



'이상적 몸매'에 대한 수요가 향하는 곳

'이상적 몸매'를 다시금 수요하기 시작한 메가 트렌드는 자연스럽게 가슴 볼륨에 대한 수요로 이어진다. 이는 가슴 보형물 시장의 억눌린 수요로 돌아오며, 가슴 보형물 시장에도 프리미엄을 부담할 만한 새로운 트렌드가 불어오고 있다. 정체된 대형사들 사이에서, 소비자들의 니즈를 타겟팅할 혁신 플레이어는 동사이다.

투자포인트 1. 가슴이 웅장해진다

FDA 승인과 함께 불거진 유방 확대시장에서의 화제성을 놓치지 않고 고도의 마케팅 전략을 구사한 동사. 과연 소비자와 의사 두 마리 토끼 설득에 성공했는지 알아보자. 24년 4분기부터 북미 시장에 처음으로 진출한 동사는 과연 어느 정도까지 점유율을 확보할 수 있을까? 북미 외 시장이 바텀을 책임지고 북미 시장으로 upside를 창출할 동사의 전략에 deep dive해보자.

투자포인트 2. 곧 클 유방 재건

확대 시장보다 조금은 딱딱한 재건 시장. 재건 시장에서 장비를 사는 수요자들은 성능이 최우선이다. 기존 경쟁사들이 기술·재무 리스크로 주춤하는 사이 MRI-호환의 혁신적인 조직확장기 'Flora'를 필두로 압도적 성능의 보형물, 그리고 라이선싱으로 지방 이식용 포트폴리오까지. 동사는 보형물 FDA승인이 이루어질 27년을 기점으로, 파괴적인 포트폴리오를 바탕으로 폭발적으로 성장할 것이다.

Valuation - Peer PER Method

동사의 2027E EPS \$3.28에 Target PER 36.23x를 적용한 \$118.76을 목표주가로 제시한다. 압도적인 북미 점유율 상승과 매출 상승을 바탕으로 본격적인 흑자 전환과 27년 막대한 이익 상승을 앞두고 있는 동사는 매우 유사한 성장 스토리를 공유하는 Evolus를 Peer로 선정했다. 동사의 향후 이익 성장성과 Evolus 대비 압도적인 점유율 상승세를 고려했을 때, Target PER 36.23x 산정은 보수적이다. 동사는 고마진 제품을 기반으로 한 파괴적 이익 성장으로 미용의료 섹터 Main player가 될 것이다.

Rating
Buy

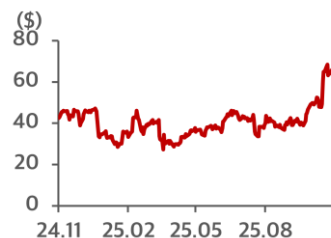
현재주가: \$66.05

목표주가: \$118.76

상승여력: **79.8%**

12M 추가추이

시가총액 \$ 1.91B



Key Metrics (3Q25)

자산 총계	\$338.9M
부채 총계	\$322.5M
자본 총계	\$16.4M
PER (TTM)	-23.4x
EPS (TTM)	-\$-2.84
ROE (TTM)	-336.3%

주요 주주

J.W. Partners	10.61%
J.W. Asset	10.53%

SMIC 1 팀

- 팀장 51기 원대한
- 팀원 51기 김연우
- 52기 김혜민
- 52기 박승진
- 52기 정현우

Estimated Income Statement									
(단위: USD in Thousands)	2021	2022	2023	2024	3Q25	2025E	2026E	2027E	2028E
Revenue	126,682	161,700	165,151	166,025	146,459	222,590	304,005	533,713	649,404
YoY(%)	49.6%	27.6%	2.1%	0.5%	20.5%	34.1%	36.6%	75.6%	21.7%
Cost of revenue	41,278	55,105	58,174	56,500	45,683	68,275	85,587	123,519	143,940
Gross profit	85,404	106,595	106,977	109,525	100,776	154,315	218,418	410,193	505,463
GPM(%)	67.4%	65.9%	64.8%	66.0%	68.8%	69.3%	71.8%	76.9%	77.8%
SG&A	92,229	125,984	145,575	139,806	121,041	167,472	188,057	246,995	268,742
R&D	18,315	20,269	26,428	19,706	14,813	19,751	20,738	21,775	22,864
Operating income	(25,140)	(39,658)	(65,026)	(49,987)	(35,078)	(32,908)	9,622	141,423	213,857
OPM(%)	-19.8%	-24.5%	-39.4%	-30.1%	-24.0%	-14.8%	3.2%	26.5%	32.9%
Net Interest Expenses	(9,039)	(11,673)	(14,373)	(19,352)	(17,623)	(23,756)	(22,004)	(17,832)	(12,387)
Currency Exchange Gains (Loss)	(5,600)	(3,000)	1,800	(8,800)	7,800	-	-	-	-
Other Non Operating Income (Exp)	67	526	(984)	(489)	(1,206)	(316)	(316)	(316)	(316)
Other Unusual Items	-	(19,019)	-	(6,000)	-	-	-	-	-
Income before tax expenses	(39,712)	(72,824)	(78,583)	(84,628)	(46,107)	(56,980)	(12,697)	123,275	201,154
Tax expense (income)	1,427	2,385	(81)	(32)	2,342	3,123	696	15,409	30,173
Net income	(41,139)	(75,209)	(78,502)	(84,596)	(48,449)	(60,103)	(13,393)	107,866	170,981
NPM(%)	-32.5%	-46.5%	-47.5%	-51.0%	-33.1%	-27.0%	-4.4%	20.2%	26.3%

