용은 527~536달러다.톡신, 제모, 색소치료 등의 비중이 높고, 최소침습시술 중에서는 마이크로니들 고주파 시술의 인기가 좋다고 한다.

그림 83. 미국 Medspa 시장 규모



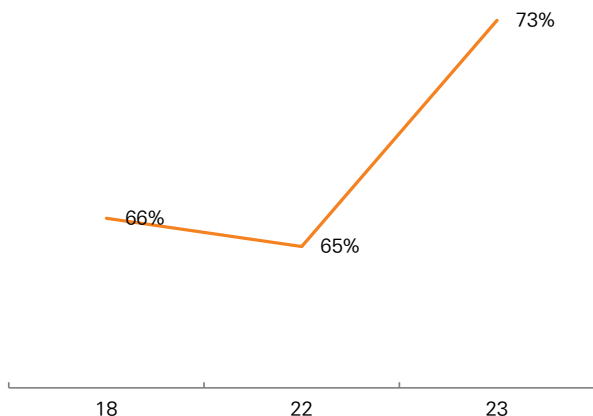
자료: AmSpa, 미래에셋증권 리서치센터

그림 84. 미국 Medspa 개수 및 점포당 연매출 추이



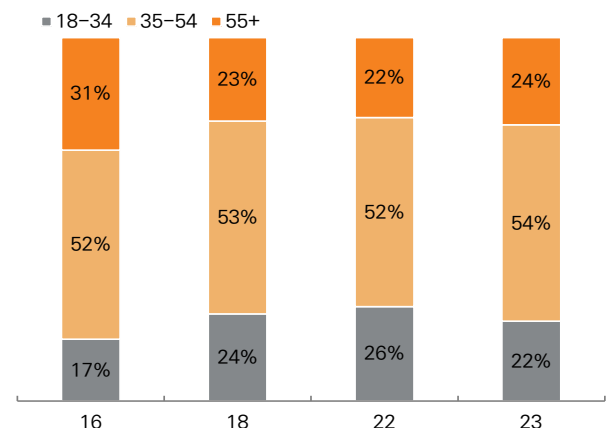
자료: AmSpa, 미래에셋증권 리서치센터

그림 85. 메드스파 고객 반복 방문율 추이



자료: AmSpa, 미래에셋증권 리서치센터

그림 86. 메드스파를 이용하는 여성고객의 연령별 비중



자료: AmSpa, 미래에셋증권 리서치센터

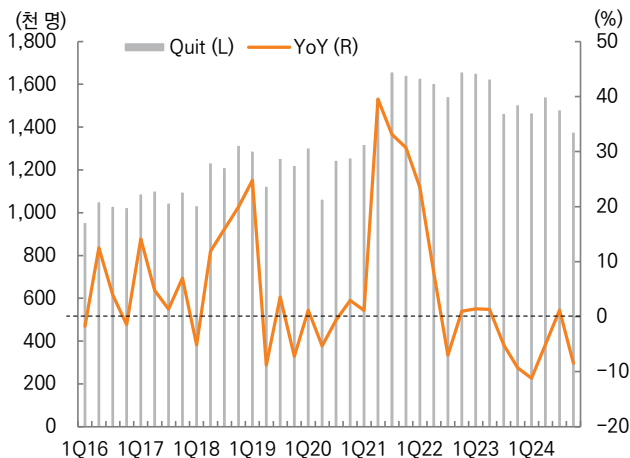
메드스파가 폭발적으로 성장할 수 있는 이유는 미국에서는 의사가 아닌 임상 간호사 (Nurse Practitioner) 및 간호사(Registered Nurse), 피부관리사(Esthetician), 의사보조원 (Physician Associate) 등도 메드스파를 설립하고 의사의 관리 감독 하에 피부미용시술을 수행할 수 있기 때문이다.

실제로 의사가 아닌 의료인력의 메드스파 창업은 늘어나고 있는데, 2019년에는 63%의 메드스파가 의사가 아닌 의료인력이 소유주였으나 2023년에는 67%로 증가하였다. 의료인력 입장에서 메드스파의 장점은 돈을 더 벌 수 있다는 것이다. 실제로 의료인력의 미국 평균연봉보다 메드스파에서 종사하는 의료인력의 평균연봉이 더 높다. 2021년부터 병원을 그만두는 의료인력이 크게 증가하고 있는데, 메드스파의 인기와 무관하지 않아 보인다.

이런 상황에서 사모펀드의 자금도 점점 메드스파로 향하고 있다. 가장 큰 이유는 현재 미국 메드스파 시장이 높은 성장성을 보이면서 매우 파편화되어 있기 때문이다. 지난 6년간 연평균 917개의 Medspa 점포가 신규 설립되고 있는데, 전체 점포의 81%가 단일 점포이며, 점포당 연간 매출 평균은 21억원에 불과하다.

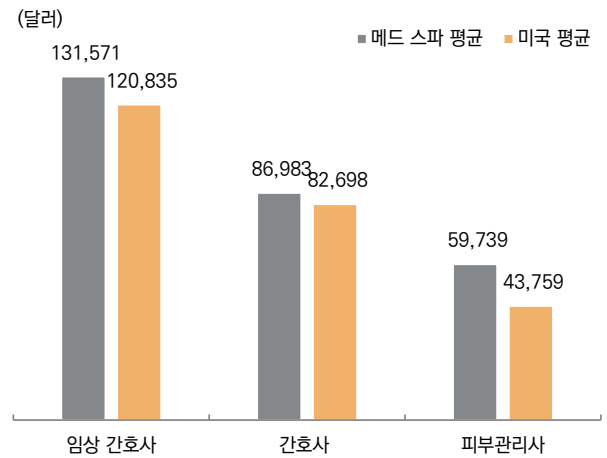
사모펀드의 자금이 유입되면서 KKR이 투자한 미국 16개 주에 40개 지점을 보유한 Skinspirit나 Leonard Green & Partners이 투자한 미국 39개주 370개 지점을 보유한 Milan Laser Hair Removal처럼 대형화된 Medspa도 등장하고 있다.

그림 87. 미국 의료인력의 퇴사 추이



자료: U.S. BUREAU OF LABOR STATISTICS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 88. 의료인력의 평균 연봉 비교



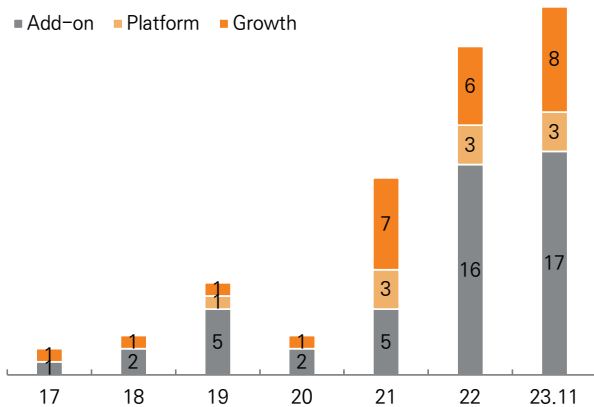
자료: AmSpa, nursinglicensemap.com, indeed.com, 미래에셋증권 리서치센터

Medspa의 대형화는 지속될 가능성이 높아 보인다. 피부미용 시장을 선도하는 국내 시장의 경우도 전국 28개의 봄 클리닉 지점을 운영하는 MSO인 진이어스가 시장을 선도하고 있다. 또한 분야는 다르지만, 치과 산업에서는 이미 DSO(Dental Service Organization)가 시장을 주도하고 있다. 현재 미국에서 전체 치과의사의 35%가 DSO 소속이며, 이는 2026년 51%까지 상승할 것으로 예상된다.

국내 MSO나 미국 치과 DSO는 규모의 경제에서 나오는 높은 구매력과 효율화를 바탕으로 원가를 낮출 수 있고, 외형성장을 위한 다양한 마케팅 기법을 활용하기에도 유리하다. 특히 국내 시장에서 미용 MSO나 DSO가 주도적으로 시술가격 하락을 주도했다는 점에서, Medspa가 대형화될수록 높은 가격경쟁력을 주요 전략으로 하는 Medspa가 등장할 가능성도 존재한다.

아직 사모펀드 소유의 메디컬 스파가 전체의 3%에 불과한 것으로 알려진 만큼, Medspa의 몸집 불리기는 앞으로도 지속될 가능성이 높아 보인다.

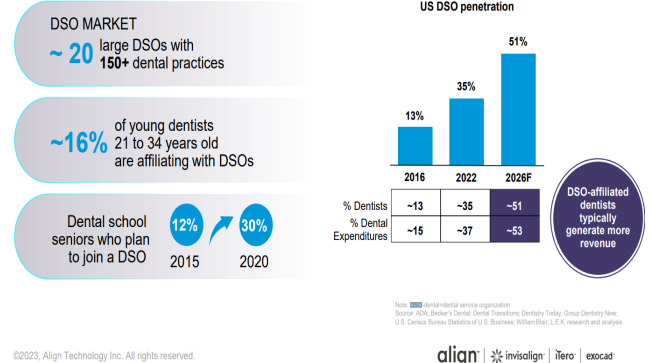
그림 89. 미국 사모펀드의 Medspa 관련 투자 추이



자료: Pitchbook, 미래에셋증권 리서치센터

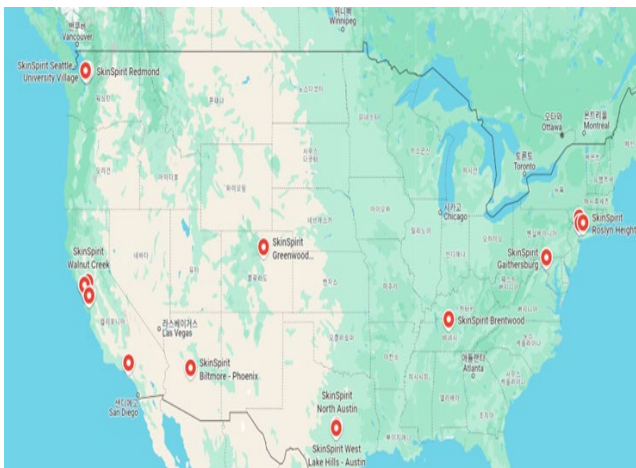
그림 90. 미국 치과의사의 35%를 점유하고 있는 DSO

Proliferation of DENTAL SERVICE ORGANIZATION



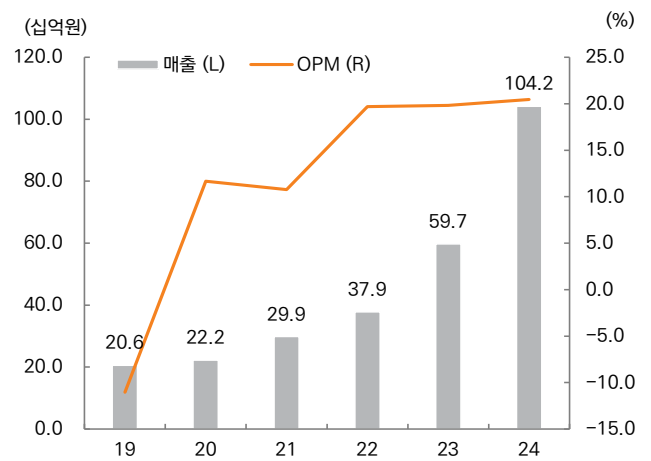
자료: ALGN, 미래에셋증권 리서치센터

그림 91. 미국 16개주 40개 지점을 보유한 SkinSprint



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 92. 봄클리닉을 운영하는 MSO인 진이어스의 실적



자료: DART, 미래에셋증권 리서치센터

2) 미국의 비침습 피부당김 기술 시장은 성장성이 제한된 시장인가? 노다지 시장일까?

미국 시장은 국내 시장과 상당히 다르다. 미국에서 에너지기반 미용기기는 피부회춘술, 색소, 제모 치료에 활용되는 레이저 장비와 마이크로니들형 고주파장비의 인기가 매우 높다. 실제로 레이저 장비를 주력으로 하는 루트로닉은 국내 기업 중 미국 매출이 가장 높다. 그런데 레이저 장비는 소모품이 없어 신규판매에 대한 의존도가 매우 높다. 장비 판매가격을 크게 높이지 않는다면 이익률이 훼손될 가능성이 있다. 또한, 이미 오래된 기술이라 글로벌 선도업체보다 차별화된 기술을 개발하기도 쉽지 않다는 것도 고려해야 할 부분이다.

초음파, 모노폴라 고주파 등의 장비가 활용되는 비침습 타이팅 기술은 전체 시술량의 2%에 불과하다. 이것은 미국 시장 고유의 특성일 수도 있고, 아직 시장이 개화되지 않아서 일 수도 있다. 만약 전자라면 레이저 장비 비중이 낮은 회사일수록 미국 진출효과가 반감될 것이다. 그러나 후자라면 국내기업들에게 상당한 기회요인이 될 것이다.

다만, 피부당김 시장이 초기 시장이라면 단기적으로 국내기업들의 마진이 훼손될 가능성이 있다. 시장을 개척하고 교육하는 과정에서 역시 많은 마케팅 비용이 소요될 것이기 때문이다. 최근 미국 시장에서 K-Beauty의 인지도가 상승하며 한국 화장품 기업들의 수출도 증가하고 있는데, 이러한 트렌드를 마케팅에 적극 활용할 필요가 있다.

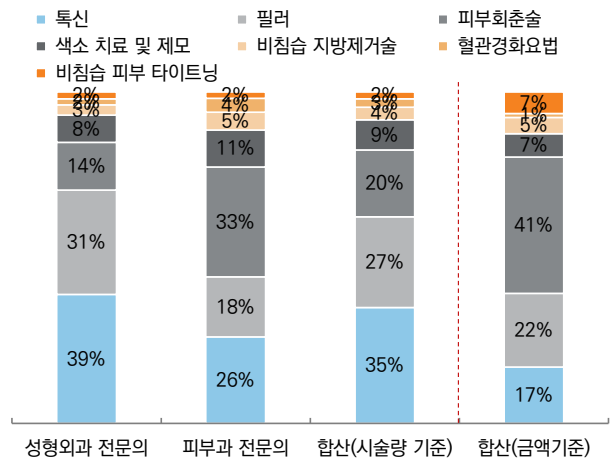
마지막으로 미국에서는 우리나라보다 피부미용 시술의 접근성이 떨어지기 때문에, 한 번 방문할 때 여러가지 효과를 한 번에 낼 수 있는 복합시술의 인기가 높아지고 있다. 따라서 장기간 시너지를 낼 수 있도록 여러가지 장비를 취급할 수 있는 기업이 유리할 것이다.

그림 93. 루트로닉의 복합시술 사례



자료: outlast aesthetics, 미래에셋증권 리서치센터

그림 94. 미국의 피부미용 수술/시술 비중



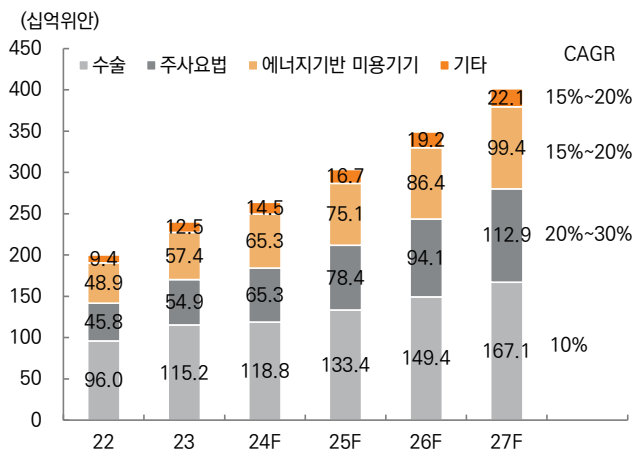
자료: ASPS, ASDS, 미래에셋증권 리서치센터

2. 중국 시장

Allergan과 Deloitte가 매년 발표하는 통계자료에 의하면 중국 피부미용 시장 규모는 2,640억 위안에 달한다. 이 중 수술요법은 48%를 차지하고 있으며, 주사요법과 에너지기반 미용기기 시장이 비슷한 규모로 형성되어 있다. 주사요법 시장은 549억 위안이며, 매년 20~30% 성장이 기대되며, 에너지기반 미용기기 시장은 574억 위안이며, 매년 10~15% 성장이 기대된다. 피부미용 시장이 고성장하면서 의료기관 설립도 증가하고 있는데, 중국 전체 미용시술이 가능한 의료기관의 40% 이상이 최근 5년 내 설립되었다.

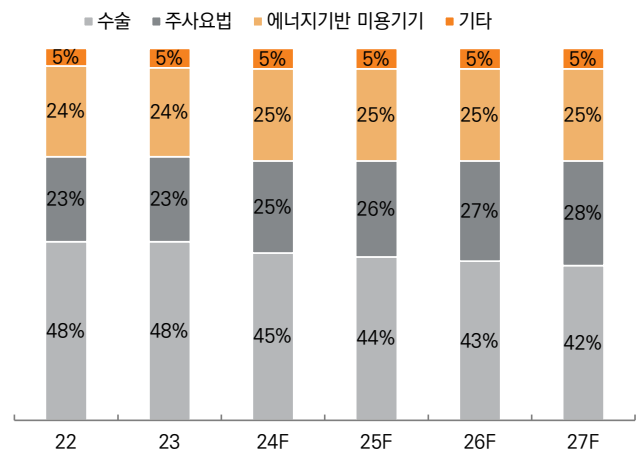
아직 주요 국가들에 비해 중국 국민들의 미용시술 경험이 매우 낮은 편이라는 점을 고려하면 상술한 성장률은 다소 낮아보일 수 있다. 그러나 대부분 피부미용 시술이 의사에 의해 수행된다는 점에서 중국의 의사 수가 주요 국가 대비 상당히 부족하다는 점을 고려해야 한다. 통상 의사수련에 5~8년이 소요되기 때문에 시간이 지날수록 의사 공급 증가가 시장 성장에 미치는 기여도가 커질 것으로 예상된다.

그림 95. 중국 피부미용 시장 규모 및 전망



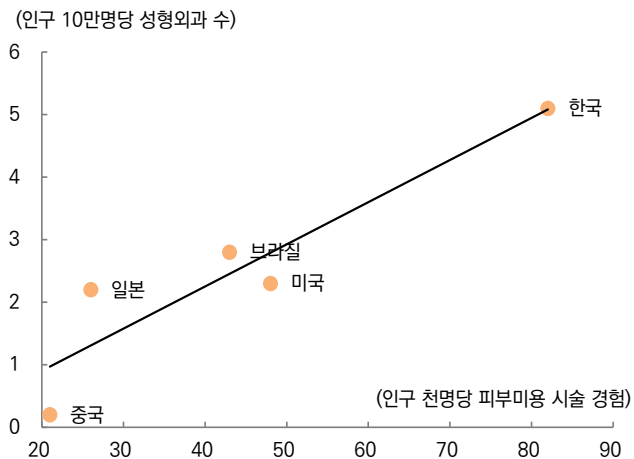
자료: Allergan Aesthetics, Deloitte China, 미래에셋증권 리서치센터

그림 96. 중국 피부미용 시장의 세부비중 추이



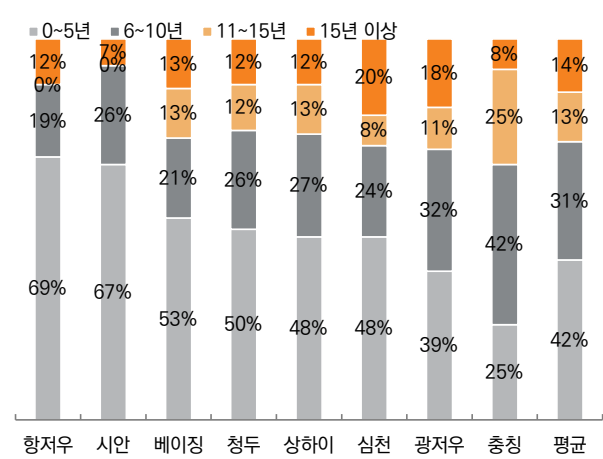
자료: Allergan Aesthetics, Deloitte China, 미래에셋증권 리서치센터

그림 97. 인구 천명당 미용시술 경험 vs. 10만명당 성형외과 의사



자료: Frost & Sullivan, ISAPS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 98. 중국 주요 도시별 의료기관 운영 년도 비중



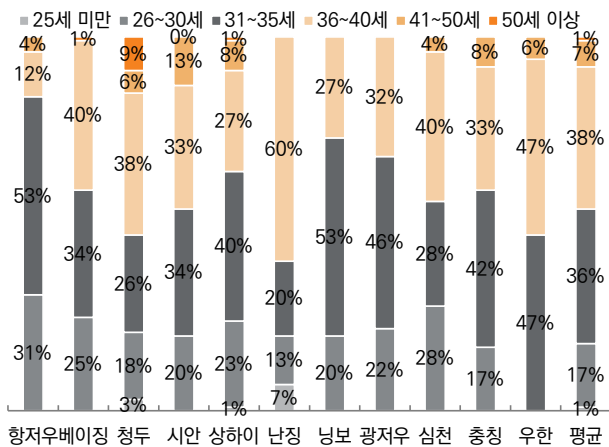
자료: Allergan Aesthetics, Deloitte China, 미래에셋증권 리서치센터

1) 고객 특성

중국 피부미용 시장의 주요 고객은 31~40세로 전체의 75%를 차지한다. 평균 시술 금액은 1,000~5,000위안이 절반이상으로 가장 많으며, 1인당 연간 평균 지출금액은 7,200위안 정도다. 피부미용 시술에 대한 정보를 얻는 채널로는 샤오홍수가 가장 많았다.

