



파마리서치 (214450)



2023년 4월 7일

파마리서치리서치.docx

동사, Re-Rating이 코-앞에!

동사의 2023E EPS 7,445원에 PER 15.0x를 적용한 111,300원을 목표주가로 제시한다. 지금까지의 동사는 '내수 중심 미용 의료기기 업체'라는 명명 하에, 저평가 받아왔다. 그러나 이제는 그 오래된 이름을 벗어던지고, Re-rating을 맞이할 시간이다. 태국부터 시작해서 동남아, 중국까지 동사가 새로이 그려갈 수출 신화를 살펴보자. 더 나아가 주가를 저해할 issue&risk에 대한 우려도 함께 불식시켜보자.

리쥘란, 콘쥘란, 그리고 화장품까지 완벽

'14년부터 스킨부스터 시장에 진입해 소비자들의 뜨거운 반응과 함께 스테디셀러로 자리잡은 리쥘란의 성장세와 스토리를 토대로, 지금까지 동사의 저평가 요인이었던 낮은 수출 비중을 해소할 실마리를 제시한다. 완전히 선점자가 되어 브랜드 자체로 해자를 구축한 내수, 기하급수적인 성장세로 본격적인 수출 모멘텀이 되어줄 태국, 그리고 강력한 포텐셜을 지니고 있는 기타 국가들까지, 콘쥘란이라는 든든한 Cash Cow와 함께 날아갈 리쥘란의 진정한 가치를 조명한다. 또한 투자자들의 큰 주목을 받지 못하고 있지만, 실적 서프라이즈의 핵심 key가 되어줄 화장품 사업부까지 알아보며, 동사의 깊은 내면을 살펴볼 것이다.

추정 연결손익계산서								
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	
매출액	64,281	83,872	108,746	154,083	194,759	237,776	288,574	
yoy(%)	18.0%	30.5%	29.7%	41.7%	26.4%	22.1%	21.4%	
의약품	64,280	83,872	108,746	154,083	45,619	33,697	33,697	
의료기기	13,699	28,837	49,981	76,254	102,026	135,352	166,717	
화장품	5,868	12,720	16,753	27,165	38,425	60,680	80,111	
기타	2,087	2,628	2,870	6,312	8,689	8,048	8,048	
매출원가	26,064	33,766	35,850	45,750	53,246	57,031	67,773	
yoy(%)	41.6%	29.6%	6.2%	27.6%	16.4%	7.1%	18.8%	
매출총이익	38,217	50,106	72,896	108,333	141,513	180,746	220,801	
GPM(%)	59.5%	59.7%	67.0%	70.3%	72.7%	76.0%	76.5%	
판매비와관리비	29,513	31,043	39,471	55,844	75,597	95,180	115,281	
영업이익	8,704	19,062	33,426	52,489	65,916	85,566	105,520	
OPM(%)	13.5%	22.7%	30.7%	34.1%	33.8%	36.0%	36.6%	
영업외손익	6,652	447	-1,987	2,877	-9,048	-3,398	-4,930	
법인세비용차감전순이익	14,364	18,529	39,537	56,033	54,048	88,964	110,450	
법인세비용	3,099	3,678	7,085	9,210	10,614	4,158	4,158	
당기순이익 (A)	11,265	14,851	32,452	46,824	43,434	84,806	106,292	
지배기업의 소유주에게 귀속되는 당기순이익 (B)	14,408	16,667	32,774	46,689	40,577	79,227	99,299	
A/B	78%	89%	99%	100%	107%	107%	107%	
NPM(%)	22.4%	19.9%	30.1%	30.3%	20.8%	33.3%	34.4%	

Rating

Buy

목표주가: 111,600 원

현재주가: 86,800 원

상승여력: 29%

12M 추가추이

시가총액 8,777 억원



B/S data (2022A)

자산 총계 4,781 억원

부채 총계 1,064 억원

자본 총계 3,717 억원

Earning data

PER (TTM) 21.63x

EPS (TTM) 4,013 원

PER (2023F) 11.66x

EPS (2023F) 7,445 원

주요 주주

정상수(외 9인) 39.82%

국민연금공단 7.12%

VIP자산운용 6.66%

SMIC 5 팀

팀장 46 기 이민주

팀원 46 기 이탁규

46 기 조성주

47 기 나현식

47 기 최유진

CONTENTS

1. 미용 & 치료, 둘 다 놓치지 않을 거예요! - 산업 분석 & 기업 분석	03
2. 잘 키운 삼형제, 열 보톡스 안 부럽다! - 투자포인트	08
3. Issue & Risk	21
4. 매출추정	24
5. Valuation	28
6. Appendix	33

미용 & 치료, 둘 다 놓치지 않을 거예요! - 산업 분석 & 기업 분석

본 보고서의 주인공, 파마리서치는 크게 ① 의료기기, ② 의약품, ③ 화장품의 세 종류의 사업부를 영위하고 있다. 동사의 사업부가 총 세 가지 산업에 걸쳐 있는 만큼, 투자포인트 설명에 앞서 본 산업 & 기업 분석에서는 사업부의 경중을 따져 동사 분석에 필수적인 요소 중심으로 다룰 것이다.

1.1. 사업 중심으로, 산업 알아보기.

(1) 의료기기 사업부

미용의료기기와 관절강 주사만 봅시다

동사의 심장이자 매 분기마다 점점 매출비중을 늘려가고 있는 핵심 사업부이다. 투자포인트의 주인공인 '리쥘란'과 '콘쥘란'이 해당 사업부의 메인 아이টে일이며, '22년 기준 매출비중 52.4%'에 가장 큰 성장성을 지닌 사업부이다. 의료기기 산업의 범주가 매우 방대하고 복잡한 만큼, 본 장에서는 '리쥘란'이 속한 **미용의료기기**, '콘쥘란'이 속한 **관절강 주사**를 중심으로 설명할 것이다.

① 미용의료기기 시장에 대해 - 리쥘란

미용의료기기 시장에 속하는 기기들은 분류 기준에 따라 [그림 1-2.]과 같이 나뉜다.

침습 - 칼로 찌기 최소 침습 - 주사기로 찌르기 비침습 - 레이저로 찌기

먼저 가장 큰 범주에서 미용의료기기 시장은 가슴 보형물 수술처럼 '칼로 찌는, 흉터가 남는' 침습 시술 시장과, 상처가 최소한으로 남도록 '주사기, 레이저 등을 활용하는' 최소 침습 및 비침습 시술 시장으로 구분된다. 시술한 티가 나더라도 큰 눈, 옅은 코를 선호하던 예전과는 달리 예뻐면서도 자연스러움을 찾는 사람들의 선호도 변화는 자연스럽게 최소 및 비침습 시장으로 이어졌다. 현재 우리에게 너무나도 익숙한 보톡스와 필러 역시 최소 침습 시술의 대표적인 예시다.

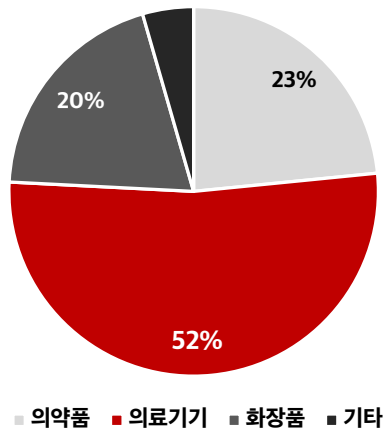
최소 침습 - 필/보/스 필러, 보톡스와 스킨부스터는 또 다르다

조금 더 세부적으로 들어가, **최소 및 비침습 시술 종류**를 보자. 최소 및 비침습의 대표적인 예시는 레이저, 필러, 보톡스, 그리고 본 보고서의 주인공인 스킨부스터가 있다. 레이저는 비침습, 나머지는 최소 침습에 해당하는데, 이는 시술 시 사용하는 '기구'에 따라 분류되는 것이다. 레이저는 피부과서 사용하는 기계 및 장비를 바탕으로 '찌는' 부류지만, 필러, 보톡스, 스킨부스터는 '주사기'를 이용하여 의사 선생님이 '주입하는' 부류이다. 필러, 보톡스, 스킨부스터 모두 '안티에이징'이라는 공통된 목적이 있지만, 스킨부스터는 세부적인 효과 측면에서 필러 및 보톡스와 그 궤를 달리한다.

그림 1-1. '22년 동사 사업부별 매출비중

(단위: %)

그림 1-2. 미용의료기기 시장 세부 분류



출처: 동사 사업보고서, SMIC 5팀

출처: SMIC 5팀

필러/보톡스 - 피부 부풀리기 필러와 보톡스는 쉽게 설명하면 **빈 풍선처럼** 쭈글쭈글한 **피부 아래에 바람을 불어넣는** 것과 같은 **스킨부스터 - 피부 강화하기** 기술이다. 즉, 실질적으로 피부를 개선하는 방식이 아닌 필러 물질, 근육 긴장과 같은 인위적 수단을 활용하는 방식이다. 반면, **스킨부스터는 피부 자체를 탄탄하게 바꾸어** 주름을 개선한다. 한 마디로, 필러와 보톡스가 개선하지 못하는 노화 및 주름의 **근본적 개선**을 스킨부스터는 가능케 한다.

상대적으로 낮은 스킨부스터 시장 개화

같은 최소 및 비침습 시장에 속하는 레이저, 필러, 보톡스 대비 **유독 스킨부스터가 생소한** 이유는, **스킨부스터 시장 자체의 낮은 개화**에서 찾을 수 있다. 레이저는 '00년, 필러는 '99년, 보톡스는 '96년부터 국내 시장에 제품들이 소개되기 시작했지만, 스킨부스터 시장이 본격적으로 한국에 열리기 시작한 것은 '14년이다. 그리고 이 **시장 개화의 주역**이, 다름아닌 동사의 **'리쥬란'**이라 할 수 있다.

② 관절강 주사 - 콘쥬란

동사의 숨겨진 알짜배기, 무릎 강화제 콘쥬란

'콘쥬란'은 무릎에 주사되는 일종의 **윤활유**로, **콘쥬란** 역시 동사 의료기기 매출 내에서 약 **3~40%** 수준을 차지하는 알짜배기 사업부이다. 콘쥬란은 퇴행성 관절염, 즉 **무릎 연골 손상을 치료**하기 위해 만들어진 주사로, 마치 뼈 사이에 윤활유를 바르듯 무릎에 직접 주사하는 형태이다. 기존 무릎 관절주사는 **HA 주사**를 필두로, 뼈 주사, 프롤로 주사 등의 플레이어가 존재하였으나 크게 두 가지의 제도적 수혜를 입으며 동사의 **PN주사, 콘쥬란이 새로운 플레이어**로 부상하는 상황이다.

제도적 수혜

- ① **관절염에 HA는 글썸?**
- ② **콘쥬란의 급여 적용**

첫 번째로, 공신력 있는 미 류머티즘 학회에서 골관절염 치료에 **HA 주사를 권하지 않는다**고 발표한 바 있으며, 콘쥬란은 **HA 주사와 혼용 금지**이므로 자연스럽게 기존에 HA 주사가 다수 점유하고 있던 시장의 Room이 동사로 향할 환경이 조성되었다.

거기다 '19년 출시 당시 비급여로 **20만원** 선이었던 콘쥬란의 시술가가 건강보험 **급여 적용**으로 변경되어 **4.5만원**으로 급격히 하락하였다. 급여 인정 횟수 역시 6개월 5회로 기존 HA 주사의 3회에 비해 제도적으로 유리한 위치를 점하고 있으며, 콘쥬란은 이러한 상황에서 시장 점유율을 높여가며 매출 성장에 기여하고 있다.

그림 1-3. 필러 VS 보톡스 VS 스킨부스터 비교

주입식 시술 종류	필러	보톡스	스킨부스터
기능	꺼져있는 부위에 점성있는 필러액을 주입하여 즉각적인 볼륨감 부여	톡신을 주입하여 즉각적으로 피부 표면을 평평하게 확장시켜 주름 개선	영양분을 주입하여 미미하지만 실질적 피부 개선 (잔주름 개선, 흉터 열어짐)
유지기간	6개월 ~ 1년 (국산) 1년 ~ 2년 (수입)	6개월 ~ 1년	1개월 (3회차 이상 시술 시 6개월)
시술 전			
시술 후			 근본적인 피부 문제 개선

출처: iStock, 리쥬란 공식 페이스북 페이지, SMIC 5팀

(2) 의약품 사업부

안정적인 의약품 사업부는 간단하게~ 의약품 사업부는 매출비중 내 23%를 차지하는 주요 사업부지만, [그림 1-5.]에서도 보이듯, 현재로서는 주목할 만한 성장세가 부족한 바, 대표 제품군만 짚고 넘어갈 것이다. 동사의 대표 의약품에는 리쥬비넥스와 JBP 플라몬, 큐라센이 있다. 리쥬비넥스는 우리 몸이 가지고 있는 자연 치유 매커니즘을 활성화시켜주는 제품이며, JBP 플라몬과 큐라센은 갱년기 장애 증상을 개선시켜준다.

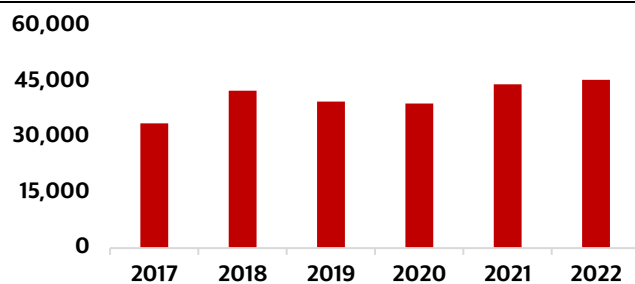
그림 1-4. 동사 의약품 사업부 주요 제품

제품	분류	원재료	제품 설명
리쥬비넥스 주	전문	PDRN	자연 치유 매커니즘 활성화
리쥬비넥스 크림	일반	PDRN	퀘양이 생기기 쉬운 질환에 영양 보급
리안 점안액	일반	PDRN	안약
플라센텍스 주	전문	PDRN	허리의 복합부위 통증증후군 치료
자닥신 주	전문	사이모신알파1	항암 보조요법
JBP 플라몬 주	전문	자하거추출물	갱년기 장애 증상의 개선 효능
큐라센 주	전문	자하거추출물	갱년기 장애 증상의 개선 효능
뉴-아티 주	전문	히알루론산나트륨	물광주사 시술

출처: 동사 사업보고서, SMIC 5팀

그림 1-5. 의약품 사업부 연도별 매출액

(단위: 백만 원)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 5팀

(3) 화장품 사업부

비중은 작지만 성장세가 빠른 화장품

화장품 사업부는 현재 매출 비중 20% 수준으로 타 사업부에 미치지 못하는 바, 중요한 것은 그 성장 속도에 있다. 동사의 화장품 사업부의 매출은 화장품 수출의 50%를 차지하던 중국 봉쇄가 이어진 코로나 기간 내내 괄목할 만한 성장세를 보인 바 있다. [그림 1-6.]에서 보이듯, 3년간 거의 4배에 달하는 성장을 보여주며 기존 15% 수준이던 매출 비중을 현재의 20% 수준까지 끌어올렸다.

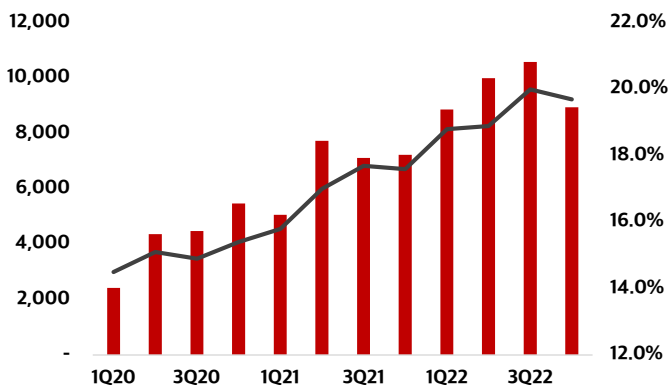
수출 위주라는 Point!

심지어 동사의 주요 저평가 요인 중 하나인 '수출 비중'에서 선전하고 있는 사업 부문이라는 점 역시 포인트다. '22년 기준 55% 수준의 매출이 해외에서 발생하고 있으며, 그 규모는 의료기기 수출 매출액(의료기기 매출 내 비중 약 19% 수준)보다 더욱 큰 상황이다. 리쥬란의 수출 증대에 힘입어 동사 Re-rating에 기여할 의외의 'key'가 되어줄 수 있는 것이다.

중국 온라인 물 입점되어 있는 리쥬란 화장품

동사는 '18년 타오바오와 티몰이라는 중국 온라인 물에 화장품을 입점시켰고, 이후 중국 온라인 유명인사를 초청해 '리쥬란 브랜드 파티'를 여는 등 중국 코스메틱 시장 진출을 위한 노력을 지속적으로 꾀해온 바 있다. 이미 큰 폭으로 꺾인 한국 화장품의 대중국 수출이 회복되는 과정에서 이미 시장을 Out-perform 해 온 동사 화장품 사업부의 추가 Up-side 기대는 어찌 보면 당연하다.

그림 1-6. 동사 화장품 매출 및 매출 내 비중 추이 (단위: 백만 원, %)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 5팀

그림 1-7. 동사 사업부 및 주요 제품군 정리

의약품	의료기기	화장품
리쥬비넥스	리쥬란	리쥬란 코스메틱
JBP 플라몬		
큐라센	콘쥬란	

출처: 동사 IR 자료, SMIC 5팀

1.2. 연어가 만든 오늘의 동사

연어의 정소와 정자에서 추출한 원재료

동사의 제품군을 보면, 계속해서 PN(폴리뉴클리오티드)과 PDRN(폴리데옥시리보뉴클레오티드)과 같은 생소한 단어들에 눈에 밟힐 것이다. PN과 PDRN은 연어의 생식세포(정액과 정소)에서 유전자 조각을 추출한 재생물질이다. 흔히 강산에 가수의 ‘거꾸로 강을 거슬러 오르는 저 힘찬 연어들 처럼’이라는 노래를 들어보았을 텐데, 강을 거슬러 오르는 그 때가 PN과 PDRN을 추출할 수 있는 산란기다. PDRN은 [그림 1-4.]와 같이 의약품에 사용되고, PN은 [그림 1-8.]과 같이 의료기기에 사용되고 있다.

그림 1-8. 동사 의료기기 제품군

제품	분류	원재료
리쥘란	의료기기	PN
리쥘란 아이	리쥘란	PN
리쥘란 에스	리쥘란	PN
리쥘란 HB plus	리쥘란	PN, 히알루론산나트륨 ...
리쥘비엘 씨 워드 리도카인	의료기기	히알루론산
리쥘비엘 더블유 워드 리도카인	의료기기	히알루론산
리쥘비엘 브이 워드 리도카인	의료기기	히알루론산
클레비엘 컨투어 플러스 워드 리도카인	의료기기	히알루론산
프리코트	의료기기	히알루론산나트륨, 디비닐술폰 ...
리쥘더마 아토크림 엠디	의료기기	하이드롤라이즈드
리쥘메이트 인젝터	의료기기	기구

출처: 동사 홈페이지, SMIC 5팀

그림 1-9. 동사 화장품 제품군

제품	분류
리쥘란 더마 힐러 모이스처 트리트먼트 마스크	더마힐러라인
리쥘란 더마 힐러 모이스처 트리트먼트 앰플	더마힐러라인
리쥘란 힐러 스킨 레미디 60 스타터	힐러라인
리쥘란 힐러 턴오버 액티브크림	힐러라인
리쥘란 힐러 턴오버 앰플 듀얼 이펙트	힐러라인
리쥘란 더마 힐러 모이스처 버블 클렌징 워터	더마힐러라인
리쥘란 더마 힐러 모이스처 크림	더마힐러라인
리쥘란 힐러 유브이 프로텍션 크림	힐러라인
.	
.	
.	