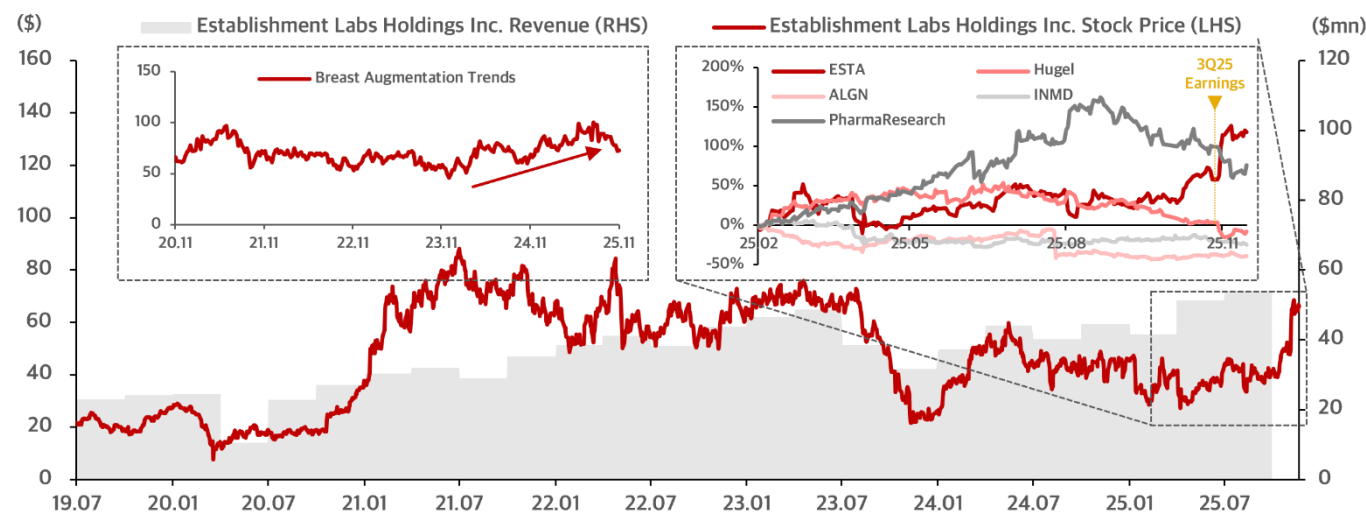
CONTENTS

1. 아웃퍼폼의 신호탄 - Intro & 투자IDEA	03
2. '이상적 몸매'에 대한 수요가 향하는 곳 - 산업/기업분석	05
3. 가슴이 웅장해진다 - 투자포인트 ①	10
4. 곧 클 유방 재건 - 투자포인트 ②	17
5. 매출 추정	22
6. Valuation - PER Method	26
7. Appendix	31

1. 아웃퍼폼의 신호탄 - Intro & 투자 IDEA

동사는 3Q25에 어닝 서프라이즈를 달성, 창사 이래 첫 EBITDA 흑자전환과 밝은 전망을 제시했으며, 주가는 빠르게 전고점 부근까지 상승하였다. 이는 뷰티, 미용의료기기 시장의 주요 player들의 3Q25 실적발표 이후와는 괴리된 움직임으로, 동사의 아웃퍼폼을 예고하는 신호탄이다.

도표 1-1. 동사, Peer사 주가 및 동사 매출 추이



출처: SEC, EDGAR, SMIC 1팀

1.1. 주가 분석

대규모 리콜이 불러온 산업 전반의 위축	19년, 경쟁사 Allergan의 보형물이 FDA로부터 리콜 요구를 받으며 가슴 성형 수요가 급격히 위축되었다. 동사 또한 수요 위축의 영향을 받았으며, 20년 팬데믹으로 인한 업계 전반의 타격으로 동사의 빠른 실적 개선세가 주춤하며 주가가 횡보하였다.
북미 외 시장부터 침투율을 높인 동사	21년, 북미 외 글로벌 시장에서 동사 제품인 Motiva의 유럽·남미 지역 판매가 확대되며 매출이 빠르게 성장하였고, 주가 또한 가파르게 상승하였다. 특히 EMAA지역 일부에서 동사의 점유율은 최대 40% 수준을 달성, 브랜드 가치도 인정받기 시작하며 주가는 최고가인 \$88을 기록하였다.
글로벌 경기 둔화 미용 소비 위축	23년, 글로벌 경기 둔화로 매출 성장률이 정체되며 주가가 고점 대비 50%이상 하락하였다. 동사는 해당 시기 지속적인 연구개발과 신규 공장 투자를 위한 유상증자를 단행하였고, 동시에 중국 NMPA 승인과 미국 FDA 승인에 주력하며 추가적인 성장 동력을 확보하고 있었다. 중국의 경우 23년 11월 NMPA 승인을 획득하였고, 주가는 하락 행진을 멈추고 반등하기 시작하였다.
역성장으로 주춤, 와중에 FDA 승인	24년, 동사의 2Q 매출이 전년 동기 대비 감소, 가이드스가 하향 조정되며 반등하던 주가는 다시 하락 추세로 전환되었다. 24년 9월 미국 FDA 승인을 획득하며 동사는 글로벌 3대 규제 승인을 모두 획득하게 되었으며, 이러한 브랜드 이미지가 인정받으며 매출 성장률이 가속화되었다. 하지만 북미 지역 영업 네트워크 구축을 위한 초기 비용이 크게 증가하며 수익성이 악화되었다.
북미 시장 침투가 예상치를 상회	악화된 실적에 횡보하던 동사의 주가는, 3Q25 매출 성장의 가속화와 EBITDA 흑자전환이라는 서프라이즈를 인정받으며 주가가 강력하게 반등하였다. 동사는 북미 시장에서 출시 1년 만에 미용 유방 확대 보형물 시장의 약 5~10% 수준의 점유율을 달성하는 고속 성장을 시현하였으며, 연내 매출액 기준 20%수준의 점유율 침투 가능성을 언급하였다. 시기적으로 EBITDA 흑자전환이 겹치면서, 동사의 탐라인 성장에 따른 강력한 영업 레버리지의 작동 가능성이 기대되고 있다.

