

첨단의료기기/디지털헬스 (비중확대/유지)

디지털헬스 백과사전④  
**Anti-Aging의 미래**



## CONTENTS

<b>Anti-Aging의 대중화의 길목에서</b>	<b>3</b>
<b>Anti-Aging 시장 백과사전</b>	<b>5</b>
부상하는 Anti-Aging 산업	5
에너지기반 미용 기기	7
주사요법	24
피부미용 시장에서 우리나라가 잘 할 수 밖에 없는 이유	31
M&A 케이스 스터디: 어떤 특징이 기업가치를 높일 수 있을까?	32
<b>국가별 시장의 이해</b>	<b>34</b>
국내 시장	34
미국 시장	46
중국 시장	58
일본 시장	66
브라질 시장	69
태국 시장	72
<b>피부과의 미래</b>	<b>74</b>
초개인화 미용기기와 AI	74
비만치료제와 안티에이징	78
홈뷰티는 대체재인가 새로운 시장인가?	80
<b>투자전략 및 Appendix</b>	<b>85</b>
투자전략	85
Appendix. 특허 소송	87
<b>Global Company Analysis</b>	<b>88</b>
클래시스	89
파마리서치	106
휴젤	121

## Anti-Aging의 대중화의 길목에서

루트로닉, 클래시스, 제이시스메디칼. 2021년 이후 벌써 3개의 미용 의료기기 기업이 사모펀드에 의해 인수되었다. 한 섹터에서 몇 년만에 이렇게 많은 거래가 일어나는 것은 매우 이례적인 일이다. 이외에도 많은 피부 미용기기 업체들에게 사모펀드들이 러브콜을 보내고 있다는 뉴스가 심심치 않게 들려온다. 도대체 왜 국내외 사모펀드들이 피부 미용기기에 관심을 가지는 것일까?

여러가지 이유가 있겠지만 피부 미용기기 산업이 성장성과 수익성을 동시에 갖추고 있기 때문이다. Anti-Aging 트렌드와 기술의 발전으로 다양한 제품과 솔루션이 등장하면서 피부 미용기기 산업은 빠르게 성장하고 있다. 각종 시장조사기관에 따르면 22년 165억 달러인 피부미용기기 관련 산업은 매년 11% 성장하며 2030년에는 372억달러에 이를 것으로 추정된다.

피부 미용기기는 높은 성장성을 갖추었을 뿐 아니라 의료기기 영역에서 상대적으로 적은 연구개발비를 들여 영업 레버리지 효과를 빠르게 발생시킬 수 있어 수익성 역시 크다. 대부분 비급여 형태로 사용되기 때문에 보험 보장 협의 단계를 생략하여 시장진입이 상대적으로 빠르고, 소모품 판매 중심의 비즈니스 모델을 구축할 수 있기 때문이다.

본격적으로 피부 미용기기 산업에 거대 자본이 투입되고 있는 만큼 이는 피부 미용기기 산업의 변화 속도를 더 빠르게 만들 것이다. 실제로 사모펀드인 한앤컴퍼니는 루트로닉을 인수한지 7개월만에 사이노슈어라는 기업을 루트로닉과 합병하는 볼트온 전략을 수행하며 속도전을 예고하기도 했다.

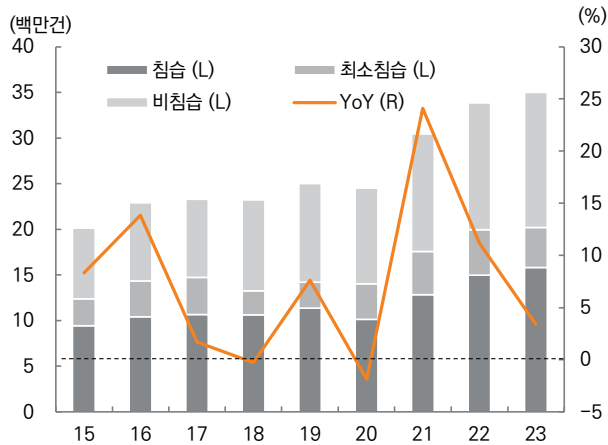
미래의 안티에이징 산업은 어떻게 변화할까? 우리는 슈링크를 블록버스터로 성공시킨 데 이어 최근 이루다와 합병 계약을 체결하고 본격적으로 Total Solution 기업으로 변화하고자 하는 클래시스와의 대담을 통해서 안티에이징 산업의 미래에 대해서 가늠해보고자 한다.

표 1. 피부미용 관련 의료기기 정리

	보툴리눔 독신 & 필러	에너지기반 미용기기	스킨부스터
기전	- 보툴리눔 독신: 화학적으로 근육을 마비 - 필러: 진피층에 투입되어 물리적으로 채움	다양한 에너지원으로 피부조직 일부를 사멸시켜 피부의 생리활성과 세포기능을 촉진	피부재생을 촉진하는 다양한 유효성분을 피부에 도포하거나 주입하여 피부상태 개선을 촉진
속도	가장 즉각적인 효과를 볼 수 있으며, 유지기간은 3~6개월 이내	1~2개월에 걸쳐 서서히 리프팅 효과가 극대화되며, 유지기간은 6개월~12개월	1주일~한 달 이내로 효과가 나타나며, 유지기간은 1회 기준 1~2개월, 3회 기준 6개월 이상
시술가격	국산 독신: 5만원/50유닛, 수입 독신: 10만원/50유닛, 국산 필러: 20만원/cc, 수입 필러: 30만원/cc	국산 장비: 1회에 15~40만원 선, 수입 장비: 1회에 80~100만원 선. (단, 병원은 이를 위해 3천만원~1억원 사이의 미용기기를 구매해야 함)	20만원/2cc 수준

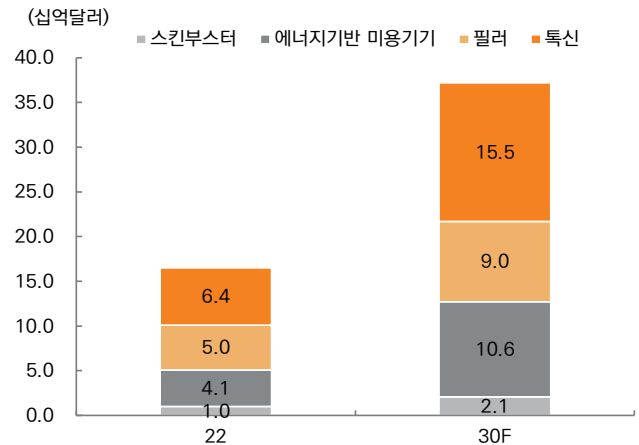
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 꾸준히 성장 중인 미용시장



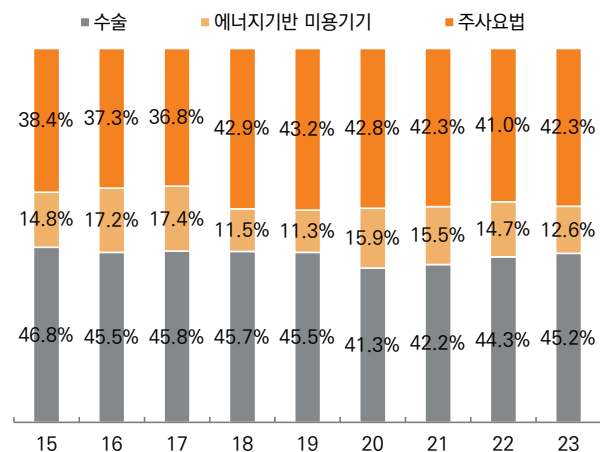
자료: ISAPS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 피부미용 관련 시장 규모 및 전망



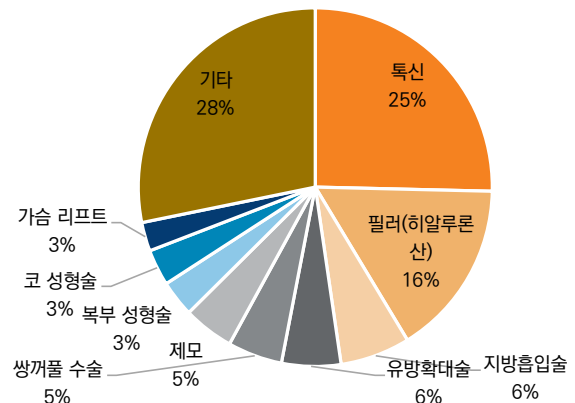
자료: GMI, Grand View Research, Fortune Business Insight, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 미용 관련 수술/시술 비중 추이



자료: ISAPS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 미용 시술 및 수술의 전체 비중 (2023년 기준)



자료: ISAPS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 자외선이 노화에 미치는 영향



자료: NEJM, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 피부 미용을 위한 다양한 의료기기의 등장



자료: skininc.com, 미래에셋증권 리서치센터

## Anti-Aging 시장 백과사전

### 부상하는 Anti-Aging 산업

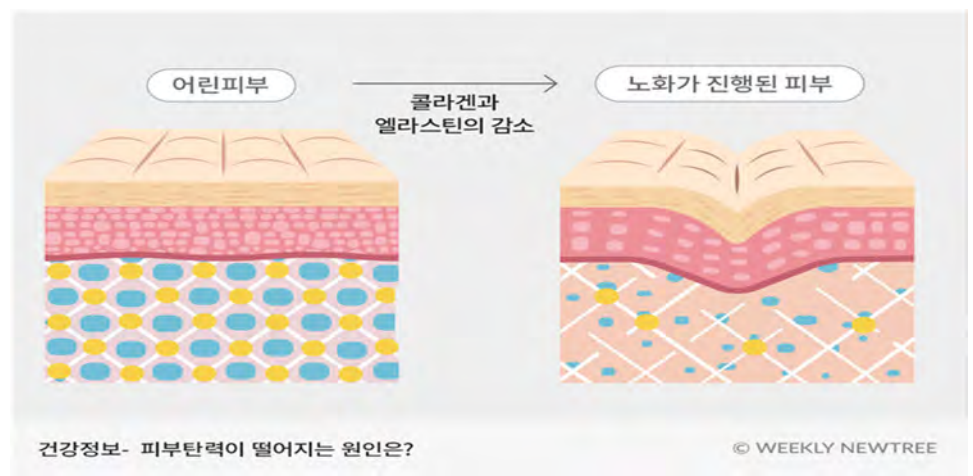
인간은 사회활동을 하며 크고 작은 집단과 조직 안에서 함께 살아간다. 이로 인해 **“피부의 심미적 기능”은 외부 충격과 이물질을 방어하고, 체온을 조절하는 피부 고유의 생리학적 기능만큼이나 중요하다.** 그 중에서도 얼굴피부는 자신과 타인의 노화를 가장 직접적으로 나타내는 신체부위라는 점에서 피부의 심미적 기능을 대표한다.

그런데 사람은 나이를 먹어갈수록 세월에 따른 자연스러운 생리적 노화와 외부요인(스트레스, 자외선, 흡연 등)으로 인해 피부를 구성하는 조직에 변화가 생긴다. 피부세포가 줄고 피부 두께가 얇아지며, 세포외기질의 구성성분에 변화가 생기게 되는 것이다. 이 과정에서 피부의 생리학적 기능과 함께 심미적 기능도 약화된다.

노화가 진행되면 통상 28일의 주기를 갖는 피부재생이 둔화하기 시작하면서, 표피를 구성하는 각질형성 세포에서 케라틴 합성이 감소하며 각질층의 수분결핍 현상이 심화된다. 색소 침착이 국소적으로 혹은 광범위하게 발생하기도 한다. 또한, 진피에서는 피부 구조를 지탱하는 콜라겐과 탄력섬유가 경화하고 불용성을 띠게 된다. 콜라겐 합성도 원활하게 일어나지 않게 되며 세포와 섬유질 사이를 채우는 물질도 줄어든다. 이로 인해 피부 탄력성이 떨어지고 피부가 처지며 주름이 생긴다.

한 해 한 해 나이를 먹어갈수록 늘어나는 주름과 처진 피부를 볼수록 대부분 사람들은 더 젊고 건강하게 보이고 싶어하는 욕구가 커지게 된다. **피부미용 관련 산업은 아직까지 근본적으로 노화를 막거나 되돌리지는 못하지만, 얼굴 피부의 노화를 지연시키거나 완화시킬 수 있다는 점에서 큰 관심을 받고 있다.**

그림 7. 피부의 구조와 노화의 진행



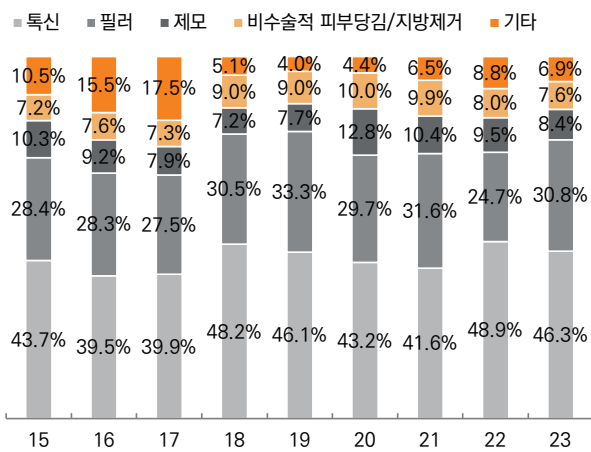
자료: 뉴트리물, 미래에셋증권 리서치센터



피부미용 시술은 크게 수술적 요법과 비수술적 요법으로 구분할 수 있다. ISAPS(세계성형 학회)에서 집계하는 통계에 의하면 전세계 비수술적 미용 시술은 지난 5년간 연평균 8.7% 성장하여 2023년에는 1,918만 건이 시행되었다. 대표적인 비수술적 요법으로 독신/필러와 같은 주사방식과 레이저를 활용한 제모 및 피부회춘술, 그리고 초음파/고주파/냉동에너지 를 활용한 피부당김술/지방제거술이 있다.

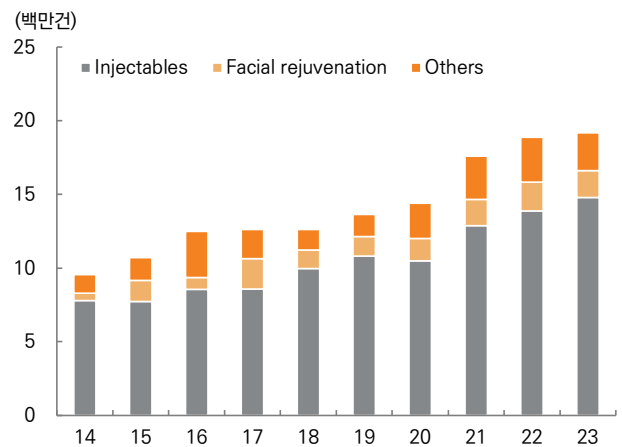
이번 보고서는 전세계에서 유일하게 매년 발표하는 피부미용 시술 통계자료인 ISAPS의 연 간 글로벌 피부미용 시술 통계를 활용하였다. 특정 국가에 대한 유의미한 데이터를 확보한 경우가 아니라면, ISAPS에서 발표하는 데이터를 토대로 분석하였다. 다만, ISAPS 통계는 중국, 한국, 일본 등 주요 미용관련 국가들이 빠진 전세계 23개국을 대상으로 한 통계이며, 설문방식이라는 점에서 실제보다 작은 수치로 조사된 자료라는 한계가 있다.

그림 8. 비수술적 미용시술 비중 추이



자료: ISAPS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 비수술적 미용시술 추이



자료: ISAPS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 독신 시장 1위인 보톡스 시술



자료: allure, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 마이크로 니들 고주파 시술



자료: Cronin dermatology, 미래에셋증권 리서치센터

## 에너지기반 미용 기기

대표적인 피부미용 관련 의료기기가 바로 에너지 기반 미용기기, 즉 EBD(Energy Based Device)다. 에너지 기반 미용기기는 각종 에너지(레이저, 초음파, 고주파 등)를 활용해 생리적인 노화와 환경요인으로 인해 감퇴된 피부의 생리활성과 세포기능을 자극/촉진시켜 피부의 탄력을 증진시키고, 각화 주기를 촉진하여 세포재생을 촉진함으로써 주름을 억제 및 완화시킬 수 있다.

**에너지기반 미용기기는 원하는 시술효과를 발현하기 위해 에너지원의 특징을 고려하여 피부침투 깊이를 설정한다.** 레이저나 IPL은 표피에 작용하도록 출력량을 조절하여 박피/색소/제모/광회춘 치료에 사용한다. 진피층/SMAS에 도달 가능한 고주파와 초음파는 콜라겐 섬유와 엘라스틴 섬유를 재구성하여 체형관리나 피부 당김 등의 시술에 활용된다.

가장 먼저 상용화/대중화된 에너지는 레이저와 IPL 기술로 박피/색소/제모/광회춘 치료 등에 사용된다. 이때 시장을 주도했던 업체가 3C1L로 불리는 Cynosure, Cutera, Candela, Lumenis였다. 레이저나 IPL은 피부과의 가장 기본적인 장비로 가장 빨리 피부 미용에 활용된 장비다보니 선도기업들의 브랜드 및 노하우로 인한 진입장벽이 높은 편이다. 레이저 미용기기는 여전히 피부과의 가장 기본적인 장비로 활용되며, 세계적으로 연 4천만건의 시술이 진행되는 것으로 알려져 있다.

2000년대 초중반 이후 Solta Medical의 Thermage를 필두로 고주파/초음파/냉동에너지 등 레이저보다 더 피부 깊이 도달가능한 에너지가 시장에 속속 등장하기 시작했다. 저온 지방감소 기기를 개발한 Zeltiq와 고주파를 통한 피부당김 장비를 개발한 Solta Medical, 초음파 피부 리프팅 장비를 개발한 Ulthera는 높은 성장성을 누림과 동시에 여전히 프리미엄 브랜드로 널리 사용되고 있다.

표 2. 에너지 기반 미용기기 매출 현황

(백만달러)

기업명	2019	2020	2021	2022	2023
Syneron Candela	390	322	450(추정)	473(추정)	496(추정)
Inmode	156	206	358	454	492
Zeltiq(Abbvie)	367	289	405(추정)	425(추정)	446(추정)
Beauty Health	167	119	260	366	398
Sisram Medical	174	162	294	355	359
Cynosure	301	325(추정)	335(추정)	347(추정)	357(추정)
Solta Medical	194	253	308	300	347
Cutera	182	148	231	252	212
루트로닉	99	98	152	205	207
Airsculpt	41	63	133	169	196
Ulthera	150(추정)	158(추정)	166(추정)	174(추정)	183(추정)
클래시스	70	65	88	110	138
Lumenis	101(추정)	106(추정)	112(추정)	117(추정)	123(추정)
제이시스메디칼	32	43	71	91	110

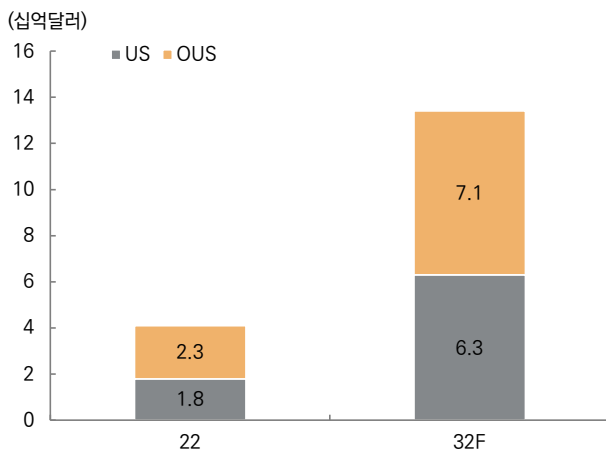
자료: 미래에셋증권 리서치센터

시장조사기관인 GMI에 따르면 에너지 기반 미용기기의 시장규모는 2022년 41억 달러이며, **연평균 13% 성장하여 2032년에는 134억 달러까지 성장할 것으로 예상된다.** 에너지 기반 미용기기 산업이 성장하는 요인은 크게 3가지로 넓어진 소비층, 주기적 시술수요, 복합시술이 꼽힌다.

① **넓어진 소비층:** 기존 피부미용 시장은 40대 이상의 고소득 여성이 주요 목표 시장이었다. 그러나 **최근 20대 여성과 남성층이 유입되면서 시장이 커지고 있다.** 아름다움에 대한 가치가 전세계적으로 중요하게 부상하고 있는 상황에서 시술 후 일상복귀까지의 시간(Down Time)과 비용 및 신체에 미치는 부담 등을 고려할 때 과거에 비해 비수술적 요법이라는 매력적인 대안이 있다는 것이 시장확대에 중요한 역할을 하고 있는 것이다. 실제로 최근 몇년간 에너지기반 미용기기 기업들의 광고모델을 살펴보면 남성과 20대에게 어필할 수 있는 여성이 발탁되는 경우가 눈에 띄게 늘었다.

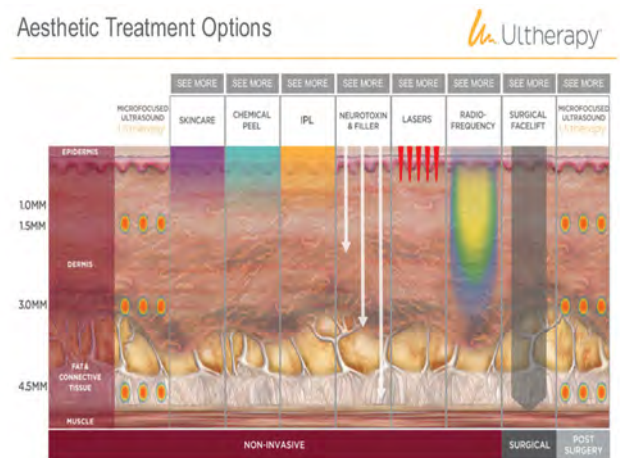
이 과정에서 **고객 수 증가로 시장이 커짐과 동시에 세그먼트화가 진행되었다.** 고객들의 소득 및 소비 수준이 다양해지면서 Entry 시장이 형성된 것이다. 우리나라 기업들은 글로벌 Entry 시장에서 경쟁력을 발휘하고 있다. 이것이 국내 기업들의 에너지기반 미용기기 수출액이 팬데믹 이후 크게 증가할 수 있었던 가장 큰 이유다.

그림 12. 에너지 기반 미용기기 시장 전망



자료: GMI, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 주요 에너지원의 특성과 도달 가능한 피부 층



자료: Merz, theskinhousebeauty.com, 미래에셋증권 리서치센터



그림 14. 초음파를 활용한 미용기기의 시술품격 하락 추이

그림 15. 에너지기반 미용기기의 수출 추이

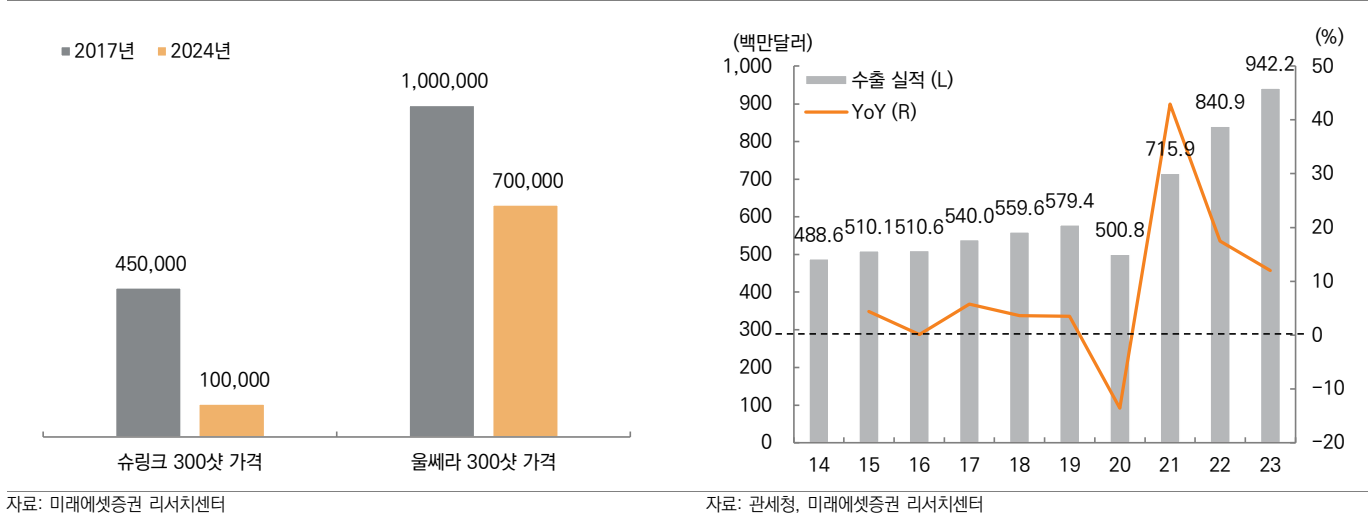


표 3. 에너지기반 미용기기 기업의 광고모델의 역사

계약 년도	모델	출생년도	당시 나이	기업명	계약년도	모델	출생년도	당시 나이	기업명
2016	야노 시호	1976	40	올세라	2022	이민호	1987	35	올세라
2017	박지윤	1979	38	파마리서치	2023	명세빈	1975	48	텐텍
2019	수애	1979	40	파마리서치	2023	이영애	1971	52	제이시스메디칼
2020	이민정	1982	38	올세라	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	올세라	2024	설인아	1996	28	알마
2022	김하늘	1978	44	올세라	2024	김수현	1988	36	클래시스

주: 빨간 테두리는 20대 목표 여성 모델, 파란 테두리는 남성 모델  
 자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

② **주기적 시술 수요**: 보통 에너지기반 미용기기의 시술 효과는 3~6개월간 지속되기 때문에 시술 효과를 이어 나가기 위해서는 주기적인 시술이 필요하다. 특히 피부 리프팅이나 타이 트닝 시술이 유행하면서, 관련 기업들이 고주파나 초음파 장비에 몇 회 시술 후 틱이나 카 트리지 같은 소모품을 교체해야 하는 비즈니스 모델을 도입했다.

과거 레이저나 IPL처럼 소모품이 없는 장비가 대세일 때는 시술수요가 증가해도 장비에 대한 신규 혹은 교체 수요가 발생해야만 에너지 기반 미용기기 회사도 이득을 볼 수 있었다. **현재는 소모품 비즈니스 모델이 확산되면서 시술 수요가 증가할수록 에너지 기반 미용기기 회사도 함께 성장하는 구조로 변화되고 있다.** 특히 소모품은 원가구조상 마진(GPM 70~90%)이 높기 때문에 소모품 매출이 증가할수록 이익률이 향상되는 효과를 동반한다.

③ **복합 시술**: 다양한 신제품과 기존 기기간의 복합시술이 유행하고 있다. 특신과 필러, 초음파와 고주파, 스킨부스터와 고주파 시술 등 **여러가지 시술을 한 번에 받음으로써 임상적 효과를 높일 수 있고, 객단가가 높아지게 된다.**

그림 16. 소모품 사업모델



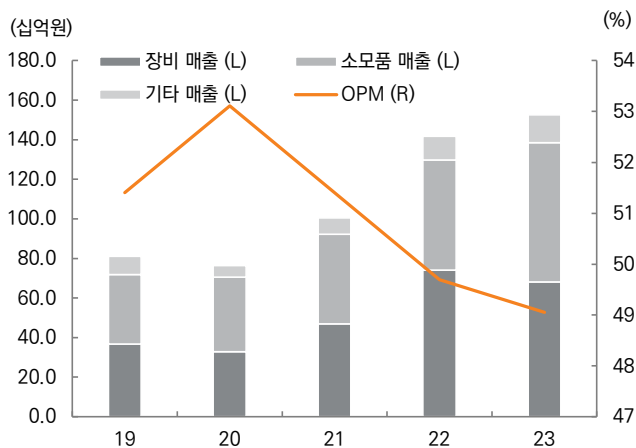
자료: 클래스시스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. 복합시술 사례



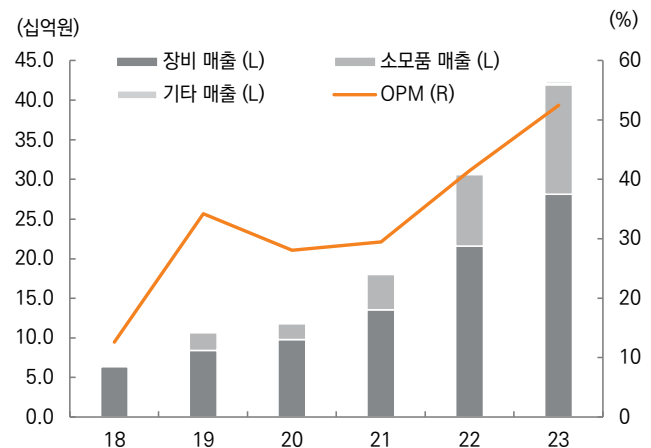
자료: 클래스시스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 클래스시스 매출 및 영업이익률 추이



자료: 클래스시스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. 비올 매출 및 영업이익률 추이



자료: 비올, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 에너지기반 미용기기 정리

에너지원	제조사	브랜드	주요 특징
초음파	알마	악센트 프라임	고주파와 초음파 범용장비
	멀츠	울쎠라	의사가 깊이를 보며 시술 가능
	제이시스 메디칼	리니어지	점, 선 형태의 카트리지
	클래시스	슈링크	2가지 핸드피스 사용, 굴곡진 부위 활용 가능. 슈링크는 Normal 모드만 가능
	클래시스	슈링크 유니버스	피크파워가 높아 시술 시 주변조직 열 자극 줄임. Normal 모드 외 MP 모드 추가됨. 슈링크보다 에너지 조사 속도가 빨라져서 시술 속도가 빨라짐. 7종의 카트리지로 맞춤형 리프팅 가능
고주파 (마이크로니들)	칸델라 시네론	프로파운드	마이크로 니들, 실시간 피부 온도 감지로 열손상 조절
	루트로닉	Genius	High Torque motor를 이용한 정확한 침투 깊이 제어, 마이크로 니들의 치료 깊이를 조절해 3차원적으로 치료하는 기술 미국 특허 획득
	제이시스 메디칼	포텐자	14종 니들, 다양한 스킨부스터와 병행 가능
	이루다	시크릿RF	MTS 시술과 RF 시술의 장점 결합
	비올	실뎀엑스	최초 Dual Wave 니들 고주파 장비
고주파 (모노폴라)	알마	악센트 프라임	고주파와 초음파 범용, 3단계 깊이 조절, 아이스컨택 쿨링
	솔타메디칼	써마지	독보적인 쿨링 시스템 가지고 있음(해자 깊음)
	클래시스	볼뉴머	히든엣지 디자인, 핸드피스 틸팅처리로 굴곡 밀착 시술 가능, 수냉 방식
	원텍	올리지오	3세대 써마지 대비 가성비 우수
	원텍	올리지오 X	선택적 시술 가능. G모드는 빠른 시술 효과, X모드는 오랜 지속시간. 각각 기존 올리지오 25%, 50% 향상된 에너지 전달. 바디 팁 추가
	제이시스메디칼	덴서티	임피던스 체크와 피부 온도 측정할 수 있는 성능 새롭게 포함, 냉각가스로 팁 온도 낮추는 쿨링 기능 탑재
	큐테라	트루스컬프	쿨링이나 마취 필요 없음, 실시간 온도 확인 가능
레이저 (제모)	루트로닉	Clarity II	한 개 카트리지에 여러 빔사이즈 있어 빠른 시술 가능, 온도 실시간 체크 기능으로 화상 위험 감소, 쿨링 냉각 가스 액체 방식
	칸델라 시네론	젠틀맥스	DCD 냉각 시스템으로 피부 보호, 쿨링 냉각 가스 액체방식
	사이노슈어	아포지	Air 냉각 방식
레이저 (색소제거)	루트로닉	할리우드 스펙트라	4회까지 에너지 빔이 나뉘져 피부 표면 자극이 덜함
	루트로닉	스펙트라(XT)	595nm 파장대, 660nm 파장대 추가, 각각 헤모글로빈, 멜라닌 선택적 흡수 높음
	루트로닉	Ultra LaseMD	색소, 기미, 흉터 제거
	사이노슈어	레블라이트	이중 펄스 활용으로 일반 레이저 대비 출력 좋음
	알마	알마Q	핸드피스 고유 깊이 제어 기능으로 안정성 향상 및 피부 손상 최소화
	포토나	QX max	OPTOflex® 다관절 arm을 통해서 에너지 손실 최소화하며 nano second의 Q-switch 레이저 전달
	이루다	Reepot	AutoDerm(타겟 레이저 기술), CPTL(과냉각 제어 기술) 확보, 냉각제어기술에 수반되는 팁 있음
	원텍	라비앙	피부 미백, 재생, 잡티제거, 모공축소. 톨륨(1927nm) 광섬유 레이저 장비
레이저 (혈관제거)	칸델라 시네론	브이빔	동적 냉각 장치 장착으로 표피 열 손상으로부터 보호, 통증 억제
	큐테라	엑셀 브이	2mm에서 12mm 조절할 수 있어 다양한 피부 컨디션 소화 가능
	루트로닉	Derma V	실시간 피부 온도 감지 및 냉각기술로 통증 완화, 인텔리 펄스 기술 활용해 다양한 폭의 시술 가능
냉동 에너지	젤틱	쿨스컬핑	냉기로 피하지방층 감소. 피부, 혈관에 영향 최소화. 적용 부위의 피부 온도가 너무 낮아지면 센서가 이를 감지하여 작동 멈춤

자료: 미래에셋증권 리서치센터

## Q. 미용 의료기기 시장의 특징은 무엇이라고 생각하시는지?

**클래시스:** 우리가 사업을 영위하는 것은 미용 의료기기 시장의 한 분야인 에너지기반 미용 기기다. 이 시장의 특징은 크게 4가지로 꼽고 싶다.

- ① **보험시장이 아니라 비급여 시장**이다. 의료기기라는 점에서 당연히 규제가 중요하지만, 비급여 시장인 만큼 다양한 선택적 의료 서비스를 제공할 수 있다. 특히 미용 의료시장은 웰에이징 트렌드에 따른 개인의 욕구에 따라 이용 여부가 결정된다는 점에서 의료서비스 종류와 금액의 제약이 다른 의료기기보다 상대적으로 덜하다. 이러한 수요로 인해 폭발적인 성장이 가능한 매력적인 시장이라고 본다.
- ② **B2B와 B2C 마케팅을 모두 제공해야 하는 시장**이다. 실 사용자인 의료진이 판단할 수 있는 과학적인 근거를 바탕으로 한 B2B 마케팅과 더불어 시술을 받는 고객에 대한 B2C 마케팅이 매우 중요하다. 특히 아시아권에서는 우리나라 스타 마케팅의 활용도가 높다.
- ③ **트렌드에 굉장히 민감한 영역**이다. 최근 시장의 트렌드는 명확하다. 자연스럽고 건강한 아름다움을 추구하면서 아프지 않으면서 아름다워지고 싶어 하는 것이다.
- ④ **우리나라 피부 미용시장의 우월성**이다. 국내 미용 의료시장은 전 세계 어느 나라보다 미용 의료진의 전문성과 소비자들의 이해수준이 매우 높다. 우리나라에서 성공하는 제품이나 서비스는 글로벌 시장에서 성공할 가능성이 매우 높다.

## Q. 미용 의료기기 시장의 소모품 비즈니스 모델?

**클래시스:** 의료기기 산업에서는 크게 3가지 비즈니스 모델이 존재한다.

- ① **하드웨어 판매 모델:** 의료기기 판매 후 사후관리와 비반복적 소모품을 판매한다.
- ② **렌탈 모델:** 장비를 임대나 리스로 판매 후 여러 종류의 시약이나 소모품을 반복 판매한다. 주로 체외진단 사업에서 활용된다.
- ③ **반복적 소모품 모델:** 반복적으로 판매되는 소모품을 필요로 하는 플랫폼을 판매한 후 지속적으로 소모품 판매가 일어나는 모델이다. 기존 소모품 외에 적응증 확대를 통해 소모품 종류를 확장할 수 있다.

기존 에너지기반 미용기기의 사업모델은 주로 1번 하드웨어 판매 모델이 많았다. 이로 인해 지속적인 신제품 출시가 중요했고, 미래 매출을 예측하기 어려웠다.

우리는 3번인 반복적 소모품 모델을 도입했다. 우리는 하드웨어 판매주기에 크게 구애받지 않고, 일정기간 미래의 반복매출이 담보될 수 있다. 이후 신제품이 출시되면 신규 거래처뿐 아니라 기존거래처에서 교체수요가 발생하면서 소모품 종류가 확대되거나, 더 개선된 이익을 실현이 가능하다.

## Q. 미용 의료기기 시장의 성장성은 지속 가능할까?

**클래시스:** 미용 의료기기 시장은 굉장히 매력적인 산업이고 현재 성장기라고 생각한다.

① **침투율:** 에너지기반 미용기기 시장은 시장 침투율을 고려할 때 아직 성장초기 시장이라고 생각한다. 시장침투가 꽤 진행된 것처럼 인식되는 국내 시장 같은 경우도 침투율은 20% 수준이다. 글로벌 시장에서는 국가마다 편차가 있지만 10% 미만인 국가도 많다. 즉 전세계적으로 아직 에너지기반 미용기기 시술 자체를 접해보지 않은 사람이 많다.

② **넓어지는 시술 연령과 성별:** Early Care라고 해서 젊을 때부터 시술을 받는 고객이 늘어나고 있다. 또한, 예방적 관리를 위해 피부노화가 일어나지 않은 상태에서도 병원을 찾는 고객도 늘어나고 있다. 게다가 Genderless 트렌드로 남성들의 수요가 급격하게 증가하고 있다.

③ **높은 재방문율:** 보통 의료기기는 한 번 치료가 끝나면 다시 질환이 생길 때까지 병원을 재방문하지 않는다. 그러나 미용은 시술 이후 효과를 유지하기 위해 재방문하여 반복시술을 받는 경우가 많다.

④ **복합시술:** 시술의 종류가 늘어나고 있고, 이러한 시술들을 한 번에 받는 복합시술이 트렌드화되고 있다.

## Q. 시장이 커지려면 가격이 일정수준 이하로 떨어져야 한다고 생각한다. 그런데 가격이 너무 떨어지다 보면 시장의 진입장벽이 사라져버리는 것은 아닐까 하는 우려도 있다. 최근 국내 시장에서 시술가격 하락 트렌드에 대해 어떻게 보시는지?

**클래시스:** 시술가격이 떨어져서 더 많은 사람들이 피부 미용 시술을 받을 수 있다면 좋은 일이라고 생각된다. 그런데 낮은 가격에 높은 만족감을 제공할 수 있는 성능을 구현하는 것은 매우 어려운 일이다. 따라서 가격이 하락하면서 진입장벽이 사라진 것이 아니라, 신규 시장 진입자한테는 오히려 높은 장벽이 생긴 것으로 해석할 수도 있다. 가격을 낮추면서, 성능도 높이면서, 혁신성도 갖추고, 사용자 경험과 마케팅 비용을 고려하면 신규 진입자는 어려움이 크지 않을까 생각한다.

우리의 경쟁력은 의료기기로서 안전성과 효과성이 확보된 기술력이 뒷받침된 가운데 가성비와 가심비가 더해진 것이다. 우리가 생각하는 혁신은 접근 가능한 가격대에서 더 높은 효능을 주는 것이다. 우리가 가야 할 길은 제품 포트폴리오를 늘리면서 더 많은 사람들이 피부 미용 시술을 받게 하는 것이라고 생각한다.



**Q. 안티에이징 기술은 일찍부터 시작하는 게 더 유의미한가? 미용 의료기기의 기전이 오히려 콜라겐의 과로화를 앞당기는 것은 아닐까?**

**클래스:** 항간에 레이저 기술을 많이 받으면 피부가 얇아지거나 오히려 나빠진다는 이야기가 있다는 것을 알고 있다. 실제로 피부 미용 기술이 부작용이나 합병증이 일어나지 않는 기술들은 아니니까 개인적 경험에 의해서 이런 말들을 확산하는 경우도 있을 것이다.

그런데 기본적으로 피부는 우리 몸에서 재생이 되는 몇 안 되는 기관이다. 마치 상어 이빨처럼 죽을 때까지 계속해서 재생이 일어나는 기관은 피부밖에 없다. 그런 성질을 잘 이용해서 우리 피부가 좀 더 젊은 상태로 유지되거나 이미 노화가 진행된 피부라도 적절한 자극이나 다시 재생을 유도하는 기전을 통해서 다시 좋아질 수 있도록 도와주는 것이 에너지 기반 미용기기의 원리라고 볼 수 있다.

이제 내가 원하는 나의 이상적인 모습이 연예인 같은 다른 사람이 아니라 “젊었을 때의 나”라는 인식이 많이 보편화되기도 했고, 젊은 세대에서는 미용이나 자기 외모를 신경 쓰는 일을 유난하다거나 내실이 없다고 생각하기보다는 일종의 자기관리의 결과물로 생각하는 경향이 있다. 이제 10~20대는 알아서 피부과를 찾는 경우가 많고, 그런 걸 신경 쓰지 않았던 30대 이상의 남성분들이 얼마나 아내 손에 이끌려 오는 경우가 많다.

### 제모 및 피부회춘술(Facial Rejuvenation)

우리나라에서는 피부 리프팅이나 타이트닝이 피부미용 시술로 유명하지만, **전세계적으로 에너지 기반 미용기기가 가장 많이 활용되는 분야는 레이저나 IPL을 활용한 제모 및 박피 등 피부회춘술**이다. 레이저나 IPL은 피부과의 가장 기본적인 장비로 가장 빨리 피부 미용에 활용된 장비다보니 선도기업들의 브랜드 및 특허와 노하우로 인한 진입장벽이 높은 편이다.

레이저가 피부과의 가장 기본적인 장비로 불리는 이유는 **레이저가 조사되는 깊이(파장)와 방식(펄스)를 조절함으로써 시술자가 원하는 여러가지 효과를 발생시킬 수 있기 때문**이다.

① **레이저 파장**: 레이저는 **파장에 따라 피부에 침투할 수 있는 깊이가 정해진다**. 레이저가 시술자가 원하는 한 가지 파장만 가질 수 있게 만들어 주는 것을 매질이라고 한다. 피부과에 가본적이 있는 사람은 CO2 레이저, 엔디야그 레이저 등의 이야기를 들어본 적이 있을 것이다. 레이저의 특정 파장을 발생시키는 매질을 활용한 레이저 장비라는 의미다.

예를 들어 어븀야그(Er:YAG) 매질은 2,940nm 파장만 남게 만들고, 알렉산드라이트(Alexandrite) 매질은 755nm 파장만, 엔디야그(ND:YAG) 매질은 1,064nm 파장만 남게 만들어 레이저 에너지를 전달한다.

② **레이저 펄스**: 매질이 같다고 해도 에너지가 조사되는 방식이 다르면 다른 효과를 발생시킨다. 예를 들어 제미니와 레블라이트라는 레이저 장비는 모두 KTP 매질을 통한 532nm와 엔디야그(ND:YAG) 매질을 통한 1,064nm를 선택적으로 사용할 수 있다. 그러나 제미니의 에너지는 길고 강하게 쏘아지는 롱펄스(Long-Pulse) 방식으로 조사되는 반면, 레블라이트는 짧고 약하게 쏘아지는 큐스위치(Q-switch) 방식으로 조사된다.

표 5. 레이저 종류와 특징

파장	매질	특징	주요 제품
1,927nm	Thulium	- 소위 아그레이저로 통용되는 레이저에 사용되는 피부재생 레이저 중 하나 - 물에 잘 흡수되는 파장으로 피부조직의 표피만을 제거하는 데 효율적 - 피부 잡티, 기미, 모공, 흉터 제거 및 잔주름 개선에 사용	라셈드 프로(루트로닉)
532nm	KTP	- 상피층에는 영향을 주지 않는 파장 - 피부혈관질환에 많이 사용되는 혈관 레이저	엑셀V 레이저(큐테라)
585/595nm	펄스 다이	- 혈관의 헤모글로빈 흡수율이 높아 혈관성 병변에서 특히 붉은 색소병변에 효과가 좋음 - 안면홍조나 붉은 여드름 자국 개선에도 효과가 뛰어난 편	브이빔 퍼펙터(칸델라)
755nm	Alexandrite	- 멜라닌 색소에서 흡수율이 높아 제모 또는 기미/모반 치료에 효과적 - 특히 청색, 흑색 색소의 흡수율이 높아 문신 제거 효과가 뛰어난 편	피코슈어(사이노슈어)
1,064nm	ND:YAG	- 색소질환과 탄력개선 용도 등 레이저 토닝 시술에 활용 - 기미, 잡티, 검버섯, 문신제거에 효과가 좋은 편	힐리우드 스펙트라(루트로닉)
1,450nm	다이오드	- 진피의 피지선과 콜라겐까지 영향을 끼침 - 여드름 치료에 많이 활용됨	아트레이저(텐텍)
2,940nm	Er:YAG	- 물에 대한 흡수가 높아 피부박피 또는 피부재생에 효과가 좋음 - 프락셔널레이저에 사용 - 여드름 흉터 등 각종 패인 흉터와 튀어나온 병변제거에 사용	엑션2(루트로닉)
10,600nm	CO2	- 세 가지 가스(CO2, N2, He)를 혼합하여 방전관에 공급하고 밀봉하여 발진 - 수분 흡수율이 가장 높고, 멜라닌에는 비선택적 흡수를 보임 - 점이나 쥐뿔, 한관중, 사마귀 등을 제거할 때 사용	울트라 펄스 양코르(루메니스)

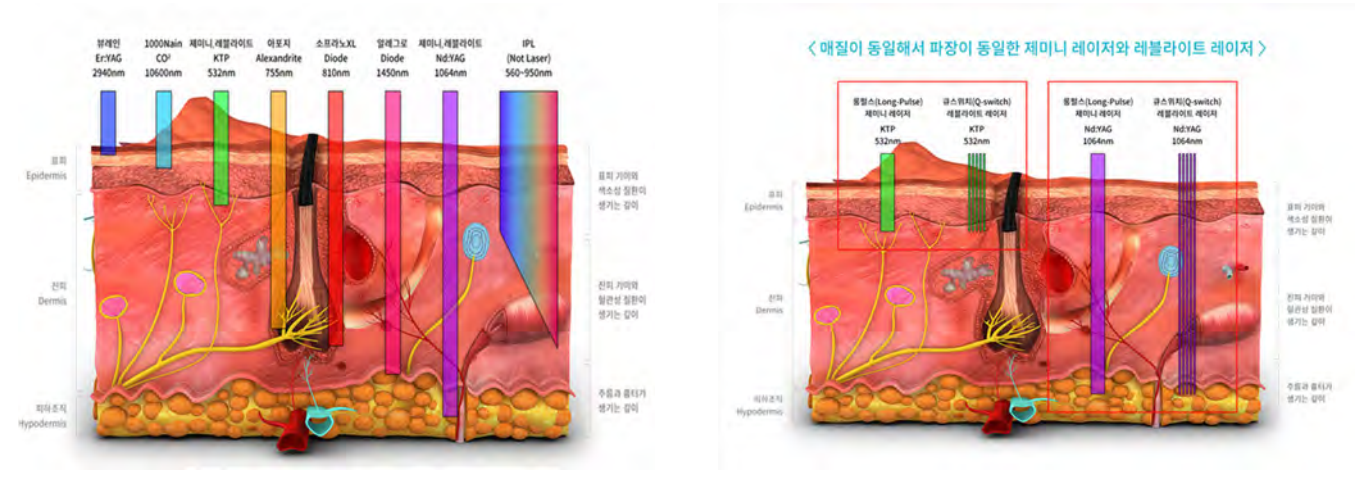
자료: 미래에셋증권 리서치센터

롱펄스 방식은 병변 부위를 뜨겁게 만들어 열로써 태워 사라지게 만드는 방식으로 붉은 기, 안면홍조, 혈관성 기미 같은 혈관성 질환 치료에 효과가 있다. 큐스위치 방식은 병변 부위를 진동에 의한 충격파로 부스러뜨려 사라지게 만드는 방식으로 색소침착, 주근깨, 색소성 기미 같은 색소성 질환 치료에 효과가 있다.

따라서, 532nm 파장으로 치료해야 하는 깊이에 있는 병변이 혈관성 병변이라면 병변 부위를 뜨겁게 만들어 열로써 태워 사라지게 만드는 롱펄스(Long-Pulse) 방식이 적절하다. 그러나 해당 병변이 색소성 병변이라면 병변 부위를 진동에 의한 충격파로 부스러뜨려 사라지게 만드는 큐스위치(Q-switch) 방식이 더 효과적이다. 만약 반대로 치료를 했다면 부작용이 발생할 수 있다.

그림 20. 레이저 장비별 매질에 따른 피부 침투 깊이

그림 21. 같은 파장의 레이저라도 조사방식에 따라 다른 효과



자료: 포이즌의원, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 포이즌의원, 미래에셋증권 리서치센터

## 피부 윤곽술(Body Contouring)

우리나라에서 인지도가 가장 높으며, 세계적으로 가장 빠르게 성장하는 시술 영역 중 하나다. 주로 진피에서 SMAS층까지 침투가 가능한 고주파나 초음파 장비를 활용하여 처진 피부를 당겨주거나 팽팽하게 하게 하는 효과를 나타낸다. 고주파와 초음파를 함께 시술하거나, 스킨부스터를 도포하고 시술하는 복합시술로 활용되기도 한다. 일상생활로 복귀할 때까지 필요한 시간(Down time)을 줄여주는 기술이 중요하다.

① **고주파 장비**: 통상 피부 3mm 아래 위치한 진피층은 90%의 교원섬유(콜라겐), 2~3%의 탄력섬유(엘라스틴)로 이루어져 있다. 콜라겐은 물을 많이 머금은 히알루론산을 잡고 있는 기둥으로 비유될 수 있으며, 그 기둥사이를 엘라스틴이 그물 형태로 연결되어 스프링처럼 유연한 구조를 형성하고 있다.

고주파 장비는 진피층의 온도가 40~65도로 상승하면 섬유아세포가 자극을 받아 콜라겐과 엘라스틴 생성을 유발한다는 기전을 이용한다. 즉, **진피에 고주파 에너지로 열을 발생시켜 콜라겐 섬유의 변성과 수축을 일으켜 콜라겐 재생을 일으키고, 주름 개선 효과를 일으킨다.**

100kHz~1GHz 범위 내의 전자기파를 이용하는 고주파는 전기적인 특성으로 인해 피부 저항, 즉 임피던스의 영향을 크게 받는다. 신체부위에 따라 임피던스가 다르기 때문에 치료할 부위의 임피던스에 맞는 주파수와 출력시간을 결정하여 치료가 진행된다. 따라서 고주파 장비는 자동 임피던스 측정기능이 포함된 경우가 많다. 이것이 피부색이나 흡수체에 따라 파장과 펄스를 조절해 원하는 치료효과를 내는 레이저와 고주파의 근본적인 차이다.

고주파가 열을 전달하는 방식은 크게 주파수에 따라 2가지다. 통상 10MHz 이하의 고주파에서는 줄의 법칙에 의해 발생하는 줄 열(Joule heat)을 이용한다. 세포 내에 존재하는 이온(Na<sup>+</sup>, Cr, Cat<sup>+</sup>, Mg<sup>++</sup> 등)들을 마찰시켜 열을 발생시키는 것이다. 여기서 이온 전류가 흘러가는 경로 내에 임피던스가 높을수록 더 많은 열이 발생하게 된다. 피부저항을 이용한 전도가열 방식이다. 그러나 주파수가 10MHz 이상으로 빨라지면 세포내 이온교환 속도가 이를 따라가지 못한다. 대신 인체의 조직 내에 있는 물, 아미노산, 단백질 등의 쌍극자 분자(dipole molecule)들의 회전하여 열이 발생한다. 이를 유전가열 방식이라고 부른다.

그림 22. 고주파 주파수에 따른 파장

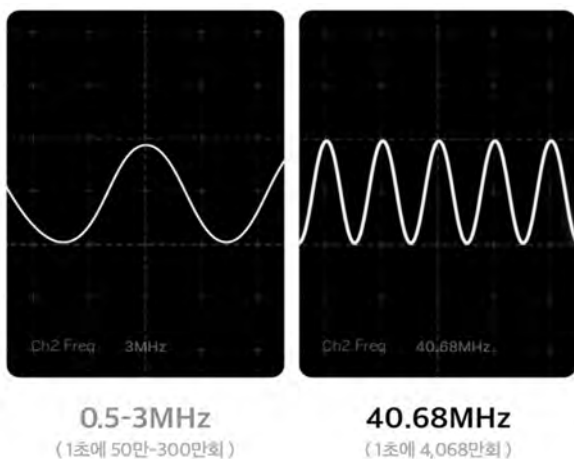


그림 23. 피부 속 물분자를 회전시켜 발열을 유도하는 유전가열



자료: APR, 미래에셋증권 리서치센터

자료: APR, 미래에셋증권 리서치센터

고주파 장비는 심부열을 발생시키기 때문에 화상의 위험이 있다. 따라서 대부분의 고주파 장비에는 피부표면을 식혀줄 수 있는 쿨링 시스템을 보유하고 있다. 크게 가스 방식과 물을 이용한 방식이 존재한다. 고주파 장비는 전기 에너지를 신체에 전달하는 부분이 팁(Tip) 형태로 되어 있어 교체가 가능하다. 이로 인해 소모품 사업모형을 구축할 수 있다.

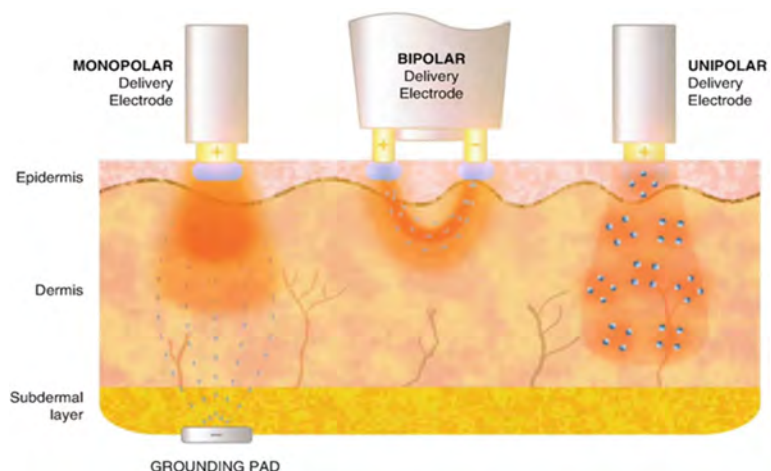
**고주파장비는 기본적으로 극성에 따라 모노폴라(Monopolar), 바이폴라(Bipolar), 유니폴라(Unipolar) 방식으로 구분된다.** 고주파의 피부 침투 깊이는 주파수의 제곱근에 반비례한다. 따라서 주파수가 낮을수록 깊이 침투하고 높을수록 얇게 침투한다. 이러한 주파수의 성질을 잘 발현할 수 있는 극성을 선택하여 원하는 치료효과를 내는 장비를 개발하는 것이 관련 기업들의 역량이다.

모노폴라는 등쪽에 손바닥 만한 리턴 전극판을 대서 피부 접촉하는 부분부터 깊숙이 전기를 침투시킬 수 있다. 발생한 전기 에너지는 접지판을 통해 빠져나간다. Solta Medical의 Thermage가 대표적인 모노폴라 장비다. 주파수가 낮을수록 깊이 침투하고 높을수록 얇게 침투한다는 원리가 가장 잘 적용될 수 있는 방식이다. 보통 6.76MHz의 주파수가 활용된다. 다만, 모노폴라는 전기가 피부 표면에서 리턴 패드 쪽으로 흘러가기 때문에 안전성 확보가 중요하다.

바이폴라는 두 개의 전극사이로 에너지가 흐른다. 따라서 두 전극이 모두 달아야 에너지가 피부로 전달될 수 있다. 바이폴라는 주파수가 낮다고 에너지가 피부 깊숙이 들어가지 않는다. 바이폴라 방식에서는 에너지 침투 깊이는 전극의 간격으로 결정된다. 보통 1~2MHz의 주파수가 많이 활용되며, 마이크로니들 형태로 개발되는 경우가 많다. 스킨부스터와 패키지 진료로 많이 활용된다. 대표적인 바이폴라 장비가 Candela Syneron의 Profound다.

유니폴라는 전극이 하나로 구성된 장비인데, 에너지가 출력되면 사람 몸 자체가 리턴 전극 역할을 한다. 전기에너지가 피부 쪽으로 작용해야 하기 때문에 매우 강한 출력이 필요하다. 보통 40.68MHz의 주파수가 활용되며, 대표장비로 Alma사의 Accent Prime이 있다.

**그림 24. 고주파 기기의 3가지 극성 별 구분**



자료: Toledano, O. (2022). Energy-Based Devices: Comparisons and Indications. In: Jindal, P., Malhotra, N., Joshi, S. (eds) Aesthetic and Regenerative Gynecology., 미래에셋증권 리서치센터



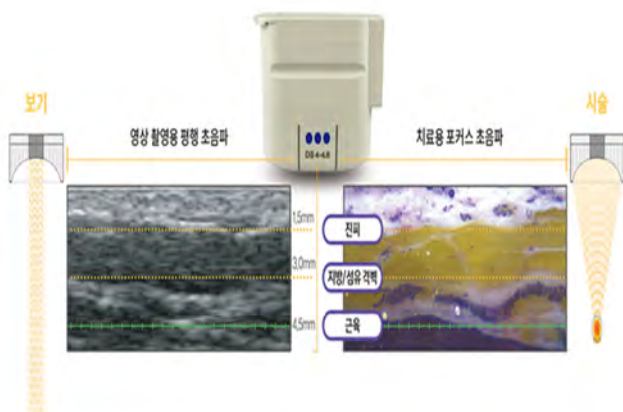
② **초음파 장비**: 집속 초음파(HIFU)라고도 불리는데, 볼록렌즈로 햇빛을 모으면 종이를 태울 수 있는 것처럼 고강도의 초음파를 한곳에 조사하여 열로 전환시킨다. 피부 속 근육층의 일부인 근막층(SMAS)을 타겟으로 하여 피부조직을 수축시키고, 콜라겐 생성을 유도한다. 대표적인 장비가 Merz사의 Ulthera다. Ulthera는 피부의 깊이와 구조를 눈으로 확인할 수 있는 DeepSee 기술을 보유하고 있다.

**통상 고주파 장비의 효과로 피부를 다리미로 다린다고 표현하는데, 초음파 장비는 마른 오징어를 불에 구우면 쪼그라드는 원리를 생각하면 이해가 쉽다.** 따라서 고주파장비가 피부를 탕탕하게 찌르는 피부 당김(Tightening) 효과를 발생시킨다면, 초음파장비는 찢진 피부를 올려주는 피부 올림(Lifting) 효과를 발생시킨다. 최근에는 타이트닝과 리프팅 효과를 동시에 낼 수 있다는 임상적 근거를 바탕으로 초음파와 고주파 시술을 함께 하는 복합시술이 인기를 끌고 있다.

초음파 장비는 고주파 장비의 팁처럼 카트리지라는 소모품이 존재한다. 이로 인해 고주파 장비처럼 소모품 사업모델 구축이 가능하다. 최근에는 새로운 소모품 모델도 등장하고 있다. 초음파 치료시 도포하는 젤을 스킨부스터로 개량한 것이다. 초음파는 매질이 존재해야 이동할 수 있기 때문에, 시술을 하기 위해 젤을 발라야 한다. 이 젤에 스킨부스터 기능을 추가한 것이다. 국내 에너지기반 미용기기 기업인 클래시스는 젤 대신 사용할 수 있는 에멀전 타입의 스킨부스터인 오로라 앰플을 개발했다. 젤의 단점인 끈적임과 시술 후 닦아내야 하는 불편함이 없고, 미백 및 주름 개선, 탄력, 물광, 보습효과까지 기대할 수 있다.

③ **냉동 에너지**: 지방세포가 냉각에 취약하다는 아이디어에서 개발된 장비다. 2017년 Allergan에 인수된 Zeltiq의 Coolsculpting이 대표적인 냉동에너지를 활용한 에너지기반 미용기기다. **지방세포가 추운 환경에 노출되면 자연 분해되는 원리를 이용하여, 지방층을 영하의 온도로 냉각시킴으로써 지방세포 수를 영구적으로 감소시키는 시술이다.**

그림 25. 울세라의 Deep See 기술



자료: 리더스피부과, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. 클래시스의 오로라 앰플



자료: 클래시스, 미래에셋증권 리서치센터

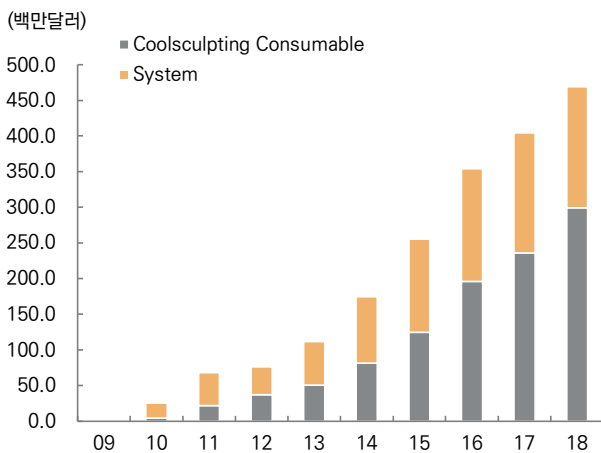
**Q. 에너지기반 미용기기의 원리는 바디빌딩의 근비대의 원리와 비슷하다는 생각을 했다. 그런 점에서 미용 의료기기는 아파야 효과가 있다는 게 사실인가?**

**클래시스:** 질문을 들어보니 운동을 되게 열심히 하시는 분이라는 느낌이 든다. 적절한 비유라고 생각한다. 기본적으로는 에너지기반 미용기기를 통해서 어떤 변화를 일으키는 기전 자체는 조절이 가능하고 디자인이 가능하고 회복이 될 때 예측이 가능한 자극이나 상처를 인위적으로 내고, 향후 결과물이 원래의 상태보다 좋아지게 만든다는 점에서 맞는 이야기라고 생각한다.