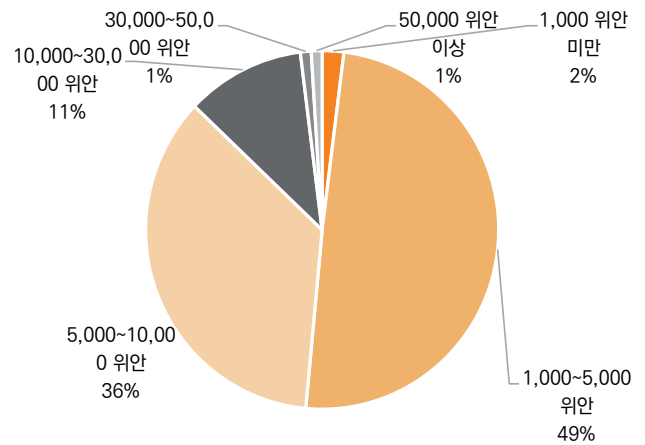
병원을 선정할 때는 기존 고객과 잠재고객 모두 시술자의 전문성과 의료기관의 명성을 가장 중요한 요소로 꼽았다. 그 중에서도 피부미용 시술을 받고 있는 고객은 시술자의 전문성을 매우 중요하게 여기고 있었다. 2023년 가장 많이 받은 시술은 필러, 안티에이징, 독신, 피부 회춘술, 메조테라피였다. 향후 2~3년간 가장 성장할 것으로 기대되는 시술은 필러, 안티에이징, 독신, 콜라겐 주사가 꼽혔다.

그림 99. 피부미용 시술 받는 고객의 연령대 비중



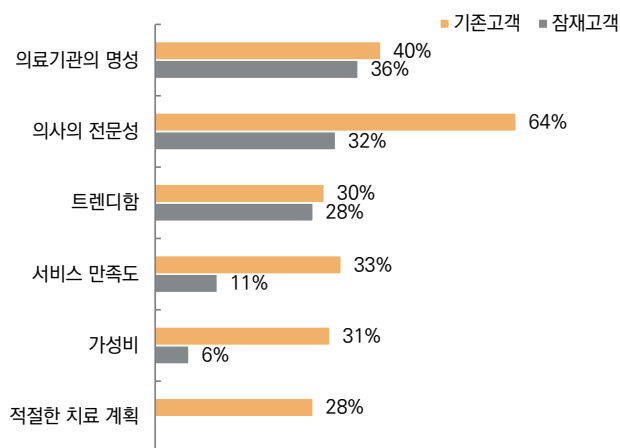
자료: Allergan Aesthetics, Deloitte China, 미래에셋증권 리서치센터

그림 100. 피부미용 시술받는 고객의 평균 지출 비용



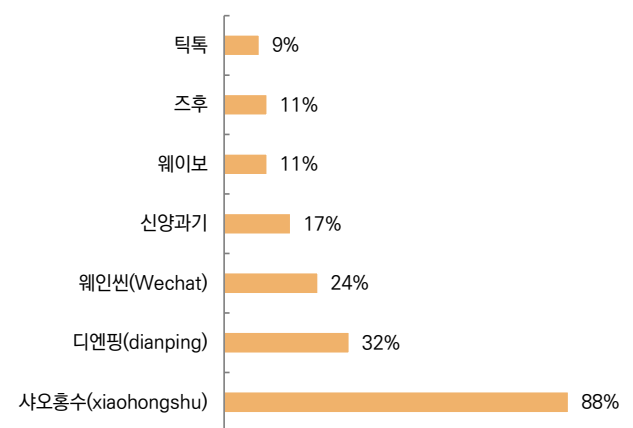
자료: Allergan Aesthetics, Deloitte China, 미래에셋증권 리서치센터

그림 101. 병원 선정시 중요한 가치



자료: Allergan Aesthetics, Deloitte China, 미래에셋증권 리서치센터

그림 102. 미용 정보를 얻는 채널



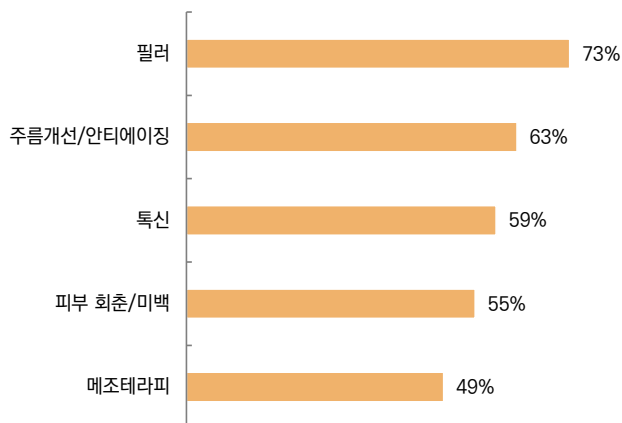
자료: Allergan Aesthetics, Deloitte China, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 중국 주요 도시별 미용시술이 가능한 의료기관 통계

도시명	의료기관	1만명당 의료기관	평균 고객 지출 금액(위안)	방문 횟수
베이징	999	0.46	11,421	2.9
청두	878	0.41	7,147	2.8
선전	831	0.47	9,160	2.6
항저우	717	0.58	7,846	3.0
광저우	679	0.36	7,268	2.7
시안	593	0.46	6,433	2.3
상하이	593	0.24	11,106	3.1
충칭	552	0.17	6,575	2.1
우한	467	0.34	6,441	2.5
난징	417	0.44	7,300	2.3
닝보	288	0.3	7,633	4.0
전국 평균			5,695	2.9

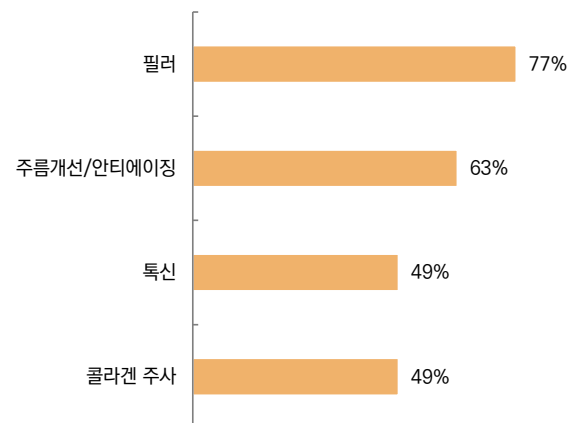
자료: Allergan Aesthetics, Deloitte China, 미래에셋증권 리서치센터

그림 103. 2023년 가장 많이 받은 시술(N=2,000)



자료: Allergan Aesthetics, Deloitte China, 미래에셋증권 리서치센터

그림 104. 향후 2~3년간 성장할 아이템(N=2,000)



자료: Allergan Aesthetics, Deloitte China, 미래에셋증권 리서치센터

2) 강화되는 규제는 위기인가? 기회인가?

2021년 기준 피부미용 시술을 수행하는 의료기관 중 허가를 받지 않은 의료기관이 전체 의료기관의 77%(민간 병원의 85%)에 달할 만큼 과거 중국은 피부미용 산업에 대해서 강력한 규제를 시행하지 않았다.

그러나 이제 중국은 산업 발전과 자국민 보호를 위해 피부미용 산업에 대한 규제를 강화하고 있다. 중국은 2021년부터 대대적으로 불법 의료시술과 과장 의료미용시술 광고에 대한 규제를 실시했다. 2021년 6월, 국가위생건강위원회(NHC)에서 의료미용업계 불법퇴치방안을 발표하였고, 2021년 11월 국가시장감독관리총국(SAMR)이 의료미용 광고 법 집행 가이드라인 발표하였다. 가이드라인에 따르면 의료광고를 위해서는 검정 증명서 취득이 필요하고, 외모 비하나 외모지상주의적 표현은 금지된다.

규제 강화를 시작하면서, 실제로 법적인 조치가 증가하고 있는데, 법원 판결이 내려진 사건 수가 2017년 2.2만 개에서 2022년에는 5.2만 건으로 137%가 증가했다. 이 중 행정처분이 내려진 사건은 2017년 1,108건에서 2022년에는 거의 5배가 증가한 5,407건을 기록했다. 또한, 17년부터 22년까지 영업허가가 취소된 피부미용 관련 의료기관은 8,068개에 달한다.

피부미용 산업에 대한 규제는 기업들에게도 큰 영향을 끼쳤다. 불법 의료시술 및 광고 규제가 진행되면서 중국 최대 미용 플랫폼이었던 신양과기의 주가가 폭락했다. 3Q20 11.1억 위안에 달했던 플랫폼 내 거래액은 1Q22 3.4억 위안까지 하락했고, 4Q24에도 3.6억 위안에 머물러 있다. 국내 특신 기업들도 영향을 받았는데, 한때 특신의 대중국 수출 물량은 전체 수출 물량의 50%를 넘어갈 정도로 큰 위상을 차지했었다. 그러나 타이공에 의한 규제가 강화되며 2022년 전체 수출 물량의 10%까지 하락했다. 현재는 20% 수준으로 회복했다.

에너지기반 미용기기 영역에서도 규제가 강화되었다. 2023년 4월, 중국국가식품약품감독관리총국(NMPA)은 무선주파수 미용기기 등록심사 지침을 발표했다. 해당 지침은 2024년 4월부터 시행되고 있으며, 고주파 미용기기를 기존 의료기기 1~2등급에서 임상시험이 필요한 3등급으로 승격하였고, 미등록 의료기기 수입 및 판매를 제한하는 것을 골자로 한다.

그림 105. 중국 피부미용 시술 병원 통계(2021년 기준)

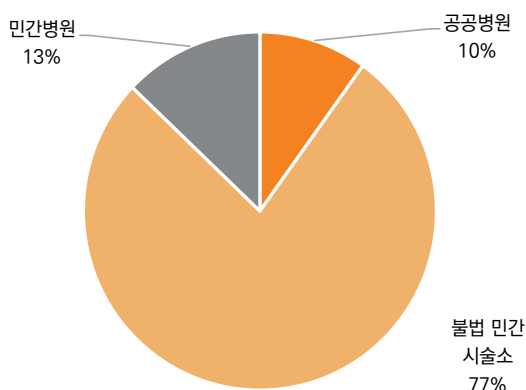
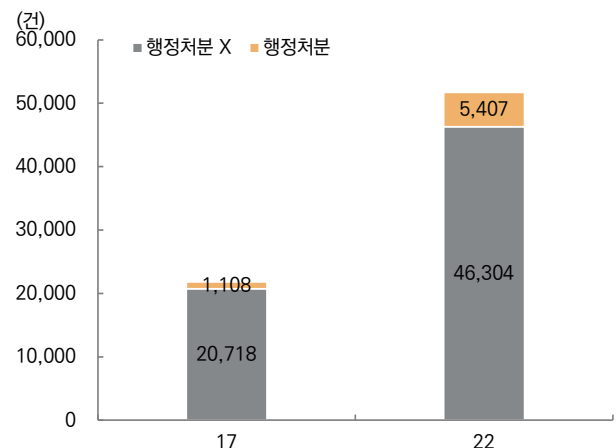


그림 106. 행정처분을 받은 중국 피부미용 관련 병원 추이



자료: Allergan, Deloitte Consulting, 미래에셋증권 리서치센터

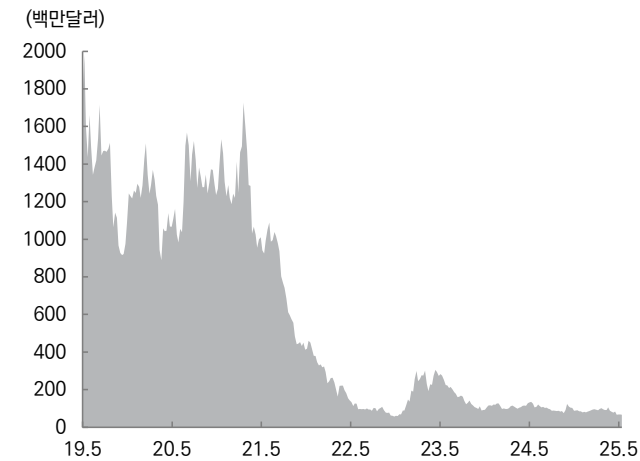
자료: Allergan, Deloitte Consulting, 미래에셋증권 리서치센터

중국을 잠재 시장규모와 성장성에 비해 우리나라 에너지기반 미용기기 기업의 주요 수출 국가가 아니었다. 중국 에너지기반 미용기기 시장은 중고 미용기기를 활용한 블랙마켓 중심으로 시장이 형성되어 있었고, 허가받은 국내 제품도 매우 제한적이었기 때문이었다. 그러나 2024년 비율의 실패X가 허가를 받으면서 전년 대비 8% 성장한 4,530만 달러를 기록했다. 다른 기업들도 주력제품의 인허가를 진행하고 있어, 중국향 에너지기반 미용기기 수출은 점진적으로 증가할 것으로 보인다.

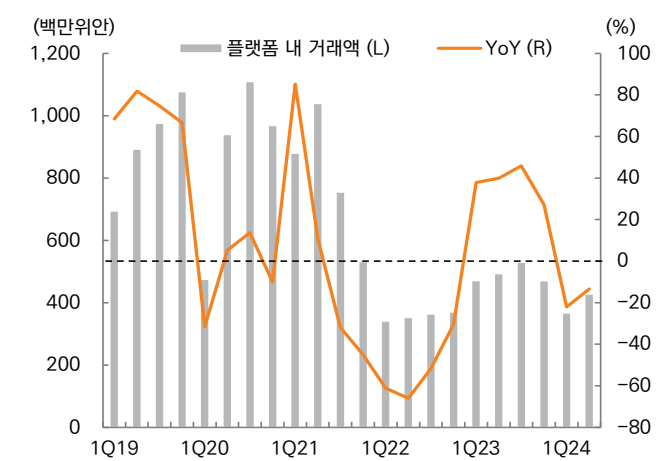
이처럼 중국은 피부미용 산업에 규제와 체계를 구축하고 있다. 우리는 중국의 정책 방향이 단기적으로는 피부 미용시장을 위축시킬 수 있는 부분이 있겠으나, 장기적으로는 펀더멘탈이 뒷받침되는 기업에게는 기회가 될 수 있다는 판단한다. 안정성과 유효성의 균형을 잡아야 하는 의료 산업 특성상 규제는 후발주자에게 진입장벽과 같은 역할이 되기도 하기 때문이다. 중국시장에서 임상적 근거와 기술력의 가치는 앞으로 더욱 중요해질 것이다.

그림 107. 신양과기 시가총액 추이

그림 108. 신양과기 플랫폼 내 거래액



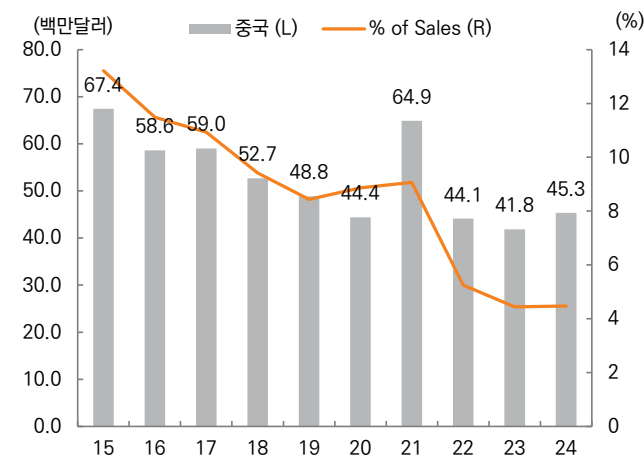
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터



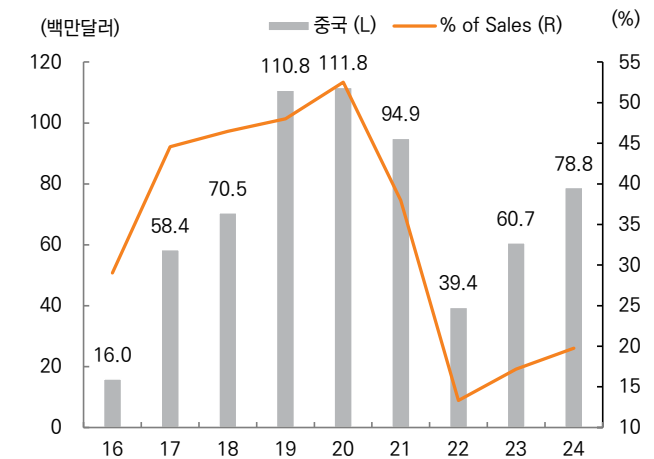
자료: 신양과기, 미래에셋증권 리서치센터

그림 109. 국내 에너지기반 미용기기 기업의 중국향 수출 비중 추이

그림 110. 국내 특신 기업의 중국향 수출 비중 추이



자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터



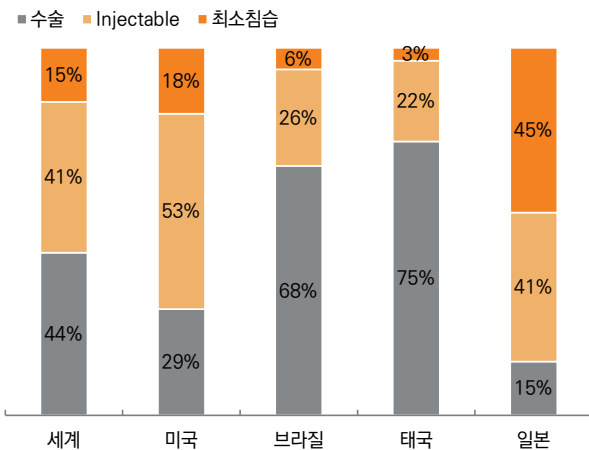
자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

3. 일본 시장

일본은 ISAPS 통계 기준 미국과 브라질에 이어 세계에서 가장 많은 피부미용 시술/수술을 받는 것으로 집계된다. 특히 수술을 제외한 주사요법과 미용시술은 미국에 이어 2번째로 많은 통계가 집계되고 있다. ISAPS 통계를 살펴보면 다른 나라에 비해서 일본의 독특한 2가지 특징을 발견할 수 있다.