1.2. 북미 시장 내 폭발적 성장 가능성에 베팅하라

성장주는 폭발적 매출 성장이 가시화되고, 수익성 레버리지가 본격적으로 작동하기 직전에 가장 강력한 퍼포먼스를 보인다. 한편, 예상을 초과하는 실적의 폭발적 성장만큼 확실한 주가 상승의 동력은 없다. 북미 시장에서 그려지는 동사의 향후 3년의 청사진은, 이 둘 모두를 충족한다.

IRR을 극대화하는
성장주 투자 전략

성장 가능성이 막 열리는 구간에는, 시장에는 ‘스토리만 존재한다’. 3Q25 실적 발표 이후 투자자들은 동사의 북미 시장 성공 스토리에 열광했지만, 명확한 숫자는 아직 없다. 그러나 시장이 구조적 성장 사이클을 체감하고, 동사가 확실한 승자가 될 가능성이 높으며, 기하급수적인 실적 상승의 근거를 발견하는 순간부터 주가는 기하급수적으로 증가할 것이다. ‘완전히 잘 되는구나’를 시장이 확신하기 직전에 반 발 앞서 매수하는 것, 이것이 세후 IRR을 극대화하는 투자 전략이다.

조정받던 가슴수술
수요 회복의 초입

전통적 여성미의 회귀라는 메가 트렌드 속에, 엔데믹 이후 기저효과로 조정 받던 가슴 확대술 수요는 턴어라운드를 보여주기 시작했다. ‘바디 포지티브’와 기존 전통적 여성상에 대한 과도한 수요 억눌림은, 트렌드에 민감한 패션과 광고 업계에서부터 다시 분출되고 있다. 전통적 여성 실루엣에 대한 수요는 여전히 굳건하며, 여기에 ‘비만 치료’라는 메가 트렌드가 구조적 모멘텀을 더한다. 더욱 안전하고 간편해진 유방 확대 수술은, 25년을 원년으로 다시금 구조적 성장을 이어나갈 것이다.

북미 가슴 성형 시장
동사가 지배할 것

기술 혁신이 멈춘 유방 보형물 시장에서, 시장을 재편할 유일한 플레이어는 동사이다. 북미 시장 내 주요 경쟁자들은 유방 보형물 사업을 캐시카우로만 여길 뿐, 시장 변화에 기민하게 대처할 의지가 없다. 여기에 가슴 보형물 시장 내에서 관찰되는 제품 성능에 대한 니즈 변화, 소비자 중심으로의 수요 재편은 모두 동사가 북미 시장 내에서 점유율을 매우 빠르게 확대하게 할 것이다.

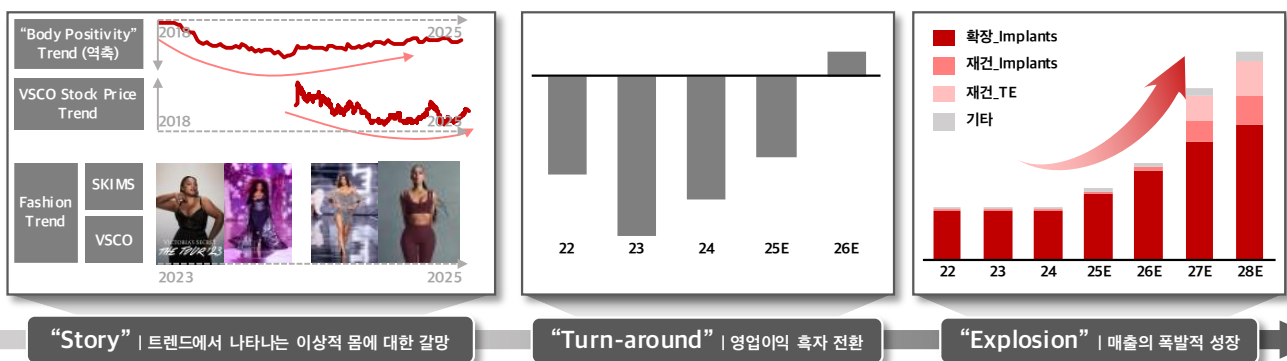
재건 시장의 엄중함
생각보다 훨씬 강하다

27년부터 본격적으로 탑라인 성장에 기여하게 될 재건 수술용 보형물은, 투자자들에게 기대 이상의 Upside를 안겨줄 것이다. 재건용 보형물 시장은 미용 목적의 확대용 보형물 시장보다 높은 장벽을 지니지만, 동사의 차별화된 기술력은 장벽의 요구를 가장 잘 충족한다. 높은 ASP에 대한 부담이 전혀 없는 동일한 규모의 새로운 시장. 수요자의 니즈와 병원의 니즈에 모두 부합하는 강력한 동사의 기술은, 재건 시장에서 컨센서스를 압도적으로 상회하는 실적을 안겨줄 것이다.

흑자 전환도
탑라인 성장도
훨씬 빠르고 클 것

동사의 영업이익 흑자 전환과, 본격적인 탑라인 성장은 시장의 기대를 아득히 초월할 것이다. 애널리스트 추정치 기준, 시장은 동사의 영업이익 흑자 전환을 27년으로, 27년까지의 매출 성장을 50% 수준일 것으로 예측하고 있다. 하지만, 시장의 구조적 성장과 동사의 압도적 강점, 거기에 계산에 반영되지 않았을 재건 시장에서의 성장성을 고려한다면, 동사의 영업이익 흑자 전환도 26년내로 이루어질 가능성이 높으며, 탑라인은 두 배 이상의 성장을 가정하는 것이 합리적이다.

도표 1-2. 투자 IDEA



출처: SMIC 1팀

2. '이상적 몸매'에 대한 수요가 향하는 곳 - 산업/기업 분석

바람의 방향이 바뀌었다. PC주의와 '바디 포지티브'가 지배하던 서구 뷰티·패션계의 흐름은 이제 '이상적인 몸매'로 회귀, 혹은 확장하고 있다. 추억 이상의 트렌드를 이끌어낸 Barbie의 흥행, Victoria Secrets의 패션쇼 재개, Skims의 흥행은 여성의 신체적 매력에 대한 트렌드를 방증한다.