그런데 근비대만이 바디빌딩의 목표는 아니다. 근질을 더 좋게한다던가, 근육의 모양을 더 신경쓴다던가 하는 목표가 있을 수 있다. 에너지기반 미용기기가 피부를 좋아지게 하는 기전도 사실 어떤 에너지를 쓰더라도 어느 정도 안전한 범위가 있다. 그래서 너무 많은 통증이 시술의 결과를 담보하는 것은 아니다. 또한, 고전적으로 상처를 내고 아프고 붓고 하는 과정을 거치는 것뿐 아니라 생물학적 활성을 조절한다던가 해서 낮은 에너지로도 원하는 효과를 내는 치료들이 있다.

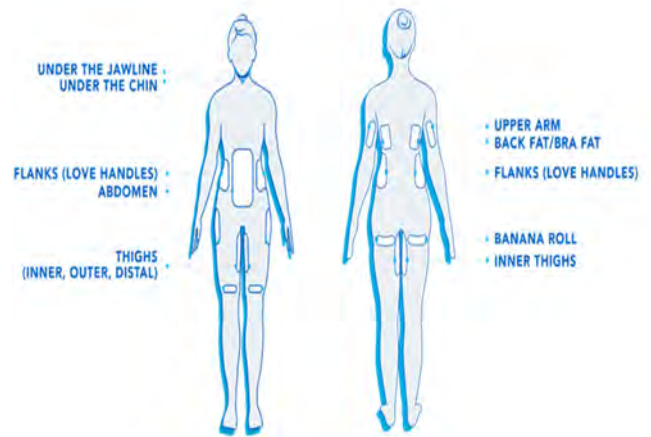
예를 들어 기미 제거에 쓰이는 토닝 레이저는 굉장히 낮은 에너지를 사용하여 자극이 크지 않고 시술 후에도 아무런 변화가 없는 것 같다. 그러나 시간이 지나면 점점 피부가 열어지게 만드는 그런 효과가 있다. 결론적으로 말씀하신 것처럼 아파야 효과가 있다는 말도 맞지만, 꼭 아프지 않고도 효과를 볼 수 있는 치료들도 있다 정도로 이야기할 수 있을 것 같다.

그림 27. Zeltiq의 Coolsculpting 매출 추이



자료: EDGAR, 미래에셋증권 리서치센터

그림 28. 냉동 지방분해술 시술 가능 부위



자료: Coolsculpting, 미래에셋증권 리서치센터

**Q. 슈링크에 이어 볼뉴머를 성공적으로 런칭했는데, 초음파와 고주파는 성격이 완전히 다르다. 어떻게 R&D를 구현한 것일까?**

**클래시스:** 초음파랑 고주파는 에너지 전달 방식이 다르고 피부에 미치는 영향도, 기전도 다르다. 초음파 장비는 원하는 지점에 열 응고점(TCP)을 형성시켜 근막의 수축을 유도하고 궁극적으로 리프팅 효과를 내는 것이 주 목적이라면, 고주파 장비는 타겟층에 열을 전달하여 콜라겐 재생을 유도하여 타이트닝 효과를 주 목적으로 한다.

이처럼 원천기술에 대한 부분은 상이하지만, 가장 중요한 것은 소비자의 가려운 부분을 긁어줄 수 있느냐 하는 것이다. 초음파와 고주파 미용기기는 어느 정도 노하우를 쌓으면 누구나 만들 수 있을 것이다. 그러나 소비자가 원하는 부분을 충족시킬 수 있는 것은 굉장히 다른 부분이라고 생각한다.

우리가 블록버스터 초음파 장비인 슈링크를 개발하고 성공시키는 과정에서 고객들이 아프지 않고, 부작용도 없으면서 효과를 극대화한 장비에 대한 니즈가 굉장히 높다는 것을 알게 되었다. 이는 고주파 장비에서 마찬가지였다. 우리는 슈링크를 통해 통증과 부작용 감소에 대한 노하우를 굉장히 많이 확보했다. 이러한 통증을 감소시킬 수 있는 기술과 디자인, 표피를 손상시키지 않고 정확히 에너지를 목표지점에 전달하여 세포괴사나 피부 화상을 예방할 수 있는 기술을 적용하여 모노폴라 고주파 장비인 볼뉴머를 만들 수 있었다.

이 외에도 고주파와 초음파 장비는 에너지 발생기, 유저 인터페이스 및 장비 운영 노하우에 대한 부분은 상당 부분을 공유할 수 있다. 게다가 신제품 개발 가속화와 글로벌 인허가 역량 향상을 위해 전문가 양성에도 힘써왔다. 현재 우리 연구개발 인력이 2021년 대비 54%가 증가한 66명이고, 전체 관리인력 중 30%가 연구개발을 담당하고 있다. 이것 또한 빠르게 혁신 제품을 개발할 수 있었던 요인 중 하나다.

**Q. 글로벌하게 마이크로니들형 고주파 장비가 더 인기가 있는 것으로 알고 있는데, 초음파 다음 모델로 왜 모노폴라 방식의 고주파 장비를 선택한 것일까?**

**클래시스:** 슈링크를 성공시키면서 얻은 노하우를 활용할 수 있으면서, 슈링크와 시너지가 높은 품목이 모노폴라 고주파 장비라고 생각했다.

슈링크가 성공하게 된 배경은 마취가 필요없을만큼 통증 레벨을 줄였고, 부작용이 없게끔 시술이 가능하다는 것, 그리고 가성비/가심비가 참 좋다는데 있었다. 즉, 기존 초음파 장비에서 고객들이 바꿨으면 하면 좋겠다는 부분에 혁신을 적용한 것이다. 바로 전 질문에서 답변했듯이 고주파 장비와 초음파 장비는 굉장히 상이한 에너지원이지만, 통증과 부작용을 감소시키면서 가성비를 갖추는 노하우와 기술은 공유될 수 있었다.

기존의 모노폴라 고주파 장비 역시 마취가 필요할 만큼 굉장히 통증 레벨이 높고, 화상의 우려도 있었다. 또한 가격이 굉장히 비싸 쉽게 접근하기 어려웠다. 그래서 이런 부분들을 해소할 수 있다면 콜라겐 재생이나 피부 결을 좋아지게 한다는 것의 고객 니즈는 굉장히 크다고 보았다. 그런 측면이 중요했고, 또 하나 중요했던 부분은 복합시술로써 슈링크와의 시너지가 낼 수 있는 장비에 대한 고민이 있었다.

과거에는 개별 장비를 활용한 시술 환경이었다면, 최근에는 복합시술이 굉장히 주목받고 있다. 초음파 장비인 슈링크는 피부를 땡겨주는 리프팅 효과가 있는데, 이때 피부 안의 콜라겐을 재생시켜 채워주는 역할도 굉장히 중요하다는 피드백을 많이 들었다. 우리의 모노폴라 고주파 장비인 볼뉴머를 슈링크와 함께 사용하면, 마취없이도 통증 레벨을 줄이면서 기존 시술시간 대비 2배 이상 빠르게 리프팅과 타이팅 효과를 낼 수 있다. 임상현장에서 슈링크와 볼뉴머의 복합시술을 볼링크로 불린다.

#### Q. 슈링크, 볼뉴머 다음으로 주목하고 있는 영역은 어디인가?

**클래시스:** 우리는 미용 의료산업의 트렌드를 지속적으로 관찰하고 있고, 그 중에서 자연스러운 아름다움을 추구하는 기술에 주목하고 있다. 그런 점에서 스킨부스터와 복합시술은 우리가 관심이 많은 영역이다.

실제로 슈링크 시술을 할 때 기존고객의 30% 정도가 오로라 앰플이라는 스킨부스터와 복합시술을 한다. 초음파 장비는 그 특성상 시술 시 젤을 도포해야 하는데, 오로라 앰플은 젤 대신 사용하는 스킨부스터로 PDRN, 아데노신 등이 포함되어 미백 및 주름 및 탄력 개선, 보습효과까지 기대할 수 있다. 시술 후 닦아낼 필요가 없어서 간편하다.

그런 점에서 미국 및 유럽 등 선진국에서 유행하는 마이크로 니들 고주파 장비는 굉장히 매력적인 장비다. 마이크로니들 고주파 장비는 미세 바늘을 피부 속에 침투시키는 방식으로 모공 축소, 여드름 흉터 제거에 활용된다. 나아가 최근 유행하는 스킨부스터의 흡수를 도울 수 있어, 스킨부스터와 복합시술로 궁합이 좋은 장비다. 우리가 이루다에 투자했던 배경 중 하나가 마이크로니들 고주파 기술을 확보하는 것이었다. 이루다의 시크릿이라는 제품은 실제로 미국에서 소비자 만족도가 굉장히 높고 시장점유율 2위를 차지하는 제품이다.

또한, 기존 제품의 적응증 확대도 중요하게 생각하는 전략 중 하나다. 초음파 장비는 피부 리프팅 효과 외에 탈모 방지나 여성건강 영역에 효과가 있다는 임상시험 결과가 많이 나오고 있다. 그래서 최근 탈모 및 여성건강 관련 앰플을 개발하여 출시할 예정이다.

특히 우리는 지금 미국 시장 진입을 준비하고 있는데, 미국 시장에서 매력적인 영역이 어디 일까를 공부하는 중에 피부를 부드럽고 매끄럽게 만드는 것이 목적인 일종의 박피술인 Dermabrasion 영역을 관심있게 보고 있다. 필링을 진행한 후 스킨부스터를 공급하는 시술이라고 이해하면 좋다. 우리 제품 중에 아쿠아퓨어라는 제품이 있는데, 현재 이것을 미국 메드스파 전용으로 개량하고 있다.

**Q. 과거에는 강남미인이라는 말이 있듯이 뭔가 인위적인 시술이 대세였던 것 같은데 최근에는 좀 더 자연스러운 시술이 유행하는 것 같다. 최근 임상현장에서 시술 트렌드가 어떻게 변화하고 있는가?**

**클래시스:** 이미 시술 트렌드가 자연스러운 시술로 많이 변했다. 내가 아닌 내가 아니라, 나 자신인데 좀 더 어리게 보이는 것 같이 인위적이지 않고 자연스러운 시술을 많이 원한다. 어떤 시술을 해서 한 번에 많은 변화를 일으키고 그것을 최대한 오랫동안 유지하는 것보다는 정기적으로 내 얼굴을 잘 유지하고 좋은 상태를 지켜나가자는 식이다.

그래서 다운타임이라고 시술 후 일상생활에 지장이 있는 시간도 줄이고, 그렇게 다운타임을 줄일 수 있는 장비들이나 시술에 대한 정말 많은 시도가 이루어졌다.

예를 들어 우리 슈링크와 같이 조합할 수 있는 장비나 시술이 얼마나 많겠나? 그런데 슈링크는 시술 후에 약간 얼굴이 부었다 가라앉는 거 빼놓고는 특별하게 밖에서 봤을 때 어떤 다운타임이라 할 만한 게 없다. 그런데 슈링크에 다운타임을 일으키는 다른 시술을 함께 한다면 슈링크의 장점이 깨져버린다. 그래서 우리나라는 사회생활을 계속하면서 예뻐지고 싶은데 누가 내가 새로 뭘 했다고 알아채거나 이야기하는 건 듣기 싫고 그래서 서로 궁합이 맞는 시술 조합이 만들어지고, 이제는 그런 것들이 거의 정리되어 가는 단계가 된 것 같다.

**Q. 에너지 기반 미용기기의 기술기반은 전압, 전류, 주파수의 조합이라고 하는데, 실제로 주파수는 어느 정도 공식이 있는 것 같다. 왜 그런 것일까?**

**APR:** 정확히 맞다. 피부 미용기기는 전압/전류/주파수의 조합이지만, 어느 정도 공식이 있다. 특히 고주파의 경우 바이폴라는 1~2MHz, 모노폴라는 6.76MHz, 유니폴라는 40.68 MHz 등 주로 사용되는 주파수가 사실상 고정되어 있다. 그 이유는 통신기기와 혼선을 피하기 위해 무선통신 외에 산업/과학/의료 분야에서 사용할 수 있게 배정한 주파수 대역인 ISM 밴드 때문이다. 다만, 제조사마다 전압, 전류, 주파수의 조합을 달리하여 사용감과 효능감을 달라지게 하는 것이다.

추가적으로 출력이 높을수록 에너지가 많이 발생하는 것은 맞지만, 주파수 대역에 따른 피부 저항이 존재하기 때문에 주파수, 전극의 간격 등을 함께 고려해야 한다. 또한, 출력량이 높아지면 에너지가 커질 수 있으나 45도 이상의 열이 발생하여 부작용도 커질 수 있다. 따라서 전압, 전류, 주파수, 출력, 전극의 간격 등을 조절하여 의도하는 최고의 결과값을 만들어 내는 것이 관련 업체의 역량이라고 할 수 있다.



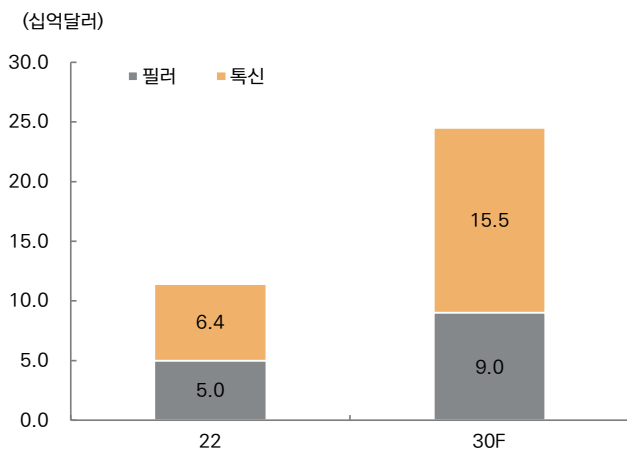
## 주사요법

### 1) 특신

전세계에서 가장 많이 시행되는 비수술적 시술은 특신과 필러와 같은 주사제다. ISAPS 통계에 의하면 특신과 필러 2개 시술이 전체 비수술적 시술의 77%를 차지한다. 시술시간이 짧고 효과가 비교적 빨리 나타나기 때문에 피부 미용 입문용으로 많이 사용된다. 원가율이 낮아 할인을 많이 해도 마진이 높은 편이다. 이로 인해 피부과에서 입문 혹은 미끼 상품으로 많이 활용한다. 특히 다른 시술과 연계된 복합시술로써 활용도가 높다.

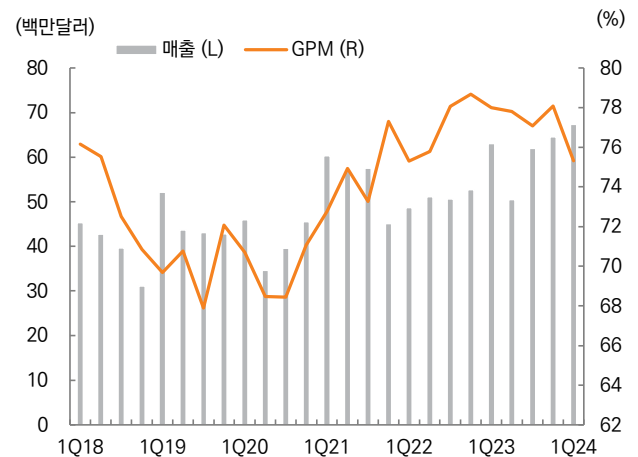
도입 초기에는 일부 영역에서 활용되어 왔으나, 시간이 지날수록 팔자주름, 입, 코, 볼, 턱 등 적응증이 증가하면서 시장규모도 커지고 있다. 시장조사기관인 Grand View Research에 따르면 보툴리눔 특신 시장은 2022년 64억 달러 규모로 연평균 12% 성장하여 2030년에는 155억 달러에 이를 것으로 추정된다.

그림 29. 필러 및 특신 시장규모 전망



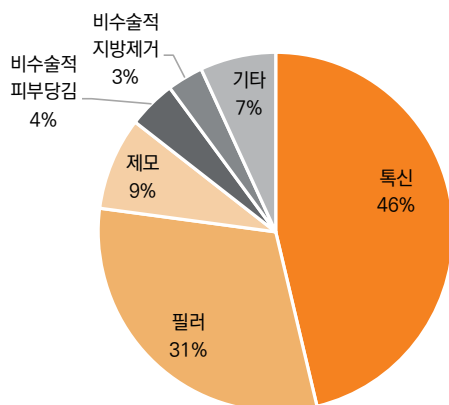
자료: Grand View Research, 미래에셋증권 리서치센터

그림 30. 평균 73%가 넘는 휴젤의 매출 총이익률 추이



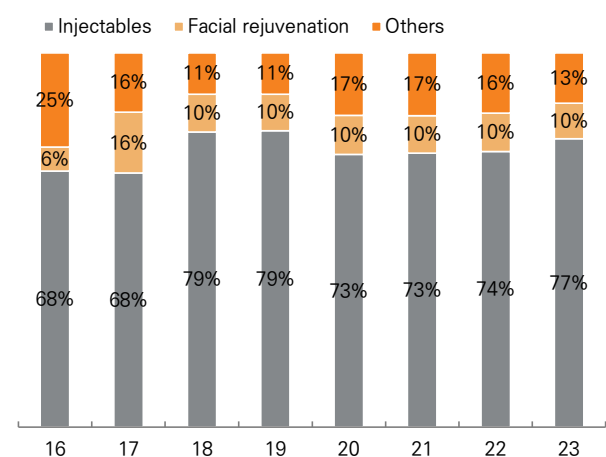
자료: 휴젤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 31. 피부미용 시술 비중 (2023년 기준, 수술 제외)



자료: ISAPS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. 최소침습 /비침습 시술 비중 추이



자료: ISAPS, 미래에셋증권 리서치센터

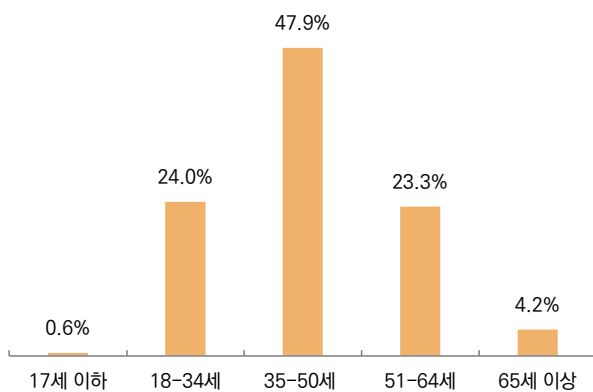
보툴리눔 독신과 필러는 피부를 탱탱하게 보이는 것이 목적인데, **보툴리눔 독신은 얼굴근육을 마비시키는 방식이고, 필러는 진피층에 주입되어 말그대로 주변을 채우는 기능**을 한다. 이로 인해 보툴리눔 독신은 의약품으로 관리되며, 필러는 의료기기로 관리된다.

보툴리눔 독신은 박테리아인 *Clostridium botulinum*과 관련 종에 의해 생성되는 강력한 단백질이다. 신경기능을 차단하여 근육과 호흡마비를 일으켜 소량만으로도 사망에 이를 수 있는 강력한 독성을 지니고 있다. 다만, 인체에 큰 부담을 주지 않을 만큼 소량의 독신을 활용하면 주입 부위의 신경신호를 차단하여 근육을 수축할 수 없게 할 수 있다. 이러한 원리를 이용하여 원치 않는 얼굴 주름을 일시적으로 줄이거나, 심각한 거드랑이 발한, 경부 디스토피아, 안검 경련, 사시, 만성 편두통, 과민성 방광을 치료하는 목적으로 사용된다.

일반적으로 알려진 유형의 보툴리눔 독소 A형 주사에는 Botox, Dysport, Xeomin, Jeuveau 및 Daxxify 가 있다. 보툴리눔 독소 주사는 일반적으로 치료 후 1~3일 후에 효과가 나타나기 시작하지만, 완전한 결과를 보려면 일주일 이상 걸린다. 효과는 3~6개월 지속될 수 있으며, 효과를 유지하려면 정기적인 후속 주사가 필요하다.

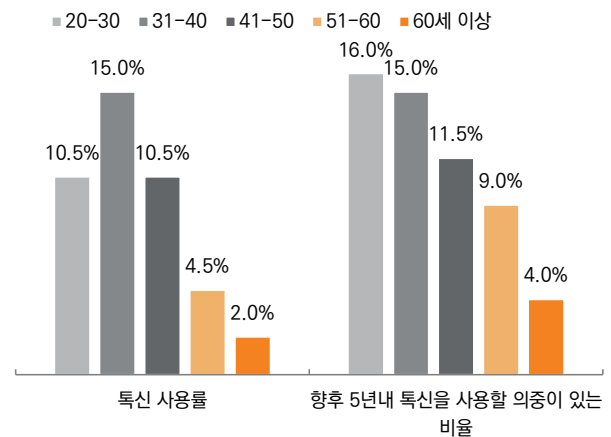
ISAPS에 의하면 독신 사용층은 35~50세가 가장 많고, 그 뒤를 18~34세 연령이 따르고 있다. Mckinsey&Co.의 조사결과에서는 20~30대의 향후 5년내 독신 시술 의향이 가장 높았다. 이를 종합하면 보다 젊은 연령층에서 독신의 인기가 높아지고 있다고 해석할 수 있다.

그림 33. 독신 사용 연령층 통계



자료: ISAPS, 미래에셋증권 리서치센터

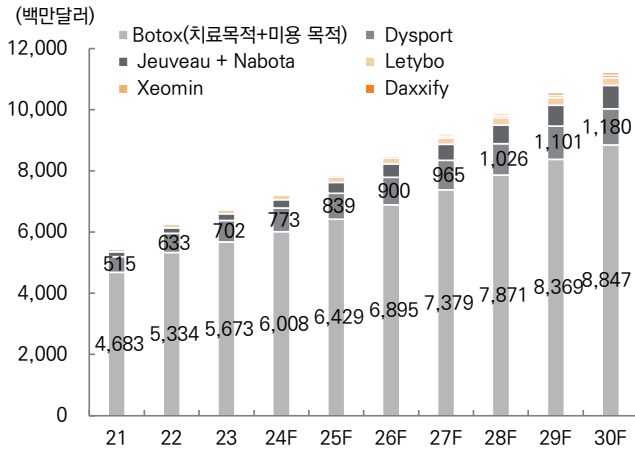
그림 34. 연령별 독신 시술 침투율 및 향후 독신 시술 의향 통계



자료: Mckinsey&Co., Evolus, 미래에셋증권 리서치센터

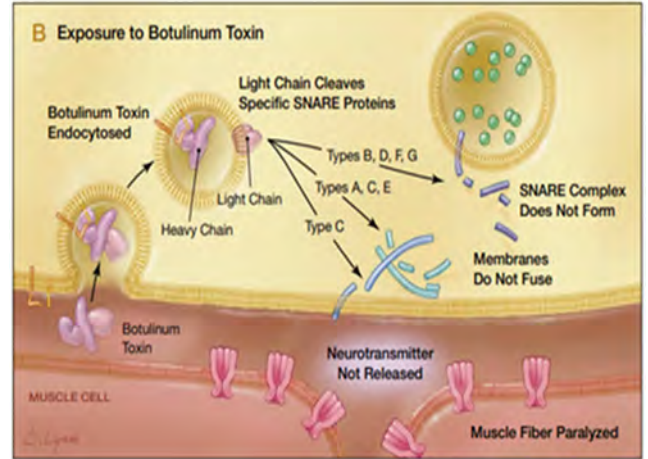
보툴리눔 독신 중 전세계적으로 가장 많이 팔리고 있는 애브비(과거 앨러간)의 보톡스는 1996년 출시되었다. 2023년 매출액은 56억 7,300만 달러로 점유율 84%이며, 여전히 점유율 1위 독신이다. 2위는 입센의 디스포트, 3위는 에볼루스/대웅제약의 주보, 4위 휴젤의 레티보이다. 23년 매출 기준 점유율은 디스포트 10%, 주보 3%, 레티보 2%이다.

그림 35. 주요 독신 브랜드의 매출 추이



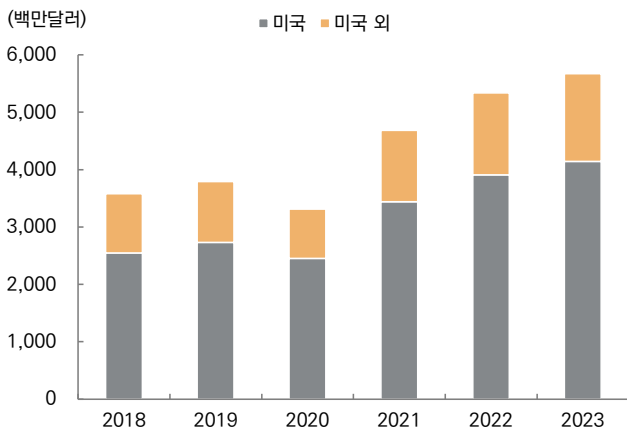
자료: Evaluate Pharma, 미래에셋증권 리서치센터

그림 36. 보툴리눔 독신 투여 시, 신경신호 전달이 안됨



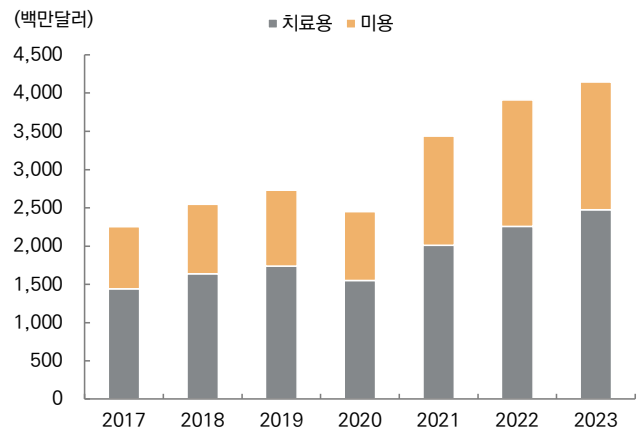
자료: JAMA(2001), 미래에셋증권 리서치센터

그림 37. 애브비의 보톡스 국가별 매출 비중



자료: 애브비, 미래에셋증권 리서치센터

그림 38. 애브비의 보톡스 미국 내 매출 비중



자료: 애브비, 미래에셋증권 리서치센터

## 2) 필러

피부 필러 주사는 비수술적 미용 시술 중 하나이다. 나이가 들면서 몸은 콜라겐이 줄어들기 시작한다. 피부의 콜라겐 양이 감소하면 피부 이완(느슨함)과 볼륨 손실이 발생한다. 피부 필러는 주름을 팽팽하게 하고, 선을 매끈하게 하고, 얼굴의 볼륨을 채워주는 시술이다.

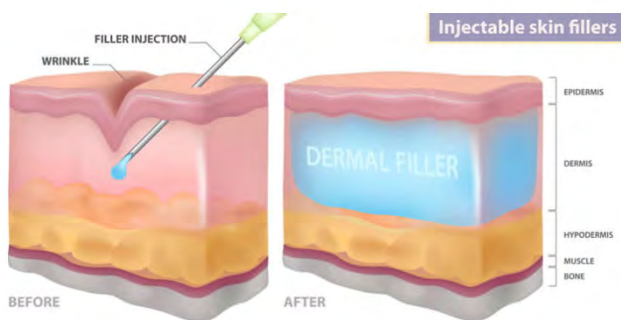
필러시술은 진피층에 주입한다. 시술 시간은 30분 내외이며, 회복 시간도 짧다. 결과는 즉시 나타나며, 필러의 종류와 시술 위치에 따라 몇 달에서 몇 년 동안 지속된다.

필러는 크게 히알루론산과 비히알루론산으로 나눌 수 있으며, **히알루론산 시장이 전체의 90%를 차지**한다. 피부에 자연적으로 존재하는 히알루론산은 세포를 접착시키고 물 분자를 당겨 보습과 탄력을 유지시키는 기능을 한다. 대표적으로 애브비의 레스틸렌(Restylene)은 식물에서 히알루론산을 추출한 물질이다.

이밸류에이트파마 자료에 따르면, 필러 시장은 2023년 23.9억 달러로 추정되며, 연평균 6.7% 성장하여 2030년에는 40.6억 달러까지 확대될 것으로 기대된다. 필러 시장은 북미 시장이 전체의 35%를 차지하고 있으며, 이 중 미국은 세계에서 가장 큰 필러 시장이다. 미국에서는 매년 300만 명 이상이 피부 필러를 시술하는 것으로 알려져 있다.

필러 점유율 1위 제품은 애브비의 주비덤이다. 갈더마의 레스틸렌과 머츠의 레디어스가 그 뒤를 잇는다. **필러는 전형적인 과점시장으로 상위 품목이 전체 시장의 90%를 차지**한다. 상위 제품들은 점유율이 꾸준히 유지되고 있으나, 기타로 분류되는 제품 내에서는 경쟁이 치열하다. 필러는 의약품이 아닌 의료기기로 분류되어 있어 제약사뿐만 아니라 일반 기업에서도 생산이 가능하기 때문이다.

그림 39. 필러 시술 시 효과



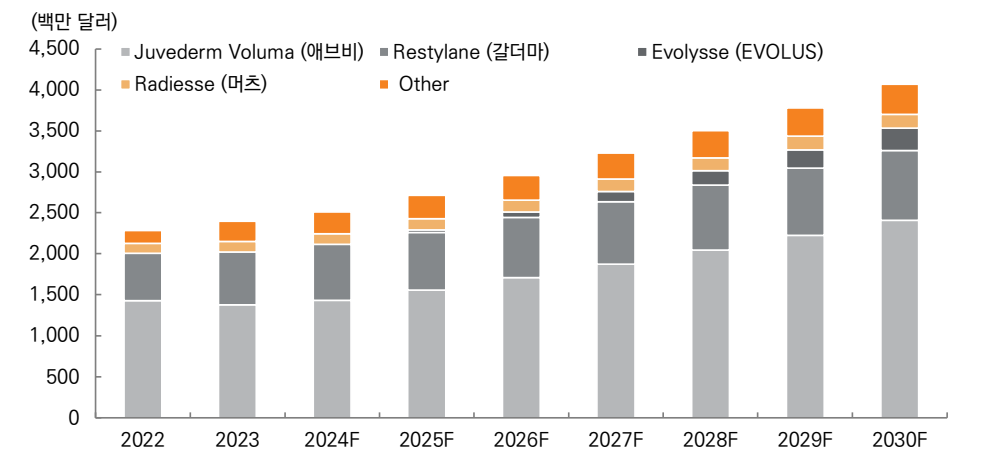
자료: BEYOO, 미래에셋증권 리서치센터

그림 40. 필러 시술 위치



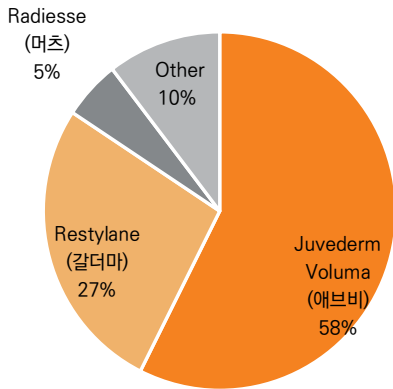
자료: torontofacialplastic, 미래에셋증권 리서치센터

그림 41. 글로벌 필러 시장 규모



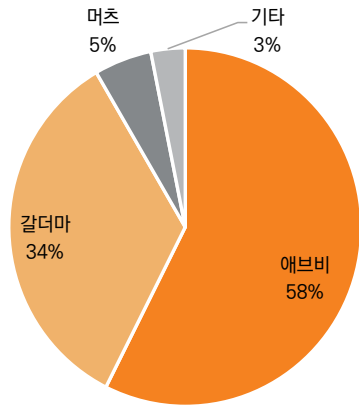
자료: 이벨류에이트파마, 미래에셋증권 리서치센터

그림 42. 제품별 필러 점유율(2023년 기준)



자료: Evaluate Pharma, 미래에셋증권 리서치센터

그림 43. 기업별 필러 점유율(2023년 기준)



자료: Evaluate Pharma, 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 필러 성분에 따른 분류

분류		주요제품	특징
흡수성필러	히알루론산 필러	레스틸렌, 주비덤, 에티피크	미생물 발효를 통해 제조되는 천연고분자효소에 의해 분해가 가능함
	칼슘 필러	레디어스, 페이스팀	치아 또는 뼈에서 발견되는 세리믹계 성분 입자형태로 현탁하여 주입함. 제형이 딱딱하여 시술하기 어려우나 고정이나 유지기간에 좋음
	텍스트 필러	메트리덱스, 제네필덱스	히알루론산 필러에 덱스트라노미어 성분을 섞어서 콜라겐 생성을 자극하여 좀 더 오래 지속됨
비흡수성필러	PMMA 필러	아테콜	인조 뼈를 만드는 데 사용되는 PMMA 성분을 미세구체 형태로 만든 후 콜라겐 용액에 섞은 필러. 미세구체가 끊임없이 콜라겐 형성을 자극하여 반영구적으로 유지됨
	PAAG 필러	아쿠아미드	PAAG는 물 97.5%와 PAAH 2.5%로 구성되어 수분과 만나면 겔화되고 수분을 흡수하여 형태를 유지하려는 성질이 있어 체내 수분교환을 통해 처음 주입한 필러 부피만큼 유지되어 반영구 필러로 사용됨

자료: 산업자료, mditac, 미래에셋증권 리서치센터



### 3) 스킨부스터

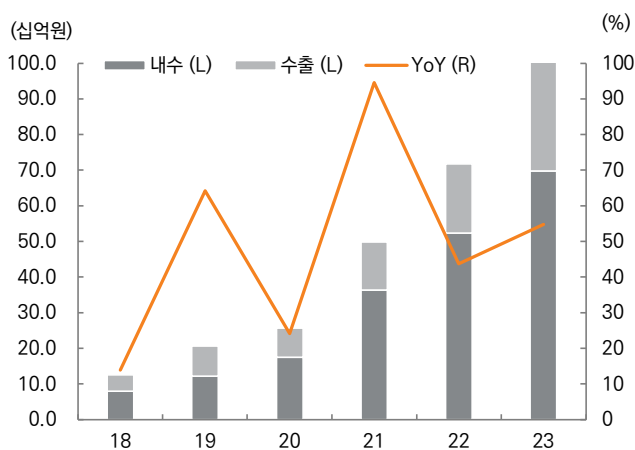
스킨부스터는 피부(skin)와 활성화제(booster)의 합성어로 피부재생을 촉진하는 다양한 유효성분을 피부에 도포하거나 주입하여 피부 상태의 개선을 이끌어내는 제품이다. 피부 톤, 피부 광, 피부 탄력, 수분충전 등의 효과를 제공한다. 시장조사기관인 Grand View Research에 의하면 2022년 10억 달러인 글로벌 스킨부스터 시장은 연평균 10%씩 성장하여 2030년에는 21억 달러 규모로 성장할 것으로 예상된다.

스킨부스터는 ① 피부세포 간 신호 전달을 도와 세포재생을 유도하는 엑소좀, ② 체내 분해 과정에서 콜라겐 생성을 유도하는 PLA 필러, ③ 피부 내 섬유아세포의 활동과 성장을 촉진하는 PN 방식이 있다. 의료기기로 허가를 받은 품목은 직접 주사가 가능하나, 의료기기가 아닌 화장품으로 허가를 받은 경우는 마이크로니들을 통해 피부에 미세한 구멍을 낸 후 도포하는 방식으로 시술이 진행된다.

스킨부스터 시장은 엑소좀이나 PLA 성분 중심의 시장이었으나, 몇 년 전부터 국내시장을 중심으로 PN 성분의 스킨부스터가 빠르게 성장하고 있다. PN 성분은 체내 세포외기질(ECM) 생성을 직접적으로 유도하거나 그 자체로 피부조직으로 성장할 수 있다는 점에서 차별화된다. 세포외기질은 피부 섬유아세포가 성장하는 환경으로, 피부의 중장기적인 탄력 유지에 가장 중요한 역할을 한다는 점이 알려지면서 더욱 주목받고 있다.

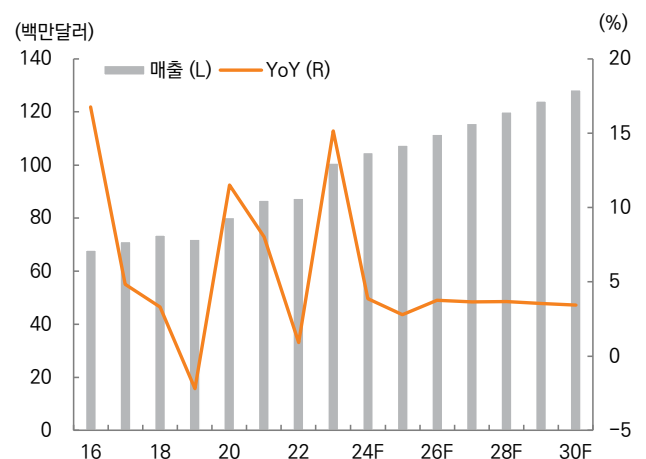
PN 성분 스킨부스터를 대표하는 것이 파마리서치의 리주란이다. 2014년 출시된 리주란이 시장을 선도하며 2023년에는 약 1,100억원의 가까운 매출을 기록한 것으로 추정된다. 2004년에 출시된 전통의 강자였던 갈더마의 PLA 필러인 스컬트라 2023년 매출액 1억달러 수준인 점을 고려하면 상당히 빠른 성장세를 기록하고 있는 것이다. 다만, 2023년 9월부터 PN 기반 스킨부스터들이 대거 출시되고 있는 상황으로 향후 경쟁이 본격화될 가능성이 있다.

그림 44. 리주란 추정 매출 추이



자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 45. 갈더마의 Sculptra 매출 추이



자료: Evaluate Pharma, 미래에셋증권 리서치센터

표 7. 국내 스킨부스터 현황

성분	업체명	대표 제품명	국내 출시일	특징
PN	파마리서치	리쥬란	14년	최초의 국산 스킨부스터로서 선도자우위를 누리고 있음
	한국BMI	릴리이드	21년 8월	일명 물광주사. 총 4종 출시. 흡수가 빨라 효과가 가장 빨리 나타나고 가장 빨리 사라짐(1주일). 피부당김 방지, 숙건조 개선, 염증완화
	파마리서치	리쥬란 HB Plus	21년 10월	기존 리쥬란의 단점인 통증 개선. 국소마취 성분인 리도카인 포함
	비알팜	HP Vitaran	23년 8월	3종 출시. 자체 원료 기반 공급 안정성 강점
	유벤타헬스케어	리즈네	23년 8월	비알팜이 허가 및 제조를 맡고 있음
	코루파마	크리스탈 힐러 PN	24년 7월	PN 함량을 2.5%로 높임
	코루파마	크리스탈 힐러 PN+	24년 8월	PN에 HA 성분이 더해져 피부재생효과에 보습강화효과를 더함
	대웅제약	개발 중	25년 예정	국내 대형 병원과 개발 중. 시지바이오와 공동으로 개발 중
PDRN	파마리서치	리쥬비넥스	15년 1월	최초의 PDRN 제제 스킨부스터.
HA only	바이오플러스	하이알듀-샤인	14년	자체 개발 및 원천 특허기술인 MDM® Technology. MBMT, DMCT기술
	휴젤	바이리즌 스킨부스터 HA	22년 1월	필러 시술 대표 부작용인 '틴들현상' 최소화
	엘러간	스킨바이브	24년 5월	세계 유일 FDA 승인 HA 제제 스킨부스터. 미세주름 등 피부거칠기 개선용. 1회 시술로 최대 6개월간 효과 지속이 특징
	HP&C	업티브	24년 7월	미백, 주름개선, 여드름케어, 재생 및 보습 총 4종의 토피컬 제품
엑소솜	LG화학	ASCE+ SRLV	18년 11월	엑소코바이오로부터 도입해 스킨부스터 시장에 진출. 피부활성 성분과 인체지방세포 배양액추출물, 로즈줄기세포엑소솜이 함유. 동결건조 솔루션
	메디톡스	뉴라덤	20년 2월	안티에이징, 미백, 재생탄력, 진정 등 피부고민별 맞춤 스킨부스터 4종
	휴메딕스	셀엑소솜	20년 2월	AAPE와 식물 유래 엑소솜을 결합해 피부 본연의 에너지 활성화 촉진
	휴코드	HSCM 100	20년 10월	제대혈 유래 줄기세포.
	차메디텍	셀터미	23년 2월	국내 최초 토피컬 스킨부스터
	휴메딕스	셀엑소솜 블랙라벨	23년 6월	기존 줄기세포 배양액 원료인 'AAPE' 함량 1.5배. 엑소솜 시너지 효과를 위해 리포솜 SOD 캡슐 기술 적용
	동국제약	인에이블	23년 7월	주성분은 피부 속 진피층에 존재하는 섬유아세포 배양액. 각종 성장인자를 함유해 콜라겐, 히알루론산, FGF, 엑소솜, 면역인자 등을 피부 속으로 분비
	에이바이오	엑소라인 리쥬브	24년 5월	시카 엑소솜이 주성분. 세계 최초 식물성 시카 엑소솜 활용
PLA (PLLA)	갈더마(스위스)	스컬트라	11년	유지기간(18~24개월)이 주베룩에 비해 비교적 김. 콜라겐 생성 PLLA 주사제 중 유일하게 FDA 승인
PLA (PDLLA)	바임글로벌	주베룩	19년	고분자 PLA와 HA결합시킨 자가조직재생 콜라겐 부스터. 유지기간 12개월 내외. 유지기간은 짧지만 결절 등의 부작용에서 무난
	바임글로벌	주베룩 볼륨	22년 5월	주베룩보다 볼륨감과 리프팅에 한층 더 집중. 입자가 조금 더 커 높은 농도로 조직 깊은 곳에 시술이 가능해 볼륨감을 증가시키는 데에 적합. 유지기간 18~24개월
섬유아세포, HA	필메드(프랑스)	NCTF 135 (필로르가)	14년	일명 샤넬 주사. 유수분 밸런스 개선, 피부탄력 회복 및 피부톤 개선
PDO	울트라브이	울트라콜	21년	FDA, CE, KFDA 인증. 세계 최초 PDO (microsphere) 제조기술로 자가콜라겐 생성. 실리프팅 1427개 효과
세포 배양액	휴젤	바이리즌 스킨부스터 엑서밋	23년 9월	인체 지방 줄기세포 배양액 활용. 피부 주름 개선 및 보습, 미백에 도움
	피케이젠	엑소브이	23년 11월	줄기세포 배양액 활용. 총 4종 출시. 눈가 주름, 수분함량, 표피 탄력 개선 등의 효과
	셀리노	SKIN ExoCel	24년 7월	제대혈 세포 배양액 활용한 스킨부스터
콜라겐	디메드	레티젠	24년 1월	99.9% 타입1형 순수 콜라겐. 콜라겐을 피부에 직접 보충
글리세올린	유벤타헬스케어	글리에보	22년 6월	천연성분 글리세올린으로 만든 스킨부스터

자료: 미래에셋증권 리서치센터

## 피부미용 시장에서 우리나라가 잘 할 수밖에 없는 이유

**Q. 미용 의료기기에서 세계를 선도하는 국산 장비들이 다수 배출되고 있는 이유에 대해서 에너지기반 미용기기가 주파수를 활용하는 경우가 많은데, 우리나라가 예로부터 통신강국이라는 점에서 R&D 인력이 좋았다는 이야기를 들었다. 실제로 우리나라 기업들이 이 분야에서 잘 하는 이유가 무엇이라고 생각하는가?**

**클래시스:** 우리나라 피부미용 산업은 글로벌을 리딩할 수 있는 최적의 환경적 이점이 있다. 실리콘밸리에 IT 인프라가 몰려있는 것처럼 한국은 미용의료 측면에서 최고의 인프라를 보유하고 있다.

첫 번째는 최고의 의료진과 소비자다. 의료진의 수준이나 시술 방법들이 어떤 국가보다 선진화되어 있고, 소비자들도 미용에 대한 이해도가 매우 높다. 그러다 보니 시술 방법이나 에너지기반 미용기기의 기술들이 계속 진화하고 발전하는 것 같다.

두 번째는 R&D 인프라다. 아까 질문 주시면서 하신 말씀이 굉장히 일리 있는 이야기인 것 같다. 최고의 의료진과 고객들의 피드백을 기술로 구현할 수 있는 많은 고급 인력들이 미용 의료 분야로 유입되고 있는 것 같다.

## Q. 의사 입장에서 좋은 장비는 무엇이고 한국기업들의 장점은 무엇인가?

**클래시스:** 일단은 의사 입장에서 좋은 장비라는 것은 이렇게 설명할 수 있을 것 같다. 우리가 오늘 이야기를 나누고 있는 에너지기반 미용기기는 자동차 공장에서 자동차를 만들 때 쓰는 장비처럼 B2B 적인 특징이 있다. 결국 자동차 공장에서 자동차를 만들어서 소비자에게 제공하듯이, 미용 시술은 에너지기반 미용기기의 사용자인 의사가 에너지기반 미용기기를 사용해서 최종 소비자에게 제공하는 서비스다. 따라서 그런 서비스는 최종 소비자가 비용을 지불했을 때 그 이상의 가치를 줘야 한다고 생각한다.

그런데 최근 피부 미용 시술의 트렌드가 바뀌고, 고객들의 기대치가 높아지고 있기 때문에 일단은 최종 고객이 원하는 효과가 나타나야 한다. 그리고 그러한 효과가 안정적으로 담보되고, 다른 사람들이 그런 효과를 알아챌 수 있어야 한다. 이것이 좋은 장비의 아주 기본적인 조건이다. 그 다음에 재정적인 관점에서 투자 자본 대비 이체 수입이 많아져야 서비스를 제공하는 사람 입장에서 좋은 장비가 될 것이다.

한국 시장은 특히나 트렌드에 민감한 시장이고 경쟁이 빠르게 진행되고 있기 때문에, 거기에 맞춰서 시의적절한 솔루션을 제공해줄 수 있는 장비가 좋은 장비의 굉장히 좋은 요건이 된다. 사실 한국 기업들의 장점이 여기에 있다고 본다.

실제로 장비가 새로 출시되어 시장에 빠르게 자리 잡으려면, 의사들이 아무리 잘 사용한다고 하더라도 이 장비가 어떤 기능이 있고 어떤 게 좋은지를 빠르게 시장에 인지시켜야 하는데 한국 기업들이 그런 부분에 강점이 크다. 실제로 동시에 출발을 해도 다른 나라 기업들이 이러한 속도를 따라잡을 수가 없다. 기술적인 차이가 기업간 미미하더라도 속도의 강점은 상당하다. 이런 것들이 극대화된 것이 지금의 한국 미용 의료기기 산업의 위치가 된 것이 아닐까 생각한다.

## M&A 케이스 스터디: 어떤 특징이 기업가치를 높일 수 있을까?

글로벌 피부미용 시장은 빠르게 성장하고 있지만, 의외로 상장된 기업이 손에 꼽을 정도로 적다. 가장 근본적인 이유는 M&A다. 피부미용 시장의 고성장에 베풀었던 사모펀드와 글로벌 초대형 기업들이 몇 년을 주기로 알짜배기 기업들을 M&A하기 때문이다.

그렇다면 어떤 특징을 가진 기업일수록 M&A시 기업가치를 높게 평가받는 것일까? 우리는 이를 위해 지난 10년간 피부미용 기업들의 M&A 사례를 분석하였다. 인수당시 영업적자를 기록하고 있는 기업들을 감안하여 비교지표로 인수가치/매출을 활용했다. 결론적으로 M&A시 밸류에이션과 상관관계가 높았던 것은 의외로 소모품 비중이나 에너지원이 아닌 영업 레버리지 효과 발생 가능성이었다.

지난 10년간의 M&A 사례는 인수가치/매출이 5~6배인 사례와 1~3배인 사례로 구분할 수 있었다. 인수가치/매출이 5~6배의 기업들은 인수직전 매출의 3년 CAGR이 28~41%에 달했는데, 1~3배 기업들은 0~24%에 그쳤다. 또한, 인수가치/매출이 5~6배인 기업들의 매출 총이익률은 70%대를 기록한 반면, 인수가치/매출이 1~3배인 기업들은 48~65%를 기록했다. 즉, 영업레버리지 효과가 발생할 가능성이 높은 구조를 갖춘 기업들의 밸류에이션이 더 높았던 것이다. 우리가 흔히 생각할 수 있는 소모품 비중은 인수가치/매출이 5~6배되는 기업들이 37~60%로 1~3배되는 기업보다 유의미하게 높지는 않았다.

향후에도 피부미용 시장이 성장하는 과정에서 유망한 기업에 대한 M&A가 빈번히 발생할 가능성이 높다. 그럴 때 영업 레버리지효과가 높은 구조를 갖춘 기업은 M&A 될 확률이 상대적으로 높거나, M&A시 좀 더 높은 기업가치로 인정받을 가능성이 있을 것이다.

표 8. 에너지기반 미용기기의 M&A

발표시점	완료시점	피인수기업	인수기업	인수가치 (백만달러)	인수가치/ 매출	인수직전 3년 CAGR 매출 성장률	소모품 비중	GPM	비고
2013-04	2013-05	Alma Lasers	Shanghai Fosun	240			알 수 없음	알 수 없음	
2013-12	2014-01	Solta Medical	Bausch Health	263	1.6	13.5%	49~50%	62~63%	22년 IPO 시도(현재 중단)
2014-06	2014-07	Ulthera	Merz	586	5.0	41.4%	37~53%	71~78%	인수시 OPM 2~8%
2017-02	2017-05	Zeltiq	Allergan	2,309	5.7	46.9%	53~60%	70~71%	Abbvie가 인수
2017-04	2017-07	Syneron Candela	Apax Partners	310	1.0	5.1%	알수 없음	63~65%	21년 IPO 시도(현재 중단)
2017-02	2017-03	Cynosure	Hologic	1,046	2.9	24.2%	80% 대	56~58%	
2019-11	2019-12	Cynosure	Clayton Dubilier & Rice	205					
2023-06	2023-10	루트로닉	Han & Co.	700	2.8	31.8%	6~8%	64~65%	
2024-01	2024-04	Cynosure	루트로닉						
2015-06	2015-10	Lumenis	Xio UK LLP	455	1.6	0.2%	알수 없음	48~59%	
2019-12	2020-02	Lumenis	Baring Private Equity Asia	1,000					
2021-03	2021-09	Lumenis	Boston Scientific	1,070					
2022-01	2022-04	클래시스	Bain Capital	907	6.4	28.4%	40~50%	77~79%	
2023-09	진행 중	이루다	클래시스	177	3.4	38.8%	알 수 없음	52~53%	

주: 매출액은 인수완료 연도 매출 기준, 소모품과 GPM은 인수직전 2년간 수치

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

**Q. 결국 Beauty 산업에서 일정규모가 넘어서면 토탈 솔루션을 제공해야 한다고 생각한다. 글로벌 확장 단계에서 포트폴리오 구축 전략은?**

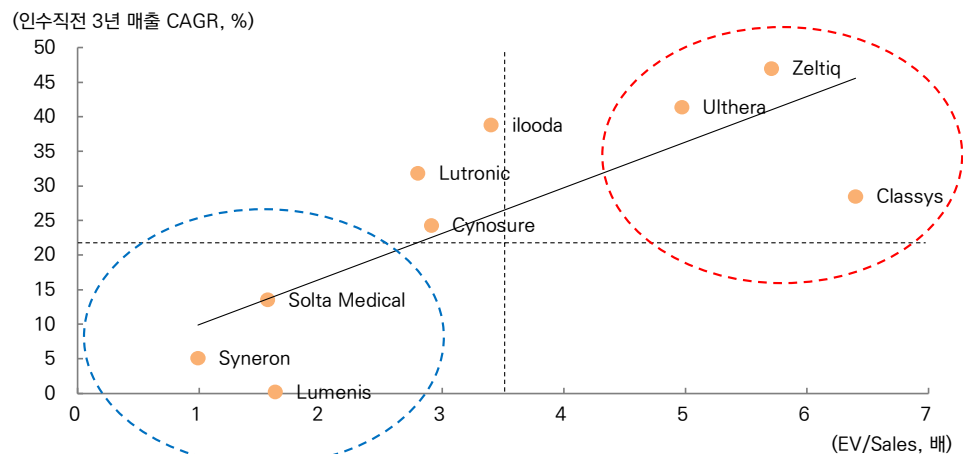
**클래시스:** 어느 정도 동의한다. 제조사 입장에서는 다양한 솔루션을 다 가지고 있는 게 좋을 수도 있다. 그러나 몇 개의 솔루션을 가지고 있으나 보다는 정말 시장의 니즈를 충족할 수 있는 블록버스터급 제품을 몇 개 갖고 있느냐가 훨씬 중요하다고 본다. 우리의 목표는 슈링크 같은 블록버스터 제품을 5개 이상 보유하는 것이 목표다.

현실적으로 의사선생님들이 개원을 할 때 필수장비에 속하는 제품은 꼭 그 브랜드를 구매하고, 그 외 장비는 상황에 맞춰 구입하는 형태가 대부분이다. 우리는 필수 장비가 되기 위해 투자하고 전략적인 우선순위를 두고 있다.

또한, 의미 있게 차별화된 토탈 솔루션을 보유하기 위해서는 각 제품의 개별 경쟁력도 중요하지만, 복합시술을 통해 장비간 연계 가치가 있는지도 중요하다.

이러한 우리의 전략을 실현해 나가는 과정에서 M&A가 필요하다면 추진할 것이다. 우리가 이루다를 합병하려는 이유는 그런 확장의 일환이다. 여기서 M&A는 단순히 기술과 제품의 확장뿐 아니라 지역적 확장도 고려하고 있다. 우리는 향후 5개국 이상에서 직영 체계를 구축하는 것도 중요한 장기 전략 중 하나다.

**그림 46. 주요 미용기기 기업들의 인수 당시 밸류에이션 vs. 인수직전 3년 매출 CAGR 추이**



자료: 미래에셋증권 리서치센터

국가별 시장의 이해

국내 시장

한국은 세계 피부미용 시장을 선도하는 가장 트렌디한 시장이다. 미용 플랫폼에서 전국병원들의 시술후기와 가격들이 실시간으로 비교된다. 국내 대형 미용 플랫폼 3사의 합산 모바일 MAU(3개월 이동평균)는 2020년 1월 39만명에서 2024년 7월 72만명까지 증가했다.

이러한 토양을 바탕으로 새로운 시술법이 탄생하고, 세계로 퍼져간다. 우리는 **국내 피부미용 시장이 지난 4년간 연평균 11%의 성장을 거듭하며 2023년 약 6,690억 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 1만원이하로 시술되는 경우도 있을 정도다.

표 9. 국내 피부미용 시장 규모 추정

(십억원)

	19	20	21	22	23	YoY	CAGR 4년
주사요법	221.1	209.0	266.5	315.7	355.9	12.8%	12.6%
특신 (3개)	127.0	113.2	134.7	159.7	164.6	3.1%	6.7%
필러 (3개)	44.0	43.2	50.7	54.7	72.0	31.6%	13.1%
스킨부스터 (1개)	12.2	17.5	36.3	52.4	69.8	33.3%	54.6%
점유율	83%	83%	83%	85%	86%		
EBD	157.8	143.0	164.7	216.0	250.8	16.1%	12.3%
EBD (7개)	94.7	92.9	115.3	162.0	200.6	23.8%	20.6%
점유율	60%	65%	70%	75%	80%		
기타	62.7	74.5	63.5	83.6	62.4	-25.4%	-0.1%
가슴 보형물 (2개)	27.9	28.9	21.2	34.9	21.7	-37.9%	-6.1%
점유율	56%	58%	60%	62%	64%		
리프팅 실 (1개)	2.3	4.9	6.2	6.5	7.4	13.1%	34.0%
점유율	18%	20%	22%	24%	26%		
전체	441.5	426.4	494.7	615.3	669.0	8.7%	10.9%

주: 괄호의 숫자는 국내 매출이 공개된 기업의 개수  
자료: 미래에셋증권 리서치센터

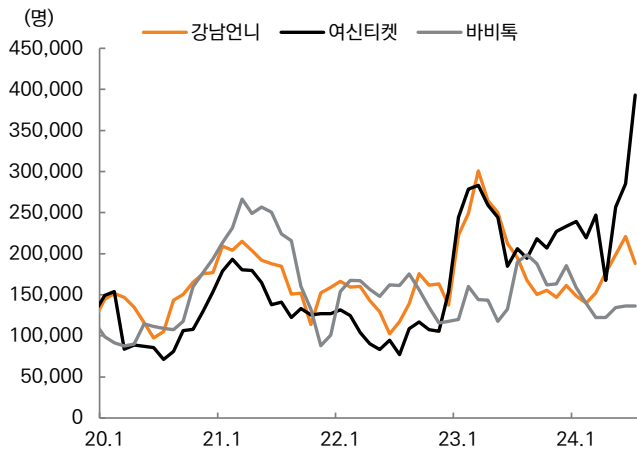


시술 가격이 빠르게 하락할 수 있는 이유는 크게 2가지로 ① **투스애플 같은 네트워크 병원을 중심으로 병원간의 경쟁이 심화되고 있고**, ② **가격경쟁력을 갖춘 국산장비의 시장 점유율 증가하고 있는 것이다**. 전세계에서 이 두 가지를 모두 갖춘 나라는 한국이 유일하다.

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

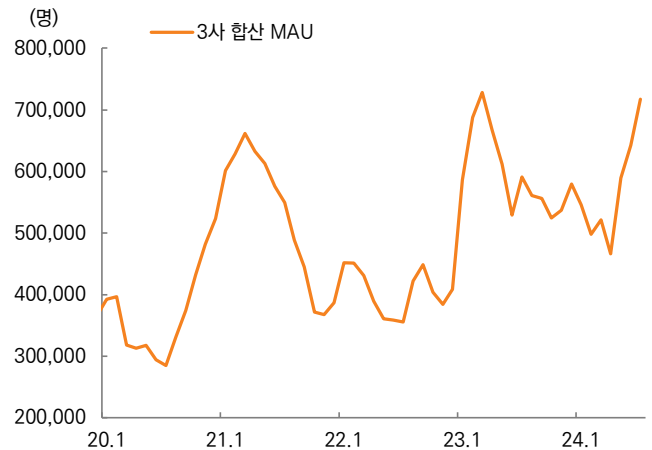
**여전히 글로벌 선도기업 제품은 국내 기업에 비해 높은 가격대를 유지하고 있지만, 국내 제품의 높은 인기는 전체 시술가격을 끌어내리고 있다**. 전세계 톡신 1등 브랜드인 앨러간의 보톡스의 시술가는 50유닛기준 765만원까지도 형성되어 있는데, 한국 시술가는 약 150만원에 불과하다. 모노폴라 고주파 장비의 오리지널 장비인 써마지 역시 600샷 기준 시술가격이 한국이 가장 낮게 형성되어 있다.

그림 47. 미용플랫폼 3사 MAU 추이(3개월 이동 평균)



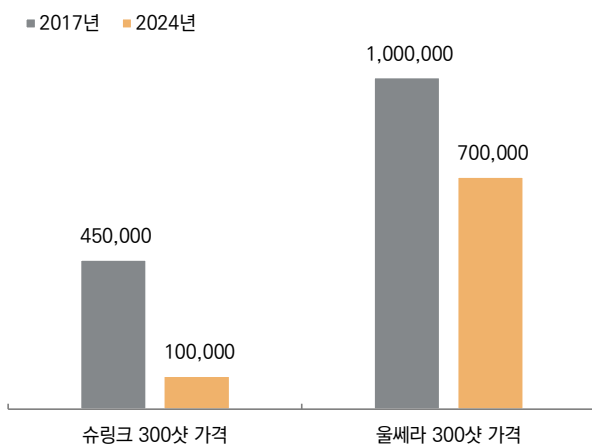
자료: 코리아클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 48. 미용플랫폼 3사 합산 MAU 추이(3개월 이동 평균)



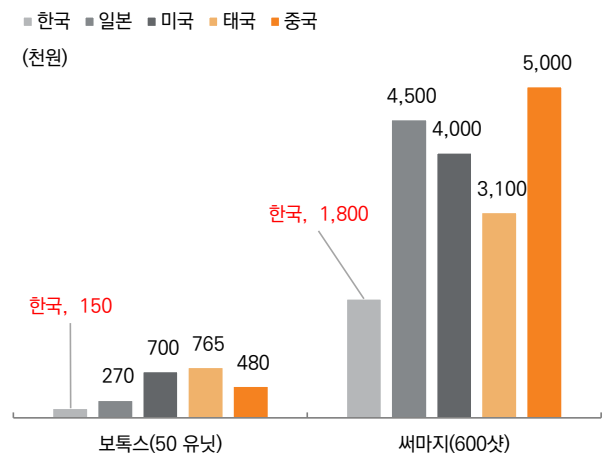
자료: 코리아클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 49. 초음파를 활용한 미용기기의 시술가격 하락 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 50. 주요 국가별 시술 가격 비교



자료: 미래에셋증권 리서치센터

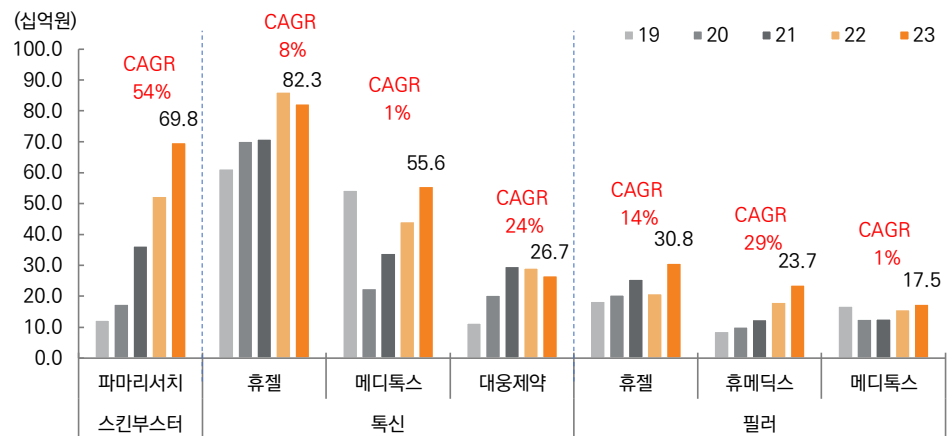
## 1) 주사요법 시장

우리나라에서 가장 큰 시장은 **특신으로 대표되는 주사요법 시장**이다. 2023년 국내 피부미용관련 기업 매출 상위 5개 중 3개가 주사요법 관련 회사일 정도다. 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 복합시술에 많이 활용된다.