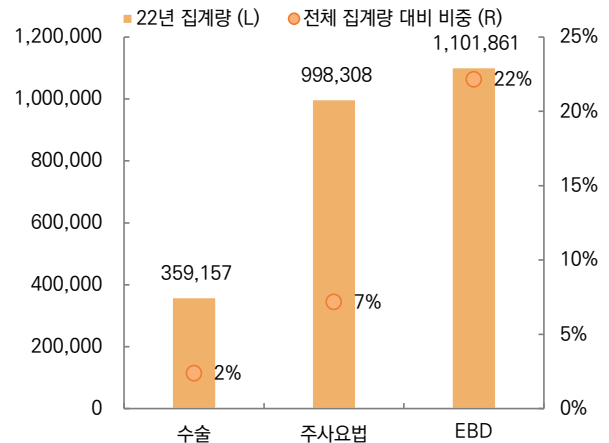
- ① 일본은 전세계에서 미용 수술 비중이 가장 작다. 세계 평균이 44%인데 반해 일본의 수술 비중은 15%에 불과하며, 2022년 기준 ISAPS 집계량의 2%에 그치고 있다. 수술 종류를 살펴보면 가슴 확대술이나 지방제거술 같은 체형관련 시술보다는 **쌍꺼풀 수술이나 안면 리프팅 수술처럼 비교적 가벼운 얼굴 관련 수술이 전체 수술의 60% 이상을 차지한다.**
- ② 두번째 특징은 **에너지기반 미용기기 비중이 전체 수술/시술량의 45%를 차지할 정도로 상당히 높다**는 것이다. 전세계 평균은 15%에 불과하다. 미용 시술 중에서는 **제모관련 시술의 인기가 가장 높다.**

그림 111. 주요국가의 피부미용 시술 비중 (2022년 기준)



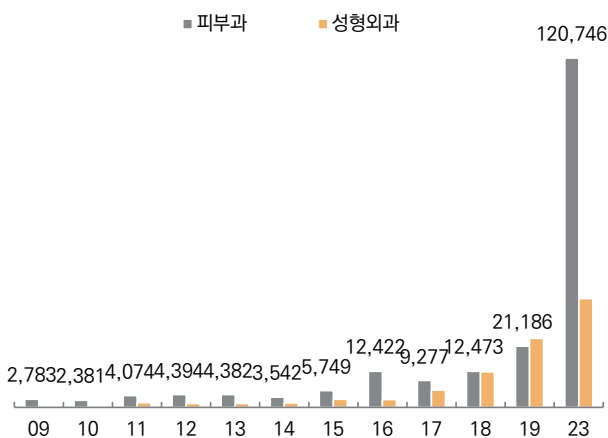
자료: ISAPS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 112. 일본의 피부미용 수술/시술건수



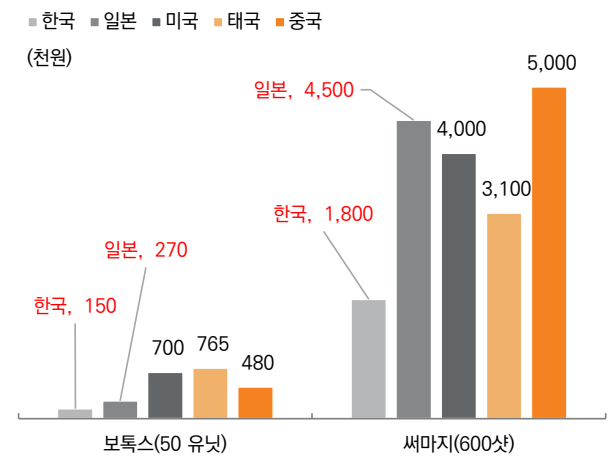
자료: ISAPS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 113. 일본인 환자의 피부과 및 성형외과 진료 추이



자료: 국제의료정보포털, 미래에셋증권 리서치센터

그림 114. 주요 국가별 시술 가격 비교



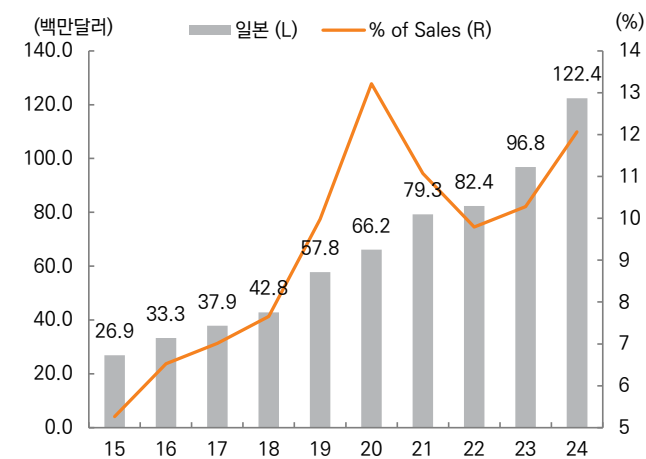
자료: 미래에셋증권 리서치센터

일본은 미국에 이어 국내 기업이 에너지기반 미용기기를 가장 많이 수출하는 지역이다. 일본향 에너지기반 미용기기 수출액은 매년 최대 실적을 경신하고 있으며 **전체 수출에서 차지하는 비중은 2024년 12.1%까지 증가했다.**

일본 시장에서 에너지기반 미용기기의 성장세가 높은 이유는 의료관광을 통해 한국에서 한국 제품으로 시술받은 경험을 가지고 일본에 돌아온 환자들이 폭발적으로 늘고 있기 때문으로 추정한다. 우리나라는 시술가격이 일본보다 절반 이상 저렴해 가격적 메리트가 상당히 높다. **2024년에는 팬데믹 이전 최대치보다 14배 이상 증가한 31만명의 일본인이 우리나라에 피부과 진료를 받으러 왔다.** 이는 피부과 진료를 받은 전체 외국인의 44%에 해당한다.

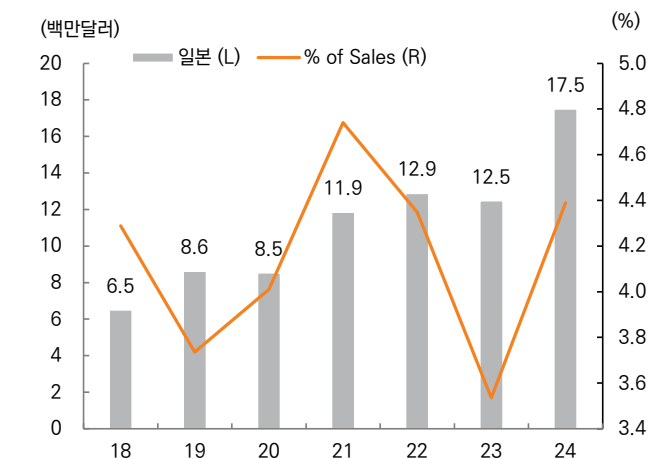
이에 반해 **특신 수출은 전체 수출 물량의 3~4% 수준으로 에너지기반 미용기기에 비해 상대적으로 비중이 작으며 전체 수출량도 에너지기반 미용기기의 14% 수준에 불과하다.** 그러나 절대 수출량은 꾸준히 증가하며 2024년엔 전년 대비 40% 성장한 1,750만 달러로 사상 최대 실적을 경신했다. 2025년에도 견조한 성장이 예상된다.

그림 115. 국내 미용기기 기업의 일본향 수출 비중 추이



자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 116. 국내 특신기업의 일본향 수출 비중 추이



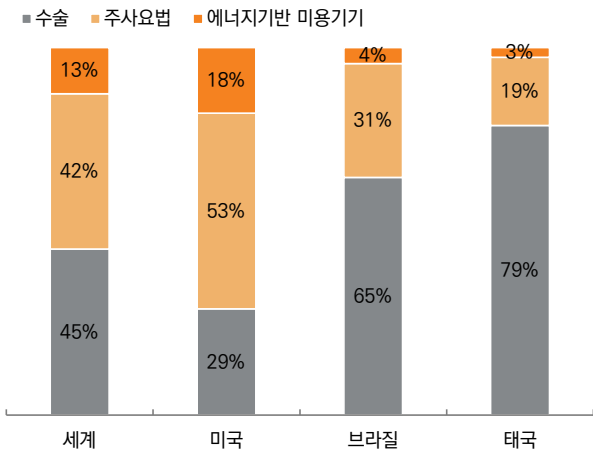
자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

4. 브라질 시장

ISAPS 통계에 의하면 브라질은 2023년 미용 관련 수술 218만건을 수행(전체 미용 수술의 14%)하며, 세계에서 가장 많은 미용관련 수술을 수행하는 나라다. 반면 주사요법은 2023년 100만 건이 집계되어 전세계 집계량의 7%를, 에너지기반 미용기기 시술은 14.8만건으로 전세계 집계량의 3%를 차지하며 상대적으로 비중이 작다. 그러나 2020년 이후 우리나라 기업에게 수출시장으로서 브라질의 중요성은 지속적으로 커지고 있다.

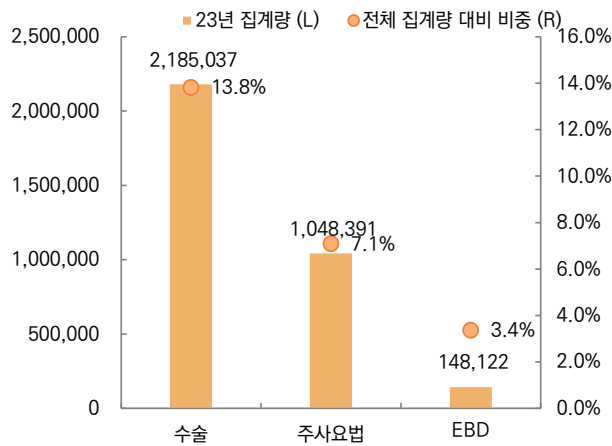
2019년 에너지기반 미용기기 전체 수출량의 2.4%에 불과했던 브라질은 2024년 6.4%까지 성장했다. 브라질 시장 개척의 1등 공신은 클래시스다. 클래시스는 한국 시장에서 블록버스터로 크게 성공한 슈링크를 앞세워 지난 7년간 연평균 61% 성장하며 2024년 457억원의 매출을 달성했다. 2024년은 브라질 최대 유통사의 재고조정으로 전년 대비 11% 감소했으나, 2025년부터 다시 견조한 성장세를 보일 것으로 기대된다.

그림 117. 주요국가의 피부미용 시술 비중 (2023년 기준)



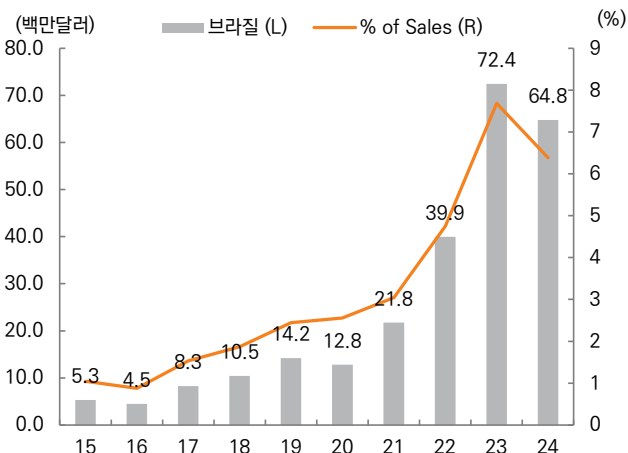
자료: ISAPS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 118. 브라질의 피부미용 수술/시술건수



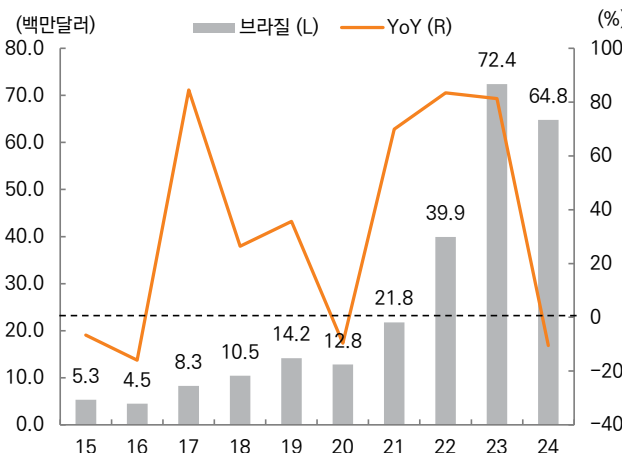
자료: ISAPS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 119. 미용기기 기업의 브라질향 수출 및 전체 수출 대비 비중



자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

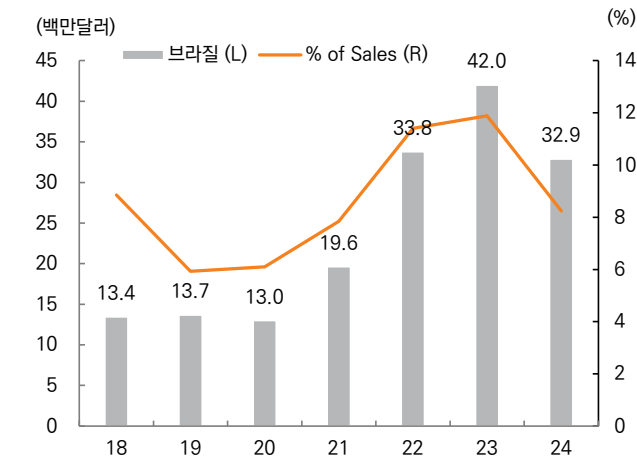
그림 120. 미용기기 기업의 브라질향 수출 성장률 추이



자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

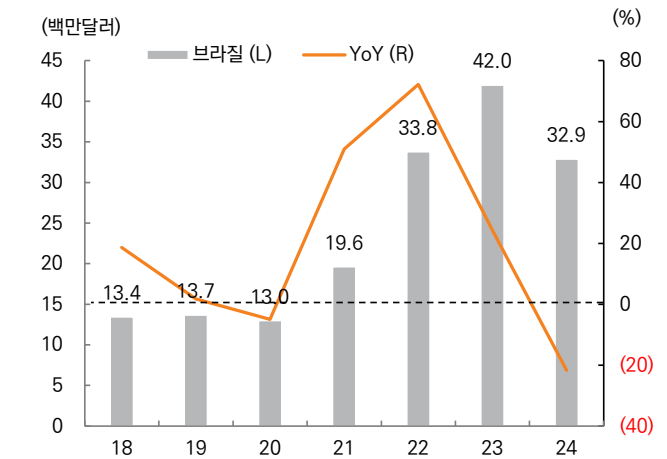
특신은 국내 대형 3사가 모두 진출하면서 수출비중이 2019년 5.9%에서 2024년 8.2%까지 증가했다. 다만, 2024년에는 휴젤의 기존 딜러가 휴젤과의 계약을 종료하고, 메디톡스와 5년 장기공급계약을 체결하는 과정에서 전체 수출물량이 전년 대비 22% 감소했다. 휴젤이 새로운 딜러를 확보함에 따라 2025년 브라질 특신 수출은 다시 성장 궤도에 진입할 것으로 예상된다.

그림 121. 특신 기업의 브라질향 수출 및 전체 수출대비 비중



자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 122. 특신 기업의 브라질향 수출 성장률 추이



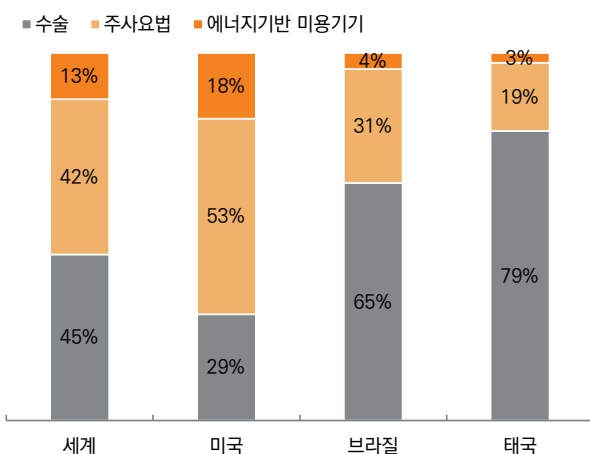
자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

5. 태국 시장

태국은 성전환수술로 세계적으로 유명한 국가인만큼 **수술의 비중이 ISAPS에서 조사하는 국가 중 가장 높다**. 그만큼 피부미용 수술기법과 인프라가 발달되어 있고 상대적으로 주사요법이나 에너지기반 미용기기 시술의 비중이 작다. 다만, ISAPS에서 집계하는 통계에서는 대부분 영역에서 전체 집계량의 1% 미만으로 집계되고 있다. 실제 수치는 이보다 훨씬 높을 것으로 예상된다. **태국은 우리나라보다 시술가격이 2배 이상 비싸게 형성되어 있다**.

태국은 우리나라 기업에게 수출시장으로써 의미 있는 시장은 아니었다. 그러나 **2022년부터 에너지기반 미용기기 수출이 빠르게 증가하며 2024년에는 전체 수출물량의 5%까지 성장했다**. 특신은 아직 의미있는 수출증가가 일어나고 있지는 않지만, 현지에서의 한국 브랜드의 인기를 고려할 때 충분히 성장 여력이 크다는 판단이다. 국내 기업들의 의견을 종합하면 태국 시장은 한국 시장만큼의 잠재시장규모가 예상되며, 향후 브라질을 잇는 주요 수출지역으로 부상할 가능성이 높아 보인다.

그림 123. 주요국가의 피부미용 시술 비중(2023년 기준)



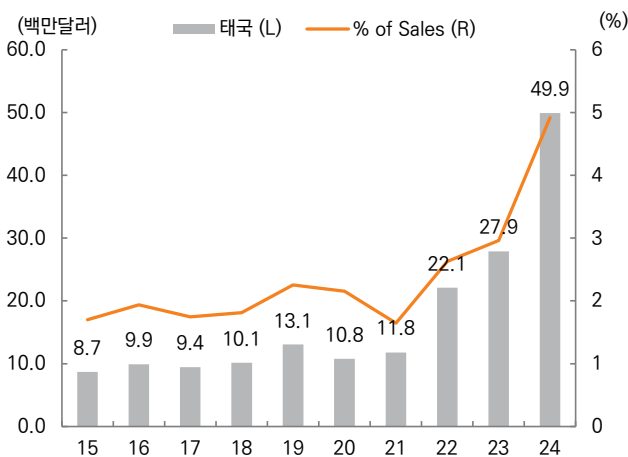
자료: ISAPS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 124. 주요 국가별 시술 가격 비교



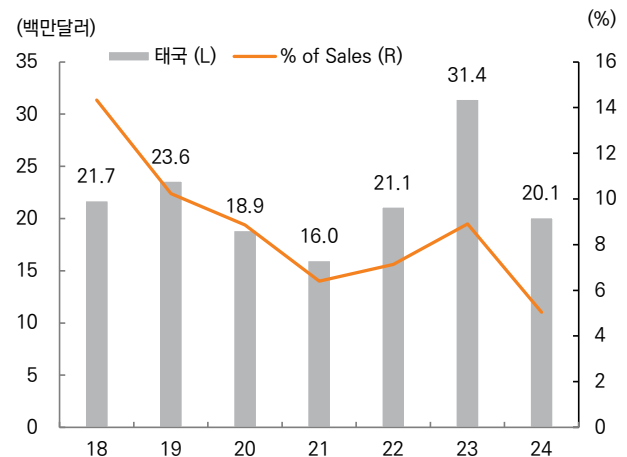
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 125. 미용기기 기업의 태국향 수출 및 전체 수출대비 비중



자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 126. 특신 기업의 태국향 수출 및 전체 수출대비 비중



자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

Global Company Analysis

투자의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 520,000원
현재주가(25/5/19)	422,500원
상승여력	23.1%

영업이익(25F,십억원)	187
Consensus 영업이익(25F,십억원)	189
EPS 성장률(25F,%)	45.7
MKT EPS 성장률(25F,%)	25.1
P/E(25F,x)	33.7
MKT P/E(25F,x)	9.5
KOSDAQ	713.75
시가총액(십억원)	4,440
발행주식수(백만주)	11
유동주식비율(%)	63.3
외국인 보유비중(%)	16.4
베타(12M) 일간수익률	0.03
52주 최저가(원)	127,500
52주 최고가(원)	423,500
(%)	1M 6M 12M
절대주가	15.0 115.7 206.8
상대주가	15.6 107.3 267.6



[첨단의료기기/디지털헬스]

김충현, CFA
choonghyun.kim@miraeasset.com

박선영
seunyoung.park@miraeasset.com

파마리서치

브레이크가 고장나버린 리쥬란 트럭

1Q25 Review: 매출 및 영업이익 모두 시장기대치 상회

매출은 전년 대비 57% 증가한 1,169억원으로 시장기대치를 상회하며 10분기 연속 사상 최대 실적을 경신했다. 영업이익은 전년 대비 68% 증가한 447억원으로 시장 기대치를 상회했다. 영업이익률은 전년 대비 2.6%p 증가한 38.3%를 기록했다.

품목별로는 의약품이 전년 대비 5% 증가한 172억원, 의료기기는 전년 대비 81% 증가(국내 72% YoY, 해외 106% YoY)한 695억원, 화장품은 전년 대비 58% 증가(국내 30% YoY, 해외 82% YoY)한 279억원, 기타는 전년 대비 2% 증가한 24억 원을 기록했다. 지역적으로는 내수가 전년 대비 47% 증가한 716억원, 중국이 전년 대비 18% 증가한 172억원, 아시아가 전년 대비 130% 증가한 149억원, 유럽이 전년 대비 74% 증가한 54억원, 미주가 전년 대비 467% 증가한 59억원, 기타가 전년 대비 133% 증가한 18억원을 기록했다.

목표주가 520,000원으로 상향하며, 매수의견 유지

실적추정치(조정 EBITDA 기준) 상향을 반영하여 목표주가를 520,000원(기존 440,000원)으로 상향한다. 상승여력이 23%인 점을 고려하여 매수의견을 유지한다.

2024년 글로벌 1위 스킨부스터에 등극한 리쥬란이 시장의 expectations을 계속 뛰어넘는 성장을 지속하고 있다. 이미 Commodity화 된 독신과 달리, 여전히 시술가 방어가 잘되는 상황에서 외국인 의료관광객의 꾸준한 유입과 광고효율성 개선으로 텃밭인 내수시장이 계속해서 황금알을 낳고 있다. 아시아 지역 중심으로 수출도 견조하다. 하반기부터는 본격적으로 CVC와 함께 유럽으로 시장을 넓혀나갈 것으로 보인다.