2.1. '이상적인 몸매'에 대한 수요의 재점화

Body-Positive,
PC가 지배한 10년

근 몇 년 간의 여성 소비담론의 중심은 '바디 포지티브'였다. 이는 기존의 성적 대상화에 대한 과격한 저항의 방식으로 패션, 광고 시장을 지배했다. 대부분의 패션 브랜드는 '다양성'만을 모델 선정의 기준으로 내세웠으며, 언더웨어 브랜드들도 모두 엑스트라 라지 사이즈의 모델들을 내세워 왔다. 디즈니의 '흑인 인어공주' 사태는 이러한 과도기적 현상을 단적으로 드러내는 예시이다.

Body-Positive,
Peak-out

그러나 이러한 '바디 포지티브' 피크가 꺾이며 문화적 펜듈럼이 다시 반전되고 있다. 광고 모델, 대중 패션에서는 다시 전통적 여성 실루엣과 곡선미를 강조하는 페미닌·섹시 코드로의 회귀가 뚜렷하게 관찰되며, 이러한 변화는 갑작스럽지 않다. 지난 10년 동안에도 북미·유럽에서 골반 필러나 유방 확대 수술은 성장세였으며, 시드니 스위니와 같은 '핫한 셀럽'은 계속 등장하고 있었다. 다양성의 강조라는 트렌드 속에서도 핫한 바디에 대한 욕망은 기저에서 작용하고 있었던 것이다.

Barbiecore :
페미닌 실루엣의 리턴

바비(Barbie) 영화의 흥행과 함께 부상한 Barbiecore는, 곡선형 실루엣의 재부상으로 이어졌다. 바비 영화 흥행은 핑크·레이스·플라워 패턴 등 한동안 글로벌 메인스트림에서 벗어났던 '전통적 여성'적인 트렌드에 불을 지폈다. 이 트렌드의 핵심은 단순한 색감의 유행 뿐 아니라, 허리·골반·가슴을 선명하게 드러내며 여성의 외형적 볼륨과 라인을 강조하는 스타일 자체의 부상으로써 이어졌다. 이는, 가슴·힙 중심의 체형 보정이라는 여성들의 절제되던 욕망과도 밀접히 연관된다.

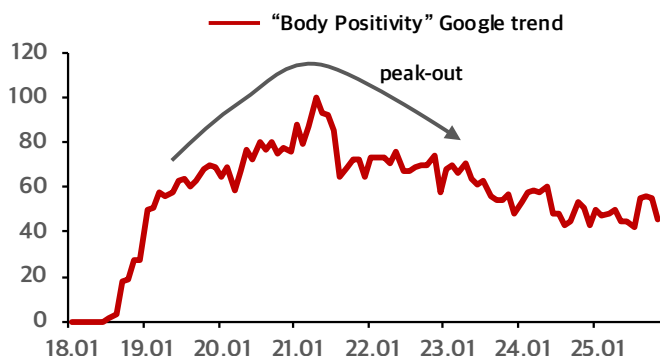
Victoria's Secret :
섹시를 버리고 나락

빅토리아 시크릿의 리브랜딩 실패와 기존 브랜드 정체성으로의 회귀는 이러한 트렌드를 단적으로 보여준다. 곡선미를 강조하며 빼어난 몸매의 모델들을 런웨이에 세우던 빅토리아 시크릿은 21년, 뒤늦게 '바디 포지티브'를 내세운 리브랜딩을 선언했다. 다양성을 과격하게 내세우며 모델들은 플러스 사이즈로 교체되었고, 볼륨감을 강조하던 제품 디자인 또한 퇴출되었다. 하지만 이는 되리어 브랜드 정체성의 상실로 이어졌으며, 실적의 하락과 함께 주가는 80% 폭락했다.

Victoria's Secret :
화려한 패션쇼와 부활

빅토리아 시크릿의 재기는 '빅토리아 엔젤'들의 복귀와 함께 이루어지고 있다. 24년 CEO가 교체되고 '란제리 판타지' 컨셉의 패션쇼가 재개됨과 동시에, 리프트·볼륨 중심 제품 포트폴리오가 강화되었다. 패션쇼에 대한 기대감은 검색량과 주가의 강력한 모멘텀으로 작용하였으며, 25년 패션쇼 이후 화제가 된 'push-up bra'는 미국과 일본에서 품절되는 일도 있었다. 전통적 여성상과 이상적 몸매를 내세우는 트렌드가, 다시 시장에서 유효하게 작동함을 보여주는 사례인 것이다.

도표 2-1. Body Positive 트렌드 추이



출처: Google Trend, SMIC 1팀

도표 2-2. 빅토리아 시크릿 주가 추이



출처: SEC, SMIC 1팀

SKIMS : Skims의 글로벌 성공은 '보여지는 몸매 라인'에 대한 니즈가 폭발적인 소비로 이어지는 현상을 대표한다. 바디슈트·세일웨어를 핵심 카테고리 하는 Skims는 20년에 \$145M 매출을 달성, 25년에는 \$1B의 매출을 달성할 것으로 예상된다. 기업가치 또한 21년 \$1.6B에서 24년 \$5B 수준으로 평가되었음을 고려하면, 해당 기간 동안 '가슴과 골반의 볼륨을 강조하고자 하는 니즈'가 다시 시장에서 매우 강력하게 평가받고 있음을 시사한다. 여성적 실루엣은 여전히 핵심 동인인 것이다.

가슴 확대 수술, 메가트렌드에 편승하다 여성적 실루엣에 대한 관심 회귀는 실제로 유방 확대 수술에 대한 수요로도 이어진다. 팬데믹 전후로 점진적 약세를 보이던 '유방 확대술' 키워드의 검색량은 24년부터 반등하여 올해엔 5년중 가장 높은 수준까지 상승했다. 전통적인 '여성적 실루엣'에 대한 욕망이 기저에 존재하는 상태에서, 전통적인 소비 트렌드가 재점화되는 추세는 '확대 수술'의 수요를 자극하기 충분한 것이다.