**주사요법 중에서 가장 큰 매출은 휴젤의 특신사업으로 2023년 매출이 823억원에 달한다.** 휴젤의 특신 사업 최대 매출은 2022년에 기록한 862억원이다. 그 뒤를 파마리서치의 리쥬란(23년 약 698억원), 메디톡스의 특신사업(23년 556억원)이 잇는다.

성장률 측면에서는 이미 대중화가 진행된 특신보다는 **필러나 스킨부스터의 성장률이 훨씬 높은 편**이다. 특히 파마리서치의 리쥬란은 지난 4년간 연평균 외형 성장이 54%에 달하는 것으로 추정된다.

그림 51. 주사요법 관련 기업들의 국내 매출 추이



자료: 각사, 미래셋증권 리서치센터

## 2) 에너지기반 미용기기 시장

우리나라에서 두번째로 큰 시장은 에너지기반 미용기기 시장이다. **국내 에너지기반 미용기기의 가장 큰 특징은 피부 타이팅/리프팅으로 대변되는 “안티에이징”**이다. 2019년 클래시스의 슈링크가 메가히트를 기록하면서 이러한 트렌드가 빠르게 퍼지기 시작했다. 2023년 에너지기반 미용기기의 매출순위는 클래시스(601억원), 원텍(557억원), 루트로닉(319억원), 제이시스메디칼(268억원) 순이다. 1위, 2위, 4위 모두 피부 타이팅과 리프팅 장비가 주력 제품인 기업이다.

① **안티에이징 장비의 가장 큰 장점은 소모품에 있다.** 23년 클래시스의 장비매출은 268억원에 그쳤지만, 소모품 매출이 333억원에 달했다. 주로 소모품이 없는 레이저 장비가 주력인 루트로닉과 매출 차이가 벌어지는 가장 큰 이유다.

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.

그림 52. EBD관련 기업들의 국내 매출 추이

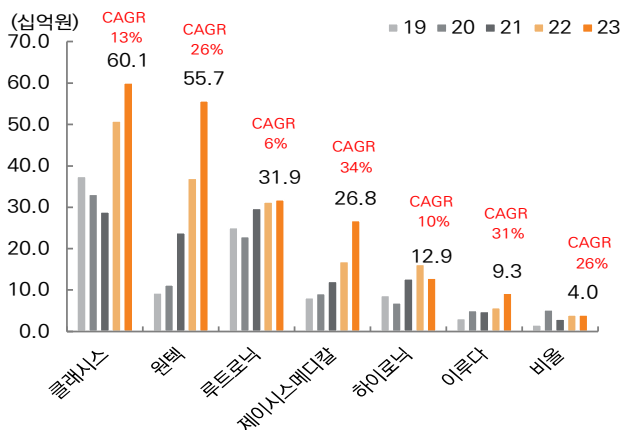
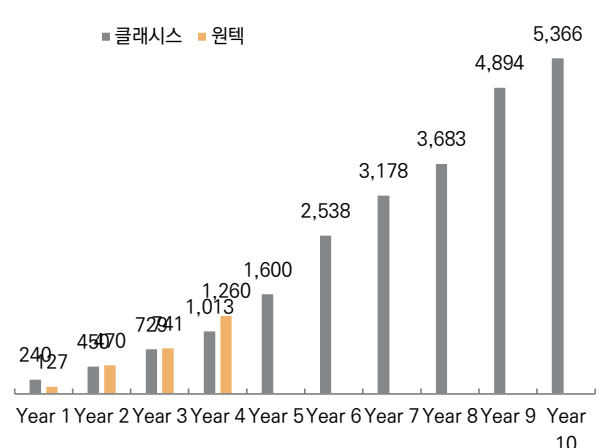


그림 53. 클래시스와 원텍의 국내시장의 누적 장비판매 추이



자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

### 3) 늘어나는 공급과 치과용 임플란트 Case Study

피부미용에 대한 인기가 높아지면서 피부과 시술이 가능한 병원이 지속적으로 증가하고 있다. 2024년 상반기 기준 우리나라 피부과 전문의 숫자는 약 2,400여명이다. 그런데 우리나라에서 피부과 진료가 가능한 병원은 1.7만개에 달한다. 이는 우리나라 병원(치과 및 한의원 제외)의 약 46%의 의료기관에서 피부과 진료가 가능하다는 의미다.

이런 숫자가 가능한 이유는 **2024년 상반기 기준 피부과 전문의가 아님에도 피부과를 진료과목으로 신고한 병원이 1.5만개에 달하기 때문이다**. 이는 내과에 이어 2번째로 많은 수치다. 피부과 진료를 하는 병원은 꾸준히 증가하고 있는데 2021년말대비 2년 6개월만에 799개의 병원이 증가했다.

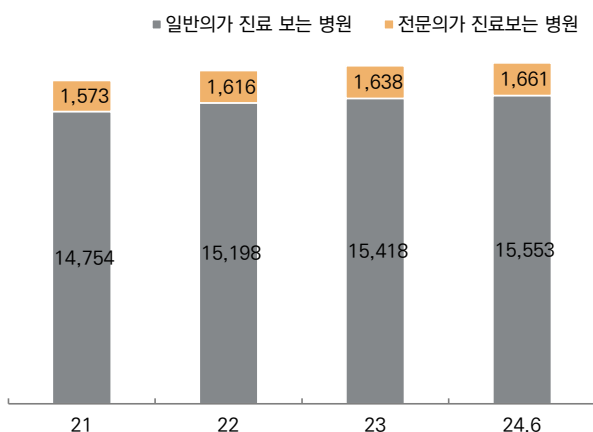
이런 상황에서 의대정원은 증가하였고, 한의사의 피부미용 시술에 대해서도 논의가 진행 중이다. 앞으로 피부과 시술이 가능한 병원은 지금보다 더 증가할 가능성이 높아 보인다. 그렇다면 피부과 시술이 가능한 병원이 증가하는 것은 산업관점에서 어떤 의미가 있을까?

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 시술 가격이 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?

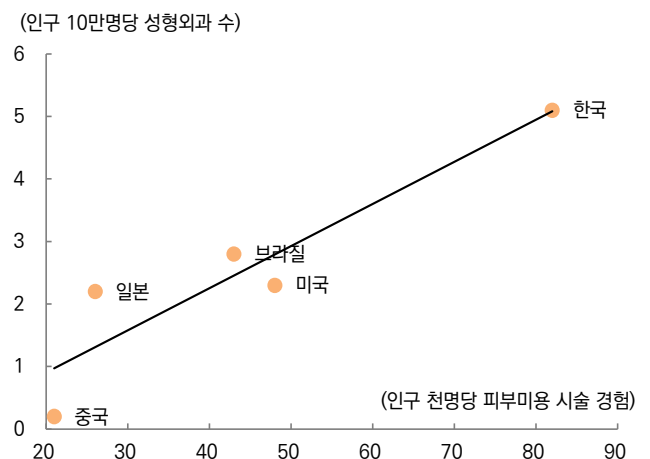
국내 기업이 본격적으로 치과용 임플란트 시장에 진입하던 2010년대는 외국 브랜드가 시장을 장악하고 있었고, 임플란트 가격은 400~500만원 대로 형성되어 있었다. 당시 우스갯소리로 임플란트 시술을 받으면 입안에 종고차 한 대를 넣고 다닌다는 말을 할 정도였다.

그림 54. 국내 주요 진료과목별 병원 수



자료: HIRA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 55. 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 의사수를 대폭 증가시켰다. 현재 우리나라는 임플란트 시술 가능한 치과의사 비중이 80% 이상으로 20~40%에 그치는 다른 국가들을 압도한다.

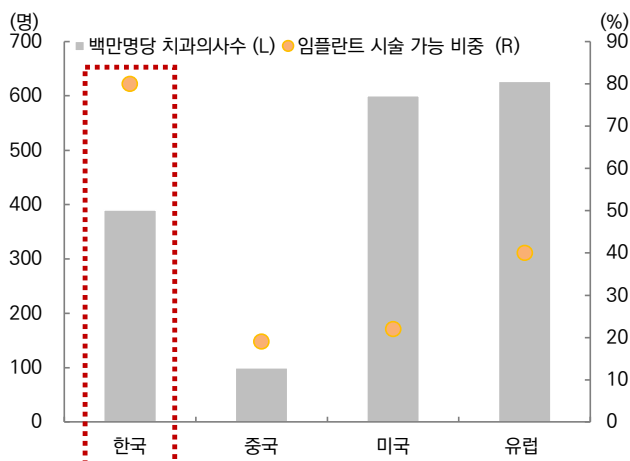
또한, 국내 기업들은 400~500만원에 달했던 임플란트 가격을 크게 하락시켰다. 치과에 방문해서 의사가 임플란트 치료를 권유할 때 외국 브랜드보다 절반 가까이 가격이 저렴한 국내 제품의 존재는 마케팅적으로 상당한 가치가 있었다. 당연히 임상적 근거를 확보하는 노력도 병행되었다.

그 결과 우리나라의 임플란트 만명당 임플란트 식립비율은 다른 나라와 비교가 되지 않을 정도로 많다. 2017년 스트라우만에서 발표한 자료에 의하면 우리나라의 인구 만명당 임플란트 식립률은 632개로 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.

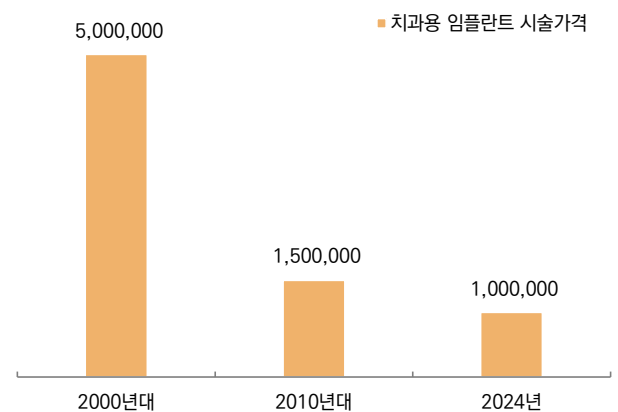
공급이 증가하는 상황에서 산업 성장을 이루어 낸 치과용 임플란트 시장의 교훈은 기억할 필요가 있다. 가격은 떨어졌지만, 그보다 시장의 파이가 커진 효과가 훨씬 컸다. 여기서 중요한 것은 **의사들의 충성도를 높이는 수단으로써 “교육 프로그램과 세미나”의 가치를 이해하는** 것이다.

그림 56. 주요 국가의 임플란트 시술 가능 의사 비율



자료: 오스템임플란트, 미래에셋증권 리서치센터

그림 57. 임플란트 가격하락을 주도한 국내 치과 기업

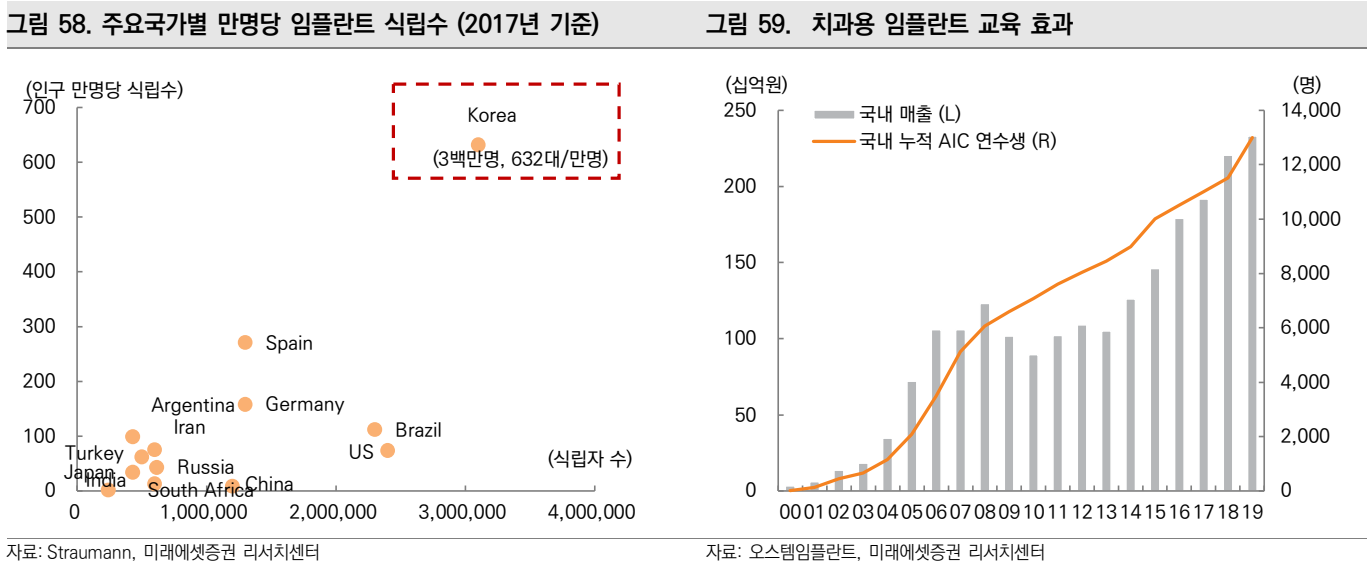


자료: 미래에셋증권 리서치센터

교육 프로그램은 임플란트 기술이 가능한 치과의사를 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, 업데이트 한다.

병원이 늘어나는 상황에서 고객의 충성도를 유지시키는 것은 매우 중요하다. 특히 **주사요법**이나 **안티에이징 관련 에너지 기반 미용기기**는 **주기적으로 사용되는 소모품** 혹은 **소모품적 특성**이 있기 때문에 **신규 고객을 유치하는 것만큼 기존고객의 충성도를 유지시키는 것이 중요하다**. 따라서 피부미용업체들은 의사들을 대상으로 한 교육 프로그램과 세미나 역량을 강화시켜야 할 것이다.

더불어, 피부미용 시장은 치과와 달리 소비재(B2C) 성향이 더 강한만큼 브랜딩과 마케팅에 대한 역량도 키워 나가야 한다. **의사를 대상으로 한 교육프로그램과 세미나, 그리고 B2C 마케팅 역량은 공급 증가 시대를 맞아 그 중요성이 더욱 커질 것으로 예상된다**.



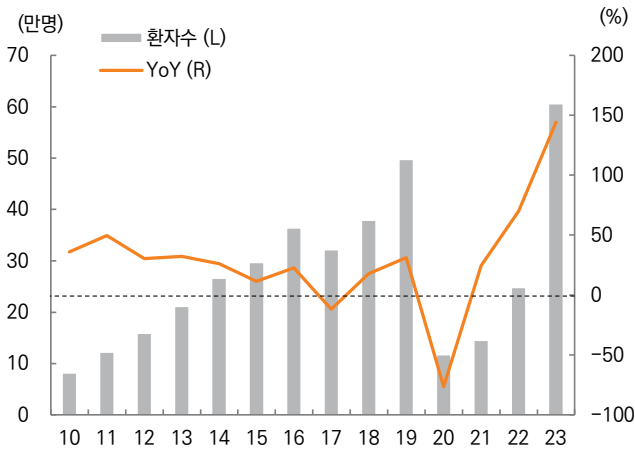


#### 4) 이제 외국인 환자는 피부과 시술을 받으러 한국에 온다

외국인 환자 입국은 팬데믹으로 잠시 주춤했으나, **2023년 역대 최대실적인 60.6만명을 넘어 서면서 길고 긴 팬데믹의 암흑기를 벗어났다**. 외국인 환자 통계가 2023년 역대 최대치를 경신한 것도 중요하지만 더 주목할만한 요소가 있다. **피부과의 위상이 크게 상승했다는 것이다**. 우리나라를 대표하는 진료과는 2014년부터 줄곧 외국인 환자 진료 통계 1위를 유지해온 성형외과다. 강남 일대에서 성형시술로 인해 마스크를 쓰거나 얼굴이 부은 채로 돌아다니는 외국인을 보는 것은 그리 어렵지 않은 일이다.

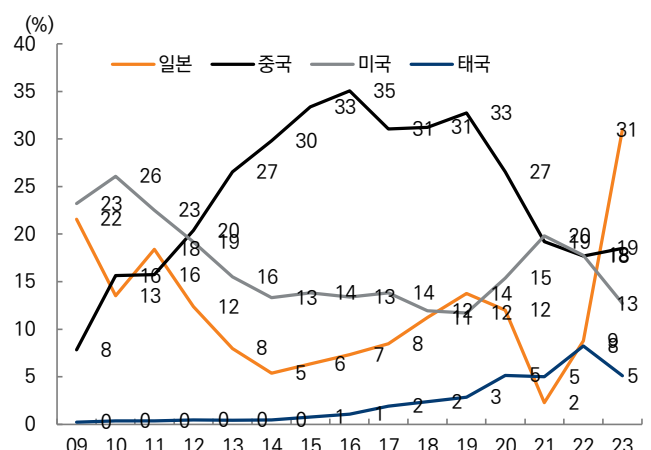
그런데 2023년 통계에서 피부과가 10년만에 그것도 상당한 차이로 1위로 올라섰다. 19년 보다 19만명이 더 몰린 24만명이 피부과로 몰리며 전체 진료의 35%를 차지한 것이다. 단일 진료과가 이렇게 높은 비율을 차지한 것은 외국인 환자 통계가 기록된 이래 최초다. **이제 외국인은 한국에 피부과 시술을 받기 위해 방문한다고 해도 과언이 아니다**.

그림 60. 외국인 환자 추이



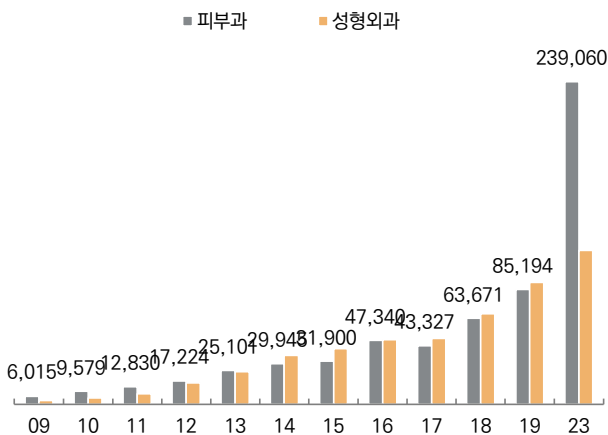
자료: 국제의료정보포털, 미래에셋증권 리서치센터

그림 61. 주요 국가별 외국인 환자 비중 추이



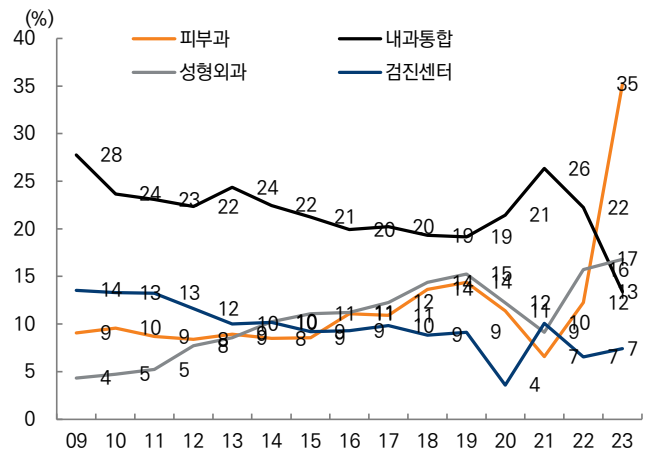
자료: 국제의료정보포털, 미래에셋증권 리서치센터

그림 62. 피부과와 성형외과 진료받은 외국인 추이



자료: 국제의료정보포털, 미래에셋증권 리서치센터

그림 63. 외국인 환자가 받는 진료과별 비중



자료: 국제의료정보포털, 미래에셋증권 리서치센터

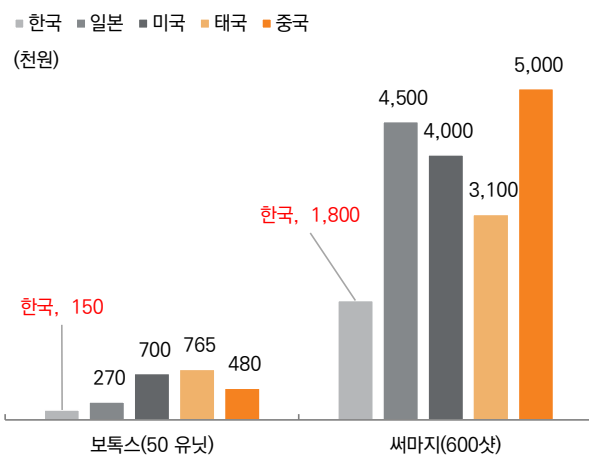
외국인 환자의 피부과 쏠림현상의 1등 공신은 의외로 일본이다. 23년 입국한 일본인 환자 18.8만명 중 64%인 12만명이 피부과 진료를 받았고, 이는 전체 피부과 진료를 받는 환자의 51%에 해당한다.

최근 일본에게 불리한 환율을 고려할 때 일본인의 피부과 집중현상은 의미가 크다. 그만큼 불리한 환율을 극복할 만큼 일본인에게 우리나라 시술가격은 매력적인 것이다. 일본에서 10~30만원하는 독신도 한국에서는 이벤트를 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.

미국과 태국인의 피부과 진료 증가도 인상적이다. 미국은 19년보다 2.6배가 증가한 1.7만명, 태국은 19년보다 무려 9배가 증가한 1.4만명이 피부과를 찾았다. 특히 태국은 최근 국내 에너지기반 미용기기 업체들의 수출이 크게 증가하고 있다는 점에서 더 주목할만 하다. 태국 현지에서 국내 제품의 인기가 높고, 이 과정에서 한국에 직접 시술을 받으러 방문하는 선순환이 일어나고 있는 것이다.

다만, 전통적으로 외국인 환자수 1위국가였던 중국의 부진은 아쉽다. 중국의 23년 전체 환자는 가장 피크였던 19년 16만명보다 5만명이 작은 11만명을 기록했다. 이는 2번째 피크였던 16년 13만명보다도 작다. 피부과는 19년보다 8,700명이 증가한 4.5만명을 기록했지만, 성형외과를 찾는 환자가 19년보다 2만명이 감소하며 19년의 절반수준으로 떨어진 것이다. 물론 작년 중국에 락다운 및 경기둔화 이슈가 있었다는 것은 감안해야 할 것이다

그림 64. 주요 국가별 시술 가격 비교



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 65. 강남언니를 통해 병원을 찾은 일본 고객 추이

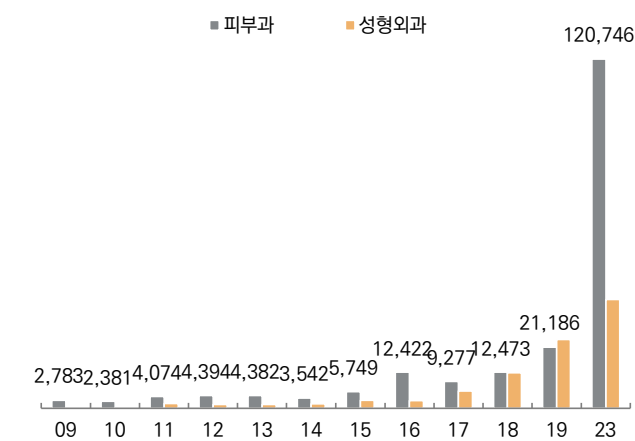


자료: 힐링페이퍼, 미래에셋증권 리서치센터

23년은 역대 최고 실적을 경신했지만, 19년대비 복합 성장률을 계산하면 연평균 5% 성장에 불과한 수치다. 23년에는 기존 주요 방문 국가였던 중국이 락다운과 경기침체 영향이 있었고, 러시아는 우크라이나와 전쟁 중이라 팬데믹 이전 외국인 환자 수으로 빠르게 정상화되기 어려웠다. 19년 이전 지난 10년간 외국인 환자는 연평균 23.5%의 성장을 거듭해왔다는 것을 기억할 필요가 있다. 19년 이전 5년간 연평균 성장률도 13%에 달했다.

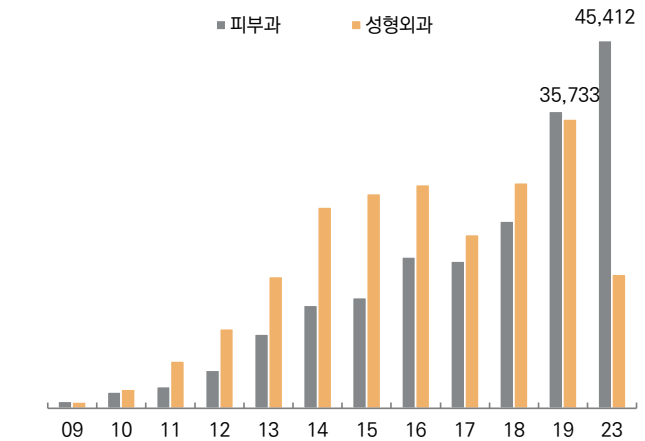
23년을 기점으로 피부과는 우리나라를 대표하는 외국인 진료과로 거듭났다. 특히 피부과 시술은 3~6개월 단위로 시술받아야 한다는 점에서 재방문을 유도할 수 있다는 것이 긍정적이다. 이는 갑자기 급등한 일본인 환자 수를 일정부분 설명할 수 있을 것이다. 향후 중국과 러시아 수요까지 정상화된다면 피부과의 성장은 더 가파르게 진행될 가능성이 존재한다. 증가하는 외국인 피부과 시술수요는 국내시장의 중요한 성장동력 중 하나다.

그림 66. 일본인 환자의 피부과 및 성형외과 진료 추이



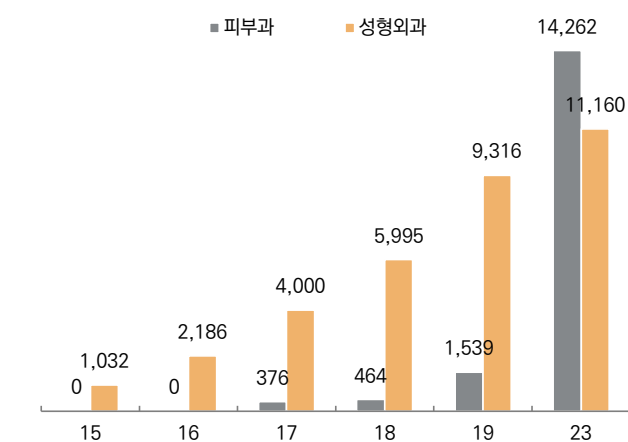
자료: 국제의료정보포털, 미래에셋증권 리서치센터

그림 67. 중국 환자의 피부과 및 성형외과 진료 추이



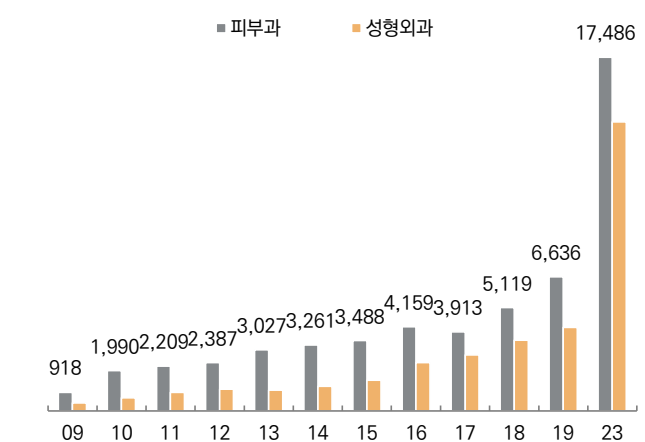
자료: 국제의료정보포털, 미래에셋증권 리서치센터

그림 68. 태국 환자의 피부과 및 성형외과 진료 추이



자료: 국제의료정보포털, 미래에셋증권 리서치센터

그림 69. 미국 환자의 피부과 및 성형외과 진료 추이



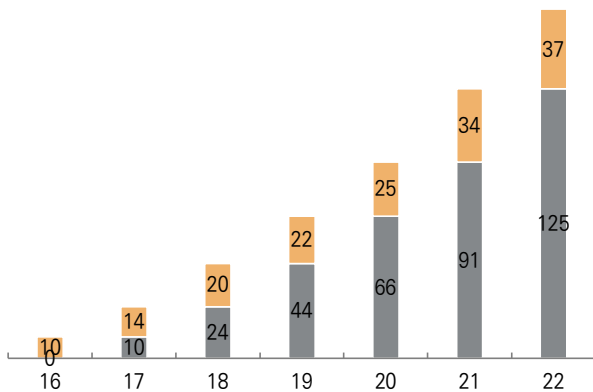
자료: 국제의료정보포털, 미래에셋증권 리서치센터

### 5) 병원도 수출한다, 한국의 노하우를 세계로

국내 미용 시장이 고성장을 거듭함에 따라, 국내시장에서 쌓은 노하우와 자금을 바탕으로 해외진출을 시도하는 의료기관도 늘어나고 있다. 2022년까지 의료기관의 해외진출 사례는 총 162건이 신고되었다. 신고된 진료과의 60% 이상이 피부과, 성형외과, 치과 등 비급여 진료과이며, 이 중 피부과 및 성형외과 비중이 42%를 차지하고 있다.

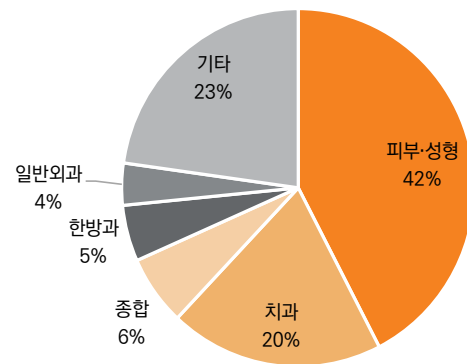
진출 지역은 중국(39%)과 베트남(15%)로 절반 이상을 차지했다. 진출방식으로는 MSO 형태의 운영컨설팅(37%)이 가장 많았고, 직접 진출이 31%, 종사자 파견이 15%를 차지했다.

그림 70. 국내 의료기관 해외진출 신고건수 추이



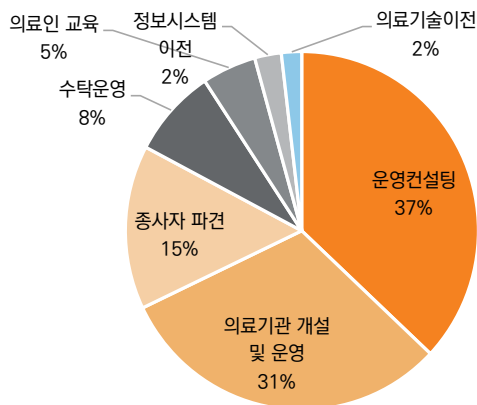
자료: 국제의료정보포털, 미래에셋증권 리서치센터

그림 71. 국내 의료기관 진료과별 해외진출 통계



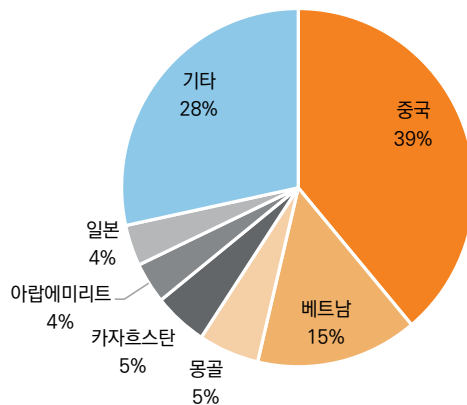
자료: 국제의료정보포털, 미래에셋증권 리서치센터

그림 72. 국내 의료기관 해외진출시 진출방식 통계



자료: 국제의료정보포털, 미래에셋증권 리서치센터

그림 73. 국내 의료기관 해외진출 국가 통계



자료: 국제의료정보포털, 미래에셋증권 리서치센터

**Q. 치과용 임플란트 시장에서는 교육시스템이 특히 중요한데, 미용기기 시장도 교육 프로그램을 운영하는가?**

**클래시스:** 물론이다. 우리 시장에서도 교육이 굉장히 중요하다. 처음 장비를 도입할 때 먼저 교육을 하고, 더 중요한 부분은 의사선생님들마다 시술 방식이 조금씩 다르다. 그래서 좋은 시술법을 공유할 수 있게 장을 열어 드린다.

그림 74. 클래시스의 2023 User Night



자료: 클래시스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 75. 에너지기반 미용기기 시술법 교육

<p><b>Ultraformer MPT (Beginner + Advanced)</b></p> <p>The only official Ultraformer MPT course from Medsystems</p> <p>003:40 120 DAYS</p> <p>RS 2299.00 10x RS229.90</p> <p><a href="#">see details</a></p>	<p><b>Ultraformer MPT</b></p> <p>Are you ready to elevate your skills and provide your clients with r...</p> <p>002:00 120 DAYS</p> <p>RS 1200.00 10x 120.00</p> <p><a href="#">see details</a></p>	<p><b>Ultraformer MPT - Advanced</b></p> <p>Are you ready to elevate your skills and provide your clients with r...</p> <p>001:40 120 DAYS</p> <p>RS 1599.00 10x 159.00</p> <p><a href="#">see details</a></p>
------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

자료: Medsystems, 미래에셋증권 리서치센터

## 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 추정**된다. 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.

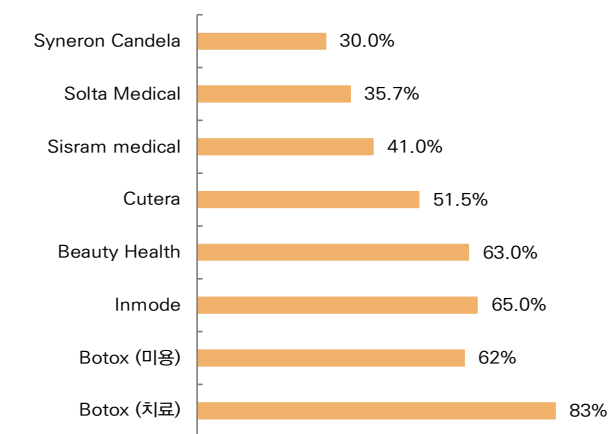
미국은 전세계에서 가장 의료비용이 높은 국가인만큼 비급여 가격수준도 높게 형성되어 있고, 세계최고 수준의 기술과 인력이 몰려 있다. 그러다보니 단순히 규모가 큰 시장일 뿐 아니라, **미국에서 1등이 진짜 세계 1등이라는 상징성이 큰 국가다**. 글로벌 미용관련 기업 매출의 상당부분이 미국 단일 국가에서 발생하고 있으며, 특히 고가의 시술법이나 새로운 시술법을 도입한 기업일수록 미국 매출은 크게 증가하는 경향이 있다.

표 10. 미국 피부미용 시술 통계 및 시장 규모 추정

	성형외과 전문의 (비중)	피부과 전문의 (비중)	합산 (비중)	가격(달러)	규모 (십억달러)
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

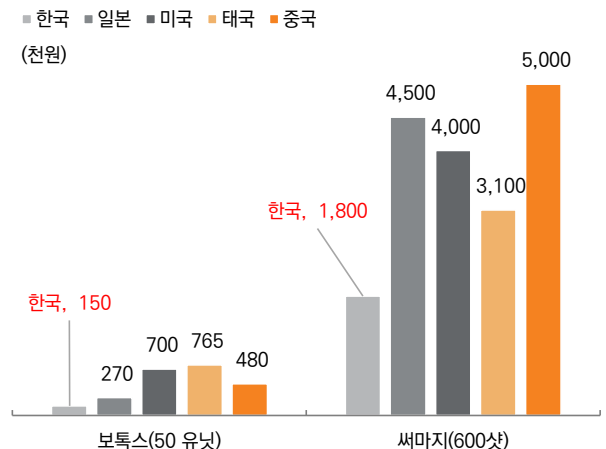
주: ASDS 통계는 2019년까지 공개되어 있어, ASPS 통계의 성장률을 적용하여 추정한 수치  
자료: ASPS, ASDS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 76. 주요 미용 기기 기업의 미국 매출 비중



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

그림 77. 주요 국가별 시술 가격 비교



자료: 미래에셋증권 리서치센터



미국 시장의 가장 큰 특징은 다른 어느 나라보다도 주사제의 인기가 높다는 것이다. 미국 피부미용 전체 시술/수술 중 53%가 주사요법이다. 전세계톡신 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 특징이 있다.

그림 78. 주요국가의 피부미용 시술 비중 (2023년 기준)

그림 79. 미국의 피부미용 수술/시술 비중

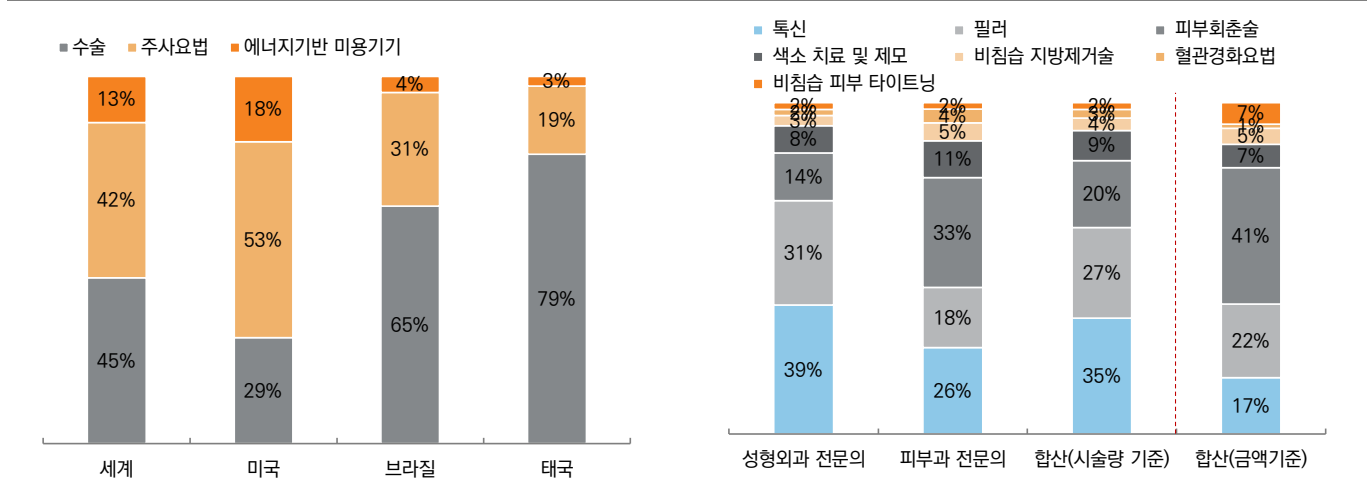
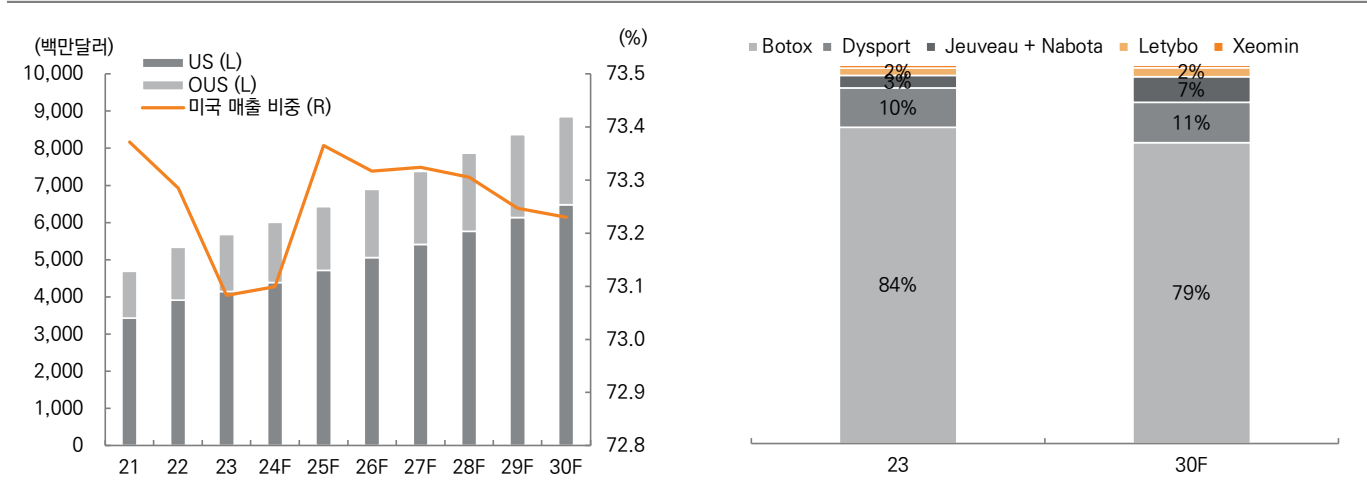


그림 80. Abbvie의 톡신 브랜드인 Botox 매출 전망

그림 81. 주요 톡신 기업의 점유율

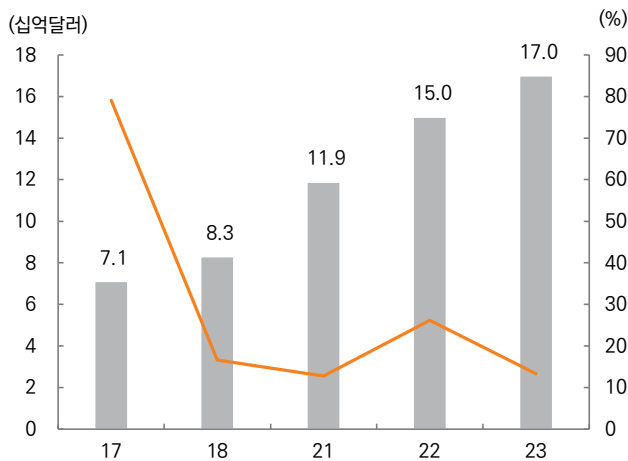


### 1) 가장 뜨거운 시장인 Medical Spa

현재 미국 피부 미용시장에서 가장 중요한 시장은 의료기능에 집중한 스파인 Medical Spa 일명 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 10만명에 달한다. 2023년에는 전년 대비 15% 증가한 3,226만 회의 시술이 Medspa에서 이루어졌다. 성형외과 및 피부과 전문 의가 수행한 미용 시술이 3,500만건이라는 점을 고려하면 상당한 비중의 미용 시술이 Medspa에서 이루어짐을 짐작할 수 있다.

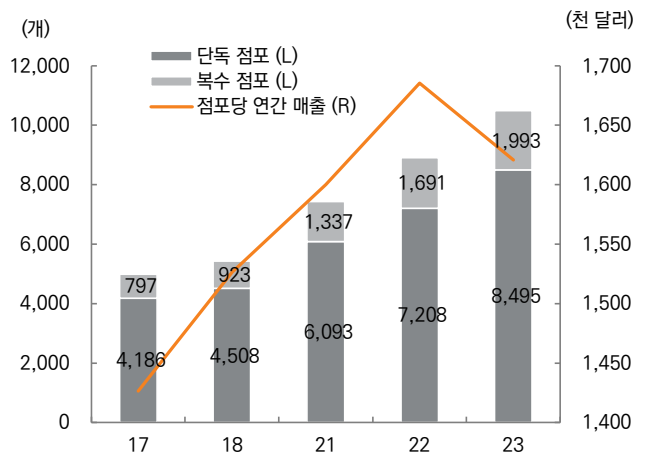
수요의 질도 좋다. 고객 반복 방문율이 18년 66%에서 23년에는 73%로 증가하였다. 메드스파를 찾는 고객 중 남성의 비중도 높아졌으나, 여전히 고객의 88~89%는 여성이다. 여성고객의 절반 이상은 구매력이 있고, 미용시술 효과가 가장 큰 35~54세다. 1회 시술당 평균 지출 비용은 527~536달러다. 특신, 제모, 색소치료 등의 비중이 높고, 최소침습시술 중에서는 마이크로니들 고주파 시술의 인기가 좋다고 한다.

그림 82. 미국 Medspa 시장 규모



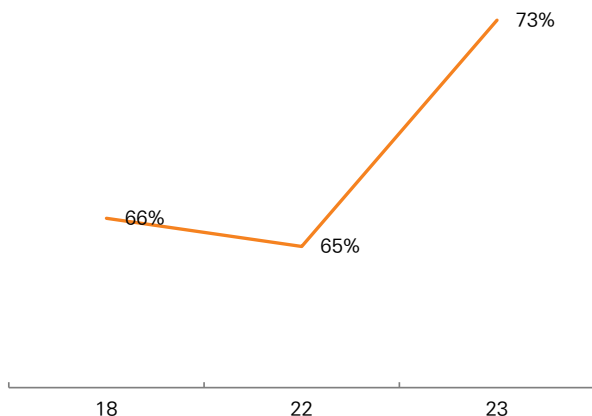
자료: AmSpa, 미래에셋증권 리서치센터

그림 83. 미국 Medspa 개수 및 점포당 연매출 추이



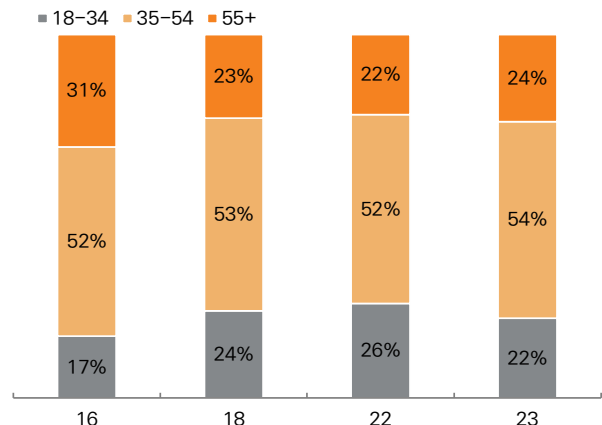
자료: AmSpa, 미래에셋증권 리서치센터

그림 84. 메드스파 고객 반복 방문율 추이



자료: AmSpa, 미래에셋증권 리서치센터

그림 85. 메드스파를 이용하는 여성고객의 연령별 비중



자료: AmSpa, 미래에셋증권 리서치센터

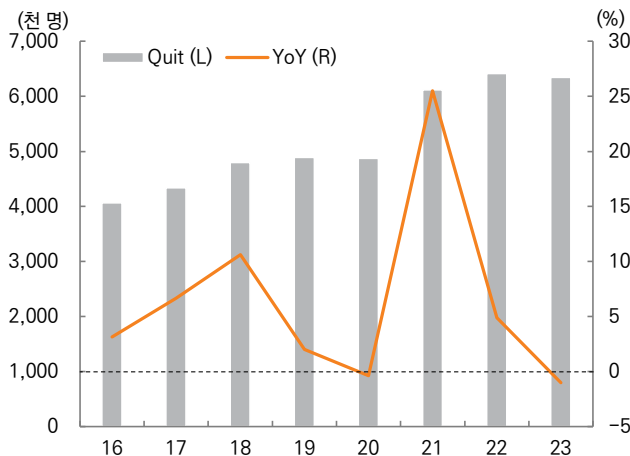
메드스파가 폭발적으로 성장할 수 있는 이유는 미국에서는 의사가 아닌 임상 간호사 (Nurse Practitioner) 및 간호사(Registered Nurse), 피부관리사(Esthetician), 의사보조원 (Physician Associate) 등도 메드스파를 설립하고 의사의 관리 감독 하에 피부미용시술을 수행할 수 있기 때문이다.

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.

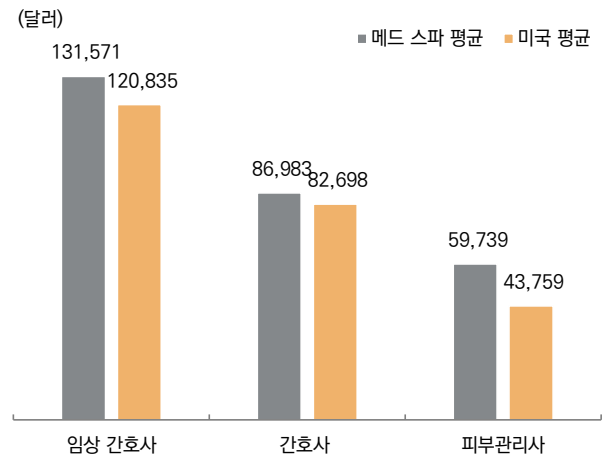
사모펀드의 자금이 유입되면서 KKR이 투자한 미국 16개 주에 40개 지점을 보유한 Skinspirit나 Leonard Green & Partners이 투자한 미국 39개주 370개 지점을 보유한 Milan Laser Hair Removal처럼 대형화된 Medspa도 등장하고 있다.

그림 86. 미국 의료인력의 퇴사 추이



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

그림 87. 의료인력의 메드스파 vs. 미국 평균 연봉 비교



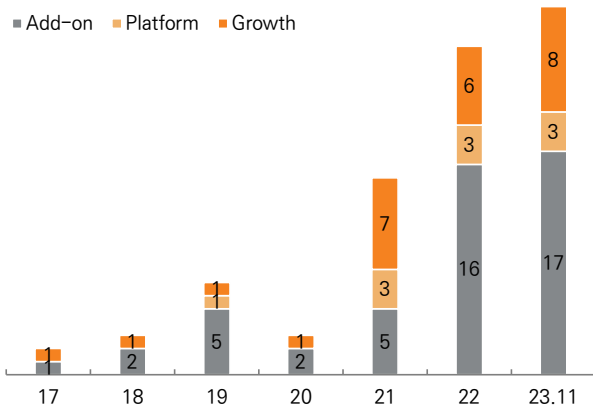
자료: AmSpa, nursinglicensemap.com, indeed.com, 미래에셋증권 리서치센터

Medspa의 대형화는 지속될 가능성이 높아 보인다. 피부미용 시장을 선도하는 국내 시장의 경우도 전국 28개의 뽐 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.**

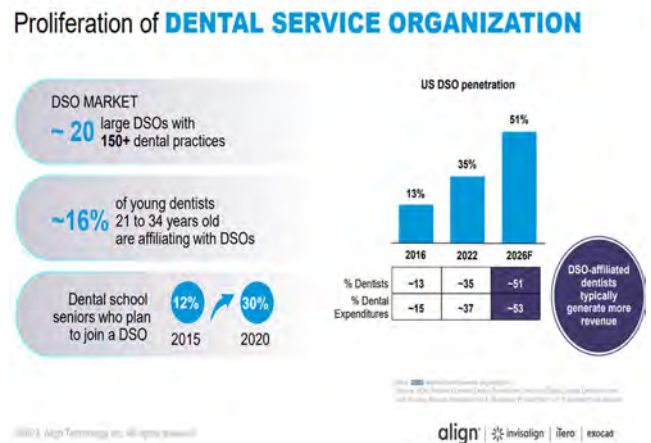
아직 사모펀드 소유의 메디컬 스파가 전체의 3%에 불과한 것으로 알려진 만큼, Medspa의 몸집 불리기는 앞으로도 지속될 가능성이 높아 보인다.

그림 88. 미국 사모펀드의 Medspa 관련 투자 추이



자료: Pitchbook, 미래에셋증권 리서치센터

그림 89. 미국 치과의사의 35%를 점유하고 있는 DSO



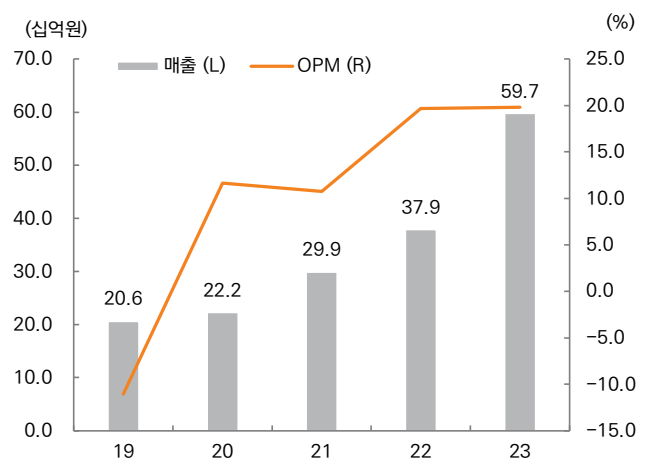
자료: ALGN, 미래에셋증권 리서치센터

그림 90. 미국 16개주 40개 지점을 보유한 SkinSpirit



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 91. 뽐클리닉을 운영하는 MSO인 진이어스의 실적



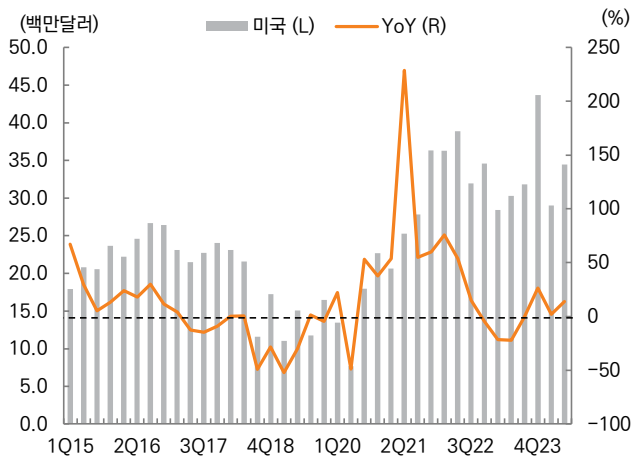
자료: DART, 미래에셋증권 리서치센터

## 2) 국내 의료기기 기업 동향과 미국시장 침투전략

미국은 국내 에너지기반 미용기기와 특진 모두 가장 많은 수출을 기록하고 있는 국가다. 에너지기반 미용기기에서 미국은 지속적으로 수출 1위를 기록해왔다. 2023년말 기준 에너지기반 미용기기 전체 수출에서 14.2%를 차지하고 있다. 최근 국내 에너지기반 미용기기 기업들은 M&A 열풍이 거세다. 제이시스메디칼이 프랑스계 글로벌 사모펀드인 아키메드에 인수되었고, 루트로닉과 클래시스가 각각 Cynosure와 이루다와 합병을 진행 중이다.

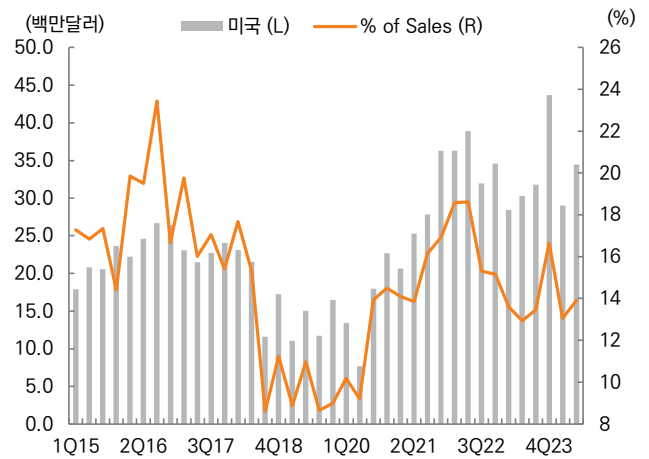
에너지 기반 미용기기 기업들은 M&A 이후 세계 최대 시장인 미국에 집중할 가능성이 매우 크다. 시장규모와 레퍼런스, 다른 시장으로의 파급효과 등을 고려할 때 기업가치 상승을 위해 단연코 제일 중요한 시장이기 때문이다. 이로 인해 수출시장으로서 미국의 위상은 더 커질 가능성이 높다.

그림 92. 국내 미용기기 기업의 미국향 수출 추이



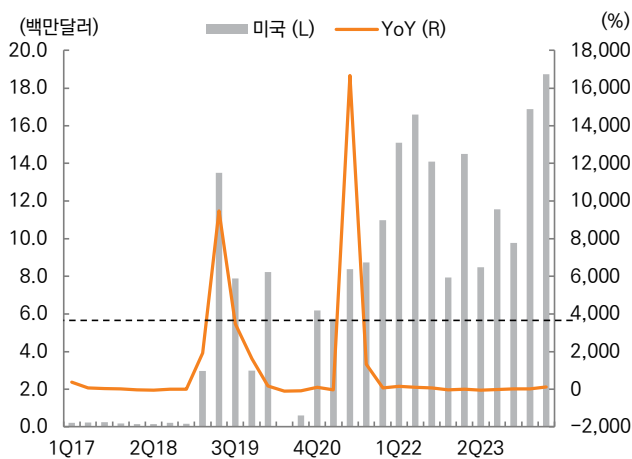
자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 93. 국내 미용기기 기업의 미국향 수출 추이



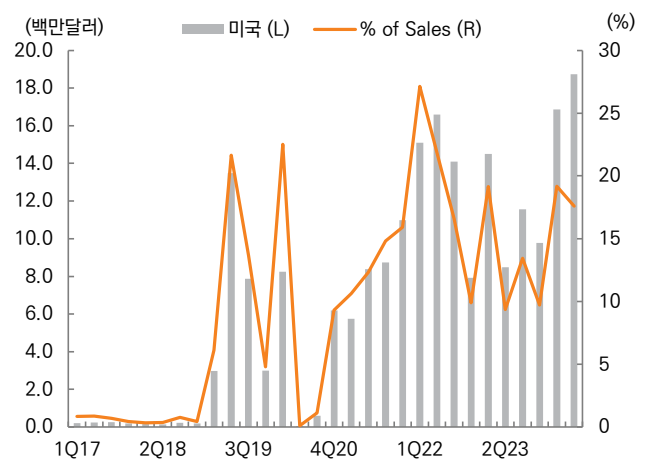
자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 94. 국내 특진 기업의 미국향 수출 추이



자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 95. 국내 특진 기업의 미국향 수출 및 전체 수출대비 비중



자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

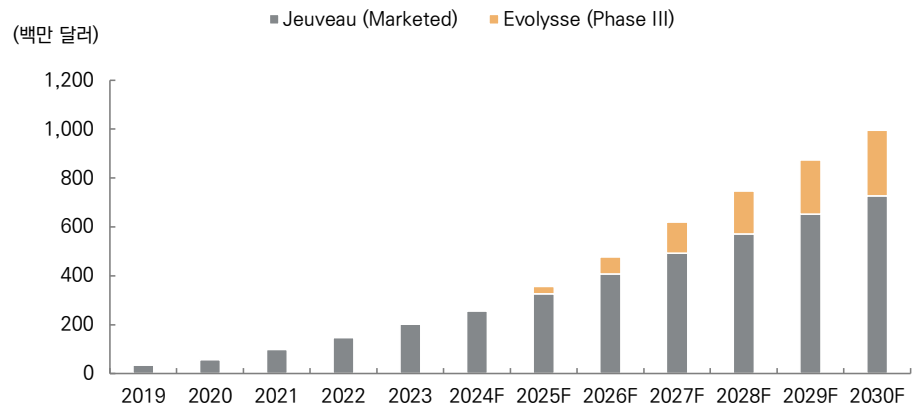
특신도 19년 대웅제약(파트너사 에볼루스)의 주보가 미국 수출을 본격화하면서 현재 중국을 재치고 특신 수출 비중 1위 국가로 성장했다. 휴젤의 레티보가 2024년 8월부터 수출되기 시작함으로써 향후 미국 수출량 및 비중은 더욱 증가할 가능성이 높다. 특히 미국에서 특신과 필러가 차지하는 위상을 고려할 때 향후 성장성이 더 기대되는 국가이다.

표 11. 국내 특신 기업의 미국 진출 현황

기업명	휴젤	메디톡스	대웅제약
제품명	레티보(Letybo)	이노톡스, MT10109L	주보(Jeuveau)
허가 진행 상황	2024.02 판매허가	MT10109L FDA 사전 심사 거절	2019. 02 판매허가
파트너사	베네브	Allergan으로 부터 반환	Evolus
비고		향후 직접판매 예정	

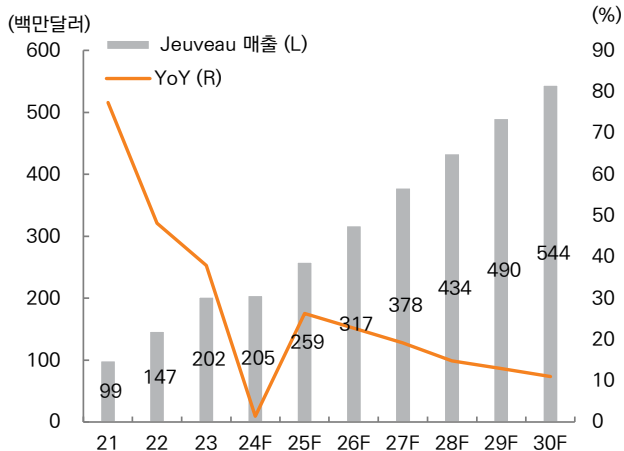
자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 93. Evolus 연간 실적 전망



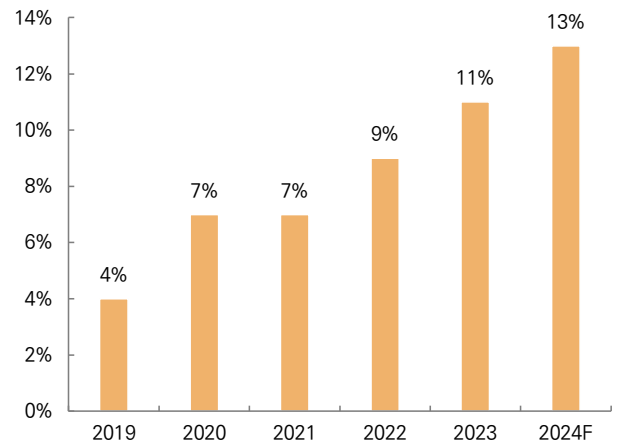
자료: Evaluate Pharma, 미래에셋증권 리서치센터

그림 94. 에볼루스 주보 매출 추이 및 전망



자료: Evaluate Pharma, 미래에셋증권 리서치센터

그림 95. 주보의 미국 점유율 추이



자료: 에볼루스, 미래에셋증권 리서치센터



### 3) 국내 기업들의 미국 진출을 위한 4가지 고민과 침투 전략

상술했듯 앞으로 국내 기업들은 미국 시장 진출을 위해 상당한 노력을 할 가능성이 크다. 그런 점에서 우리나라 기업들은 크게 3가지 고민과 전략이 필요할 것이라고 생각한다.