*원재료가 너무 많아 생략

출처: 동사 홈페이지, SMIC 5팀

1.3. 동사 재무분석

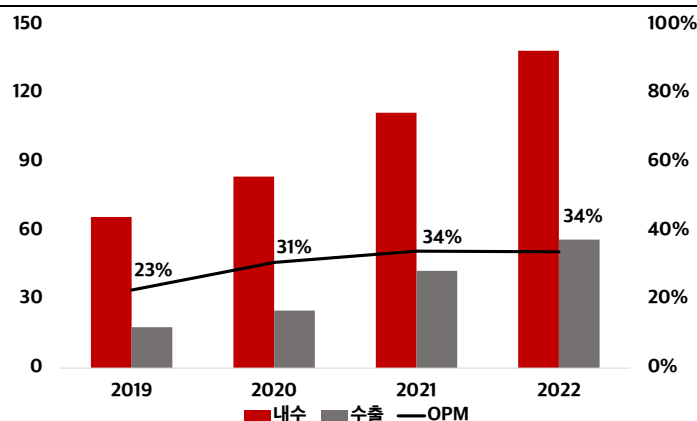
안정적인 매출 성장 + 높은 영업이익 = 건전한 재무상태!

동사는 안정적이고 꾸준한 매출 성장세에 더해 높은 영업이익률로 긍정적인 재무 상태를 유지하고 있다. 동사의 매출은 크게 내수와 수출로 나누어지며 내수와 수출 모두 속도에 차이가 있을 뿐 꾸준하게 **우상향**하며 외형을 키워 나가고 있다. '19년 당시 23% 수준이었던 동사의 영업이익률은 비용구조 개선과 안정적인 원재료 공급을 통해 34% 수준까지 올라와 안정화되어 있다.

부채비율 양호. 전환사채 인지해두기

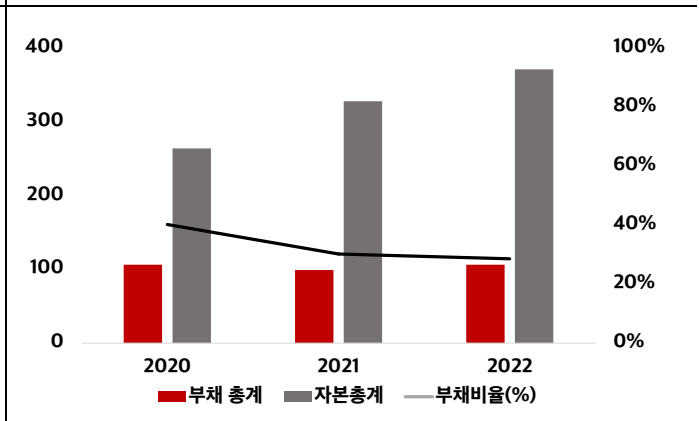
부채비율 역시 40% 수준에서 30%까지 하향시키면서 건전한 재무구조 다지고 있는 기업이다. 재무적인 관점에서 동사의 특신 사업부를 책임지는 계열사, 파마리서치바이오의 작년 말 300억 규모의 전환사채를 발행했다는 사실을 인지할 필요성이 있다.

그림 1-10. 과거 4개년 매출 추이 및 영업이익률 (단위: 십억 원, %)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 5팀

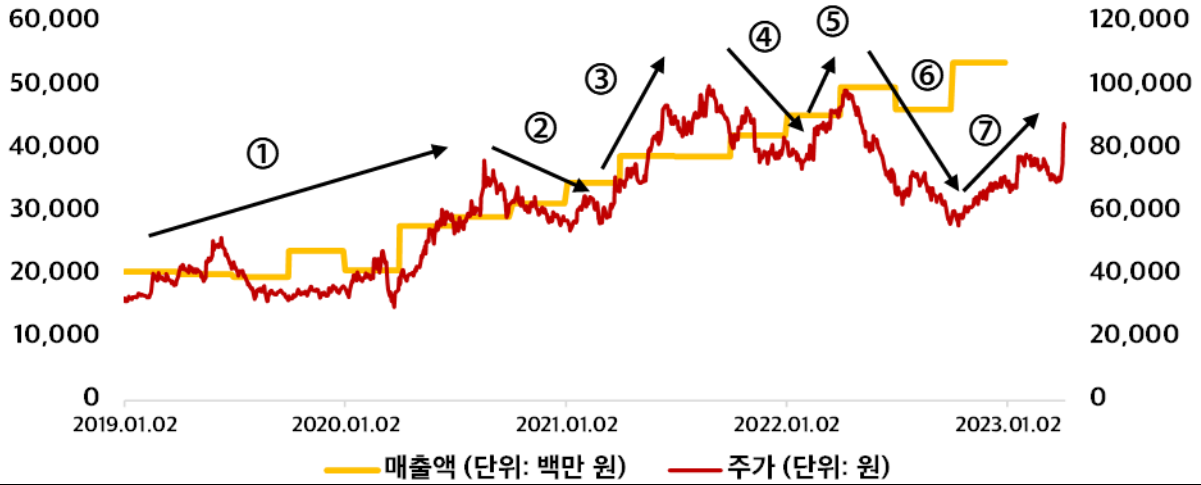
그림 1-11. 과거 3개년 부채 및 자본 추이 (단위: 십억 원, %)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 5팀

1.4. 주기분석

그림 1-12. 동사 매출액(좌) 및 주가(우)



출처: 동사 사업보고서, Dart, SMIC 5팀

동사 주가의 핵심 driver는 실적과 새로운 성장동력에 대한 기대감이다. [그림1-12.]을 보면, 매출액을 기준으로 방향성은 공유하면서 신규 성장동력에 대한 기대감이 있을 때 상승하다가 기대감이 수그러들면 조정받는 양상을 보인다. 특히, 최근의 흐름을 보면 실적과 주가가 크게 디커플링되는 양상을 보이고 있는데, 이는 새로운 성장동력이 부재했기 때문이다. 과거 시기별 구체적인 주가 분석은 다음과 같다.

- (1) '19년 1월에 출시된 콘쥬란 판매가 본격적으로 이루어지며 의료기기 부문의 실적 상승을 견인하였다. 리엔톡스주(보툴리눔 독신)의 수출허가 취득이 완료되고 중국 이썬사와의 리쥬란 판매 계약 체결 소식이 전해지면서 중국 시장 진출 기대감까지 높아져 주가 또한 우상향한다.
- (2) 콘쥬란과 리쥬란의 판매 실적은 견조했으나, 리쥬란의 중국향 수출이 기대에 못미치면서 주가는 하락하는 모습을 보였다.
- (3) 콘쥬란의 의료 보험 적용에 따른 수요처 확대 및 내수향 리쥬란의 호실적을 바탕으로 의료기기 부문의 실적이 견조하였다. '리엔톡스'의 국내 품목허가 기대감까지 겹쳐 주가가 상승했다.
- (4) '21년 11월에 보툴리눔 독신을 해외에 수출하는 과정에서 국가 출하 승인을 받지 않았다는 명목으로 식약처로부터 행정처분 이슈가 발생하여 품목허가가 취소되고, 제조업무정지 처분이 내려지면서 주가가 단기간에 급락하였다.
- (5) 의료기기 부문 매출이 한 번도 꺾이지 않으며 성장했고, '21년 말 출시된 리쥬란 HB plus로 인한 mix 개선 기대감 및 '리엔톡스'의 국가출하승인 이슈 해소 기대감으로 조정받았던 주가가 다시 상승하였다.
- (6) 실적은 견조했으나, 금리인상과 경기침체에 대한 우려 및 신규 성장 모멘텀의 부재로 주가가 지속적으로 하락하였다.
- (7) 역대 최고 실적을 기록하였고, '23년 보툴리눔 독신 '리엔톡스'의 판매 본격화 및 지속된 조정으로 저평가 매력이 부각되면서 주가가 상승하였다. 게다가 최근 리쥬란의 수출 확대 기대감으로 단기간에 주가가 급등하였다.

2. 잘 키운 삼형제 열 보톡스 안 부럽다 - 투자포인트

산업 및 기업분석에서 명시했듯, 본 보고서는 (1) 리쥘란, (2) 콘쥘란, (3) 화장품을 중심으로 동사의 미래를 그려나갈 것이다. 먼저, 동사의 리레이팅에 가장 크게 기여할 리쥘란의 세계로 떠나보자.

2.1. 아파도 맞을 수 밖에 없는 효과, 든든한 장남 리쥘란!

국내 유명 성형시술 커뮤니티에 올라온 수많은 '리쥘란 힐러' 후기들은 하나 같이 입모아 '받는 내 내 눈물이 줄줄 흐른다'고 말한다. 동사의 제품인 '리쥘란'은 '예뻐지기 위해 이렇게까지 해야 하나' 싶을 정도로 시술 과정에서 상당한 고통을 수반하며 가격대 역시 만만하지 않다. 그럼에도 불구하고, 수많은 리쥘란 후기들에 항상 빠지지 않는 공통적인 또 다른 문구가 있다.

“확실히 비싼 값 한다. 또 맞고 싶다.”

아름다움을 위해서라면 어떤 고통도 불사하는 소비자들에게, 리쥘란은 그 효능으로 입소문을 타고 결국 동사의 성장을 견인할 스테디셀러가 되었다. 본 장에서는 국내를 시작으로 동사 제품이 걸어 온 길을 증명함과 동시에 그의 성장성을 증명하고, 미친 듯이 성장하는 태국 시장을 필두로 해외 매출 비중 확대를 노리는 동사의 톱니바퀴가 돌아가기 시작했음을 확인할 것이다.

(1) 국내의 사례로 알아보는 리쥘란의 성공 비결

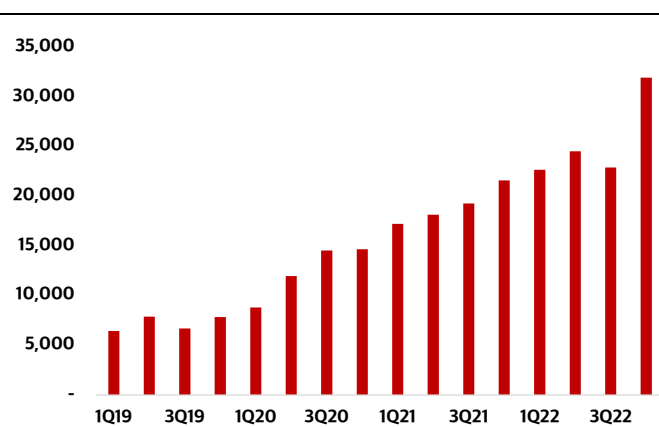
꺾이지 않는 매출,
꺾이지 않는 관심!

보톡스나 필러와는 다르게 '피부 자체의 퀄리티를 올려준다'는 효능을 중심으로, 리쥘란은 국내 스킨부스터 시장에서 압도적 위상을 차지하고 있다. '15년 첫 출시 후, 리쥘란은 소비자들 사이에서 지금과 같은 명성을 얻기까지 인고의 시간을 거쳐 왔다. 이 과정이 고스란히 동사 사업보고서와 검색량에 묻어나는데, 동사 의료기기 부문 매출과 국내 리쥘란 검색량 추이의 꺾이지 않는 가파른 기울기는 지난 시간 동안 확고하게 자리잡은 동사의 위치를 보여 준다.

의료기기 산업의 특성,
B2B + B2C

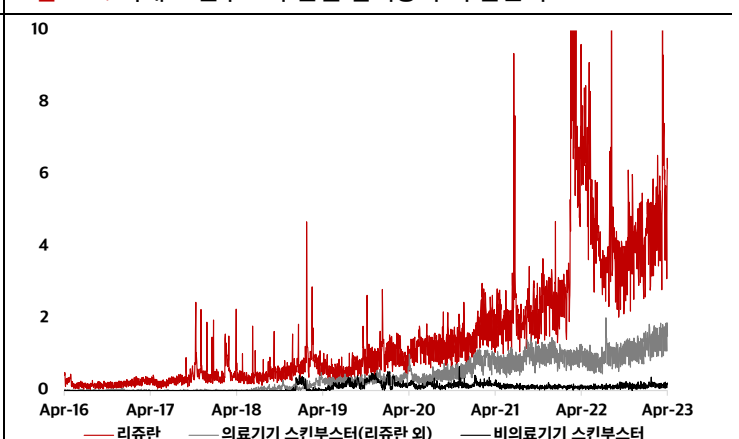
소비자들의 뜨거운 반응은 의사들이 리쥘란을 대하는 방식 역시 바꾸어 놓는다. 의료기기 산업은 영업망 중심의 B2B(기업-병원)적 특성과 B2C(병원-소비자)의 특성을 모두 가지고 있다. 사업 초기에는 의료기기 회사가 영업망을 활용해 의사에게 제품을 공급하는 것이 가장 중요하다. 의사를 통하지 않으면 물건을 소비자에게 전달할 방법이 없기에, 일종의 갑을 관계가 생겨나기도 한다.

그림 2-1. 동사 의료기기 사업부문 매출 추이 (단위: 백만 원)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 5팀

그림 2-2. 국내 스킨부스터 관련 검색량 추이 환산치



출처: Google Trends, 네이버 데이터랩, SMIC 5팀

이제는 의사가 먼저 찾는 리쥬란의 인기!

그러나 반대로, 특정 의료기기에 대한 소비자들의 수요가 커지만, 병원이 소비자들을 위해 기업에 먼저 구매 요청을 할 수밖에 없다. 효능으로 소비자의 인기를 얻는 동시에, 제품을 알릴 의사들을 휘어잡을 영업망을 구축하는 것이 바로 이 산업의 핵심이다. 리쥬란이 딱 그렇게 현재 의사들에게 '있을 때 사야 하는' 제품이 되어 버렸다. 개원의 전용의 동사 제품 구매 온라인 사이트에는 1월부터 지금까지 수시로 판매 가능 **물량 제한, 품질 공지**가 연달아 올라오고 있다.

하지만 중요한 것은 언제나 미래

이렇게 리쥬란이 지금까지 시장에서 받아 온 성적표는 화려하기 그지없지만, 이쯤에서 주목해야 할 것은 리쥬란의 **과거가 아닌 미래**다. 앞으로도 국내에서 리쥬란이 이러한 성장성을 보여 줄 수 있을까? 본 보고서는 제한적인 정보 속에서 크게 두 가지를 중심으로 국내 스킨부스터 시장의 패권을 동사가 공고히 유지할 수 있음을 설명하고자 한다.

개화 후 20년, 여전히 특신/필러 시장 성장세

① 스킨부스터 시장은 **이제야 고개를 치켜든 시장**이다. 보툴리눔 특신 시장과 필러 시장은 각각 '96년과 '00년대에 국내 시장이 개화하였고, 약 20년의 세월이 지난 현재 국내 특신/필러 시장은 각각 **2,090억, 1,560억 규모**로 추산된다, 불과 10년 전 특신과 필러 시장 규모의 합이 **1,296억원** 규모였음을 생각하면 그 성장세는 분명 괄목할 만하다.

10년도 안 된 스킨부스터 시장, 미친 성장성!

그러나 '14년 동사가 리쥬란을 출시하며 **본격적으로 시장을 개척**해 '22년 기준으로 약 600억 규모로 추산되는 국내 스킨부스터 시장의 성장세와는 비견할 수 없다. 국내 최대 시술 횟수를 기록한 미용전문병원 통계에 따르면 '22년 1~2월의 특신/필러 시술 수 증가율은 전년 동기대비 **yoy +10%**를 기록했으나 동 기간 스킨부스터 시술 수는 **yoy +122.9%**를 기록했다.

성장하는 시장 속 명백한 선두주자, 리쥬란

② 폭발하는 시장에서 동사는 **명백한 First Mover**로 압도적인 시장 내 지위를 과시하고 있다. 여기서 집중할 점은, 지금까지 증명한 리쥬란 매출 성장은 경쟁자의 진입에 무너질 '빈집털이'식 독점에서 이루어진 것이 아닌, **수많은 후발 경쟁주자 사이에서 만들어낸 성과**라는 점이다. 현재 국내 스킨부스터 시장에는 [그림 2-3.]과 같이 동사 외 경쟁자들이 가격, 효능을 어필하며 시장에 진출한 상태다. 그러나 **600억 규모**의 국내 스킨부스터 시장 내에서 동사의 리쥬란 내수 매출은 '22년 기준 **약 400억 수준**으로 여전히 확고한 위치를 다지고 있다.

선두주자의 지위, 유지할 수 있나?

그러나 First Mover라는 사실만으로는 **지속적인 경쟁력을 점칠 수 없다**. 한 예로, 초기 특신 시장은 '96년 미 Allergan(Botox), '99년 프 Ipsen(Dysport), '02년 중 란저우생물학연구소(BXTA)가 순서대로 제품을 선보이며 **3사가 초기 시장을 과점**하고 있었다. 그러나 이후 **메디톡스**가 '06년 식약처 허가를 받은 직후 **가격경쟁력(Botox 대비 70% 수준)**을 어필하며 시장에 등장하자, 불과 3년 만에 시장 점유율 1위를 달성하며 시장의 강자로 자리잡았다.

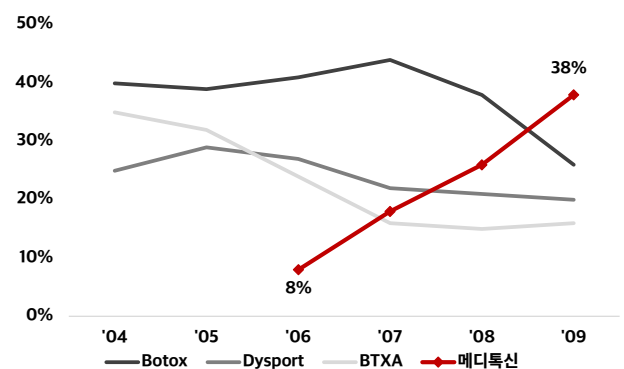
그림 2-3. 국내 스킨부스터 시장 주요 경쟁자

제조사	제품명	주요제제	의료기기 허가 여부
파마리서치	리쥬란 시리즈	PN	○
	리쥬란 HB+		○
	리쥬비엘 시리즈		○
한국비엘아이	릴라이드 W, C, A	PN	×
	릴라이드 Hydro		×
Vaimglobal	쥬베록 시리즈	HA	○
Retivacare	싸이토케어	HA	○
Juvederm	블라이트 시리즈	HA	○
Jalupro	잘루프로 블루/핑크	아미노산 및 ECM	○
UltraV	울트라콜 시리즈	PDO	○
Exocobio	엑소쥬 시리즈	HA	×
Filorga	필메드 시리즈	HA	×
제이크리컴퍼니	레필레오 시리즈	HA	×
유벤티헬스케어	글리에보	글리세올린	×

출처: 식약처, 언론보도 종합, SMIC 5팀

그림 2-4. 초기 특신 시장 점유율 변화 추이

(단위 : %)