25년은 리쥬란을 중심으로 매출 4,914억원(40% YoY), 조정 EBITDA 2,049억원(45% YoY, 조정 EBITDA 마진 42%), 영업이익 1,865억원(48% YoY, OPM 38%)을 기록할 것으로 예상된다. 현 주가는 12개월 FWD EV/EBITDA 기준 18배로 글로벌 Peer(14배) 및 동사의 지난 3년 평균(8배) 대비 프리미엄으로 평가되고 있다. 피부 미용 업계에서 오리지널 제품이 가지는 영향력과 상징성, 그리고 점차 높아질 해외매출 비중, 포트폴리오 다각화(에너지기반 미용기기, PLLA 스킨부스터, 독신 등)을 밸류에이션에 반영해야 한다고 판단한다. 아직 시기와 타겟을 유추하긴 어렵지만, CVC를 통해 확보한 자금을 활용한 M&A 전략도 연중 기대해볼 만하다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	261	350	491	594	709
영업이익 (십억원)	92	126	187	227	273
영업이익률 (%)	35.2	36.0	38.1	38.2	38.5
순이익 (십억원)	77	92	147	182	226
EPS (원)	7,481	8,608	12,539	15,565	19,309
ROE (%)	19.7	18.9	24.2	24.1	23.8
P/E (배)	14.6	30.5	33.7	27.1	21.9
P/B (배)	2.6	5.6	7.3	5.8	4.7
배당수익률 (%)	0.9	0.4	0.3	0.3	0.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

주요 Q&A

Q) 내수매출에서 의료관광객 비중을 알 수 있나?

A) 2024년 기준 우리가 자체적으로 수도권 KOL을 대상으로 조사한 데이터에 의하면 수도권 매출의 30%는 외국인으로 추정하고 있다. 지방은 좀 더 낮을 것으로 본다.

Q) 화장품 수출이 견조한데 미국 Laserway향 수출이 포함된건가?

A) Laserway향 물량은 크지 않다. 미국 외에도 전반적으로 수출이 늘어났다. 미국은 올해 내내 꾸준히 수요가 증가할 것으로 예상된다.

해외는 의료기기와 동일하게 국가별로 따로 설정하고 있으며, 미국만 예외적으로 자회사를 통한 사업을 진행하고 있다. 국가별 대리점을 의료기기만큼 확보하지는 못해서 화장품 수출은 좀 제한된 국가들에서 일부 진행하고 있다. 대략 다섯개 정도 내외이고 이걸 늘려가는 게 앞으로 화장품 쪽의 사업 목표이다.

Q) 중국 수출 비중이 줄어드는 이유는?

A) 중국이 부진한 게 아니라 다른 국가가 더 잘하는 것뿐이다. 중국의 절대 매출은 계속 증가하고 있다.

Q) 의료기기 사업부문에서 리쥘란 비중은?

A) 리쥘란이 거의 대부분이다. 분기에 통상 60~70억원이 콘쥘란, HA필러가 10억원 정도를 제외하면 대부분 리쥘란 매출이라고 봐도 큰 무리가 없어 보인다. 의료기기 수출도 리쥘란을 제외하면 10억원 수준이다.

Q) 리쥘란의 미국 진출은 여전히 후순위인가?

A) 후순위라기보다는 허가가 오래 걸려서라는 게 더 정확한 표현 같다. 허가 시점은 2032년 이후로 보고 있다.

Q) 의료관광 활성화가 근거리 수출에 부정적 요인이 되는가?

A) 내수나 수출이나 공급가는 차이가 없다. 그러나 소비자 시술가는 리쥘란 2cc에 한국은 20만원, 아시아는 40만원, 유럽에서 미국은 60만원대, 중국은 80~100만원대다. 그런 점에서 리쥘란은 한국에 왔을 때 하기 좋은 시술이다. 의료관광으로 리쥘란의 경험이 늘어날수록 오히려 해외 수출을 촉진시킬 수 있지 않을까 생각한다.

Q) 올해도 4Q에 일회성 비용이 집행될 가능성이 있나?

A) 글로벌 심포지엄 관련 비용은 늘어날 가능성이 높다. 진행 첫 해에는 100명이 참여했는데 작년에는 500명이 참여했다. 리쥬란 진출국가 및 사용 유저가 늘어날수록 이에 대한 비용이 증가할 가능성이 높아보인다. 관세로 인한 영향은 그렇게 크지 않을 것으로 본다.

Q) M&A 업데이트?

A) 작년 말부터 다양한 M&A 사례를 검토 중이다.

Q) PN 기반 주사제의 경쟁현황은?

A) 현재 국내 시장의 90% 이상을 리쥬란이 점유하고 있다고 보고 있다.

Q) PLLA 에버클은 PN 리쥬란과 시너지를 기대해도 될까?

A) 시너지가 날지는 지켜봐야할 것 같다. 그런데 개별 품목으로는 성장이 기대된다.

Q) 화장품 신제품 출시계획은?

A) PDRN을 기반으로 확장시켜 나갈 것이다.

주요 차트

표 6. 1Q25 실적 비교표 (십억원, %, %p)

	1Q24	4Q24	1Q25			성장률	
			확정치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	74.7	103.1	116.9	103.2	103.7	56.5	13.4
영업이익	26.7	33.7	44.7	39.9	40.2	67.7	32.7
영업이익률 (%)	35.7	32.7	38.3	38.3	38.8	2.6	5.6
순이익	17.2	18.7	36.2	30.4	32.6	109.8	93.5

주: K-IFRS 기준
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

표 7. 수익예상 변경표 (십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	25F	26F	25F	26F	25F	26F	
매출액	436	527	491	594	12.7	12.7	1Q25 실적반영
영업이익	163	202	187	227	14.6	12.5	
순이익	125	161	147	182	16.8	12.7	

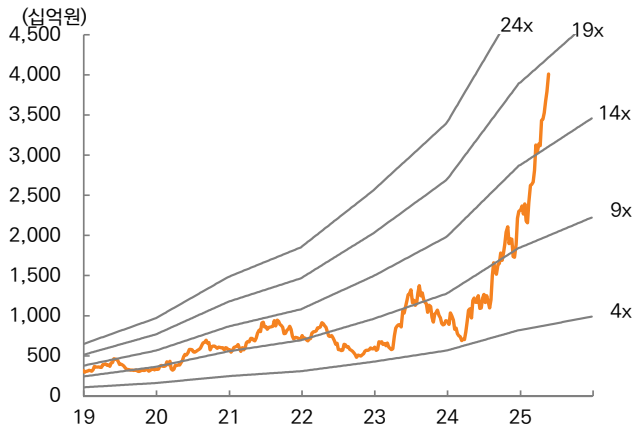
주: K-IFRS 기준
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 8. 분기별 실적 전망 표 (십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	74.7	83.1	89.2	103.1	116.9	120.6	122.7	131.2	350.1	491.4	593.8
의약품	16.3	17.9	16.1	14.2	17.2	17.5	17.5	15.7	64.5	68.0	71.9
의료기기	38.4	43.0	50.7	61.5	69.5	72.7	74.2	81.6	193.6	297.9	366.5
화장품	17.7	19.9	16.9	22.8	27.9	27.7	28.2	31.0	77.3	114.8	142.8
기타	2.3	2.3	5.5	4.2	2.4	2.7	2.8	2.9	14.3	10.7	12.5
영업이익	26.7	30.8	34.9	33.7	44.7	46.0	46.8	48.9	126.1	186.5	227.0
순이익(지배)	17.2	31.4	24.7	18.7	36.2	35.5	36.4	38.4	92.0	146.5	181.9
매출 성장률(%)	34.8	24.4	29.7	47.3	56.5	45.1	37.5	27.3	34.1	40.3	20.9
의약품	32.7	32.6	7.6	3.2	5.4	-2.1	8.8	10.8	18.3	5.3	5.8
의료기기	39.0	24.2	36.7	67.1	81.0	69.1	46.4	32.6	42.2	53.9	23.0
화장품	27.7	18.1	20.9	48.6	57.5	39.1	66.9	36.2	28.7	48.5	24.4
기타	38.5	28.4	100.4	2.8	1.5	15.5	-50.0	-31.2	39.1	-25.5	17.6
영업이익률 (%)	35.7	37.0	39.1	32.7	38.3	38.2	38.2	37.3	36.0	38.0	38.2
순이익률 (지배,%)	24.5	34.6	28.6	15.9	31.0	29.4	29.7	29.3	25.4	29.8	30.7

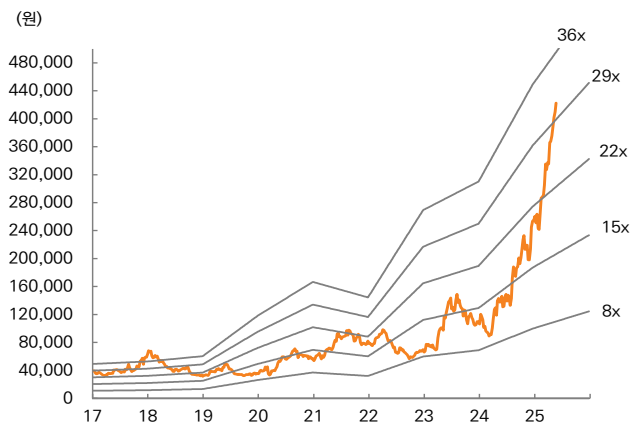
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 127. 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드 차트



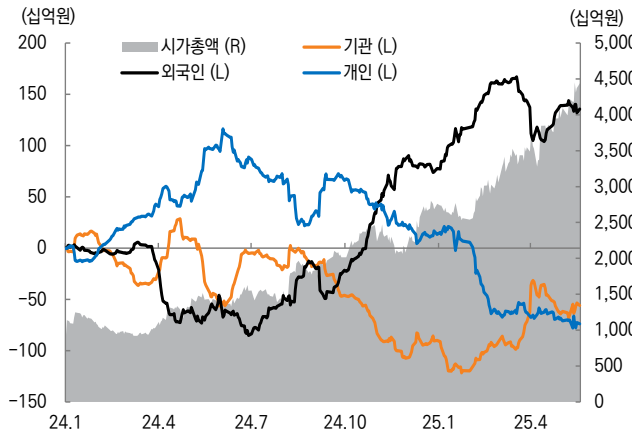
자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 128. 12개월 선행 P/E 밴드 차트



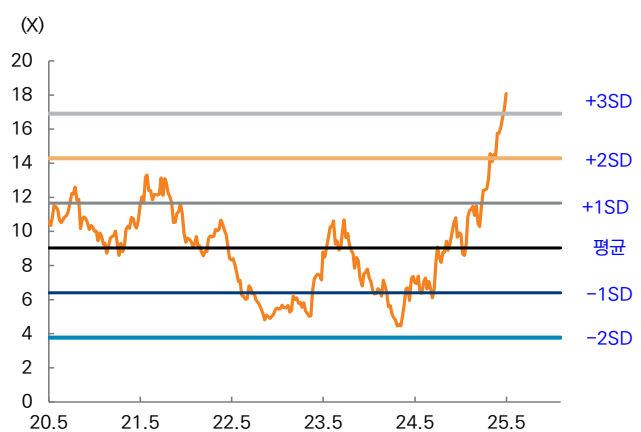
자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 129. 투자자별 순매수량 vs. 시가총액 추이



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 130. 12개월 선행 EV/EBITDA와 표준편차



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

표 9. Global Peer Valuation

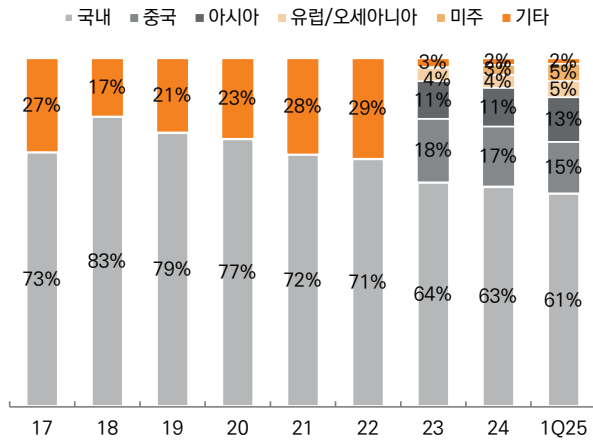
(십억원)

회사명	시가총액	영업이익률 (%)			PER (배)			P/S (배)			ROE (%)			매출(십억원)		
		24	25F	26F	24	25F	26F	24	25F	26F	24	25F	26F	24	25F	26F
파마리서치	4,440	36.0	37.7	38.6	39.3	31.8	24.6	11.1	9.4	7.6	16.9	21.1	16.8	350	471	587
휴젤	4,292	44.6	48.4	50.3	25.6	24.0	19.3	9.5	9.6	8.0	16.4	16.8	13.6	373	449	539
클래스스	3,930	50.4	49.1	50.8	38.4	28.0	22.6	14.4	11.4	9.4	25.1	21.7	17.5	243	346	416
Establishment Labs	1,452	(30.1)	(19.4)	(5.4)	-	-	-	6.1	5.1	4.0	-	-	-	227	289	365
Inmode	1,417	28.5	27.1	28.7	6.3	8.8	7.9	2.8	2.6	2.5	5.1	4.0	3.6	539	556	586
메디톡스	1,221	8.9	21.3	26.2	53.1	24.0	17.6	4.9	4.4	3.9	21.4	15.1	12.1	229	278	316
Evolus	869	(13)	2	13	-	-	19.9	2	2	1	-	283	9	363	485	645
원텍	817	30.2	34.5	34.7	23.1	21.0	18.5	6.3	5.9	5.2	10.6	14.7	13.1	115	138	156
비율	550	62.0	57.6	57.9	16.9	16.1	13.4	9.5	8.1	6.6	10.4	12.1	9.7	58	68	84
아스테라시스	412	23.1	38.4	44.9	65.1	26.1	16.4	12.1	8.6	5.5	-	20.6	14.8	29	48	74
Sisram Medical	329	10.3	13.1	12.3	9.4	6.4	5.1	0.7	0.6	0.5	4.1	4.8	3.5	476	612	718
Beauty Health	305	(20.3)	(13.2)	(9.3)	-	-	-	0.6	0.8	0.7	-	20.2	17.9	456	404	429
AirSculpt Tech	291	(1.0)	(2.1)	0.3	-	-	178.5	1.2	1.3	1.2	-	16.5	13.4	246	226	237
동방메디컬	216	14.7	18.5	19.0	53.8	11.7	-	1.6	1.6	1.4	-	-	-	105	131	151
한스바이오메드	106	0.8	-	-	-	-	-	1.2	-	-	36.6	-	-	81	-	-
하이로닉	95	(15.0)	-	-	-	-	-	1.6	-	-	-	-	-	32	-	-
전체 평균		14.4	22.4	25.9	33.1	19.8	31.3	5.4	5.1	4.1	16.3	37.6	12.1	245.1	321.5	378.9

주: 2025년 5월 19일 종가 기준

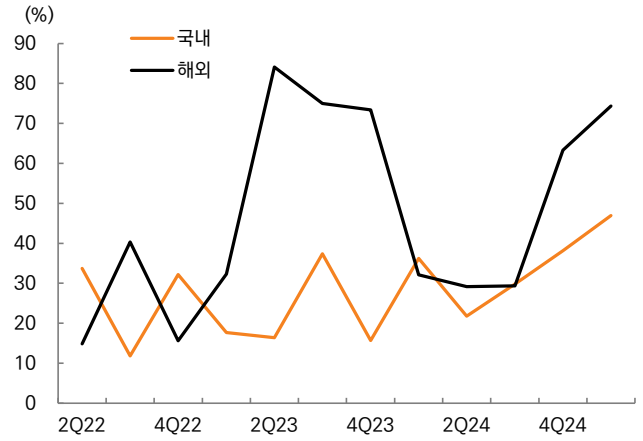
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 131. 지역별 매출 비중 추이



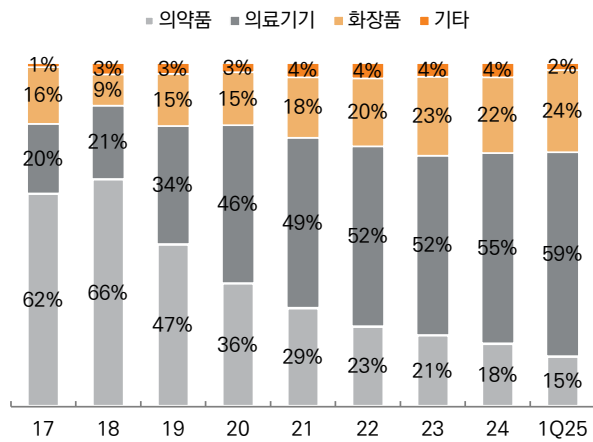
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 132. 지역별 매출 성장률 추이



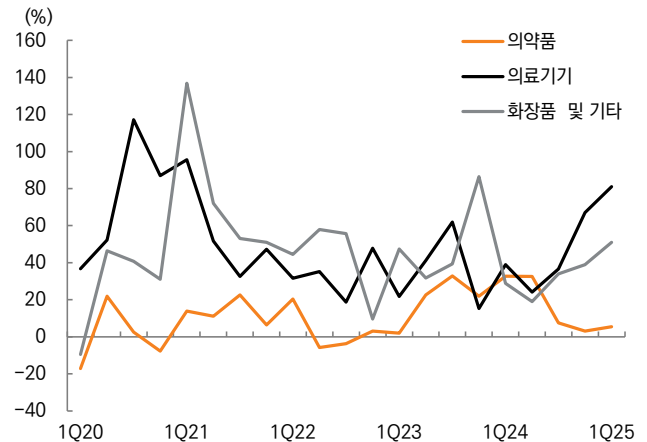
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 133. 품목별 매출비중 추이



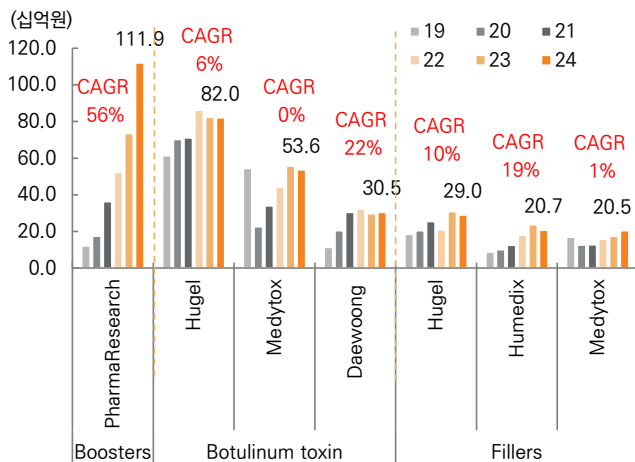
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 134. 품목별 매출 성장률 추이



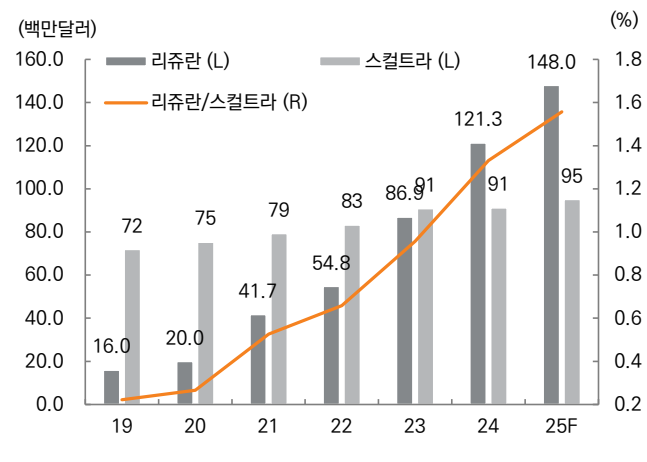
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 135. 주사요법 관련 기업들의 국내 매출 추이



자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 136. 리주란 및 스컬트라 매출 추이



주: 스컬트라 매출은 204년부터 추정치
자료: 파마리서치, Evaluatepharma, 미래에셋증권 리서치센터

표 10. 주요 국가별 인허가 현황

대륙	국가	리쥬란(스킨부스터)	리쥬란 코스메틱	Cleviel(필러)	콘쥬란
아시아	싱가포르	0	0	0	0
	태국	0	0	0	0
	말레이시아	0	0		0
	카자흐스탄	0			
	중국	0(2등급, 3등급 진행 중)	0	진행 중	
	인도네시아	0		0	
	베트남	0			
	필리핀	0			
	대만	0	0	0	진행 중
	일본	진행 중	0		
	미얀마	0			
	우즈베키스탄	0			
	홍콩	0	0	0	
유럽	우크라이나	0	0		0
	벨라루스	0			
	리투아니아	0			
	튀르키예	0			
	호주	0	0		
	뉴질랜드	0			
	체코	0			
	덴마크	0			
	스웨덴	0			
	핀란드	0			
	노르웨이	0			
	불가리아	0			
	알바니아	0			
	폴란드	진행 중			
	유럽 CE	0(MDR)			
	러시아		0		
미주	칠레	0			
	페루	0			
	멕시코	0			
	미국	진행 중	0		
기타	이집트	진행 중			
	이라크	0			
	이스라엘	0			
	UAE	0			

자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

리스크

재무 리스크

4Q24부터 부채비율이 약 50%로 증가하였으나, 이는 CVC에 발행한 RCPS 2,000억원에 의한 것으로 크게 우려할 사항은 아니다. 동사는 2021년부터 매년 400억원 이상의 발생하고 있는 잉여현금흐름에 CVC로부터의 자금까지 유입되어 1Q25 약 4,586억원의 현금성 자산을 보유했다. 2022년부터 재고자산과 매출채권이 증가하면서 운전자본이 증가하고 있지만, 매출액 대비 회전율이 낮아진 것은 아니라 크게 우려할 사항은 아닌 것으로 보인다.