#### ① 미국에서도 가성비 전략은 통할 수 있을까?

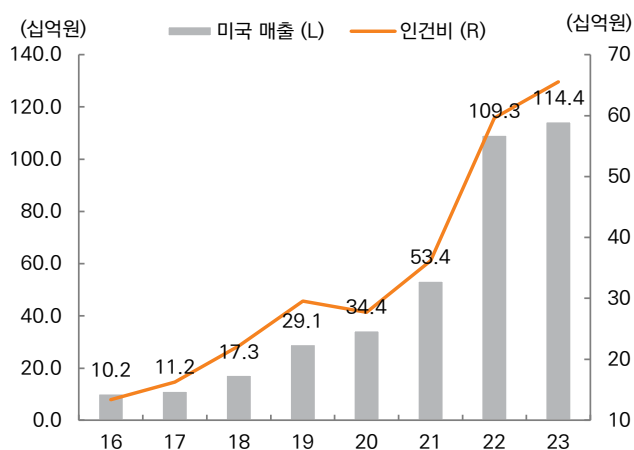
미국에서 성공하는 가장 중요한 전략 중 하나는 비싸게 파는 것이다. 좀 더 풀어서 이야기 하면, **우리 제품이나 서비스를 환자들에게 전달하는 사람들(영업사원, 의료진)이 더 높은 이익을 가질 수 있게 해야 성공할 가능성이 높아진다.**

이런 전략의 가장 대표적인 예가 의약품 시장이다. 미국 의약품 시장에는 보험약제관리기구(PBM)라는 중간관리상이 있다. PBM의 중요한 역할 중 하나는 건강보험사에 의약품처방 권장목록(Formulary)을 제공하는 것이다. 의약품 처방 권장목록에 높은 우선순위로 등재될 수록 환자의 자기부담금이 낮아져 의사들의 처방을 유도하는데 유리하다. 의약품 처방 권장 목록 순위산정을 위해 제약회사로부터 합법적으로 받을 수 있는 리베이트가 중요하다. 따라서 의약품의 고시가격이 높아져야 PBM에게 제공할 리베이트 여력이 높아져 의약품처방 권장목록의 높은 우선순위에 등재되면서 처방이 증가할 수 있는 것이다.

에너지기반 미용기기 시장도 미국에서 가장 성과를 낸 기업의 전략도 이해관계자의 이익을 극대화하는 것이다. **국내기업 중 미국에서 가장 성과를 낸 기업은 23년 기준 약 1,100억원의 매출을 기록한 것으로 추정되는 루트로닉이다.** 루트로닉의 핵심전략은 직접판매였다. 루트로닉은 20년 33명이었던 영업직원을 1Q23 92명까지 늘리며 직판망을 구축하고자 했다. 비울(Benev), 원텍(AMA Meditime), 이루다(Cutera), 제이시스메디칼(Cynosure) 등 다른 기업들이 유통 파트너와 함께 미국사업을 진행한 것과 가장 차별화된 전략이었다.

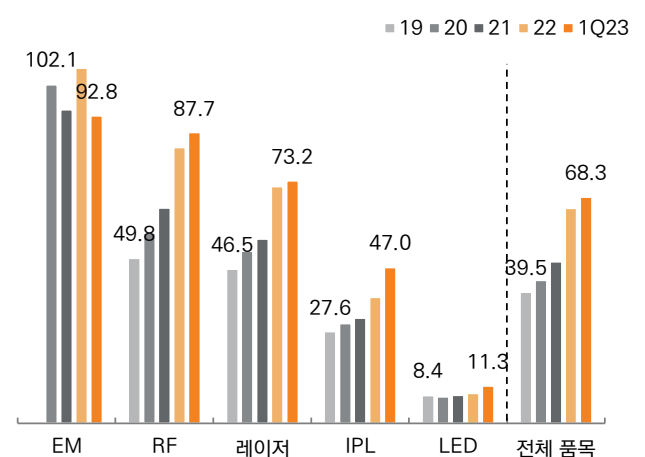
루트로닉은 직판망을 구축하는 동시에 2019년 3,900만원 수준이었던 평균판매가격을 3년 만에 6,800만원까지 상승시켰다. 이를 바탕으로 영업사원에게 판매 인센티브를 공격적으로 지급하는 전략을 펼쳤다. 판매 인센티브를 더 받기 위한 영업사원들의 노력에 힘입어 2021년 534억원에 불과했던 미국매출은 1년만에 1,000억원대로 성장했다.

그림 96. 루트로닉 미국 법인 매출 및 인건비 추이



자료: 루트로닉, 미래에셋증권 리서치센터

그림 97. 루트로닉의 레이저 장비 ASP 추이



자료: 루트로닉, 미래에셋증권 리서치센터

미국에서 간호사나 PA가 메드스파를 창업하는 사례가 증가하는 가장 근본적인 이유도 일반 병원에 있을 때 보다 돈(그림. 87 참조)을 더 벌 수 있기 때문이다. 미국에서 성형외과 의사가 피부과 의사보다 더 많은 주사요법을 시행하는 것도 다른 성형외과 시술대비 주사요법의 투자대비 수익률이 훨씬 높기 때문이다.

이처럼 미국시장에선 이해관계자가 더 많은 이익을 가져갈 수 있게 가격을 높이는 전략이 중요하다. 그런데 대부분 국내 기업들이 성공한 전략은 오리지널 제품과 유사한 장비를 개량한 후 가격을 낮춰 더 많은 환자들을 유치하는 것이다.

과연 국내 업체들은 미국 시장에서 성공을 위해 어떤 전략을 사용해야 할까? 만약 가격을 낮추는 전략을 활용한다면 단기적으로 이익률은 하락할 가능성이 크다. 환자를 많이 유치해야 하는 만큼 대규모 B2C 마케팅 비용이 증가할 수 있기 때문이다. 국내 업체들이 미국 진출과정에서 미국 시장의 성공 공식을 따를 것인지, 아니면 상대적으로 미국시장에서 새로운 전략으로 새바람을 불러일으킬지를 주목해서 볼 필요가 있다.

## ② 미국의 비침습 피부당김 시술 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 고려해야할 부분이다.

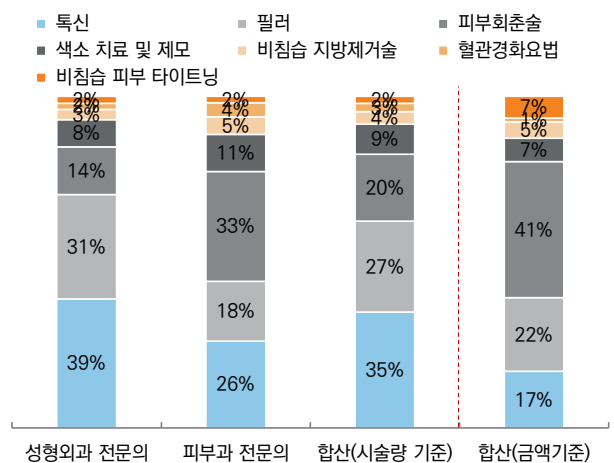
또한, 초음파, 모노폴라 고주파 등의 장비가 활용되는 비침습 타이팅 시술은 전체 시술량의 2%에 불과하다. 이것은 미국 시장 고유의 특성일 수도 있고, 아직 시장이 개화되지 않아서 일 수도 있다. 만약 전자라면 레이저 장비 비중이 낮은 회사일수록 미국 진출효과가 반감될 것이다. 그러나 후자라면 국내기업들에게 상당한 기회요인이 될 것이다.

그림 98. 루트로닉의 복합시술 사례



자료: outlast aesthetics, 미래에셋증권 리서치센터

그림 99. 미국의 피부미용 수술/시술 비중



자료: ASPS, ASDS, 미래에셋증권 리서치센터

다만, 피부당김 시장이 초기시장이라면 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 장비간 시너지를 낼 수 있도록 여러가지 장비를 취급할 수 있는 기업이 유리할 것이다.

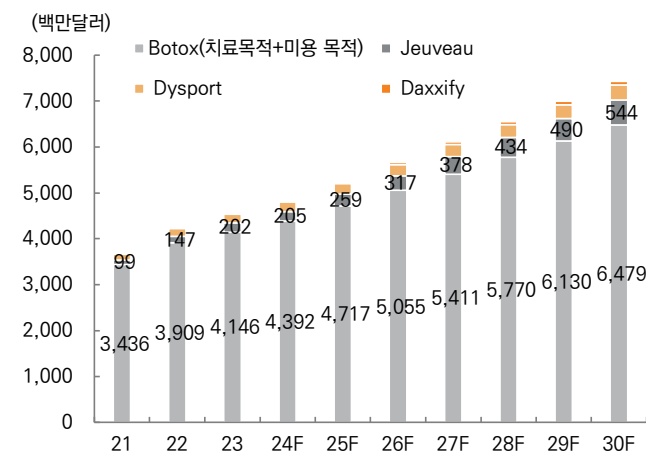
### ③ 에너지기반 미용기기 기업들은 주사요법 시장에 진출해야하는가?

미국 시장은 주사요법의 활용이 전체 시술의 62%를 차지할 만큼 주사요법이 중요하다. 그러나 선도업체인 엘러간의 보톡스의 지배력이 너무 크다. 확실한 2등이 되는 전략이 중요할 수 있다. 시장조사기관인 Evaluate Pharma에 의하면 대웅제약의 미국 유통 파트너인 Evolus가 2025년부터 미국내 독신 2위 사업자로 성장할 것으로 추정하고 있다. 그러나 여전히 보톡스 매출의 13% 수준(치료용+미용 합산시 5%)에 불과하다는 것이 중요하다.

보톡스의 영향력이 큰 이유는 미용목적만큼 치료목적으로 많이 활용되고 있기 때문이다. 미국 매출의 60%가 치료목적으로 사용된다. 따라서 **국내 독신기업들은 미용 목적 외에 치료목적으로 적응증을 확장하는 전략도 함께 병행해야 할 것이다.**

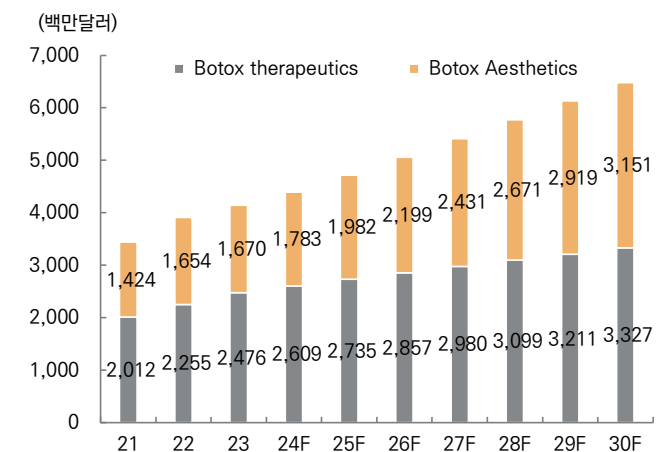
또한, **현실적으로 에너지기반 미용기기 기업 입장에서 독신이나 필러 시장 진출에 대한 고민도 필요해보인다.** 그러나 독신이나 필러 영업은 의료기기 영업과 완전히 결이 다르다는 점에서 결합 시너지에 대한 면밀한 분석이 필요할 것이다.

그림 100. 미국 독신 브랜드 매출 추이



자료: Evaluate Pharma, 미래에셋증권 리서치센터

그림 101. 보톡스의 치료목적과 미용목적 매출 추이(미국 시장)



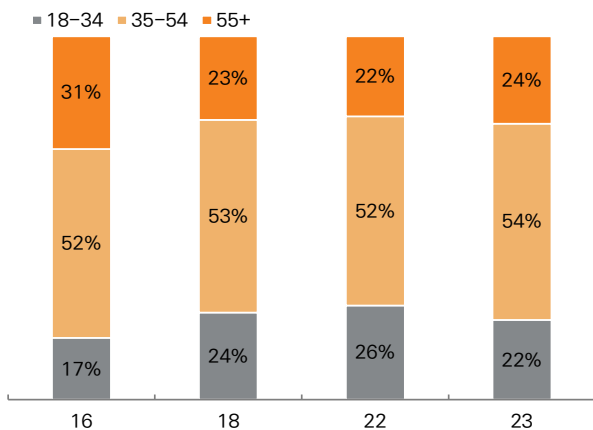
자료: Evaluate Pharma, 미래에셋증권 리서치센터

#### ④ 어떤 연령층에 집중해야 하는가?

미국 메드스파 고객 통계에서 확인할 수 있듯이 피부미용 시장의 핵심고객은 40대 이상의 고소득 여성이다. 그러나 경기둔화 우려로 피부미용 시장에서 20대 여성의 중요성이 갈수록 높아지고 있다. 화장품 시장에서 e.l.f. cosmetics(ELF US)나 Ulta Beauty(ULTA US)가 주목받는 이유도 20대 고객이 부각되고 있기 때문이다. 이들은 기존 40대 이상 고소득 여성보다 가격과 유행에 민감하다.

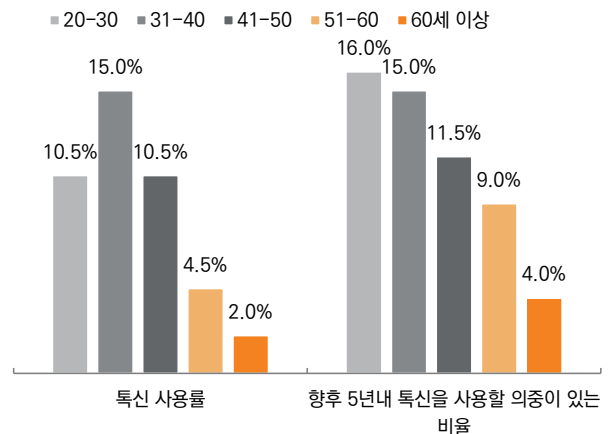
미국에서 이런 트렌드를 잘 활용하여 성장하고 있는 기업으로 Evolus(EOLS US)가 있다. Evolus는 가성비 높은 제품으로 밀레니엄 고객에 집중하는 전략을 펼치며, 출시 5년만에 미국 시장에서 시장 점유율 13%를 달성했다. 압도적 1위인 Abbvie의 Botox(미용 목적)와의 격차도 줄여나가고 있다. 국내 업체들의 전략은 루트로닉처럼 프리미엄 전략을 사용하는 업체도 있겠지만, 대부분 가성비 전략이다. 가성비 전략을 활용한다면, 밀레니엄 세대에 대한 마케팅은 반드시 고려되어야 할 부분이다.

그림 102. 메드스파를 이용하는 여성고객의 연령별 비중



자료: ISAPS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 103. 연령별 독신 시술 침투율 및 향후 독신 시술 의향 통계



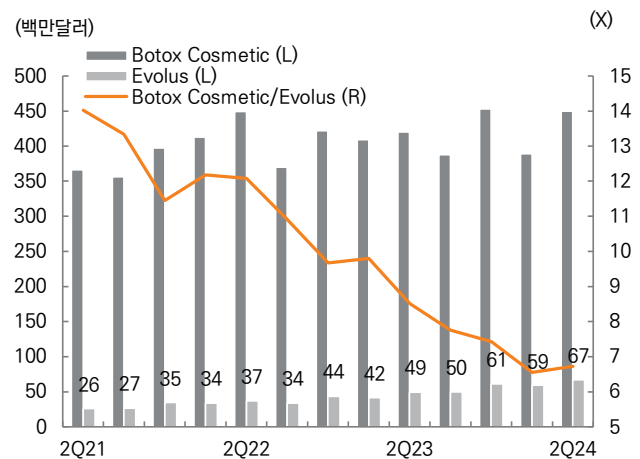
자료: Mckinsey&Co., Evolus, 미래에셋증권 리서치센터

그림 104. Evolus가 타겟하는 밀레니얼 세대



자료: Evolus, 미래에셋증권 리서치센터

그림 105. Evolus의 매출 추이



자료: Mckinsey&Co., Evolus, 미래에셋증권 리서치센터

## Q. 미국 시장은 어떤 의미인가?

**클래시스:** 미국은 우리가 아직 제대로 해보지 않은 시장이지만, 여러가지 측면에서 굉장히 매력적이고 큰 시장이라고 보고 있다. 미국에서는 꼭 의사가 아니더라도 피부 미용 시술이 가능한 의료직군이 존재한다. 따라서 시술 방법이 표준화되고 난이도가 높지 않은 것이 중요하다. 그런 점에서 미국 시장은 굉장히 전략적으로 진입해야 한다고 생각한다.

미국은 미충족 욕구와 수요가 매우 크다. 일단 시술가격이 매우 비싸다. 그러다 보니 에너지 기반 미용기기 시술받는 사람이 다소 제한적이다. 또한, 진입장벽으로 인해 경쟁자도 생각보다 많지 않다.

미국은 병원뿐 아니라 메드스파가 중요한 시장으로 형성되어 있다. 요즘 시장에서 금리가 높다 보니 병원/메드스파에서 에너지기반 미용기기를 사는데 굉장한 재무적 부담을 가지고 있다. 우리는 원가경쟁력이 있기 때문에 적절한 가격으로 포지션을 잘 할 수 있을 것 같다.

게다가 우리 장비의 강점은 통증레벨이 굉장히 낮아 마취를 하지 않아도 된다는 것이다. 마취를 위해서는 전문 인력과 공간과 시간이 추가적으로 더 필요한데 우리는 우리 고객의 비용구조를 줄여 경제성이 높은 장비라는 장점이 있다.

## Q. 미국 시장에서 유통전략은?

**클래시스:** 불뉴머의 미국 FDA 승인이 우리가 예상했던 것보다 1년 이상 빠르게 진행되면서 미국 진출 시점도 앞당겨질 수 있었다. 미국 진출에는 여러가지 방법이 있을 수 있다. 직접 진출할 수도 있고, 파트너를 선정하는 방법도 있을 것이고, 이를 적절히 융합하는 하이브리드 방식도 있을 것이다.

우리는 초기 자본이 많이 들어가고, 영업망 구축에 시간이 많이 소요되는 직영 체제 구축보다는, 북미 전역을 커버하는 전문 유통망을 가진 전략적 파트너사를 선택하는 게 최선이라고 판단했다. 연초부터 역량 있는 컨설팅 기업과 미국 시장에 대한 조사를 진행했고, 후보 파트너사를 선정했다.

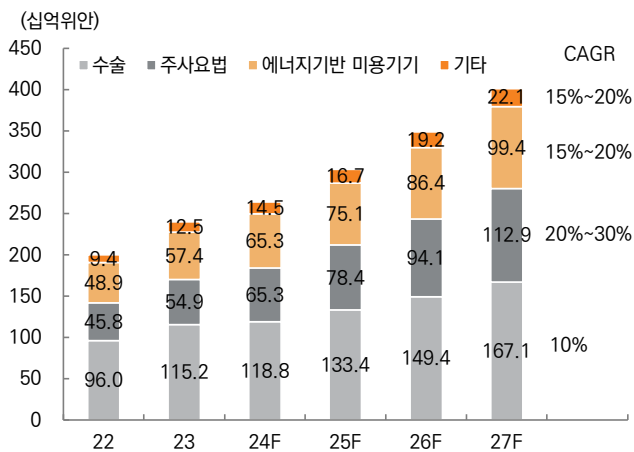
역량 있는 파트너와 함께 메드스파처럼 우리 입장에서 새로운 고객 세그먼트 개척은 물론 국내와 브라질 등에서 성공을 거둔 것처럼 피부 리프팅과 타이트닝 트렌드를 미국에서도 만들어 나가고 싶다.

## 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 미용 시술이 가능한 의료기관의 40% 이상이 최근 5년내 설립되었다.

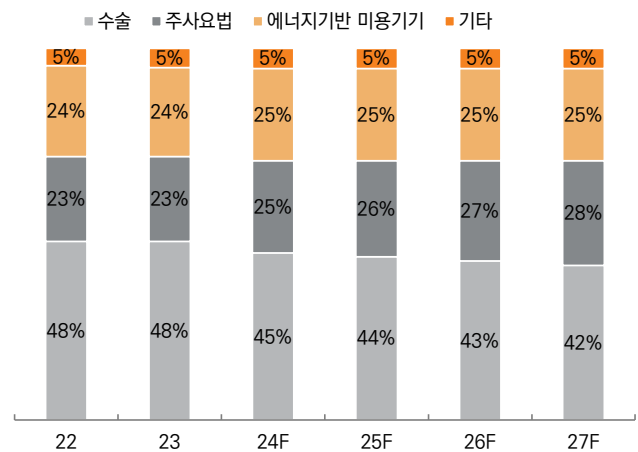
아직 주요 국가들에 비해 중국 국민들의 미용시술 경험이 매우 낮은 편이라는 점을 고려하면 상술한 성장률은 다소 낮아보일 수 있다. 그러나 대부분 피부미용 시술이 의사에 의해 수행된다는 점에서 중국의 의사 수가 주요국가대비 상당히 부족하다는 점을 고려해야 한다. **통상 의사수련에 5~8년이 소요된다는 점을 고려하면, 시간이 지날수록 의사 공급 증가가 시장 성장에 미치는 기여도가 커질 것으로 예상된다.**

그림 106. 중국 피부미용 시장 규모 및 전망



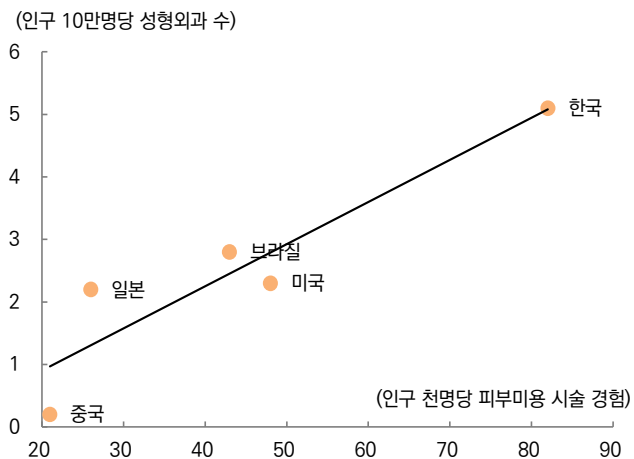
자료: Allergan Aesthetics, Deloitte China, 미래에셋증권 리서치센터

그림 107. 중국 피부미용 시장의 세부비중 추이



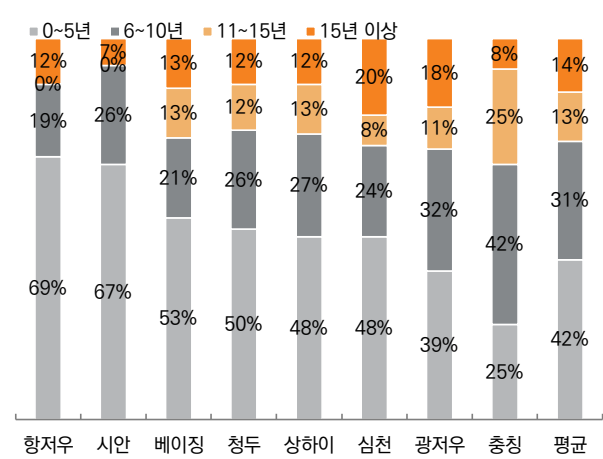
자료: Allergan Aesthetics, Deloitte China, 미래에셋증권 리서치센터

그림 108. 인구 천명당 미용시술 경험 vs. 10만명당 성형외과 의사



자료: Frost & Sullivan, ISAPS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 109. 중국 주요 도시별 의료기관 운영 년도 비중



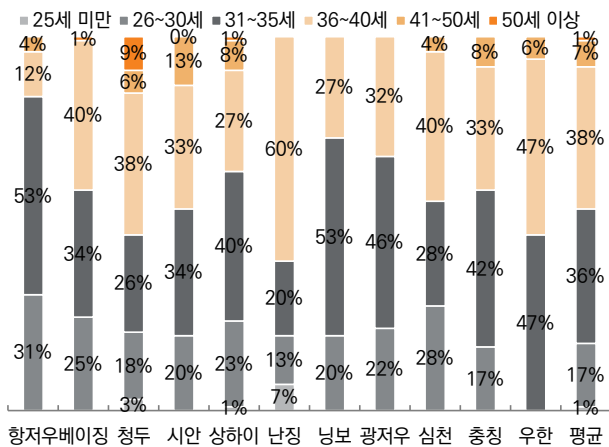
자료: Allergan Aesthetics, Deloitte China, 미래에셋증권 리서치센터

### 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.

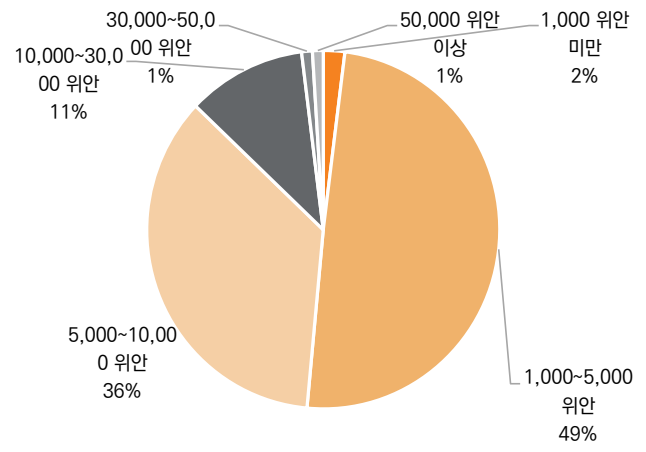
병원을 선정할 때는 기존 고객과 잠재고객 모두 시술자의 전문성과 의료기관의 명성을 가장 중요한 요소로 꼽았다. 그 중에서도 피부미용 시술을 받고 있는 고객은 시술자의 전문성을 매우 중요하게 여기고 있었다. 2023년 가장 많이 받은 시술은 필러, 안티에이징, 독신, 피부회춘술, 메조테라피였다. 향후 2~3년간 가장 성장할 것으로 기대되는 시술은 필러, 안티에이징, 독신, 콜라겐 주사가 꼽혔다.

그림 110. 피부미용 시술 받는 고객의 연령대 비중



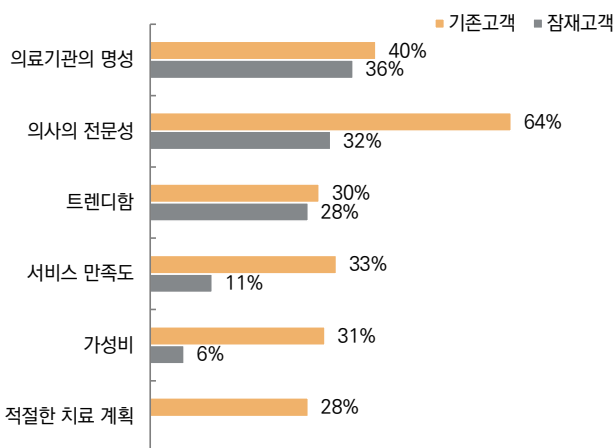
자료: Allergan Aesthetics, Deloitte China, 미래에셋증권 리서치센터

그림 111. 피부미용 시술받는 고객의 평균 지출 비용



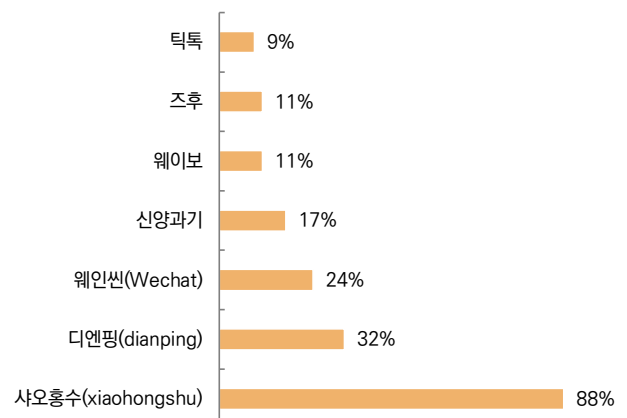
자료: Allergan Aesthetics, Deloitte China, 미래에셋증권 리서치센터

그림 112. 병원 선정시 중요한 가치



자료: Allergan Aesthetics, Deloitte China, 미래에셋증권 리서치센터

그림 113. 미용 정보를 얻는 채널



자료: Allergan Aesthetics, Deloitte China, 미래에셋증권 리서치센터

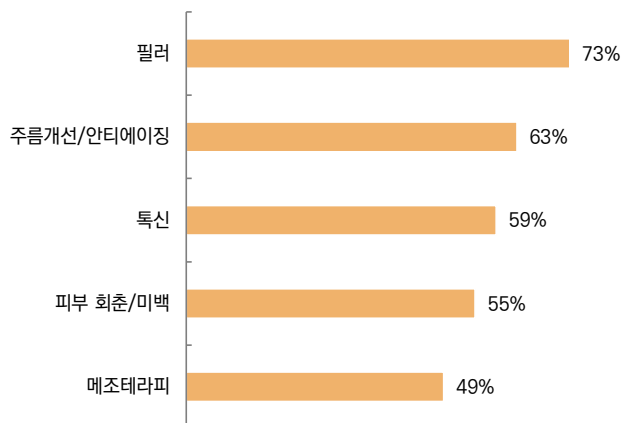


표 12. 중국 주요 도시별 미용시술이 가능한 의료기관 통계

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

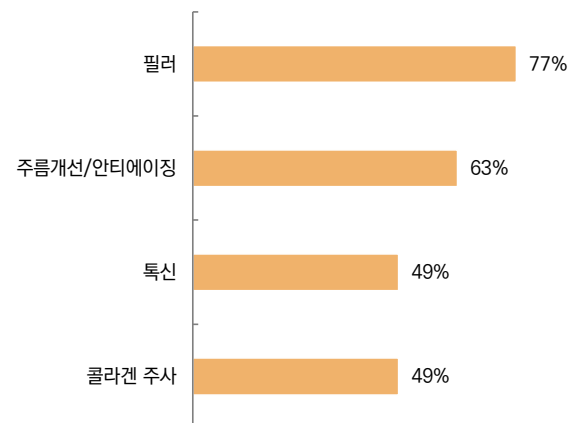
자료: Allergan Aesthetics, Deloitte China, 미래에셋증권 리서치센터

그림 114. 2023년 가장 많이 받은 시술(N=2,000)



자료: Allergan Aesthetics, Deloitte China, 미래에셋증권 리서치센터

그림 115. 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 2.2만개에서 2022년에는 5.2만건으로 137%가 증가했다. 이 중 행정처분이 내려진 사건은 2017년 1,108건에서 2022년에는 거의 5배가 증가한 5,407건을 기록했다. 또한, 17년부터 22년까지 영업허가가 취소된 피부미용관련 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 3.4억위안까지 하락했고, 1Q24에도 3.7억 위안에 머물러 있다. 최대 2Q21 1천만명까지 증가했던 평균 모바일 MAU는 1Q24 2백만명까지 하락했다. 또한, 타이공에 의해 주로 유통되었던 국내 특신의 대중국 수출물량도 타격이 불가피했다.

그림 116. 중국 피부미용 시술 병원 통계(2021년 기준)

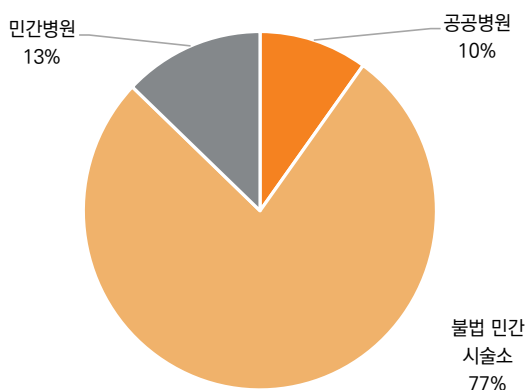
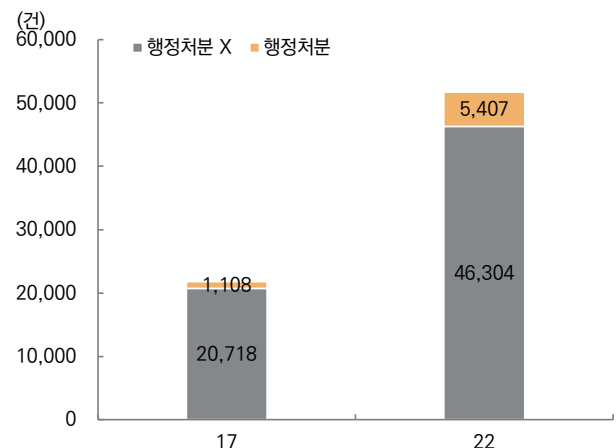


그림 117. 행정처분을 받은 중국 피부미용 관련 병원 추이



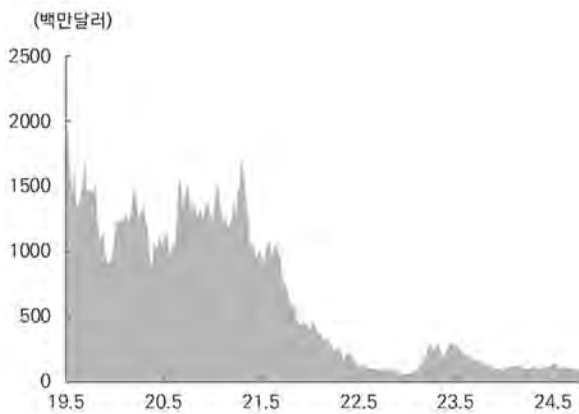
자료: Allergan, Deloitte Consulting, 미래에셋증권 리서치센터

자료: Allergan, Deloitte Consulting, 미래에셋증권 리서치센터

에너지기반 미용기기 영역에서도 규제가 강화된다. 2023년 4월, 중국국가식품약품감독관리 총국(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.

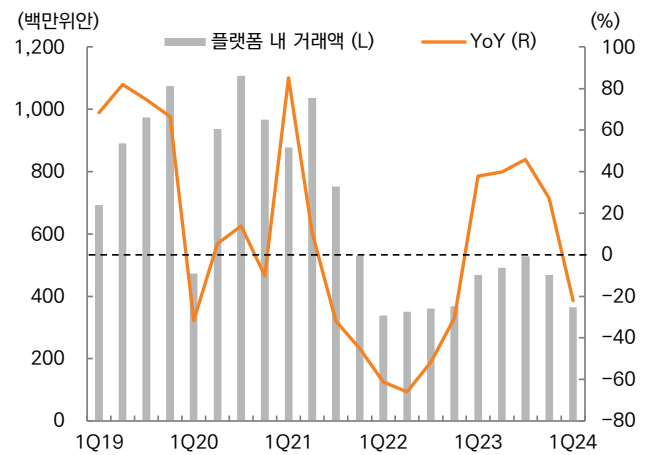
이처럼 중국은 피부미용 산업에 규제와 체계를 구축하고 있다. **우리는 중국의 정책 방향이 단기적으로는 피부 미용시장을 위축시킬 수 있는 부분이 있겠으나, 장기적으로는 펀더멘탈이 뒷받침되는 기업에게는 기회가 될 수 있다는 판단**한다. 안정성과 유효성의 균형을 잡아야 하는 의료 산업 특성상 규제는 후발주자에게 진입장벽과 같은 역할이 되기도 하기 때문이다. 중국시장에서 임상적 근거와 기술력의 가치는 앞으로 더욱 중요해질 것이다.

그림 118. 신양과기 시가총액 추이



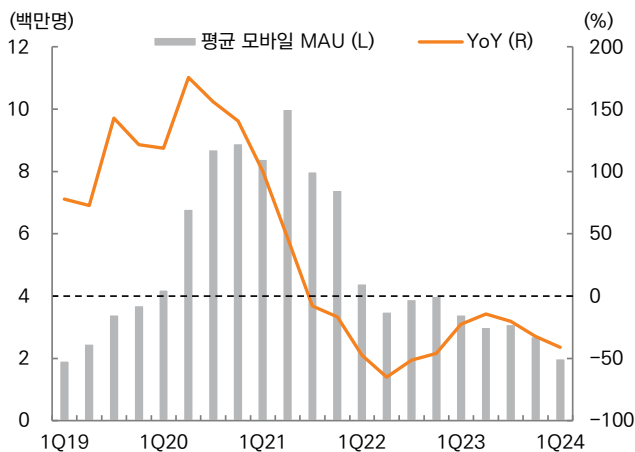
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 119. 신양과기 플랫폼 내 거래액



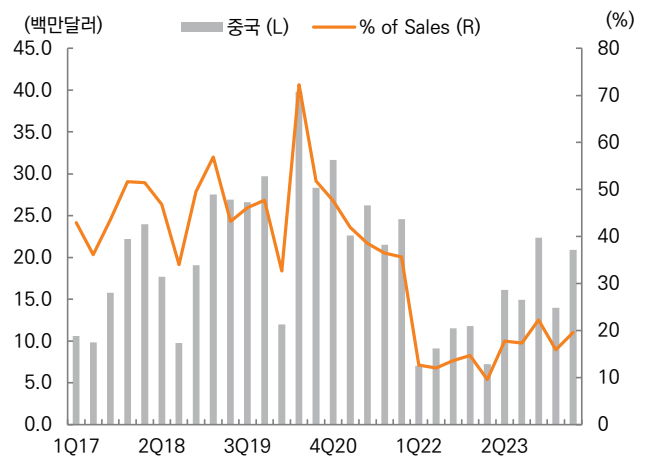
자료: 신양과기, 미래에셋증권 리서치센터

그림 120. 평균 모바일 MAU 추이



자료: 신양과기, 미래에셋증권 리서치센터

그림 121. 국내 기업의 중국향 특신수출액 및 비중 추이



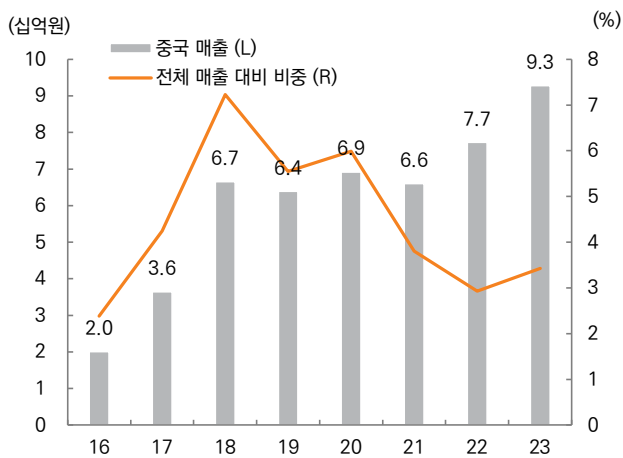
자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

### 3) 국내 기업 동향과 전략

2018년까지 에너지기반 미용기기 수출에서 중국은 줄곧 2~3위를 차지하는 중요한 수출 시장이었다. 그러나 미용기기에 대한 규제가 미흡하며 카피캣으로부터의 보호가 미흡했고, 미국 및 브라질 등 다른 국가들의 수출 비중이 증가하면서 대중국 수출 비중은 지속적으로 감소하며, 2Q24기준 전체 수출비중의 4%까지 하락했다.

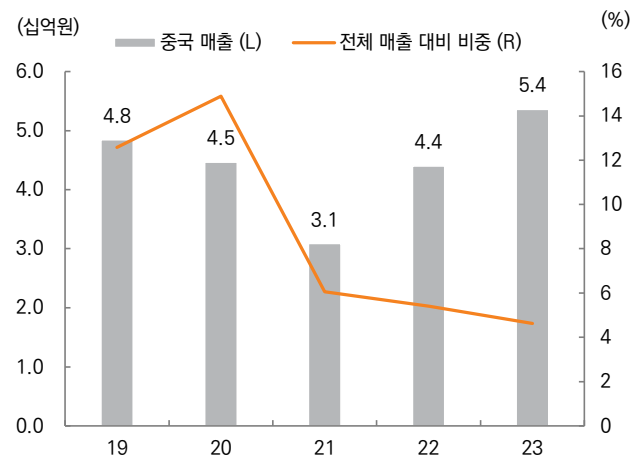
그러나 국내 기업들이 다른 국가에서 큰 성공을 거둔 주력제품들의 중국판매 허가를 대기하고 있으며, 중국에서도 기술보호를 위한 정책이 시행되면서 우리나라 기업들의 중국 수출은 향후 증가할 가능성이 높아 보인다.

그림 122. 루트로닉의 중국향 수출 추이



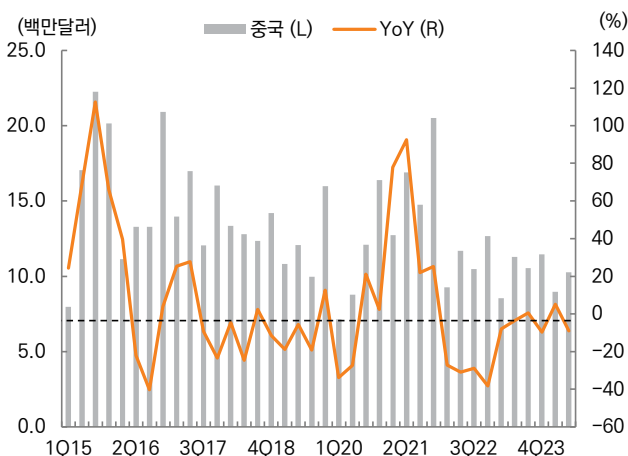
자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 123. 원텍의 중국향 수출 추이



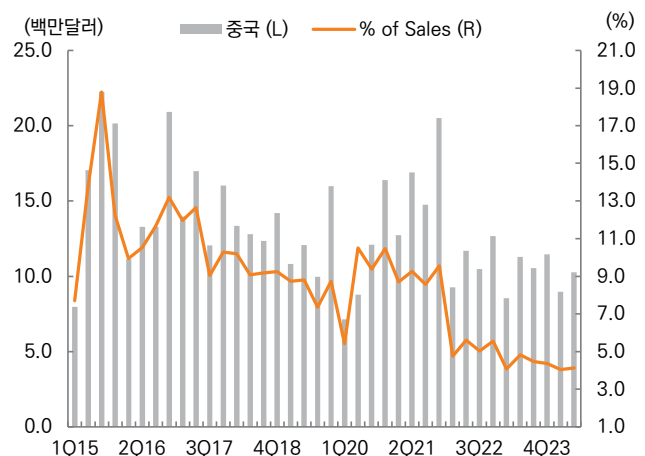
자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 124. 국내 미용기기 기업의 중국향 수출 추이



자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 125. 국내 미용기기 기업의 중국향 수출 추이



자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

특신은 한때 대중국 수출 물량이 전체 수출 물량의 50%를 넘어갈 정도로 큰 위상을 차지했었다. 그러나 중국의 불법 의료기술 규제 강화와 미국을 비롯한 다른 국가들로의 수출 증가로 인해 2024년 중국 수출 비중은 18% 수준으로 감소하였다. 여전히 Grey market이 존재할 것으로 예상되나 규제강화가 지속되고, 정식 허가 제품이 등장하면서 정식 경로를 통한 제품의 매출이 늘어날 것으로 기대된다.

특신은 중국에서 가장 인기가 높은 시술이라는 점에서 우리나라 기업들이 반드시 대비를 해야하는 영역이다. 현재는 휴젤이 2020년 허가를 받았고, 다른 기업들도 허가를 준비 중이므로 점진적 비중 증가가 예상된다.

표 13. 국내 특신 기업의 중국 진출 현황

항목	휴젤	메디톡스	대웅제약	휴온스
제품명	레티보(Letybo)	이노톡스, MT10109L	주보(Jeuveau)	휴톡스
허가 진행 상황	2020. 10 판매허가	수입의약품 등록 신청 철회	2021년 BLA 신청 후 정식허가 대기	품목허가 신청서 제출
파트너사	사환제약	Bloomage	파트너사 미공개	아이메이커 테크놀로지
비고	2020.12 중국 수출 개시	기존 파트너인 Bloomage와 1,200억원 규모 소송중	2025년 1분기 출시 목표	

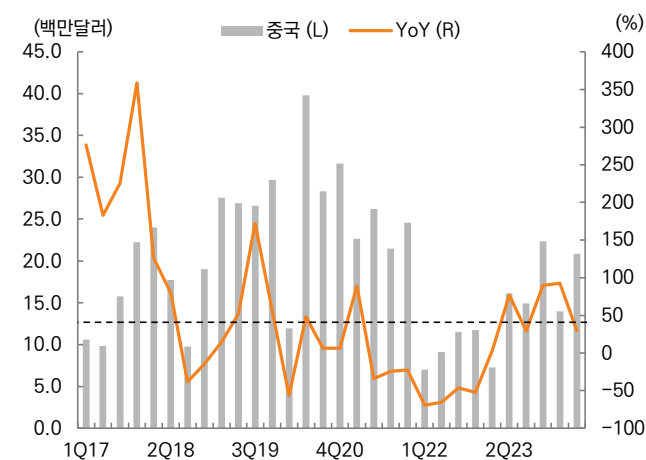
자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

표 14. 국내 에너지기반 미용기기 기업의 주요 제품의 중국 허가 현황

항목	원텍	클래스스	비올	이루다	제이시스메디컬	루트로닉
제품명	올리지오(Oligio)	슈링크(Ultraformer)/볼 뉴머(Volnewmer)	실firm X (Sylfirm X)	시크릿RF (SecretRF)	덴서티(Density)/포텐자(Potenza)	스펙트라/ 힐라이트2/ 인피니/솔라리/ 에코투
허가 진행 상황	진행 중	진행 중	2024.03 판매 허가	진행 중	진행 중	판매허가
유통 파트너사	아오위안 그룹	-	시후안 제약그룹	-	-	-
비고	-	2026년 허가 목표		-	-	-

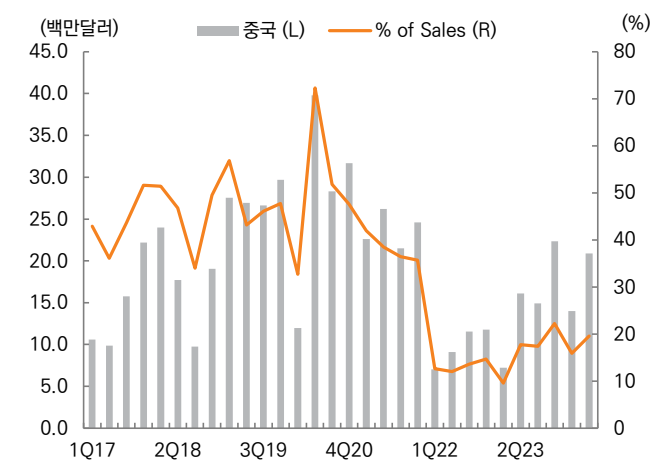
자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 126. 국내 특신 기업의 중국향 수출 추이



자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 127. 국내 특신 기업의 중국향 수출 및 전체 수출대비 비중



자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

### Q. 중국 시장에 대한 생각은?

**클래시스:** 우리에게 중국은 굉장히 중요한 시장이다. 시장규모나 성장성 측면에서 전세계 Top 3 시장으로 반드시 확보해야 하는 시장이다. 중국은 개인의 미용에 대한 지출이 굉장히 높은 편이고, 시술가격도 굉장히 비싸다. 게다가 한국에 직접 와서 의료 시술을 받고 가는 분들이 굉장히 많을 정도로 한국의 트렌드를 많이 따라가는 곳이다. 그런 점에서 우리 제품이 보급되면 중국 시술 시장의 대중화에 큰 도움이 될 것으로 믿는다.

중국에 대한 많은 우려가 중국에서 소위 짝퉁이 등장하거나 카피캣이 등장하지 않겠냐는 것인데, 실제로 현재 많은 중국 제조사들이 불법으로 우리 제품 디자인과 제품명을 카피하는 사례가 증가하고 있다. 어떻게 보면 우리 제품이 중국에서 인지도가 높다는 것으로도 볼 수 있다고 본다.

또한, 최근 중국 정부에서 인허가의 장벽을 높이는 정책을 펼치고 있다. 보통 3등급인 에너지 기반 미용기기의 인허가를 받기 위해서는 많은 자본과 시간이 필요할 것이다. 규제 산업이란 것이 한번 진입하기가 어렵지만, 한번 진입하면 우리가 고생했던 것들이 경쟁자에게 진입장벽이 될 수 있다.

경쟁 측면에서 중국업체들이 Mid~High end 시장에서 의미있는 시장점유율을 가져가기까지는 시간이 다소 필요하다고 생각한다. 다만 중저가 시장에서는 의미 있게 점유율을 가져갈 가능성은 있다고 본다. 우리가 목표로 하는 Mid~High end 시장에서 중국은 보통 해외 브랜드를 선호하는 경향이 있다. 중국 제조사와 우리가 목표로 하는 타겟시장은 다를 것이라고 보고 직접 경쟁할 가능성은 높지 않을 것이라고 생각한다. 영향력 있는 현지 파트너와 계약을 하고 인허가 직후 대대적인 마케팅을 통한 제품 포지셔닝을 하게 된다면 또 하나의 성공사례를 만들 수 있을 것이다.

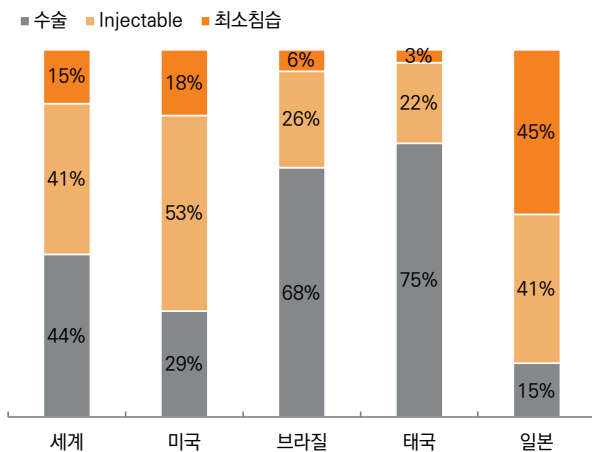
중국 시장은 들어가냐 마는가를 고민하기 보다는 얼마나 빨리 들어가서 빠른 속도로 성적을 낼 것이냐가 더 중요하다고 생각한다. 향후 인허가 획득하여 진입하면 큰 기회 시장이 될 것으로 판단한다.

## 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.

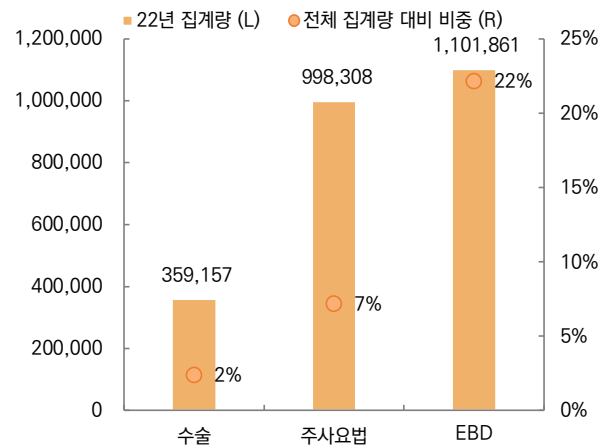
- ① 가장 독특한 점은 미용 수술 비중이 가장 작다는 것이다. 세계 평균이 44%인데 반해 일본의 수술비중은 15%에 불과하며, 2022년 기준 ISAPS 집계량의 2%에 그치고 있다. 가슴 확대술이나 지방제거술 같은 체형관련 시술보다는 쌍꺼풀 수술이나 안면 리프팅 수술처럼 비교적 가벼운 얼굴 관련 수술이 전체 수술의 60% 이상을 차지한다.
- ② 두번째 특징은 에너지기반 미용기기 비중이 전체 수술/시술량의 45%를 차지할 정도로 상당히 높다는 것이다. 전세계 평균은 15%에 불과하다. 미용 시술 중에서는 제모관련 시술의 인기가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

그림 128. 주요국가의 피부미용 시술 비중 (2022년 기준)



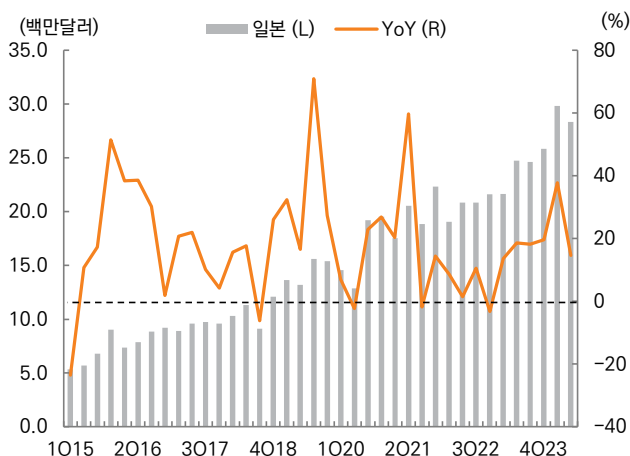
자료: ISAPS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 129. 일본의 피부미용 수술/시술건수



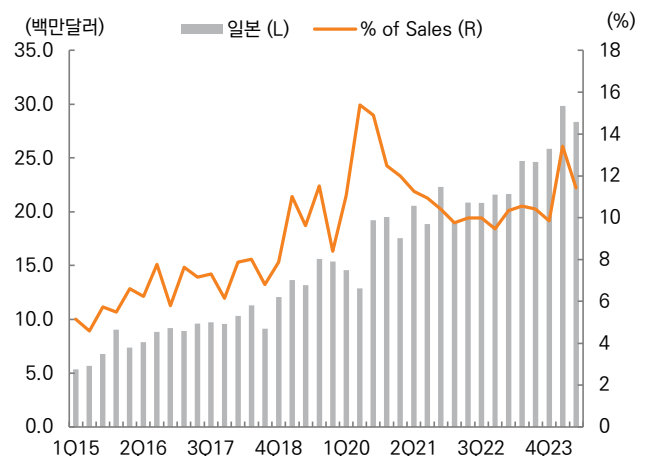
자료: ISAPS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 130. 국내 미용기기 기업의 일본향 수출 추이



자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 131. 국내 미용기기 기업의 일본향 수출 추이



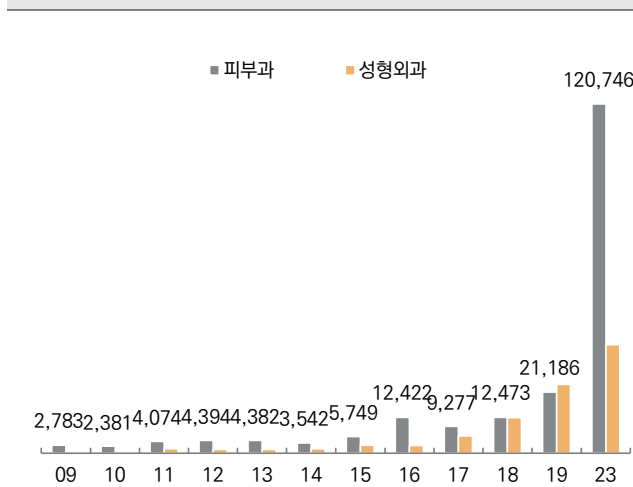
자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터



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 상반기말 기준 12.4%다. 이에 반해 특신 수출은 전체 수출물량의 3~4% 수준으로 에너지기반 미용기기에 비해 상대적으로 비중이 작다.

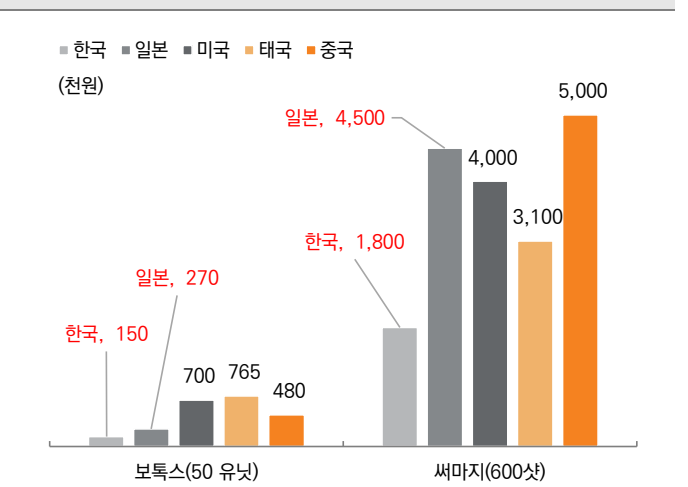
일본 시장에서 에너지기반 미용기기의 성장세가 높은 이유는 **의료관광을 통해 한국에서 한국 제품으로 시술받은 경험을 가지고 일본에 돌아온 환자**들이 폭발적으로 늘고 있기 때문이다. 우리나라는 시술가격이 일본보다 절반이상 저렴해 가격적 메리트가 상당히 높다. 2023년에는 팬데믹 이전 최대치보다 6배 가까이 증가한 12만명의 일본인이 우리나라에 피부과 진료를 받으러 왔다. 이는 피부과 진료를 받은 전체 외국인의 51%에 해당한다.

그림 132. 일본인 환자의 피부과 및 성형외과 진료 추이



자료: 국제의료정보포털, 미래에셋증권 리서치센터

그림 133. 주요 국가별 시술 가격 비교



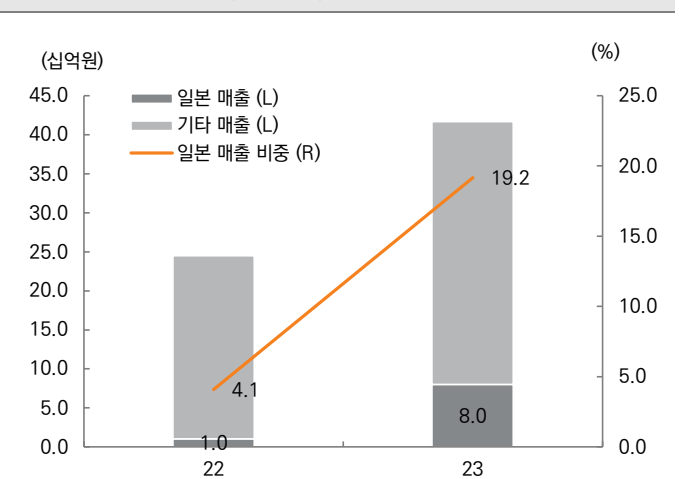
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 134. 강남언니를 통해 병원을 찾은 일본 고객 추이



자료: 힐링페이퍼, 미래에셋증권 리서치센터

그림 135. 힐링페이퍼(강남언니)의 일본 매출 비중 추이



자료: 힐링페이퍼, 미래에셋증권 리서치센터

일본에서 한국 브랜드의 사용자 경험 기반이 늘어나고, 한국 브랜드의 위상이 높아지면서 많은 한국기업들이 다양한 방식으로 일본 시장 침투전략을 전개하고 있다.

이러한 트렌드의 중심에는 국내 미용 플랫폼 서비스인 강남언니가 있다. 강남언니는 2020년 일본업체인 루쿠모(Lucom)를 인수하며 병원 후기 데이터를 확보하고, 법인을 설립하며 일본 사업을 본격적으로 시작하였다. 24년 상반기말 기준 일본 내 1,200개의 병원을 고객으로 확보하고 있으며, 2022년 10억원이었던 일본 매출은 2023년 80억원까지 상승했다.

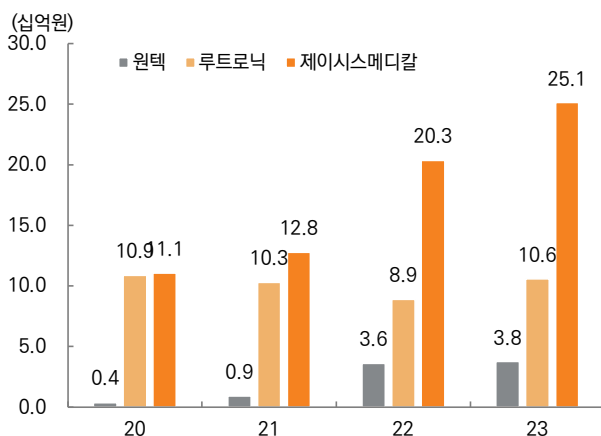
2023년 251억원을 기록하며 가장 높은 일본 매출을 기록하고 있는 에너지기반 미용기기 기업인 제이시스메디칼은 2022년말 힐링페이퍼(강남언니)에 전략적 투자(SI)를 감행했다. 강남언니와 구체적인 협업방식은 공개된바가 없으나, 강남언니의 일본 고객사 병원을 활용하고 있을 것으로 추정한다. 또한 일본시장에서 자회사인 사치바이오의 스킨부스터 판매도 호조를 보이고 있어 시너지가 날 것으로 예상한다.

일본시장 실적이 상대적으로 작은 원텍은 투트랙 전략을 사용하고 있다. 첫번째 전략은 대형 네트워크 병원과 유통 파트너십을 맺는 것이다. 원텍은 일본 최대 네트워크 미용 병원체인인 쇼난 뷰티 클리닉과 유통 계약을 체결하였다. 두번째는 실제 병원사업에 간접적으로 투자하는 것이다. 원텍은 지난 2024년 1월, 일본의 치과병원 경영지원 회사(DSO)인 Sheep Medical에 전환사채 65억원을 투자했다. Sheep Medical은 이 자금을 기반으로 미용관련 병원 경영지원을 하는 MSO(Management Service Organization)를 설립한다. MSO란 우리나라에서 병 의원을 운영하는 진이어스를 생각하면 이해가 쉽다. Sheep Medical에 의해 설립 혹은 운영되는 미용 병원에는 원텍의 장비가 납품되는 구조다.