출처: 각 사 사업보고서, 언론보도 종합, SMIC 5팀

<p>지속적인 경쟁력 첫째, 돈보다는 효과!</p>	<p>그러나 스킨부스터의 미래는 두 가지 면에서 초기 특신 시장과는 궤를 달리한다. 첫 번째, ‘부자들의 보톡스’라고도 불리는 스킨부스터 시장에서는 가격에 대한 타협보다 소비자들의 경험과 효능에 대한 피드백이 가장 중요하다. 선점효과를 바탕으로 쌓아온 ‘압도적인 시술 리뷰 수’와, 높은 가격과 통증에도 불구하고 지속적으로 소비하게 만드는 ‘돈값 하는 효능’은, 후발주자 진입에도 동사가 높은 시장 점유율을 유지하는 이유를 간접적으로 드러내 준다.</p>
<p>지속적인 경쟁력 둘째, 의료기기 허가 여부</p>	<p>두 번째, 수많은 종류의 스킨부스터 중에서도, 동사의 리쥬란과 같은 ‘의료기기’ 허가를 받은 제품들만이 의사들의 손주사 시술이 가능하다는 점이다. 스킨부스터 시장이 빠르게 성장하면서 의료기기 허가를 받지 않은, ‘화장품’에 속하는 제품들(ex. 엑소좀 시리즈 등) 역시 스스로를 ‘스킨부스터’라 칭하며 시장에 진입하기 시작하였는데, 해당 제품들은 법적으로 의사가 손으로 직접 주사를 놓는 방식으로 디테일한 시술이 불가능하며, 인젝터와 같은 기구를 활용해야만 시술이 가능하다.</p>
<p>스킨부스터라고 똑같지 않다! 의료기기가 아니면 Out</p>	<p>주사만이 가능한 디테일한 시술과 결과, 시술자의 역량과 경험에 따라 갈리는 주사 시술의 특성은 어느 면에서나 동사의 해자를 견고하게 만들어 준다. 고통과 비용을 참고서라도 강력한 효과를 원하는 소비자들에게 디테일한 시술이 불가능한 의료기기 비허가 제품군은 성에 차지 않는다. 앞서 보인 [그림 2-2.]에서 알 수 있듯 시술 방식이 한정적인 비의료기기 제품군(검정)은 ‘효과’로 입증되어 소비자의 ‘폭발적인 바이럴’을 지속적으로 이끌어줄 동인이 명백하게 부족하다.</p>
<p>의사 경험에 따라 결과도 천차만별, 리쥬란의 숨은 장벽!</p>	<p>의료기기 허가를 받은 제품이라고 해서 역시 안심할 수 없다. 기계가 아닌 사람의 손으로 직접 진피층에 주입하는 방식인 만큼, 필러나 보톡스 시술과 같이 시술을 하는 의사들의 역량과 경험치는 [그림 2-5.]와 같이 소비자들의 시술 경험에 강력하게 영향을 미친다. 스킨부스터 시술을 집행하는 의사라면 리쥬란 시술은 피할 수 없는 통과관계가 되었을 만큼 리쥬란은 시장의 선두주자다. 시술을 할 때마다 자연스럽게 익숙해지는 리쥬란에 대한 의사들의 경험치는 새로운 경쟁주자가 자리를 잡게 어렵게 만드는 무형적인 장벽이 되어 줄 것이다.</p>
<p>리쥬란의 무한확장 세계관</p>	<p>리쥬란은 상기한 과정을 거쳐 스킨부스터 시장에서 대체불가능한 하나의 브랜드가 되어 버렸다. 앞선 [그림 2-2.]는 ‘리쥬란’ 브랜드 하나와 기타 경쟁사 제품군들을 전부 합쳐 비교한 것으로, 동사 제품이 시장에서 가지는 위상을 단적으로 드러낸다. 리쥬란 브랜드의 강력함을 인지하고 있는 동사 역시 브랜드 확장에 힘쓰고 있는데, 그 중에서 가장 괄목할 만한 제품군이 리쥬란 HB Plus다.</p>
<p>리쥬란 HB+ 통증도 적고 효과는 더? 비싼데도 잘 팔린다!</p>	<p>먼저 동사는 ‘피부과 시술 중 가장 아프다’고 알려진 리쥬란의 단점을 보완하기 위해, 기존의 일반 라인업, ‘리쥬란 힐러’에 국소마취제인 리도카인과 물광 효과를 주는 HA를 첨가한 ‘리쥬란 HB plus’를 ‘21년 10월 출시하였다. 본 제품은 기존 리쥬란 힐러의 두 배라는 살벌한 가격대로 출시되었음에도 불구하고, 기존 리쥬란 유저들에게 침투해 가면서 동사의 ASP를 높여가고 있다.</p>

그림 2-5. 리쥬란의 병원별 후기 차이

근데 이번에 원장님이 주사를 너무 못 놓으셔서 어 디가서 맞고 온 것 같아요.■■■■ 성립될 것 같아요. 머 리쥬란은 맞아야죠. 근데 이번에 주사 놔주시는 분이 피할거예요.. 손도 느리시고.. ★ 7

시술해주신 원장님 리쥬란 장인이세요. 시술끝나고 거울보고는 깜짝 놀람. . 인젝터보다 더 촘 촘하네요. 완전만족합니다. 답달에 또 갈게요. ★ 10

시술자 역량에 따라 시술 반응은 천차만별

출처: 바비톡 리뷰, SMIC 5팀

그림 2-6. 유의미하게 증가하는 리쥬란 관련 시술가

	21년 8월 데이터	23년 3월 데이터
최고가	320,708	385,000
평균가	165,575	214,526
최저가	94,272	28,600

**리쥬란 HB 출시('21. 10.) 이후
유의미하게 증가한 리쥬란 관련 시술 평균가**

출처: 굿닥 데이터랩, SMIC 5팀

데이터로도 증명되는 점점 비싸지는 시술가

리쥬란 시술을 제공하는 다수의 **성형외과와 동사 IR을 대상으로** 문의한 결과, 동사의 리쥬란 HB Plus는 출시 이후 꾸준히 침투율을 높여와 현재 시술되는 리쥬란 관련 시술의 **약 10~15%**가 리쥬란 HB Plus 임을 파악할 수 있었는데, 실제로 자사 어플에 모인 성형 후기를 바탕으로 특정 시술의 최고가, 최소가, 평균가를 파악해 주는 ‘굿닥’의 페이지에서 리쥬란 HB Plus가 출시되기 직전인 **‘21년 8월’**의 리쥬란 시술가와 **‘23년 3월’** 기준의 리쥬란 시술가를 발견할 수 있었는데, 여타 상품과의 연계로 왜곡되기 쉬운 최고가와 최저가를 제외하고 보면, 약 2000건에 가까운 시술들의 **평균가가 유의미하게 상승하였음**을 확인 가능하다.

ㄹ `내수 Q 더 가보자! 리쥬란 맞으려 中이 간다

내수시장에서는 추가적인 Top-Line 성장을 이끌만한 모멘텀까지 존재한다. 바로 엄청난 인구수로 어디를 가든 **압도적인 소비력을 보여주는 중국 관광객**들의 존재다. 코로나가 워낙에 익숙해진 지금에서는 약간 어색하지만, 코로나 이전까지만 해도 명동 성형외과와 피부과에는 중국어 가능 직원이 항상 대기할 정도로 의료여행을 오는 중국 관광객들의 수가 많았다. 실제로 [그림 2-7.]에서 볼 수 있듯, ‘19년 통계와 ‘21년 통계를 비교해 보면 중국인 미용의료여행 관광객 수는 **무려 기존의 8% 수준까지 떨어졌다.**

사라졌던 中 관광객, 피부과에서 다시 만나요

그리고 사람들이 마스크를 벗고 얼굴을 드러내는 요즘, 병원에서 사라졌던 중국인 관광객들이 다시 나타나고 있다. 최근 외국인을 상대로 리쥬란을 시술하는 서울의 유명 피부과들에게 “어느 나라 사람이 가장 많이 오느냐?” 고 물으면 십중팔구는 **“중국인”** 이라고 답한다. 중국 내에서는 공식적으로 리쥬란 시술이 허가되지 않기에 불법적인 방식 외에는 한국에 직접 와서 리쥬란을 찾는 수밖에 없는 것이다. 케케묵은 테마처럼 보이던 리오프닝이 우리 앞으로 다가왔고, **의료여행 관광객들의 막대한 수요**는 자연스럽게 동사의 매출로 기록될 것이다.

지금까지 내수시장에서 잘 된, 그리고 잘 될 수밖에 없는 리쥬란의 스토리를 살펴보았다. 그러나 앞선 산업/기업분석에서 언급했듯, 동사의 지속적인 저평가 원인 중 하나는 언제나 **내수에 의존적인** 매출 구조에 있어 왔다. 내수 소비재가 피할 수 없는 ‘**시장 규모의 한계**’라는 요소로 인해 침투할 수 있는 **시장에도, 투자자들의 기대에도 장벽이 존재하는** 것이다.

그러나 지금, 이 장벽을 부수고 **리쥬란이 해외로** 나아가기 시작했다. 심지어 소비자들의 반응마저 뜨겁다. 이미 증명한 국내를 지나 다음 절을 통해, 동사 리레이팅의 신호탄을 쏘아줄 **태국 시장과, 강력한** 포텐셜을 가진 **추가적인 해외 시장 진출 가능성**까지 확인해 보도록 하자.

“리쥬란 이 친구, 해외에선 어떨까?”

그림 2-7. 코로나 후 급감한 中 의료여행 관광객 (단위 : 명, %)

2019년				2021년			
성형외과		피부과		성형외과		피부과	
국가	환자 수 비중	국가	환자 수 비중	국가	환자 수 비중	국가	환자 수 비중
1위	중국 35,733 39.5%	중국	36,669 43.0%	1위	태국 3,511 21.1%	미국	3,034 25.3%
2위	일본 23,847 26.4%	일본	21,186 24.9%	2위	베트남 3,415 20.5%	중국	2,848 23.8%
3위	태국 9,316 10.3%	미국	6,636 10.3%	3위	중국 2,825 16.9%	베트남	685 5.7%
4위	미국 4,136 4.6%	러시아	2,335 2.7%	4위	미국 1,765 10.6%	태국	552 4.6%
5위	베트남 3,555 3.9%	몽골	1,750 2.1%	5위	몽골 1,024 6.1%	몽골	526 4.4%

출처: 한국보건산업진흥원, SMIC 5팀

그림 2-8. 중국인 관광객이 다시 오고 있다

연합뉴스 마스크 해제에 중국인 관광객까지 ... 소비가 경기 버팀목 되나
제주소리 정점 찍고 내려선 제주관광... 최대 관심사는 다시 '중국 관광객' 발걸음
머니투데이 명동에 중국인 다시 바글바글?... 올해 200만명 입국 전망
한국경제 쇼핑백 든 외국인들 뭘 샀길래... 썰렁했던 명동 살아난 이유

출처: 언론보도 종합, SMIC 5팀

(2) 태국에서 써내려가는 동사의 수출 신화

동사는 리쥬란의 국내 인기에 힘입어 수출기업으로 발돋움하려 한다. 세계 정복의 첫 단계는 동남아시아다. 진출 2주년도 안된 지금, 리쥬란 열풍은 동남아 피부미용 시장을 제대로 강타했다.

K-컬처 → K-뷰티
→ '리쥬란' 인기 ↑

리쥬란은 동남아시아에서 잘 될 수밖에 없다. 해당 '명제'를 '증명'하기 위해서는 K-뷰티와 K-컬처 간의 역학관계를 이해해야 한다. 동남아에서 K-컬처, 특히 아이돌과 드라마에 대한 관심이 엄청나다. 애플 음원차트 상위 10곡 중에 한국 아이돌 노래가 반드시 포함되어 있으며 넷플릭스 인기 순위에 한국 드라마가 하나 이상은 들어가 있다. 예쁘게 꾸민 한국인들에 대한 노출도 증가로 인해 동남아 사람들의 미의 기준도 한국을 따라가고 있다.

아시아 미의 기준은
동양의 물광 피부

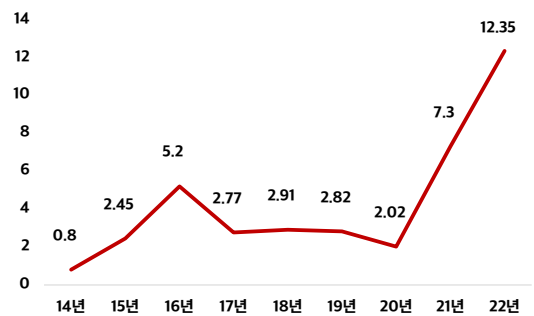
K-아이돌, K-배우들처럼 예뻐지기 위해 동남아는 K-뷰티를 선택했다. '예뻐진다'는 추상적인 목적을 변하는 미의 기준에 입각하여 세세히 뜯어보면 ① 나이보다 어려보이기 ② 물광나는 투명한 피부로 추려진다. 두 키워드를 모두 이루어주는 시술이 바로 리쥬란이다. K-컬처 열풍이 K-뷰티에 대한 동경으로 이어져 동남아 사람들을 리쥬란 시술대 위로 불러들인 것이다. 식기는 커녕 뜨거워지는 동남아의 한류 사랑, 앞으로도 동사 수출의 핵심 원동력이다.

그림 2-9. 국가별 국내 음원 및 드라마 인기순위

국가	애플 뮤직 Top10 내 국내음악		넷플릭스 TV쇼 Top10내 국내 드라마	
	가수명	개수	드라마명	개수
태국	뉴진스, 지수, 아이브	3	더글로리, 택시운전사 등	9
싱가포르	르세라핌, 블랙핑크	2	더글로리, 철인왕후 등	6
인도네시아	뉴진스, 지수, 블랙핑크	4	더글로리, 사장님을 잠금해제 등	8
말레이시아	Fifty Fifty, 지수	2	더글로리, 일타스캔들 등	8
베트남	Fifty Fifty, 지수, 아이브	3	더글로리, 택시운전사 등	6

출처: 애플 뮤직, 넷플릭스, SMIC 5팀

그림 2-10. 한국 음향/영상 콘텐츠 수출 수치 (단위: 억달러)



출처: 한국은행, SMIC 5팀

TFDA 품목허가로
날개 펼칠 준비 끝!

동남아를 향한 동사의 구애에 먼저 화답해준 태국에서 실적변화의 바람이 강하게 불어오고 있다. '22년 8월 태국 식약청에서 의료기기 품목허가를 취득하며 리쥬란의 수출신화는 서막을 열었다.

리쥬란 수출데이터
추출 논리 및 과정

태국에서 동사가 써내려가는 신화의 실체는 리쥬란 태국향 수출 데이터에서 엿볼 수 있다. 태국 내 승인 제품은 모두 HS코드상 '필러를 포함한 의료기기' (3304.99.9000)로 분류된다. 동 HS코드 (3304.99.9000)로 수출 데이터가 집계되는 생산업체 중 강원도 강릉시 소재의 회사는 동사가 유일하다. 따라서, 강릉시에서 태국으로 수출되는 HS코드(3304.99.9000)의 검색결과와 동사의 리쥬란 태국향 데이터(수출중량, 제품단가)와 동일하다.

숫자로 나타난
P와Q의 동반상승

품목허가를 취득한 '22년 8월 이후, 높아지는 제품단가(P)에도 불구하고 리쥬란 태국향 수출중량(Q)은 계속 증가하고 있다. '23년 1월에는 태국향 리쥬란 수출 중량이 무려 MoM + 565% 성장을 기록하였다. P 상승을 동반한 폭발적인 Q 상승은 태국에서 리쥬란의 엄청난 인기를 여실히 보여주며 '23년도 1분기 매출과 추후 탑라인 성장에 대한 기대감을 갖게 해준다.

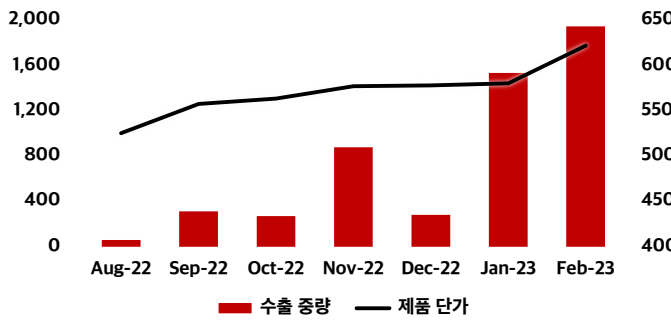
인터뷰로 확인한
현장 열기

숫자로 증명된 동사의 태국 진출 성공, 현지 소비자들은 몸소 느끼고 있을까? 태국에서 리쥬란의 시장 침투율을 확인하기 위해 태국에 위치한 3,500개의 뷰티 클리닉(피부과/성형외과) 중 ① 총 매출 15억달러(약 4500만\$) 이상 ② 종합병원 ③ 기업형 운영 병원 ④ 체인형 운영 중 세 개 이상 만족하는 16개 뷰티 클리닉을 대상으로 전화 및 서면 인터뷰를 진행하였다.

태국 리쥬란 침투율 결코 심상치 않다!

조사 결과, 16개의 '태국 대표 뷰티 클리닉들' 모두 동사의 리쥬란 기술을 제공하고 있었으며 조사 대상 외 방콕 소재 뷰티 클리닉에서도 대부분 리쥬란 기술 처방이 가능하다는 것을 확인하였다. 전 수조사는 불가능했지만 시장 진출 8개월만에 달성한 '방콕 대부분의 뷰티 클리닉이 사용할 만큼의 높은 침투율'을 피부로 체감할 수 있었다. 이는 동사의 수출 신화가 결코 허구가 아님을 증명한다.

그림 2-11. 동사 태국향 리쥬란 수출데이터 (단위: 좌:kg, 우:\$/kg)



출처: TRASS, SMIC 5팀

그림 2-12. 태국대표 뷰티 클리닉 리쥬란 기술 여부

뷰티클리닉	매출 150억 이상	종합병원	기업형 운영 병원	제인형 운영	리쥬란 기술 여부
Yanhee Hospital Health & Beauty	○	○	○	X	○
Burrungrad's Dermatology Center	○	○	○	X	○
Asoke Skin Hospital	○	○	○	○	○
Veijthani Hospital Skin aesthetic Center	○	○	○	X	○
Nakornthon Aesthetic	○	○	○	X	○
Pewdee Clinic Skin&Laser Center	○	X	○	○	○
Apex Medical Center	○	X	○	○	○
Meko Clinic	○	X	○	○	○
Wuttisak Clinic	○	X	○	○	○
Nitipon Clinic	○	X	○	○	○
Rajdhevee Clinic	○	X	○	○	○
Pan Clinic	○	X	○	○	○
Pongsak Clinic	○	X	○	○	○
Pornkasem Clinic	○	X	○	○	○
Tanapom Clinic	○	X	○	○	○
Biadari Clinic	○	X	○	○	○

출처: SMIC 5팀

왜 잘 되었을까? 왜 잘 될 것인가?

수출 데이터와 전화 인터뷰로 확인한 태국 내 리쥬란의 선풍적인 인기는 동사의 수출 실적에 불을 붙였다. 이렇게까지 불길이 커질 수 있었던 동력 4가지를 분석하여 앞으로도 불씨가 수그러들지 않고 지금보다 활활 타오를 수밖에 없는 당위성을 증명하려 한다.

성공요인 ① 생각한 것보다 큰 태국의 미용 시장

① 동사가 진출한 태국 미용 시장의 규모는 어마어마하다. '21년 코로나19로 일시적인 침체기를 겪었지만 '22년 태국정부가 위드코로나를 실시하면서 억눌려있던 잠재 수요로 미용 시장의 규모는 예년의 수준을 회복하였다. 현재 태국의 미용 시장 규모는 1조 686억원으로 동남아 전체의 37% 수준이다. 동사의 시장진입이 이러한 회복세와 정확히 맞물리면서, 리쥬란은 막대한 시장을 등에 업고 점유율을 확장해 나갈 수 있었다.

성장요인 ① 앞으로 계속 성장할 태국 1인당 소득수준

태국의 1인당 소득 증가로, 동남아에서 큰 비중을 차지하는 태국 미용시장은 앞으로도 크게 성장할 것이다. [그림 2-11.]에서 볼 수 있듯이, 1인당 피부 소비액과 1인당 GDP는 동행한다. 코로나19 완화 이후 정부차원의 관광산업 활성화와 인프라 투자, 노동시장의 회복으로 1인당 소득수준이 증가할 전망이다만큼 피부 미용 소비도 늘어날 것이다. 태국의 거대한 피부 미용 시장을 등에 업은 동사에게 이러한 '소득 증대 시그널'들은 앞으로 리쥬란의 성장성을 기대케 한다.

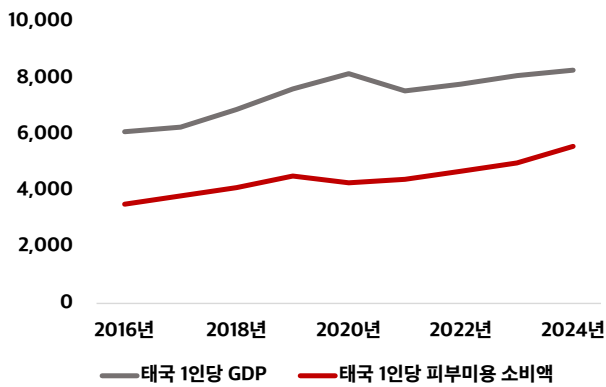
성공요인 ② 태국 여행객들이 만든 리쥬란 레퍼런스

② 태국인들은 한국 의료기기에 대해 높은 신뢰도를 갖고 있다. 의료기기는 부작용에 대한 노출도가 높으면 소비자의 선택을 받을 수 없다. 낮은 부작용 수준을 보장할 수 있을 만큼의 레퍼런스가 중요해진다. 리쥬란이 태국에 처음 진출했음에도 확실한 레퍼런스를 가질 수 있었던 것은 한국으로 향한 태국 여행객들 덕분이다. '국내 성형외과/피부과를 방문한 동남아 여행객' 중 태국인 비율은 각각 42%, 34%로 이를 합산한 뷰티클리닉 방문 여행객 비율은 태국이 동남아에서 제일 높다.