비만치료제도 수요를 자극 또 하나의 메가 트렌드인 '비만 치료제'도 가슴 확대 수술 수요를 자극한다. 오젠포픽(Ozempic)과 같은 GLP-1 계열 약물은 가슴 지방에도 영향을 주어 볼륨을 감소시키는 경우가 잦으며, 이 상실감은 실제로 가슴 확대·리프트 수술에 대한 수요를 발생시킨다. 실제로 오젠포픽 처방이 대중화된 23년 이후, 'ozempic breast'의 검색량이 지속 상승하였으며, 미 성형외과 의사협회(ASPS)의 연간 발행물에서는 GLP-1 이후의 가슴 확대 수요 증가를 새로운 구조적 수요로 분류하고 있다.

2.2. 가슴 보형물 시장의 구조적 변화

진입 장벽 高 폐쇄적인 시장 가슴 보형물 산업은 미용의료기기 섹터 내 가장 진입장벽이 높은 산업으로 꼽힌다. 가슴 보형물은 인체 내에 물체를 삽입하는 삽입형 의료기기로, FDA 분류상 최고 위험도에 속하는 기기이다. 이 때문에 가슴 보형물 산업은 20년 가까이 도합 70%의 점유율을 가진 Mentor와 Allergan 브랜드를 중심으로 3~4개 브랜드가 과점해 왔으며, 신규 진입자가 매우 드문 폐쇄적인 시장이다.

지각변동 ① 대규모 리콜 사태 30% 이상의 MS를 지니던 Allergan의 리콜 사태는 굳건한 시장 구조에 균열을 일으켰다. 19년, FDA는 Allergan의 'Textured Implant'가 암을 유발할 수 있다며 자발적 리콜을 명령하였다. 이는 산업 전반의 안전성 우려를 부각시켰으며, Allergan의 당시 주력 제품이었던 텍스처 보형물은 시장에서 완전히 퇴출되었다. 여기에 40%수준의 MS를 유지해온 Mentor 또한 겔 누출 등의 품질 이슈가 지속하여 발생, 안전성이 높은 제품군이 빠르게 확대될 수 있는 기회가 발생하였다.

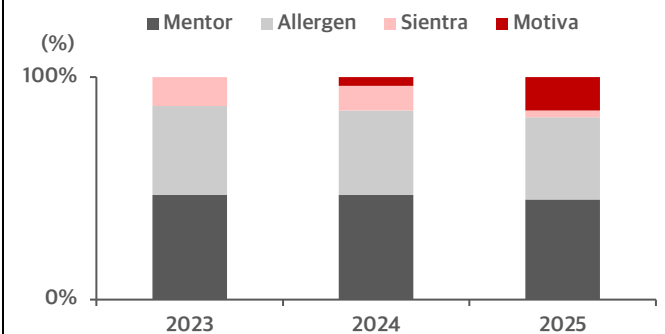
지각변동 ② 3위 player 파산 팬데믹 전후로 빠르게 MS를 확보하던 업계 3위 Sientra의 파산 또한 시장에 공백을 발생시켰다. 24년 초 시장에서 10% 초반대의 MS를 확보하던 Sientra는 누적된 재정난을 견디지 못하고 파산 보호를 신청, 약 2개월 뒤 Tiger Aesthetics에 인수되었다. 브랜드와 제품 보증은 유지되었으나 공백 기간은 주 고객들로 하여금 Sientra가 내세우던 20년 보증 시스템에 의문을 발생시켰고, 이는 결국 공격적인 마케팅을 감안하는 경쟁자에게 점유율을 내주게 되는 결과로 이어졌다.