그 외에 비올 역시 쇼난 뷰티 클리닉과 유통 계약을 체결하였고, 클래시스는 2024년부터 본격적으로 일본시장에서 직판 영업을 강화할 계획이다.

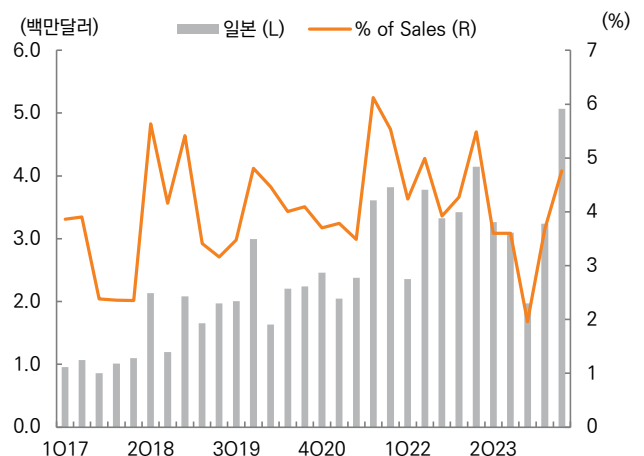
국내 특신의 일본 수출 비중은 5% 미만으로 낮다. 다만, 절대 수출량은 꾸준히 증가하고 있다.

그림 136. 국내 미용기기 기업의 일본향 수출 추이



주: 루트로닉 2023년 매출은 추정치,  
자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 137. 국내 특신 기업의 일본향 수출 및 전체 수출대비 비중



자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

## 브라질 시장

ISAPS 통계에 의하면 브라질은 2023년 미용관련 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.

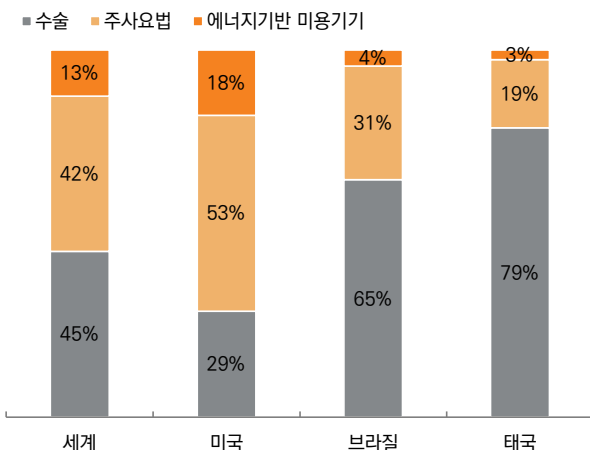
이처럼 수술을 제외한 피부미용 관련 시술 시장에서 브라질의 위상은 높지 않지만, 2020년 이후로 우리나라 기업에게 수출시장으로써 브라질의 중요성은 지속적으로 커지고 있다. 2019년 에너지기반 미용기기 전체수출량의 2.4%를 차지했던 브라질은 2023년 7.7%까지 비중이 확대되었고, 2024년 상반기에도 6.9%를 기록하고 있다. 특신 수출도 2019년 전체 수출에서 차지하는 비중이 5.9%였으나, 2023년에는 11.9%까지 확대되었고, 2024년 상반기 기준 8%를 기록하고 있다.

브라질 시장을 개척하는 1등 공신은 클래시스다. 한국시장에서 블록버스터로 크게 성공한 슈링크를 앞세운 클래시스의 2023년 브라질 매출액은 457억원으로 지난 6년간 연평균 성장률이 73%에 달한다. 레이저 장비인 라비앙으로 브라질 시장을 공략 중인 원텍의 2023년 브라질 매출액은 213억원으로 지난 4년간 연평균 성장률이 263%에 달한다. 클래시스와 원텍(라비앙)의 현지 유통상인 Medsystem은 지난 6년간 62% 성장하며 지난 23년 매출이 2,000억원을 넘어섰는데 이중 국내 기업들의 매출 비중이 40%에 가까운 것으로 추정된다.

브라질 시장에서 국내 기업의 성장세는 앞으로도 지속될 가능성이 높아보인다. 지난 몇 년 간 국내기업들이 유통망을 확보하고 브랜드 인지도를 높인 상황에서 2024년부터 신규 장비의 침투가 본격화되기 때문이다. 클래시스는 주력인 초음파 장비인 슈링크와 모노폴라 고주파 장비인 볼뉴머를 런칭했고, 원텍은 주력인 레이저장비인 라비앙 외에 모노폴라 고주파장비인 올리지오의 판매를 앞두고 있다.

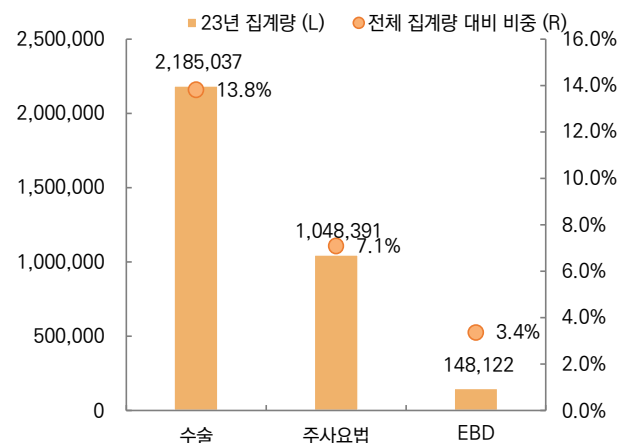
다만, 특신은 메디톡스가 휴젤의 딜러(블라우)와 5년 장기공급계약을 체결하고 휴젤 딜러가 휴젤과의 계약을 종료하며 2024년 브라질 특신 수출량은 변동성이 커지고 있다. 특신은 휴젤이 새로운 딜러를 확보한 2025년부터 성장세를 되찾을 것으로 예상된다.

그림 138. 주요국가의 피부미용 시술 비중 (2023년 기준)



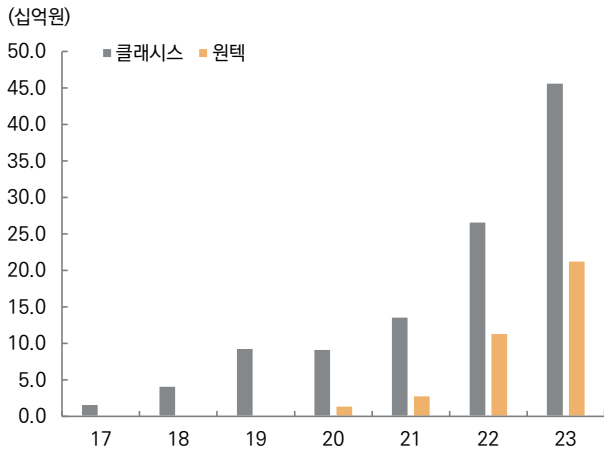
자료: ISAPS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 139. 브라질의 피부미용 수술/시술건수



자료: ISAPS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 140. 클래스시스와 원텍의 브라질 매출 추이



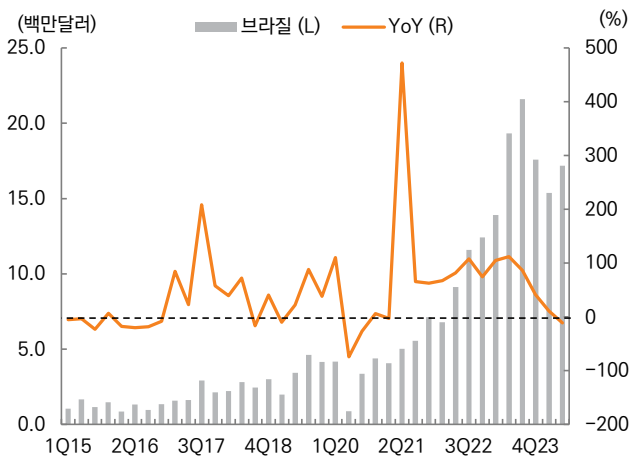
자료: ISAPS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 141. Medsystems의 브라질 영업현황



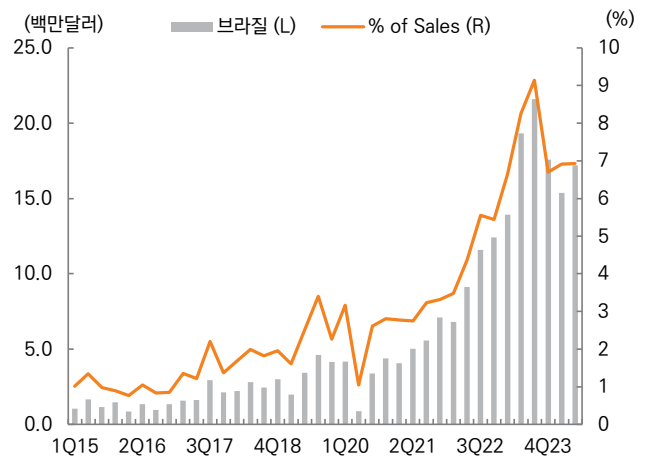
자료: Medsystems, 미래에셋증권 리서치센터

그림 142. 국내 미용기기 기업의 브라질향 수출 추이



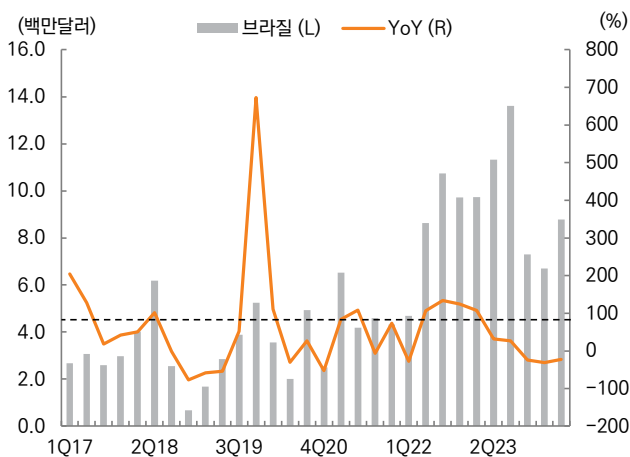
자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 143. 국내 미용기기 기업의 브라질향 수출 및 전체 비중



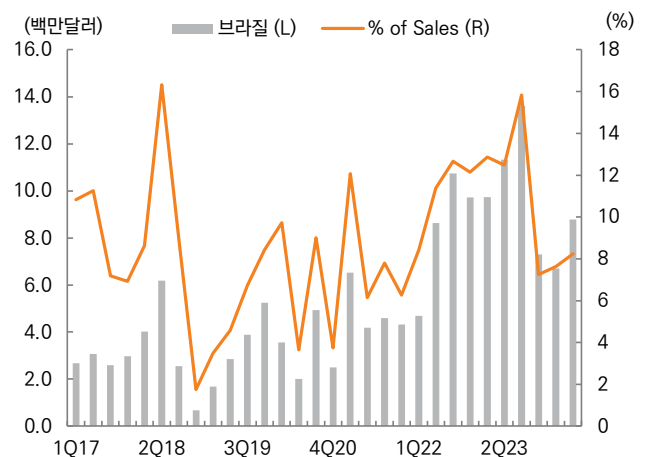
자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 144. 국내 특신 기업의 브라질향 수출 추이



자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 145. 국내 특신 기업의 브라질향 수출 및 전체 수출대비 비중



자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

### Q. 브라질 시장에서 큰 성과를 거둔 요인이 무엇일까?

**클래시스:** 브라질이야말로 슈링크 기술이 가장 현지화되고 또 자체적으로 가장 잘 활용하는 국가가 아닌가 싶다. 브라질은 미(Beauty)에 대한 수요가 굉장히 크고, 개인 소득 대비 미에 대해 지출하는 비용도 굉장히 높은 국가다. 브라질에서는 3~4개 병원이 장비 하나를 돌려쓰기도 하고, 환자들이 기술을 받기 위해 병원이나 대리점의 할부 프로그램을 이용할 정도로 미용에 대한 관심이 크다.

그런데 최초 진출할 당시 초음파 시장이 크지 않았고 경쟁사도 많지 않았다. 우리는 브라질 사람들에게 맞는 기술법을 개발하기 시작했다. 브라질 사람들은 즉각적인 효과를 원하는 욕구가 높았다. 우리는 페이스 리프팅을 통해 얼굴의 V라인의 즉각적인 효과를 줄 수 있는 프리미엄 기술로 슈링크(현재 브랜드명 Ultraformer)를 포지셔닝하고 마케팅했다. 또한, 현지는 여전히 미용기술에서 의사가 선택하고 추천하는 비중이 큰 시장인데, 전문의료진 사이에서 슈링크가 통증 및 부작용을 최소화하고, 타운타임이 없으면서도 효과가 높다는 평판이 빠르게 확대되면서, 자연스럽게 프리미엄 브랜드로 등극할 수 있었다.

최근 4월에 개최한 브라질 행사에서는 브라질 전역에서 900명 가량의 의사들이 모였다. 최근에는 볼뉴머와 슈링크 유니버스의 복합 기술의 시너지를 전파하는데 주력하고 있다.

### Q. 브라질에서 기술가격 트렌드는 어떠한가?

**클래시스:** 현재 브라질은 우리나라보다 기술가격이 높게 형성되어 있다. 시간이 지날수록 초음파 기술 자체의 기술가격은 대중화될 것으로 보이나, 국내와 같은 수준의 기술가격 하락을 예상하고 있지는 않다. 브라질은 현지에서 수입가대비 세금이 70~80%로 매우 높고, 아직 에너지기반 미용기기 침투율이 10% 수준에 불과하다.

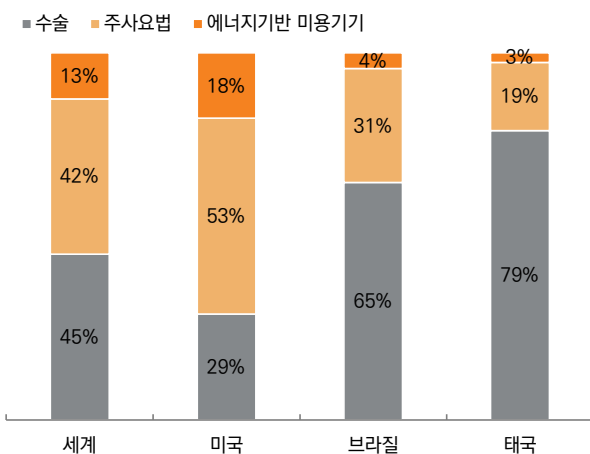
우리나라의 에너지기반 미용기기 시장이 급격하게 성장한데는 기술가격의 대중화도 중요한 요소라고 생각한다. 우리는 지속적으로 원가경쟁력 확보를 위한 노력을 지속할 것이다.

## 태국 시장

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

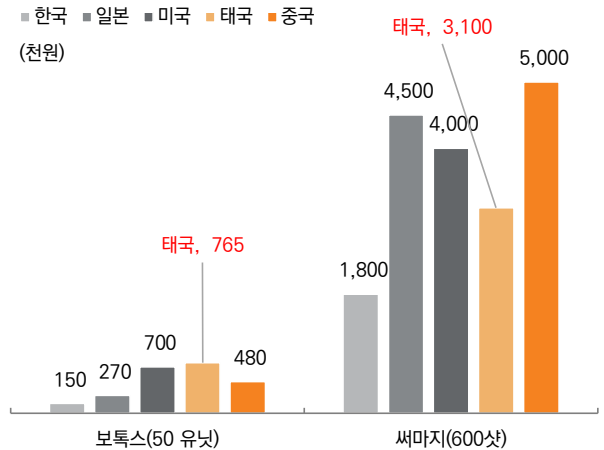
태국은 우리나라 기업에게 수출시장으로서 의미 있는 시장은 아니었다. 전체 수출물량에서 특신은 6~9%, 에너지기반 미용기기는 1~2%에 수준에 그쳤다. 그러나 2023년부터 에너지기반 미용기기를 중심으로 수출량이 빠르게 증가하고 있다. **2022년까지 전체 수출비중의 1~2%에 불과했던 에너지기반 미용기기의 태국향 수출 비중은 2023년 3%로 증가하였고, 2024년 상반기에는 5.5%로 증가했다.** 2023년 에너지기반 미용기기 수출금액은 2,791만 달러였는데, 2024년 상반기에 벌써 2,592만달러를 기록했다.

그림 146. 주요국가의 피부미용 기술 비중(2023년 기준)



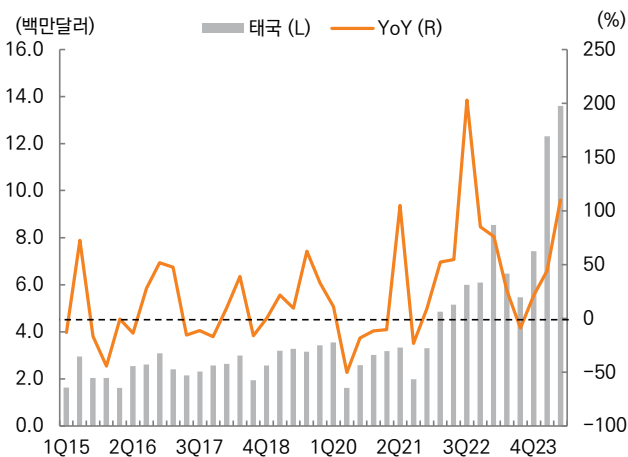
자료: ISAPS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 147. 주요 국가별 기술 가격 비교



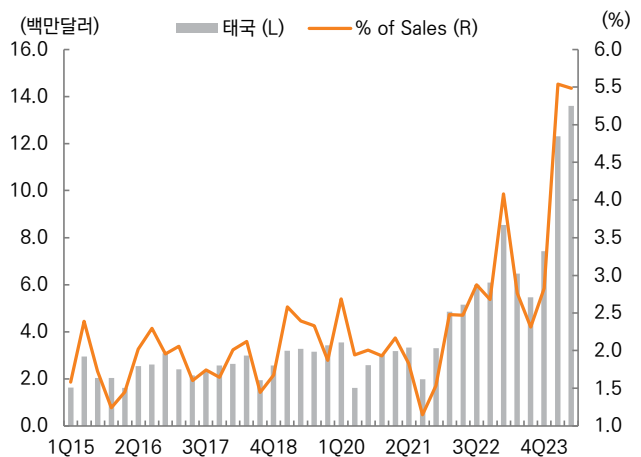
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 148. 국내 미용기기 기업의 태국향 수출 추이



자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 149. 국내 미용기기 기업의 태국향 수출 추이



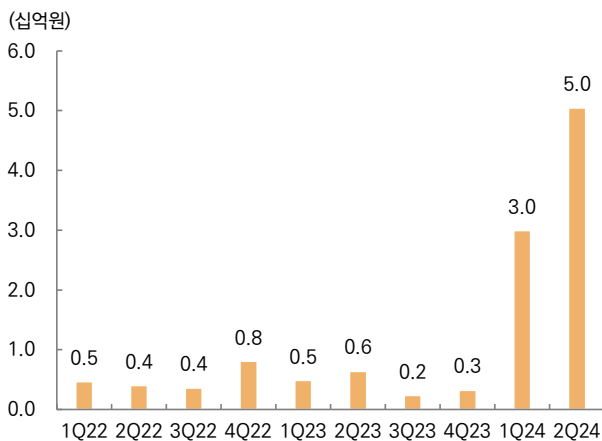
자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

이러한 추세는 클래스시스와 원텍 등 국내 에너지기반 미용기기의 수출 추이에서도 잘 드러난다. 국내 기업들은 국내 마케팅 모델과 함께 태국 현지 행사를 진행하거나 의사를 대상으로한 세미나를 개최하면서 이러한 열기를 이어가고 있다. **태국 영업현장에서 국내 기업들의 의견을 종합하면 태국 시장은 한국 시장 규모만큼의 잠재력이 있는 것으로 파악된다.** 현지의 한국 브랜드의 위상과 국내 기업들의 펀더멘탈을 고려할 때 태국 시장은 제2의 브라질 시장으로 불릴만큼의 주요 수출지역으로 부상할 가능성이 높아 보인다.

### Q. 태국시장의 특징?

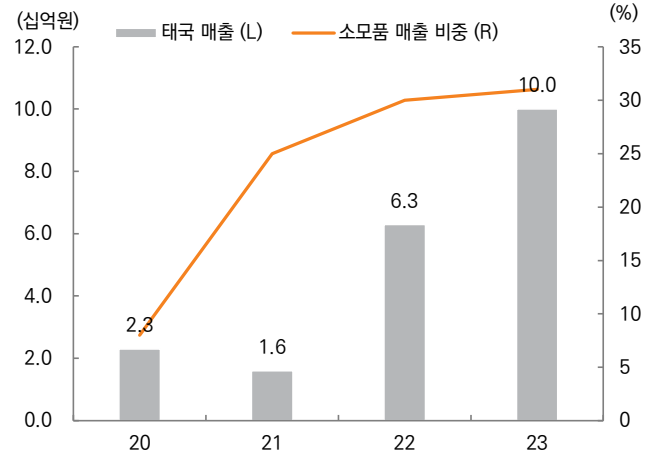
**클래스시스:** 태국 역시 브라질처럼 미(Beauty)에 대한 가치가 중요하고, 성형에 대한 수요와 수준이 높은 국가다. 브라질과 다른 점은 인종과 문화가 한국과 유사하여 K-Culture와 K-Beauty에 대한 영향을 더 많이 받는 것이다. 그런 점에서 슈링크가 태국 초음파 시장을 키웠듯이 볼뉴머도 태국 고주파 시장을 키울 수 있을 것으로 기대한다.

그림 150. 원텍 태국 매출 추이



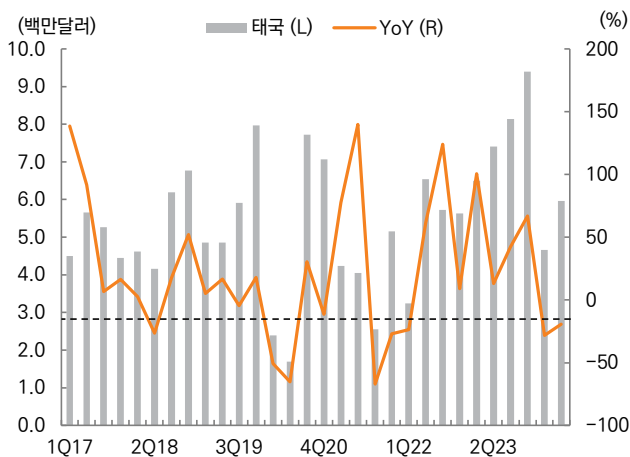
자료: 원텍, 미래에셋증권 리서치센터

그림 151. 클래스시스의 태국 매출 및 소모품 매출 비중 추이



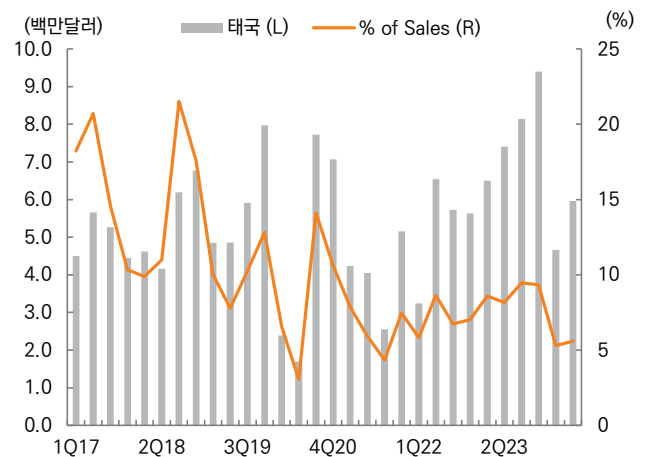
자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 152. 국내 특신 기업의 태국향 수출 추이



자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 153. 국내 특신 기업의 태국향 수출 및 전체 수출대비 비중 추이



자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터



## 피부과의 미래

### 초개인화 미용기기와 AI

미용산업과 기술은 어디까지 시너지를 만들어낼 수 있을까? 세계 최대 뷰티 기업인 로레알은 2024년 CES에서 AI와 로보틱스, IT 기술을 적극적으로 차용한 다양한 뷰티테크를 선보였다. 생활가전(염색기, 드라이기, 샤워기), 의료기기(의수, 홈뷰티), AI 솔루션(인공지능) 등 Beauty 영역과 시너지가 날 수 있는 다양한 영역으로 확장 및 다각화 가능성을 제시했다.

① **Beauty Geinus(개인화된 AI 뷰티 어드바이저)**: 스마트폰을 활용해 소비자의 피부상태와 톤을 진단하여 그에 맞는 스킨케어 루틴과 화장품을 추천한다.

② **Color Sonic(가정용 자동 헤어 염색기)**: 전세계 여성의 50%가 염색 제품을 사용하나, 염색 과정은 복잡하고 불편하다. Color Sonic은 원하는 컬러 카트리지를 넣으면 정확한 양의 염모제와 산화제가 자동으로 혼합되고, 머리를 빗으면 고속 진동하는 전동 브러시가 분당 300회 이상 움직이며 염색약을 균일하게 도포하며 염색 과정의 편의성을 크게 높였다. 쓰고 남은 염색약은 카트리지에 남아 있어 재활용이 가능하다.

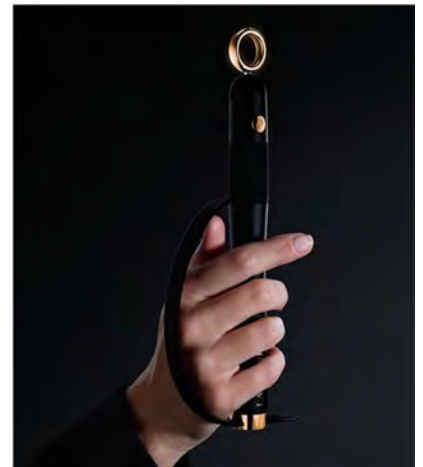
그림 154. AI 뷰티 어드바이저



그림 155. 가정용 자동 헤어 염색기



그림 156. 모션 안정화 메이크업 기기



자료: 로레알, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 로레알, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 로레알, 미래에셋증권 리서치센터

③ **Hapta(모션 안정화 메이크업 기기)**: 손과 팔이 움직임이 제한적인 사람들도 안정적으로 화장품을 바를 수 있게 설계된 최초의 휴대용 전동 메이크업 기기다. 360도 회전 및 180도 굴절이 가능하며, AI와 스마트 모션 센서에 기반한 셀프 라벨링 시스템으로 비자발적 손 움직임을 감지하여 제품의 위치를 조정할 수 있다. 자주 사용하는 특정 동작을 미리 저장할 수도 있다. 또한, 기기의 AI 시스템이 사용자의 움직임 및 사용 패턴을 학습하여 사용횟수가 늘어남에 따라 동작 컨트롤을 최적화할 수 있다.

④ **Water Saver(최대 69%의 절수 효과를 나타내는 샤워헤드)**: 물방울이 미리 정해진 방향을 따라 충돌하여 균일하여 분배되는 물 분할 기술로 배출되는 물방울의 크기를 줄여 속도를 줄이지 않으면서 절수 효과를 구현할 수 있다. 물 사용량 및 비용 절감 데이터를 추적할 수 있다.

⑤ **Air light Pro(적외선을 활용한 헤어드라이기)**: 발열 코일을 사용해 모발을 손상시키며 많은 에너지가 필요한 대류가열방식 대신, 17개의 특수 블레이드와 고속모터, 텅스텐 할로겐 전구 기반의 적외선 기술을 활용해 모발을 덜 손상시키며, 더 빠르고 더 적은 에너지로 모발 건조할 수 있다.

⑥ **루즈 쉬르 메주르(맞춤형 립 컬러 제조기기)**: 개인 맞춤형 뷰티 시스템 Perso를 적용한 개인화 립 컬러 제조 기기다. 레드, 누드, 오렌지, 핑크 4가지 컬러 카트리지를 기반으로 AI 컬러 인식기술과 알고리즘을 활용해 사용자에게 개인화된 맞춤 립 컬러를 제안하고 만들어 낸다.

그림 157. 절수효과가 가능한 샤워기



그림 158. 적외선 헤어 드라이기



그림 159. 맞춤형 립 컬러 제조기



자료: 로레알, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 로레알, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 로레알, 미래에셋증권 리서치센터

**Q. 올해 CES를 참관하고 왔는데, 가장 인상깊었던 기업은 로레알이었다. 우리의 디지털 전략은 어떤 것들이 있을까?**

**클래시스:** 2022년~2024년까지 로레알에서 CES에서 발표나 수상한 아이템을 보면 주로 디지털 기술을 활용한 개인화 솔루션이 로레알의 중심 전략임을 확인할 수 있다. 우리 역시 디지털 기술을 활용한 개인별 최적 시술법 및 효과 달성이 가능한 장비와 핸드피스, 시술법을 개발한다는 점에서 같은 고민을 하고 있다.

고객 맞춤형 시술법을 개발하는 것은 데이터의 수집부터 출발한다. 그러나 수집한 데이터를 적용하는 것은 또다른 문제다. 우리도 데이터를 어떻게 모으고 어떻게 활용할까에 대한 고민을 많이 하고 있다. 현재 장비 별 사용량이나 사용법에 대한 데이터를 수집해서 국가별 니즈에 맞는 맞춤형 핸드피스의 개발 같은 것에는 활용하고 있다. AI가 적용된 색소치료시술 제품도 개발 중이다. 향후 디지털 기술은 점차 에너지기반 장비에 녹아들지 않을까 한다.

**APR:** 우리도 올해부터 CES에 참여하고 있다. 로레알은 기술의 접목을 공격적으로 한다는 느낌을 받았다. 특히 적외선을 활용한 헤어 드라이기는 되게 신선했다. 그런데 아직은 서로 집중하는 분야가 조금 다르다고 생각한다. 로레알은 좀더 AI와 개인화된 솔루션에 초점을 맞추고 있다고 생각되고, 우리는 화장품으로 완전히 대체할 수 없는 에너지 기반 홈뷰티 장비에 집중하고 있다. 언젠가는 뷰티테크라는 사업영역에서 로레알이나 다른 글로벌 회사들도 만나게 될 것이라고 생각한다.

**Q. 디지털 기술 특히 AI가 어떻게 미용기기에 활용이 될 수 있을까?**

**클래시스:** 피부과 영역에서 AI는 주로 진단 영역에 적용되고 있는 것 같다. 그나마 많이 진행된 것들이 피부 상태를 보고 이것이 무엇이고 어떤 치료가 필요한지를 추천해주는 솔루션 들이다. 그런데 이것이 진단만 하고 끝이 아니라 치료와 연계되어야 하는데, 치료영역에 AI가 활용되기 위해 필요한 데이터는 진단에서 필요한 데이터의 몇 배 이상이다.

치료 시 부작용이나 효과에 대한 평가도 해야하고, 인종과 피부 색에 따른 차이에 대한 데이터도 필요하다. 실제로 구현이 불가능하지는 않고 언젠가 이런 솔루션들이 도입된다면, 굉장히 편리하고 좋은 도구가 될 수 있을 것 같지만, 그 시점이 언제인가에 대해서는 명확하게 말하기가 힘들다. 아직 시간은 좀 더 필요해 보이지만, 실제로 AI가 사용될 수 있다면 그 파급력이나 활용도는 굉장히 넓을 것이라고 생각한다.

**Q. 미용기기는 시술자가 계속 기기를 작동시켜야 한다. 이런 방식에서 벗어나기 위한 시도로 Inmode는 Hands free라는 제품을 개발하여 판매하기도 한다. 그런 점에서 미용기기 시장의 로봇이나 자율형 미용기기의 도입은 어떻게 생각하는가?**

**클래시스:** 미용 기술은 노동집약적인 것이 맞다. 노동집약적인 문제를 해결하려면 ① 생산성이 증가해서 단위 시간당 돈을 더 벌던가, ② 그 노동을 담당하는 사람들의 인건비를 상쇄할 가치를 만들어 내거나, ③ 그 노동을 담당하는 사람들의 인건비가 굉장히 비싸지던지 이 3가지 중에 하나가 되어야 할 것이다

기본적으로 임상현장에서 생산성을 향상시키는 것만으로는 돈을 더 벌 수 있는 구조는 아니라 첫 번째 방법은 크게 의미 없을 것 같다. 사용자 편의성 측면보다는 자동화로 인한 기존 아날로그 기술보다 부가가치를 높이는 방법이 더 의미 있지 않을까 생각한다.

요새 식당에서 많이 볼 수 있는 서빙 로봇을 보면서 병원에서 어떤 업무부터 저런 로봇이 도입될 수 있을까 생각해보고 있다. 일단 로봇이 도입되려면 인건비 상승과 맞물린 어떤 티핑 포인트가 필요하다. 아직 로봇을 도입하거나 자동화 장비를 도입할 정도로 인건비가 비싸지는 않다. 그런 티핑 포인트가 필요하다고 본다.

**APR:** 매우 동의한다. 기존에 존재하는 여러 제품들이 핸드프리 형태로 출시되고 있다. 그런데 핸드프리, 즉 손이 자유롭다라는 개념을 구현하려면 더 많은 기술력이 필요하다. 기존 핸드피스에서 모양 바꾸고 벨트만 장착한다고 핸드프리가 되는 것이 아니다.

가정용 제품으로 핸드프리를 구현하려면 의사와 같은 전문가가 상주하지 않기 때문에 온도 센서 등을 통한 안전 기능이 훨씬 강화되어야 한다. 다양한 안전관련 이슈를 대응하기 위해 일반적인 핸드피스 보다 훨씬 더 복잡하고 정교한 기술들이 적용되어야 한다. 또한, 안전성을 잡기 위해서 효과가 없으면 안 될 것이고 경제성도 챙겨야 한다. 우리도 핸드프리와 로봇의 도입에 대해 관심이 많고, 이런 여러가지 변수를 고려해서 미래를 준비하고 있다.

그림 160.인공지능 개인화 추천 솔루션

그림 161. Inmode의 Hands Free 제품



자료: APR, 미래에셋증권 리서치센터

자료: Inmode, 미래에셋증권 리서치센터

## 비만치료제와 안티에이징

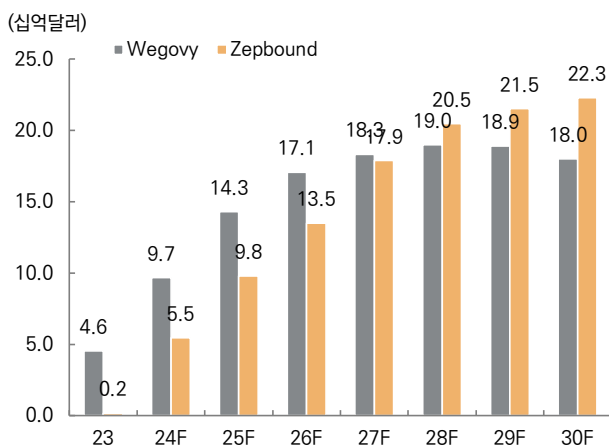
**Q. GLP-1기반 비만치료제가 전세계적 열풍을 일으키고 있는데, 체중감량용 의약품의 미래는 어떻게 보시는지?**

**클래시스:** 우리는 비만치료제가 굉장히 기회요소라고 생각한다. 비만 치료를 시작하면 급격하게 지방이 감소하면서, 피부가 처질 수 밖에 없다. 이런 부위에는 콜라겐 재생을 통한 타이팅닝 시술이나 리프팅 시술이 필요할 수 있다.

그래서 모노폴라 고주파의 수요는 굉장히 증가할 수 있다고 보고 있다. 또한, 얼굴 피부뿐 아니라 몸 쪽 피부에 대한 수요도 빠르게 증가할 것으로 본다. 결론적으로 비만 치료 이후 피부 타이팅닝/리프팅 목적으로 에너지기반 미용기기가 활용될 것이라고 생각한다.

또한, 비만 치료에 대한 관심이 커지는 과정에서 지방감소 목적의 장비의 시술 수요도 늘어날 수 있다. 비만 치료시 감소되지 않은 특정 부위를 관리하기 위한 목적으로 사용할 수 있으며, 전반적인 바디의 지방 감소 목적으로도 사용할 수 있다. 혹은 비만 치료제와 병용 방법으로 사용할 가능성도 있다.

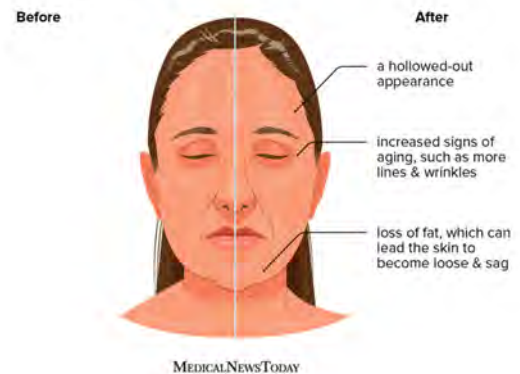
그림 162. GLP-1 비만치료제, Wegovy와 Zepbound 매출 전망



자료: Evaluatepharma, 미래에셋증권 리서치센터

그림 163. 급격한 체중감량의 부작용: Ozempic Face

How does Ozempic affect the face



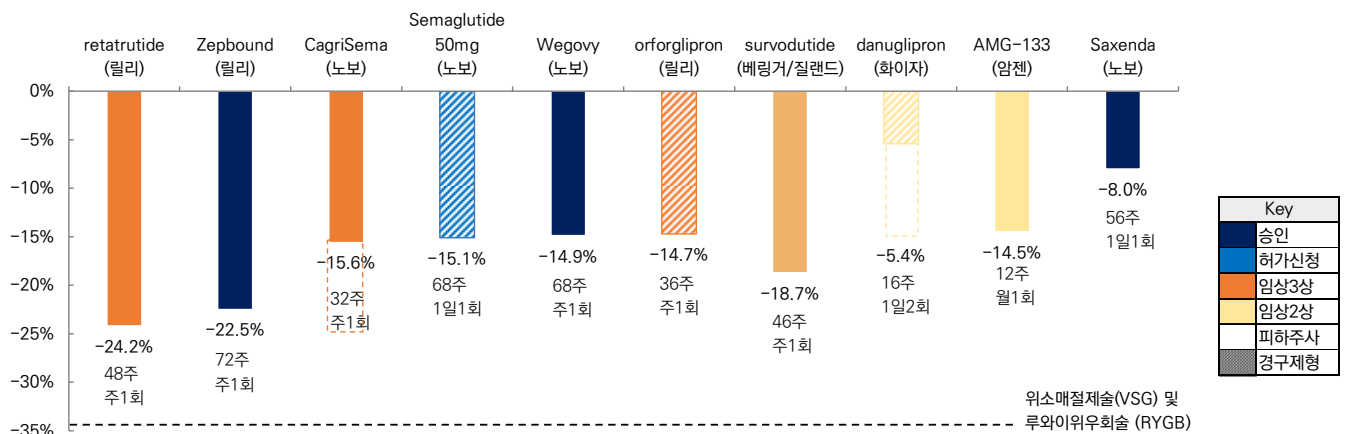
자료: Medical News Today, 미래에셋증권 리서치센터

**Inmode:** 아직 미래의 모습을 결정하기에는 이르지만, 단기적으로 GLP-1 치료제는 우리에게 긍정적인 영향을 주고 있다. 급격한 체중감량을 경험한 환자들은 피부탄력 강화와 체형 교정의 욕구가 높아지게 되고, 그들은 우리의 고객이 될 것이다.

더불어, BMI가 35~36이 넘는 환자는 지방흡입을 하기에 좋은 대상이 아니다. 그런데 GLP-1을 사용하여 BMI가 28~30까지 떨어지면 지방흡입이 가능해진다. 이러한 환자도 역시 우리의 고객이 될 수 있다.

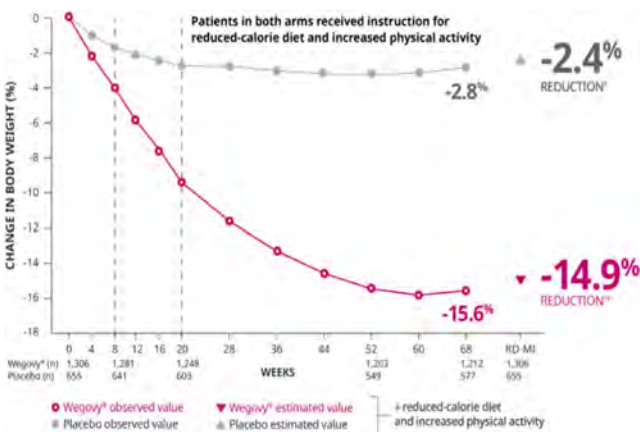
또한, 체중감량을 위해서 1만~1.5만 달러의 GLP-1 치료제에 비용을 지불하는 사람은 더 많고 건강해 보이기 위해 돈을 더 쓰는 경향이 있다. 그런 점에서 GLP-1 치료제는 미용 기기에 투자하기 위한 관문치료제와 같은 역할을 하고 있다. GLP-1 치료제로 인한 급격한 체중감량으로 얼굴이나 엉덩이 형태가 변하는 Ozempic face, Ozempic butts이라는 신조어도 등장하고 있는 상황이다. 비만 치료로 피부가 처진 사람들은 3,500~4,000달러에 이르는 피부 타이팅 시술 비용에 돈을 지불할 의향이 있다.

그림 164. 비만 신약 파이프라인 효용성 비교



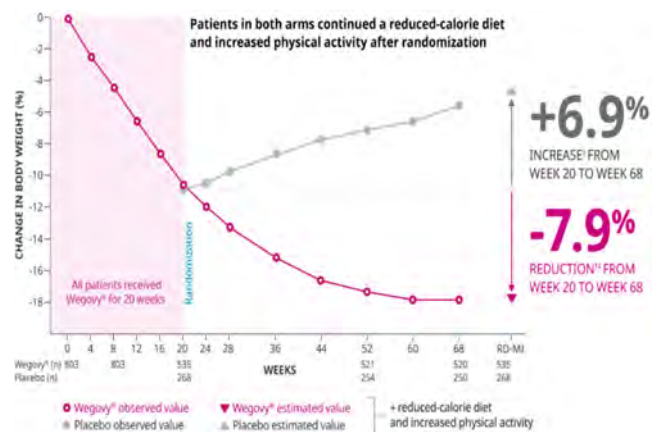
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 165. STEP 1 임상결과: 68주간 평균 15% 체중 감량



자료: NOVO, 미래에셋증권 리서치센터

그림 166. STEP4 임상결과: 투약중단후 요요현상 발생



자료: NOVO, 미래에셋증권 리서치센터



## 홈뷰티는 대체재인가 새로운 시장인가?

홈뷰티 시장이 심상치 않다. LG전자(IT기업), 로레알(화장품 기업), 동국제약(제약사), 클래시스(의료기기) 등 정말 다양한 산업에서 활동하던 기업들이 앞다투어 홈뷰티 시장에 진출하고 있다. 홈뷰티의 어떤 매력이 이런 기업들을 끌어들이는 걸까?

가장 큰 이유는 단연 성장성이다. **2023년 5조원이었던 글로벌 가정용 의료기기 시장은 매년 35% 성장하여 2030년에는 45조원까지 성장할 것으로 기대된다.** 이 과정에서 전체 피부미용 시장에서 차지하는 비중도 2023년 1.7%에서 2030년에는 10%까지 늘어날 것으로 전망되고 있다.

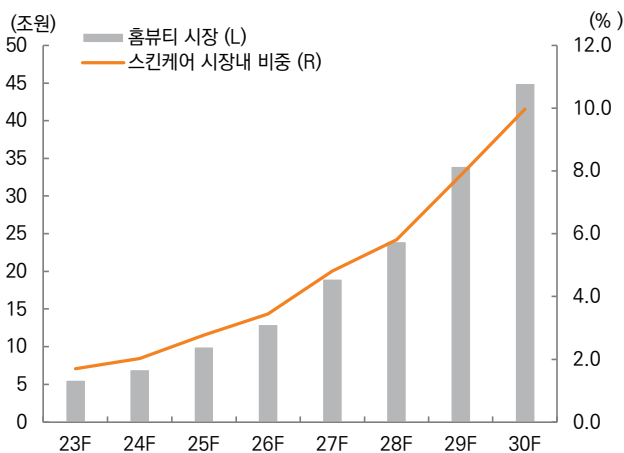
이러한 성장의 중요한 요인 중 하나는 기술이다. 다양한 기업들이 참여하고 있다는 말을 바꿔 말하면 다양한 기술들이 접목되고 있다는 뜻이다. AI는 물론이고, IT 기술, 에너지 기술, 바이오 기술, 화학 기술, 약물전달 기술 등 다양한 기술이 융복합되며 혁신 홈뷰티 기기가 개발되고 출시되고 있다.

게다가 연관 산업인 화장품도 중국 중심으로 확산되었던 몇 년 전과 달리 K-Beauty의 매운맛을 전세계에 보여주며 홈뷰티 성장에 날개를 달아주고 있다. 그 중에서도 **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.

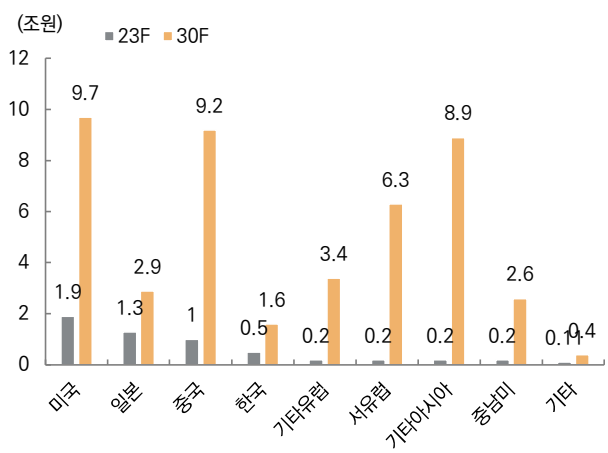
전문가용 의료기기처럼 소모품 판매가 일반적이지도 않아 기존 고객을 활용한 비즈니스모델보다는 신규 고객 의존도가 높을 수밖에 없다. 구매 이후 고객의 지속적인 사용을 유도하는 게 어렵다 보니, 신제품이 출시되어도 기존 고객 대상 마케팅이 쉽지 않다.

그림 167. 홈뷰티 시장 규모 및 스킨케어 시장내 비중 추이 전망



자료: Euromonitor, Global data, Kearney, APR, 미래에셋증권 리서치센터

그림 168. 지역별 홈뷰티 시장 규모 전망



자료: Kearney, APR, 미래에셋증권 리서치센터

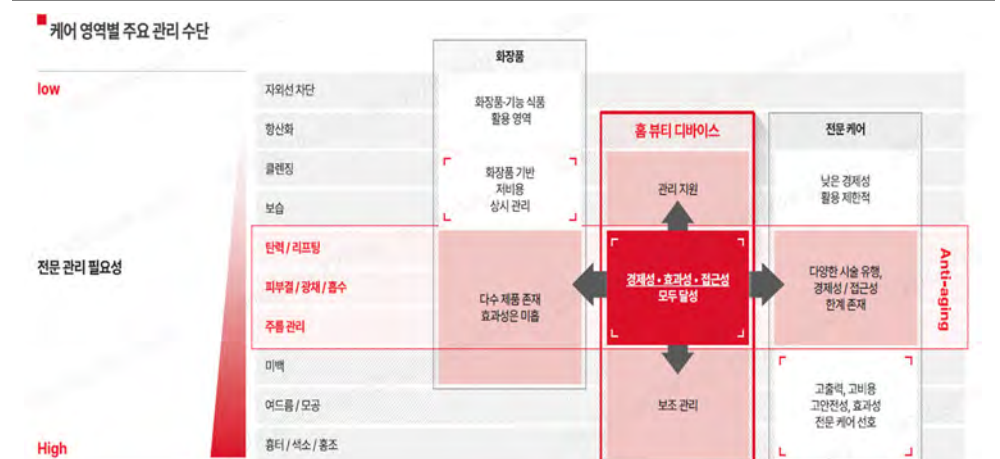


화장품과 부스터 기기가 연계되면 화장품은 부스터 기기의 소모품처럼 인식되며 재구매로 이어질 가능성이 높아진다. 부스터 기기는 신규 고객 유치가 원활해지고, 계속 제품을 사용하기 때문에 신제품이 출시될 때 마케팅을 하기도 용이하다.

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 169. 영역을 확장하고 있는 홈뷰티 디바이스



자료: APR, 미래에셋증권 리서치센터

그림 170. APR의 화장품과 부스터 프로의 패키지 마케팅



자료: APR, 미래에셋증권 리서치센터

그림 171. 500달톤의 법칙

### Viewpoint

## The 500 Dalton rule for the skin penetration of chemical compounds and drugs

Bos JD, Meinardi MMHM. The 500 Dalton rule for the skin penetration of chemical compounds and drugs. Exp Dermatol 2000; 9: 165-169. © Munksgaard, 2000

Abstract: Human skin has unique properties of which functioning as a physicochemical barrier is one of the most apparent. The human integument is able to resist the penetration of many molecules. However, especially smaller molecules can surpass transcutaneously. They are able to go by the corneal layer, which is thought to form the main deterrent. We argue that the molecular weight (MW) of a compound must be under 500 Dalton to allow skin absorption. Larger molecules cannot pass the corneal layer. Arguments for this "500 Dalton rule" are: 1) virtually all common contact allergens are under 500 Dalton, larger molecules are not known as contact sensitizers. They cannot penetrate and thus cannot act as allergens in man; 2) the most commonly used pharmacological agents applied in topical dermatotherapy are all under 500 Dalton; 3) all known topical drugs used in transdermal drug-delivery systems are under 500 Dalton. In addition, clinical experience with topical agents such as cyclosporine, tacrolimus and ascomycin gives further arguments for the reality of the 500 Dalton rule. For pharmaceutical development purposes, it seems logical to restrict the development of new innovative compounds to a MW of under 500 Dalton, when topical dermatological therapy or percutaneous systemic therapy or vaccination is the objective.

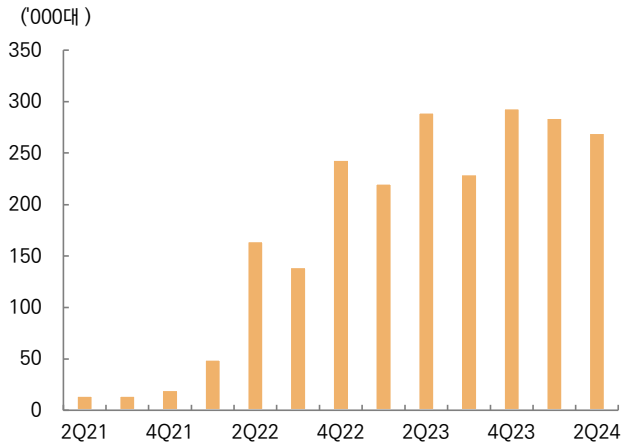
Jan D. Bos and Marcus M. H. M. Meinardi  
Department of Dermatology, Academic Medical Center, University of Amsterdam, The Netherlands

Key words: drug design - skin - topical drugs - transdermal  
Jan D. Bos, Department of Dermatology A0-235, Academic Medical Center, University of Amsterdam, P.O. Box 22700, 1100 DE Amsterdam, The Netherlands  
Tel.: +31 20 566 2547, Fax: +31 20 696 0076  
e-mail: j.d.bos@amc.uva.nl  
Accepted for publication 27 October 1999

자료: Bos JD, Meinardi MMHM. The 500 Dalton rule for the skin penetration Jan D. Bos and of chemical compounds and drugs, 미래에셋증권 리서치센터

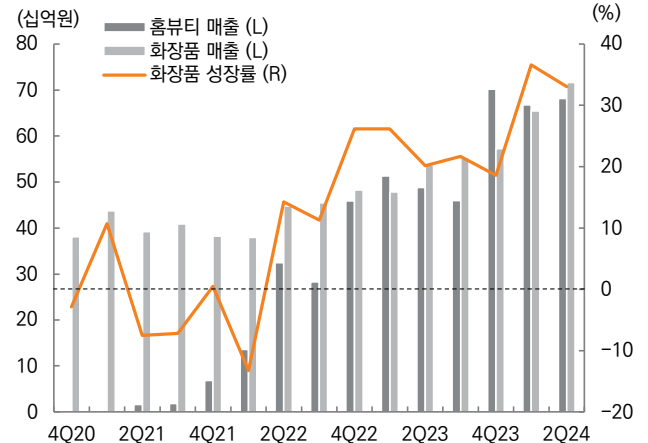
이러한 전략으로 성과를 거두고 있는 기업이 국내의 APR이다. APR은 2021년부터 홈뷰티 사업을 시작하며 사업시작 3년만에 2,100억원 이상의 홈뷰티 매출을 기록했다. 이 과정에서 화장품 사업도 함께 성장했는데, 그림.171에서 보이는 것과 같이 APR의 부진했던 화장품 사업 매출 성장률은 홈뷰티 사업이 본격적으로 성장하기 시작한 2Q22부터 성장세를 회복했다. 글로벌 홈뷰티 기업인 야만도 중장기 전략에서 화장품과 홈뷰티의 시너지를 강조하고 있다.

그림 172. APR, 홈뷰티 판매량 추이



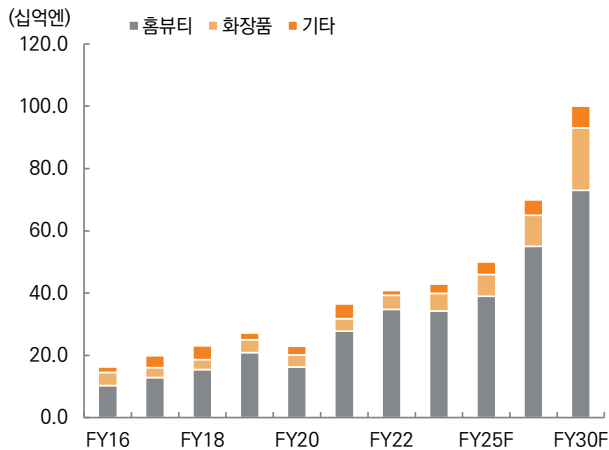
자료: APR, 미래에셋증권 리서치센터

그림 173. APR, 홈뷰티 런칭 이후 화장품 사업 성장률도 개선



자료: APR, 미래에셋증권 리서치센터

그림 174. Yaman의 2023 중장기 경영전략 목표



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 175. Yaman의 기기구매 이후 화장품 반복구매 유도 전략



자료: Yaman, 미래에셋증권 리서치센터

표 15. 국내 홈뷰티 디바이스 주요 제품 현황

기업	APR		LG전자	누스킨	동국제약	지온메디텍	닥터스텍	이루다	하이로닉	파마리서치
제품 이미지										
제품명	울트라튬 40.68	에이지알 부스터 프로	프라엘 더마썸라	에이지락 갈바닉	센텔리안24 마데카 프라임	듀얼소닉 프로페셔널 세트	바나브 UP6	뉴즈미 라인소닉	홈세라	리쥬리프
정가 (할인가)		395,000원 (보상 판매시 295,000원)	1,590,000원 (보상 판매시 1,290,000원)	375,000원	459,000원 (299,000원)	2,650,000원	320,000원 (262,000원)	2,300,000원	2,120,000원 (1,690,000원)	1,590,000원
케어 효과		모공/피지, 브라이팅, 볼륨, 탄력, 흡수력 강화	탄력 개선	탄력 개선, 흡수력 강화	모공, 각질, 피부결, 탄력, 흡수력 강화	피부 탄력 개선, 재생 활성화, 보습 개선	흡수율 개선, 피부 탄력, 속 보습 개선	탄력 개선, 눈가 피부결 개선, 피부처짐, 모공	탄력, 모공, 주름 방지, 피부 톤 개선	탄력, 치밀도, 이중턱 완화, 피부 거칠기 개선
케어 모드		부스터 모드 미세전류 모드 더마샷 모드 에어샷 모드		페이셜 케어 스칼프 케어 넥&데콜테 케어	탄력 모드 브라이팅 모드 흡수 모드	깊이조절 듀얼모드	클린업 모드 비타민C 모드 L 탄력 모드	라인모드 도트모드		초음파 케어 고주파 케어
사용 시간		일 1~3회, 5~10분	주 1회	5분	5분	3~6분	3분			1~2일 간격 10분
매출(23년)		2,162억원		347억원	200억원	250억원 이상	51억원	95억원		
소모품			더마썸라 카트리지	컨덕터		페이스/아이 카트리지		카트리지	카트리지	
인증		KC, KOTITI	KC, SGS	KC	KC, FCC, CE		KC	KC, FCC, CE	KC, CE, CQC	
무게		154g	280g		112g	309g	155g		350g	300g

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

### Q. 최근 홈뷰티 시장이 부쩍 뜨거워진 느낌이다. 홈뷰티 시장을 어떻게 보고 있나?

**클래시스:** 홈 뷰티 시장은 미용 의료기기 시장과는 효능과 안전성 측면에서 확연히 구분되는 독립적인 시장으로 보고 있다. 물론 두 시장의 개별적 성장성은 긍정적으로 생각한다. 기존 미용 의료 시장은 앞으로도 안정적으로 성장이 지속될 것으로 보여지고, 다만 트렌드에 민감한 홈 뷰티 시장은 당분간 각광을 받을 것으로 예상하나, 진입장벽이 높지 않아 경쟁이 치열하는 측면에서 해자를 구축하는 전략이 중요하다고 본다.

우리도 홈뷰티 장비를 출시했는데, 우리의 전략은 비트윈 케어(Between Care)다. 보통 시술을 주기적으로 받기 때문에, 시술과 시술을 받는 사이에 유지관리 용도로 홈 뷰티 장비가 활용될 수 있을 것으로 본다. 집에서도 전문적인 케어를 가능하게 하는 기술은 지속적으로 발전할 것이라고 생각한다.

**APR:** 우리는 홈뷰티 장비가 피부과 시술을 위한 미용 의료기기의 단순 하위 호환 시장이라고 생각하지 않는다. 미용 의료기기보다 홈뷰티 장비가 기술적으로 구현하기 어려운 부분도 많다. 홈뷰티 장비는 소비자들이 쉽게 운반할 수 있게 경량화를 하면서 안전성을 충족해야 하는데, 이를 위한 하드웨어나 소프트웨어 엔지니어링 기술은 구현하기 어려운 경우가 많다.

미용 의료기기 시장이 홈뷰티 장비보다 상위 시장으로 여겨지는 이유는 의료기기가 먼저 보급되면서 소비자들에게 익숙해진 측면이지 않을까 하고 생각한다. 홈뷰티 장비는 미용 의료기기에 비해 비용, 시간, 이동거리 등 접근성이 월등히 좋다. 이로 인해 사용빈도를 늘릴 수 있다는 점에서 기술이 좀 더 고도화되면 미용 의료기기보다 더 좋은 효과를 경험할 수도 있다고 생각하고, 조만간 그런 시대가 올 수 있다고 생각한다.

또한, 홈뷰티 디바이스는 화장품을 단순히 보조하는 역할보다는 서로가 서로의 영역을 보완할 수 있다고 생각한다. 화장품은 주로 화학적인 방식으로 우리 몸의 수분이 나가는 것을 막아주고, 좋은 유효성분을 투입시켜 안티에이징, 슬로우 에이징을 추구한다. 홈뷰티 장비는 전기자극과 물리적인 자극을 통해 탄력 유지와 보습 효과를 만들어낸다.

화장품과 홈뷰티 장비를 병용하면 시너지를 만들 수 있다. 화장품이 액스타입이어야 한다는 것도 고정관념일수 있다. 우리는 홈뷰티 장비가 광의의 의미에서 뷰티산업의 카테고리 중 하나로 포함될 것이라고 본다. 홈뷰티의 시장성은 매우 높다고 보고 있으며, 우리는 뷰티테크 전문기업으로써 화장품과 홈뷰티 장비의 시너지를 극대화하고자 한다.

투자전략 및 Appendix

투자전략

피부미용 시장은 높은 성장성과 수익성이 기대되는 산업이다. 그러나 지역마다 선호하는 시술이 다르고, 고객의 인구통계적 특성과 니즈가 매우 세분화되고 다양해지고 있다. 이로 인해 세계적 경쟁력을 갖추기 위해서는 다각화가 매우 중요하다. 그런 점에서 우리가 **피부미용시장에서 주목하는 기업은 에너지기반 미용기기로 클래스시스(214150), 주사요법에서는 파마리서치(214450), 휴젤(145020)**이다.

클래스시스(214150)는 장비는 슈링크에서 볼뉴머로, 지역은 브라질에서 태국으로 다각화를 진행하며 견조한 성장을 거듭하고 있다. 이런 상황에서 4Q24 이루다와 합병이 완료되면 거의 대부분 에너지원의 미용기기를 확보하며 지역 및 적응증 확장도 빠르게 진행될 수 있다. 동사는 이루다 합병 이후 중기 재무목표로 2030년 매출 10억달러와 영업이익률 50% 이상을 달성하는 것을 제시했다.

파마리서치(145020)는 PN기반의 스킨부스터인 리쥬란이 돌풍을 일으키며, 세계 최대 스킨부스터인 갈더마의 스컬트라(23년 1억달러) 턱 밑까지 쫓아왔다. 리쥬란의 성장과 더불어 확장품도 동반성장하고 있다. 리쥬란은 피부미용 시장에서 오리지널 제품이 가지는 상징성과 영향력, 그리고 지속되는 해외확장을 고려할 때 앞으로도 동사의 높은 성장을 견인할 가능성이 높아보인다. 또한, 동사는 M&A를 활용하여 필러, 독신, 미용기기 등 에스테틱 관련 사업으로 제품 다각화를 진행하며 경쟁력을 강화하고 있다.