사업 리스크

동사는 리쥘란을 중심으로 화장품과 특신, 미용기기까지 제품 포트폴리오를 다각화하여 종합 에스테틱 기업으로 성장하고자 한다. 대표 제품인 리쥘란은 작년부터 경쟁제품이 시장에 등장하고 있어, 경계가 필요하지만 아직 동사와의 격차가 확연하다. 단기적으로 경쟁에 의한 실적 우려는 제한적으로 보인다. 다만, 여전히 내수비중이 높은 것은 단점이다. CVC와의 시너지로 향후 3년 내 유럽에서 의미있는 시장침투를 하고자 한다.

화장품은 상대적으로 경쟁이 큰 사업이나, 리쥘란과 연계 마케팅이 차별화 포인트다. 리쥘란의 해외 수출 지역이 확대되고 있어, 이로 인한 손해가 가능하다.

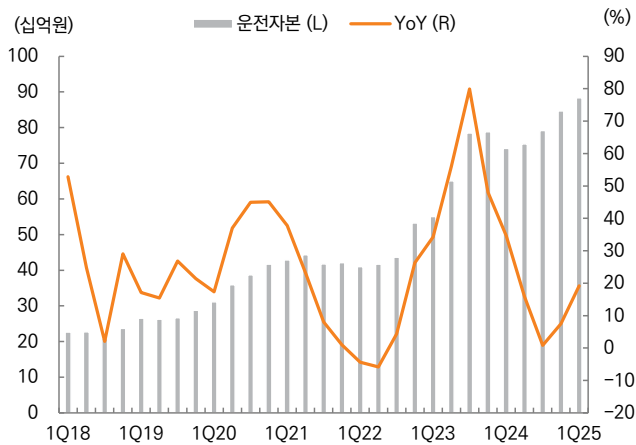
특신은 수요는 증가하고 있으나, 생산캐파 증설이 2026년 초에나 가능하다는 것이 아쉽다.

관절강 주사인 콘쥘란의 보험 보장범위 축소는 잠재 리스크 요인이다.

주가 리스크

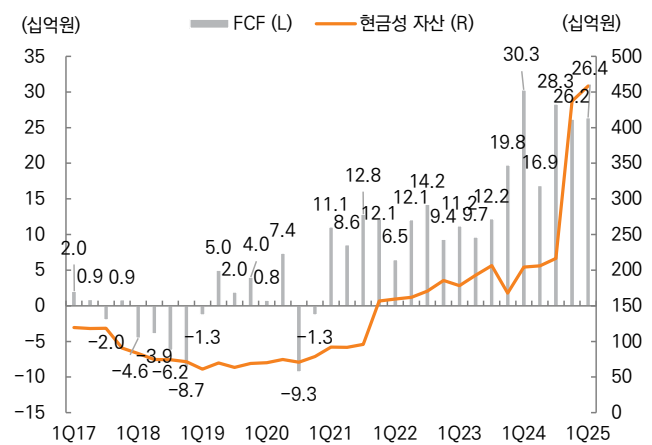
현 주가는 12개월 FWD EV/EBITDA 기준 18배로 글로벌 Peer(14배) 및 동사의 지난 3년 평균(8배) 대비 프리미엄으로 평가되고 있다.

그림 137. 운전자본 추이



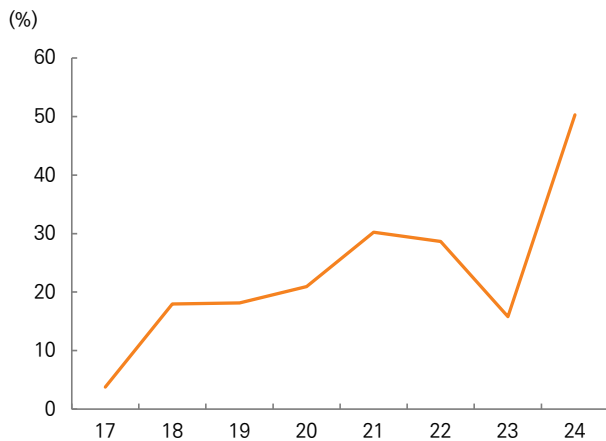
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 138. FCF 추이



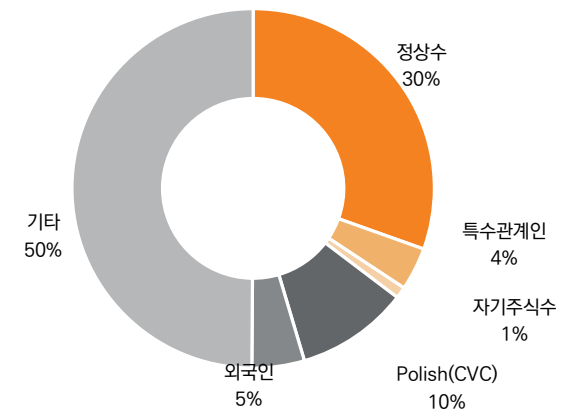
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 139. 부채비율



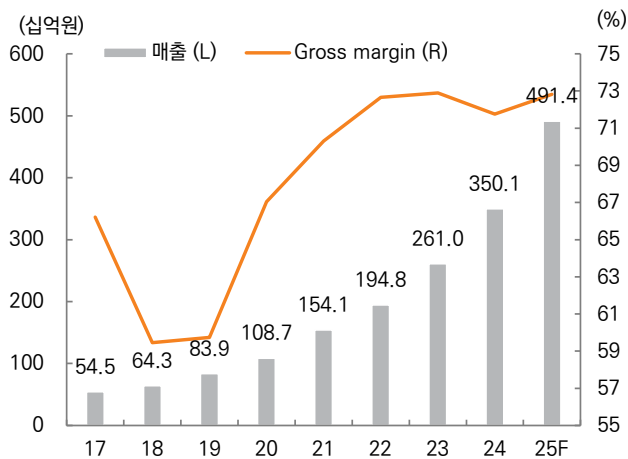
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 140. 지분율



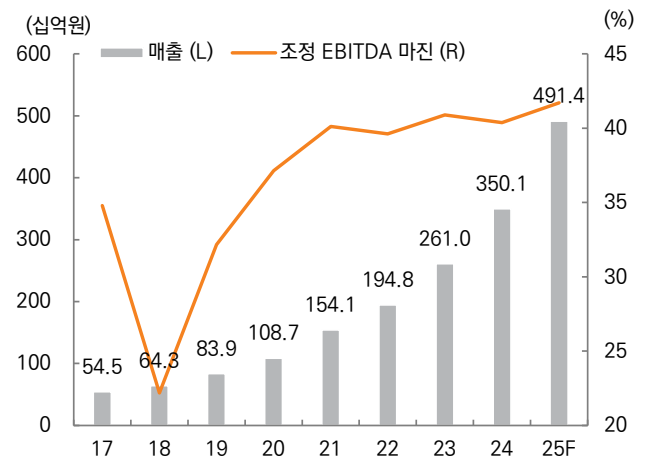
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 141. 매출 및 매출총이익률 추이



자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 142. 매출 및 조정 EBITDA 마진 추이



자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

파마리서치 (214450)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	350	491	594	709
매출원가	99	134	160	190
매출총이익	251	357	434	519
판매비와관리비	125	171	206	245
조정영업이익	126	187	227	273
영업이익	126	187	227	273
비영업손익	-10	-3	1	10
금융손익	6	-6	1	9
관계기업등 투자손익	6	0	0	0
세전계속사업손익	116	184	228	283
계속사업법인세비용	27	37	46	57
계속사업이익	89	147	182	226
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	89	147	182	226
지배주주	92	147	182	226
비지배주주	-3	0	0	0
총포괄이익	91	147	182	226
지배주주	94	167	207	257
비지배주주	-3	-20	-25	-31
EBITDA	140	202	241	287
FCF	102	147	181	223
EBITDA 마진율 (%)	40.0	41.1	40.6	40.5
영업이익률 (%)	36.0	38.1	38.2	38.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	26.3	29.9	30.6	31.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	555	708	900	1,137
현금 및 현금성자산	165	224	321	452
매출채권 및 기타채권	40	52	63	75
재고자산	57	73	89	106
기타유동자산	293	359	427	504
비유동자산	301	300	301	302
관계기업투자등	21	26	32	38
유형자산	147	144	140	138
무형자산	33	30	27	25
자산총계	856	1,008	1,201	1,439
유동부채	83	103	123	145
매입채무 및 기타채무	38	49	60	71
단기금융부채	17	19	21	23
기타유동부채	28	35	42	51
비유동부채	203	205	207	209
장기금융부채	197	197	197	197
기타비유동부채	6	8	10	12
부채총계	286	308	330	354
지배주주지분	539	670	841	1,054
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	197	197	197	197
이익잉여금	343	476	647	861
비지배주주지분	30	30	30	31
자본총계	569	700	871	1,085

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	138	155	189	231
당기순이익	89	147	182	226
비현금수익비용가감	61	59	60	62
유형자산감가상각비	10	12	11	11
무형자산상각비	4	4	3	2
기타	47	43	46	49
영업활동으로인한자산및부채의변동	0	-8	-8	-9
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-5	-10	-11	-12
재고자산 감소(증가)	-12	-16	-16	-17
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	16	3	3	3
법인세납부	-20	-37	-46	-57
투자활동으로 인한 현금흐름	-226	-77	-77	-84
유형자산처분(취득)	-36	-8	-8	-8
무형자산감소(증가)	-2	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-180	-68	-68	-75
기타투자활동	-8	-1	-1	-1
재무활동으로 인한 현금흐름	183	-11	-9	-9
장단기금융부채의 증가(감소)	179	2	2	2
자본의 증가(감소)	22	0	0	0
배당금의 지급	-10	-13	-11	-11
기타재무활동	-8	0	0	0
현금의 증가	98	59	97	132
기초현금	67	165	224	321
기말현금	165	224	321	452

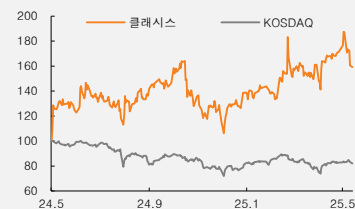
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	30.5	33.7	27.1	21.9
P/CF (x)	18.7	24.0	20.4	17.2
P/B (x)	5.6	7.3	5.8	4.7
EV/EBITDA (x)	18.6	20.4	16.4	13.1
EPS (원)	8,608	12,539	15,565	19,309
CFPS (원)	14,022	17,640	20,747	24,635
BPS (원)	46,558	57,734	72,322	90,653
DPS (원)	1,100	1,100	1,100	1,100
배당성향 (%)	12.8	7.8	6.3	5.1
배당수익률 (%)	0.4	0.3	0.3	0.3
매출액증가율 (%)	34.1	40.3	20.9	19.3
EBITDA증가율 (%)	34.0	44.4	19.6	18.8
조정영업이익증가율 (%)	36.6	48.0	21.7	20.4
EPS증가율 (%)	15.1	45.7	24.1	24.1
매출채권 회전율 (회)	10.0	11.2	11.0	10.8
재고자산 회전율 (회)	6.5	7.5	7.3	7.3
매입채무 회전율 (회)	14.2	10.6	10.3	10.1
ROA (%)	12.8	15.7	16.5	17.1
ROE (%)	18.9	24.2	24.1	23.8
ROIC (%)	44.5	67.0	80.5	94.9
부채비율 (%)	50.3	44.0	37.9	32.6
유동비율 (%)	669.6	688.3	731.8	783.0
순차입금/자기자본 (%)	-34.6	-51.7	-60.2	-67.1
조정영업이익/금융비용 (x)	27.2	6.3	7.6	9.1

투자의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 83,000원
현재주가(25/5/19)	60,000원
상승여력	38.3%

영업이익(25F,십억원)	168
Consensus 영업이익(25F,십억원)	182
EPS 성장률(25F,%)	40.5
MKT EPS 성장률(25F,%)	25.1
P/E(25F,x)	28.1
MKT P/E(25F,x)	9.5
KOSDAQ	713.75
시가총액(십억원)	3,930
발행주식수(백만주)	66
유동주식비율(%)	32.2
외국인 보유비중(%)	73.1
베타(12M) 일간수익률	0.37
52주 최저가(원)	40,050
52주 최고가(원)	70,700
(%)	1M 6M 12M
절대주가	-5.1 29.9 20.5
상대주가	-4.5 24.8 44.3



[첨단의료기기/디지털헬스]

김충현, CFA
choonghyun.kim@miraeasset.com

박선영
seunyoung.park@miraeasset.com

클래시스

국내 최대 미용기기 기업으로 우뚝 설 2025년

1Q25 Review: 매출 시장기대치 부합, 영업이익 시장기대치 상회

매출은 전년 대비 53% 증가한 771억원(이루다 합병효과)으로 시장기대치에 부합했다. 영업이익은 전년 대비 46% 상승한 388억원으로 시장기대치를 상회했다. 영업이익률은 전년 대비 2.3%p 감소한 50.3%를 기록했다.

품목별로 장비 매출은 전년 대비 60% 상승한 355억원, 소모품 매출은 전년 대비 53% 상승한 405억원을, 기타 매출은 전년 대비 34% 감소한 11억원을 기록했다.

목표주가 83,000원으로 상향하며 매수의견 유지

실적추정치(조정 EBITDA 기준) 상향을 반영하여 동사의 목표주가를 83,000원(기준 74,000원)으로 상향하며, 상승여력이 38% 인 점을 고려하여 매수의견을 유지한다.

4Q24에 이어 1Q25에도 이루다와의 비용절감 시너지가 발생하며 당초 예상보다 높은 이익률을 이어가고 있다. 특히 소모품 비중이 높았던 점을 고려해도 매출총이익률이 79.5%에 달한 것은 의미가 크다. 다만, 하반기로 갈수록 신규 장비 출시 영향으로 매출총이익률은 1Q25보다 낮아질 것으로 보인다.

2025년에는 2Q25 유럽에서 볼뉴머 및 슈링크 유니버스, 3Q25 미국서 Secret Max 출시가 예정되어 있어 미국과 유럽 진출에 박차를 가할 것으로 보인다. 또한 직접영업을 본격적으로 개시하는 일본도 주목할만하다. 일본은 태국 시장만큼 성장성이 기대되는 시장으로 대형 프랜차이즈 클리닉을 대상으로 마케팅을 집중할 계획이다. 국내에서는 하반기 이루다의 Secret Max의 신제품 효과가 기대된다.

2025년 실적은 매출 3,403억원(40% YoY)으로 EBD와 주사요법 등 모든 미용 의료기기 통합 매출 1위로 올라설 것으로 기대된다. 또한 조정 EBITDA 1,900억원(43% YoY, 조정 EBITDA 마진 56%), 영업이익 1,678억원(37% YoY, OPM 49%)을 예상한다. 현 주가는 12개월 선행 EV/EBITDA 기준 18배로 글로벌 Peer(14배) 및 동사의 지난 3년 평균(15배) 대비 프리미엄으로 평가되고 있다.

동사는 중기 재무목표로 2030년 매출 10억 달러와 영업이익률 50% 이상을 달성하는 것을 제시했다. 우리는 이러한 비전을 실현하기 위해서는 추가적인 M&A가 반드시 필요하다고 생각한다. M&A에 대한 시점과 규모 등 구체적인 상황은 예상하기 어렵지만, 추가 M&A 가능성은 동사의 중요한 투자 포인트가 될 수 있다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	180	243	340	421	525
영업이익 (십억원)	90	122	168	209	264
영업이익률 (%)	50.0	50.2	49.4	49.6	50.3
순이익 (십억원)	74	98	140	180	229
EPS (원)	1,146	1,517	2,132	2,747	3,502
ROE (%)	28.9	26.5	27.1	27.3	27.1
P/E (배)	32.9	31.4	28.1	21.8	17.1
P/B (배)	8.1	6.9	6.8	5.3	4.1
배당수익률 (%)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 클래시스, 미래에셋증권 리서치센터

주요 Q&A

Q) 올해 가이드스는?

A) 매출 3,400억~3,600억원, 영업이익률 48.1% 이상을 기록하는 것이다. 미국 시장으로의 침투, 유럽에서 볼뉴머와 슈링크 유니버스의 하반기 판매 개시, 일본시장 직접 영업 개시 등이 호실적을 견인할 것이다. 특히 일본은 작년의 태국만큼 기대하는 시장으로 대형 프렌차이즈 클리닉을 대상으로 마케팅을 집중할 계획이다. 국내에서는 이루다의 Secret Max의 신제품 효과가 기대된다.

Q) 해외 시장의 주요 인허가 계획은?

A) 3대 빅마켓인 미국(3Q25 Secret Max, 2027년 슈링크 유니버스), 유럽(2Q25 볼뉴머 및 슈링크 유니버스, 2027년 Secret Max), 중국(2026년 볼뉴머, 2027년 슈링크 유니버스, 2028년 Secret Max)에서 다양한 장비를 출시할 계획이다.

Q) 외국인 의료관광객들이 고가 시술에 더 매력을 느끼는 것은 아닌가?

A) 슈링크의 가장 큰 장점은 어떤 시술과도 패키지로 어울릴 수 있다는 것이다. 볼뉴머는 통증없는 안정적인 시술이 가능하다. 또한 의사 및 외국인 환자에게 다양한 마케팅 기법을 시도하고 있다.

Q) 브라질 업데이트?

A) 브라질 매출이 1Q25에 전분기 대비 개선되었지만, 4Q24가 안 좋았다고 보는게 더 맞는 것 같다. 브라질은 연간 10% 정도 성장한다고 보고 있다. 브라질 이외에 태국, 일본, 러시아 등의 매출이 상대적으로 큰데, 여전히 매출의 10%를 넘는 국가는 브라질이 유일하다. 분기에는 대리점마다 주문이 튀는 분기가 있기 때문에 분기 매출 추정이 점점 어려워지고 있다.

Q) 국내 시장에서 볼뉴머와 슈링크 성장세는?

A) 볼뉴머를 국내에서 런칭한 지 어느덧 3년차다. 여전히 가파르게 성장하고 있다. 슈링크도 두 자릿수로 성장하고 있다. 앞으로 볼뉴머와 슈링크 현황을 따로 공개하지 않을 계획이다.

Q) 홈뷰티 업데이트?

A) 2Q25부터 B2C 제품도 매출이 잘 나올 것으로 예상된다. 우리의 전략은 올리브영과 같은 좋은 플랫폼을 기반으로 클래시스의 브랜드를 활용하는 것이다. 마케팅비를 크게 투자할 계획은 없다.

Q) 2025년 가이드نس?

A) 기존 가이드نس 유지하며, 이루다 합병 효과를 고려할 때 2Q25와 3Q25에 가파른 성장이 예상된다. 매분기 전분기보다 성장하는 모습을 예상한다. 1Q25 슈링크 판매도 연간 목표치 대비 순항 중이다. 신규 지역의 장비 판매허가로 인해 2Q25부터 장비 비중이 점차 증가할 것으로 본다. 연간으로 장비와 소모품 비중은 반반이 되지 않을까 기대한다.

Q) 미국 시장 업데이트?

A) 볼뉴머는 미국에서 작년 10월부터 판매되고 있고, 우리 계획대로 잘 성장하고 있다. 미국, 유럽, 일본은 각 연간 100억원대 매출로 보고 있다. 그런 점에서 미국에서 장비 판매가를 평균 3만 달러로 계산하면 판매대수가 300대 정도로, 무리한 목표는 아니다. 시장에서 기대하는 고성장은 앞으로 2~3년 후에 나타나지 않을까 한다. 지금은 진출 초기인만큼 고객과의 관계를 쌓아가는데 중점을 두고 있다. 슈링크 유니버스의 미국 승인 시점은 2027년 초로 보고 있다.