도표 2-3. Skims 주요 제품



출처: Skims, SMIC 1팀

도표 2-4. 보형물 시장 점유율 추이



출처: 각 사 IR, SMIC 1팀

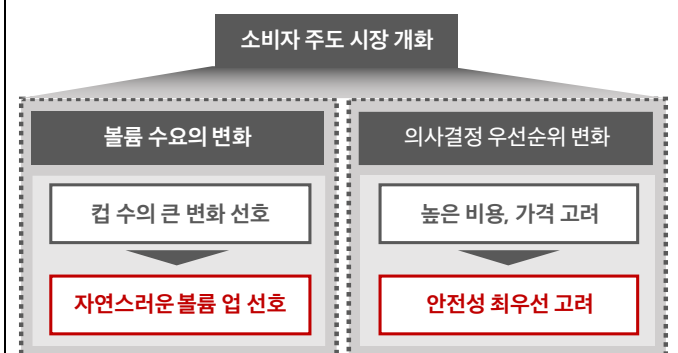
점유율 변화는 구조적으로 일어남	전술한 이슈들로 인한 전환 수요는 신규 브랜드가 중장기 고착 점유율로 연결될 것이다. 실제로 미국·유럽·중남미 등 주요 시장에서는 Mentor와 Allergan 브랜드의 점유율이 서서히 감소하면서, 신세대 브랜드의 점유율이 확대되고 있다. 주요 시장에서 보형물 도입은 의사에게 락인 효과를 발생시킨다는 점에서, 공급자 전환과 점유율의 변화는 단발적이지 않은 구조적 변화로 이어진다. 진입 장벽이 높아 소수만이 수혜를 보던 산업에, 구조적인 점유율 변화가 일어나고 있는 것이다.
미용의료기기 섹터 中 가장 다이내믹한 섹터	구조적 점유율 변화가 포착된다는 점에서, 가슴 보형물 산업은 매력적인 투자처가 된다. 보톡스 시장은 높은 기술적·규제적 요구의 장벽으로 브랜드 지형이 고착된 과점 시장을 형성하고 있으며, 필러 시장 역시 상향 평준화된 기술과 과포화된 player로 글로벌 레벨에서 점유율 체계가 재편될 Driver가 단기적으로 부재한다. 레이저 기기 역시 기존의 메이저 플레이어들이 장벽을 형성하고 있어, 기술적 패러다임의 변화가 아닌 이상 산업 구조가 재편될 가능성은 현재로서 드물다.
수요 트렌드 변화 ① Huge → Natural	구조적인 산업 재편 모멘텀이 발생과 동시에, 가슴 보형물의 수요 트렌드도 변화하고 있다. 10년 대 초까지 수요가 가슴 확대 수술의 수요가 '큰 볼륨'에 집중되었다면, 최근의 수요는 '자연스러움'을 추구하는 방향으로 이동하고 있다. 북미 시장 기준, 20년 1~2컵 정도의 확대를 희망하던 환자는 40% 수준에서 25년 현재 70% 수준까지 상승했다. 과도한 확대보다도, 본인의 체형에 맞는 수준에서 자연스러운 윤곽을 선택하는 경향이 확대 수술 환자들에게서 나타나는 것이다.
수요 트렌드 변화 ② Safety first	대규모 리콜 사태와 파열 사례 등의 축적은, 안정성을 수요자들의 최우선 고려 대상으로 부상시켰다. 가슴 확대 수술은 평균 수술비가 높아, 과거 수술 환자들은 가격을 최우선으로 고려하는 경향이 존재했다. 하지만 전술한 리콜 사태와 보형물 파열·염증의 사례들이 축적되며 리스크가 부각되면서, 이제 수술 환자들은 더 높은 가격을 지불하더라도 안전한 보형물을 삽입하려 한다. 가격이나 용량 자체보다도, 염증이거나 파열 유발 가능성이 낮고, 자연스러운 움직임을 반영할 수 있는 비 텍스처 보형물로 수요의 트렌드도 산업의 구조적 변화와 맞물려 이동하고 있는 것이다.
환자가 의사에게 특정 브랜드를 요구	이제 수요자들은 직접 브랜드를 탐색하고, 특정한 브랜드를 의사에게 요구하는 경향을 보인다. 과거에는 찾아간 의사가 사용하는 브랜드의 보형물을 수동적으로 이식받았으나, 환자들은 이제 직접 리뷰 등을 확인하며 더 안전하고, 더 자연스러워 보이는 브랜드를 요구한다. 이는 가슴 보형물 수요의 주체성이 병원으로부터 최종 소비자로 이동하고 있음을 의미하며, 동시에 영업 사원 네트워크에 기반한 영업력뿐만 아니라 브랜드 자체의 이미지와 보형물의 안정성, 내구성이 승부처가 되었음을 의미한다. 이러한 변화는 소비자에게 직접 도달하는 소비자 직접 마케팅 (DTC : Direct-to-Consumer)역량이 새로운 핵심 역량이 되었음을 시사한다.

도표 2-5. 유방 보형물 시장 주요 사건

연도	내용
1992	FDA, 실리콘 젤 보형물 미용 목적 사용 중단
1995	대규모 집단소송으로 Dow Corning 파산
2010	PIP 스캔들 - 산업용 실리콘 사용 불법 제조 적발로 유럽 규제 강화
2015	Silimed 보형물 CE 인증 금지
2016	BIA-ALCL(보형물 관련 림프종) 위험성 공식 분류
2019	Allergan BIOCELL 텍스처드 제품 글로벌 리콜
2020	FDA 블랙박스 경고, Patient Checklist 의무화
비고	10년 추적 시 Mentor 보형물 35.9%, Allergan 28.9% 합병증 등

출처: SMIC 1팀

도표 2-6. 소비자 트렌드 변화



출처: SMIC 1팀

2.3. 가슴 보형물 산업 토포아보기

가슴 성형 건수는
전체 성형의 20%

가슴 확대 수술은 지방 흡입 다음으로 가장 많은 건수를 차지하는 성형 수술이다. 24년 기준, 가슴 확대 수술 건수는 글로벌 기준 전체 성형수술의 10%를, 최대 시장인 북미 시장에서는 전체 성형 수술의 17%를 차지했다. 여기에 미용 목적이 아닌 유방 재건 성형 수술까지 전방으로 하는 가슴 보형물 시장은 24년 기준 \$2.66B 규모로 평가받는다. 연간 수백만 건의 유방 수술이 집행되며, 시장은 북미와 유럽 시장의 규모가 절반 수준을 차지하며, 남미가 그 뒤를 잇는다.

25년에도 구조적 성장
아웃퍼폼의 원년

북미 시장에서 고비용 비필수 시술에 대한 지출이 위축되고 있음에도, 유방 미용 확대술 시장은 견조하다. K자형 경제라 불리는 소비 양극화 국면에서, 소비자의 재량적 뷰티 지출은 전반적으로 둔화세를 보이고 있다. 이는 실제로 리프팅 레이저 시술 장비를 판매하는 Cutera나, InMode의 컨퍼런스 콜에서 경영진이 직접 '경기 둔화의 여파로 인한 수요의 감소'를 언급했다는 점에서도 확인 가능하다. 그러나, '곡선미를 강조하는 전통적 여성 실루엣의 복귀'라는 메가 트렌드를 탄 전방의 수요 덕에, 유방 미용 확대술 시장의 수요는 25년에도 성장할 것으로 보인다.

GPM이 높은 산업
전통적인 캐시카우

유방 보형물 제조업은 GPM이 60~70%에 달하는 고마진 산업이다. 유방 보형물 제조 산업은 여느 미용의료기기 산업과 유사하게, 초기 R&D 비용과 엄격한 규제 등 진입장벽이 존재하지만, 동시에 제품 단가가 높고 원가율이 상대적으로 낮아 진입 후 규모의 경제가 적용되면 높은 마진을 누릴 수 있는 구조이다. 이때 브랜드, 안전성, 임상데이터에 따라 프리미엄 브랜드를 구축할 경우, 사실상 동일한 원재료를 사용하더라도 ASP를 높일 수 있다는 것 또한 보형물의 특징이다.