휴젤(145020)은 미국, 중국, 유럽 허가를 모두 보유한 보툴리눔 독신 기업이다. 3개 지역의 허가를 받은 국내 기업은 휴젤이 유일하며, 올해말 또는 내년 미국 런칭 예정인 독신의 매출 확대가 가장 기대된다. 현재 미국 ITC 소송 중이나, 24년 6월 예비 과정에서 휴젤에 긍정적인 결과가 나온만큼, 10월 최종결과를 통해 소송이슈는 해결될 수 있을 것으로 판단된다.

표 16. Global Peer Valuation

회사명	시가총액 (십억원)	영업이익률 (%)			PER (배)			PSR (배)			EV/EBITDA(배)			매출액 (십억원)		
		23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F
Galderma Group	29,723	13.0	20.6	20.6	-	51.5	32.2	130.0	5.0	4.4	-	24.0	21.3	5,379	6,159	6,924
휴젤	3,598	36.8	40.2	42.3	28.1	28.4	22.5	9.1	9.5	8.1	14.4	19.3	16.0	320	379	447
클래스시스	3,200	49.8	51.5	52.8	35.8	30.9	25.4	15.7	13.7	11.2	29.3	25.1	20.1	180	233	286
파마리서치	1,926	35.3	37.1	37.8	20.7	19.2	15.4	6.3	5.8	4.8	8.3	13.1	11.0	261	335	401
Inmode	1,763	39.8	33.1	35.9	9.0	8.5	7.3	3.2	3.1	2.9	5.8	4.1	3.6	643	582	627
Establishment Labs	1,636	(39.4)	(20.2)	(4.8)	-	-	-	7.9	7.0	5.1	-	-	-	216	241	330
메디톡스	1,475	7.8	18.8	26.9	384.0	33.7	22.9	5.5	5.6	4.8	-	22.1	14.8	221	265	307
비올	540	52.5	55.2	54.0	25.0	17.6	14.4	12.7	9.0	6.6	18.9	13.8	10.7	43	60	81
원텍	532	39.8	38.4	39.3	18.4	12.4	8.6	4.9	4.1	2.9	18.6	9.4	6.5	116	128	182
AirSculpt Tech	321	4.8	(0.2)	4.2	106.6	79.1	19.3	1.2	1.3	1.2	16.5	12.4	9.4	256	253	282
Sisram Medical	249	11.2	9.3	10.2	5.9	5.3	7.2	0.5	0.7	0.6	5.6	4.8	4.2	469	391	436
Beauty Health	242	(32.9)	(11.5)	1.8	-	-	-	0.5	0.5	0.5	-	-	15.6	520	465	502
한스바이옴에드	140	(5.3)	-	-	-	-	-	1.6	-	-	99.1	-	-	78	-	-
전체 평균		16.4	22.7	26.8	70.4	28.7	17.5	15.3	5.4	4.4	24.0	14.8	12.1	669.3	791.0	900.4

주: 2024년 8월 20일 기준  
자료: Bloomberg, 미래셋증권 리서치센터

표 17. 글로벌 안티에이징 상장기업 주요 현황

분류	기업명	시가총액 (십억원)	매출(십억원)				지역별 매출 비중		품목별 매출 비중	
			23	24F	25F	YoY	22	23	22	23
최소침습	클래시스	3136	180	233	286	29.4%	국내 37% 브라질 19% 아시아 27% 유럽 11% 기타 6%	국내 34% 브라질 25% 아시아 26% 유럽 10% 기타 5%	클래시스 53% 소모품 40% 클루덤 6% 화장품 1%	클래시스 50% 소모품 45% 클루덤 3% 화장품 1%
	Inmode	1806	643	582	627	-9.5%	미국 66% 해외 34%	미국 63% 해외 37%	최소침습 81% 핸즈프리 10% 기타 8%	최소침습 82% 핸즈프리 9% 기타 9%
	원텍	512	116	128	182	10.3%	내수 48% 브라질 14% 대만 8% 중국 5% 기타 24%	내수 50% 브라질 18% 대만 7% 중국 5% 기타 20%	미용장비 69% 소모품 26% 기타 5%	미용장비 71% 소모품 25% 기타 4%
	비올	528	43	60	81	39.5%	국내 13% 미주 39% 아시아 23% 유럽 11% 중동 15%	국내 12% 미주 35% 아시아 32% 유럽 11% 중동 12%	미용장비 69% 소모품 29% 기타 1%	장비 66% 소모품 33% 기타 1%
	AirSculpt	316	256	253	282	-1.2%	미국 100%	미국 100%	미용장비 100%	미용장비 100%
	Beauty Health	254	520	465	502	-10.6%	미주 67% 아태 15% EMEA 19%	미주 57% 아태 21% EMEA 22%	미용장비 56% 소모품 44%	미용장비 52% 소모품 48%
	Sisram Medical	253	469	391	436	-16.6%	북미 41% 아태 28% 유럽 17% 기타 24%	북미 44% 아태 31% 유럽 14% 기타 12%	미용장비 87% 치과용품 5% 톡신&필러 2% 기타 6%	미용장비 88% 치과용품 3% 톡신&필러 3% 기타 6%
	Cutera	23	277	196	208	-29.2%	미국 43% 일본 26% 아시아 9% 유럽 8% 기타 15%	미국 42% 일본 25% 아시아 9% 유럽 10% 기타 16%	미용장비 65% 화장품 17% 소모품 9% 서비스 9%	미용장비 62% 화장품 16% 소모품 12% 서비스 11%
주사요법	휴젤	3611	320	379	447	18.4%	내수 47% 수출 53%	내수 45% 수출 55%	톡신 57% 필러 32% 기타 11%	톡신 53% 필러 37% 기타 10%
	파마리서치	1898	261	335	401	28.4%	내수 71% 수출 29%	내수 64% 수출 36%	의약품 23% 의료기기 52% 화장품 20% 기타 5%	의약품 21% 의료기기 52% 화장품 23% 기타 4%
	메디톡스	1474	221	265	307	19.9%	내수 36% 수출 64%	내수 38% 수출 62%	톡신 49% 필러 37% 기타 14%	톡신 53% 필러 35% 기타 12%
수술	ESTA	1629	216	241	330	11.6%	EMEA 39% 남미 32% 아태 29% 기타 1%	EMEA 49% 남미 30% 아태 21% 기타 1%	가슴보형물 95% 기타 5%	가슴보형물 98% 기타 2%
	한스바이오메드	142	78	-	-	-	내수 47% 북미 31% 아시아 12% 기타 10%	내수 53% 북미 25% 아시아 11% 기타 11%	의료기기 46% 뼈이식 28% 피부이식 15% 기타 11%	의료기기 43% 뼈이식 26% 피부이식 26% 기타 9%

주: 2024년 8월 20일 기준

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

## Appendix. 특허 소송

### 1) 국내 통신업체들의 군주 도용관련 ITC 소송

메디톡스는 2017년부터 경쟁사에 대한 특허소송을 이어오고 있다. 메디톡스는 지난 2017년 대웅제약을 상대로 민사 소송(보툴리눔 독신 군주 및 독소제제 제조기술정보의 사용금지 및 손해배상청구)을 제기하였다. 이어 2019년에는 ITC에 대웅제약(파트너사 에볼루스)에 대한 소송을 제기했다. ITC는 지난 21년 3월 에볼루스, 메디톡스, 앨러간 3자 합의로 ITC 소송 전 상태로 복귀(합의금: 3,500만달러 + 향후 판매로열티)를 결정 내렸다. 국내 민사소송은 현재 항소심이 진행 중이다.

22년 3월, 대웅제약과의 ITC 소송이 마무리된 메디톡스는 이번에는 휴젤을 상대로 독신 군주 절도, 군주 및 제조공정 등과 관련한 영업비밀 침해 등으로 ITC에 소송을 제기하였다. 메디톡스는 유전자 분석결과 양사의 군주에 차이가 있음을 인정하지만 휴젤의 군주가 자연 발견 가능성이 낮으며, 도용 이후 휴젤 군주에 돌연변이 발생 혹은 메디톡스 선행 군주로부터 유래했을 수 있다고 주장하였다. 휴젤은 사전 심리자료를 통해 메디톡스 군주가 아닌 통조림에서 군주를 발견했으며, 유전자 분석 결과의 차이를 강조하였다. ITC는 지난 24년 6월 휴젤이 메디톡스의 군주 절취 사실 없다고 예비 판결을 내렸다. 최종판결은 24년 10월 예정이다.

### 2) 국내 에너지 기반 미용기기 기업들의 특허 소송의 역사

에너지기반 미용기기 기업들에서도 2010년 이후 꾸준히 특허관련 소송이 발생해왔다. 다만, 몇 년에 걸쳐 소송을 이어가며 대규모 법무비용이 발생했던 통신업계와 달리, 대부분 사례가 로열티를 지급하며 마무리되었다. 2018년의 소송전에서는 합의 이후, 피고 업체들이 대부분 판가를 인상하며 피해를 최소화했다.

표 18. 에너지 기반 미용기기의 주요 ITC 소송

시기	원고	피고	에너지원	장비	결론
'13.7	Guided Therapy Systems (Ulthera)	하이로닉	HIFU	더블로	하이로닉 승소
'16.1	비율	이루다	마이크로니들 RF	시크릿 RF	이루다 승소
'16.4	BTL 코리아	루트로닉	RF	EnCurve	루트로닉 승소
'18.4	Syneron Candela	루트로닉 등 15개사	마이크로니들 RF	다수	소모품 로열티 지급 합의
'21.3	Inmode	이루다	마이크로니들 RF	시크릿 RF	40만달러 라이선스 지급 합의
'23.3	Serendia(비율)	루트로닉 등 10개사	마이크로니들 RF	다수	일부기업과 합의, ITC 소송 판결 대기 중

자료: 미래에셋증권 리서치센터

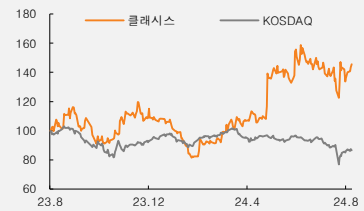


# **Global Company Analysis**

투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 67,000원
현재주가(24/8/21)	50,700원
상승여력	32.1%

영업이익(24F,십억원)	125
Consensus 영업이익(24F,십억원)	120
EPS 성장률(24F,%)	47.2
MKT EPS 성장률(24F,%)	-
P/E(24F,x)	30.1
MKT P/E(24F,x)	-
KOSDAQ	779.87
시가총액(십억원)	3,245
발행주식수(백만주)	66
유동주식비율(%)	25.3
외국인 보유비중(%)	76.2
베타(12M) 일간수익률	0.68
52주 최저가(원)	28,400
52주 최고가(원)	55,300

(%)	1M	6M	12M
절대주가	4.5	61.0	35.2
상대주가	11.1	78.3	54.1



[첨단의료기기/디지털헬스]

김충현, CFA  
choonghyun.kim@miraeasset.com

박선영  
seunyoung.park@miraeasset.com

## 클래시스

### 기어 2, 이제 내 기술은 모두 한 단계 진화한다

#### 목표주가 67,000원으로 상향하며, 의료기기 최선호주 제시

동사에 대한 목표주가를 67,000원(기존 60,000원)로 상향한다. 동사의 목표주가는 동사의 역사적 고점인 EV/EBITDA 23.6배를 적용하였다. 투자 의견은 상승여력이 32%인 점을 고려하여 매수를 유지한다. 현 주가는 12개월 FWD EV/EBITDA 기준 19배로 글로벌 Peer(12배)와 동사의 지난 3년 평균(15배) 대비 고평가되고 있다. 이루다와 합병이 완료된 첫번째 해인 2025년 실적은 전년 대비 42% YoY 상승한 3,544억원을, 영업이익은 전년 대비 34% 증가한 1,667억원(OPM 47.1%)을 예상한다. 이번 실적 추정에서는 가정을 최소화하여 클래시스와 이루다의 단순합산 방식으로 계산하였다. 동사는 이루다 합병 이후 중기 재무목표로 2030년 매출 10억 달러와 영업이익률 50% 이상을 달성하는 것을 제시했다.

#### 이루다 합병 이후 발생할 3가지 시너지

① 가장 큰 시너지는 장비 다각화로 토탈 솔루션 제공자가 된 것: 동사는 이루다와의 합병을 통해 거의 모든 에너지원의 미용기기를 확보하게 된다. 장비 다각화의 가장 큰 장점은 고객의 다양한 니즈에 대응할 수 있는 것이다. 해외시장은 지역에 따라 선호되는 시술법이 다르다. 동사의 핵심 장비인 슈링크와 볼륨머는 미용 시술헤นด์를 선도하는 좋은 장비이나, 피부과에서 사용되는 대부분의 시술을 커버하기 어렵다. 특히 동사가 미래 성장동력으로 꼽는 미국 시장에서는 피부 리프팅만큼이나 제모 및 피부회춘술이 상당히 중요하다.

② 지역적 다각화 및 유통망 최적화: 동사는 잘 알려져 있다시피 브라질에서 상당한 시장 지위를 확보하고 있고, 최근에는 태국에서도 빠르게 성장하고 있다. 이루다는 동사가 진출하고자 하는 미국에 이미 진출해있고, 유럽과 인도, 중동에도 동사 대비 강점이 있다. 서로가 강한 지역에서 교차판매 시너지를 발휘할 수 있다. 특히 동사와 이루다는 겹치는 장비가 거의 없기 때문에 시너지 효과가 클 것으로 예상된다.

③ 적응증 확장: 동사는 스킨부스터를 활용해 피부회춘, 탈모방지, 여성건강 영역 등으로 영역확대를 시도하고 있다. 이런 상황에서 이루다와 합병이 완료되면, 마이크로니들 고주파 장비를 확보하게 된다. 스킨부스터와의 복합시술 시너지를 더욱 확대시킬 수 있는 것이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	142	180	250	354	434
영업이익 (십억원)	69	90	125	167	208
영업이익률 (%)	48.6	50.0	50.0	47.2	47.9
순이익 (십억원)	75	74	109	142	179
EPS (원)	1,164	1,146	1,687	2,131	2,695
ROE (%)	38.3	28.9	30.3	28.2	27.6
P/E (배)	15.8	32.9	30.1	23.8	18.8
P/B (배)	5.1	8.1	7.7	5.9	4.6
배당수익률 (%)	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4

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

## 이루다 합병이후 발생할 3가지 시너지

### 이루다와 합병의 가장 큰 시너지는 장비 다각화로 토탈 솔루션 제공자가 된 것

지난 8월 13일, 클래스시스 이사회는 이루다와의 소규모합병을 승인하였고, 이루다는 주주총회에서 클래스시스와의 합병을 승인하였다. 이로써 사실상 동사와 이루다와의 합병이 8부 능선을 넘어섰다. 그렇다면 동사는 이루다와의 합병을 통해 어떤 시너지를 얻게 될까?

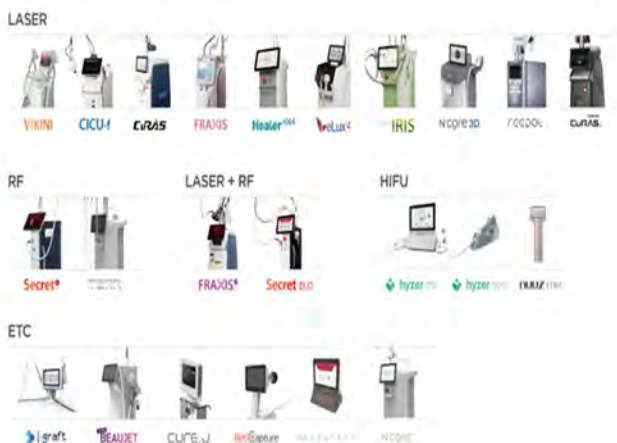
**가장 큰 시너지는 장비의 다각화다.** 동사는 잘 알려져있다시피 슈링크로 대표되는 초음파 장비와 볼뉴머로 대표되는 모노폴라 고주파 장비를 확보하고 있다. 이루다는 시크릿RF로 대표되는 마이크로니들 고주파 장비와 리팻으로 대표되는 레이저 장비를 보유하고 있다. 동사는 **이루다와의 합병을 통해 거의 모든 에너지원의 미용기기를 확보하게 된다.**

장비 다각화의 가장 큰 장점은 고객의 다양한 니즈에 대응할 수 있는 것이다. 동사는 이제 해외 시장 침투를 가속화하려고 한다. 해외시장은 지역에 따라 선호되는 시술법이 다르다. 동사의 핵심 장비인 슈링크와 볼뉴머는 미용 시술트렌드를 선도하는 좋은 장비이나, 피부과에서 사용되는 대부분의 시술을 커버하기 어렵다. 특히 **동사가 미래 성장동력으로 꼽는 미국 시장에서는 피부 리프팅만큼이나 제모 및 피부회춘술이 상당히 중요하다.**

또한, 하나의 장비에서 다양한 에너지원을 사용할 수 있는 장비도 개발되어 판매되고 있지만, 아직까지 **임상현장에서는 에너지원별 장비를 따로 구매하는 경향이 크다.** 따라서 새로운 장비를 개발하면 기존 고객에게 추가판매가 가능하며, 특정 에너지원을 선호하는 신규 고객을 유치할 수도 있다.

더불어 **최근 복합시술이 인기를 끌면서 장비를 여러 개 갖출 경우, 패키지 마케팅이 가능하다.** 예를 들어 클래스시스는 초음파 장비인 슈링크와 모노폴라 고주파 장비인 볼뉴머를 묶어 볼링크 시술로 마케팅하고 있다. 이런 콤비 시술을 다양한 기기에서 구현하며 마케팅 할 수 있는 것이다.

그림 176. 이루다 포트폴리오: 레이저와 마이크로니들 고주파에 강점



자료: 이루다, 미래에셋증권 리서치센터

그림 177. 클래스시스 포트폴리오: 초음파와 모노폴라 고주파에 강점



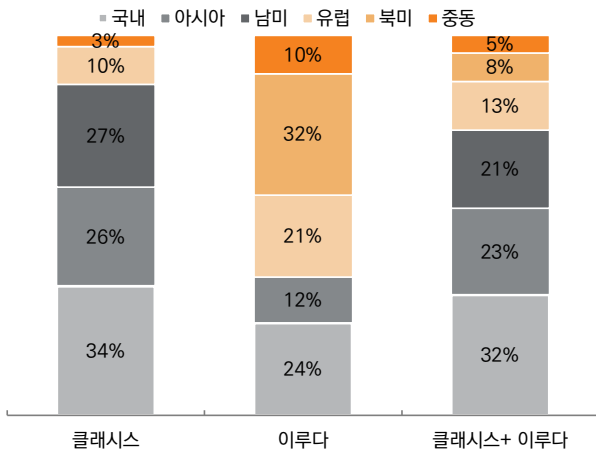
자료: 클래스시스, 미래에셋증권 리서치센터

## 두 번째 시너지는 지역적 다각화 및 유통망 최적화

두번째 시너지는 지역적 다각화와 유통망 최적화다. 동사는 잘 알려져 있다시피 브라질에서 상당한 시장 지위를 확보하고 있고, 최근에는 태국에서도 빠르게 성장하고 있다. 이루다는 동사가 진출하고자 하는 미국에 이미 진출해있고, 유럽과 인도, 중동에도 동사 대비 강점이 있다. 서로가 강한 지역에서 교차판매 시너지를 발휘할 수 있다. 특히 동사와 이루다는 겹치는 장비가 거의 없기 때문에 시너지 효과가 클 것으로 예상된다.

또한, 기존에 진출한 지역이 겹치는 경우에도 유통망 최적화를 통한 시너지가 가능하다. 유럽지역에서는 이러한 시너지가 이미 시작되고 있다. 더불어 양사가 보유한 KOL 네트워크와 각종 마케팅 역량의 최적화도 꾀할 수 있다.

그림 178. 2023년 기준 클래스시스+이루다 지역별 매출 비중



자료: 클래스시스, 이루다, 미래에셋증권 리서치센터

그림 179. 클래스시스와 이루다의 상호보완적 지역 포트폴리오



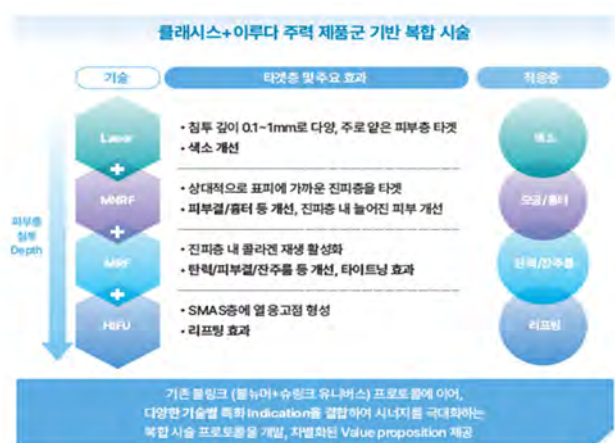
자료: 클래스시스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 180. 합병 이후 예상 포트폴리오



자료: 클래스시스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 181. 클래스시스와 이루다의 실현 가능 복합기술



자료: 클래스시스, 미래에셋증권 리서치센터

### 세 번째 시너지는 적응증 확장

세번째는 시너지는 적응증 확장이다. 동사의 블록버스터 장비인 슈링크는 초음파를 활용하는 장비로 피부 리프팅 효과 외에 탈모 방지나 여성건강 영역에 효과가 있다는 임상시험 결과가 많이 나오고 있다. 동사는 초음파 시술용 젤을 활용해 다양한 적응증 확장을 시도하며 소모품 매출을 유도하고 있다.

초음파는 매질이 존재해야 이동할 수 있기 때문에, 시술을 하기 위해 젤을 발라야 한다. 동사는 이 젤을 스킨부스터로 업그레이드시키고 있다. 대표적인 스킨부스터가 오로라 앰플이다. 젤의 단점인 끈적임과 시술 후 닦아내야 하는 불편함이 없고, 미백 및 주름 개선, 탄력, 물광, 보습효과까지 기대할 수 있다. 현재 슈링크 고객의 30%가 오로라앰플과 슈링크의 복합시술을 받고 있는 것으로 알려져 있다.

최근에는 새로운 스킨부스터로 울트라그로와 울트라인티미를 출시했다. 울트라그로는 모발 솔루션으로 탈모 유발 효소(5 $\alpha$ -reductase)의 활성을 억제하는 카페인과 모낭 성장을 촉진하는 헤어 케어 특화 원료인 완두콩 단백질을 함유하고 있다. 또한 모발의 80~90%를 구성하고 있는 케라틴 단백질 합성에 관여하는 비오틴과 두피에 도움을 주는 약모밀추출물, 멘톨 등이 포함됐다. 울트라인티미는 여성용 미백 시술에 활용될 수 있다. 멜라닌 제거와 합성 억제에 효과적인 3세대 미백 효능 소재 비파나무잎추출물과 스피어민트 추출물, 그리고 대표적인 미백 케어 성분이자 항산화 효능을 가진 비타민C를 함유했다.

이런 상황에서 이루다와 합병이 완료되면, 마이크로니들 고주파 장비를 확보하게 된다. 미국 및 유럽 등 선진국에서 유행하는 마이크로니들 고주파 장비는 미세 바늘을 피부 속에 침투시키는 방식으로 모공 축소, 여드름 흉터 제거에 활용된다. 나아가 최근 유행하는 스킨부스터의 흡수를 도울 수 있어, 스킨부스터와 복합시술로 궁합이 좋은 장비다. 스킨부스터와의 복합시술 시너지를 더욱 확대시킬 수 있는 것이다.

## Vision 2030, 매출 10억 달러를 위하여

동사는 이루다 합병 이후 중기 재무목표로 2030년 매출 10억 달러와 영업이익률 50% 이상을 달성하는 것을 제시했다. 아직까지 매출액 5억 달러를 넘는 에너지기반 미용기기가 없는 상황에서 선도기업들의 최근 성장률을 고려할 때 10억 달러의 매출을 실제로 달성한다면 전세계 1위 에너지기반 미용기기 업체로 도약할 수 있다.

이를 위해서 크게 5가지 전략으로 ① 첫번째는 블록버스터 플랫폼을 슈링크 1개에서 5개까지 늘리는 것, ② 장비당 시술 수를 연간 5% 이상 성장하는 것 ③ 미국 및 중국에서 설치대수 1위에 올라서는 것, ④글로벌 영업망을 최적화하여 5개 지역에 직판망을 구축하는 것, ⑤ 현재 원가 대비 80% 수준으로 원가를 낮추는 것을 제시했다.

그림 182. 클래스시스 Vision 2030



자료: 클래스시스, 미래에셋증권 리서치센터

표 19. 에너지 기반 미용기기 매출 현황

(백만달러)

기업명	2019	2020	2021	2022	2023
Syneron Candela	390	322	450(추정)	473(추정)	496(추정)
Inmode	156	206	358	454	492
Zeltiq(Abbvie)	367	289	405(추정)	425(추정)	446(추정)
Beauty Health	167	119	260	366	398
Sisram Medical	174	162	294	355	359
Cynosure	301	325(추정)	335(추정)	347(추정)	357(추정)
Solta Medical	194	253	308	300	347
Cutera	182	148	231	252	212
루트로닉	99	98	152	205	207
Airsculpt	41	63	133	169	196
Ulthera	150(추정)	158(추정)	166(추정)	174(추정)	183(추정)
클래스시스	70	65	88	110	138
Lumenis	101(추정)	106(추정)	112(추정)	117(추정)	123(추정)
제이시스메디칼	32	43	71	91	110

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터



## 클래시스의 해외 시장 침투 전략에 대한 대담(유튜브 참조)

### Q. 미국 시장은 어떤 의미인가?

**클래시스:** 미국은 우리가 아직 제대로 해보지 않은 시장이지만, 여러가지 측면에서 굉장히 매력적이고 큰 시장이라고 보고 있다. 미국에서는 꼭 의사가 아니더라도 피부 미용 시술이 가능한 의료직군이 존재한다. 따라서 시술 방법이 표준화되고 난이도가 높지 않은 것이 중요하다. 그런 점에서 미국 시장은 굉장히 전략적으로 진입해야 한다고 생각한다.

미국은 미충족 욕구와 수요가 매우 크다. 일단 시술가격이 매우 비싸다. 그러다 보니 에너지 기반 미용기기 시술받는 사람이 다소 제한적이다. 또한, 진입장벽으로 인해 경쟁자도 생각보다 많지 않다.

미국은 병원뿐 아니라 메드스파가 중요한 시장으로 형성되어 있다. 요즘 시장에서 금리가 높다 보니 병원/메드스파에서 에너지기반 미용기기를 사는데 굉장한 재무적 부담을 가지고 있다. 우리는 원가경쟁력이 있기 때문에 적절한 가격으로 포지션을 잘 할 수 있을 것 같다.

게다가 우리 장비의 강점은 통증레벨이 굉장히 낮아 마취를 하지 않아도 된다는 것이다. 마취를 위해서는 전문 인력과 공간과 시간이 추가적으로 더 필요한데 우리는 우리 고객의 비용구조를 줄여 경제성이 높은 장비라는 장점이 있다.

### Q. 미국 시장에서 유통전략은?

**클래시스:** 볼뉴머의 미국 FDA 승인이 우리가 예상했던 것보다 1년 이상 빠르게 진행되면서 미국 진출 시점도 앞당겨질 수 있었다. 미국 진출에는 여러가지 방법이 있을 수 있다. 직접 진출할 수도 있고, 파트너를 선정하는 방법도 있을 것이고, 이를 적절히 융합하는 하이브리드 방식도 있을 것이다.

우리는 초기 자본이 많이 들어가고, 영업망 구축에 시간이 많이 소요되는 직영 체제 구축보다는, 북미 전역을 커버하는 전문 유통망을 가진 전략적 파트너사를 선택하는 게 최선이라고 판단했다. 연초부터 역량 있는 컨설팅 기업과 미국 시장에 대한 조사를 진행했고, 후보 파트너사를 선정했다.

역량 있는 파트너와 함께 메드스파처럼 우리 입장에서 새로운 고객 세그먼트 개척은 물론 국내와 브라질 등에서 성공을 거둔 것처럼 피부 리프팅과 타이트닝 트렌드를 미국에서도 만들어 나가고 싶다.



### Q. 브라질 시장에서 큰 성과를 거둔 요인이 무엇일까?

**클래시스:** 브라질이야말로 슈링크 기술이 가장 현지화되고 또 자체적으로 가장 잘 활용하는 국가가 아닌가 싶다. 브라질은 미(Beauty)에 대한 수요가 굉장히 크고, 개인 소득 대비 미에 대해 지출하는 비용도 굉장히 높은 국가다. 브라질에서는 3~4개 병원이 장비 하나를 돌려쓰기도 하고, 환자들이 기술을 받기 위해 병원이나 대리점의 할부 프로그램을 이용할 정도로 미용에 대한 관심이 크다.

그런데 최초 진출할 당시 초음파 시장이 크지 않았고 경쟁사도 많지 않았다. 우리는 브라질 사람들에게 맞는 기술법을 개발하기 시작했다. 브라질 사람들은 즉각적인 효과를 원하는 욕구가 높았다. 우리는 페이스 리프팅을 통해 얼굴의 V라인의 즉각적인 효과를 줄 수 있는 프리미엄 기술로 슈링크(현재 브랜드명 Ultraformer)를 포지셔닝하고 마케팅했다. 또한, 현지는 여전히 미용기술에서 의사가 선택하고 추천하는 비중이 큰 시장인데, 전문의료진 사이에서 슈링크가 통증 및 부작용을 최소화하고, 다운타임이 없으면서도 효과가 높다는 평판이 빠르게 확대되면서, 자연스럽게 프리미엄 브랜드로 등극할 수 있었다.

최근 4월에 개최한 브라질 행사에서는 브라질 전역에서 900명 가량의 의사들이 모였다. 최근에는 볼뉴머와 슈링크 유니버스의 복합 기술의 시너지를 전파하는데 주력하고 있다.

### Q. 브라질에서 기술가격 트렌드는 어떠한가?

**클래시스:** 현재 브라질은 우리나라보다 기술가격이 높게 형성되어 있다. 시간이 지날수록 초음파 기술 자체의 기술가격은 대중화될 것으로 보이나, 국내와 같은 수준의 기술가격 하락을 예상하고 있지는 않다. 브라질은 현지에서 수입가 대비 세금이 70~80%로 매우 높고, 아직 에너지기반 미용기기 침투율이 10% 수준에 불과하다.

우리나라의 에너지기반 미용기기 시장이 급격하게 성장한데는 기술가격의 대중화도 중요한 요소라고 생각한다. 우리는 지속적으로 원가경쟁력 확보를 위한 노력을 지속할 것이다.

### Q. 중국 시장에 대한 생각은?

**클래시스:** 우리에게 중국은 굉장히 중요한 시장이다. 시장규모나 성장성 측면에서 전세계 Top 3 시장으로 반드시 확보해야 하는 시장이다. 중국은 개인의 미용에 대한 지출이 굉장히 높은 편이고, 시술가격도 굉장히 비싸다. 게다가 한국에 직접 와서 의료 시술을 받고 가는 분들이 굉장히 많을 정도로 한국의 트렌드를 많이 따라가는 곳이다. 그런 점에서 우리 제품이 보급되면 중국 시술 시장의 대중화에 큰 도움이 될 것으로 믿는다.

중국에 대한 많은 우려가 중국에서 소위 짝퉁이 등장하거나 카피캣이 등장하지 않겠냐는 것인데, 실제로 현재 많은 중국 제조사들이 불법으로 우리 제품 디자인과 제품명을 카피하는 사례가 증가하고 있다. 어떻게 보면 우리 제품이 중국에서 인지도가 높다는 것으로도 볼 수 있다고 본다.

또한, 최근 중국 정부에서 인허가의 장벽을 높이는 정책을 펼치고 있다. 보통 3등급인 에너지 기반 미용기기의 인허가를 받기 위해서는 많은 자본과 시간이 필요할 것이다. 규제 산업이란 것이 한번 진입하기가 어렵지만, 한번 진입하면 우리가 고생했던 것들이 경쟁자에게 진입장벽이 될 수 있다.

경쟁 측면에서 중국업체들이 Mid-High end 시장에서 의미있는 시장점유율을 가져가기까지는 시간이 다소 필요하다고 생각한다. 다만 중저가 시장에서는 의미 있게 점유율을 가져갈 가능성은 있다고 본다. 우리가 목표로 하는 Mid-High end 시장에서 중국은 보통 해외 브랜드를 선호하는 경향이 있다. 중국 제조사와 우리가 목표로 하는 타겟시장은 다를 것이라고 보고 직접 경쟁할 가능성은 높지 않을 것이라고 생각한다. 영향력 있는 현지 파트너와 계약을 하고 인허가 직후 대대적인 마케팅을 통한 제품 포지셔닝을 하게 된다면 또 하나의 성공사례를 만들 수 있을 것이다.

중국 시장은 들어가느냐 마느냐를 고민하기 보다는 얼마나 빨리 진입해서 얼마나 빠른 속도로 성적을 낼 것이냐가 더 중요하다고 생각한다. 향후 인허가 획득하여 진입하면 큰 기회의 시장이 될 것으로 판단한다.

**Q. 결국 Beauty 산업에서 일정규모가 넘어서면 토탈 솔루션을 제공해야 한다고 생각한다. 글로벌 확장 단계에서 포트폴리오 구축 전략은?**

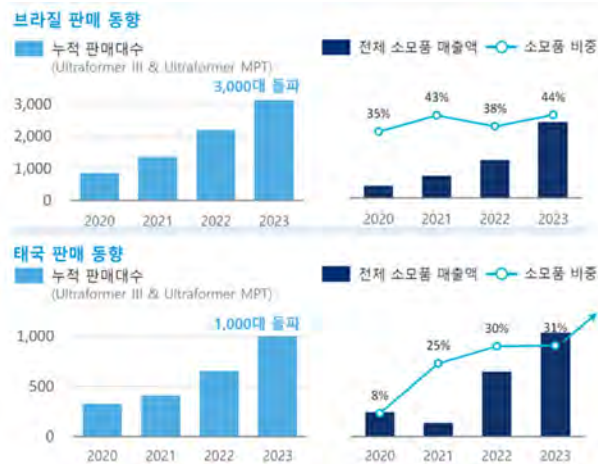
**클래시스:** 어느 정도 동의한다. 제조사 입장에서는 다양한 솔루션을 다 가지고 있는 게 좋을 수도 있다. 그러나 몇 개의 솔루션을 가지고 있느냐보다는 정말 시장의 니즈를 충족할 수 있는 블록버스터급 제품을 몇 개 갖고 있느냐가 훨씬 중요하다고 본다. 우리의 목표는 슈링크 같은 블록버스터 제품을 5개 이상 보유하는 것이 목표다.

현실적으로 의사선생님들이 개원을 할 때 필수 장비에 속하는 제품은 꼭 그 브랜드를 구매하고, 그 외 장비는 상황에 맞춰 구입하는 형태가 대부분이다. 우리는 필수 장비가 되기 위해 투자하고 전략적인 우선순위를 두고 있다.

또한, 의미있게 차별화된 토탈 솔루션을 보유하기 위해서는 각 제품의 개별 경쟁력도 중요하지만, 복합시술을 통해 장비 간 연계 가치가 있는지도 중요하다.

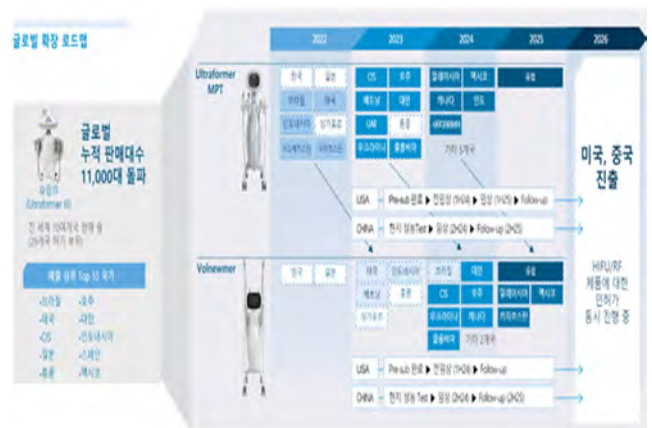
이러한 우리의 전략을 실현해 나가는 과정에서 M&A가 필요하다면 추진할 것이다. 최근 이루다를 합병하려는 이유는 그런 확장의 일환이다. 여기서 M&A는 단순히 기술과 제품의 확장뿐 아니라 지역적 확장도 고려하고 있다. 우리는 향후 5개국 이상에서 직영 체계를 구축하는 것도 중요한 장기 전략 중 하나다.

그림 183. 태국 및 브라질 매출 추이



자료: 클래시스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 184. 글로벌 인허가 로드맵



자료: 클래시스, 미래에셋증권 리서치센터

## 실적 추정 및 밸류에이션

### 2Q24 Review

동사의 2Q24 실적은 매출액 587억원(28% YoY)으로 시장기대치에 부합했다. 영업이익은 전년 대비 35% 성장한 312억원을 기록하며 시장기대치를 상회했다. 영업이익률은 53.1%로 전년 대비 2.7%p 개선되었다. 매출과 영업이익 모두 사상최대 실적을 경신했다.

품목별로 장비매출은 전년 대비 36% 증가한 299억원을 기록했고, 소모품 매출은 전년 대비 20% 증가한 261억원을 기록했다. 에스테틱 장비 매출은 전년 대비 35% 감소한 10억원을 기록했고, 화장품 매출은 전년 대비 527% 성장한 15억원을 기록했다.

지역별로 국내 매출은 전년 대비 27% 증가한 182억원을 기록했고, 브라질은 전년 대비 13% 감소한 117억원을 기록했다. 브라질 외 해외 시장은 전년 대비 61% 증가한 286억원을 기록했다.

표 20. 2Q24 실적 비교표

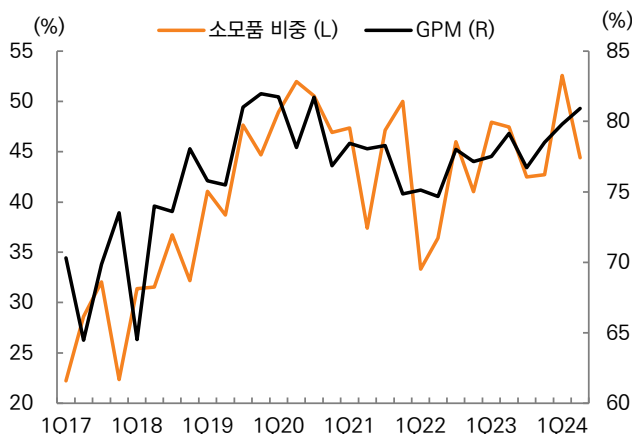
(십억원, %, %p)

	2Q23	1Q24	2Q24			성장률	
			확정실적	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	45.9	50.4	58.7	56.2	58.4	28.0	16.6
영업이익	23.1	26.5	31.2	28.5	29.5	34.7	17.7
영업이익률 (%)	50.4	52.6	53.1	50.7	50.5	2.7	0.5
순이익	24.6	32.1	34.5	24.3	34.6	40.2	7.6

주: K-IFRS 기준

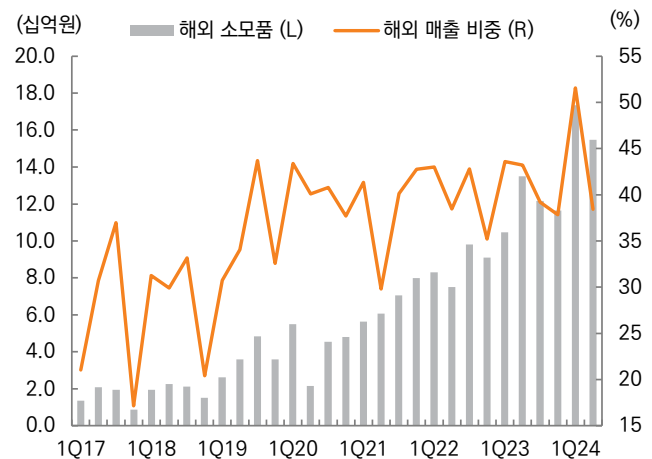
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 185. 클래스리스 소모품 매출 비중 vs. GPM 추이



자료: 클래스리스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 186. 해외 소모품 매출 및 해외 전체 매출 대비 비중 추이



자료: 클래스리스, 미래에셋증권 리서치센터

## 2024년 및 2025년 전망

아직 동사는 합병 후 시너지와 재무적 가이드언스를 구체적으로 제시하고 있지 않다. 이로 인해 이번 실적 추정에서는 가정을 최소화하여 클래스시스와 이루다의 단순합산 방식으로 계산하였다. 상술했듯이 이루다 합병 이후에는 장비 다각화, 지역적 다각화 및 유통망 최적화, 적응증 확대와 같은 시너지가 기대되는데, 이런 효과는 구체적으로 반영하지 않았다.

동사의 2024년 매출은 전년 대비 39% 성장한 2,497억원을, 영업이익은 전년 대비 39% 상승한 1,247억원(OPM 49.9%)를 기록할 것으로 예상된다. 이루다와 합병이 완료된 첫번째 해인 2025년 실적은 전년 대비 42% YoY 상승한 3,544억원을, 영업이익은 전년 대비 34% 증가한 1,667억원(OPM 47.1%)를 예상한다.

표 21. 클래스시스 및 이루다 실적 추정

항목	24F	25F	26F	27F	28F
매출 (십억원)	249.7	354.4	433.5	533.4	659.9
클래스시스	229.6	276.9	340.6	421.9	526.1
이루다	20.1	77.4	92.9	111.5	133.8
매출 성장률 (%)	-	41.9%	22.3%	23.0%	23.7%
클래스시스	-	20.6%	23.0%	23.9%	24.7%
이루다	-	285.8%	20.0%	20.0%	20.0%
매출총이익 (십억원)	194.3	261.9	320.7	395.0	489.2
클래스시스	182.9	218.0	267.9	331.5	412.9
이루다	11.4	43.9	52.8	63.5	76.3
GPM (%)	77.8%	73.9%	74.0%	74.0%	74.1%
클래스시스	79.7%	78.7%	78.6%	78.6%	78.5%
이루다	56.8%	56.7%	56.8%	56.9%	57.0%
조정 EBITDA (십억원)	134.0	179.0	221.3	274.0	340.4
클래스시스	126.8	152.2	187.9	232.9	289.8
이루다	7.2	26.9	33.3	41.1	50.6
조정 EBITA 마진 (%)	53.7%	50.5%	51.0%	51.4%	51.6%
클래스시스	55.2%	55.0%	55.2%	55.2%	55.1%
이루다	35.7%	34.7%	35.9%	36.9%	37.8%
영업이익 (십억원)	124.7	166.7	207.7	259.0	323.7
클래스시스	118.4	143.8	178.6	222.4	278.1
이루다	6.2	23.0	29.1	36.6	45.6
OPM (%)	49.9%	47.1%	47.9%	48.6%	49.0%
클래스시스	51.6%	51.9%	52.4%	52.7%	52.9%
이루다	31.0%	29.7%	31.3%	32.8%	34.1%
순차입금 (십억원)	-79.7	-208.7	-	-	-
클래스시스	-104.3	-233.1	-	-	-
이루다	24.6	24.4	-	-	-

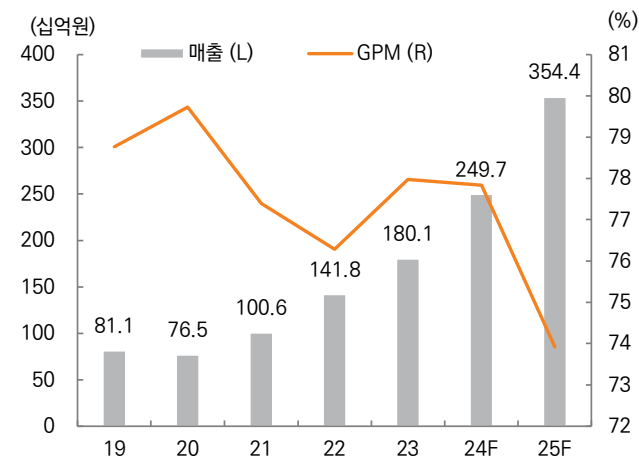
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 22. 수익예상 변경표 (십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	24F	25F	24F	25F	24F	25F	
매출액	225.1	268.3	249.7	354.4	10.9	32.1	이루다 합병 효과 반영
영업이익	115.1	134.8	124.7	166.7	8.3	23.7	
세전이익	127.1	147.2	137.3	177.0	8.0	20.2	
순이익	102.1	117.8	109.2	141.6	6.9	20.2	
EPS (원)	1,592	1,840	1,687	2,131	5.9	15.8	

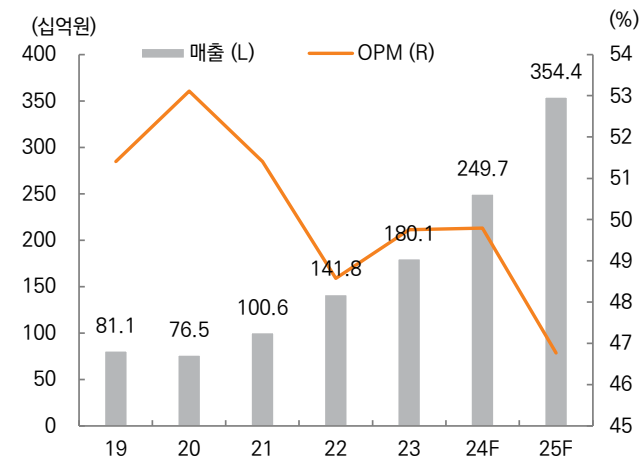
주: K-IFRS 기준  
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 187. 매출 및 매출총이익률 추이



자료: 클래시스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 188. 매출 및 영업이익률 추이



자료: 클래시스, 미래에셋증권 리서치센터

표 23. 분기별 실적 전망표 (십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	39.0	45.9	48.2	47.0	50.4	58.7	58.5	82.0	180.1	249.7	354.4
클래시스	18.4	22.0	25.8	23.8	20.8	29.9	29.1	29.7	90.0	109.5	131.3
클루덤	1.2	1.5	0.9	1.5	1.4	1.0	1.1	1.8	5.1	5.3	6.3
소모품	18.7	21.8	20.5	20.1	26.5	26.1	26.2	28.4	81.0	107.2	131.0
화장품	0.3	0.2	0.6	1.3	1.4	1.5	1.7	1.7	2.4	6.3	6.9
영업이익	19.9	23.1	24.7	21.9	26.5	31.2	29.3	37.7	89.6	124.7	166.7
순이익(지배)	18.8	18.6	21.2	15.7	26.1	26.6	24.7	31.8	74.2	109.2	141.6
매출성장률(%)	10.2	40.4	45.0	16.2	29.3	28.0	21.3	31.8	27.0	27.5	20.6
클래시스	-10.5	27.7	66.6	13.3	13.3	36.1	12.6	24.5	21.2	21.7	19.9
클루덤	-41.6	-33.4	-41.3	-26.0	20.7	-35.1	19.3	19.9	-35.1	3.5	19.6
소모품	58.4	83.0	34.0	20.9	41.7	19.8	28.0	41.6	45.7	32.3	22.1
화장품	-53.9	-65.7	27.8	399.2	404.7	527.1	169.3	33.0	18.2	160.0	10.0
영업이익률 (%)	51.0	50.4	51.1	46.6	52.6	53.1	50.0	46.0	49.8	49.9	47.1
순이익률 (%)	48.2	40.4	43.9	33.4	51.8	45.3	42.2	38.8	41.2	43.7	40.0

자료: 클래시스, 미래에셋증권 리서치센터

## 목표주가 67,000원으로 상향하며 의료기기 최우선주로 제시

동사에 대한 목표주가를 67,000원(기존 60,000원)로 상향한다. 동사의 목표주가는 동사의 역사적 고점인 EV/EBITDA 23.6배를 적용하였다. 투자 의견은 상승여력이 18%인 점을 고려하여 매수를 유지한다. 현재주는 12개월 FWD EV/EBITDA 기준 19배로 글로벌 Peer(12배)와 동사의 지난 3년 평균(15배) 대비 고평가되고 있다.

동사는 장비는 슈링크에서 볼뉴머로, 지역은 브라질에서 태국으로 다각화를 진행하며 견조한 성장을 거듭하고 있다. 이런 상황에서 4Q24 이루다와 합병이 완료되면 거의 대부분 에너지원의 미용기기를 확보하게 되는 가운데 지역 및 적응증 확장도 빠르게 진행될 수 있다.

동사는 이루다 합병 이후 중기 재무목표로 2030년 매출 10억달러와 영업이익률 50% 이상을 달성하는 것을 제시했다. 아직까지 매출액 5억 달러를 넘는 에너지기반 미용기기가 없는 상황에서 선도기업들의 최근 성장률을 고려할 때 10억 달러의 매출을 실제로 달성한다면 전세계 1위 에너지기반 미용기기 업체로 도약할 수 있다.

우리는 이러한 비전을 실현하기 위해서는 추가적인 M&A가 반드시 필요하다고 생각한다. 중기 재무목표를 달성하려면 앞으로 6년간 30%이상 성장 해야한다. 글로벌 선도 기업들도 대부분 시간이 갈수록 성장률이 둔화된 적이 많다는 점에서 쉽지 않은 목표다. M&A에 대한 시점과 규모 등 구체적인 상황은 예상하기 어렵지만, M&A 가능성은 동사의 중요한 투자 포인트가 될 수 있다고 생각한다.

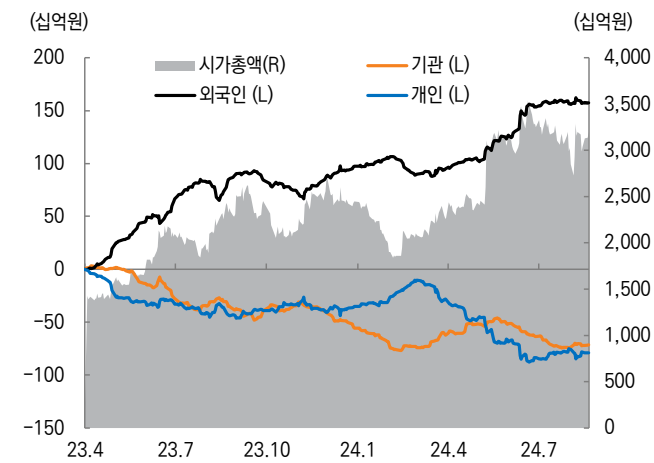
표 24. 목표주가 산정

항목	값	비고
EBITDA (십억원)	179	2025년 실적
EV/EBITDA (배)	23.6	클래시스 고점 밸류에이션
기업가치 (십억원)	4,225	
순차입금 (십억원)	-209	20205년 예상 순차입금
기업가치 (십억원)	4,434	
주식수(천 주)	66,430	총 주식수
목표주가(원)	67,000	
현재주가(원)	50,700	8월 21일 종가
상승여력	32.1%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

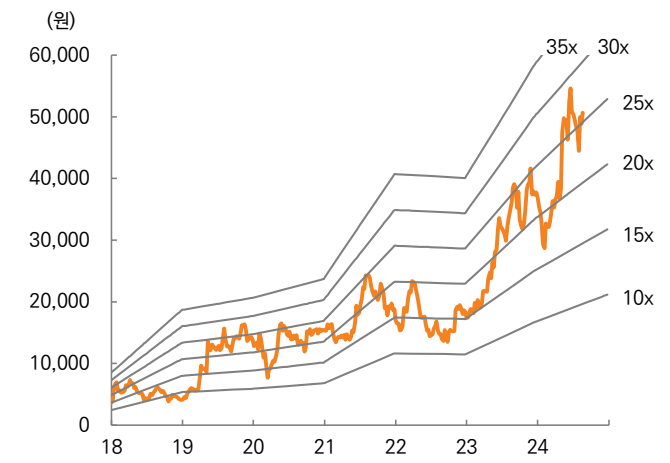


그림 189. 투자자별 순매수량 vs. 시총 추이



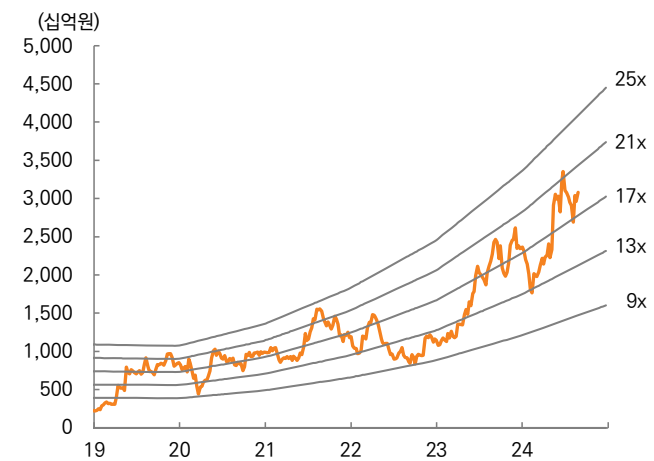
자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 190. 12개월 FWD PER 밴드 차트



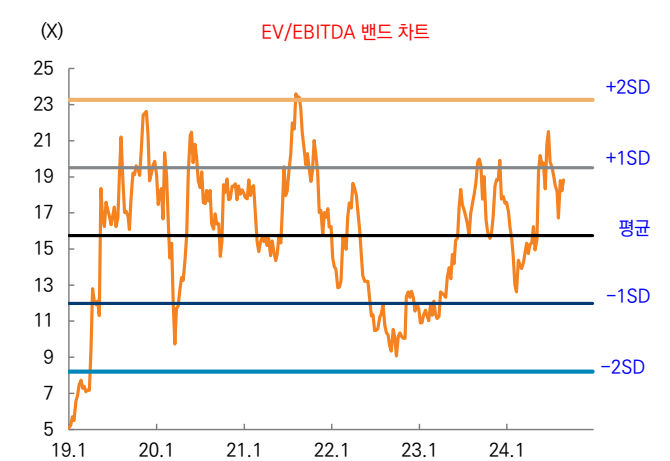
자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 191. 12개월 FWD EV/EBITDA 밴드차트



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 192. 12개월 FWD EV/EBITDA와 표준편차



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

표 25. Global Peer Valuation

회사명	시가총액 (십억원)	영업이익률 (%)			PER (배)			PSR (배)			EV/EBITDA(배)			매출액 (십억원)		
		23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F
Galderma Group	29,723	13.0	20.6	20.6	-	51.5	32.2	130.0	5.0	4.4	-	24.0	21.3	5,379	6,159	6,924
휴젤	3,598	36.8	40.2	42.3	28.1	28.4	22.5	9.1	9.5	8.1	14.4	19.3	16.0	320	379	447
클래스스	3,200	49.8	51.5	52.8	35.8	30.9	25.4	15.7	13.7	11.2	29.3	25.1	20.1	180	233	286
파마리서치	1,926	35.3	37.1	37.8	20.7	19.2	15.4	6.3	5.8	4.8	8.3	13.1	11.0	261	335	401
Inmode	1,763	39.8	33.1	35.9	9.0	8.5	7.3	3.2	3.1	2.9	5.8	4.1	3.6	643	582	627
Establishment Labs	1,636	(39.4)	(20.2)	(4.8)	-	-	-	7.9	7.0	5.1	-	-	-	216	241	330
메디톡스	1,475	7.8	18.8	26.9	384.0	33.7	22.9	5.5	5.6	4.8	-	22.1	14.8	221	265	307
비율	540	52.5	55.2	54.0	25.0	17.6	14.4	12.7	9.0	6.6	18.9	13.8	10.7	43	60	81
원텍	532	39.8	38.4	39.3	18.4	12.4	8.6	4.9	4.1	2.9	18.6	9.4	6.5	116	128	182
AirSculpt Tech	321	4.8	(0.2)	4.2	106.6	79.1	19.3	1.2	1.3	1.2	16.5	12.4	9.4	256	253	282
Sisram Medical	249	11.2	9.3	10.2	5.9	5.3	7.2	0.5	0.7	0.6	5.6	4.8	4.2	469	391	436
Beauty Health	242	(32.9)	(11.5)	1.8	-	-	-	0.5	0.5	0.5	-	-	15.6	520	465	502
한스바이오메드	140	(5.3)	-	-	-	-	-	1.6	-	-	99.1	-	-	78	-	-
전체 평균		16.4	22.7	26.8	70.4	28.7	17.5	15.3	5.4	4.4	24.0	14.8	12.1	669.3	791.0	900.4

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

리스크

재무 리스크

동사는 9분기 평균 168억원의 잉여현금을 발생시키고 있고, 부채비율도 2024년 상반기 말 기준 29%에 불과하여 안정적인 재무구조를 구축하고 있다. 2024년 상반기 말 기준 1,336억원의 현금성 자산을 보유하고 있다. 2023년 하반기부터 매출채권 증가로 운전자본이 증가하고 있다. 2024년 하반기부터는 가장 비중이 큰 해외 시장인 브라질에서 산탄데르 은행과 제휴하여 매출채권 유동화가 이루어져 운전자본 및 현금흐름이 개선될 예정이다.

사업 리스크

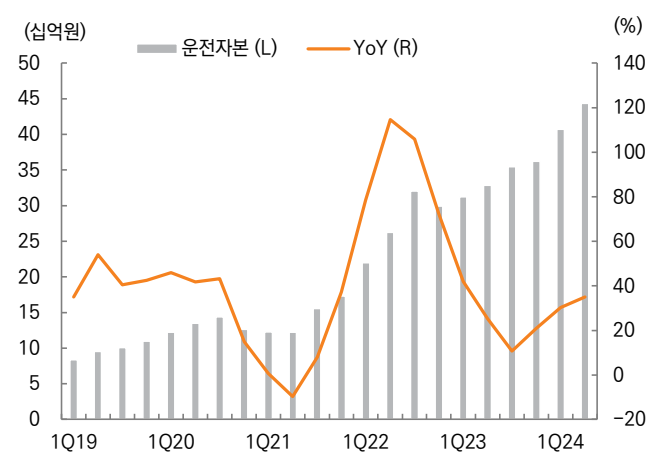
초음파 영역에서는 블록버스터인 슈링크(HIFU)의 성공으로 국내와 브라질에서 상당한 점유율을 차지하고 있고, 최근 태국 시장에서 빠르게 성장하고 있다. 다만, 국내와 브라질 외 시장으로 지역적 다각화가 필요하며, 최대 시장인 중국과 미국 진출에 시간이 필요하다는 것은 단점이다.

작년부터 볼뉴머(모노폴라 RF)라는 신제품을 출시하며 다각화를 추진하고 있다. 볼뉴머는 2024년 하반기부터 미국침투가 가능하다. 이루다와 합병완료시 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

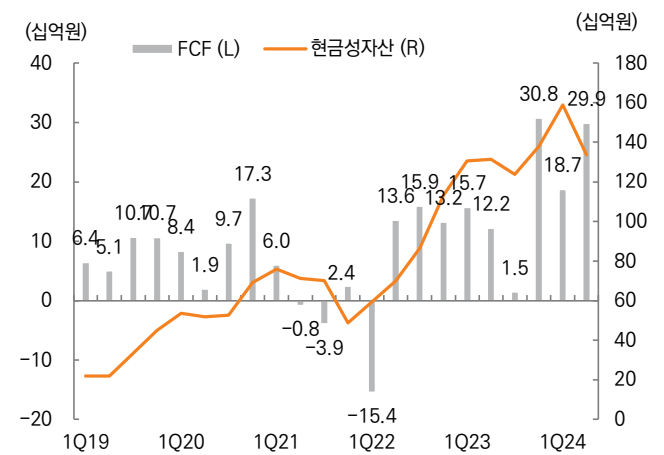
동사의 현재 주가는 12개월 FWD EV/EBITDA 기준 19배로 글로벌 Peer(12배)와 동사의 지난 3년 평균(15배) 대비 고평가되고 있다. 밸류에이션 프리미엄을 정당화하기 위해 이루다 합병 시너지 효과를 빠르게 증명해야할 필요가 있다.