Q) 이루다 실적은?

A) 4Q24까지는 클래스시스와 이루다의 ERP가 통합되지 않아 각각 매출과 비용을 집계했지만, 이제는 통합작업이 완료되었다. 1Q25에서 이루다 매출은 110억원대 정도다. 비용은 따로 발라내기 어렵다.

장비 브랜드별 GPM이 다르지만 생산 효율화를 통해 전체 매출원가율이 낮아지고 있다. 리팻이 생각보다 소비자 반응이 좋다. 하반기 이루다의 마이크로니들 RF 신제품이 출시되며 신제품 효과가 기대된다. 따라서 내년에는 장비판매가 더 많을 것으로 본다.

장비와 소모품 비중은 반반이다. 이루다 소모품의 대다수는 마이크로니들에서 발생했고 이것의 대부분은 미국 큐테라향 매출이다. 큐테라 영향으로 미국에서 신규 장비 판매보다는 소모품 판매 중심으로 진행할 계획이다. 지역적으로는 국내보다 해외 비중이 더 높다. 1Q25 국내에서 소모품 매출은 거의 없었다.

주요 차트

표 11. 1Q25 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	1Q24	4Q24	1Q25			성장률	
			확정실적	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	50.4	74.4	77.1	75.4	74.4	53.1	3.6
영업이익	26.5	35.8	38.8	33.6	36.2	46.3	8.3
영업이익률 (%)	52.6	48.1	50.3	44.6	48.7	-2.3	2.2
순이익	26.1	28.7	29.8	28.0	30.2	14.3	3.8

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 12. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	25F	26F	25F	26F	25F	26F	
매출액	341.9	413.8	340.3	421.5	-0.4	1.9	1Q25 실적반영
영업이익	163.9	200.0	167.8	208.7	2.4	4.3	
순이익	139.3	172.5	139.7	180.0	0.3	4.3	

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋증권 리서치센터

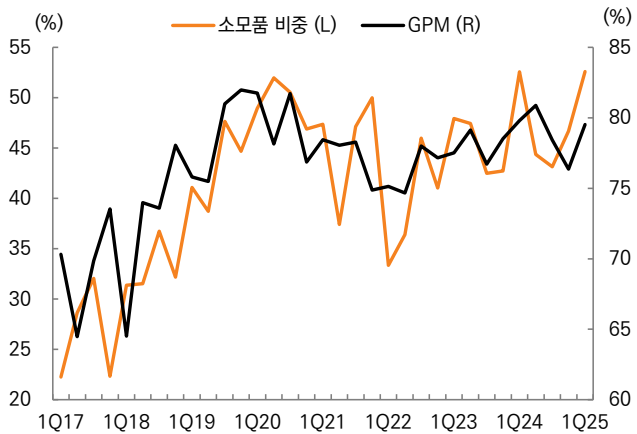
표 13. 분기별 실적 전망 표

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	50.4	58.7	59.4	74.4	77.1	84.1	86.3	92.8	242.9	340.3	421.5
장비	22.2	30.9	33.1	38.1	35.5	42.0	46.4	49.0	124.2	172.8	217.0
소모품	26.5	26.1	25.6	34.7	40.5	40.6	38.3	42.1	112.9	161.5	197.9
기타	1.7	1.8	0.7	1.6	1.1	1.5	1.7	1.7	5.8	6.0	6.6
영업이익	26.5	31.2	29.0	35.8	38.8	41.5	42.2	45.3	122.4	167.8	208.7
순이익(지배)	26.1	26.6	16.5	28.7	29.8	35.2	36.0	38.7	97.9	139.7	180.0
매출 성장률 (%)	29.3	28.0	23.1	58.3	53.1	43.1	45.3	24.8	51.1	50.8	51.5
장비	13.8	31.4	24.0	50.1	59.6	36.1	40.0	28.8	46.5	47.5	46.9
소모품	41.7	19.7	25.1	72.9	53.1	55.8	49.4	21.2	1.9	1.5	1.3
영업이익률 (%)	52.6	53.1	48.7	48.1	50.3	49.4	48.9	48.8	50.4	49.3	49.5
순이익률 (지배, %)	51.8	45.2	27.8	38.1	38.2	41.4	41.3	41.2	40.3	41.0	42.7

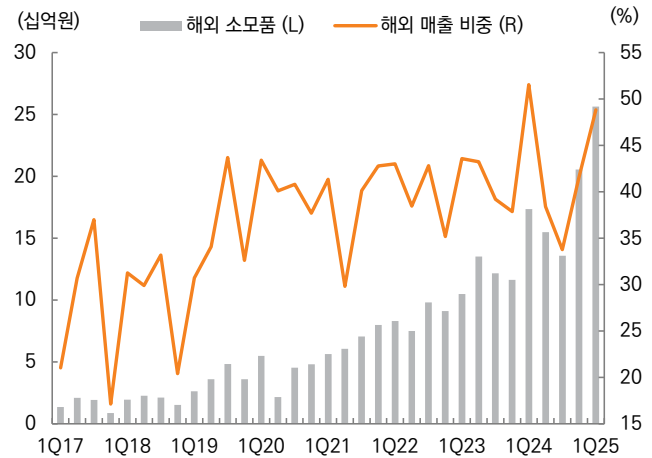
자료: 클래시스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 143. 클래스시스 소모품 매출 비중 vs. GPM 추이



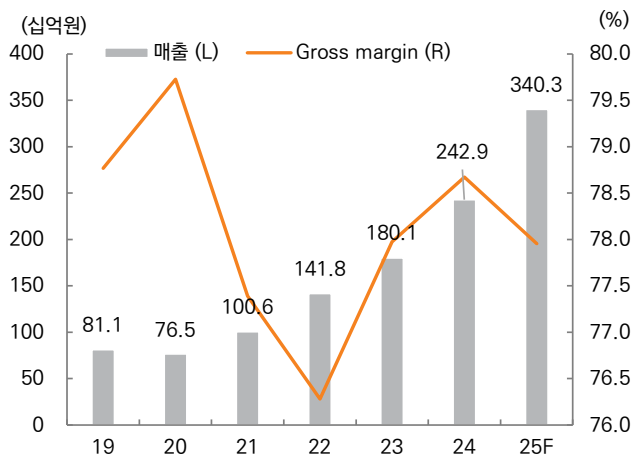
자료: 클래스시스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 144. 해외 소모품 매출 및 해외 전체 매출 대비 비중 추이



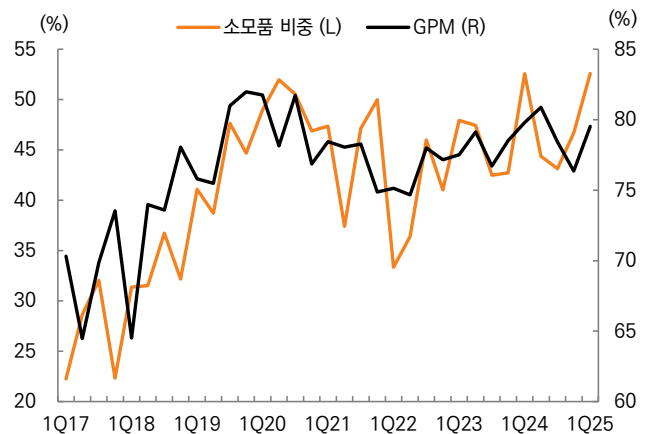
자료: 클래스시스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 145. 매출 및 매출총이익률 추이



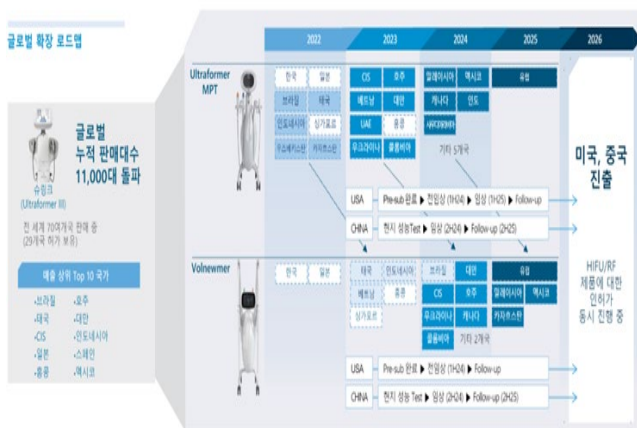
자료: 클래스시스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 146. 매출 및 조정 EBITDA 마진 추이



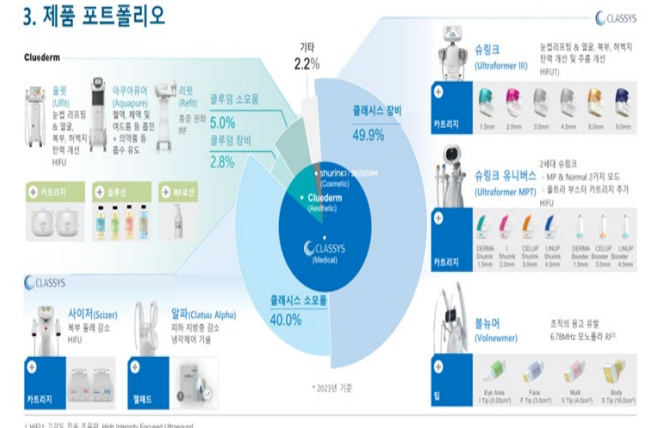
자료: 클래스시스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 147. 글로벌 인허가 로드맵



자료: 이루다, 미래에셋증권 리서치센터

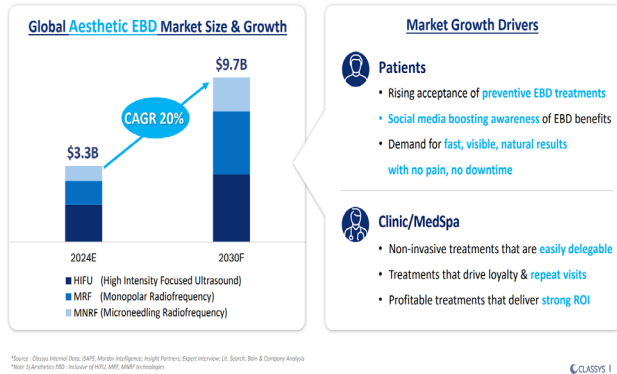
그림 148. 클래스시스 포트폴리오: 초음파와 모노폴라 고주파에 강점



자료: 클래스시스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 149. 글로벌 EBD 시장규모와 성장률

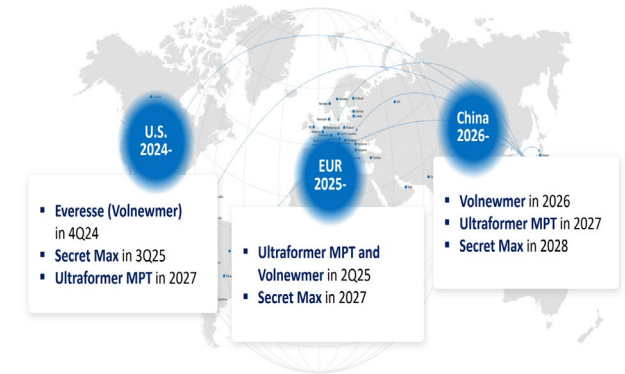
We operate in a robust, high-growth Aesthetic EBD¹⁾(Energy-Based Device) market, projected to expand at a 20% CAGR, fueled by strong demand.



자료: 클래시스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 150. 클래시스의 3대 빅마켓 침투 전략

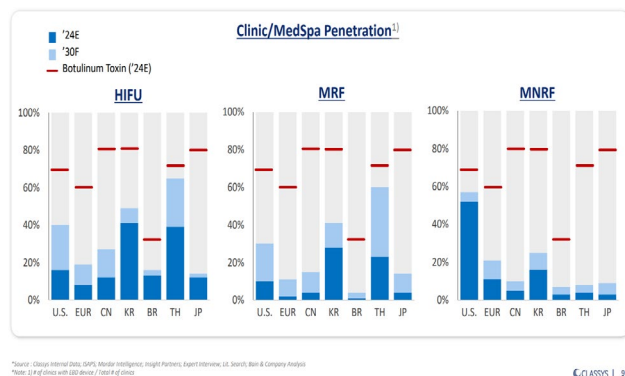
We are now strategically targeting larger markets, including the U.S., China, and EUR, to accelerate global expansion.



자료: 클래시스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 151. EBD의 주요 국가별 침투율

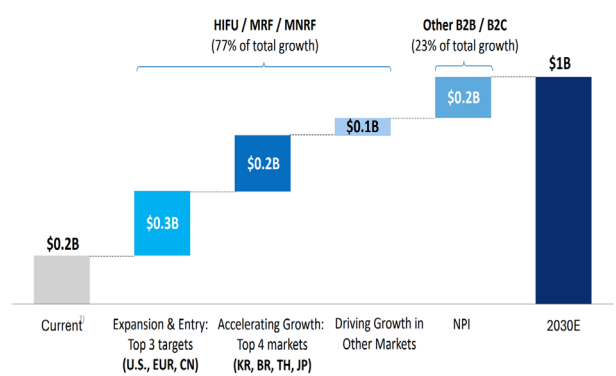
Clinic/MedSpa and patient penetration remain low in most countries, presenting significant opportunities in major markets like the U.S.



자료: 클래시스, 미래에셋증권 리서치센터

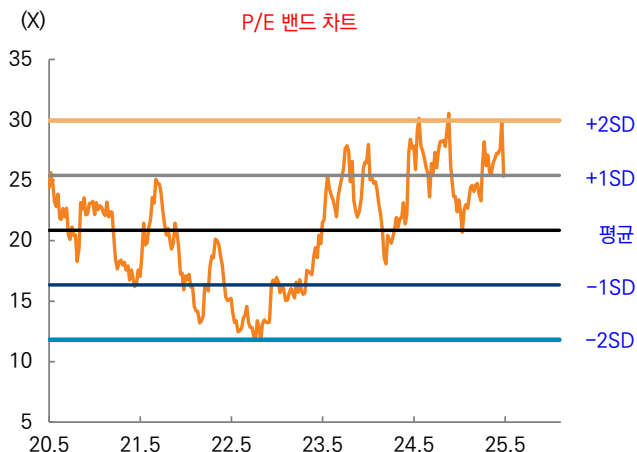
그림 152. 중장기 재무전략: 매출 10억달러, 영업이익률 50% 이상

With a bold goal of reaching \$1B by 2030, we are set to achieve a 30% CAGR over the next six years.



자료: 클래시스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 153. 12 개월 FWD P/E와 표준편차



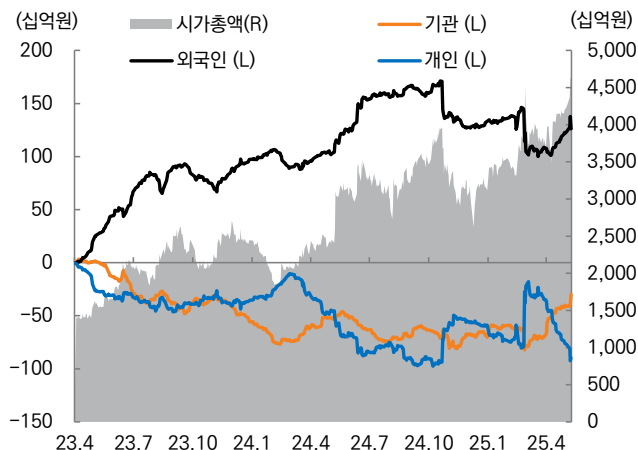
자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 154. 12개월 FWD EV/EBITDA와 표준편차



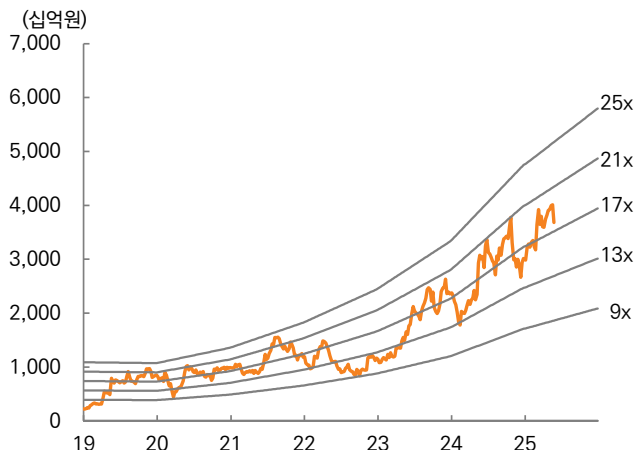
자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 155. 투자자별 순매수량 vs. 시총 추이



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 156. 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드 차트



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

표 14. Global Peer Valuation

회사명	시가총액	영업이익률 (%)			PER (배)			P/S (배)			ROE (%)			매출(십억원)		
		24	25F	26F	24	25F	26F	24	25F	26F	24	25F	26F	24	25F	26F
파마리서치	4,440	36.0	37.7	38.6	39.3	31.8	24.6	11.1	9.4	7.6	16.9	21.1	16.8	350	471	587
휴젤	4,292	44.6	48.4	50.3	25.6	24.0	19.3	9.5	9.6	8.0	16.4	16.8	13.6	373	449	539
클래스	3,930	50.4	49.1	50.8	38.4	28.0	22.6	14.4	11.4	9.4	25.1	21.7	17.5	243	346	416
Establishment Labs	1,452	(30.1)	(19.4)	(5.4)	-	-	-	6.1	5.1	4.0	-	-	-	227	289	365
Inmode	1,417	28.5	27.1	28.7	6.3	8.8	7.9	2.8	2.6	2.5	5.1	4.0	3.6	539	556	586
메디톡스	1,221	8.9	21.3	26.2	53.1	24.0	17.6	4.9	4.4	3.9	21.4	15.1	12.1	229	278	316
Evolus	869	(13)	2	13	-	-	19.9	2	2	1	-	283	9	363	485	645
원텍	817	30.2	34.5	34.7	23.1	21.0	18.5	6.3	5.9	5.2	10.6	14.7	13.1	115	138	156
비올	550	62.0	57.6	57.9	16.9	16.1	13.4	9.5	8.1	6.6	10.4	12.1	9.7	58	68	84
아스테라시스	412	23.1	38.4	44.9	65.1	26.1	16.4	12.1	8.6	5.5	-	20.6	14.8	29	48	74
Sisram Medical	329	10.3	13.1	12.3	9.4	6.4	5.1	0.7	0.6	0.5	4.1	4.8	3.5	476	612	718
Beauty Health	305	(20.3)	(13.2)	(9.3)	-	-	-	0.6	0.8	0.7	-	20.2	17.9	456	404	429
AirSculpt Tech	291	(1.0)	(2.1)	0.3	-	-	178.5	1.2	1.3	1.2	-	16.5	13.4	246	226	237
동방메디컬	216	14.7	18.5	19.0	53.8	11.7	-	1.6	1.6	1.4	-	-	-	105	131	151
한스바이오메드	106	0.8	-	-	-	-	-	1.2	-	-	36.6	-	-	81	-	-
하이로닉	95	(15.0)	-	-	-	-	-	1.6	-	-	-	-	-	32	-	-
전체 평균		14.4	22.4	25.9	33.1	19.8	31.3	5.4	5.1	4.1	16.3	37.6	12.1	245.1	321.5	378.9

주: 2025년 5월 19일 종가 기준

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

리스크

재무 리스크

동사는 9분기 평균 191억원의 잉여현금을 발생시키고 있고, 부채비율도 1Q25말 기준 35%에 불과하여 안정적인 재무구조를 구축하고 있다. 다만, 2023년 하반기부터 매출채권 증가로 운전자본이 증가하고 있다. 1Q25말 기준 1,744억원의 현금성 자산을 보유하고 있다.

사업 리스크

초음파 영역에서는 블록버스터인 슈링크(HIFU)의 성공으로 국내와 브라질에서 상당한 점유율을 차지하고 있고, 최근 태국 시장에서 빠르게 성장하고 있다. 다만, 국내와 브라질 외 시장으로 지역적 다각화가 필요하다.

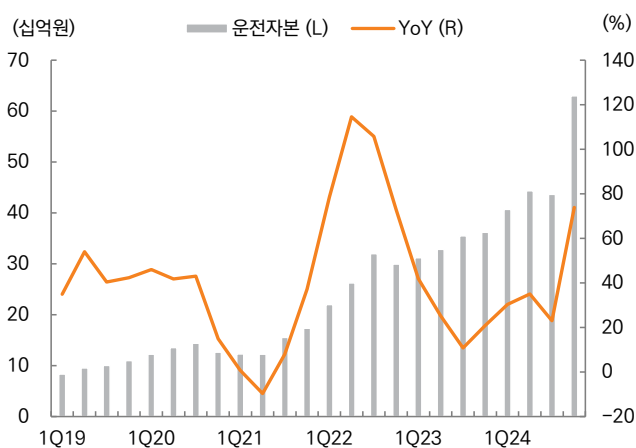
작년부터 볼뉴머(모노폴라 RF)라는 신제품을 출시하며 다각화를 추진하고 있다. 볼뉴머는 4Q24부터 미국침투를 시작했다. 이루다와의 합병으로 북미시장의 영업망과 함께 레이저와 마이크로니들형 RF 장비를 확보할 수 있어 지역적/품목적 시너지가 상당할 것으로 예상된다. 다만, 합병과정에서의 PMI 실패에 대한 리스크는 존재한다.