성장요인 ② 스노우볼 구르듯 커져가는 레퍼런스

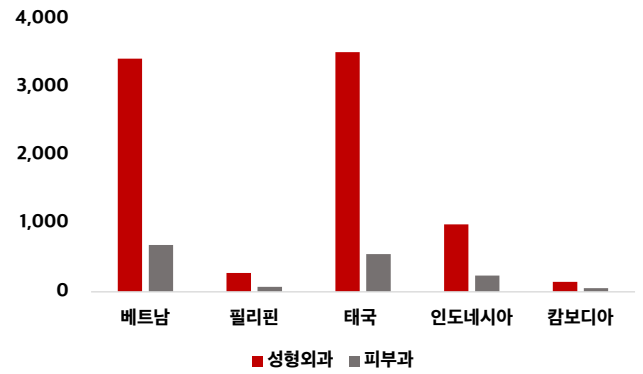
외국인 환자 방문후기 상위 5곳의 명동 소재 피부과에 문의한 결과 '리쥬란 힐러'를 최근 1년간 외국인에게 가장 인기 많았던 시술로 꼽았으며 동남아 환자 중에서 태국인의 비율이 가장 높다고 밝혔다. 동사도 품목 허가 직후 곧바로 긍정적인 수출 실적을 달성케 한 주요 요인으로 '태국 여행객들이 제공한 긍정적인 레퍼런스'로 꼽은 바 있다. 리쥬란 현지 경험자들의 긍정적 후기로 둘러친 레퍼런스의 스노우볼은 더욱 커져 동사의 성장판을 활짝 열어 줄 것이다.

그림 2-13. 태국 1인당 피부미용 소비액/1인당 GDP (단위: \$)



출처: KOTRA, SMIC 5팀

그림 2-14. 동남아 여행객 피부과/성형외과 방문수 (단위: 명)



출처: 한국보건산업진흥원, SMIC 5팀

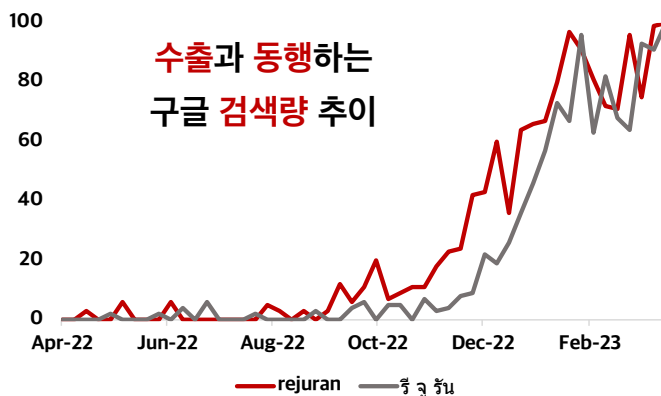
성공요인 ③ 구글 검색량 증가로 플랫폼 내 노출도 ↑

③ 동사가 태국시장에 성공적으로 안착하는데 **검색 엔진도 큰 역할을 수행했다**. 태국은 검색엔진 시장의 99.26%를 구글이 차지하고 있다. 전 국민이 구글에서 검색한다고 봐도 무방하기 때문에 태국에서 **구글 내 검색빈도는 실제 국민들의 관심을 의미한다**. 수출금액 추세가 증가한 기간에 Rejuran, รีจูแรน(태국어 표기)의 구글 검색 통계량도 높아졌다. **검색량 증가로 인한 플랫폼 내 노출도 증가는 현지인들에게 생소한 리쥬란의 인지도를 높이는데 기여하였다**.

성장요인 ③ 커져가는 구글, SNS 파급력과 함께한다

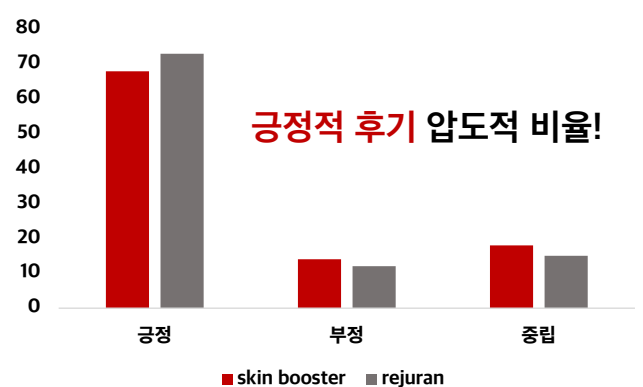
‘리쥬란’의 구글 검색결과에 대한 텍스트 마이닝과 감성분석을 실행한 결과, 긍정적 키워드를 가진 게시물의 비율이 **73%**로 높게 나왔다. 사이버 공간에서 구축되고 있는 리쥬란에 대한 **긍정적인 레퍼런스**와 구글의 **높은 검색엔진 점유율**이 불러올 파급효과는 태국 미용 시장내 동사 ‘리쥬란’의 점유율 상승을 기대케 한다. 구글만큼은 아니지만 **인스타그램, 유튜브, 페이스북**에서도 리쥬란과 관련된 **태국어 게시물들이 꾸준히 증가하고 있다**. 태국에서 **소셜미디어 파급력**이 나날이 커져가고 있는 만큼, 동사는 그 흐름을 타고 **태국 방방곡곡 뻗어 나갈 수 있을 것이다**.

그림 2-15. 구글(태국)리쥬란 검색량 (단위: 구글 내부산정 점수)



출처: Google Trends, SMIC 5팀

그림 2-16. 구글 검색 결과 감성분석 (단위: %)



출처: SMIC 5팀

성공요인 ④ 태국도 한국도 어려보이기 열풍

④ 국내처럼 태국도 미용 시장의 핵심 키워드가 ‘Anti-Aging’이다. 고령인구가 19%로 높고 동안에 집착하는 한국에서 피부를 회춘시켜주는 리쥬란은 **소비자 니즈를 완벽히 충족하는 시술이었다**. 태국도 고온다습한 기후로 발생하는 **자외선, 땀, 피지로 노화가 빠르게 일어난다**. 이러한 특성과 워드 코로나로 인한 **미용 시장의 부활**이 겹치면서 ‘Anti-Aging’ 수요는 **작년 여름 급격히 증가하였다**. 동사의 리쥬란은 시의적절하게 허가를 받아 그 수혜를 온전히 누렸다.

성장요인 ④
Slow-Aging과
고령화로 수요↑

기후로 인한 수요는 건조한 가운데 '25년 태국 고령인구 비율은 20%까지 높아질 전망이다. Anti-Aging 제품의 주타겟층인 중장년의 증가로 수요가 증가함과 동시에 '천천히 아름답게' 늙기를 원하는 Slow-Aging 트렌드로 그 범위를 전연령층으로 확산 중이다. 'Anti-Aging 치료제'라 불리는 리쥘란에 대한 수요도 미용 시장의 Anti-Aging 파도에 올라탈 것이다.

정성적인 분석에 신뢰를 더하기 위해, 태국에 진출하여 성과를 거둔 국내 필러 기업들의 이전 사례를 통해 동사의 성장여력이 얼마나 남아있는지 정량적으로 증명해보려 한다.

과거 진출 사례로
전망하는 미래

메디톡스는 '18년 히알루론산 필러 '뉴라미스'에 대한 태국 내 시판허가를 국내 최초로 취득하였다. 메디톡스의 시판허가 이후 태국향 수출 실적은 신규진입으로 인한 일시적인 호재에 그치지 않고 국내 매출액 추이와 동일한 추세를 보이면서 계속 성장하였다. 필러와 유사한 리쥘란을 판매하는 동사의 성장세도 메디톡스처럼 꺾이지 않고 이어져 나갈 것이다.

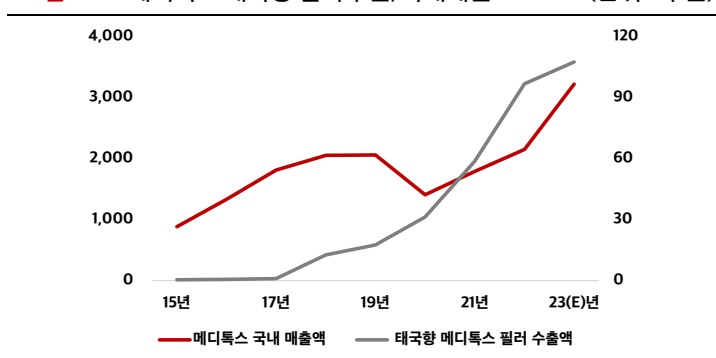
한국에서의 성공은
태국으로 이어진다

메디톡스의 국내 매출액과 태국향 필러 수출액 사이의 상관관계수는 0.738로 결과는 유의미했다. 정량적으로 도출한 '의료기기는 한국에서 성공한 만큼 태국에서 성공한다'는 법칙처럼 리쥘란도 국내에서 이룬 성과를 태국에서도 이어갈 수 있을 것이다. 필러와 리쥘란이 '젊음을 되찾아준다'는 공통된 미용 트렌드를 관통한다는 점도 분석에 신뢰를 더한다.

과거보다 조건이
훨씬 유리한 미래

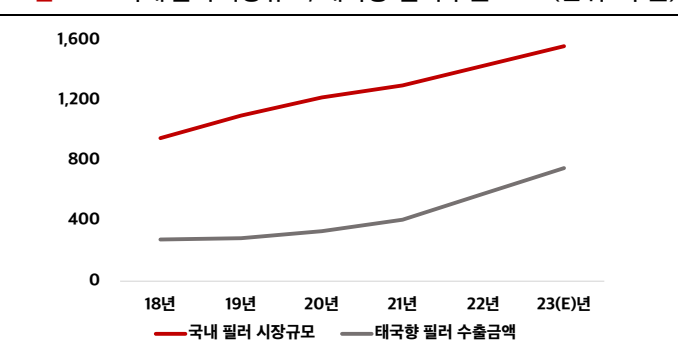
게다가 동사는 당시 메디톡스보다 훨씬 유리한 조건으로 태국 시장에 진출했다. 우선, 스킨 부스터 시장은 HA필러 시장에 비해 경쟁사가 적고, 동사보다 태국에 먼저 진출한 국내 의료기기 기업들이 한국 미용 의료기기에 대한 긍정적인 레퍼런스를 이미 구축해 놓은 상황이다. 게다가, 태국 미용시장의 40%를 차지할 만큼 높은 HA필러 선호도로 동사의 가장 높은 진입 장벽이었던 '주사 시술에 대한 거부감'도 해소되어 있었다. 메디톡스보다 못할 이유가 하나도 없는 동사. 리쥘란이 HA필러를 넘어 태국 미용시장의 왕으로 군림할 수 있을 것이라 감히 단언한다.

그림 2-17. 메디톡스 태국향 필러수출/국내매출 (단위: 억 원)



출처: TRASS, 메디톡스 사업보고서, SMIC 5팀

그림 2-18. 국내 필러시장규모/태국향 필러수출 (단위: 억 원)



출처: TRASS, Hyaluronic Acid Products Market, SMIC 5팀

(3) 태국에서의 성공으로 급부상한 동남아 시장

태국으로 안주할 동사가 아니다. '수출국 다변화'를 위해, 동사는 태국처럼 탑라인에 견인할 만큼의 잠재력을 보이는 다른 동남아 국가에서도 판매허가를 취득하고 가시적인 성과를 내기 시작했다.

한국 피부과 통째로
수입해버린 베트남

① 베트남에서 동사는 해외로 진출한 국내 피부과를 중심으로 리쥘란 점유율 확대에 나섰다. '22년까지 해외진출에 성공한 국내 의료기관 125개 중 피부과/성형외과 베트남 진출은 17건이며 이는 중국 다음으로 높다. 베트남 미용 시장에서 영향력 있는 국내 체인 피부과들은 본점에서 리쥘란을 선제적으로 공급받아 진출 초기 제품의 인지도를 높여주었다. 인기상승의 수혜를 받기 위해 '리쥘란'을 시술하는 호치민/하노이 소재 현지 뷰티클리닉도 늘어나고 있다.

2등도 성공했는데 1등이 성공 못할리가

증가하는 침투율 뿐만 아니라 베트남의 미용시장 규모와 K-뷰티에 대한 선호도 때문에 베트남은 동사에게 매력적으로 다가온다. 상술했듯 태국도 미용시장 규모, 對한국 의료관광객 수가 동남아시아에서 큰 편이다. 그런 태국을 2등을 밀어낸 해당 부문 1등은 '동남아 미용 시장규모의 37%', '국내 피부과 방문 동남아 여행객의 43%'를 차지한 베트남이다. 태국에서도 써내려가는 동사의 수출 신화, 베트남에서 재현하지 못할 이유가 없다.

강력한 현지 유통망 타고 뺏는 리쥘란

② 동사는 '19년도 말레이시아, 싱가포르, 인도네시아에서 리쥘란 품목허가 인증을 받고 현지 의료 유통업체를 통해 제품을 공급 중이다. 말레이시아/싱가포르는 엘리지오, 인도네시아는 idsMED가 판매를 대행한다. 엘리지오는 레이저오펜의 Helios와 PicoLO, 비올의 SmartLux를 싱가포르에서 가장 인기 많은 레이저장비로 성장시킨 이력이 있으며 idsMED는 세계 의료기기 매출 1위 메드트로닉과 납품 계약을 체결할 만큼 세계적으로 유통망을 인정받고 있다.

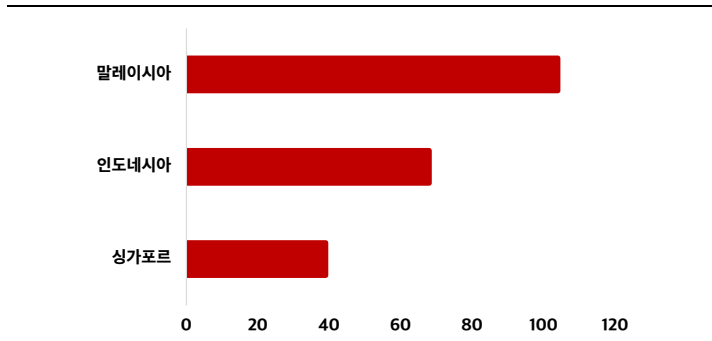
리쥘란의 동남아 침투는 현재 진행중

현지 업체만의 차별화된 공급망을 등에 업은 리쥘란, 현지 시장에서 얼마큼 유통되고 있을까? 해당 유통업체들로부터 납품 받는 뷰티 클리닉을 전수 조사한 결과, 말레이시아는 35개, 인도네시아는 23개, 싱가포르는 14개의 뷰티 클리닉에서 리쥘란을 판매 중이다. 파트너사들의 강력한 유통망을 활용하여 빠르게 상승하는 침투율 때문에 동사가 해당 국가에서 이루어 낼 탐라인 성장에 대한 기대감은 증폭될 수밖에 없다.

위에 언급한 동남아 국가들은 태국과 문화적 특성이 비슷하다. K-컬처, K-뷰티, K-미용의료기기에 대한 관심과 동경도 태국을 빼닮았다. 이미 구축된 탄탄한 유통망으로 침투율만 지금처럼 계속 상승해준다면, 동사는 태국에서의 성공을 동남아 전역에서 맛볼 수 있을 것이다.

그림 2-19. 국가별 리쥘란 제공 뷰티클리닉 수

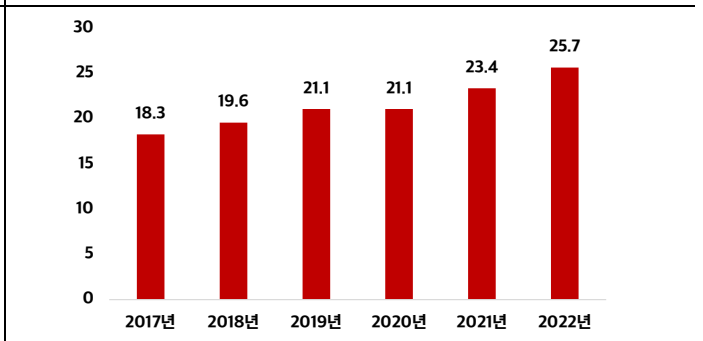
(단위: 개)



출처: 언론보도 종합, SMIC 5팀

그림 2-20. 베트남 미용 시장 규모

(단위: 억 달러)



출처: 유로모니터, SMIC 5팀

(4) 글로벌 기업 도약에 필수적인 중국 공략

성장하고 싶은 동사 1순위 과제는 중국

앞서 언급한 동남아 국가들의 피부 미용 시장 규모를 전부 합해도 중국 피부 미용 시장 규모의 반도 못 따라간다. 결국, 성장여력을 활짝 열어 놓기 위해서 동사는 거대한 중국 피부 미용 시장을 공략해야만 한다. '리쥘란 중국 연착륙' 작전, 동사는 임전무퇴(臨戰無退)의 정신으로 임하고 있다.

남은 진입장벽은 하나 판매허가만 받자!

중국 진출 시 국내기업의 가장 큰 두 가지 진입장벽은 판매허가와 유통망이다. 영토 면적이 넓고 교통 인프라가 열악하기 때문에 현지 유통사와의 협력 없이 제품을 판매하기 어렵다. 동사의 경우 '다수의 해외 브랜드를 성공적으로 판매한 이력'이 있는 Yxintent와 '20년 1월, 손을 잡았다. YXintent 사는 리쥘란 허가 및 공급을 책임지며 판매는 중국 최대의 제약 유통사인 시노팜, 화동닝보사와 함께 공동으로 전개한다. 특히, 중국 현지에서 LG화학의 필러 제품 '이브아르'를 독점 판매하여 시장 점유율 1위로 끌어올린 화동닝보사는 동사 중국 진출에 날개를 달아 줄 것이다.

유통망에 대한 진입장벽을 허문 동사에게 남아있는 진입장벽은 의료기기 등록허가이다.

의료기기 판매허가 실패가 아니라 지연

리쥘란이 중국 진출 선언에도 아직 시중에 출시되지 못한 이유도 다름 아닌 중국의 까다로운 의료기기등록(CFDA) 절차 때문이다. 리쥘란은 주사침이기 때문에 위험성이 높은 의료기기인 3등급으로 분류가 된다. 의료기기는 위험성 순으로 3등급에서 1등급으로 분류되는데, 3등급의 경우 임상시험 및 공장심사가 필요하므로 등록허가까지 보통 16개월~24개월이 소요된다. 동사의 인증기간이 코로나 섯다운과 겹치면서, 임상시험 및 공장심사가 지연되었고 의료기기 허가도 예상보다 늦춰지는 것으로 보인다. 허가 시기가 늦춰질 뿐 취득에 실패한 것은 절대 아니다.

Yxintent 판매의지 계약서로 확인 가능

공급계약의 내용을 세세히 뜯어보면 Yxintent는 전체 계약기간 5년 중 중국 의료기기 등록일부터 3년 동안은 약 240억원에 달하는 리쥘란을 수입해야 한다고 명시되어있다. 남은 2년 동안 동사 '리쥘란'의 의료기기 등록을 받아낼 수 있다는 자신감으로 계약을 수용한 것이다. 코로나19로 불가피하게 등록과정이 길어지면서 유예기간이 발생하였지만, 중국 제로-코로나 정책이 완화된 작년 말을 기준으로 2년 이내에는 의료기기 등록이 이루어질 것이다. 게다가, Yxintent가 쌓아온 인허가 및 위탁판매 레퍼런스와 계약 불이행 시 입게 될 막대한 손해도 해당 전망에 필연성을 더해준다.

중국 여행객으로 레퍼런스까지 확보

리쥘란 화장품을 사용해본 수많은 중국인들 중 상당수가 한국 여행시 리쥘란 시술을 받는다. 이들은 아직 시중판매가 이루어지지 않은 중국에서 '리쥘란'에 대한 긍정적인 레퍼런스를 구축해준다. 중국 리오프닝으로 인한 여행객 급증은 해당 레퍼런스를 강화시켜, 의료기기 허가를 받고 본격적으로 시중판매를 할 때쯤, 폭발적인 수출실적으로 동사를 이끌어 줄 것이다.

채용공고로 확인한 중 국진출 진행현황

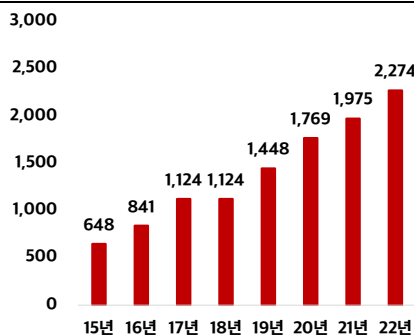
리쥘란을 둘러싼 심상치 않은 기운을 중국에서 감지한 동사도 차근차근 준비 중이다. 동사의 은밀한 움직임은 채용공고에서 흔적을 남겼다. 3년 동안 채용하지 않았던 '중국 수출 담당자'를 올해 구인하였다. 담당업무는 중국 학회/세미나 운영, 의료기기 영업/마케팅이다. 의료기기 판매 허가를 앞둔 올해, '중국어가 가능한 제약 바이오 경력자'를 우대하여 채용한다는 것은 동사의 중국 진출이 가시화되고 있음을 의미한다. 리쥘란 판매를 위한 모든 준비는 마쳤다. 의료기기 판매 허가만 받는다면 동사는 그토록 염원하던 '리쥘란 중국 연착륙' 작전에 성공할 수 있을 것이다.