그림 193. 운전자본 추이



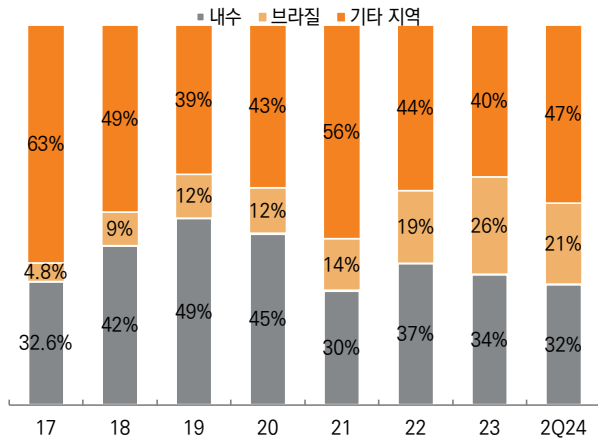
자료: 클래시스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 194. 연간 잉여현금흐름(FCF) 추이



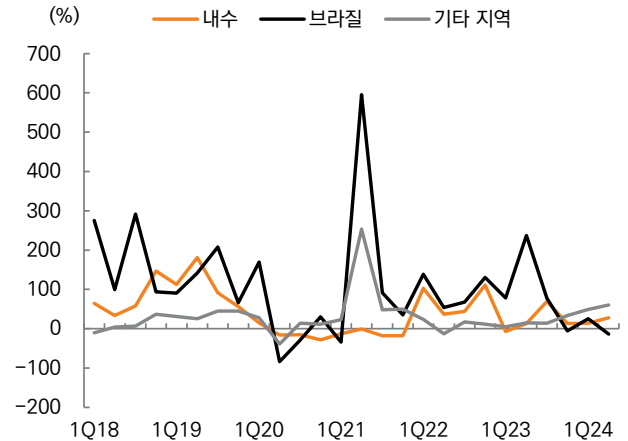
자료: 클래시스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 195. 지역별 매출 비중



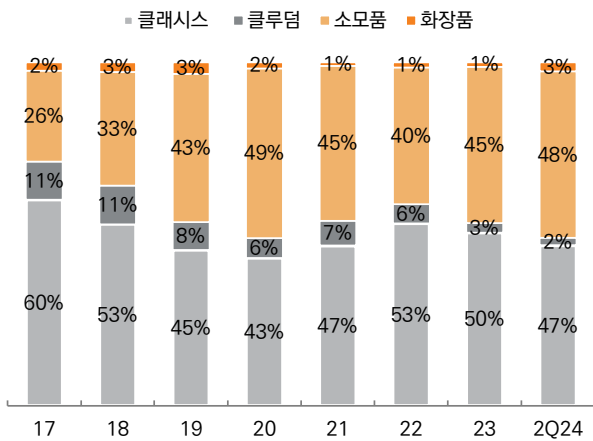
자료: 클래스시스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 196. 지역별 매출성장률 추이



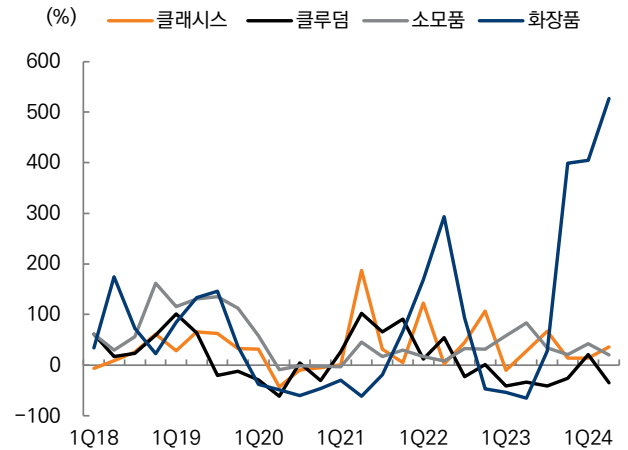
자료: 클래스시스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 197. 품목별 매출 비중



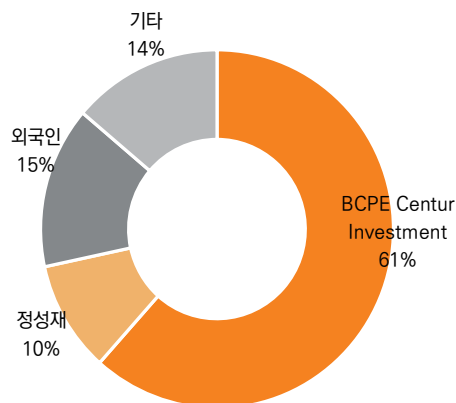
자료: 클래스시스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 198. 품목별 매출성장률 추이



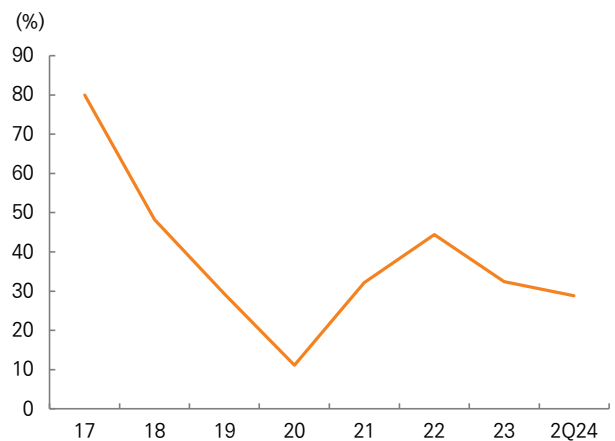
자료: 클래스시스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 199. 지분율



자료: 클래스시스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 200. 부채비율



자료: 클래스시스, 미래에셋증권 리서치센터

## 클래시스 (214150)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	180	250	354	434
매출원가	40	55	92	113
매출총이익	140	195	262	321
판매비와관리비	51	70	95	113
조정영업이익	90	125	167	208
영업이익	90	125	167	208
비영업손익	4	12	10	16
금융손익	3	4	6	11
관계기업등 투자손익	0	2	4	5
세전계속사업손익	94	137	177	224
계속사업법인세비용	20	28	35	45
계속사업이익	74	109	142	179
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	74	109	142	179
지배주주	74	109	142	179
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	74	109	142	179
지배주주	74	109	142	179
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	94	130	175	215
FCF	60	34	150	163
EBITDA 마진율 (%)	52.2	52.0	49.4	49.5
영업이익률 (%)	50.0	50.0	47.2	47.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	41.1	43.6	40.1	41.2

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	186	287	422	592
현금 및 현금성자산	18	86	197	314
매출채권 및 기타채권	18	43	46	60
재고자산	19	40	41	55
기타유동자산	131	118	138	163
비유동자산	190	291	298	308
관계기업투자등	0	51	62	76
유형자산	139	179	176	171
무형자산	3	15	14	14
자산총계	375	578	720	900
유동부채	29	126	141	154
매입채무 및 기타채무	2	15	19	23
단기금융부채	3	81	81	81
기타유동부채	24	30	41	50
비유동부채	63	13	13	13
장기금융부채	62	12	12	12
기타비유동부채	1	1	1	1
부채총계	92	139	154	167
지배주주지분	284	438	567	733
자본금	6	7	7	7
자본잉여금	24	81	81	81
이익잉여금	271	347	476	641
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	284	438	567	733

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	65	74	154	165
당기순이익	74	109	142	179
비현금수익비용가감	24	25	33	36
유형자산감가상각비	4	5	7	7
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	20	20	26	29
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-9	-36	8	-17
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-12	-25	-3	-14
재고자산 감소(증가)	2	-21	-1	-14
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	9	3	2
법인세납부	-28	-27	-35	-45
투자활동으로 인한 현금흐름	-48	-44	-23	-25
유형자산처분(취득)	-4	-41	-4	-2
무형자산감소(증가)	-2	-12	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-24	8	-19	-23
기타투자활동	-18	1	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-26	85	-13	-13
장단기금융부채의 증가(감소)	-2	27	0	0
자본의 증가(감소)	0	57	0	0
배당금의 지급	-7	0	-13	-13
기타재무활동	-17	1	0	0
현금의 증가	-8	68	111	117
기초현금	26	18	86	197
기말현금	18	86	197	314

자료: 클래시스, 미래셋증권 리서치센터

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	32.9	30.1	23.8	18.8
P/CF (x)	25.0	24.5	19.3	15.7
P/B (x)	8.1	7.7	5.9	4.6
EV/EBITDA (x)	25.6	24.1	17.3	13.4
EPS (원)	1,146	1,687	2,131	2,695
CFPS (원)	1,512	2,067	2,627	3,237
BPS (원)	4,685	6,601	8,532	11,027
DPS (원)	200	200	200	200
배당성향 (%)	17.2	12.2	9.4	7.4
배당수익률 (%)	0.5	0.4	0.4	0.4
매출액증가율 (%)	27.0	38.6	41.9	22.3
EBITDA증가율 (%)	29.0	38.7	34.0	23.2
조정영업이익증가율 (%)	30.1	39.1	33.7	24.6
EPS증가율 (%)	-1.5	47.2	26.3	26.5
매출채권 회전율 (회)	14.9	8.4	8.1	8.3
재고자산 회전율 (회)	8.4	8.5	8.8	9.1
매입채무 회전율 (회)	101.9	11.1	8.4	8.2
ROA (%)	21.0	22.9	21.8	22.1
ROE (%)	28.9	30.3	28.2	27.6
ROIC (%)	51.5	47.5	56.6	70.4
부채비율 (%)	32.4	31.7	27.1	22.8
유동비율 (%)	635.1	226.8	299.3	383.6
순차입금/자기자본 (%)	-15.5	-23.8	-41.1	-50.9
조정영업이익/금융비용 (x)	45.8	62.8	61.5	76.3

투자 의견(신규)	매수
목표주가(신규)	260,000원
현재주가(24/8/21)	182,000원
상승여력	42.9%

영업이익(24F, 십억원)	124
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	0
EPS 성장률(24F, %)	33.9
MKT EPS 성장률(24F, %)	-
P/E(24F, x)	18.2
MKT P/E(24F, x)	-
KOSDAQ	779.87
시가총액(십억원)	1,902
발행주식수(백만주)	10
유동주식비율(%)	59.4
외국인 보유비중(%)	9.1
베타(12M) 일간수익률	-0.36
52주 최저가(원)	89,100
52주 최고가(원)	188,100

(%)	1M	6M	12M
절대주가	28.8	92.4	29.6
상대주가	36.9	113.2	47.7



[첨단의료기기/디지털헬스]

김충현, CFA  
choonghyun.kim@miraeasset.com박선영  
seunyoung.park@miraeasset.com

## 파마리서치

## 글로벌 1위 스킨부스터가 꿈이 아니다

## 목표주가 260,000원, 매수의견으로 조사분석 개시

동사의 목표주가는 동사의 역사적 고점인 P/E 23배를 적용하였다. 투자 의견은 상승 여력이 43%인 점을 고려하여 매수로 제시한다. 동사의 2024년 실적은 매출액 3,353억원(28% YoY), 영업이익은 전년 대비 35% 증가한 1,245억원(OPM 37.1%)을 기록할 것으로 예상된다. 현 주가는 12개월 FWD P/E 기준 17배로 글로벌 Peer(17배)와 유사하나, 동사의 지난 3년 평균(14배) 대비 고평가되고 있다.

## 투자포인트

① 율세라, 써마지, 보톡스 그리고 또 다른 월드클래스 리쥬란: 동사는 PLA필러 방식이 대세였던 스킨부스터 시장의 판도를 PN기반의 스킨부스터인 리쥬란으로 바꾸고 있다. 국내 시장에서 지난 4년간 연평균 54% 성장세를 기록하며 가장 빠르게 성장하는 주사요법으로 자리잡았고, 국내외 합산 매출은 약 1,100억원으로 세계 최대 스킨부스터인 갈더마의 스컬트라(23년 1억달러) 턱밑까지 쫓아왔다. 리쥬란은 피부미용 시장에서 오리지널 제품이 가지는 상징성과 영향력, 그리고 지속되는 해외확장을 고려할 때 앞으로도 동사의 높은 성장을 견인할 가능성이 높아보인다.

② 리쥬란과 함께 성장하는 화장품: 화장품 사업은 리쥬란의 인기가 높아지며 패키지 마케팅 효과를 누리며 2018년 전체 매출의 9%에서 2024년 상반기 24%까지 빠르게 성장하고 있다. 최근 리쥬란의 해외 판매지역이 다변화됨에 따라, 리쥬란의 성장과 함께 화장품 사업의 지속적인 성장이 기대된다.

③ 종합 에스테틱 기업으로 진화하기 위한 M&A라는 부스터: 동사는 M&A를 활용하여 필러, 독신, 미용기기 등 에스테틱 관련 사업으로 제품 다각화를 진행 중이다. 특히 2018년 인수한 독신사업은 5년만에 매출 200억원을 달성했다. 화장품이 리쥬란과 시너지를 내는 것처럼 동사의 다양한 포트폴리오는 콤피시술과 연계 마케팅 등 다양한 시너지를 낼 수 있을 것으로 기대된다. 동사는 2Q24말 기준 약 2,060억원의 현금성 자산을 보유하고 있고 12분기 평균 130억 원대의 잉여현금흐름이 발생하고 있다. 이를 활용하여, 앞으로도 꾸준히 M&A 기회를 모색할 것으로 예상된다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	195	261	335	390	463
영업이익 (십억원)	66	92	124	146	175
영업이익률 (%)	33.8	35.2	37.0	37.4	37.8
순이익 (십억원)	41	77	104	123	150
EPS (원)	4,013	7,481	10,018	11,775	14,323
ROE (%)	12.5	19.7	21.6	20.9	20.9
P/E (배)	17.4	14.6	18.2	15.5	12.7
P/B (배)	2.0	2.6	3.5	2.9	2.4
배당수익률 (%)	0.9	0.9	0.5	0.5	0.5

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

## 투자포인트

### 울썬라, 써마지, 보톡스, 그리고 또다른 월클 라인, 리쥬란

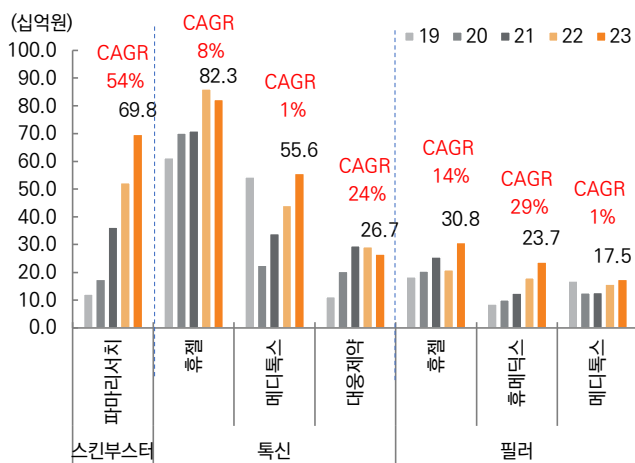
스킨부스터는 주사요법 가운데 가장 빠르게 성장하는 영역으로, 피부 개선에 도움을 주는 유효성분을 피부에 도포하거나 주입하여 피부 자체의 재생을 촉진하는 화장품이나 의료기기를 의미한다. 과거 스킨부스터는 세포 간 신호 전달을 도와 세포재생을 유도하는 엑소좀이나 체내 분해과정에서 콜라겐 생성을 유도하는 PLA 필러 중심의 시장이었다.

그러나 2014년 동사가 피부 내 섬유아세포의 활동과 성장을 촉진하는 PN 방식의 스킨부스터인 리쥬란을 출시하며 시장의 판도를 바꾸고 있다. 동사의 리쥬란은 의료기기로 허가를 받아 화장품 스킨부스터와 달리 진피 속에 직접 유효 성분을 주사한다. 이로 인해 상당한 통증을 유발하는 것으로 유명한데, 그에 버금가는 효과로 입소문을 타며 지난 4년간 연평균 54% 성장을 거듭하며 국내에서 가장 빠르게 성장하는 미용기술로 자리잡았다.

국내 시장에서 약 700억원의 매출로 휴젤의 톡신 다음으로 가장 높은 매출을 기록하고 있는 것으로 추정된다. 해외 시장도 말레이시아, 싱가포르, 중국, 우크라이나, 태국 등 아시아권을 중심으로 폭발적으로 성장하고 있다. 리쥬란은 2023년 국내외 약 1,100억원의 매출을 기록한 것으로 추정되는데, 2004년에 출시된 전통의 강자 갈더마의 PLA 필러인 스컬트라 2023년 매출액 1억달러 수준인 점을 고려하면 상당히 빠른 성장세를 기록하고 있다.

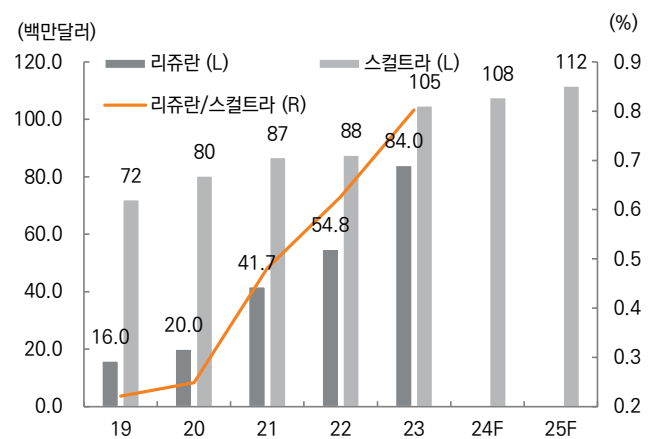
지금과 같은 성장세를 유지한다면 머지 않아 스킨부스터의 터줏대감인 갈더마의 스컬트라 매출도 넘어서며 글로벌 1위 스킨부스터가 될 수도 있을 것이다.

그림 201. 주사요법 관련 기업들의 국내 매출 추이



자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 202. 리쥬란 및 스컬트라 매출 추이



자료: 파마리서치, Evalutepharma, 미래에셋증권 리서치센터

리쥬란은 앞으로도 동사를 대표하는 제품으로서 크게 2가지 측면에서 동사의 높은 성장을 견인할 가능성이 높아보인다.

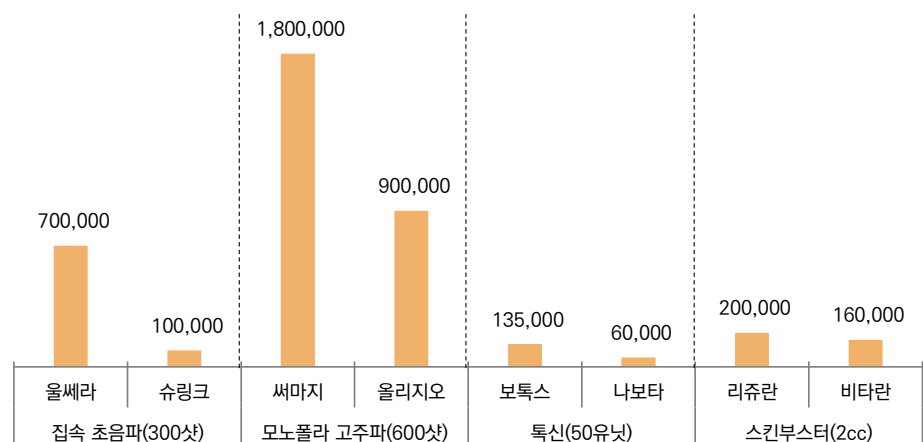
**첫번째 이유는 미용 의료기기 시장에서 오리지널 제품이 가지는 상징성과 영향력이다.** 2023년 9월부터 국내시장에서 PN 기반 스킨부스터들이 대거 출시되며 경쟁에 대한 우려도 커지고 있다. 그러나 아직까지 경쟁제품이 리쥬란의 성장을 막아서지 못하고 있다. 경쟁제품을 평가하기에는 이른 측면이 있지만, 우리는 경쟁제품의 등장이 동사의 오리지널리티를 강화하며 PN기반 스킨부스터 시장을 더욱 키우는 역할을 하게 될 가능성이 높다고 생각한다.

PLA 필러인 스컬트라(1999년), 모노폴라 고주파 시술의 써마지(2002년), 톡신의 보톡스(2002년), 초음파 시술의 울쎄라(2009년) 등은 피부미용 시장에서 해당 시술법을 개척한 제품들이다. 제품 출시 후 20여년이 흐르면서 유사한 제품들이 출시되었지만, 오리지널 제품들의 영향력은 여전하다. 특히 해당 제품들은 공통적으로 유사제품에 비해 몇 배나 비싼 시술가가 형성되어 있다.

오리지널 제품이 여전히 영향력이 높은 가장 중요한 요인은 임상적 근거다. 임상적 근거는 의료기기/의약품이라는 특성상 주요 시술자이자 치료 의사결정권자인 의사들에게 가장 중요한 지표다. 특히 경쟁사가 시장에서 자리잡기까지 확보하는 실세계 데이터는 상당한 무기가 된다. 그리고 오리지널이라는 이미지가 의사와 환자 모두에게 중요한 마케팅 포인트가 된다. 엘러간의 보톡스의 경우 톡신 시술의 대명사로 자리잡아, 사람들에게 톡신보다 오히려 친숙하게 받아들여지고 있다.

**다른 오리지널제품과 마찬가지로 PN기반 스킨부스터는 리쥬란이 고유명사화되고 있다.** 이러한 무형 자산은 경쟁사가 쉽게 따라잡기 어렵다. 오히려 경쟁사의 등장은 PN기반 스킨부스터 시장에 가격 세그먼트를 형성함으로써 가격민감도가 비교적 높은 고객을 유치하며 시장을 키울 가능성이 높다. 물론 이 과정에서 시술가격이 하락하겠지만, 역사적으로 대부분의 시술은 고객증가 효과가 더 컸다는 사실이 중요하다.

**그림 203. 주요 피부미용 시술의 오리지널과 후발제품의 가격차이**



자료: 미래에셋증권 리서치센터



**두번째는 해외 확장이다.** 2023년 하반기부터 본격적으로 수출지역 다각화가 진행되고 있다. 2023년 하반기에는 호주, 칠레에 진출했고, 2024년 하반기 이후는 멕시코와 대만 출시가 예정되어 있다. 최근 K-Beauty의 영향력이 나날이 높아지는 만큼 한국에서 출시된 PN기반 오리지널 스킨부스터라는 점은 상당한 마케팅 포인트가 될 수 있다. **현재 리쥬란은 전체 매출의 60% 이상이 국내시장에서 발생하는 것으로 추정된다.** 2~3개 시장에서 국내시장 수준의 시장침투만 일으켜도 지금보다 상당히 성장할 수 있다.

세계 최대 시장인 미국 진출에도 청신호가 들어왔다. 규제산업인 의료기기 영역에서 아직 FDA는 스킨부스터라는 카테고리를 따로 규정하지 않았다. 의료산업은 카테고리가 정해져 있지 않은 경우, 규제기관과 안전성과 유효성에 대한 협의를 진행하는 과정에서 상당한 시간이 소요된다. 그런데 지난 2023년 Abbvie의 히알루론산 필러인 Skinvive가 FDA로부터 피부거칠기 개선 용도로 FDA 승인을 받았다.

스킨부스터라는 카테고리가 열린 것은 아니지만, FDA 허가를 받기 위한 과정에 긍정적인 것은 분명하다. 이런 상황에서 최근 김 카사디안이나 제니퍼 애니스톤 같은 글로벌 인플루언서들이 자발적으로 동사의 제품을 사용하고 홍보하는 이벤트가 발생했다. 이들은 세계 전역에 미치는 파급력이 상당하다.

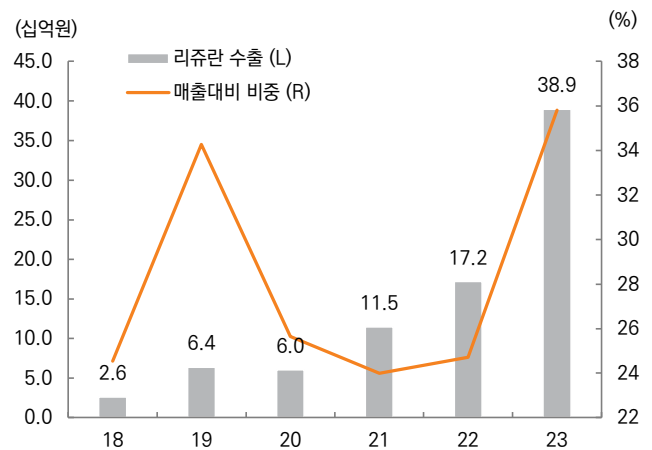
특히 최근 K-Beauty 확산으로 인해 국내 화장품과 에너지기반 미용기기들이 미국 진출을 본격화하고 있다는 것도 동사에게 긍정적이다.

그림 204. 글로벌 인플루언서의 자발적 마케팅



자료: HOLA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 205. 리쥬란 해외 매출 및 매출 비중 추이



자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

표 26. 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	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		
	우즈베키스탄	진행 중			
	홍콩			0	
유럽	우크라이나	0	0		0
	벨라루스	0			
	리투아니아	0			
	튀르키예	0			
	호주	0	0		
	뉴질랜드	0			
	폴란드	진행 중			
	러시아		0		
	유럽 CE	MDD(MDR 진행 예정)			
미주	칠레	0			
	멕시코	0			
	미국	진행 중	0		
기타	이집트	진행 중			
	UAE	진행 중			

자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

표 27. 국내 스킨부스터 현황

성분	업체명	대표 제품명	국내 출시일	특징
PN	파마리서치	리쥬란	14년	최초의 국산 스킨부스터로서 선도자우위를 누리고 있음
	한국BMI	릴라이드	21년 8월	일명 물광주사. 총 4종 출시. 흡수가 빨라 효과가 가장 빨리 나타나고 가장 빨리 사라짐(1주일). 피부당김 방지, 속건조 개선, 염증완화.
	파마리서치	리쥬란 HB Plus	21년 10월	기존 리쥬란의 단점인 통증 개선. 국소마취 성분인 리도카인 포함.
	비알팜	HP Vitaran	23년 8월	3종 출시. 자체 원료 기반 공급 안정성 강점.
	유벤타헬스케어	리즈네	23년 8월	비알팜이 허가 및 제조를 맡고 있음.
	코루파마	크리스탈 힐러 PN	24년 7월	PN 함량을 2.5%로 높임.
	코루파마	크리스탈 힐러 PN+	24년 8월	PN에 HA 성분이 더해져 피부재생효과에 보습강화효과를 더함
	대웅제약	개발 중	25년 예정	국내 대형 병원과 개발 중. 시지바이오와 공동으로 개발 중
PDRN	파마리서치	리쥬비넥스	15년 1월	최초의 PDRN 제제 스킨부스터.
HA only	바이오플러스	하이알듀-샤인	14년	자체 개발 및 원천 특허기술인 MDM® Technology. MBMT, DMCT기술
	휴젤	바이리즌 스킨부스터 HA	22년 1월	필러 시술 대표 부작용인 '틴들현상' 최소화
	앨러간	스킨바이브	24년 5월	세계 유일 FDA 승인 HA 제제 스킨부스터. 미세주름 등 피부거칠기 개선용. 1회 시술로 최대 6개월간 효과 지속이 특징점.
	HP&C	업티브	24년 7월	미백, 주름개선, 여드름케어, 재생 및 보습 총 4종의 토피컬 제품.
엑소솜	LG화학	ASCE+ SRLV	18년 11월	엑소코바이오로부터 도입해 스킨부스터 시장에 진출. 피부활성 성분과 인체지방세포 배양액추출물, 로즈출기세포엑소솜이 함유. 동결건조 솔루션
	메디톡스	뉴라덤	20년 2월	안티에이징, 미백, 재생탄력, 진정 등 피부고민별 맞춤 스킨부스터 4종
	휴메딕스	셀엑소솜	20년 2월	AAPE와 식물 유래 엑소솜을 결합해 피부 본연의 에너지 활성화 촉진
	휴코드	HSCM 100	20년 10월	제대혈 유래 줄기세포.
	차메디텍	셀터미	23년 2월	국내 최초 토피컬 스킨부스터
	휴메딕스	셀엑소솜 블랙라벨	23년 6월	기존 줄기세포 배양액 원료인 'AAPE' 함량 1.5배. 엑소솜 시너지 효과를 위해 리포솜 SOD 캡슐 기술 적용
	동국제약	인에이블	23년 7월	주성분은 피부 속 진피층에 존재하는 섬유아세포 배양액. 각종 성장인자를 함유해 콜라겐, 히알루론산, FGF, 엑소솜, 면역인자 등을 피부 속으로 분비.
	에이바이오	엑소라인 리쥬브	24년 5월	시가 엑소솜이 주성분. 세계 최초 식물성 시가 엑소솜 활용
PLA (PLLA)	갈더마(스위스)	스컬트라	11년	유지기간(18~24개월)이 주베룩에 비해 비교적 김. 콜라겐 생성 PLLA 주사제 중 유일하게 FDA 승인
PLA (PDLLA)	바임글로벌	주베룩	19년	고분자 PLA와 HA결합시킨 자가조직재생 콜라겐 부스터. 유지기간 12개월 내외. 유지기간은 짧지만 결절 등의 부작용에서 무난.
	바임글로벌	주베룩 볼륨	22년 5월	주베룩보다 볼륨감과 리프팅에 한층 더 집중. 입자가 조금 더 커 높은 농도로 조직 깊은 곳에 시술이 가능해 볼륨감을 증가시키는 데에 적합. 유지기간 18~24개월.
섬유아세포, HA	필메드(프랑스)	NCTF 135 (필로르가)	14년	일명 사넬 주사. 유수분 밸런스 개선, 피부탄력 회복 및 피부톤 개선.
PDO	울트라브이	울트라콜	21년	FDA, CE, KFDA 인증. 세계 최초 PDO (microsphere) 제조기술로 자가콜라겐 생성. 실리프팅 1427개 효과.
세포 배양액	휴젤	바이리즌 스킨부스터 엑서밋	23년 9월	인체 지방 줄기세포 배양액 활용. 피부 주름 개선 및 보습, 미백에 도움.
	피케이젠	엑소브이	23년 11월	줄기세포 배양액 활용. 총 4종 출시. 눈가 주름, 수분함량, 표피 탄력 개선 등의 효과.
	셀리노	SKIN ExoCel	24년 7월	제대혈 세포 배양액 활용한 스킨부스터.
콜라겐	디메드	레티젠	24년 1월	99.9% 타입1형 순수 콜라겐. 콜라겐을 피부에 직접 보충.
글리세올린	유벤타헬스케어	글리에보	22년 6월	천연성분 글리세올린으로 만든 스킨부스터

자료: 미래에셋증권 리서치센터

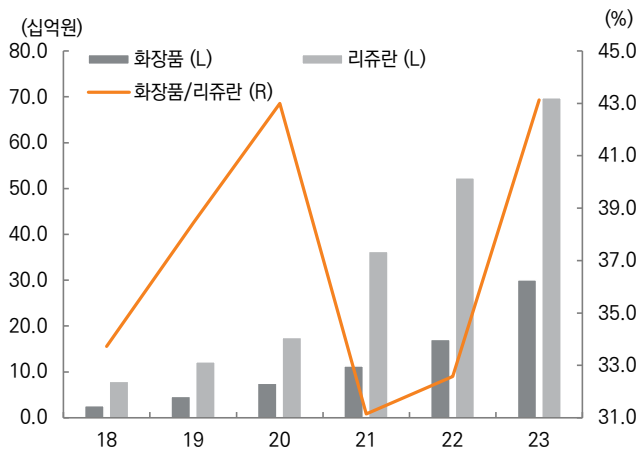
## 리뷰란과 함께 성장하는 화장품 사업

화장품 사업부문은 2018년 전체 매출의 9.1%에 불과했으나, **2024년 상반기 말 기준 전체 매출의 24%까지 증가하며 가파른 성장세를 기록하고 있다.** 스킨부스터 리뷰란의 인기가 높아지면서 일종의 패키지 마케팅 효과 때문인 것으로 추정된다. 화장품 사업부문은 국내는 면세점과 오프라인 매장이, 해외에서는 온라인 플랫폼(중국), 오프라인 매장(일본), 면세점(홍콩, 베트남 등)이 주된 판매경로로, 지역에 따른 주력 유통채널이 상이하다.

최근 가파른 성장세를 주도하는 것은 국내 시장이다. 2022년 5월부터 올리브영 매장에 입점되며 오프라인 B2C 채널을 확보하였고, 2023년부터 외국인 관광객 수요가 성장을 견인하고 있다. **외국인 관광객이 국내에서 피부과 시술을 받고, 면세점에서 리뷰란 화장품을 구매하는 패턴이다.**

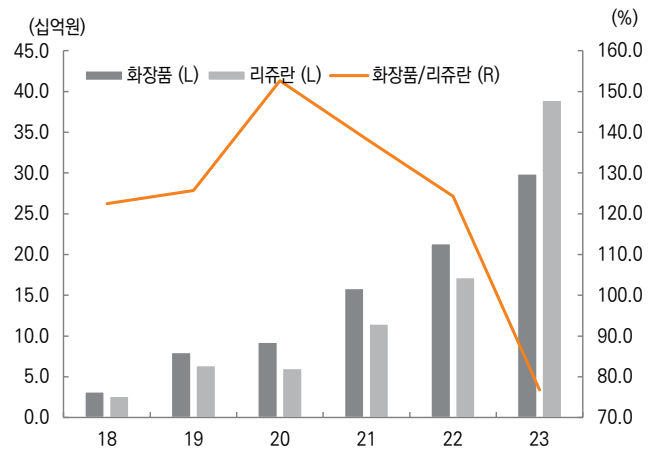
화장품 수출도 수출지역이 다변화되면서 빠르게 성장하고 있다. 특히 최근 K-Beauty 확산과 함께 일본 시장에서의 성장세가 좋다. 작년 리뷰란 수출이 크게 증가하면서 화장품 수출액을 크게 앞질렀다. **리뷰란은 화장품 매출에 선행한다는 점을 고려할 때 앞으로 화장품 매출의 지속적인 성장이 기대된다.**

그림 206. 화장품 및 리뷰란의 내수 매출 추이



자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 207. 화장품 및 리뷰란의 해외 매출 추이



자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

## 종합 에스테틱 기업으로 진화하기 위한 M&A라는 부스터

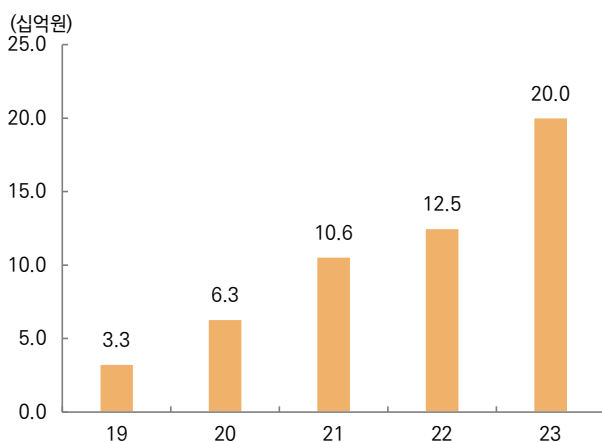
동사는 M&A를 적극 활용하여 종합 에스테틱 기업으로 진화하고자 한다. 동사는 18년 아모레퍼시픽의 자회사인 에스트라의 필러사업부문을 인수하였고, 같은 해 바이오씨앤디(파마리서치바이오로 사명 변경)를 인수하며 보툴리눔 독신 사업(제품명: 리앤독스)을 확장하였다. 2021년에는 홈케어 미용기기(DUIOLIF)와 패치용 고주파 자극기인 엑시온 등을 보유한 의료기기 기업인 메디코슨을 인수했다.

이 중에서 단기적으로 가장 실적개선에 도움이 되는 것은 독신사업이다. **2019년 33억원에 불과했던 독신 매출은 2023년 200억원까지 상승했다.** 현재 200억(100단위)~400억원(200단위)의 생산능력을 보유하고 있으며, **현재 25년 말~26년 초를 목표로 공장증설이 진행 중**이다. 생산능력이 높아질때까지는 판가가 높은 200단위 독신의 판매비중을 높이는 것이 중요하다. 현재까지 독신 매출은 모두 수출(100단위와 200단위)로 발생하고 있는데, 2024년 2월 국내 식약처 허가(100단위)를 받았다. 본격적인 국내 판매를 위해 국가출하승인 작업을 진행 중이다. 향후 리쥬란 및 필러와의 패키지 마케팅을 통한 시너지가 기대된다.

또한, 제품적 다각화 외에도 인프라에 대한 투자도 진행 중이다. **동사는 2023년 2월부터 약 430억원을 투자하여, CTC바이오 지분 17.3%를 확보했다.** 자회사인 플루토가 1%를 확보했고, 향후 CTC 바이오 지분 추가 매입을 위해 약 70억원을 더 활용할 수 있다. 동사 입장에서 CTC 바이오의 가장 큰 매력은 GMP 공장이다. 통상 GMP 공장을 확보하려면 300억원 이상의 예산과 3~4년의 시간이 소요된다. 그런데 CTC바이오는 인체, 백신, 건기식에 대한 GMP 공장을 보유하고 있다. 다만, 동사가 최대주주에 올라선 이후, 기존 주주의 반발이 거세다는 점에서 CTC바이오의 역량을 활용하기에는 시간이 좀 더 필요해 보인다.

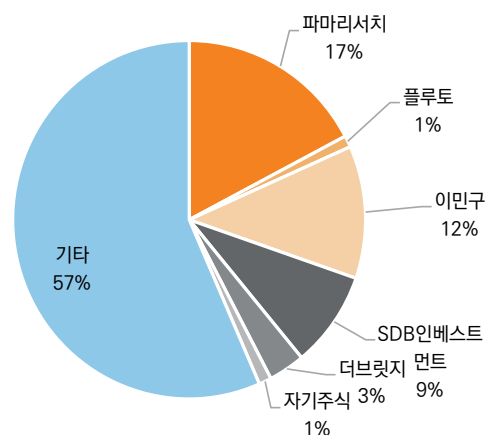
동사는 2Q24말 기준 약 2,060억원의 현금성자산을 보유하고 있고, 12분기 평균 130억원 대의 잉여현금흐름이 발생하고 있다. 이를 활용하여, 앞으로도 꾸준히 M&A 기회를 모색할 것으로 예상된다.

그림 208. 파마리서치바이오 매출 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 209. CTC바이오 지분율



자료: 미래에셋증권 리서치센터

## 실적추정 및 밸류에이션

### 실적 추정

동사의 2024년 매출액은 3,353억원(28% YoY)을 기록할 것으로 예상된다. 의료기기는 전년 대비 28% 증가한 1,742억원을 기록할 것으로 기대된다. 의료기기의 성장을 이끄는 것은 역시 리쥬란이다. 국내시장의 견조한 성장에 해외 확장이 지속되고 있다. 빠르면 하반기에 멕시코와 대만 출시가 진행될 수도 있는데, 이 경우 추가 실적개선이 가능할 수 있다.

화장품은 전년 대비 29% 증가한 777억원을 기록할 것으로 보인다. 리쥬란의 진출국가 확대와 함께 K-Beauty 확산의 수혜가 이어질 것으로 예상된다. 의약품은 전년 대비 30% 증가한 710억원을 기록할 것으로 예상된다. 판가가 높은 200단위 특신 비중이 높아지며 외형성장을 견인하고 있다. 또한, 국내 시장에서도 PDRN 의약품인 플라센텍스의 적응증이 확장(정형외과, 화상, 욕창, 척추관 협착증, 추간판 탈출증 등)되고 있는 것도 긍정적이다.

영업이익은 전년 대비 35% 증가한 1,245억원을 기록할 것으로 예상된다. 영업 레버리지 효과가 발생하며 영업이익률은 37.1%로 전년 대비 1.8%p 개선될 것으로 보인다. 판관비 중 가장 빠르게 증가하고 있는 것은 인건비다. 외형성장과 함께 신규 채용이 증가하며, 전체 임직원 수가 2021년 말 277명에서 2024년 상반기 말 423명으로 빠르게 증가하고 있다. 이로 인해 2021년 140억원이었던 인건비가 2024년에는 265억원까지 증가할 것으로 예상된다. 회사 성장에 따른 채용으로 실적에 부담을 주는 수준은 아니다.

표 28. 분기별 실적 전망 표

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	55.4	66.8	68.8	70.0	74.7	83.3	86.2	91.1	261.0	335.3	390.1
의약품	12.0	11.0	11.3	11.3	12.3	13.5	15.0	13.7	45.6	54.5	71.0
의료기기	22.7	24.5	22.9	31.9	27.6	34.6	37.1	36.8	102.0	136.1	174.2
화장품	8.9	10.0	10.6	9.0	13.9	16.8	14.0	15.3	38.4	60.0	77.7
기타	1.7	4.1	1.4	1.5	1.7	1.8	2.7	4.1	8.7	10.3	12.4
영업이익	20.7	23.6	27.5	20.4	26.7	30.8	32.4	34.6	92.3	124.5	146.4
순이익(지배)	17.7	16.7	26.7	15.4	17.2	31.5	26.8	28.7	76.6	104.2	123.1
매출 성장률(%)	31.1	28.1	19.3	27.5	22.5	34.4	49.0	30.5	26.4	34.0	28.5
의약품	20.4	-5.7	-3.7	3.0	2.0	22.6	32.9	22.0	2.9	19.5	30.2
의료기기	31.6	35.2	18.8	47.8	21.8	41.2	62.0	15.3	33.8	33.4	28.0
화장품	75.2	29.3	48.7	23.8	56.3	68.3	32.0	71.3	41.5	56.2	29.4
기타	-24.8	239.4	140.6	-35.8	0.1	-56.5	94.9	179.5	37.7	18.5	20.4
영업이익률 (%)	37.4	35.4	40.0	29.1	35.7	36.9	37.6	38.0	35.3	37.1	37.5
순이익률 (지배,%)	33.1	22.7	41.0	22.2	24.5	39.0	32.0	32.5	29.6	32.2	32.5

자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

## 목표주가 26만원 및 매수의견으로 조사분석 개시

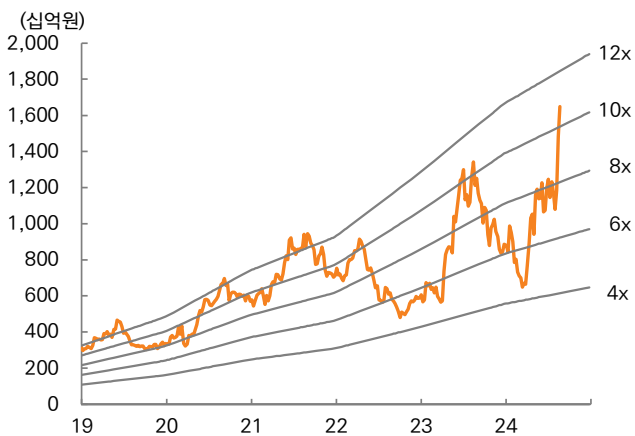
목표주가 26만원과 매수의견으로 동사에 대한 조사분석을 개시한다. 동사의 목표주가는 동사의 역사적 고점인 P/E 23배를 적용하였다. 투자의견은 상승여력이 43%인 점을 고려하여 매수로 제시한다. 현 주가는 12개월 FWD P/E 기준 17배로 글로벌 Peer(17배)와 유사하나, 동사의 지난 3년 평균(14배) 대비 고평가되고 있다.

표 29. 목표주가 산정

항목	수치	비고
순이익 (십억원)	117	12개월 선행 순이익
목표 P/E (배)	23.1	역사적 고점 밸류에이션
주식가치 (십억원)	2,698	
주식수 (천주)	10,333	2Q24말 기준 유통주식수
목표주가(원)	261,000	
현재주가(원)	182,000	8월 21일 종가
상승여력	43%	

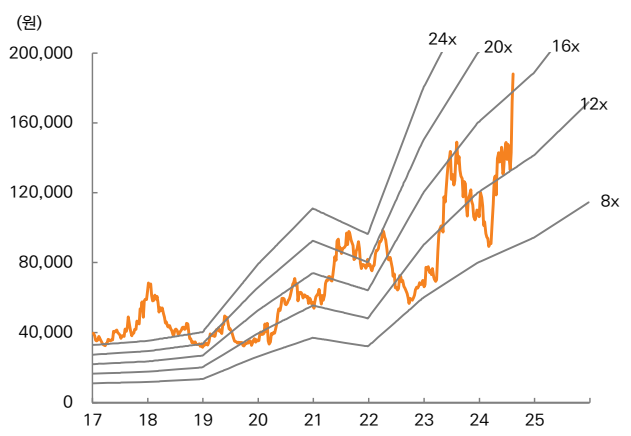
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 210. 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드 차트



자료: QuantWise, 미래에셋증권 리서치센터

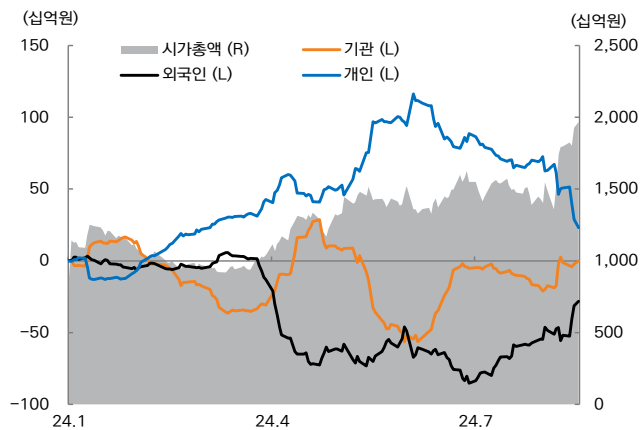
그림 211. 12개월 선행 P/E 밴드 차트



자료: QuantWise, 미래에셋증권 리서치센터

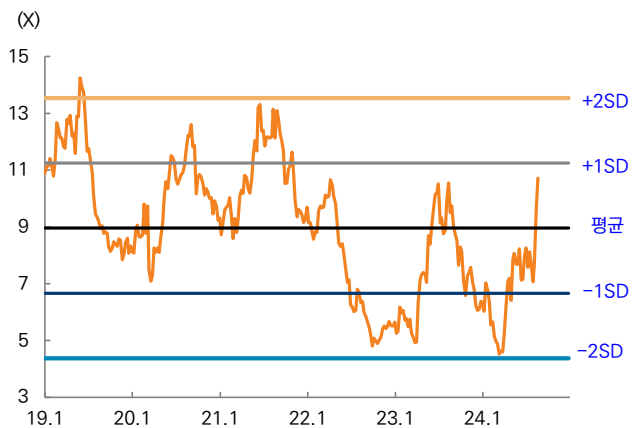


그림 212. 투자자별 순매수량 vs. 시가총액 추이



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 213. 12개월 선행 EV/EBITDA와 표준편차



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

표 30. Global Peer Valuation

(십억원)

회사명	시가총액	영업이익률 (%)			PER (배)			P/S (배)			ROE (%)			매출(십억원)		
		22	23F	24F	21	22F	23F	21	22F	23F	21	22F	23F	21	22F	23F
Galderma Group	29,723	13.0	20.6	20.6	-	51.5	32.2	130.0	5.0	4.4	-	24.0	21.3	5,379	6,159	6,924
휴젤	3,598	36.8	40.2	42.3	28.1	28.4	22.5	9.1	9.5	8.1	14.4	19.3	16.0	320	379	447
클래시스	3,200	49.8	51.5	52.8	35.8	30.9	25.4	15.7	13.7	11.2	29.3	25.1	20.1	180	233	286
파마리서치	1,926	35.3	37.1	37.8	20.7	19.2	15.4	6.3	5.8	4.8	8.3	13.1	11.0	261	335	401
Inmode	1,763	39.8	33.1	35.9	9.0	8.5	7.3	3.2	3.1	2.9	5.8	4.1	3.6	643	582	627
Establishment Labs	1,636	(39.4)	(20.2)	(4.8)	-	-	-	7.9	7.0	5.1	-	-	-	216	241	330
메디톡스	1,475	7.8	18.8	26.9	384.0	33.7	22.9	5.5	5.6	4.8	-	22.1	14.8	221	265	307
비올	540	52.5	55.2	54.0	25.0	17.6	14.4	12.7	9.0	6.6	18.9	13.8	10.7	43	60	81
원텍	532	39.8	38.4	39.3	18.4	12.4	8.6	4.9	4.1	2.9	18.6	9.4	6.5	116	128	182
AirSculpt Tech	321	4.8	(0.2)	4.2	106.6	79.1	19.3	1.2	1.3	1.2	16.5	12.4	9.4	256	253	282
Sisram Medical	249	11.2	9.3	10.2	5.9	5.3	7.2	0.5	0.7	0.6	5.6	4.8	4.2	469	391	436
Beauty Health	242	(32.9)	(11.5)	1.8	-	-	-	0.5	0.5	0.5	-	-	15.6	520	465	502
한스바이오메드	140	(5.3)	-	-	-	-	-	1.6	-	-	99.1	-	-	78	-	-
전체 평균		16.4	22.7	26.8	70.4	28.7	17.5	15.3	5.4	4.4	24.0	14.8	12.1	669.3	791.0	900.4

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

## 리스크

### 재무 리스크

현금흐름이 우수하여 2021년부터 매년 400억원 이상의 잉여현금흐름을 발생시키고 있으며, 부채비율도 2024년 상반기말 기준 18%에 안정적인 재무구조를 구축하고 있다. 현금성자산은 매년 증가하여 2024년 상반기말 기준 2,000억원 이상의 현금성자산을 보유하고 있다. 2022년부터 재고자산과 매출채권이 증가하면서 운전자본이 증가하고 있지만, 매출액 대비 회전율이 낮아진 것은 아니라 크게 우려할 사항은 아닌 것으로 보인다.

### 사업 리스크

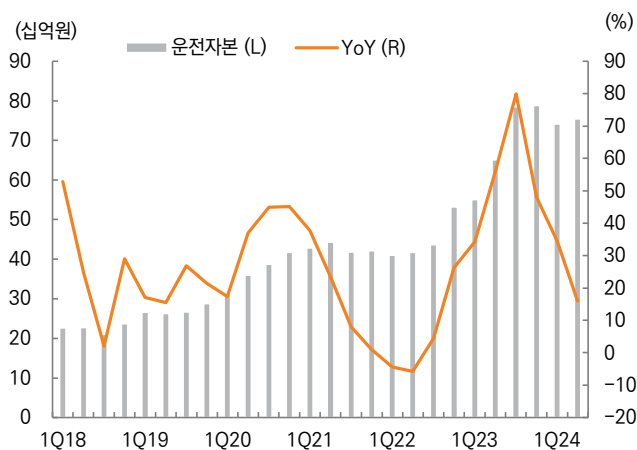
동사는 리쥬란을 중심으로 화장품과 특신, 미용기기까지 제품 포트폴리오를 다각화하여 종합 에스테틱 기업으로 성장하고자 한다. 대표제품인 리쥬란은 작년부터 경쟁제품이 시장에 등장하고 있어, 경계가 필요하지만 아직 동사와 격차가 확연하다. 단기적으로 경쟁에 의한 실적 우려는 제한적으로 보인다. 다만, 여전히 내수비중이 높은 것은 단점이다. 해외수출이 확대되고 있으나 가장 큰 미국시장 진출이 최소 5년 이후로 예정되어 있는 것은 아쉽다.

화장품은 상대적으로 경쟁이 큰 사업이나, 리쥬란과 연계 마케팅이 차별화 포인트다. 리쥬란의 해외 수출 지역이 확대되고 있어, 이로 인한 수혜가 가능하다. 특신은 수요는 증가하고 있으나, 생산캐파 증설이 2025년 말에나 가능하다는 것이 아쉽다. 관절강 주사인 콘쥬란은 급여기준 변경이 예정되어 있다는 것도 잠재 리스크 요인이다.

### 주가 리스크

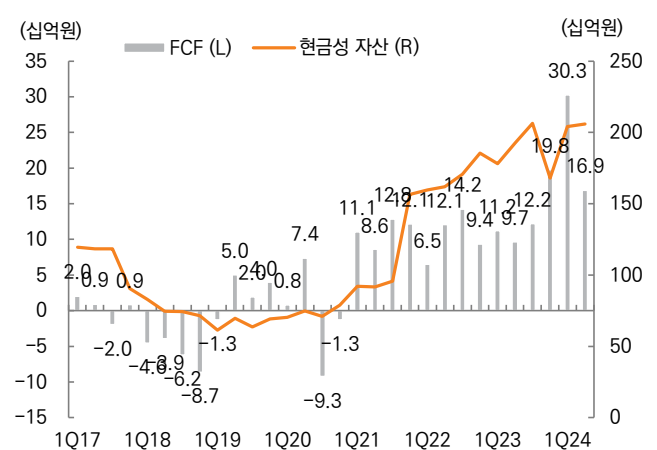
동사의 현재 주가는 12개월 선행 P/E 17배 수준으로 지난 3년 평균(14배)대비 고평가되고 있으나, 글로벌 Peer(17배) 대비 크게 부담스러운 수준은 아니다. 규모가 크지는 않지만, 2024년 상반기 말 기준 전환사채와 신주인수권부사채를 각각 213억원과 103억원을 보유하고 있다. 또한, 약 430억원을 투자하여 경영권 확보와 사업적 시너지를 위해 CTC바이오 최대주주에 올라섰으나, CTC바이오 기존 주주의 반발로 당초 계획이 지연되고 있다.

그림 214. 운전자본 추이



자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 215. FCF 추이



자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

## 기업소개

동사는 연어 생식세포에서 추출한 DNA를 정제한 물질인 PDRN/PN을 활용해 사업화하는 기업이다. 지난 10년간 30%의 고성장을 거듭하며 2023년 매출액 2,600억원을 넘어섰다. 매출총이익률이 높고, 큰 비용이 들지 않아 지난 4년 평균 33%의 높은 영업이익률을 기록하고 있다.

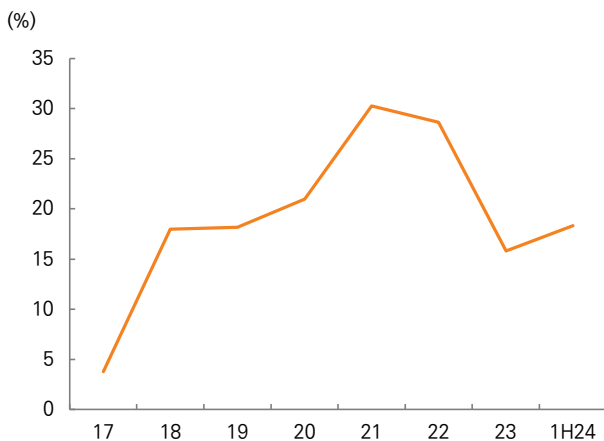
PDRN/PN은 인체 고유의 자가재생 매커니즘을 활성화 및 촉진시키는 물질로 의약품, 의료기기, 화장품 등에 활용될 수 있다. PDRN은 인체 세포에 상시 존재하며 생리적으로 섬유아세포(fibroblast)의 재생 및 대사 활성을 자극하여 최상의 컨디션을 유지할 수 있도록 돕는다. 대표적인 작용은 세포 생성 촉진과 각종 성장인자 분비 촉진이다. 이를 활용하여 염증완화, 상처치료, 신혈관생성에 도움을 줄 수 있으며 주로 의약품에 활용된다.

한편, PN은 PDRN보다 핵산 체인의 길며, PDRN보다 분자량이 크고 점성이 있는 물질이다. 고분자량의 물리적인 성질과 수화(hydration) 작용을 통한 3D 겔 형성으로 지지체 특성을 나타내 의료기기 원재료로 사용된다.

동사는 2001년 의약품 및 의료기기 개발 및 인허가 등록 컨설팅 서비스로 창업하여 의약품 유통업으로 확장하였다. 2007년 이탈리아 마스텔리사의 PDRN 제품인 '플라센텍스주'의 국내 유통을 담당하였다. 이후 KIST 강릉분원 천연물 연구소와의 공동연구를 통해 2008년 연어 생식세포의 DNA를 적정 크기로 분절하여 최적화하는 DOT(DNA Optimizing Technology) 기술을 확보하였다.

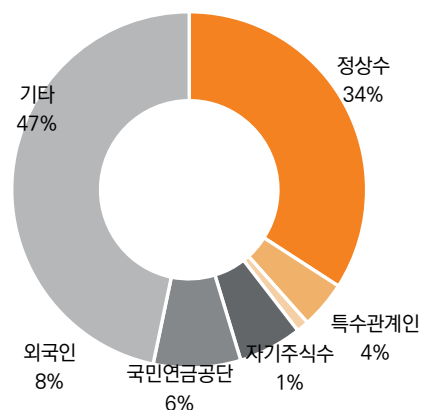
현재 PDRN 추출 기술 특허권은 마스텔리에 있고, 특허 실시권은 파마리서치에 있다. 2014년 리쥬란, 2015년 리쥬비넥스 등을 발매하면서 PDRN/PN 기반 종합 에스테틱 솔루션 기업으로 성장하고 있다.

그림 216. 부채비율



자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 217. 지분율

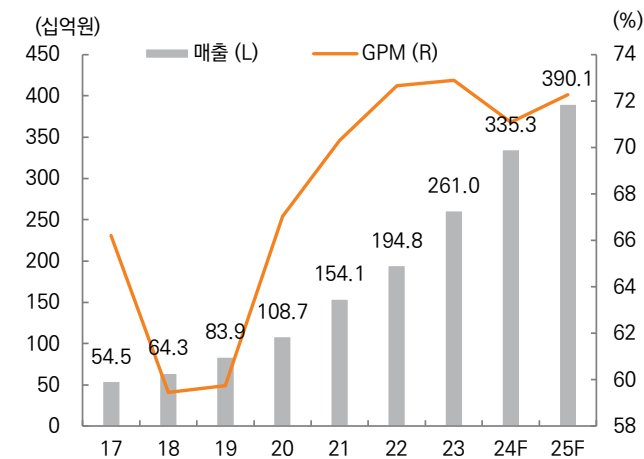


자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

동사는 핵심원료부터 완제품까지 자체 생산할 수 있는 역량을 갖추고 있다. 원자재인 연어는 양양 연어사업소로부터 확보하고 있다. 안정적인 원재료 수급을 위해 양양 연어사업소와 자원 공동개발 계약을 맺고, 지역특화산업육성, 광역경제권선도산업육성 과제에 참여하고 있다. 또한, GMP 인증 공장으로 강릉본사에 1공장(2013년)과 2공장(2019년), 파마리서치 바이오의 보툴리눔 독신 생산 공장을 보유하고 있다.

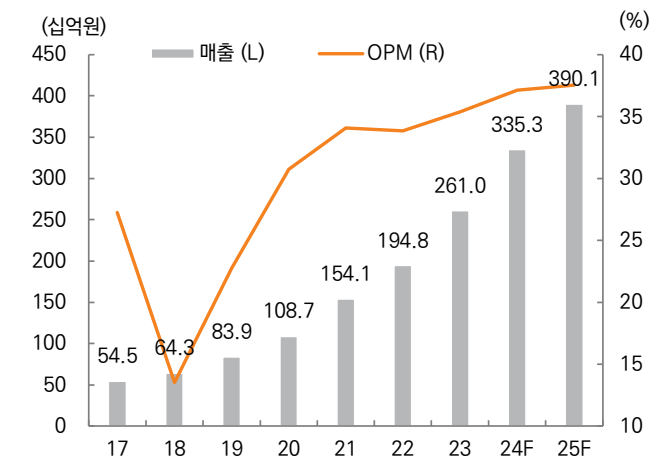
동사는 크게 4가지 사업부문이 있다. 의료기기 사업은 PN을 활용한 스킨부스터 리쥬란과 관절강 주사인 콘쥬란, 그리고 필러가 주력 포트폴리오다. 의약품 사업은 주로 의약품 유통이 핵심 비즈니스모델이었으나, 18년 인수한 특신사업이 빠르게 성장하고 있다. 화장품 사업은 리쥬란과 연계된 프리미엄 화장품을 판매하고 있다. 마지막으로 가정용 미용기기 사업이 포함된 기타사업이 있다.

그림 218. 매출 및 매출총이익률 추이



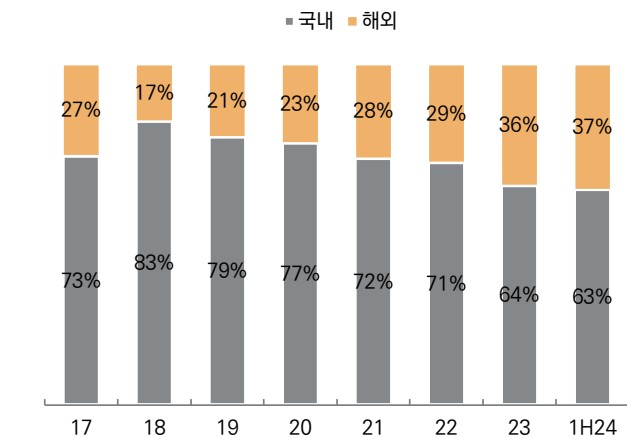
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 219. 매출 및 영업이익률 추이



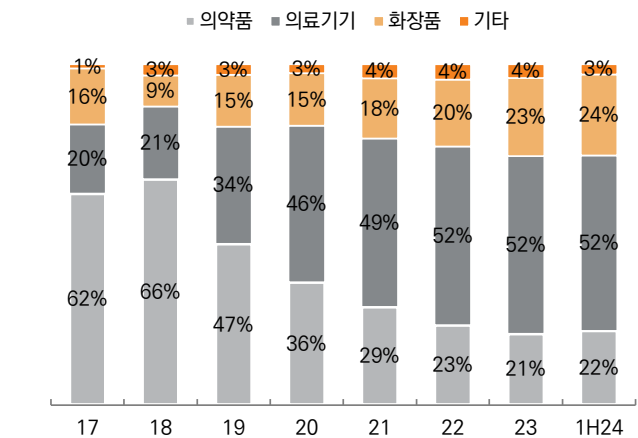
자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 220. 지역별 매출 비중 추이



자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 221. 품목별 매출비중 추이



자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

파마리서치 (214450)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	261	335	390	463
매출원가	71	97	108	128
매출총이익	190	238	282	335
판매비와관리비	98	114	136	160
조정영업이익	92	124	146	175
영업이익	92	124	146	175
비영업손익	9	9	13	18
금융손익	4	7	12	18
관계기업등 투자손익	1	3	0	0
세전계속사업손익	101	133	159	193
계속사업법인세비용	23	25	32	39
계속사업이익	77	108	127	154
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	77	108	127	154
지배주주	77	104	123	150
비지배주주	1	4	4	5
총포괄이익	79	108	127	154
지배주주	78	102	120	145
비지배주주	1	6	7	9
EBITDA	104	138	159	187
FCF	53	113	119	151
EBITDA 마진율 (%)	39.8	41.2	40.8	40.4
영업이익률 (%)	35.2	37.0	37.4	37.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	29.5	31.0	31.5	32.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	256	379	507	665
현금 및 현금성자산	67	187	282	404
매출채권 및 기타채권	34	34	44	52
재고자산	50	57	69	82
기타유동자산	105	101	112	127
비유동자산	279	289	288	289
관계기업투자등	17	21	24	29
유형자산	123	137	135	133
무형자산	32	30	27	25
자산총계	535	667	795	955
유동부채	66	93	103	116
매입채무 및 기타채무	18	42	48	57
단기금융부채	33	32	33	33
기타유동부채	15	19	22	26
비유동부채	7	9	10	11
장기금융부채	1	2	2	2
기타비유동부채	6	7	8	9
부채총계	73	102	113	128
지배주주지분	433	533	646	786
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	175	181	181	181
이익잉여금	261	355	469	608
비지배주주지분	29	33	37	41
자본총계	462	566	683	827

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	65	136	127	159
당기순이익	77	108	127	154
비현금수익비용가감	28	37	32	33
유형자산감가상각비	8	10	10	10
무형자산상각비	4	4	3	3
기타	16	23	19	20
영업활동으로인한자산및부채의변동	-31	8	-13	-8
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	0	3	-9	-7
재고자산 감소(증가)	-28	-7	-12	-13
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	11	1	2
법인세납부	-17	-25	-32	-39
투자활동으로 인한 현금흐름	-45	-18	-19	-22
유형자산처분(취득)	-12	-23	-8	-8
무형자산감소(증가)	-1	-2	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	8	3	-11	-14
기타투자활동	-40	4	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-26	2	-10	-9
장단기금융부채의 증가(감소)	-32	0	0	0
자본의 증가(감소)	18	5	0	0
배당금의 지급	-8	0	-10	-10
기타재무활동	-4	-3	0	1
현금의 증가	-6	119	95	122
기초현금	73	67	187	282
기말현금	67	187	282	404

자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

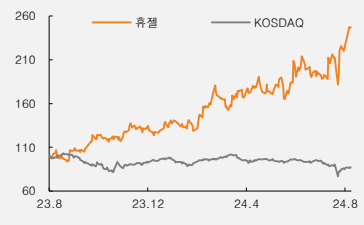
	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	14.6	18.4	15.7	12.9
P/CF (x)	10.7	13.2	12.1	10.3
P/B (x)	2.6	3.6	3.0	2.4
EV/EBITDA (x)	10.2	12.4	10.1	7.9
EPS (원)	7,481	10,018	11,775	14,323
CFPS (원)	10,268	13,913	15,246	17,934
BPS (원)	42,415	51,415	62,251	75,636
DPS (원)	950	950	950	950
배당성향 (%)	12.5	9.1	7.7	6.4
배당수익률 (%)	0.9	0.5	0.5	0.5
매출액증가율 (%)	34.0	28.5	16.3	18.8
EBITDA증가율 (%)	36.2	32.3	15.6	17.6
조정영업이익증가율 (%)	40.0	34.9	17.6	19.7
EPS증가율 (%)	86.4	33.9	17.5	21.6
매출채권 회전율 (회)	8.2	11.0	11.3	10.8
재고자산 회전율 (회)	7.0	6.3	6.2	6.1
매입채무 회전율 (회)	22.3	12.5	8.1	8.4
ROA (%)	15.2	18.0	17.4	17.6
ROE (%)	19.7	21.6	20.9	20.9
ROIC (%)	35.0	47.5	55.9	64.8
부채비율 (%)	15.8	18.0	16.5	15.4
유동비율 (%)	389.2	407.2	494.2	573.5
순차입금/자기자본 (%)	-21.0	-44.0	-51.8	-59.1
조정영업이익/금융비용 (x)	30.9	44.8	57.6	68.3

투자 의견(신규)	매수
목표주가(신규)	360,000원
현재주가(24/8/21)	286,500원
상승여력	25.7%

영업이익(24F, 십억원)	146
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	152
EPS 성장률(24F, %)	12.3
MKT EPS 성장률(24F, %)	-
P/E(24F, x)	33.9
MKT P/E(24F, x)	-
KOSDAQ	779.87

시가총액(십억원)	3,611
발행주식수(백만주)	13
유동주식비율(%)	44.6
외국인 보유비중(%)	55.7
베타(12M) 일간수익률	-0.03
52주 최저가(원)	108,500
52주 최고가(원)	286,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	28.2	58.5	139.7
상대주가	36.2	75.6	173.2



[글로벌 바이오섹터]

서미화

mihwa.seo@miraeasset.com

## 휴젤

## 해외로 확대되는 K-특신

## 투자 의견 매수, 목표주가 36만원으로 커버리지 개시

동사의 목표주가 36만원은 과거 5년간의 휴젤 P/E 평균 30배를 적용하였다. 투자 의견은 상승여력이 25.7% 인점을 고려하여 매수로 제시하였다.