주가 리스크

현 주가는 12개월 선행 EV/EBITDA 기준 18배로 글로벌 Peer(14배) 및 동사의 지난 3년 평균(15배) 대비 프리미엄으로 평가되고 있다.

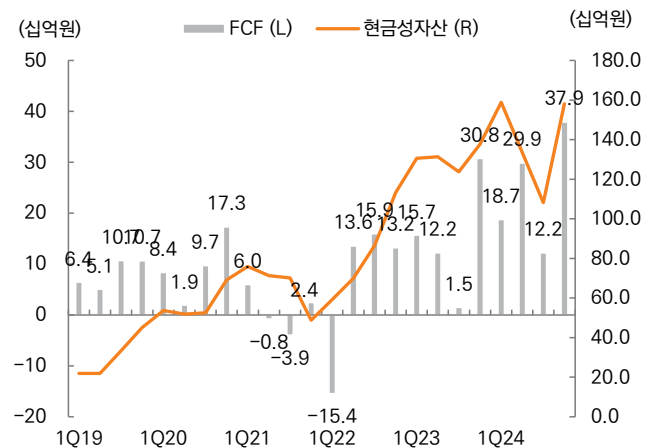
작년부터 최대주주의 지분 매각설이 언론에 등장하고 있는데, 새로운 뉴스가 등장할 때마다 주가 변동성이 커지고 있다. 지난 5월 16일에는 최대주주인 BCPE가 클래시스 인수 시 차입했던 인수금융 일부를 상환하기 위해 보유지분 393만주를 블록딜로 매도하며 주가가 급락했다.

그림 157. 운전자본 추이



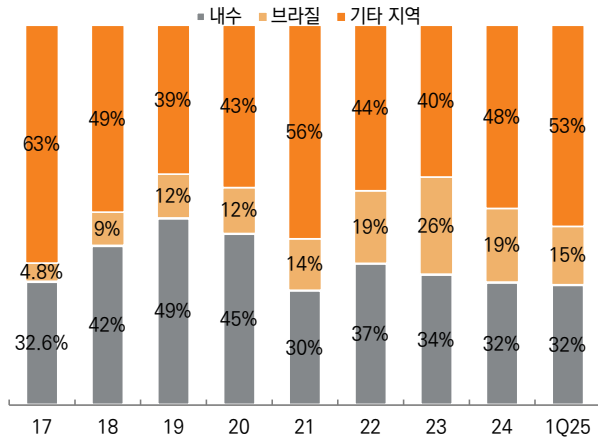
자료: 클래시스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 158. 잉여현금흐름(FCF) 추이



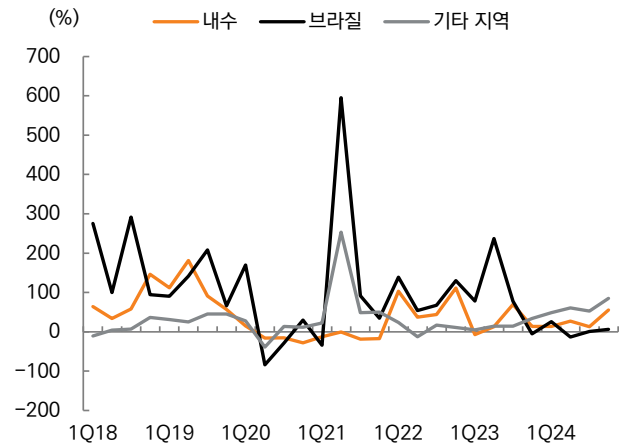
자료: 클래시스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 159. 지역별 매출 비중



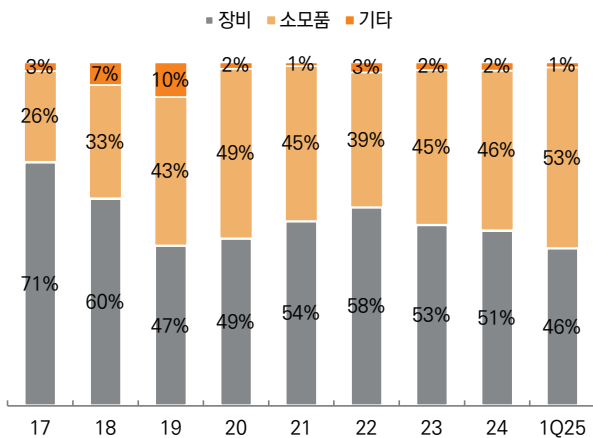
자료: 클래스스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 160. 지역별 매출성장률 추이



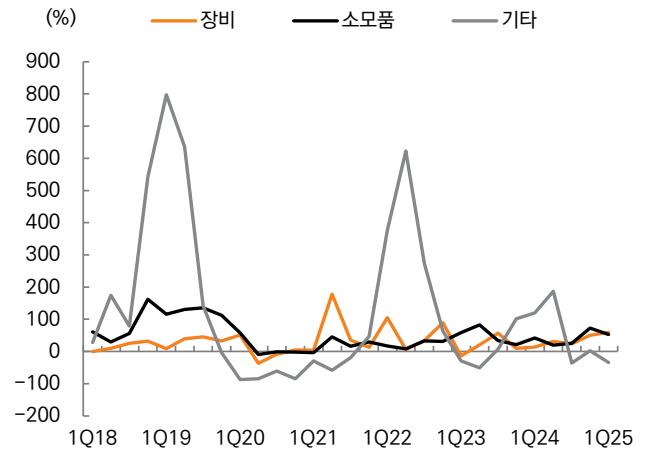
자료: 클래스스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 161. 품목별 매출 비중



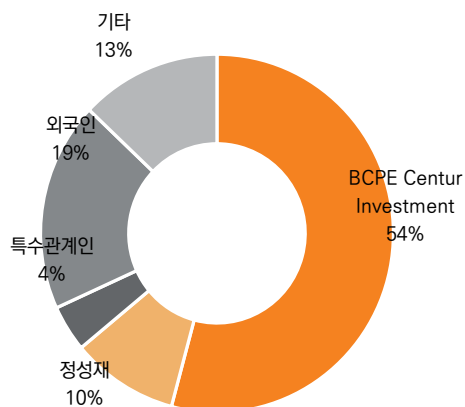
자료: 클래스스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 162. 품목별 매출성장률 추이



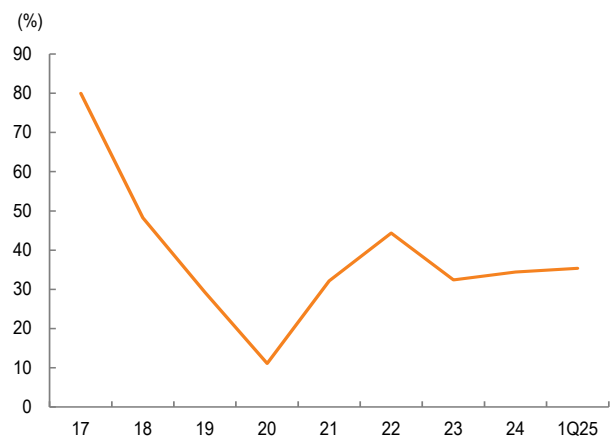
자료: 클래스스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 163. 지분율



자료: 클래스스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 164. 부채비율



자료: 클래스스, 미래에셋증권 리서치센터

클래시스 (214150)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	243	340	421	525
매출원가	52	75	95	117
매출총이익	191	265	326	408
판매비와관리비	69	97	118	144
조정영업이익	122	168	209	264
영업이익	122	168	209	264
비영업손익	6	7	13	13
금융손익	3	3	7	13
관계기업등 투자손익	-1	6	6	0
세전계속사업손익	128	175	222	277
계속사업법인세비용	30	37	44	50
계속사업이익	98	138	178	227
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	98	138	178	227
지배주주	98	140	180	229
비지배주주	0	-2	-2	-3
총포괄이익	98	138	178	227
지배주주	98	140	180	229
비지배주주	0	-2	-2	-3
EBITDA	130	182	222	276
FCF	99	123	177	230
EBITDA 마진율 (%)	53.5	53.5	52.7	52.6
영업이익률 (%)	50.2	49.4	49.6	50.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	40.3	41.2	42.8	43.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	234	383	573	816
현금 및 현금성자산	23	122	249	412
매출채권 및 기타채권	39	53	66	82
재고자산	30	37	46	58
기타유동자산	142	171	212	264
비유동자산	374	370	358	348
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	193	196	191	187
무형자산	141	134	127	121
자산총계	608	753	932	1,164
유동부채	129	80	94	111
매입채무 및 기타채무	17	21	26	33
단기금융부채	79	24	25	25
기타유동부채	33	35	43	53
비유동부채	27	97	101	106
장기금융부채	13	80	80	80
기타비유동부채	14	17	21	26
부채총계	156	177	195	218
지배주주지분	454	579	742	955
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	106	106	106	106
이익잉여금	336	459	622	835
비지배주주지분	-1	-3	-5	-8
자본총계	453	576	737	947

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	103	133	179	232
당기순이익	98	138	178	227
비현금수익비용가감	38	43	44	49
유형자산감가상각비	5	7	7	6
무형자산상각비	2	7	7	6
기타	31	29	30	37
영업활동으로인한자산및부채의변동	-15	-14	-6	-8
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-13	-14	-12	-16
재고자산 감소(증가)	3	-7	-9	-11
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1	1	1	2
법인세납부	-21	-37	-44	-50
투자활동으로 인한 현금흐름	-82	-36	-41	-52
유형자산처분(취득)	-4	-10	-2	-2
무형자산감소(증가)	-7	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-45	-26	-39	-50
기타투자활동	-26	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-17	-3	-17	-17
장단기금융부채의 증가(감소)	27	12	0	0
자본의 증가(감소)	82	0	0	0
배당금의 지급	-13	-17	-17	-17
기타재무활동	-113	2	0	0
현금의 증가	4	99	127	163
기초현금	18	23	122	249
기말현금	23	122	249	412

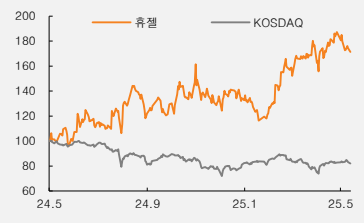
자료: 클래시스, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	31.4	28.1	21.8	17.1
P/CF (x)	22.7	21.7	17.7	14.2
P/B (x)	6.9	6.8	5.3	4.1
EV/EBITDA (x)	23.5	20.5	16.1	12.2
EPS (원)	1,517	2,132	2,747	3,502
CFPS (원)	2,098	2,767	3,392	4,214
BPS (원)	6,931	8,832	11,322	14,567
DPS (원)	257	257	257	257
배당성향 (%)	17.3	12.2	9.5	7.4
배당수익률 (%)	0.5	0.4	0.4	0.4
매출액증가율 (%)	34.9	40.1	23.8	24.5
EBITDA증가율 (%)	38.1	40.7	21.8	24.2
조정영업이익증가율 (%)	36.6	37.1	24.3	26.3
EPS증가율 (%)	32.4	40.5	28.9	27.5
매출채권 회전율 (회)	9.0	7.7	7.4	7.4
재고자산 회전율 (회)	9.8	10.1	10.1	10.1
매입채무 회전율 (회)	23.6	17.0	17.2	17.2
ROA (%)	19.8	20.3	21.1	21.6
ROE (%)	26.5	27.1	27.3	27.1
ROIC (%)	35.3	36.8	45.6	58.8
부채비율 (%)	34.4	30.8	26.5	23.0
유동비율 (%)	181.7	477.4	611.0	734.2
순차입금/자기자본 (%)	-14.9	-31.4	-47.1	-59.1
조정영업이익/금융비용 (x)	60.0	51.1	62.5	78.8

투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 480,000원
현재주가(25/5/19)	340,500원
상승여력	41.0%

영업이익(25F, 십억원)	202
Consensus 영업이익(25F, 십억원)	218
EPS 성장률(25F, %)	23.9
MKT EPS 성장률(25F, %)	25.1
P/E(25F, x)	25.0
MKT P/E(25F, x)	9.5
KOSDAQ	713.75
시가총액(십억원)	4,292
발행주식수(백만주)	12
유동주식비율(%)	42.9
외국인 보유비중(%)	53.6
베타(12M) 일간수익률	0.56
52주 최저가(원)	191,000
52주 최고가(원)	372,000
(%)	1M 6M 12M
절대주가	0.1 24.5 69.0
상대주가	0.7 19.7 102.4



[첨단의료기기/디지털헬스]

서미화

mihwa.seo@miraeasset.com

휴젤

국내, 해외 모두 좋아지는 실적

1Q25 매출액 898억원(+20.9% YoY), 영업이익 390억원(+62.6% YoY)

1Q25 매출액 898억원(+20.9% YoY), 영업이익 390억원(+54.5% YoY)으로 시장 기대치를 부합했다. 1Q25 미국향 특신 매출은 부재하였으나, 국내 인바운드 의료 시설 증가로 국내 특신 및 필터 매출이 모두 성장했다. 지급수수료 감소와 비용 효율화로 영업이익률은 43%(1Q24 32%)를 기록했다.

특신 수출 매출액은 213억원이다. 1) 중국 현지 수요 증가에 따른 선적 확대 및 2) 호주와 대만에서의 지속적 성장, 3) UAE 첫 선적으로 전년동기 대비 24.2% 증가했다. 국내 특신은 외국인 인바운드 고객 대상의 매출 증가로 전년동기 대비 13.5% 성장한 195억원을 기록했다.

필터 수출 매출액은 272억원을 기록했다. 아시아, 유럽, 북남미 시장 모두 필터 수출이 증가하며 전년동기 대비 18.8% 성장했다. 필터 국내 매출액은 72억원으로 전년동기 대비 13.4% 증가했다. 화장품 매출액은 전년동기 대비 38.9% 증가한 132억원을 기록했다. 웰라주가 미국 코스트코 온라인 물에 이어 캐나다 온오프라인 매장에도 입점했기 때문이다.

투자 의견 매수, 목표주가 48만원(기존 41만원)으로 상향

휴젤의 2025년 매출액은 4,330억원(+16.1% YoY), 영업이익 2,019억원(+21.5% YoY)으로 추정했다. 25F EPS를 13,613원(기존 11,528원)으로 상향함에 따라 목표 주가는 41만원에서 48만원으로 17% 상향했다. 멀티플은 기존과 동일한 P/E 30배를 적용했다. 현재 주가는 12개월 선행 EPS의 25배로 거래 중이다. 단기 주가 급등에 따른 부담은 있으나, 국내 에스테틱 peer 기업인 파마리서치와 클래식스 평균 28배 대비 낮은 멀티플을 받고 있어 주가 상승여력은 충분하다.

2025년 3월, 미국 레티보 판매가 시작되었으며, 중국 파트너사의 매출이 빠르게 증가하고 있다. 경기둔화에 따른 소비 심리 악화는 오히려 긍정적 요인이 될 수 있다. 고가의 제품 대비 중저가인 레티보를 선택하는 소비자의 비중이 늘어날 것으로 예상되기 때문이다. 이는 최근 실적 발표에서 확인할 수 있다. 애브비의 1Q25 특신 매출은 전년동기대비 12% 감소했으나, 에볼루스의 특신 매출은 전년동기 대비 16% 증가했다. 단기 주가 모멘텀은 미국향 레티보 선적이 될 것으로 보이며, 3월 미국 런칭으로 2분기 미국향 레티보의 추가 선적이 가능할 것으로 보인다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	320	373	433	509	598
영업이익 (십억원)	118	166	202	258	314
영업이익률 (%)	36.9	44.5	46.7	50.7	52.5
순이익 (십억원)	93	136	169	220	260
EPS (원)	7,517	10,985	13,613	17,883	21,147
ROE (%)	12.1	17.5	19.1	20.4	19.7
P/E (배)	19.9	25.5	25.0	19.0	16.1
P/B (배)	2.0	3.1	3.2	2.8	2.4
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 휴젤, 미래에셋증권 리서치센터

표 15. 1Q25P 실적 비교표

	1Q24	4Q24	1Q25		성장률	
			확정치	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	743	982	898	916	20.9	-8.5
영업이익	240	465	390	404	62.6	-16.2
영업이익률 (%)	32.2	47.3	43.4	44.1	34.5	-8.3
세전이익	294	353	411	428	39.7	16.4
순이익	208	400	298	294	43.3	-25.4

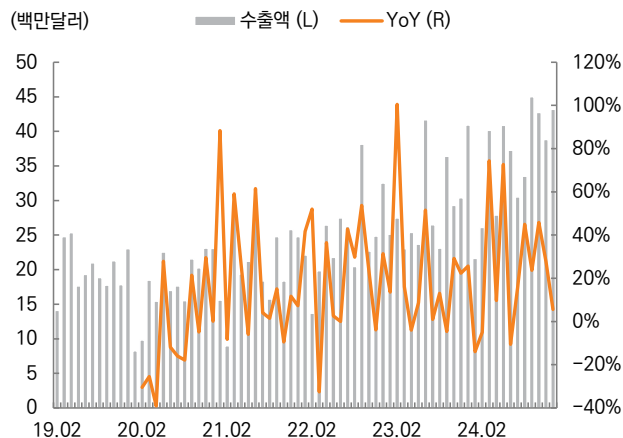
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 16. 휴젤 실적 추이 및 전망

	1Q25P	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025F	2026F	2027F
매출액	899	1,218	1,091	1,123	1,090	1,444	1,267	1,291	4,330	5,092	5,976
YoY	20.9%	27.7%	3.8%	14.4%	21.3%	18.6%	16.1%	15.0%	16.1%	17.6%	17.4%
보툴리눔독신	407	698	646	627	556	868	775	744	2,378	2,942	3,648
YoY	18.8%	36.8%	-0.1%	17.7%	36.5%	24.4%	19.8%	18.7%	17.0%	23.7%	24.0%
HA 필러	344	407	331	361	379	457	372	405	1,443	1,613	1,774
YoY	17.7%	11.5%	10.7%	13.1%	10.0%	12.2%	12.5%	12.2%	13.1%	11.7%	10.0%
화장품	132	99	97	121	139	104	102	127	449	471	485
YoY	38.9%	50.0%	8.0%	3.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	21.9%	5.0%	3.0%
영업이익	390	584	518	528	554	734	643	646	2,019	2,577	3,137
YoY	62.6%	37.6%	-3.0%	13.6%	42.2%	25.7%	24.2%	22.4%	21.5%	27.6%	21.8%
영업이익률	43.4%	47.9%	47.5%	47.0%	50.8%	50.8%	50.8%	50.0%	46.6%	50.6%	52.5%

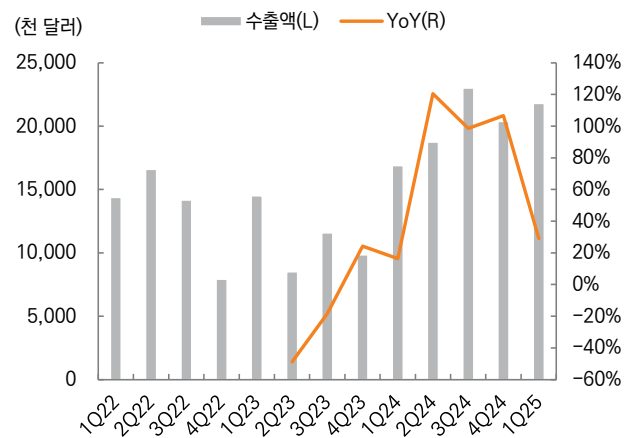
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 165. 독신 수출 데이터