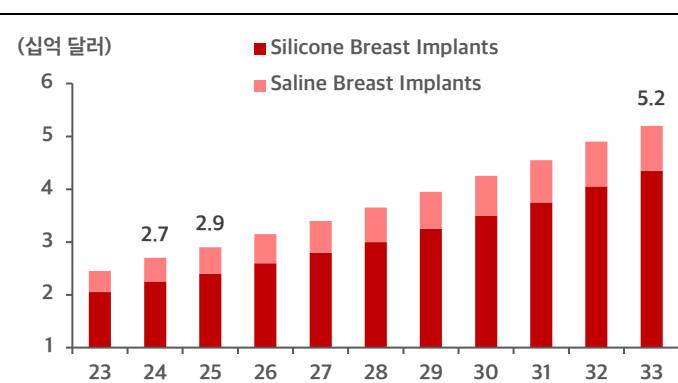
영업사원 중심 시장
의료진 락인이 핵심

가슴 보형물 산업은 전통적으로 영업 사원을 통해 의료진과 계약하는 비즈니스 모델이기에, 초기 판관비 부담이 매우 높다. 현장 영업 인력이 주도하는 특성상 초기 판관비 부담이 높지만, 확보된 의료진 네트워크는 지속적인 반복 구매를 창출하여 영업 레버리지로 이어진다. 따라서, 반복 구매 창출을 통한 고착형 매출로 인한 영업 레버리지 효과의 증대가 산업의 핵심이며, 이에 보형물 기업들은 의료진을 락인(lock-in)하기 위해 각기 다른 전략을 활용한다.

대형 Player들은
사실상 멈춰 있다

보형물 시장의 거인들은 시장 변화에 기민하게 대응하지 못하고 있다. 1·2위인 Mentor(J&J)와 Allergen(AbbVie)은 모두 글로벌 제약사 산하의 특정 사업부로 운영되고 있어, 전략적 성장 영역이 아닌 Cash Cow로 관리되는 경향이 뚜렷하다. 이는 대형 Player들의 R&D 축소, 라인업 내 미세 조정, 시장 변화에 대한 기민한 적응 불가로 이어진다. Mentor의 최신 제품은 22년 출시되었으며, 기존 제품의 겔 경도만을 마세 조정한 것이 전부이다. Allergen의 경우, 19년 리콜 이후 아예 이전 모델로 주력 제품군을 복귀시키면서, 가장 R&D가 위축된 플레이어로 평가받는다.

도표 2-7. 가슴 보형물 시장 규모



출처: Grand View Research, SMIC 1팀

도표 2-8. 주요 브랜드 최신 제품

브랜드	Mentor	Allergen
제품		
제품명	MemoryGel Boost	Natrelle Inspira
출시년도	2023년	2018년
특이사항	리플링 방지 기존 겔 사용	촉감 개선 리콜로 인한 복귀

출처: J&J, AbbVie, SMIC 1팀

2.4. 가슴 보형물 산업의 게임 체인저, 모티바

북미 외 시장에서 성장을 시작한 동사

동사는 2004년 설립되었으며, 'Motiva'라는 제품 포트폴리오를 주력으로 하는 pure 가슴 보형물 제조 업체이다. Motiva는 자연스러움, 안정성, 환자 친화라는 이미지를 전면에 내세운 프리미엄 브랜드로, 24년까지 북미 외 지역부터 빠르게 인지도와 점유율을 늘려왔다. 일례로, 한국 기준 Motiva는 수량 기준 35~40%, 매출 기준 50% 수준의 점유율을 확보했다. 동사는 보형물이 주 사업이며, 이는 전술한 경쟁자들 대비 적극적인 R&D와 소비자 중심 마케팅을 가능케 한다.

열일하는 R&D 다양한 제품 라인업

동사는 기본적인 가슴 보형물 뿐 아니라, 재건 수술을 위한 패키지, 최소침습 플랫폼 등 제품 라인을 적극적으로 개발·확장해 왔다. 모티바 제품 포트폴리오는 가장 기초적인 가슴 확대 수술용 보형물인 Round와 차세대 실리콘 외피를 적용한 Ergonomix1·2, 피부 확장기를 포함한 재건 패키지인 Flora, 그리고 최소 침습 시술 플랫폼인 Mia와 Preservé로 구성되어 있다. 동사는 차세대 외피, BluSeal 차단층, RFID칩, 비자성 주입 포트와 같은 기술적 역량에 더해, 단순 변심도 보장하는 'JOY' 등 사후관리 프로그램을 도입, 경쟁자 대비 '프리미엄 브랜드'로의 가치를 확보했다.

FDA 승인으로 최대 시장 본격 진출

24년 9월, 동사는 미용 유방 확대 수술용 보형물에 대해 미국 FDA 승인을 획득하면서 북미 시장에 본격 진출하게 되었다. Motiva는 13년 이후 11년만에 FDA 승인을 받은 유방 확대용 보형물이 되었으며, 동사는 기존 강자들의 약재로 위축된 공백을 빠르게 확보해 나가며 점유율을 확대하였다. 승인 직후 3주간 약 800개의 병원이 motiva 시스템에 편입되었고, 550건 이상이 즉시 주문이 개시되었다. 동사의 재건 수술용 조직 확장기 Flora 또한 23년 10월에 FDA 승인을 확보하였으며, 동사의 신규 성장 동력이 될 Mia Femtech 플랫폼 또한 인증·허가 절차가 진행 중이다.

지속되던 적자에 허덕이던 동사는

동사는 글로벌 시장에서 지속 성장해 왔음에도, 25년까지 지속적인 투자와 영업비용으로 적자 상태였다. 지속되는 영업현금흐름의 적자로 보유중인 현금성자산으로는 1년을 채 버티기 어려운 상태였던 동사는, 3Q25에 Oaktree로부터 \$24.5M의 대출과 \$10M의 차입금을 조달하였다. 이때, 해당 차입이 Oaktree 대출의 최하위 트렌치였던 D등급임을 고려할 때, 동사는 현재의 현금흐름이 더 악화되는 상황이 발생할 경우, 유상증자를 통한 자원 조달이 고려되어야 하는 상황이었다.