2024년 휴젤의 매출액 3,740억원(+17% YoY), 영업이익 1,472억원(+24.9% YoY)으로 추정하였다. 24년 하반기부터는 미국 수출 특신 매출이 증가할 것으로 예상되며, 이는 2026년 가속화될 것으로 보인다. 중국향 특신 매출도 전년 대비 증가하면서 이익에 기여할 수 있을 것으로 보인다.

## 미국, 중국, 유럽 허가를 모두 보유한 보틀리눔 특신 기업

동사는 보틀리눔 특신과 필러를 포함한 코스메틱 사업을 영위하고 있다. 2023년 기준 휴젤의 매출 중 53%는 보틀리눔 특신이며, HA필러 37%, 화장품 8%, 리프팅실 2%이다. 전세계 보틀리눔 특신 매출의 약 47%가 미용 관련 시장에서 나오고 있다. 동사는 미용 시장을 타깃으로하여 매출이 발생하고 있으며 필러, 화장품, 리프팅실 등 미용 제품의 다양성을 보유하고 있어 특신의 매출이 지속적으로 성장하고 있다. 휴젤은 보틀리눔 특신에 대해 미국, 중국, 유럽 허가를 모두 보유하고 있다.

휴젤의 특신 제품은 미국, 중국, 유럽에서 판매 허가를 승인받았다. 특히 24년 2월 승인받은 미국은 가장 큰 특신 시장을 형성하고 있는 국가이다. 미국에서는 베네브(BENEV)를 통해 판매될 예정이다. 베네브는 2000년 미국 캘리포니아에 설립된 기업으로 엑소좀, 고주파 마이크로 니들, PDO실 등 다양한 의료 미용 제품을 판매하고 있다. 베네브는 기존에 보유한 미용 제품과 휴젤의 특신을 함께 판매하며 시너지 효과를 낼 수 있을 것으로 기대된다. 3년 내 미국에서 약 10% 시장 점유율을 달성하고자 한다. 경쟁사인 에볼루스 대비, 시술자에게 교육을 제공할 수 있다는 이점을 통해 점유율을 확대할 수 있을 것으로 예상된다.

휴젤은 특신 뿐만 아니라 필러, 화장품 및 리프팅실 제품도 보유하고 있다. 특히 특신과 필러는 의사 및 환자의 입장에서 번들링 판매 및 시술이 많이 이뤄지는 제품이다. 또한, 특신과 필러는 미용의료 시술에서 1, 2위를 차지한다. 따라서 특신과 필러 두 제품을 모두 가지고 있는 것은 마케팅에 도움이 된다. 필러에 대한 매출 비중도 37%를 차지하고 있어 신규 국가에서 시장확대에 도움될 수 있는 부분이 될 것으로 판단된다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	282	320	374	459	566
영업이익 (십억원)	101	118	146	184	232
영업이익률 (%)	35.8	36.9	39.0	40.1	41.0
순이익 (십억원)	57	93	104	126	158
EPS (원)	4,629	7,517	8,445	10,021	12,554
ROE (%)	7.3	12.1	13.5	14.6	15.7
P/E (배)	29.1	19.9	33.9	28.6	22.8
P/B (배)	1.9	2.0	3.6	3.2	2.8
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 휴젤, 미래에셋증권 리서치센터

## I. 투자포인트

### 1. 미국, 중국, 유럽 허가를 모두 보유한 보툴리눔 독신 기업

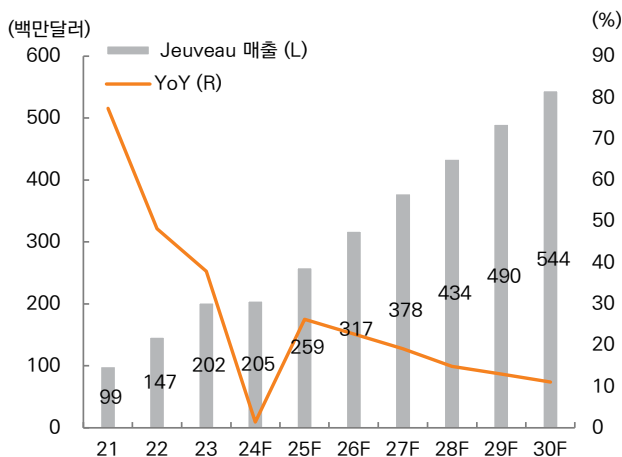
#### 1) 미국

휴젤의 레티보는 2024년 2월 미국 판매허가를 승인받았다. 미국에서는 베네브(BENEV)를 통해 판매될 예정이다. 베네브는 2000년 미국 캘리포니아에 설립된 기업으로 엑소좀, 고주파 마이크로 니들, PDO실 등 다양한 의료 미용 제품을 판매하고 있다. 베네브는 기존에 보유한 미용 제품과 휴젤의 독신을 함께 판매하며 시너지 효과를 낼 수 있을 것으로 기대된다. 3년 내 미국에서 약 10% 시장 점유율 달성하고자 한다.

미국 독신 시장의 대부분은 애브비의 보톡스 제품이 점유하고 있다. 대웅제약의 주보는 휴젤보다 5년 빠른 2019년 2월 미국 판매허가를 획득하였다. 미국 파트너사는 에볼루스이다. 2024년 2분기 에볼루스는 실적발표 컨콜에서 2024년 미국 독신시장의 점유율 13%를 가지고 올 것으로 소통하였다. 에볼루스는 출시 첫해 4%, 출시 5년차인 2023년 처음으로 두자리수 침투율(11%)을 달성했다.

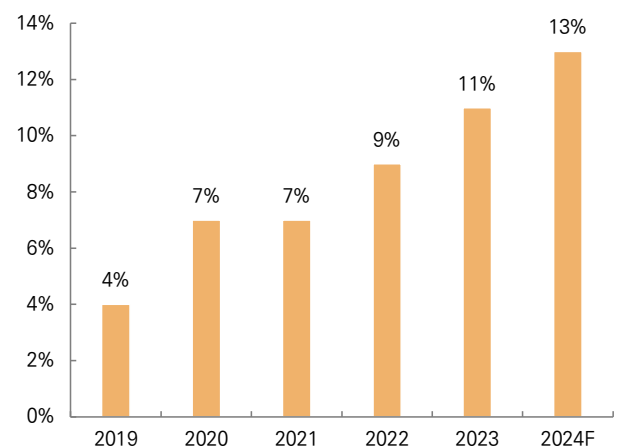
휴젤의 레티보는 2024년 7월부터 수출이 시작되었다. 런칭은 빠르면 연내 이뤄질 것으로 예상된다. 휴젤의 레티보는 에볼루스와 경쟁제품이 될 것으로 예상된다. 유사한 전략의 경쟁제품이 이미 있는 바, 점유율 확대가 순조롭게 이뤄지는지 지켜볼 필요가 있다.

그림 222. 에볼루스 주보 매출 추이 및 전망



자료: Evaluate Pharma, 미래에셋증권 리서치센터

그림 223. 주보의 미국 점유율 추이



자료: 에볼루스, 미래에셋증권 리서치센터

표 31. 국내 독신 기업의 미국 진출 현황

기업명	휴젤	메디톡스	대웅제약
제품명	레티보(Letybo)	이노독스, MT10109L	주보(Jeuneau)
허가 진행 상황	2024.02 판매허가	MT10109L FDA 사전 심사 거절	2019. 02 판매허가
파트너사	베네브	Allergan으로 부터 반환	Evolus
비고		향후 직접판매 예정	23년 매출 2억 200만 달러

자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터



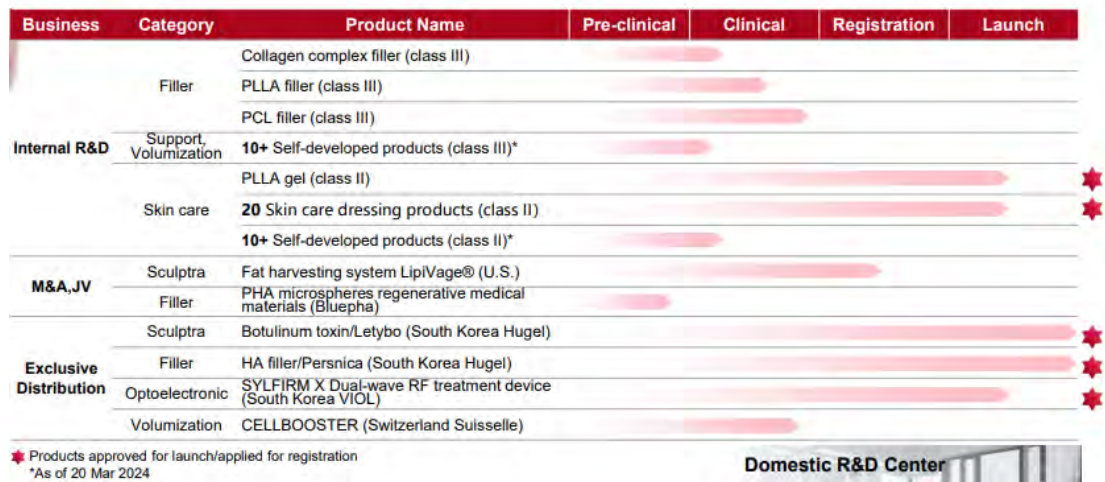
## 2) 중국

휴젤은 2020년 10월 중국 판매허가를 획득하였다. 휴젤의 독신은 4번째로 중국허가를 받은 제품이며, 최근 머츠의 제오민이 중국 허가를 획득하며 현재까지 5개의 제품만 중국 허가를 받았다.

대웅제약은 22년 중국 품목허가 신청을 완료한 상황이다. 휴온스바이오파마의 중국 파트너사 아이메이커도 24년 7월 중국 품목허가를 신청하였다. 종근당바이오는 자체 개발한 보툴리눔 독신에 대해 중국인 대상으로 임상 3상을 진행 중이다.

란저우의 BTXA(1997년), 애브비의 보톡스(2003년)가 중국 독신시장의 대부분을 점유하고 있다. 휴젤의 파트너사는 사환제약으로 21년 2월 중국 시장에 런칭되었다. 사환제약은 중국에서 필러와 독신 모두를 가지고 있는 기업이다. 독신 단독의 매출은 알수 없으나, 23년 기준 의료 미용 제품 매출은 4억 4,990만 위안(약 860억원)으로 중국 시장 독신 점유율 약 10%를 기록한 것으로 추정된다. 올해 4월에는 주사제를 변경한 휴젤의 필러 제품의 초도 물량이 선적되었다. 필러 판매 시너지 효과를 통해 독신 매출을 더 확대할 수 있을 것으로 기대된다. Frost & Sullivan 자료에 따르면, 중국 보툴리눔 독신 시장 규모는 2025년 126억 위안(2.4조원)에서 2030년 390억 위안(7.4조원)으로 성장할 것으로 예상된다.

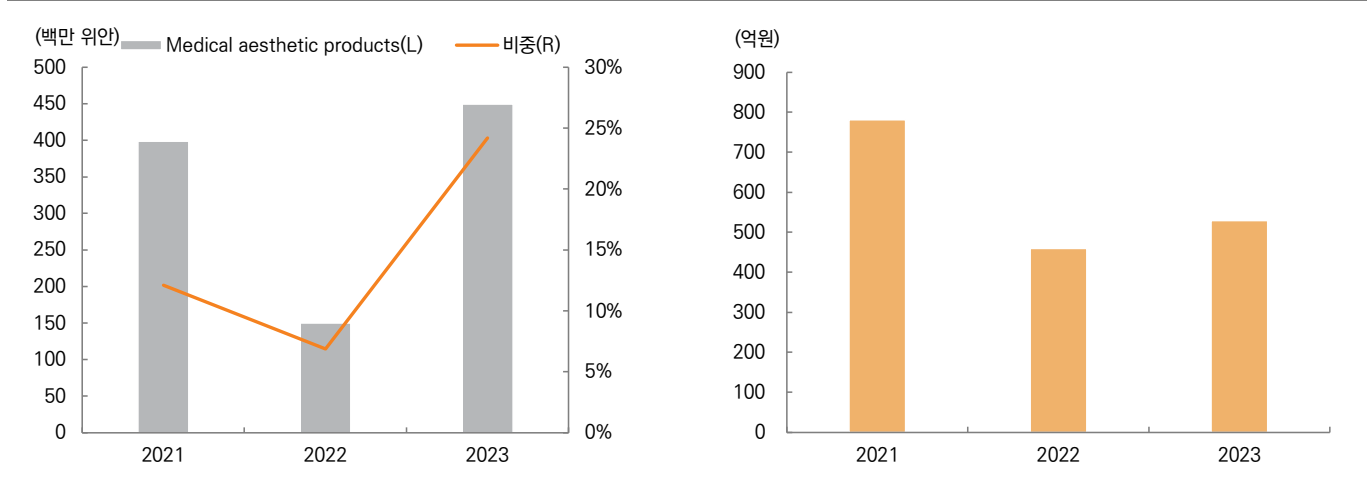
그림 224. 사환제약의 미용부문 R&D 파이프라인



자료: 사환제약, 미래에셋증권 리서치센터

그림 225. 사환제약의 미용부분 매출 추이

그림 226. 휴젤의 아시아향 독신 매출 추이



자료: 사환제약, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 휴젤, 미래에셋증권 리서치센터

표 32. 국내 독신 기업의 중국 진출 현황

항목	휴젤	메디톡스	대웅제약	휴온스
제품명	레티보(Letybo)	이노톡스, MT10109L	주보(Jeuveau)	휴톡스
허가 진행 상황	2020. 10 판매허가	수입의약품 등록 신청 철회	2021년 BLA 신청 후 정식허가 대기	품목허가 신청서 제출(24년 7월)
파트너사	사환제약	Bloomage	파트너사 미공개	아이메이커 테크놀로지
비고	2021년 런칭	기존 파트너인 Bloomage와 1,200억원 규모 소송중	2025년 1분기 출시 목표	

자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 227. 휴젤의 독신 제품 포지셔닝

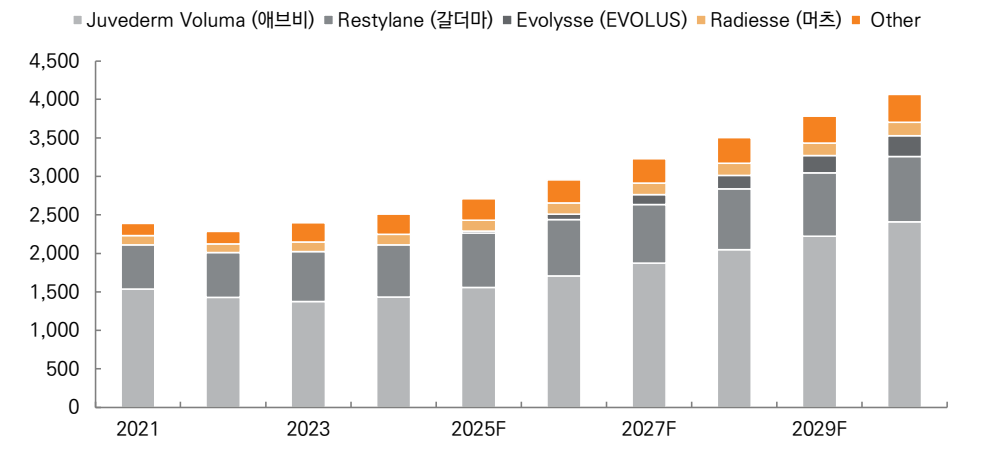


자료: 휴젤, 미래에셋증권 리서치센터

2. 독신 시장 확대의 기회: 필러도 가진 기업

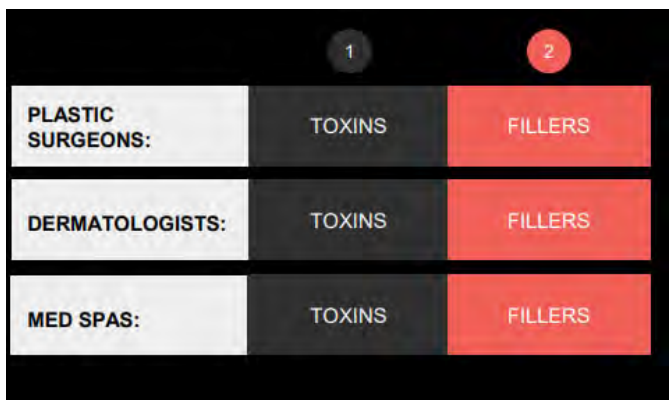
독신과 필러는 미용의료 시술에서 1, 2위를 차지한다. 또한, 독신 사용자가 추가적으로 하는 시술 1위는 필러이다. 따라서 독신과 필러 두 제품을 모두 가지고 있는 것은 마케팅에 유리하다. 기업의 입장에서는 가장 많이 사용되는 2가지 시술에 대한 제품을 같이 판매함으로써 매출에 도움이 될 수 있다. 제품을 사게되는 병원의 입장에서도 2가지 이상의 제품을 한번에 구매하면 할인과 같은 혜택을 받을 수 있다. 따라서 독신을 가지고 있는 기업은 필러 제품을 확보하고자 하고, 필러 및 다양한 미용기기 제품을 보유한 기업은 독신 제품을 도입하려고 한다. 미국에서 독신의 점유율을 높이고 있는 에볼루스도 필러 제품의 허가를 준비하고 있다. 또한, 중국에서 휴젤의 독신 제품을 판매하고 있는 사환제약도 휴젤의 필러 제품을 도입하였다.

그림 228. 글로벌 필러 시장 규모



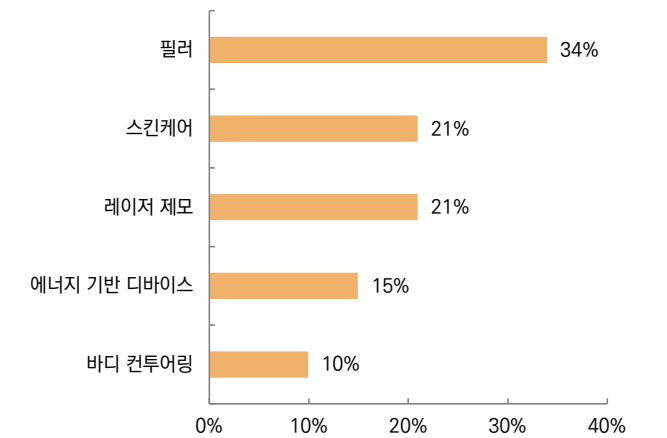
자료: 이벨류에이트파마, 미래에셋증권 리서치센터

그림 229. 대부분의 시술처에서 1위는 독신, 2위는 필러



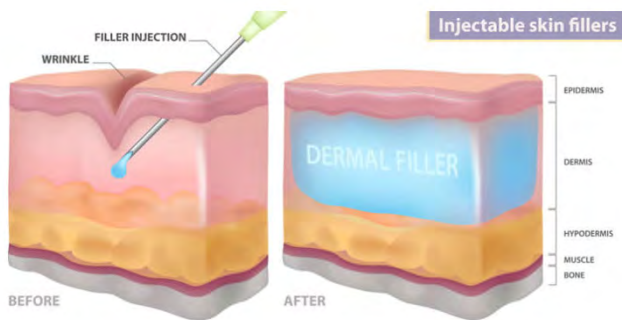
자료: 에볼루스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 230. 독신 이용자가 함께하는 미용시술



자료: 에볼루스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 231. 필러 시술 시 효과



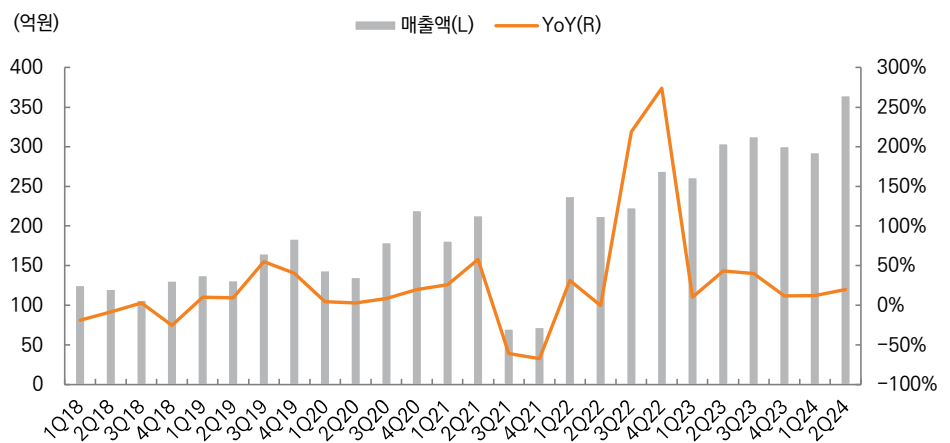
자료: BEYOO, 미래에셋증권 리서치센터

그림 232. 필러 시술 위치



자료: torontofacialplastic, 미래에셋증권 리서치센터

그림 233. 휴젤의 분기별 필러 매출액 추이



자료: 휴젤, 미래에셋증권 리서치센터

### 3. 화장품도 있다.

휴젤은 웰라쥬(더마 코스메틱)와 바이리존(럭셔리 코스메틱스)화장품도 꾸준히 판매 중이다. 20년 펜더믹 이후 다시 꾸준히 회복하여 23년 268억원으로 연간 최대 매출을 달성하였다. 2024년의 경우, 상반기만 161억원 매출액을 달성하여, 전년 대비 성장할 것으로 기대된다. 화장품이 주력 사업은 아니나, 휴젤의 특신과 필러 제품에 대한 관심이 증가하면서 화장품 매출 또한 꾸준히 증가할 것으로 보인다.

기존 웰라쥬는 소비자에게 친숙한 올리브영과 같은 채널에서 판매되고 있으며, 필러제품을 가진 휴젤이 만든 ‘히알루론산’ 함유 제품으로 알려지며 매출이 증가하였다. 최근에는 보툴 펩타이드 성분이 포함된 신제품을 출시하였다. 이와 같이 화장품 사업의 확장은 휴젤이 필러와 특신 제품을 보유한 기업인 것만으로도 충분히 마케팅 효과가 있다고 판단된다.

그림 234. 더마 코스메틱 브랜드 웰라쥬

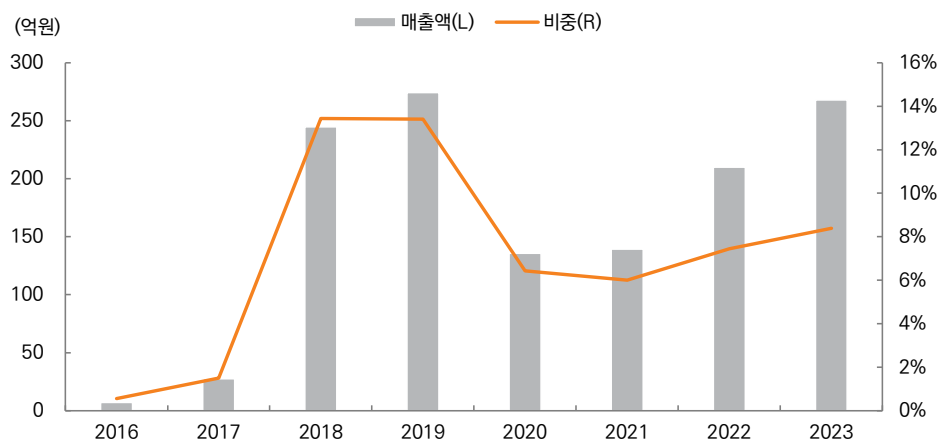
그림 235. 럭셔리 코스메틱 브랜드 바이리존



자료: 휴젤, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 휴젤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 236. 휴젤의 화장품 매출 추이 및 비중



자료: 휴젤, 미래에셋증권 리서치센터

## II. 기업가치

목표주가 360,000원, 투자의견 매수로 커버리지를 개시한다. 동사의 목표주가는 과거 5년간의 휴젤 PER 평균 30배를 적용하였다. 투자의견은 상승여력이 25.7% 인점을 고려하여 매수로 제시하였다. 글로벌 Peer 기업인 애브비의 경우 독신 매출 비중이 23년 기준 10.4%로 타 사업부문 매출이 더 크고, 레반스 테라퓨틱스, 에볼루스의 경우 2023년까지 영업적자로 평균 멀티플을 이용하기 어려웠다.

현재 주가는 12개월 선행 EPS의 33.9배로 거래 중이다. 지난 2년간 평균 이하 밸류에서 거래된 가장 큰 이유는 ITC 소송이다. 현재 미국 ITC 소송 중이며, 최종 결과는 10월에 확인할 수 있을 것으로 예상된다. 24년 6월 ITC는 휴젤이 군주 절취 사실 없다라고 예비 심결을 내린 상황이다. 6월 예비 결과에서 휴젤에 긍정적인 결과가 나온만큼 최종 결과를 통해 소송 이슈는 해결될 수 있을 것으로 판단된다. 독신 기업들의 주가가 과거 5년동안 좋지 않았던 가장 큰 이유가 소송 이슈였던 만큼 이슈 해소를 통해 기업의 적정 가치를 받을 수 있을 것으로 기대된다.

참고로, 22년 3월 메디톡스는 휴젤을 상대로 ITC에 보톡스 군주 절도, 군주 및 제조공정 등과 관련한 영업비밀 침해 등으로 휴젤, 휴젤아메리카, 크로마파마를 제소(미국 현지에서 상품 수입·판매와 관련된 불공정 행위를 단속하는 규정)하였다.

메디톡스가 24년 1월말 ITC에 제출한 사전 심리자료에 따르면 유전자 분석결과 양사의 군주에 차이가 있음을 인정, 하지만 휴젤의 군주가 자연 발견 가능성이 낮다고 주장하였다. 또한, 도용 이후 휴젤 군주에 돌연변이 발생 혹은 메디톡스 선행 군주로부터 유래했을 수 있다고 주장하였다. 휴젤은 사전 심리자료를 통해 통조림에서 군주 발견한 사실과 유전자 분석 결과의 차이를 강조하였다.

과거 메디톡스와 대응제약의 미국 소송의 경우 21년 3월 ITC 소송 결과에 따라 에볼루스, 메디톡스, 앨러간 3자 합의로 ITC 소송 전 상태로 복귀(합의금: 3,500만달러 + 향후 판매 로열티)를 결정 내렸다. 현재까지는 휴젤에 유리한 상황으로 판단되며, 소송의 종료될 경우 소송관련 이슈 해소 및 비용 절감으로 긍정적 주가 흐름이 예상된다.

최근 국내 화장품, 의료기기 등이 해외 소비자들에게 관심을 받으며, 독신 제품에 대한 관심도 함께 증가하고 있다. 독신 및 필러의 해외 허가 국가가 늘어나고 있어 이에 따른 지속적인 수혜가 예상된다.

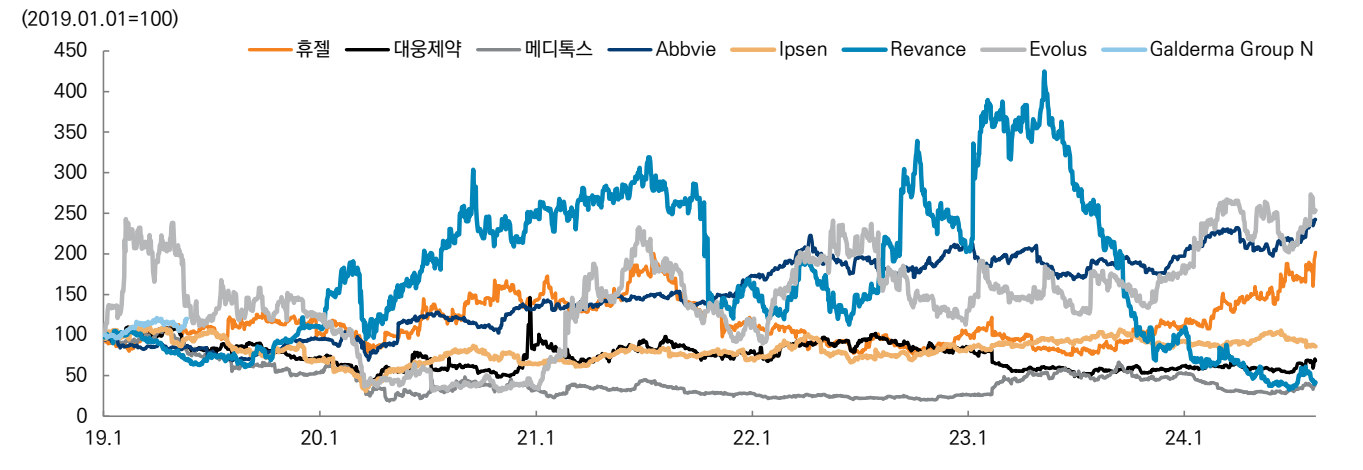
2024년 8월 12일 Crown Laboratories는 레반스 테라퓨틱스(RVNC)라는 독신 기업을 인수하기로 결정하였다. 인수가는 전일(8월 9일) 종가 대비 89% 프리미엄을 부여한 9억 2,400만 달러이다. 비상장사인 Crown Laboratories는 피부관리 제품을 제조하는 기업이다. 레반스 테라퓨틱스는 독신 제품인 DAXXIFY와 필러 제품인 RHA 등을 보유하고 있다. 2023년 DAXXIFY 매출액은 8,400만 달러로 전체 매출액(2억 3,400만 달러)의 36% 비중이다. 24년 매출 가이드نس 기준 PSR 기준, 3.3배가 인수가이다.

표 33. 휴젤 목표주가 산정

구분	내용	비고
P/E multiple	30	과거 5년 평균 P/E
예상 순이익(억원)	1,263	2025F 예상 순이익
주주가치(억원)	37,890	
주식수(천주)	10,627	
적정주가	356,557	
목표주가	360,000	
현재주가	286,500	8월 21일 종가
상승여력	25.7%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 237. 특신관련 기업의 시가총액 추이



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

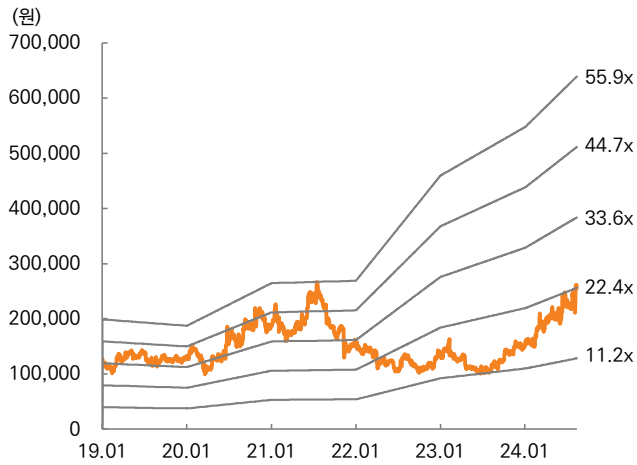


표 34. 글로벌 특신 관련 기업 밸류에이션

기업명	휴젤	대웅제약	메디톡스	Abbvie	Ipsen	Revance	Evolus	Galderma Group N	
시가총액(백만원, 백만달러)	3,352,673	1,488,875	1,427,236	336,312	9,326	309	822	20,347	
2022	매출액(백만원, 백만달러)	281,675	1,280,092	195,096	58,054	3,325	133	149	3,824
	영업이익(백만원, 백만달러)	101,378	95,797	46,665	18,117	769	-342	-65	311
	EBITDA(백만원, 백만달러)	115,373	134,150	61,429	26,785	1,244	-299	-60	589
	순이익(백만원, 백만달러)	57,332	42,240	37,010	11,836	683	-356	-74	-99
	EPS(원, 달러)	4,811	3,816	5,491	7	8	-5	-1	-0
	PER(배)	27	42	23	15	14	-	-	-
	PBR(배)	2	3	2	17	2	121	23	-
	ROE(%)	7	7	9	72	21	-879	-148	-2
	EV/EBITDA(배)	11	16	15	13	7	-	-	-
	PSR(배)	6	1	4	5	3	10	3	-
2023	매출액(백만원, 백만달러)	319,700	1,375,329	221,121	54,318	3,576	234	202	4,117
	영업이익(백만원, 백만달러)	117,782	122,592	17,322	12,757	883	-317	-49	536
	EBITDA(백만원, 백만달러)	131,642	165,293	32,410	21,644	1,203	-291	-42	812
	순이익(백만원, 백만달러)	93,076	121,739	9,755	4,863	697	-324	-62	-57
	EPS(원, 달러)	8,217	10,656	1,311	3	8	-4	-1	-0
	PER(배)	18	11	184	20	14	-	-	-
	PBR(배)	2	2	3	26	2	-	-	-
	ROE(%)	12	18	2	35	18	-	-	-1
	EV/EBITDA(배)	10	10	52	15	8	-	-	-
	PSR(배)	5	1	7	5	3	3	3	-
2024F	매출액(백만원, 백만달러)	374,700	1,421,900	256,058	55,650	3,705	277	267	4,540
	영업이익(백만원, 백만달러)	152,664	138,167	42,494	24,826	1,126	-146	-11	970
	EBITDA(백만원, 백만달러)	170,460	184,733	59,562	25,734	1,437	-94	-22	1,039
	순이익(백만원, 백만달러)	115,481	92,833	37,647	19,319	841	-168	-38	413
	EPS(원, 달러)	9,752	8,009	5,357	11	10	-2	-0	2
	PER(배)	27	16	36	18	11	-	-	46
	PBR(배)	4	2	3	34	2	-	-	3
	ROE(%)	15	11	7	251	17	-	-1,434	5
	EV/EBITDA(배)	18	10	25	15	6	-	-	22
	PSR(배)	9	1	6	6	3	1	3	4
2025F	매출액(백만원, 백만달러)	443,404	1,518,867	287,761	58,736	3,955	369	352	5,116
	영업이익(백만원, 백만달러)	189,475	160,477	75,004	27,699	1,171	-73	14	1,026
	EBITDA(백만원, 백만달러)	204,584	204,100	94,120	27,727	1,515	-30	12	1,189
	순이익(백만원, 백만달러)	148,076	107,400	56,111	21,432	917	-74	-10	694
	EPS(원, 달러)	12,398	9,269	8,112	12	11	-1	0	3
	PER(배)	21	14	24	16	10	-	104	30
	PBR(배)	3	2	2	32	2	-	-	2
	ROE(%)	16	12	11	-93	16	-	-	7
	EV/EBITDA(배)	15	9	16	14	6	-	74	19
	PSR(배)	8	1	5	6	2	1	2	4

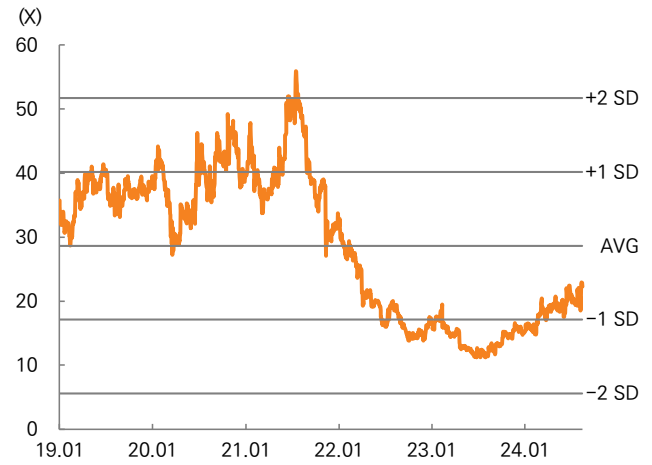
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 238. 휴젤의 12M Fwd P/E 밴드차트



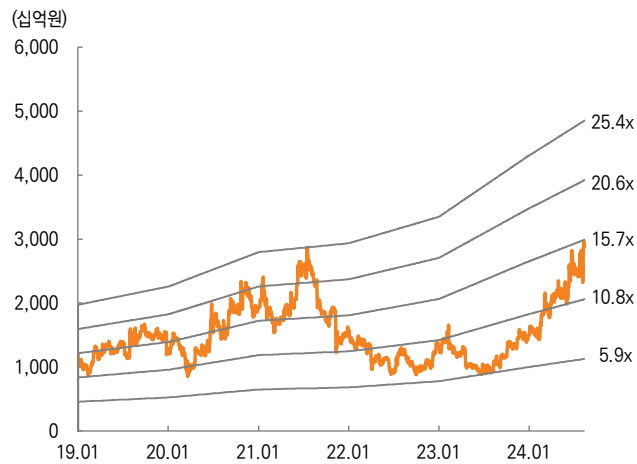
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 239. 휴젤의 12M Fwd P/E 추이



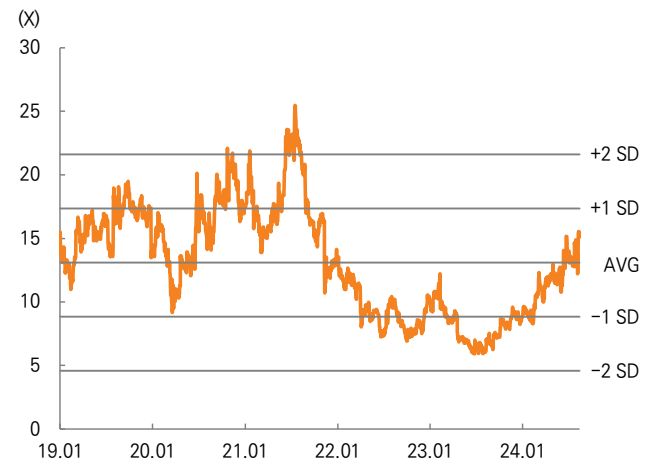
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 240. 휴젤의 12M Fwd EV/EBITDA 밴드차트



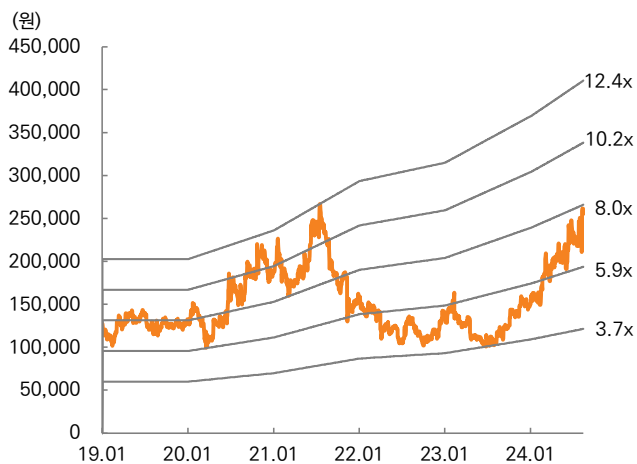
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 241. 휴젤의 12M Fwd EV/EBITDA 추이



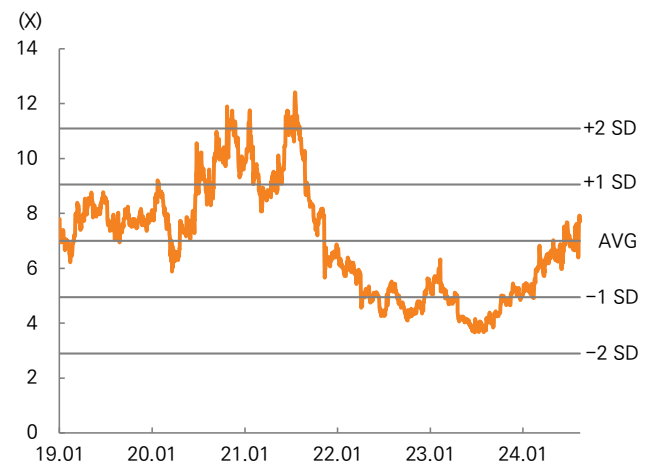
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 242. 휴젤의 12M Fwd P/S 밴드차트



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 243. 휴젤의 12M Fwd P/S 추이



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

### III. 실적

#### 1. 2Q24 실적리뷰

연결기준 2Q24 매출액 954억원(+17% YoY), 영업이익 423억원(+51.6% YoY)을 기록하였다. 지급 수수료 및 인건비 감소로 판관비가 16.6% 감소하였으며, 영업이익률은 44.4%를 기록하였다.

특신 수출은 308억원(+62% YoY)을 기록하였다. 특히 아시아 및 유럽 국가 매출이 전년 동기 대비 각각 96.7%, 66.4% 증가하였기 때문이다. 유럽은 누드바이얼 수출로 계약 방식을 바꾸면서 매출이 증가하였다. 누드바이얼 방법은 레이블을 유럽 판매사가 하는 방식으로 체계적인 재고 관리 및 유통이 가능할 것으로 예상된다.

2분기에는 브라질 수출 물량이 없어 전년 동기 대비 북남미 매출액이 39.2% 감소하였다. 올해 브라질 파트너사와 계약이 종료될 예정으로 브라질 선적이 없었다. 이에 따라 북남미 매출이 감소하였으나, 칠레, 콜롬비아, 페루 지역에서 매출이 증가하면서 감소폭을 일부 상쇄하였다.

특신 내수 매출액은 203억원으로 전년 동기 대비 16.9% 감소하였다. 국내의 경우 지속적 경쟁 심화 및 국내 사업에 대한 전반적 전략 검토로 전년 동기 대비 16.9% 감소하였다.

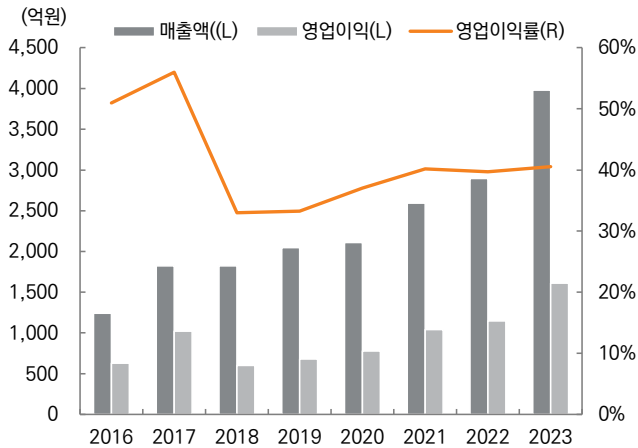
필러 수출은 270억원(+23.1% YoY)을 기록하였다. 필러 수출은 아시아 태평양 및 중남미 고루하게 성장하였다. 중국의 경우 주사제를 변경한 필러의 초도 선적(4월) 물량이 매출에 반영되었다. 필러 내수 매출액은 95억원(+12% YoY)을 기록하였다. 5월 이나영 모델 교체 및 TV 광고 등으로 인한 신규 고객 유입 때문으로 파악된다. 국내 필러는 7월 10% 가격 인상이 있었으며 이 효과는 3분기에 반영될 것으로 보인다.

화장품은 10% 성장하였는데, 대부분 해외 시장 매출이 견인했다. 베트남 뿐만아니라 작년 말, 중국에 제품을 런칭하여 직접 판매 유통하는 부분이 생기면서 중국 매출이 늘어나는 모습을 보이고 있다.

영업이익은 전년 동기 대비 51.6% 증가하였는데, 판관비 절감이 두드러졌다. 1) ITC 소송과 정에서 대면 보고의 비중이 낮아지며 비용이 감소되었다. 23년의 경우, 분기 당 35~40억원의 비용이 지출되었으나, 2Q24의 경우 20억원 수준이었다. 2) 다음으로는 휴젤 아메리카에서 불필요 인원을 감축시킨 부분이 컸다. 3) 그밖에 R&D 비용의 감소도 있었다. 사업성이 낮은 R&D를 정리하는 작업이 진행되었기 때문이다.

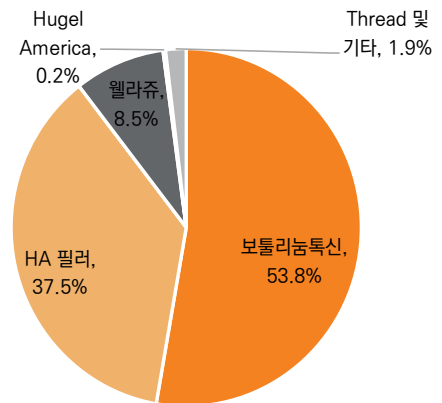
2024년 매출액은 3,740억원이 예상된다. 미국 특신 수출이 시작되었으며, 중국 특신 물량도 증가할 것으로 예상되기 때문이다. 중국 특신은 전년 동기 대비 성장할 것으로 예상되며, 연간 250억원 매출이 기대된다. 국내필러는 전년 대비 15.6% 성장할 것으로 예상되며 이는 하반기 가격 인상에 따른 것이다.

그림 244. 휴젤의 매출액 및 영업이익의 추이



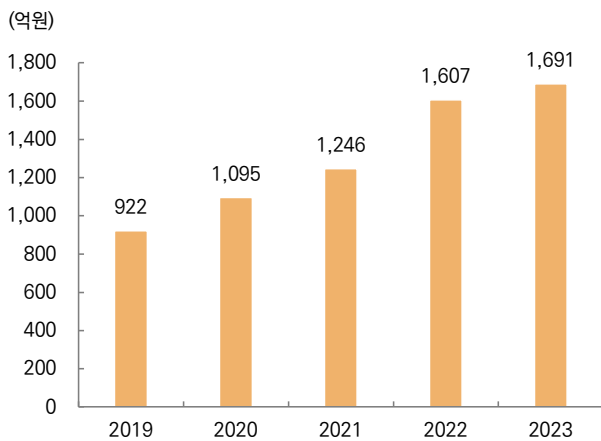
자료: 휴젤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 245. 휴젤의 매출 구성(2023년 기준)



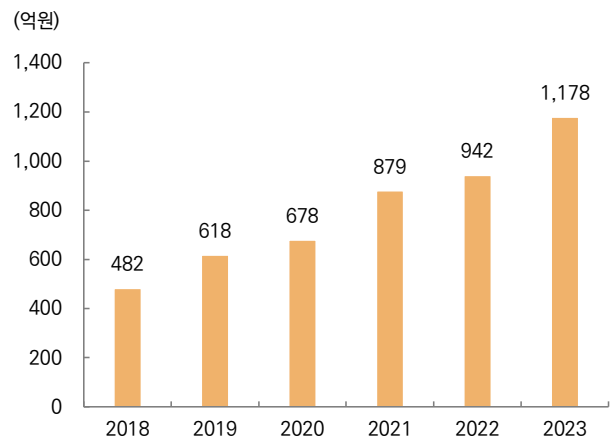
자료: 휴젤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 246. 휴젤의 독신 매출액 추이



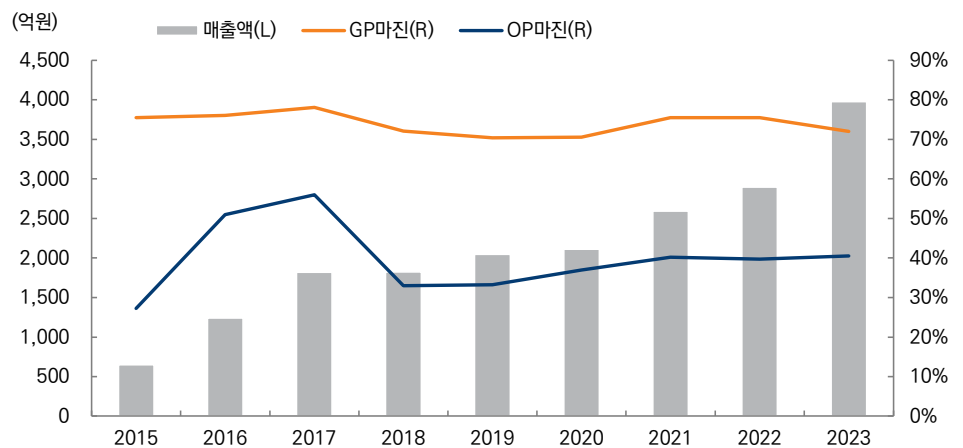
자료: 휴젤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 247. 휴젤의 필러 매출액 추이



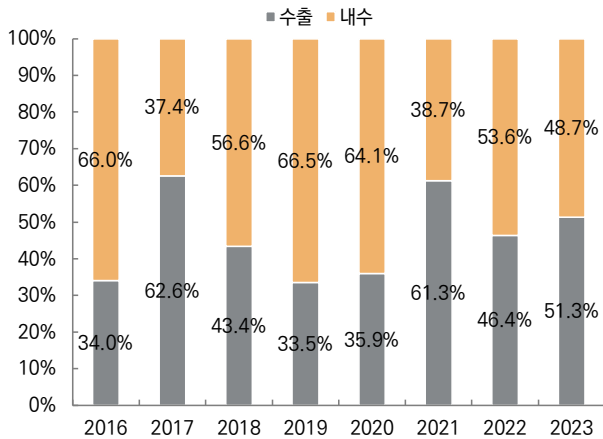
자료: 휴젤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 248. 휴젤의 연간 마진률 추이



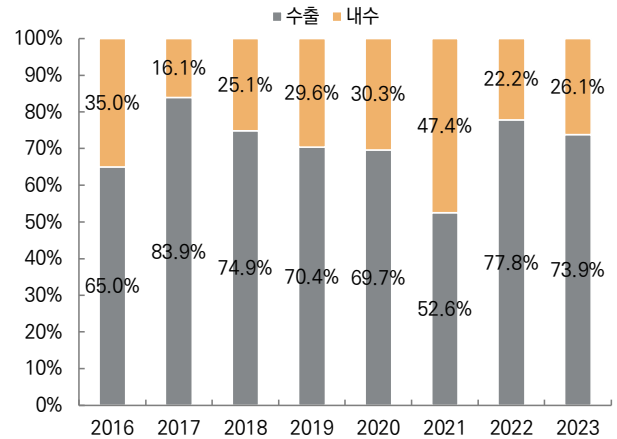
자료: 휴젤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 249. 특신의 국가별 매출 비중



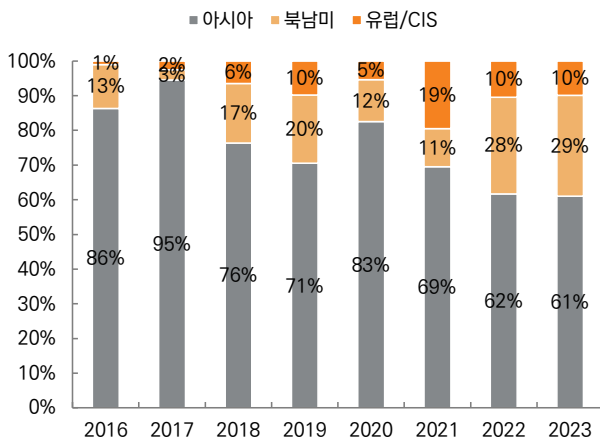
자료: 휴젤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 250. 필러의 국가별 매출 비중



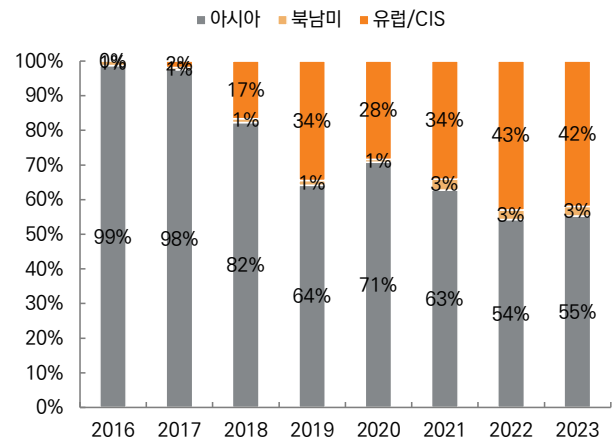
자료: 휴젤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 251. 특신의 지역별 수출 비중



자료: 휴젤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 252. 필러의 지역별 수출 비중



자료: 휴젤, 미래에셋증권 리서치센터

표 35. 휴젤 실적 추이 및 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	644	816	848	889	743	954	992	1,051	3,197	3,740	4,592
YoY	4.4%	27.7%	20.0%	4.0%	15.4%	17.0%	17.0%	18.1%	13.5%	17.0%	22.8%
보툴리눔 특신	310	434	459	488	343	510	536	584	1,691	1,974	2,513
YoY	-1.7%	17.4%	9.6%	-3.0%	10.6%	17.6%	16.9%	19.6%	5.2%	16.7%	27.3%
HA 필러	261	304	313	300	293	365	361	344	1,178	1,363	1,583
YoY	10.2%	43.2%	40.0%	11.5%	11.9%	20.0%	15.5%	14.5%	25.1%	15.6%	16.2%
화장품	63	60	66	79	95	66	83	99	268	342	428
YoY	0.0%	28.6%	-31.3%	22.2%	30.0%	-27.8%	10.0%	10.0%	5.2%	2.1%	10.0%
영업이익	520	178	633	1,019	602	681	781	956	1,178	1,462	1,838
YoY	27.5%	0.0%	256.2%	61.1%	-40.9%	13.1%	14.6%	22.5%	16.2%	24.1%	25.7%
영업이익률	80.8%	21.8%	74.6%	114.6%	81.0%	71.4%	78.7%	91.0%	36.8%	39.1%	40.0%

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

## 휴젤 (145020)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	320	374	459	566
매출원가	74	90	111	136
매출총이익	246	284	348	430
판매비와관리비	128	138	165	198
조정영업이익	118	146	184	232
영업이익	118	146	184	232
비영업손익	15	6	0	0
금융손익	15	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	133	152	184	232
계속사업법인세비용	36	38	46	59
계속사업이익	98	114	138	173
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	98	114	138	173
지배주주	93	104	126	158
비지배주주	5	10	12	15
총포괄이익	98	120	138	173
지배주주	92	112	129	161
비지배주주	6	8	9	12
EBITDA	132	161	197	244
FCF	94	123	143	175
EBITDA 마진율 (%)	41.3	43.0	42.9	43.1
영업이익률 (%)	36.9	39.0	40.1	41.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	29.1	27.8	27.5	27.9

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	568	643	810	1,014
현금 및 현금성자산	106	98	133	180
매출채권 및 기타채권	45	53	66	81
재고자산	34	40	50	62
기타유동자산	383	452	561	691
비유동자산	361	372	359	348
관계기업투자등	1	1	2	2
유형자산	135	139	130	122
무형자산	182	185	181	176
자산총계	929	1,014	1,170	1,363
유동부채	57	68	84	104
매입채무 및 기타채무	13	15	19	23
단기금융부채	4	4	5	7
기타유동부채	40	49	60	74
비유동부채	92	105	105	106
장기금융부채	90	102	102	102
기타비유동부채	2	3	3	4
부채총계	150	173	190	210
지배주주지분	748	800	926	1,085
자본금	6	6	6	6
자본잉여금	327	327	327	327
이익잉여금	936	1,041	1,167	1,325
비지배주주지분	32	42	54	68
자본총계	780	842	980	1,153

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	118	125	143	175
당기순이익	98	114	138	173
비현금수익비용가감	43	51	59	71
유형자산감가상각비	9	10	9	8
무형자산상각비	4	5	4	4
기타	30	36	46	59
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-2	-9	-9	-10
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	8	-8	-13	-15
재고자산 감소(증가)	-8	-4	-10	-12
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	1	1
법인세납부	-37	-37	-46	-59
투자활동으로 인한 현금흐름	43	-77	-109	-128
유형자산처분(취득)	-24	-2	0	0
무형자산감소(증가)	8	-4	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	47	-68	-109	-128
기타투자활동	12	-3	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-187	-56	1	1
장단기금융부채의 증가(감소)	-27	13	1	1
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-160	-69	0	0
현금의 증가	-26	-8	35	47
기초현금	132	106	98	133
기말현금	106	98	133	180

자료: 휴젤, 미래에셋증권 리서치센터

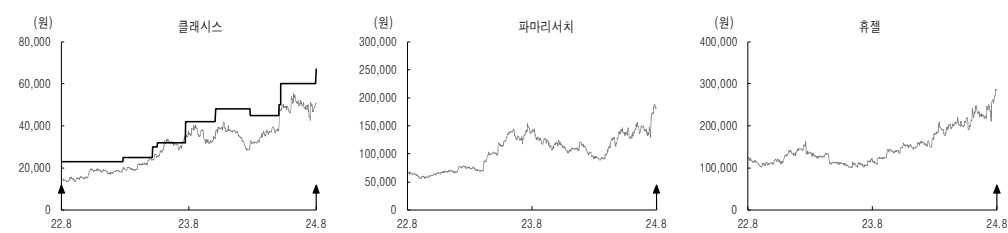
## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	19.9	33.9	28.6	22.8
P/CF (x)	13.2	21.4	18.3	14.8
P/B (x)	2.0	3.6	3.2	2.8
EV/EBITDA (x)	11.4	20.0	15.7	12.0
EPS (원)	7,517	8,445	10,021	12,554
CFPS (원)	11,354	13,386	15,652	19,368
BPS (원)	75,779	80,696	90,717	103,271
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 (%)	13.5	17.0	22.8	23.2
EBITDA증가율 (%)	14.1	22.4	22.4	23.7
조정영업이익증가율 (%)	16.2	24.1	25.7	26.2
EPS증가율 (%)	62.4	12.3	18.7	25.3
매출채권 회전율 (회)	6.6	7.8	7.8	7.8
재고자산 회전율 (회)	10.4	10.0	10.1	10.1
매입채무 회전율 (회)	19.0	28.0	28.3	28.1
ROA (%)	9.9	11.7	12.6	13.7
ROE (%)	12.1	13.5	14.6	15.7
ROIC (%)	25.1	30.0	37.9	47.8
부채비율 (%)	19.2	20.5	19.4	18.2
유동비율 (%)	988.7	947.5	959.9	975.5
순차입금/자기자본 (%)	-49.5	-51.6	-58.8	-65.1
조정영업이익/금융비용 (x)	40.1	0.0	0.0	0.0

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
클래스스 (214150)					2023.05.11	매수	30,000	-15.56	-12.00
2024.08.22	매수	67,000	-	-	2023.02.16	매수	25,000	-16.13	0.60
2024.05.13	매수	60,000	-17.30	-7.83	2022.05.11	매수	23,000	-28.17	-14.35
2024.05.08	매수	50,000	-4.00	-3.00	파마리서치 (214450)				
2024.02.15	매수	45,000	-21.32	-12.22	2024.08.22	매수	260,000	-	-
2023.11.08	매수	48,000	-25.02	-13.13	휴젤 (145020)				
2023.08.14	매수	42,000	-15.72	-3.57	2024.08.22	매수	360,000	-	-
2023.05.25	매수	32,000	-3.67	9.06					

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



투자의견 분류 및 적용기준

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

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.52%	12.05%	8.43%	0%

\* 2024년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

<ul style="list-style-type: none"><li>- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.</li><li>- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.</li><li>- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.</li><li>- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.</li></ul>	<p>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.</p>
-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------