활짝 열려있는 성장판 시장은 과소평가 중

상기의 논의를 종합하면, 정점에 가까워 보일 정도로 폭발적인 태국 수출실적에도 성장여력은 아직 한참 남아있다. 태국과 마찬가지로 한국 문화, 미용에 우호적인 동남아 국가들에서도 리쥘란 침투율이 현지 유통망을 타고 빠르게 상승 중이니, 동사의 실적 서프라이즈는 예견된 것이나 마찬가지이다. 세계 최대 시장 중국의 경우, 품목허가만 받는다면 리쥘란 화장품을 경험한 엄청난 수의 중국 소비자들 동사의 탑라인을 견인해주기 위해 줄 서 있다. 성장할 일만 남은 수출실적이 과소평가되고 있는 지금, 우리는 동사를 주목해야만 한다.

그림 2-21. 중국 피부미용 시장 규모

(단위: 억 위안)



출처: 딜로이트, SMIC 5팀

그림 2-22. 파마리서치 '중국 수출 담당자' 채용공고

직무	담당업무	자격요건 및 우대사항	경력
중국 수출	<ul style="list-style-type: none"> - 중국 에스테틱 관련 의료기기 영업/마케팅 업무 - 중국전시, 학회, 세미나 운영 - 중국 시장조사 - 중국 마케팅 관련 통번역 업무 	<자격요건> -학력 대졸 이상 - 중국어 가능자 (비즈니스 레벨 이상) - 해외여행 결격사유 없는자 <우대사항> - 중국어 외 제3외국어 가능자 - 제약바이오 동종업계 경력자 - 석사, 중화권 국가 고교이상 졸업자 - QA 활용 우수자	경력1년~5년

출처: 파마리서치, SMIC 5팀

2.2. 탄탄한 하방을 제공하는 캐시카우, 차남 콘쥘란

리쥘란이 상방을 열어준다면 콘쥘란은 하방을 받쳐준다. '20년부터 확실한 캐시카우로 동사 탑라인 기반을 탄탄히 다져준 콘쥘란의 성장스토리를 한번 들여다보자.

제도와 학회 권고로 대체재 HA주사 압도

① '20년 콘쥘란이 **급여항목으로 전환**되면서 동사는 **제도적 수혜**를 누릴 수 있게 되었다. 보험의 적용으로 시술가가 20만원에서 4.5만원으로 급격히 하락했고 보험 적용횟수가 HA주사의 2배로 늘면서 **환자 문진 횟수가 급격히 증가**하였다. ② 공신력이 있는 미류머티즘학회에서 **HA주사 사용 자체 권고**도 내렸다. HA주사는 콘쥘란과 **동시 투여가 금지되어있는 대체재**이다. 해당 권고는 환자들이 HA주사에서 콘쥘란으로 넘어올 수 있는 **충분한 유인**이 되었다.

하방만 받치던 콘쥘란 상방까지 열어줄 것!

팬데믹처럼 갑자기 휘몰아치는 병이 아닌 퇴행성 관절병증은 **환자 수가 박스권에서 크게 벗어나지 않는 전형적인 만성질환**이다. 이러한 특성 때문에 **콘쥘란 수요는 꾸준히 발생**하여 동사의 하방을 단단하게 받쳐주었다. 최근 콘쥘란의 **주타겟층인 고령인구**가 늘면서 꾸준하기만 했던 콘쥘란 수요가 꿈틀거리고 있다. **하방만 받치던 콘쥘란, 상방까지 열어줄 수 있을까?**

늘어가는 대한민국 성장하는 콘쥘란

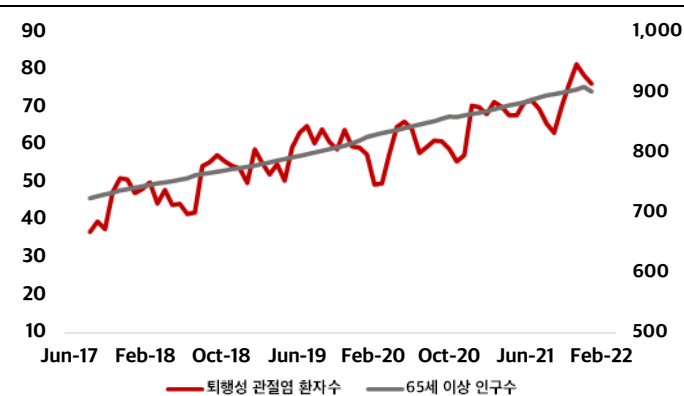
무릎은 쓸수록 닳는다. 따라서 '무릎을 쓴 날'이 '무릎을 쓸 날'보다 많은 노인 인구가 퇴행성 관절병증 환자수를 결정한다. 코로나로 진료 수가 급감한 2020년을 제외하면 퇴행성 관절병증 환자수는 고령인구와 동행한다. 한국은 '25년 고령인구 비율이 20%로 높아져 **초고령 사회로 진입할** 전망이다. 동행성을 보이는 퇴행성 관절병증 환자수도 함께 증가하여 콘쥘란 수요증가로 이어질 것이다. **대한민국은 나이가 들지만 덕분에 콘쥘란의 성장판은 열리고 있다.**

콘쥘란도 리쥘란처럼 해외진출 준비완료!

고령화는 국내에 한정된 트렌드가 아니다. 동사가 리쥘란으로 이미 유통망과 레퍼런스를 구축해 놓은 중국, 동남아 국가들에서도 **고령화는 심각한 사회 이슈**이다. 세계 흐름의 수혜를 온전히 받기 위해 동사는 '23년 **콘쥘란의 수출도 진행**할 계획이다. **리쥘란의 힘만으로 상승하던 동사의 수출실적은 콘쥘란의 합류에 힘입어 더 힘차게 날아오를** 것이다.

정말 잘 키운 리쥘란과 콘쥘란 때문에 동사의 가정에는 **웃음이 끊이지 않는다**. 그러나 동사의 성장을 견인하는 것은 두 형제만이 아니다. **지금부터는 숨겨진 막내의 스토리를 다 함께 주목**해보자!

그림 2-23. 고령인구/퇴행성 관절염 환자수 추이 (단위:만 명)



출처: 통계청 및 질병관리청, SMIC 5팀

그림 2-24. HA주사/PN주사(콘쥘란) 비교

분류	HA주사	PN주사
성분	히알루론산	폴리뉴클레오티드
대표상품	시노비안(LG생활건강)	콘쥘란(파마리서치)
효과	낮은 임상 효과	높은 임상 효과
가격	회당 약 68,000원	회당 약 45,000원
급여 인정 횟수	6개월 3회 인정	6개월 5회 인정
타겟환자	골관절염 치료 목적	

출처: SMIC 5팀

2.3. '리쥘란' 장남의 브랜딩 하, 쑥쑥 크는 막내 화장품!

대부분의 투자자들이 리쥘란과 콘쥘란에 주목하고 있는 현재, 동사의 '서프라이즈'를 만들어줄 사업부는 다름 아닌 **화장품**이다.

**리쥘란 힐러로부터
낙수효과 받는
리쥘란 화장품!**

리쥘란 화장품 사업부는 '20년 3월, 코로나가 창궐한 직후부터 '22년 4분기까지 3년간 연평균 54.6%의 성장률을 보여주었다. '19년 이전 화장품의 온/오프라인 매출액이 47조에서 '22년 상반기 기준 21조까지 내려앉은 상황 속에서도, **리쥘란 힐러의 낙수효과**를 입은 동사의 화장품은 이러한 성장세를 거둘 수 있었다. 실제로 리쥘란 사업부와 화장품 사업부는 내수-내수 / 수출-수출에서 모두 **0.96 수준의 매출 상관관계**를 보이고 있다.

이토록 안정적으로 성장하는 리쥘란 화장품 사업부는 시장의 두 가지 거대한 변화와 맞물려 고성장을 이룩할 예정인데, 해당 변화는 바로 (1) **중국 리오프닝**과 (2) **올리브영 입점**이다.

(1) 열려라, 중국! - 드디어 진짜로 오는 리오프닝

**동사는 중국 리오프닝의
수혜를 받을 수 있을까?**

동사의 화장품은 이미 '18년 **중국 온라인몰인 타오바오와 티몰에 입점**하였다라고 산업 및 기업 분석에서 밝힌 바 있다. 이미 중국 진출이 완료된 상황에서 살펴볼 것은 ① **중국 화장품 시장은 언제 턴어라운드하는가?** ② **동사는 수혜를 받을 수 있는가?** 일 것이다.

**리오프닝은 이미 예정된
변화**

중국 봉쇄 해제에 따른 '리오프닝'은 이미 코 앞으로 다가온 변화이며, 이미 면세점, 의류 등 다양한 산업군에 그 변화가 일고 있다. 또한 중국 화장품 시장이 2Q23부터 반등할 것이며, 이에 따라 화장품 기업들의 실적 회복이 이루어질 것이라는 시장 컨센서스가 형성되어 있는 상황이다.

**스킨케어 품목,
이미 반등!**

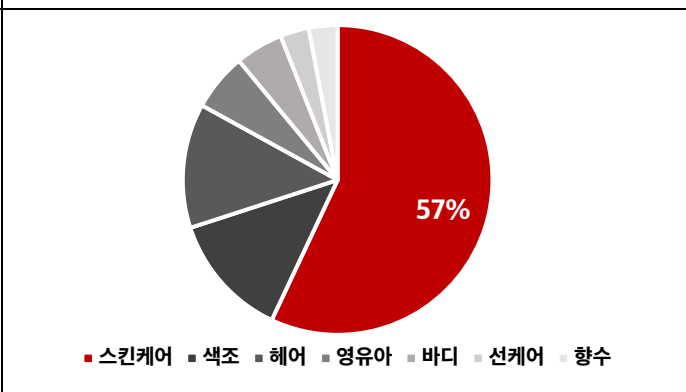
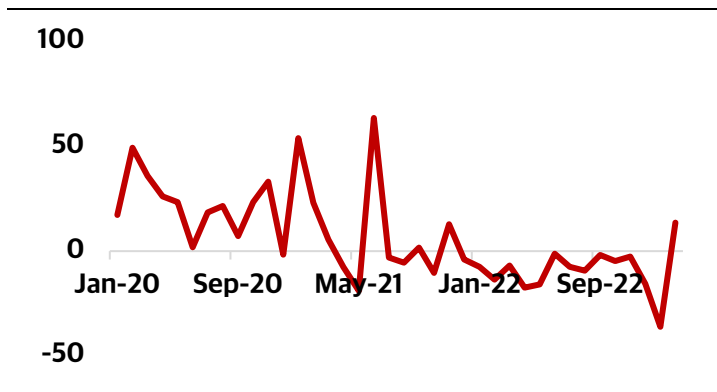
해당 리오프닝의 수혜를 다음과 같은 이유로 동사는 온전히 받을 수 있을 것이다. 첫 번째, **2월에 스킨케어 중심의 회복세**가 이미 나타난 바 있다. [그림 2-25.]를 참고하면, 2월 스킨케어 품목이 크게 반등했음을 확인할 수 있다. 즉, 동사가 속해있는 사업부문의 턴어라운드는 이미 현재진행형이며, 이는 곧 동사의 실적으로 이어질 것이다.

**중국 시장,
중저가 위주에서 중고가로**

두 번째, 소비가 업그레이드됨에 따라 **중국 시장에서 중고가 제품 소비가 크게 늘고 있다.** 중국 화장품은 여전히 대중적인 중저가 화장품이 주류지만, 최근 중고가 제품 소비는 5년간 전년 대비 20% 지속적으로 상승하였으며, 시장 점유율이 '15년 23%에서 '21년 42%로 고성장하였다. 이러한 중고가 위주의 제품 소비는 동사의 중국 수출에 박차를 가해줄 것이다.

그림 2-25. 중국 Tmall 스킨케어 화장품 매출액 yoy 성장률 (단위: %)

그림 2-26. '21년 중국 화장품 시장 세부 카테고리별 비중 (단위: %)



출처: CEIC, SMIC 5팀

출처: 통계청, SMIC 5팀

(2) 어서오세요, 올리브영입니다~ - 올리브영 브랜드관 입점

‘22년 5월 ‘리쥬란 코스메틱’이라는 이름 하에 동사는 올리브영에 입점하였다. 올리브영이 만들어 낸 내수 화장품 시장의 ‘판’ 속에, 동사는 매우 유리한 위치를 점하고 있다. 이유는 아래와 같다.

중소형 인디 브랜드 전성시대

우선 올리브영이 만들어낸 국내 화장품 시장의 변화를 알아보자. 본디 한국 화장품 시장은 LG생활건강과 아모레퍼시픽이 60% 이상을 점유하고 있는 과점 구도였으나, 올리브영의 등장으로 인해 ‘중소형 인디 브랜드 전성시대’로 탈바꿈하였다. ‘브랜드’ 하에 마트, 백화점, 로드샵에서 구매하던 시대를 지나, 올리브영 매장 안에서 스킨케어 기능과 발색 등을 직접 시험해보며 고르는 구매 방식으로 바뀐 까닭이다. 즉, 대기업이 아니어도, 올리브영 입점 시 인기 아이템이 될 수 있는 기회를 수많은 브랜드들이 얻었다.

어느 정도의 브랜드, 성능으로 승부해야 할

그러나 아무나 인기 아이템이 될 수 있는 것은 아니다. 어느 정도 사람들에게 인지될 정도의 브랜드를 가지고 있으며 유리하며, 가장 중요한 점은 ‘성능’으로 승부해야 한다는 것이다. 요즘 같이 올리브영 상품을 추천해주는 유튜브가 많은 시기에, 성공하는 방법은 의외로 단순하고 정직하다.

리쥬란 힐러로 쌓은 브랜드 이미지

동사는 올리브영의 주인공이 될 가능성이 농후하다. 동사는 첫 번째로, 일반적인 인디 브랜드와 달리, 리쥬란 힐러로 쌓은 브랜드 이미지를 토대로 소비자들에게 리쥬란 화장품을 알리기에 유리한 위치에 있다. [그림 2-27.]에서도 보이듯, 동사의 화장품은 모두 ‘리쥬란’이라는 이름을 가지고 있다. 리쥬란 힐러는 ‘아프지만 그 효과는 좋은’ 이미지가 매우 강하기 때문에, 해당 브랜드 이미지를 기반으로 셀링이 가능하며, 실제로 리쥬란 시술을 이미 받은 사람들이 사용하는 경우도 매우 많다.

뛰어난 성능!

두 번째로, 성능이 실질적으로 뛰어나다. 화장품 구매 앱인 글로우픽 기준 4.09의 높은 별점을 가지고 있으며, [그림 2-28.]와 같이 ‘가격은 비싸지만, 써본 앰플 중 가장 좋다’는 평판이 대부분이다.

동사의 Re-Rating의 기회

정리하자면, 중국의 리오프닝과 중고가 위주의 소비 트렌드 변화는 동사의 화장품 수출에 큰 기여를 하며, 동사의 실적 ‘서프라이즈’ 및 수출 증가로 인한 Re-Rating의 기회를 만들어 줄 것이다. 동사의 화장품 사업부문의 성장은 수출에서만 그치지 않고, 인디 브랜드 전성시대인 내수 시장에서 성능을 무기로 우뚝 설 것이다.

그림 2-27. 동사 화장품 제품군

제품	분류
리쥬란 더마 힐러 모이스처 트리트먼트 마스크	더마힐러라인
리쥬란 더마 힐러 모이스처 트리트먼트 앰플	더마힐러라인
리쥬란 힐러 스킨 레미디 60 스타터	힐러라인
리쥬란 힐러 더블 볼륨 스킨 액티베이터	힐러라인
리쥬란 힐러 스킨 프로텍션 마스크	힐러라인
리쥬란 힐러 턴오버 액티브크림	힐러라인
리쥬란 힐러 턴오버 앰플 듀얼 이펙트	힐러라인
리쥬란 더마 힐러 모이스처 버블 클렌징 워터	더마힐러라인
리쥬란 더마 힐러 모이스처 트리트먼트 에센스	더마힐러라인
리쥬란 더마 힐러 모이스처 크림	더마힐러라인
리쥬란 힐러 유브이 프로텍션 크림	힐러라인
리쥬란 힐러 퍼펙트 힐링 바이타이터	힐러라인
⋮	
⋮	

그림 2-28. 동사 리쥬란 앰플 후기

“ 요즘 써본 앰플중 제일 괜찮다 ”

리쥬란 힐러앰플 써보고 너무 좋아서 리쥬란공홈에서 세일할때 비싸지만 사서 쓰고 있어요~~ 확실히 한달정도 사용하니깐, 탄력도가 좋아지고, 피부가 확실히 턴오버 되는 느낌이 들어요! 가격은 비싸고, 양은 적지만, 30대 이후 써본 앰플 중에 가장 만족스러웠던 제품입니다, 이거 바르고 디바이스 사용하면 효과가 좋아요! 쓰다 안 쓰면 피부가 왠지 늘어지는 느낌이여서 2달에 한번씩 클라겐크림이랑 같이 사용하고 있어요! 찜뚱한 느낌이 좋진 않지만 효과는 마니 본거 같아요!

출처: 동사 홈페이지, SMIC 5팀

출처: 글로우픽, SMIC 5팀

3. Issue & Risk

3.1. 씨티씨바이오 경영권 분쟁 이슈

최근 동사는 씨티씨바이오(이하 CTC) 지분 7.05%를 ‘경영권 영향’ 목적으로 확보했다는 공시를 띄웠다. 결론부터 말하자면, 본 보고서는 ‘**경영권 확보**’ 확률은 높지만, 이번 M&A로 인한 ‘**시너지 효과**’는 다소 부족할 것으로 판단한다. 이에 대한 투자자들의 판단을 위해 씨티씨바이오 인수에 대한 동사의 속내와 예상 시나리오를 제시하고자 한다.

(1) 씨티씨바이오, 애네 뭐 돼?

4인의 공동 창업자의 아름다운 동업 스토리

경영권 분쟁 시나리오를 예측하기에 앞서, CTC를 둘러싼 경영권 분쟁의 역사를 이해할 필요가 있다. 이를 위해 우선 CTC에 대한 간략한 이해가 필요하다. CTC는 **인체용 의약품, 동물용 의약품, 건강기능식품 등을 판매하는 회사**로, '93년 서울대 축산학과 출신 **조호연씨, 김성린씨, 우성섭씨, 성기홍씨**가 공동 창업한 회사다. 조그만 사무실 한 칸에서 시작해 '22년 기준 매출액 1,650억의 기업으로 성장했다. **4인의 공동 창업자들은** 끈끈한 우정을 바탕으로 공동운영체제를 수십년간 유지해 왔다.

지분가치 회석으로 적대적 M&A 리스크 발생

CTC는 매출에 대한 자신감으로 **설비 투자에 적극적으로 나섰으나**, 기대와 달리 매출 상승이 정체 되면서 감가상각비 등의 고정비 상승 여파로 '16년부터 영업손실을 기록한다. 이 과정에서 CB와 BW 및 유상증자 등을 발행하면서 **최대주주측의 지분가치가 하락했고, 적대적 M&A 리스크에 노출되게 되었다.**

1차전: 이민구 대표 승!

이러한 리스크는 '21년 8월 **동구바이오제약의 조용준 대표가 경영권 참여 목적으로 5.15%의 지분을 확보했음**을 공시하면서 현실화됐다. 창업주이자 당시 최대주주였던 조호연 회장의 지분율이 6.3%(특수관계인 포함 10.69%)이었기에 시장의 관심이 쏠렸다. 이 때 CTC의 **현 최대주주인 이민구 대표가 지분 경쟁에 참여했고 결과적으로 이민구 대표가 빠르게 지분(12.6%)을 확보하면서 CTC 인수전의 최종 승자가 되었다.**

이민구 대표가 단독 대표이사에 선임되고, 과거 CTC의 역사를 일궈냈던 **창업주들과 관련 인사들이 연이어 사내이사 자리에서 쫓겨나면서 일부 지분 정도만 남긴 채 CTC의 경영에서 사실상 모두 떠나게 된다.** 이민구 대표는 이후 지분을 **20%까지 확보할 것**이라고 밝히며 CTC 인수전은 막을 내리는 듯했다.