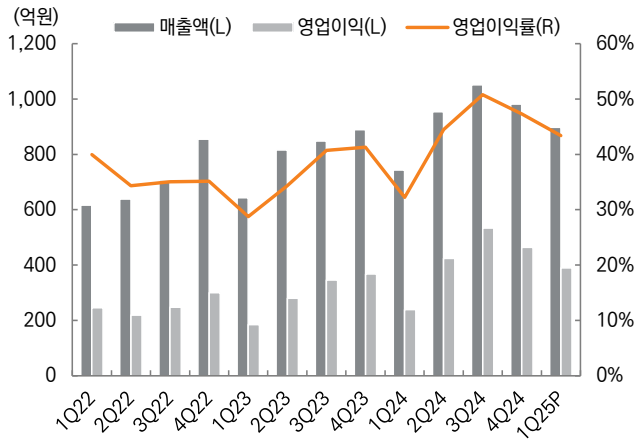
자료: Trass, 미래에셋증권 리서치센터

그림 166. 미국향 독신 수출 데이터



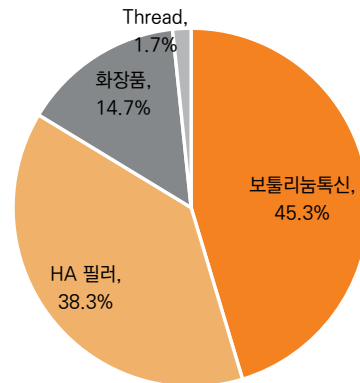
자료: Trass, 미래에셋증권 리서치센터

그림 167. 휴젤의 매출액 및 영업이익 추이



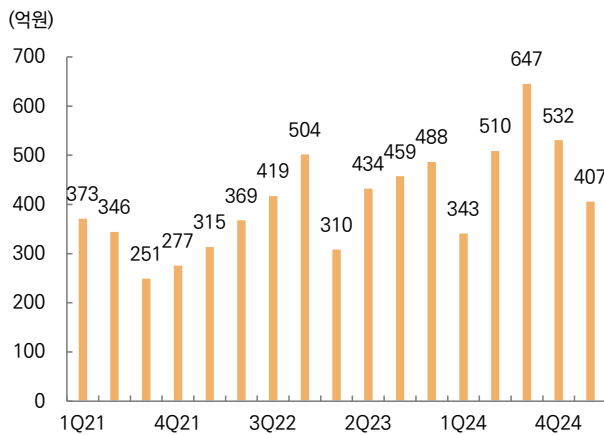
자료: 휴젤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 168. 휴젤의 매출 구성(1Q25 기준)



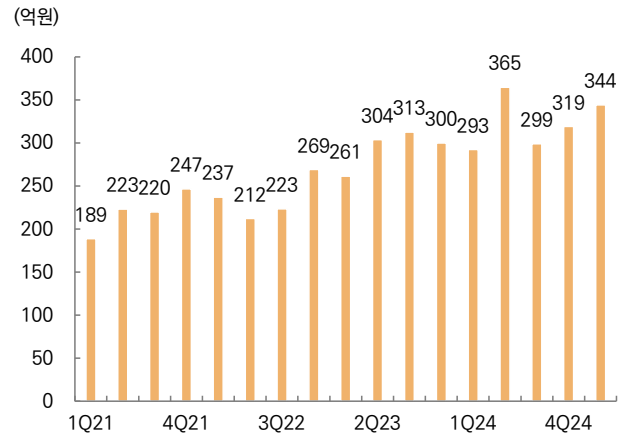
자료: 휴젤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 169. 독신 매출액 추이



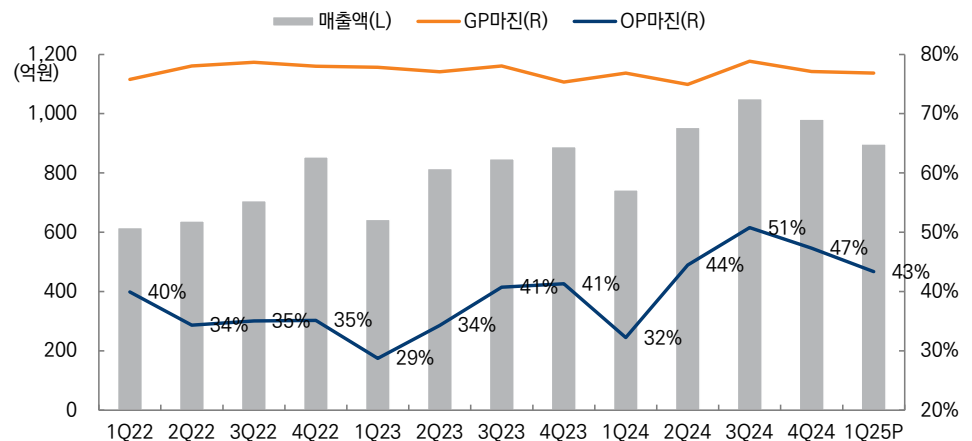
자료: 휴젤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 170. 필러 매출액 추이



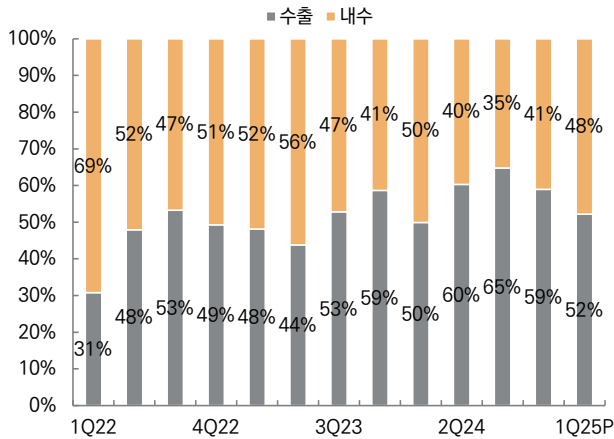
자료: 휴젤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 171. 휴젤의 분기별 마진률 추이



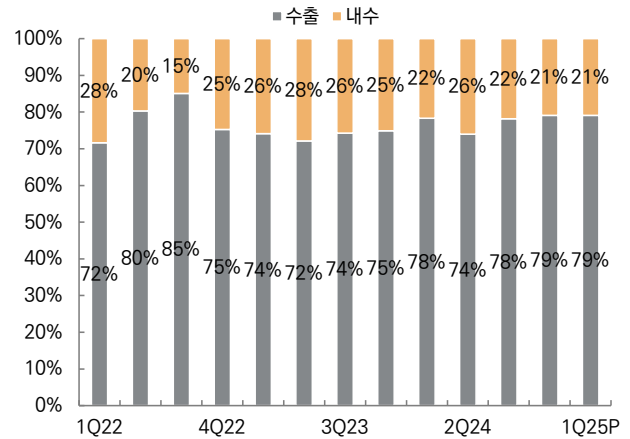
자료: 휴젤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 172. 독신의 수출 vs. 내수 매출 비중



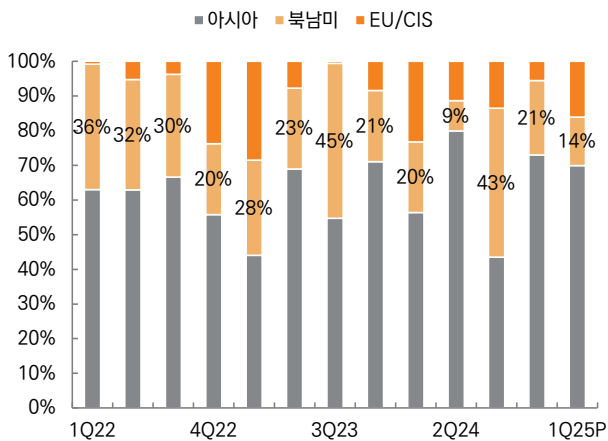
자료: 휴젤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 173. 필러의 수출 vs. 내수 매출 비중



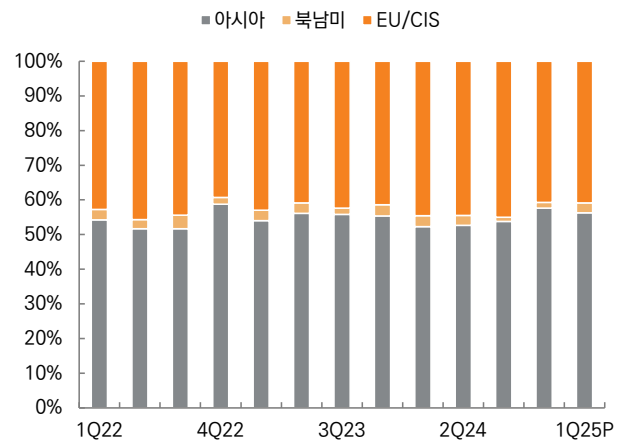
자료: 휴젤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 174. 독신의 지역별 수출 비중



자료: 휴젤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 175. 필러의 지역별 수출 비중



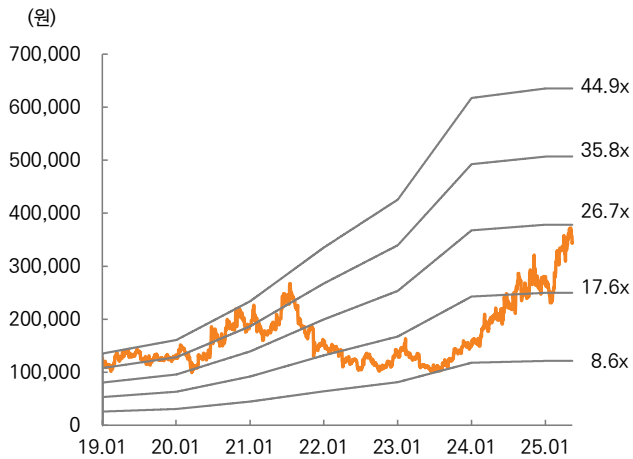
자료: 휴젤, 미래에셋증권 리서치센터

표 17. 휴젤 목표주가 산정

구분	내용	비고
P/E multiple	30	
예상 순이익(억원)	1,690	기존 1,455
주주가치(억원)	50,700	
유통주식수(천주)	10,627	
적정주가	477,103	
목표주가	480,000	

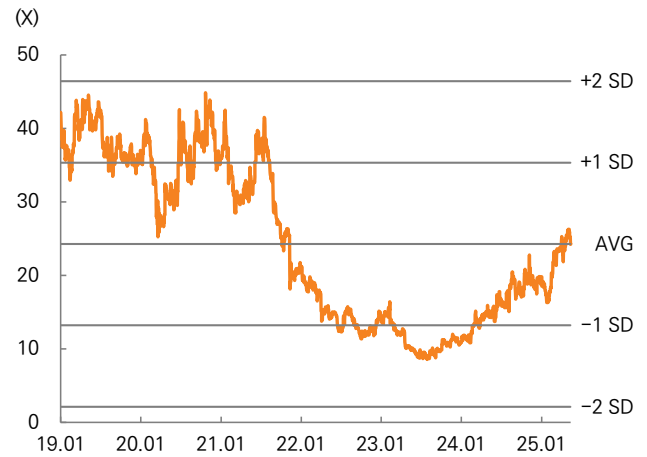
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 176. 12M Fwd P/E 밴드차트



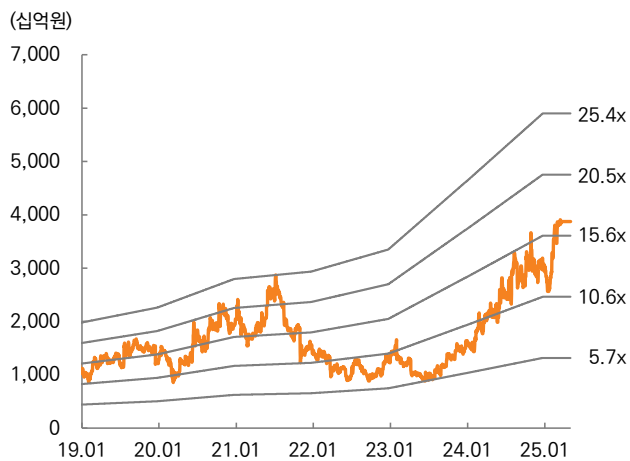
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 177. 12M Fwd P/E 추이



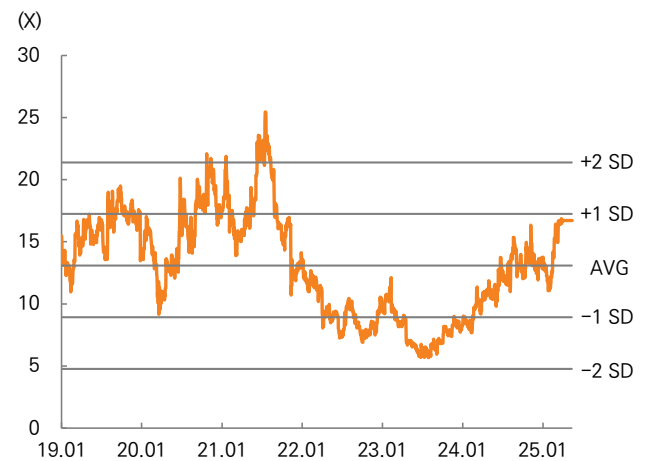
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 178. 12M Fwd EV/EBITDA 밴드차트



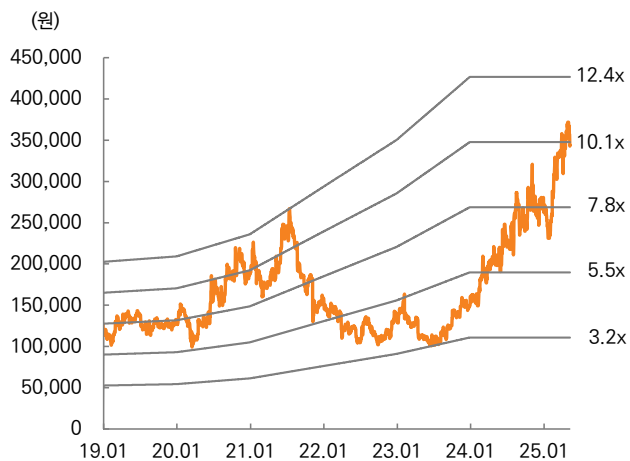
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 179. 12M Fwd EV/EBITDA 추이



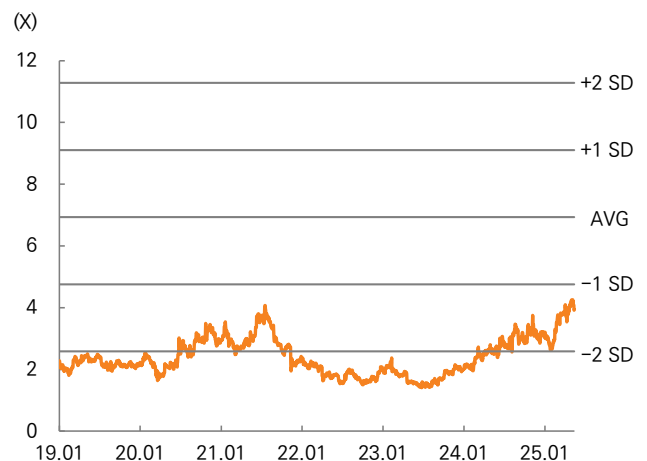
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 180. 12M Fwd P/S 밴드차트



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 181. 12M Fwd P/S 추이



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

휴젤 (145020)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	373	433	509	598
매출원가	86	100	119	143
매출총이익	287	333	390	455
판매비와관리비	121	131	132	140
조정영업이익	166	202	258	314
영업이익	166	202	258	314
비영업손익	-1	15	23	32
금융손익	14	17	24	32
관계기업등 투자손익	0	1	0	0
세전계속사업손익	165	217	281	346
계속사업법인세비용	22	42	53	76
계속사업이익	143	175	228	270
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	143	175	228	270
지배주주	136	169	220	260
비지배주주	7	6	8	9
총포괄이익	161	175	228	270
지배주주	153	171	222	263
비지배주주	7	5	6	7
EBITDA	181	212	267	322
FCF	137	179	230	268
EBITDA 마진율 (%)	48.5	49.0	52.5	53.8
영업이익률 (%)	44.5	46.7	50.7	52.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	36.5	39.0	43.2	43.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	523	711	957	1,247
현금 및 현금성자산	130	263	442	644
매출채권 및 기타채권	50	57	66	77
재고자산	43	49	56	66
기타유동자산	300	342	393	460
비유동자산	417	409	402	396
관계기업투자등	5	6	7	8
유형자산	151	143	137	130
무형자산	196	194	192	190
자산총계	939	1,120	1,359	1,643
유동부채	61	70	80	94
매입채무 및 기타채무	13	15	17	20
단기금융부채	5	6	7	8
기타유동부채	43	49	56	66
비유동부채	38	38	38	39
장기금융부채	35	35	35	35
기타비유동부채	3	3	3	4
부채총계	99	108	119	133
지배주주지분	804	969	1,189	1,450
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	394	394	394	394
이익잉여금	1,071	1,240	1,460	1,720
비지배주주지분	37	43	51	60
자본총계	841	1,012	1,240	1,510

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	149	179	230	268
당기순이익	143	175	228	270
비현금수익비용가감	48	35	39	52
유형자산감가상각비	10	8	7	6
무형자산상각비	5	2	2	2
기타	33	25	30	44
영업활동으로인한자산및부채의변동	-19	-6	-7	-9
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-2	-7	-8	-11
재고자산 감소(증가)	-9	-6	-7	-10
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	1	1	1
법인세납부	-39	-42	-53	-76
투자활동으로 인한 현금흐름	42	-42	-50	-67
유형자산처분(취득)	-12	0	0	0
무형자산감소(증가)	-21	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	82	-42	-50	-67
기타투자활동	-7	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-172	1	1	1
장단기금융부채의 증가(감소)	-53	1	1	1
자본의 증가(감소)	67	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-186	0	0	0
현금의 증가	24	133	179	201
기초현금	106	130	263	442
기말현금	130	263	442	644

자료: 휴젤, 미래에셋증권 리서치센터

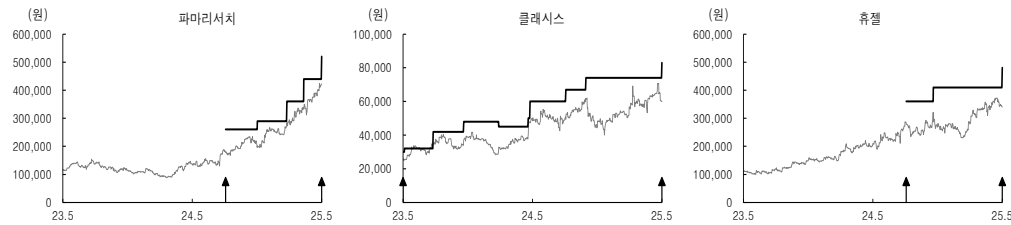
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	25.5	25.0	19.0	16.1
P/CF (x)	18.1	20.1	15.7	13.0
P/B (x)	3.1	3.2	2.8	2.4
EV/EBITDA (x)	17.6	17.9	13.4	10.3
EPS (원)	10,985	13,613	17,883	21,147
CFPS (원)	15,478	16,910	21,662	26,161
BPS (원)	89,876	105,503	123,385	144,532
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	16.7	16.1	17.6	17.4
EBITDA증가율 (%)	37.7	16.7	26.0	20.8
조정영업이익증가율 (%)	41.1	21.5	27.6	21.8
EPS증가율 (%)	46.1	23.9	31.4	18.3
매출채권 회전율 (회)	8.1	8.4	8.6	8.6
재고자산 회전율 (회)	9.7	9.5	9.7	9.8
매입채무 회전율 (회)	23.5	21.6	22.3	23.1
ROA (%)	15.3	17.0	18.4	18.0
ROE (%)	17.5	19.1	20.4	19.7
ROIC (%)	38.5	41.5	53.5	62.6
부채비율 (%)	11.7	10.6	9.6	8.8
유동비율 (%)	856.1	1,018.8	1,191.8	1,322.8
순차입금/자기자본 (%)	-44.9	-55.0	-63.2	-69.5
조정영업이익/금융비용 (x)	141.1	6,271.1	7,738.7	9,183.6

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
파마리서치 (214450)					2024.05.08	매수	50,000	-4.00	-3.00
2025.05.20	매수	520,000	-	-	2024.02.15	매수	45,000	-21.32	-12.22
2025.03.31	매수	440,000	-15.71	-3.75	2023.11.08	매수	48,000	-25.02	-13.13
2025.02.11	매수	360,000	-14.25	-6.25	2023.08.14	매수	42,000	-15.72	-3.57
2024.11.20	매수	290,000	-16.78	-5.69	2023.05.25	매수	32,000	-3.67	9.06
2024.08.22	매수	260,000	-21.19	-9.42	2023.05.11	매수	30,000	-15.56	-12.00
클래스스 (214150)					휴젤 (145020)				
2025.05.20	매수	83,000	-	-	2025.05.20	매수	480,000	-	-
2024.10.18	매수	74,000	-26.11	-4.46	2024.11.07	매수	410,000	-27.16	-9.27
2024.08.22	매수	67,000	-17.88	-7.76	2024.08.22	매수	360,000	-26.58	-10.83
2024.05.13	매수	60,000	-17.30	-7.83					

* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자 의견 분류 및 적용 기준

기업		산업
매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자 의견 분류 기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.98%	6.63%	8.84%	0.55%

* 2025년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.