(2) 끝날때까지 끝난거 아니다... SDB인베스트먼트 및 파마리서치 참전!

SDB인베스트먼트 참전

이민구 대표의 승리로 일단락되는 듯했던 CTC 경영권 이슈는 '22년 2월에 **SDB인베스트먼트가 갑작스럽게 CTC의 지분 6.5%를 취득했음**을 공시하며 재점화된다. SDB인베스트먼트는 코로나19 진단키트로 급성장한 **에스디바이오센서의 조영식 회장의 개인투자회사**이다. 바이오 업계 내에서 활발한 M&A를 보여왔던 조 회장이기에 더욱 더 관심을 받았다.

지분 확보 공시 후 한 달 뒤, SDB인베스트먼트는 **주식 보유 목적을 '일반투자'에서 '경영권 참여'로 변경** 공시를 냈다. 전 SDB인베스트먼트 임원 출신이었던 김정훈 씨가 3월 정기주총에서 사외이사로 임명되기도 했다. 그런데 막상 SDB인베스트먼트는 **추가적인 지분 매입을 하지 않았다**. 이민구 대표 또한 **지분을 더 이상 늘리지 않고 기존의 12.6% 수준으로 유지했다**. 경영권 분쟁을 예상했던 구경꾼들에게는 다소 **의아한 상황**이었다.

갑자기 파마리서치 참전?

그런데 약 1년 뒤인 올해 2월에 **신원미상의 기타법인이 지속적으로 CTC의 지분을 매입하는** 정황이 포착되었고, 뒤이어 3월 23일에 **파마리서치가 갑작스럽게 CTC의 지분 7.05% 확보 공시**를 하면서 **해당 법인이 파마리서치였던 것으로 밝혀졌다**. 재밌는 것은 파마리서치와 함께 CTC의 지분을 매입한 회사인 '플루토'의 대표가 **前 CTC의 대표 전홍렬**씨라는 점이다.

CTC 인수에 대한 동사의 속내는 무엇일까?

전홍렬 대표는 **중앙대 약대 출신**으로 파마리서치 창업주 **정상수 의장**과 **중앙대 약대** 선후배 사이다. 전홍렬 대표는 과거 **CTC에서 20년 넘게 근무하며 대표 이사**까지 올라간 사람이다. 회사의 성장을 함께한 사람만큼 앞서 말했던 **창업주들과도 우호적인 사이**일 확률이 높다. 전홍렬 대표가 '22년 CTC를 떠나며 세운 회사가 '플루토'다. 플루토는 '22년 8월 파마리서치가 플루토의 100억 원 규모의 유상증자에 참여하면서 파마리서치의 종속회사가 된 바 있다.

1. 생산공장 확보?

2. Next 리주란 발굴

이러한 맥락에서 동사의 갑작스러운 CTC 인수전 참전의 배경을 유추해보면 **정상수 의장이 과거 회사(CTC)를 뺀 전홍렬 대표의 복수극**을 돕고 있는 것이 아닌가하는 합리적 의심을 해볼 수 있다. 보다 실리적인 측면에서 동사의 속내를 추론해보면, 크게 두 가지 생각을 해볼 수 있다. ① **CTC에는 주사제/액상제 GMP 인증을 받은 제조 시설**이 있고, 장기적으로 이 공장을 리주란 생산에 사용하고자 한다. ② **리주란 이후의 새로운 히트작**이 되어줄 수 있는 제품이 CTC에 있다.

생산공장 확보는 아닌듯

①의 조사 결과, **GMP 인증은 제조 공장**과 **시설 등에 대한 인증**으로, 새로 인증받기 위해서는 **최소 1~2년의 시간**이 소요된다. 만약 CTC의 공장에서 리주란 생산이 가능하다면, 시간과 돈을 아낄 수 있다. 하지만, CTC의 **홍천 공장**에서 GMP 인증을 받은 것 품목은 동물용 주사제다. 인체용 주사제인 **리주란의 생산을 위해서는 이를 위한 품목 허가**가 **추가적으로 필요하다**. 게다가 공장과 설비만을 원했다면 적대적 M&A는 ROIC가 너무 낮다. 따라서, ①은 가능성이 낮다고 판단된다.

Next 리주란은 가능성 있음!

②의 조사 결과, 동사는 현재 'Next 리주란'이 **절실한 상황**이다. 최근 CTC는 **세계 최초로 발기부전과 조루를 동시에 해결하는 복합 치료제**에 대한 **임상 3상에 성공**하였다. 국내 발기부전 치료제 시장은 약 2,500억 규모이며, 세계 시장은 3조 3천억 규모임을 고려할 때 식약처 허가만 떨어진다면, 해당 시장 내에서 점유율을 빠르게 높여갈 것으로 보이며, 동사의 Next 리주란이 되어줄 것으로 판단된다.

(3) 경영권 분쟁 시나리오

지금까지 분쟁의 역사와 동사의 속내를 파악했으니, 시나리오를 통해 이번 인수전의 승자가누가 될지에 대해 예상해보자.

증권거래법에 따르면, '경영 참여' 목적으로 5% 이상 지분을 확보한 자는 공시 이후 5거래일 간 새로 지분을 취득할 수 없다. 적대적 M&A 공격 측에서 갑작스럽게 지분을 확보할 시, 방어측에서 방어할 기간을 주는 것이다. 보통 적대적 M&A가 발생하면 방어 측은 지분을 확보해나가고, 주가는 상승하기 마련이다. 그러나 CTC의 주가는 오히려 하락하고 있으며, 거래량조차 터지지 않고 있다. 이를 통해 이민국 대표가 현재 상황에 대응할 여력이 없다고 가정한다면, 이 때 시나리오를 결정하는 존재는 前 창업주들과 SDB 이베스트먼트, 조용준 대표이다.

(+) 前 창업주들은 파마리서치 측의 편에 설 것으로 예상된다. 선후배간의 끈끈한 의리로 뭉친 창업주들 입장에서 경영권을 뺏긴 입장에서 지금의 최대주주측보단 함께 회사를 성장시켜온 전횡렬 대표 측 손을 들어줄 가능성이 높다.

(-) SDB인베스트먼트는 이민국 대표의 편에 설 가능성이 높다. SDB인베스트먼트의 최대 주주 조양식 회장이 세운 에스디바이오센서는 이민국 대표의 회사인 더브릿지에서 부자재를 구매하는 협력사이다. 게다가, 이민국 대표는 조양식 회장의 또 다른 회사인 바이오노트에 투자한 바 있다. 과거 1년간 SDB인베스트먼트와 이민국 대표가 굳이 지분 경쟁을 하지 않은 것도 둘이 우호적인 관계를 유지했기 때문이라는 의심도 가능하다.

(△) 조용준 대표는 현재로서는 어느 편을 들어줄지 판단이 어렵다. 다만, 조용준 대표의 회사인 동구바이오제약이 과거 바이오노트(조양식 회장 회사)에 30억원을 출자한 바 있는데, 그렇다고 확실하게 이민국 대표 측에 설 것으로 보긴 어렵다. 게다가, '21년 1,166,827주였던 지분이 '22년 말 기준 802,362주로 감소한 것으로 보아 현재 지분을 정리중인 것으로 보인다. 따라서, 두 진영 중에서 더 매력적인 가격을 제시하는 측의 편을 들어줄 가능성이 높다.

동사 승리 확률 높으나 사업적 시너지는 의문

이를 바탕으로, 지분율을 간단하게 계산해보자. 조용준 대표가 이민국 대표측의 편을 들어준다고 가정해도 동사쪽 지분율이 더 높으므로, 확률상 동사의 적대적 M&A 성공으로 끝날 가능성이 높다. 다만, CTC의 의약품 사업과 동사의 의료기기 사업 간의 사업적 시너지에 대한 의문이 남고, 조루 및 발기부전 복합 치료제가 확정 출시된 것이 아닌만큼, 투자 대비 그 효과에 의문이 남기는 한다.

인수 결과와 무관하게 여전히 투자 매력도 높다

한편, 이민국 대표나 SDB인베스트먼트가 CTC 인수에 적극적으로 뛰어드는 등의 이유로 CTC의 인수에 실패한다해도 동사 평균 매입단가가 현 CTC 주가보다 낮은 점을 고려한다면, 결과적으로 큰 손실은 없을 것으로 판단한다. 게다가, 동사 주가의 핵심은 결국 본사업(리쥘란)에 있으므로, 경영권 분쟁으로 인해 주가에 노이즈가 발생한다면, 오히려 전략적 매수 기회가 될 수 있을 것으로 판단한다.

3.2. 보툴리눔 균주 이슈

'18년 동사는 보툴리눔 독신을 제조, 판매하는 파마리서치바이오(前 바이오씨앤디)를 인수하였다. 보툴리눔 독신은 흔히 '보톡스'라고 불리는 미용 의약품으로, 얼굴 주름을 펴거나 사각턱, 종아리 근육 축소에 효과적이다. 보툴리눔 독신은 보툴리눔 균주를 원료로 하는데, 자연에서 얻기 힘들고, 국가 간 이동도 매우 까다로워 전 세계적으로도 보툴리눔 독신 제조의 상업화에 성공한 기업은 국내를 제외하면 단 4곳에 불과하다.

메디톡스와 대응제약의 '균주 가문' 논란	<p>국내에선 메디톡스가 최초로 보툴리눔 독신 제품인 '메디톡신'을 내놨다. 보툴리눔 균주의 이동이 엄격히 제한되기 전 미국 위스콘신대로부터 균주를 가져왔고, 이를 활용해 상업화에 성공했다. 이후 대응제약이 한국의 토양에서 균주를 얻었다며 '14년에 보툴리눔 독신 '나보타'를 출시했다. 그런데 메디톡스는 대응제약에서 자사의 퇴사자를 영입하여 균주와 제조 방식을 도용했다며 국제무역위원회(ITC)와 국내 민형사 법원 등에 제소하였다.</p>
현재까지는 대응제약과 메디톡스 1:1	<p>이렇게 '균주 가문' 논란이 불거지면서 두 회사의 싸움은 7년간 지속되었다. 결과적으로 '22년 2월, 검찰은 증거 불충분 등으로 대응제약의 편을 들어주었고, '23년 2월, 서울중앙지방법원은 메디톡스의 편을 들어주었다. 두 회사의 분쟁은 앞으로도 최소 3년에서 최대 5년은 더 지속될 전망이다. 업계 내에선 '균주 기원'에 대한 논란에서 자유로운 회사는 '메디톡스'와 '제테마' 정도라는 의견도 있다.</p>
감염병예방법 발효시, 불법 균주 취급하는 회사들 타격 있을 듯	<p>게다가 최근 '감염병의 예방 및 관리에 관한 법률 일부 개정안(감염병예방법 개정안)'이 국회복지위에 상정되었다. 비록 계속 심사 대상으로 결정나긴 했지만, 법안이 최종적으로 발효된다면 보툴리눔 균주의 모든 염기서열 정보를 질병관리청에 제출해야하고 이를 통해 그동안 논란이 됐던 국내 보툴리눔 독신 기업들의 균주 출처가 확인될 수 있다. 특히, 불법으로 균주를 취득했거나 허위 사실이 드러날 경우 품목허가를 받은 보툴리눔 독신 제품 허가가 취소될 수 있다.</p> <p>'22년 기준으로 파마리서치바이오의 매출액은 약 125억이며, 영업이익과 당기순이익은 각각 25억, 74억이다. 작년에는 파생상품평가이익이 평년에 비해 높아 당기순이익이 높게 잡힌 측면이 있지만, 지분율(47.45%)을 기준으로 계산시, 파마리서치 당기 순이익의 약 8%를 차지한다.</p>
'균주 논란'이 동사 주가에 미치는 영향	<p>만약 동사 제품의 '균주 출처'가 불법일 경우, 동사의 주가는 단기적으로 떨어질 수 있다. 하지만, 결국 주가의 핵심은 '리쥬란'에 있으므로 단기 낙폭이 있을 경우 매수하는 전략도 유효하다. 반대로 동사의 균주 출처가 합법일 경우 경쟁 환경이 개선됨을 의미하므로 동사 매출 및 주가에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다.</p>

4. 매출 추정

상기 논의에 따라, 동사의 심장인 리쥬란과 콘쥬란을 우선적으로 동사의 미래를 그려보고자 한다. 그러나 동사는 사업보고서에서 리쥬란, 콘쥬란 및 HA필러(리쥬비엘 시리즈)를 모두 통틀어 '의료기기' 항목으로만 공시하고 있으며, 수출 및 내수 비중 외에는 어떤 정보도 없다. 동사 IR 역시 특정 제품군의 매출 비중 추이에 대해서는 기업 내부사항으로 일축했다.

제한적인 정보 상황에서 가장 합리적인 추론을 이끌어 내기 위해, 기사, IR통화 기록, 주주총회 등 구할 수 있는 모든 파편화된 정보들과 가정들을 바탕으로 '18년부터 '22년까지의 과거 의료기기 내 매출 비중을 도출하였다. 추정 과정에서 의료기기 수출분은 전액 리쥬란으로 계산하였다. 일부 수출 중인 HA필러 제품의 매출은 '22년 기준 의료기기 매출 비중 8% 수준으로 미미하며, 콘쥬란은 HS CODE 조회 결과 현재 해외 수출 데이터가 전무하다.

(1) 의료기기 매출 추정 - 리주란, 콘주란 및 HA필러

리주란 매출 추정											
(단위 : 백만원)	2018	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	2023E	2024E
총리주란 매출	13,019	19,000	25,100	44,900	13,515	14,511	15,544	17,231	60,801	89,498	115,587
YoY/QoQ(%)		45.94%	32.11%	78.88%					35.41%	47.20%	29.15%
내수 리주란 매출	8,411	10,568	16,965	31,298	9,944	10,151	10,565	10,772	41,432	55,030	68,549
YoY/QoQ(%)		25.65%	60.53%	84.49%					32.38%	32.82%	24.57%
Mixed ASP(P)	130,000	130,000	130,000	130,325	133,900	136,500	139,100	141,700	137,830	146,250	149,500
리주란 HB+ 침투율(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	3.0%	5.0%	7.0%	9.0%	6.0%	12.5%	15.0%
리주란 판매량(Q)	64,699	81,292	130,500	240,153	74,262	74,365	75,954	76,022	300,604	376,270	458,524
YoY/QoQ(%)		25.6%	60.5%	84.0%		0.1%	2.1%	0.1%	25.2%	25.2%	20.0%
수출 리주란 매출	4,608	8,432	8,135	13,602	3,571	4,360	4,979	6,459	19,369	34,468	47,038
YoY/QoQ(%)		82.99%	-3.52%	67.20%					42.40%	77.96%	36.47%
태국	0	0	0	0	0	0	256	975	1,231	10,297	14,825
태국 외 국가	4,608	8,432	8,135	13,602	3,571	4,360	4,723	5,484	18,138	24,171	32,212

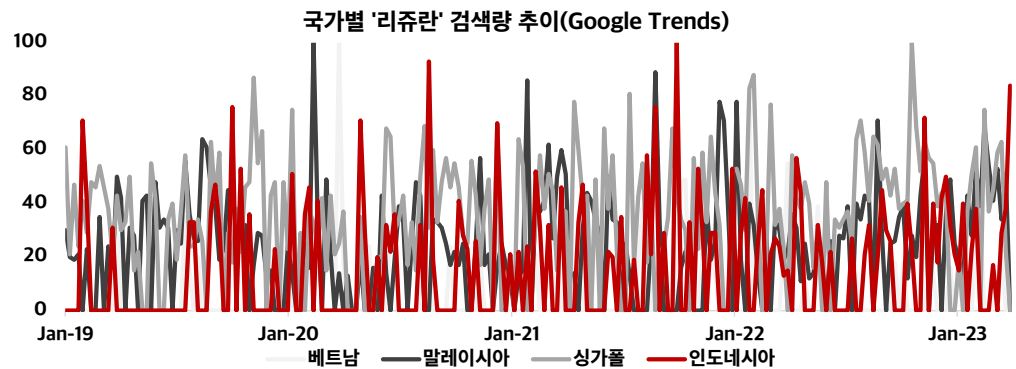
내수 리주란 매출의 경우, 리주란 시술을 진행중인 **성형외과 개원의**들을 통해 동사 대표제품이자 기본 제품군인 '리주란 힐러'의 **의원용 판매가**를 취합하였다. 동사는 리주란 대량 구매시 판가 할인을 진행하여, **평균적으로 2cc당 11만~15만원 사이의 판가**가 형성되어 있음을 확인하였다. 이를 감안하여 밴드 내 평균치인 13만원으로 P를 두고 Q를 추정하였다. 앞서 언급했듯 가격이 **두 배 수준**인 동사의 **리주란 HB+의 침투율**이 올라오면서 동사의 P와 마진율이 향상되는 상황이다. 개원의들을 통해 현재 기준으로 리주란HB+가 전체 리주란 판매량 중 약 **10%~15%**를 차지한다고 파악하였고, 이에 따라 리주란 HB+가 출시된 '21년 4분기부터 '22년 말까지 **선형적으로 10%의 점유율 상승**을 이루었다고 가정, '24년에 15%의 점유율을 달성할 것이라 가정하고 P를 추측하였다.

Q의 경우, 투자포인트에서부터 지속적으로 설명했듯 ① **시장 자체의 성장성** ② **선두주자**로서의 확고한 위치 ③ **리오프닝과 돌아오는 의료여행객 수요에 동사의 생산능력까지 뒷받침**되면서 현재의 동사의 Q 성장성에 치명적인 걸림돌이 될 만한 요소는 많지 않다. 다만 후발주자들의 존재와 소비재라는 특성이 가져다 주는 리스크를 고려, **최근 5개년 중 가장 낮은 25.3%**를 '23년 Q 증가치에 부여하고 '24년은 해당 수치에 할인된 성장률을 적용하였다.

동사의 Re-rating을 책임질 수출 리주란 매출의 경우, 강력하게 개화하는 **태국**과 성장 잠재성을 지닌 **태국 외 국가**로 나누어 추정에 접근하였다. 그러나 현재 유의미한 태국 수출 데이터는 **약 7개월 뿐**으로, 매우 가파른 성장추세가 언제까지 이어질지 추측하는 것은 사실상 **불가능**에 가깝다. 여타 특신, 필러 기업의 신사업 매출 추이를 레퍼런스 삼는 것도 고려했으나 제품군, 시장 차이 등의 노이즈로 인해 과도하게 왜곡된 추정이 될 수 있다고 판단하였다.

따라서 앞서 언급했듯, 본 보고서는 리주란이 크게 성공한 **내수 시장의 조건들을 모두 갖추고 있는 곳**이 바로 **태국**이라고 판단하는 바, 동사가 처음 리주란을 출시하고 본격적으로 궤도에 오르기가까지 '15~'17년의 3년간의 동사 'PDRN/PN 제품군' **3개년 매출 성장률(38%)**을 현재 태국 TRASS 수출 데이터에 적용하여 '23년과 '24년의 매출에 적용한다. **무명에서부터 시작**해야 했던 동사의 리주란과 다르게, 매우 **우호적인 환경과 레퍼런스**를 지니고 있는 태국 시장에서 보여줄 리주란의 퍼포먼스를 상상하면, 동사의 과거 매출 성장세를 적용하는 것은 절대 무리한 추정이 아니다.

태국 외 시장의 성장세 역시 절대 무시할 수 없다. 투자포인트에서 언급했듯 인도네시아를 비롯한 말레이시아, 싱가포르, 베트남에는 **이미 리주란이 진출**했으며, 지난 **5년간 4배**에 가깝게 매출 성장하며 **포텐셜을 실시간으로 증명**하고 있다. 그러나 명확한 추정이 어려운 상황에서 강력하게 참고할 수 있는 지표는 소비자의 관심이다. 무엇보다 중요한 것은 리주란이 한류의 붐을 타고 일어난 '반짝' 클리닉이 아닌, '리주란' 자체에 대한 지속적인 관심의 환기인 것이다.



그를 증명하듯 리쥘란이 본격적으로 동남아에 진출한 후, 약 4년간 리쥘란은 국가를 불문하고 지속적인 관심을 받고 있다. 필연적으로, 또 급속도로 성장하며 급격한 트렌드 변화를 겪는 뷰티 시장에서 소비자들의 지속적인 피드백은 곧 담보된 성장이다. 심지어 코로나 이후의 리오프닝과 해당 국가에서의 뷰티 시장의 성장세 역시 무시할 수 없다. 상기한 논리를 십분 반영해 본 보고서는 현재 태국 외 국가에서 리쥘란이 현재의 성장성을 유지할 수 있을 것이라 주장하며 태국 외 국가에서의 과거 5개년 성장률을 차후 매출에 그대로 반영해 추정한다

콘쥘란 매출 추정 및 HA 필러 매출 추정 (단위 : 백만원)											
	2018	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	2023E	2024E
콘쥘란 매출	0	7,796	21,480	27,273	7,860	8,588	4,764	11,851	33,063	37,692	42,968
YoY/QoQ(%)			175.51%	26.97%					21.23%	14.00%	14.00%
시술 1회당 매출(P)		200,000	45,000	45,000	45,000	45,000	45,000	45,000	45,000	45,000	45,000
시술 회수(Q)		38,982	477,336	606,066	174,666	190,839	105,870	263,354	734,729	837,591	954,854
1인당 연 시술 회수		1.00	5.33	5.22					5.22	5.22	5.22
시술환자수	0	38,982	89,557	116,105					140,753	160,458	182,922
총 환자수	3,870,000	4,042,159	3,824,113	3,994,333					4,042,159	4,042,159	4,042,159
시장 침투율	0.00%	0.96%	2.34%	2.91%					3.48%	3.97%	4.53%
HA 필러 매출	680	2,041	3,401	4,081	1,292	1,428	2,585	2,857	8,162	8,162	8,162
YoY/QoQ(%)			66.67%	20.00%					100.00%	0.00%	0.00%

콘쥘란 매출을 추정하기 위해, 콘쥘란 매출의 주요 고객인 퇴행성 관절병증 연도별 환자 수를 추론하고, 시장 침투율을 통해 접근하였다. 총 환자 수와 1인당 연 시술 횟수는 국민관심질병통계청 자료의 연도별 청구건수를 환자 수로 나누어 1인당 청구건수를 도출해 적용하였고, 콘쥘란의 보험적용이 6개월간 5회인 만큼 '21년 자료의 5.22회가 크게 이격되지 않는다고 판단, 그대로 24년까지 flat 적용하였다.

미 류머티즘 협회의 HA관절강주사 지양 권장과 경쟁이 적은 PN관절강주사 시장은 HA관절강주사 시장을 대체하며 '24년까지 꾸준하게 성장 가능하다. 최근 3개년의 시장 침투율 증가세를 '23, '24년에 적용하였고, 언론보도 종합 가이드스 중 "4000억 규모 관절강주사 시장에서 10% 점유율 가능"이라는 언급을 토대로 Cross-check 결과, '24년의 430억 규모 콘쥘란 매출이 무리한 추정이 아니라고 판단하였다. HA필러 사업부(클레비엘, 리쥘비엘 시리즈)의 경우 경쟁강도가 높은 산업군 특성, 미미한 매출 비중에 따라 flat 처리하였다.

(2) 화장품 매출

앞서 투자포인트에서 언급했듯 지난 3년간 동사의 화장품 라인업은 마치 코로나가 없었던 것처럼 성장해왔는데, 이는 전적으로 리쥘란이라는 브랜드의 이미지, 그리고 효능에 기인한다. 이를 반영하듯 화장품 부문의 매출이 동사의 리쥘란 매출과 매우 높은 상관계수를 지니기에, (내수-내수/수출-수출 모두 0.96 수준) 리쥘란 매출의 성장세를 그대로 반영하여 추정한다.

이미 화장품 매출의 상당 부분이 수출에서 나온다는 점, 그리고 최근 5년간 동사 리쥬란 부문보다 강력한 성장세를 보여준 바 있어 리쥬란 매출의 성장세를 그대로 부여하는 것은 무리한 추정이라고 판단한다.

화장품 매출 추정											
(단위 : 백만원)	2018	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	2023E	2024E
화장품	5,868	12,720	16,753	27,165	8,871	10,008	10,590	8,956	38,425	60,680	80,111
YoY/QoQ(%)		116.8%	31.7%	62.2%	22.6%	12.8%	5.8%	-15.4%	41.5%	57.9%	32.0%
내수	2,689	4,703	7,531	11,307	2,931	4,233	4,630	5,265	17,059	22,658	28,224
YoY/QoQ(%)		74.9%	60.1%	50.1%	3.5%	44.4%	9.4%	13.7%	50.9%	32.8%	24.6%
수출	3,179	8,017	9,222	15,858	5,941	5,774	5,960	3,691	21,366	38,022	51,887
YoY/QoQ(%)		152.2%	15.0%	72.0%	34.9%	-2.8%	3.2%	-38.1%	34.7%	78.0%	36.5%

(3) 의약품 및 기타 사업부

의약품 및 기타 사업부 매출추정												
(단위 : 백만원)	2018	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	2023E	2024E	
의약품	42,626	39,687	39,142	44,352	12,047	11,025	11,282	11,265	45,619	33,697	33,697	
YoY/QoQ(%)		26.0%	-6.9%	-1.4%	13.3%	10.2%	-8.5%	2.3%	-0.2%	2.9%	-26.1%	0.0%
내수	40,250	38,420	31,492	31,596	7,377	8,050	8,045	7,849	31,321	31,321	31,321	
수출	2,376	1,267	7,650	12,756	4,670	2,975	3,237	3,416	14,298	2,376	2,376	
기타	2,087	2,628	2,870	6,312	1,683	4,141	1,410	1,455	8,689	8,048	8,048	
YoY/QoQ(%)		232.9%	25.9%	9.2%	119.9%	-25.8%	146.0%	-66.0%	3.2%	37.7%	-7.4%	0.0%
내수	1,515	2,487	2,772	6,042	1,014	4,024	1,310	1,269	7,617	7,617	7,617	
수출	572	141	98	270	669	117	100	186	1,072	431	431	

동사의 의약품 내수 사업부는 정해진 유통망 하에서 병원들에게 공급되는 양이 정해져 있어 매출의 변화가 크지 않다. '19년에서 '20년으로 넘어가는 과정에서 동사의 '자닥신'에 이슈가 발생하면서 매출이 빠진 이후로 큰 변화 양상이 없는 바 '22년 수치 flat 처리하였다. 수출 사업부의 경우 동사의 수출 전용 보툴리눔 독신인 '리엔톡스'가 존재한다. Issue & Risk에서도 다루었지만 현재 진행 중인 감염병예방법 개정안 관련 리스크를 확실히 반영하는 것이 낫다고 판단, 동사가 '19년 2월 보톡스 출시하기 이전인 '18년도의 매출 수준에서 flat 처리하였다.

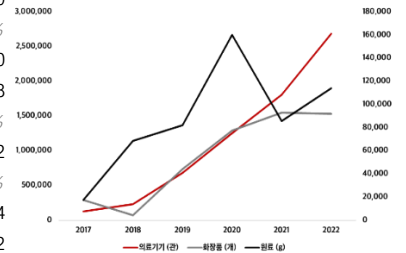
기타 사업부는 동사의 연결자회사에서 생산하는 제품 매출로, 매출 비중이 미미하고 확실한 아이템 존재치 않아 꾸준히 성장한 내수 사업부는 '22년 수준에서 flat, 변동성이 큰 수출 사업부는 최근 5개년 average flat 처리하였다. 상기 논의를 모두 조합한 최종 매출추정 Table은 다음과 같다.

동사 연결매출추정												
(단위 : 백만원)	2018	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	2023E	2024E	
합계	64,280	83,872	108,746	154,083	45,269	49,700	46,175	53,615	194,759	237,776	288,574	
YoY/QoQ(%)		18.0%	30.5%	29.7%	41.7%	7.7%	9.8%	-7.1%	16.1%	26.4%	22.1%	21.4%
내수	53,545	66,015	83,641	111,597	30,418	36,474	31,899	39,863	138,654	162,479	186,842	
수출	10,735	17,857	25,105	42,486	14,850	13,227	14,276	13,752	56,105	75,297	101,732	
의약품	42,626	39,687	39,142	44,352	12,047	11,025	11,282	11,265	45,619	33,697	33,697	
YoY/QoQ(%)		26.0%	-6.9%	-1.4%	13.3%	10.2%	-8.5%	2.3%	-0.2%	2.9%	-26.1%	0.0%
내수	40,250	38,420	31,492	31,596	7,377	8,050	8,045	7,849	31,321	31,321	31,321	
수출	2,376	1,267	7,650	12,756	4,670	2,975	3,237	3,416	14,298	2,376	2,376	
의료기기	13,699	28,837	49,981	76,254	22,667	24,527	22,893	31,939	102,026	135,352	166,717	
YoY/QoQ(%)		24.0%	110.5%	73.3%	52.6%	4.9%	8.2%	-6.7%	39.5%	33.8%	32.7%	23.2%
내수	9,091	20,405	41,846	62,652	19,096	20,167	17,914	25,480	82,657	100,883	119,680	
리쥬란	8,411	10,568	16,965	31,298	9,944	10,151	10,565	10,772	41,432	55,030	68,549	
큰쥬란	0	7,796	21,480	27,273	7,860	8,588	4,764	11,851	33,063	37,692	42,968	
HA필러	680	2,041	3,401	4,081	1,292	1,428	2,585	2,857	8,162	8,162	8,162	
수출(리쥬란)	4,608	8,432	8,135	13,602	3,571	4,360	4,979	6,459	19,369	34,468	47,038	
태국	0	0	0	0	0	0	256	975	1,231	10,297	14,825	
태국 외 국가	4,608	8,432	8,135	13,602	3,571	4,360	4,723	5,484	18,138	24,171	32,212	
화장품	5,868	12,720	16,753	27,165	8,871	10,008	10,590	8,956	38,425	60,680	80,111	
YoY/QoQ(%)		-34.7%	116.8%	31.7%	62.2%	22.6%	12.8%	5.8%	-15.4%	41.5%	57.9%	32.0%
내수	2,689	4,703	7,531	11,307	2,931	4,233	4,630	5,265	17,059	22,658	28,224	
수출	3,179	8,017	9,222	15,858	5,941	5,774	5,960	3,691	21,366	38,022	51,887	
기타	2,087	2,628	2,870	6,312	1,683	4,141	1,410	1,455	8,689	8,048	8,048	
YoY/QoQ(%)		232.9%	25.9%	9.2%	119.9%	-25.8%	146.0%	-66.0%	3.2%	37.7%	-7.4%	0.0%
내수	1,515	2,487	2,772	6,042	1,014	4,024	1,310	1,269	7,617	7,617	7,617	
수출	572	141	98	270	669	117	100	186	1,072	431	431	

5. Valuation - Historical PER Method

5.1. 매출원가 추정

매출원가 추정								
(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	54,470	64,281	83,872	108,746	154,083	194,759	237,776	288,574
매출원가	18,405	26,064	33,766	35,850	45,750	53,246	57,031	67,773
매출원가율 (%)	33.8%	40.5%	40.3%	33.0%	29.7%	27.3%	24.0%	23.5%
원재료비	16,732	16,675	19,831	19,415	25,643	27,383	28,992	35,186
% of sales	30.7%	25.9%	23.6%	17.9%	16.6%	14.1%	12.2%	12.2%
인건비	2,942	2,818	4,913	7,129	8,732	12,466	14,552	17,661
% of sales	5.4%	4.4%	5.9%	6.6%	5.7%	6.4%	6.1%	6.1%
감가상각비	709	760	2,789	2,968	3,208	3,354	4,095	4,970
% of sales	1%	1%	3%	3%	2%	2%	2%	2%
무형자산상각비	0	0	0	0	-19	9	0	0
지급수수료	393	371	594	1,066	2,064	2,623	2,248	2,728
% of sales	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
지급임차료	10	76	206	339	216	327	397	482
% of sales	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
외주가공비	1,366	5,004	2,372	3,390	3,701	5,994	5,994	5,994
기타	-3,746	360	3,062	1,542	2,205	1,089	752	752



매출원가 중 절반 이상의 금액이 원재료비에서 매년 발생하는 만큼, 원재료비는 금액적 중요성이 매우 높은 계정이다. 동사의 주요 원재료는 PDRN과 PN으로, '22년 기준 원재료의 75%를 차지하며, 콘주란, 리주란(의료기기), 리주니넥스, 리안, 플라센텍스(의약품)의 원재료로 쓰인다. 그러나 PDRN과 PN은 연어의 정액에서 추출한 DNA 조각인만큼, 해당 원재료를 개발한 이탈리아의 마스텔리조차 이를 제공하고 있지 않기에 가격 트래킹이 불가능하다.

다만, 매출액 대비 원재료비의 비중(% of sales)를 보면, 매년 줄어드는 원재료비 비중이 돋보인다. 본 보고서는 해당 원인을 '자체 생산'과 '매출 비중 변화'에서 발견하였다.

자체 생산의 경우, 동사의 사업보고서에서 '당사의 주요 원재료인 PDRN, PN, NaDNA는 현재 당사의 API 제조소로부터 직접 생산'함을 명시하고 있으며, IR에서는 원재료 매입보다 자체 생산이 더욱 많다고 밝힌 바 있다. 또한 매출 비중 변화도 한 몫 하였는데, 원가율이 높은 의약품 대비 원가율이 비교적 낮은 의료기기 및 화장품 사업부의 매출 비중이 증가하며 원재료비 비중이 감소한 것으로 보인다.

즉, 자체 생산으로 인한 원재료비 절감, 그리고 의료기기 및 화장품 사업부의 매출 비중 증가는 앞으로도 동사가 걸어갈 길인만큼, 원재료비 비중은 계속해서 개선될 것이다.

이는 1공장과 2공장의 생산실적에서도 드러난다. 아래 그래프는 1공장, 2공장의 생산실적을 합한 값이다. '21년의 원료 생산실적 하락은 '20년, 코로나로 인해 증가한 '20년 이후의 원재료 재고자산에 기인한 것이며, 이례적인 해당 수치를 제외하고 보면, 지속적으로 증가하는 원재료 생산실적을 확인할 수 있다. 추세상, 원재료비 비중이 더욱 하락할 것이라 보는 것이 합리적이거나, 보수적 추정을 위하여 가장 최근인 4Q22의 원재료비 비중을 적용했다.

매출원가 중 인건비는 매출액에 연동하였다. 내수 성장, 태국, 동남아, 중국향 수출 증가로 Q 증가가 예견된 상황에서, 공장 생산인구의 인건비가 매출에 따라 증가하는 것은 당연하다.

외주가공비는 자회사인 파마리서치바이오에 지불하는 비용으로, 파마리서치바이오는 리엔톡스라는 보톡스를 만드는 기업이다. 메디톡스와 대웅제약 관련 균주 전쟁이 일어나고 있는 현재, 파마리서치바이오의 미래를 예측하기 어렵기 때문에 외주가공비는 '22년 flat하였다.

5.2. 판매비와관리비 추정

판매비와관리비 추정												
(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2023E	2024E
매출액	54,470	64,281	83,872	108,746	154,083	194,759	45,269	49,700	46,175	53,615	237,776	288,574
판매비와관리비	21,221	29,513	31,043	39,471	55,844	75,597	16,691	18,505	17,282	23,118	100,488	121,723
% of sales	39%	46%	37%	36%	36%	39%	37%	37%	37%	43%	42%	42%
인건비	5,649	10,044	10,751	13,164	18,205	22,520	4,223	5,025	4,684	8,589	28,093	34,095
% of sales	10%	16%	13%	12%	12%	12%	9%	10%	10%	16%	12%	12%
여비교통비	587	751	828	685	888	1,498	291	396	468	343	2,064	2,505
	1%	1%	1%	1%	1%	1%					1%	1%
감가상각비	501	1,526	1,356	1,799	2,752	3,588	727	855	960	1,047	4,040	4,902
	1%	2%	2%	2%	2%	2%					2%	2%
무형자산상각비	97	2,731	3,538	3,593	3,592	3,796	894	1,049	913	941	4,634	5,624
	0%	4%	4%	3%	2%	2%					2%	2%
대손상각비	2,807	427	-333	-1,309	-384	290	-49	-14	83	270	0	0
지급수수료	2,220	4,426	3,538	5,844	10,646	10,959	2,149	2,695	2,713	3,402	16,370	19,867
% of sales	4%	7%	4%	5%	7%	6%	5%	5%	6%	6%	7%	7%
지급임차료	59	231	37	112	42	-140	15	-48	62	-169	57	57
경상연구개발비	4,497	4,043	5,614	5,543	6,738	8,702	2,192	2,171	2,027	2,311	10,624	12,893
% of sales	8%	6%	7%	5%	4%	4%	5%	4%	4%	4%	4%	4%
세금과공과	112	191	-419	240	314	649	38	31	224	356	181	181
접대비	252	290	327	419	463	471	107	121	112	131	371	371
도서인쇄비	86	133	95	71	73	119	16	26	23	54	96	96
소모품비	67	596	337	311	518	491	101	141	181	68	387	387
광고선전비	3,124	2,397	2,918	5,711	9,339	18,381	5,283	5,017	3,597	4,484	27,749	33,678
% of sales	6%	4%	3%	5%	6%	9%	12%	10%	8%	8%	12%	12%
기타일반관리비	1,164	1,726	2,458	3,287	2,658	4,272	704	1,039	1,236	1,293	5,823	7,067
% of sales	2%	3%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	3%	2%	2%	2%

소비재 기업이기에, 인건비, 지급수수료, 광고선전비에 주목해야 한다. 리쥬란 HB plus를 홍보하기 위해 영업에 투자하던 '21년과 같이 해당 항목으로 영업망에 대한 투자가 가능하다.

인건비의 경우, '18년 이례적 비용 증가는 바이오씨앤디 인수로 인한 결과이므로, 이를 제외하고 앞서 리쥬란 HB plus를 홍보하던 '21년의 매출 대비 비중을 부여하였다. 반면, 지급수수료가 '수출 확장'에 가장 중요한 key인데, 투자포인트에서 서술했듯, 수출하고자 하는 나라의 주요 의료 유통업체에 영업을 맡기기 마련이기 때문이다. 고로, 수출 비중이 17%에서 30%까지 증가했던 '18년의 매출 대비 비중을 적용한다.

경상연구개발비는 개별적 식별 가능하고, 자원에 대한 통제 및 미래의 경제적 효익이 확실하다는 조건이 충족되지 않은 경우에 인식되는 계정이다. 경상연구개발비의 비중이 확실하게 감소하는 추세에 있는 만큼, 보수적으로 '22년의 매출액 대비 비중을 flat하였다.

광고선전비는 아래와 같이 리쥬란을 홍보하기 시작한 후에 3년간 매우 크게 증가하는 양상을 보인다. 현재에도 리쥬란이 동사의 실적을 견인하는 만큼, 매출액 대비 광고선전비의 비중이 가장 높았던 1Q22의 매출액 대비 비중을 반영하였다.

광고선전비 추정			
년도	광고영상	광고영상 개수	광고선전비 (백만 원)
2017	리안정안액 (일반)	3	3,124
2018	턴오버, 리턴 앰플 (박지윤)	2	2,397
2019	턴오버앰플 (진구)	7	2,918
2020	리쥬란 (수애), 패러디영상	11	5,711
2021	리쥬란 (수애, 스포츠 마케팅), 리안 정안액 (패러디)	21	9,339
2022	리안 (라디오, 김세연), 리쥬란 (스포츠마케팅)	11	18,381
2023 (ytđ)	리쥬란 (차예린, 주상욱)	3	(추정)

5.3. 영업외손익 추정

영업외손익은 대부분 합리적 추정이 불가능하여 average나 0처리 해주었다. 다만, **이자비용의 경우, 이자발생부채를 통해 유효이자율을 계산 후 추정하여 반영해주었다.** (Appendix.)

영업외손익 추정								
(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업외손익	906	6,652	447	-1,987	2,877	-9,048	-3,398	-4,930
금융손익	1,677	8,646	853	214	3,274	-3,860	-1,715	-3,247
금융수익 (+)	3,491	10,243	4,110	3,498	5,185	7,819	7,160	7,160
이자수익	2,804	2,529	2,208	2,098	3,726	5,272	5,818	5,818
yoy (%)		-10%	-13%	-5%	78%	41%	10%	0%
금융자산평가이익	0	201	647	560	1,041	205	442	442
금융자산처분이익	0	128	0	0	49	760	156	156
전환권대가평가이익	0	6,991	23	0	0	0	0	0
외환차익	263	156	222	737	232	1,208	470	470
외화환산이익	181	238	943	104	136	36	273	273
기타	242	0	67	0	0	337	0	0
금융원가 (-)	1,814	1,597	3,258	3,284	1,910	11,678	8,875	10,406
이자비용	8	804	2,343	1,787	1,314	3,830	7,127	8,659
금융자산평가손실	7	184	212	806	297	3,048	1,091	1,091
금융자산처분손실	1,045	0	0	15	87	182	57	57
장기금융상품평가손실	1	304	85	0	0	0	0	0
파생상품평가손실	0	0	0	0	0	3,582	0	0
외환차손	228	154	273	442	210	987	382	382
외화환산손실	525	150	345	235	2	50	218	218
기타손익	-771	-1,994	-406	-2,201	-397	-5,188	-1,683	-1,683
기타수익 (+)	538	292	399	0	696	422	395	395
유형자산처분이익	0	1	17	0	0	50	0	0
무형자산처분이익	0	0	0	0	230	25	0	0
매도가능금융자산처분이익	538	0	0	0	0	0	0	0
잡이익	0	73	80	4,930	378	284	1,864	1,864
기타	0	218	302	0	89	62	112	112
기타비용 (-)	1,309	2,286	805	2,201	1,093	5,610	2,078	2,078
기부금	341	572	434	502	131	176	359	359
재고자산평가손실	82	418	332	0	0	0	0	0
유형자산처분손실	2	78	10	0	0	189	46	46
무형자산상각차손	881	1,036	0	1,246	840	5,111	1,519	1,519
잡손실	3	169	29	85	122	84	82	82
기타	0	12	0	368	0	50	72	72

5.4. 법인세비용 추정

'22년 이전과 이후 한계세율을 과세표준에 따라 달리 적용하여 법인세비용을 도출하였다.

법인세비용 추정								
(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
법인세비용차감전순이익	15,396	14,364	18,529	39,537	56,033	54,048	83,656	104,008
2억원 이하							20	20
2억원 초과 200억원 이하							4,138	4,138
200억 초과 3000억원 이하							N/A	N/A
3000억원 초과							N/A	N/A
법인세비용	2,879	3,099	3,678	7,085	9,210	10,614	4,158	4,158

5.5. 연결손익계산서 추정

이에 따라, 최종 연결손익계산서는 아래와 같다.

추정 연결손익계산서								
(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	54,470	64,281	83,872	108,746	154,083	194,759	237,776	288,574
yoy (%)		18.0%	30.5%	29.7%	41.7%	26.4%	22.1%	21.4%
매출원가	18,405	26,064	33,766	35,850	45,750	53,246	57,031	67,773
yoy (%)		41.6%	29.6%	6.2%	27.6%	16.4%	7.1%	18.8%
매출총이익	36,065	38,217	50,106	72,896	108,333	141,513	180,746	220,801
GPM (%)		59.5%	59.7%	67.0%	70.3%	72.7%	76.0%	76.5%
판매비와관리비	21,221	29,513	31,043	39,471	55,844	75,597	100,488	121,723
영업이익	14,844	8,704	19,062	33,426	52,489	65,916	80,257	99,078
OPM (%)		13.5%	22.7%	30.7%	34.1%	33.8%	33.8%	34.3%
영업외손익	906	6,652	447	-1,987	2,877	-9,048	-3,398	-4,930
법인세비용차감전순이익	15,396	14,364	18,529	39,537	56,033	54,048	83,656	104,008
법인세비용	2,879	3,099	3,678	7,085	9,210	10,614	4,158	4,158
당기순이익 (A)	12,517	11,265	14,851	32,452	46,824	43,434	79,498	99,850
지배기업의 소유주에게 귀속되는 당기순이익 (B)	12,956	14,408	16,667	32,774	46,689	40,577	74,268	93,281
A/B	97%	78%	89%	99%	100%	107%	107%	107%
NPM (%)	23.8%	22.4%	19.9%	30.1%	30.3%	20.8%	31.2%	32.3%

5.5. Valuation - Historical PER Method

(1) Valuation 선정 논리

본 보고서는 PER Method를 이용하여 동사의 Valuation을 추정하였다. 동사는 타 미용의료기기 기업 대비 낮은 수출 비중으로 인해 낮은 Multiple을 부여받아왔으나, 상술했듯 해당 요인의 해소로 인해 Re-rating될 예정이다. 또한, 리쥘란이 견인하는 수출의 폭발적 성장과, 중국 리오프닝으로 인한 내수 성장 및 화장품 성장, 기타 사업(의약품)의 안정적 성장으로 매출과 이익이 어느 때보다 기대되는 해인만큼, 이를 반영하는 PER Method가 적합하다 판단하였다.

동사는 주사기로 시술을 하기 때문에, 장비로 lock-in시킨 뒤 소모품으로 주 매출을 발생시키는 BM이 아닌, 제품의 품질과 레퍼런스로 승부하는 BM을 가지고 있다. 고로, 동사의 Peer는 주사기로 시술하는 보톡스, 필러 시장의 참여자들이다. 그러나, 보톡스 및 필러 시장은 ① 성장성이 둔화되었고, ② 경쟁강도가 매우 높아 압도적 경쟁력을 갖춘 동사가 시장 자체를 개화시키고 있는 스킨부스터와는 확연히 다른 특성을 가진다. 결국 Peer보다는 스킨부스터 시장의 특성을 가장 잘 반영해줄 수 있는 동사의 Historical PER Method를 선정했다.

지속적인 성장세를 보이기 위해 '23년-'24년 순이익을 추정해주었지만, 소비재는 소비자의 마음에 따라 P, Q가 결정나는만큼, 실적 예상치와 실제 수치가 괴리가 크다. 고로, '24년 EPS보다는 8개월 내에 실현될 '23년 EPS에 12MF PER을 적용하여 곱해주었다. 이는 곧 '23년 초, 즉 현재 주가와 현재 목표 주가 간의 괴리를 확인할 수 있는 것이다.

(2) Target Multiple 선정

다음의 세 가지 이유로, 동사의 현재는 '21년 10월-11일의 동사와 맞닿아있다.

① 보톨리눔 이슈

현재, 메디톡스가 대응제약과의 '보톡스 6년 전쟁'에서 승리하면서, 군주의 출처가 확실한 제테마를 제외한 모든 보톨리눔 독신 업체에 비상이 걸렸다. 해당 업체에 투자하는 투자자들조차 투자처의 군주 출처, 소송 여부, 또 얼마나 걸리고 어떤 판결이 내려질지 모르는 상황이라, 불확실성이 크게 존재하는 상황이다. 동사의 자회사 또한 타 업체와 별 다를 바 없다.

'21년 10-11월 당시, 식약처가 파마리서치바이오를 제제하며 품목허가 취소, 회수, 폐기 절차에 착수한다고 발표하였다. 국가출하승인을 받지 않고, 보톨리눔 독신 제품을 국내에 판매했다는 것이 그 까닭이었으며, 현재까지도 해소되지 않았다.

매출액 기준으로, 실제 파마리서치 실적에 미칠 영향은 미미하나, 투자자들의 심리에 영향을 미치는 동일한 trigger를 가지고 있다. 고로, '21년 11월의 멀티플을 적용할 경우, 보톨리눔 이슈에 따른 할인이 필요없다.

② 새로운 시장 수출

태국 시장은 당연히 중국 시장 수출에 대한 기대감이 있었던 당시와 멀티플을 비교할 수는 없다. 고로, 태국 시장과 비슷한 시장 크기에 진출한 사례를 찾고자 노력하였다.

현재, 투자포인트 전반에서 지속적으로 강조한 내용은 '태국향 리쥘란 수출'이었다. 투자포인트에서 태국향 매출 증가는 예정된 결과임을 밝힌 바, Valuation 부분에서는 생략하겠다.

‘21년 10-11월 당시, 동사는 콘쥘란 입지를 구축하기 위해 파트너사들과 종합병원향 공동 마케팅을 실시하였다. 당시 퇴행성 관절염 주사시장의 콘쥘란 침투율은 아직 10% 미만이었기에, 초기 시장이라 판단 가능한 수준이었다. 영업망 구축을 통한 콘쥘란의 시장 침투율 증가에 대한 기대감이 반영된 시점이라 볼 수 있다.

태국 리쥘란과 내수 콘쥘란의 사례는 비슷한 양상을 지닌다. 첫 번째, **태국 리쥘란 타겟 시장과 콘쥘란 내수 타겟 시장의 규모가 비슷하다.** 태국 피부클리닉 시장 규모는 1조 686억원인데, 이 중 70%를 보톡스, HA필러, 레이저가 차지한다. 나머지 30%가 동사가 침투 가능한 시장이라 가정할 때 505억의 시장규모(현재)가 동사를 기다리고 있다. 내수 콘쥘란의 경우, 대체 관계에 있는 HA 시장이 400억원 규모인만큼, 해당 시장을 침투하며 성장할 수 있다.

두 번째, **태국 리쥘란은 현재의, 내수 콘쥘란은 ‘21년의 주요 주가 trigger였다.** 현재에는 애널리포트들이 리쥘란에 대해 입모아 이야기하지만, 당시만 해도 리쥘란과 콘쥘란이 동등한 무게감을 가졌다. 즉, 콘쥘란의 시장 진출은 당시에 주가에 지대한 영향을 미쳤을 것이다.

③ 새로운 성장동력

현재, 동사는 의외로 강력하게 성장할 무기를 갖추고 있으니, 바로 ‘화장품’이다. 투자자라면, 중국 리오프닝에 대해 사람들이 얼마나 열광하는지 느꼈을 것이다. 동사의 화장품 사업은 중국 봉쇄로 후퇴하던 화장품 시장에서도 굳건히 성장하였다. 그런데 중국이 열리면 동사의 화장품 사업은 얼마나 성장할 수 있을까? 리쥘란, 콘쥘란 외 새로운 성장 동력이 될 것이라는 점에는 의심의 여지가 없다.

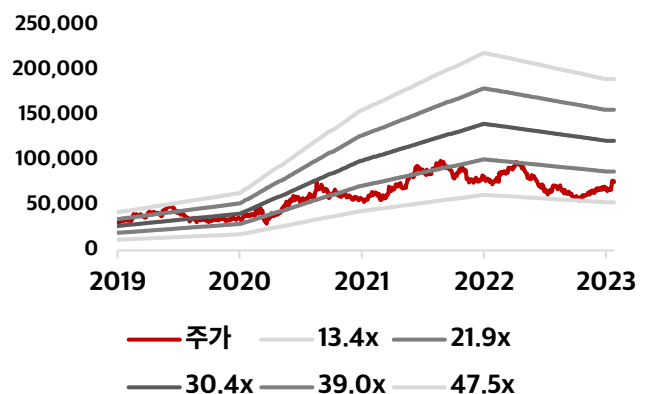
‘21년 10-11월 당시, 리쥘란 HB Plus가 ‘21년 11월 출시되었다. 리쥘란 HB Plus는 기본 리쥘란 제품 대비 2배 비싼 제품이지만, ‘너무나도 아픈’ 리쥘란의 거대한 약점을 효과적으로 커버한 제품이다. 수요가 폭발할 것은 당연했고, ASP 상승은 자연스레 뒤따라오는 결과였다. 당시 신제품을 통한 주가 리레이팅이 어느 정도 일어났을 것이라 예상한다.

상황은 유사하지만, 동사의 현재가 리레이팅 받기에 더욱 좋은 환경이다. 동사의 고질적인 ‘내수 비중 큰 기업’이라는 문제점을 태국이 나서서 해결해주었고, 중국 리오프닝이라는 테마도 동사를 기다리고 있기 때문이다. 고로, ‘21년 10월-11월 평균 12MF PER을 부여하는 것은 무리한 추정이 아니라 판단하였다.

앞선 논의를 종합하여, 2023F EPS 7,442원에, Target Multiple PER 15.0x를 적용한, 목표주가 111,600원, 상승여력 28%의 투자 의견 BUY를 제시한다.

Valuation - Historical PER Method (2023E) -12MF

2023E 당기순이익 (단위: 백만 원)	74,268
유통가능주식수 (단위: 주)	9,975,913
2023E EPS (단위: 원)	7,445
Target PER	15.0x
목표주가 (단위: 원)	111,600
현재주가 (단위: 원)	86,800
상승여력	29%



6. Appendix

App 1. 재무상태표

재무상태표 - 연결						
(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
자산						
유동자산	112,335	105,769	104,473	127,404	206,792	247,345
현금및현금성자산	16,990	21,096	19,738	26,715	41,674	72,931
단기금융상품	34,582	23,104	3,000			
유동성금융자산	36,040	31,197	46,292	52,552	115,123	111,412
매출채권	14,975	15,860	20,197	22,827	27,741	32,304
유동성기타채권	3,383	1,368	375	3,516	2,749	3,930
재고자산	5,119	12,294	13,928	20,781	17,342	24,453
기타유동자산	1,247	836	926	1,005	2,142	2,134
당기법인세자산		15	17	8	19	181
비유동자산	76,698	152,419	165,453	192,428	220,855	230,711
장기금융상품	10,390	79	397			
기타채권	264	1,349	3,899	963	6,122	6,099
기타자산		1,111	1,281	560	2,192	3,085
금융자산	27,918	27,178	27,394	30,338	30,724	29,030
관계기업 및 종속기업투자	4,961	8,146	11,564	12,173	14,186	11,688
유형자산	27,179	66,064	73,886	94,046	109,481	117,960
투자부동산	1,780	1,747	1,196	11,884	12,195	14,344
무형자산	3,320	45,718	43,543	39,303	42,788	37,826
이연법인세자산	887	1,027	2,292	3,162	3,166	8,667
파생상품자산						2,011
자산총계	189,034	258,188	269,925	319,831	427,647	478,055
부채						
유동부채	6,863	15,480	18,590	35,849	48,005	54,253
매입채무	1,732	4,457	5,359	1,876	2,939	3,527
유동성기타채무	2,299	5,239	4,451	6,054	14,154	16,747
단기차입금				15,000	15,800	15,550
기타유동부채	498	976	467	265	1,494	1,414
기타유동금융부채		3,019	3,149	3,464	3,800	3,404
유동리스부채			358	1,117	1,161	1,620
환불부채	257	723	1,222	1,692	1,806	1,839
계약부채				160		16
당기법인세부채	2,077	1,065	3,584	6,222	6,851	10,136
비유동부채	19	23,834	22,912	19,571	51,283	52,146
기타채무	19	71	73	1,133	1,175	1,648
장기차입금		1,830	1,220	773	698	223
전환상환우선주부채		15,513	15,276	9,732	1,505	1,010
신주인수권부사채					20,590	22,063
전환사채					20,590	22,063
순확정급여채무		359		863	744	563
리스부채			940	2,324	1,466	835
이연법인세부채		6,061	5,404	4,746	4,514	3,741
부채총계	6,882	39,314	41,502	55,420	99,288	106,399
자본						
지배기업의 소유주에게 귀속되는 자본	178,853	197,623	209,075	245,423	305,442	343,503
자본금	4,733	4,733	4,777	4,895	5,056	5,056
자본잉여금	121,893	121,857	124,366	131,120	150,127	155,297
기타자본구성요소	-4,768	1,999	-2,852	-3,206	-3,759	-7,711
이익잉여금	56,994	69,035	82,783	112,615	154,018	190,862
비지배지분	3,299	21,250	19,349	18,989	22,917	28,153
자본총계	182,152	218,874	228,424	264,411	328,359	371,656
자본과부채총계	189,034	258,188	269,925	319,831	427,647	478,055

App 2. 현금흐름표

현금흐름표						
(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
영업활동현금흐름	8,555	5,203	19,272	32,392	65,297	59,404
당기순이익	12,517	11,265	14,851	32,452	46,824	43,434
당기순이익조정을 위한 가감	6,050	-2,036	13,671	14,041	16,569	35,701
영업활동으로인한자산·부채의변동	-9,156	-1,994	-9,058	-10,172	8,421	-10,467
이자수취(영업)	2,582	2,596	2,482	2,049	3,731	4,694
이자지급(영업)	-8	-76	-184	-117	-196	-159
법인세납부	-3,430	-4,552	-2,490	-5,862	-10,051	-13,798
투자활동현금흐름	-2,967	-18,265	-11,637	-36,209	-93,755	-11,908
단기금융상품의 처분	106,907	49,616	36,120	19,000	23,977	8,000
단기대여금의 감소	66	3,880	40	703	1,643	0
장기대여금의 감소			266	889	63	759
금융자산의 감소	20,991	48,888	61,973	63,259	110,983	301,828
배당금수취	88		1			
정부보조금의 수령				1,416	141	2
관계기업투자의 감소		66	2,943	4,053	3,603	2,650
종속기업에 대한 투자자산의 처분		5,200				
종속기업 설립에 의한 순현금유입	3,000					
유형자산의 처분	1	153	24	1		196
무형자산의 처분	30	4,818			358	83
투자부동산의 처분						538
보증금의 감소		313	132	1,223	79	797
장기금융상품의 처분		10,345				
단기금융상품의 취득	-95,176	-37,944	-15,873	-27,981	-15,996	-35,493
단기대여금의 증가	-3,000	-920		-500		
장기대여금의 증가		-1,000	-2,890	-110	-5,012	-299
장기선급금의 증가		-1,111	-613			
금융자산의 증가	-24,057	-42,127	-76,136	-60,219	-182,992	-269,229
장기금융상품의 취득	-12	-339	-403	-323		
장기투자자산의 취득					-356	-980
관계기업투자의 증가	-4,024	-4,300	-7,357	-1,420	-6,002	-2,309
종속기업투자의 단계적 취득		-17,562				-35
유형자산의 취득	-6,753	-28,598	-9,586	-34,785	-20,645	-17,213
무형자산의 취득	-121	-838	-198	-598	-3,144	-544
투자부동산의 취득	-878					-44
보증금의 증가	-30	-198	-80	-817	-455	-613
연결범위의 변동		115				
사업결합		-6,722				
재무활동현금흐름	-5,698	16,916	-9,104	11,088	42,965	-9,301
리스부채의 상환			-354			
전환상환우선주 발행		23,977				
전환사채의 발행					25,000	
신주인수권부사채의 발행					25,000	
단기차입금의 상환		-4,258			-29	-860
장기차입금의 상환		-2	-610	-610	-610	-517
장기미지급금의 상환	-523					
배당금 지급	-2,820	-2,802	-2,973	-2,965	-5,030	-6,316
단기차입금의 증가				15,000		
장기차입금의 증가				163		
리스부채의 상환				-500	-1,366	-1,609
주식할인발행차금	-51					
정부보조금의 상환			-175			
자기주식의 취득	-2,303		-4,992			
환율변동효과 반영전 현금및현금성자산의 순증가(감소)	-111	3,854	-1,469	7,271	14,508	38,195
연결범위의 변동에 따른 증가(감소)					152	-6,862
현금및현금성자산에 대한 환율변동효과	-533	252	111	-294	300	-76
현금및현금성자산의 순증가(감소)	-644	4,106	-1,358	6,977	14,959	31,257
기초현금및현금성자산	17,634	16,990	21,096	19,738	26,715	41,674
기말현금및현금성자산	16,990	21,096	19,738	26,715	41,674	72,931

App 3. 이자비용 추정

이자비용 추정								
(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
이자발생부채	0	17,343	17,794	28,946	61,811	63,364	80,707	98,050
이자비용	8	804	2,343	1,787	1,314	3,830	7,127	8,659
유효이자율	N/A	4.6%	13.2%	6.2%	2.1%	6.0%	8.8%	8.8%

이자발생부채 추정								
(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
이자발생부채	0	17,343	17,794	28,946	61,811	63,364	80,707	98,050
단기차입금	0	0	0	15,000	15,800	15,550	이자발생부채로 일괄계산	
유동리스부채	0	0	358	1,117	1,161	1,620		
장기차입금	0	1,830	1,220	773	698	223		
신주인수권부사채	0	0	0	0	20,590	22,063		
전환사채	0	0	0	0	20,590	22,063		
전환상환우선주부채	0	15,513	15,276	9,732	1,505	1,010		
리스부채	0	0	940	2,324	1,466	835		

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석 보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.