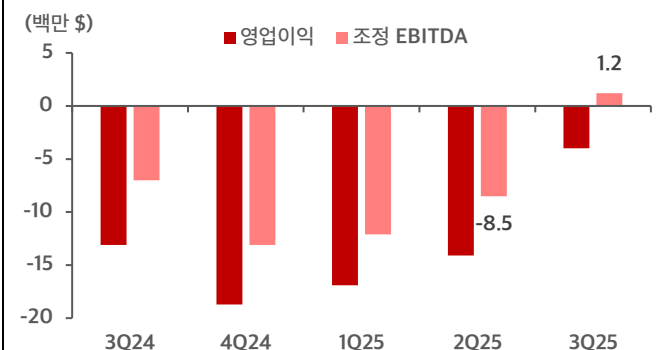
필요했던 시기에 EBITDA 흑자전환

하지만 북미 시장 중심으로 본업의 빠른 성장의 시기가 맞물리며, 동사는 3Q25 최초로 EBITDA 흑자전환에 성공하였다. 여기에 더해 1Q25 신공장이 준공되며, 동사의 투자현금흐름 단에서의 지출 또한 안정화되었다. 향후 지속될 동사의 매출 성장과 영업 레버리지 효과를 고려하면, 동사는 현재 충분한 재무적 버퍼를 확보해 둔 상태이다. 차입이 점점 어려워지던 임계점 부근에서 본업의 개선으로 분위기 전환을 이루어냈다는 점은 고무적이다. 현재로서 동사를 바라볼 때에, 유상증자 등 재무적 리스크에 대한 편견 없이 성장성을 온전히 바라볼 수 있게 되었기 때문이다.

도표 2-9. 동사 제품 포트폴리오

Reconstruction	Traditional Breast Augmentation		Breast Tissue Preservation		
Motiva Flora [®]	Motiva [®]		JOY.(dot) [®]	Preservé [™]	Mia [®]
Motiva Flora [®] Tissue Expander	Motiva [®] Round	Ergonomix [®]	Ergonomix2 [®]	Ergonomix [®] Ergonomix2 [®]	Ergonomix2 [®] Diamond
SmoothSilk [®] Non-Magnetic Infusion Port TrueFixation [®] System	SmoothSilk [®] ProgressiveGel [®] Plus TrueMonobloc [®] BlueSeal [®]	SmoothSilk [®] ProgressiveGel [®] Ultima [®] TrueMonobloc [®] BlueSeal [®]	SmoothSilk [®] ProgressiveGel [®] Ultima [®] TrueMonobloc [®] BlueSeal [®] Motiva SuperSilicones [®] Woman's Choice Program [®]	SmoothSilk [®] ProgressiveGel [®] Ultima [®] TrueMonobloc [®] BlueSeal [®] Motiva SuperSilicones [®] Woman's Choice Program [®]	SmoothSilk [®] ProgressiveGel [®] Ultima [®] TrueMonobloc [®] BlueSeal [®] Motiva SuperSilicones [®] Woman's Choice Program [®]

도표 2-10. 동사 EBITDA 및 영업이익 추이



출처: 동사 IR, SMIC 1팀

출처: EDGAR, SMIC 1팀

3. 가슴이 웅장해진다 - 투자포인트 ①

3.0. 유방확대 시장으로 BIG Dive

Not only 소비자,
but also 의사

유방확대 시장에서 동사를 비롯한 유방 보형물 업체는 소비자와 의사를 모두 설득해야만 제품을 팔 수 있다. 일반적인 B2C 소비재의 경우 소비자만 설득하면 매출을 확보할 수 있지만, 유방 보형물은 사뭇 다른 성격을 지니고 있다. 해당 시장은 유방 보형물 제조사-> 병원/의사-> 소비자로 이어지는 밸류체인을 가지고 있기 때문에 단순히 소비자만 설득하거나 의사를 설득한다고 해서 매출이 보장되지 않는다. 최종 지불 주체는 소비자지만, 제조사로부터 유방 보형물을 직접적으로 구매하는 주체는 의사이기에 유방 보형물 업체는 근본적으로 둘을 모두 설득해야 한다.

똑똑해진 소비자들

정보의 홍수 속에서 소비자들은 점차 발전하고 있으며, 이는 과거에 머물러 있던 의사 설득 위주의 패러다임을 강력히 깨부수고 있다. 과거에는 소비자가 유방 확대 수술을 하고자 할 때 어떤 보형물이 있는지, 어떤 부작용이 있는지 등에 대해 미리 공부하는 경우가 거의 없었다. 그런데 점차 커뮤니티와 SNS 등을 통해 수술 후기를 접한 소비자들은 각종 보형물들에 대한 정보가 충분한 상태에서 의사와 상담을 하기 시작했다. 해당 소비자들은 이미 보형물에 대한 선호가 있는 상태에서 내원하기 때문에 의사의 일방적인 설명과 권유는 점차 그 효용가치가 떨어진다.

소비자가 원하면
의사도 원한다

여전히 의사가 본인이 수술에 활용할 보형물을 주체적으로 선택하지만, 해당 의사결정에 소비자들도 점차 관여하고 있다. 근본적으로, 의사들이 안정성/수술 편의성/재수술 리스크 등을 종합적으로 고려해 선택한 보형물을 유방 확대 수술에 사용해야 해당 제품이 팔리는 시스템임에는 변함이 없다. 그러나 의사 역시 사업자이기 때문에, 정보를 확보해 똑똑해진 소비자들의 니즈가 투영된 보형물을 제품 선택에 있어 긍정적으로 고려하게 될 확률 역시 매우 높아진다.

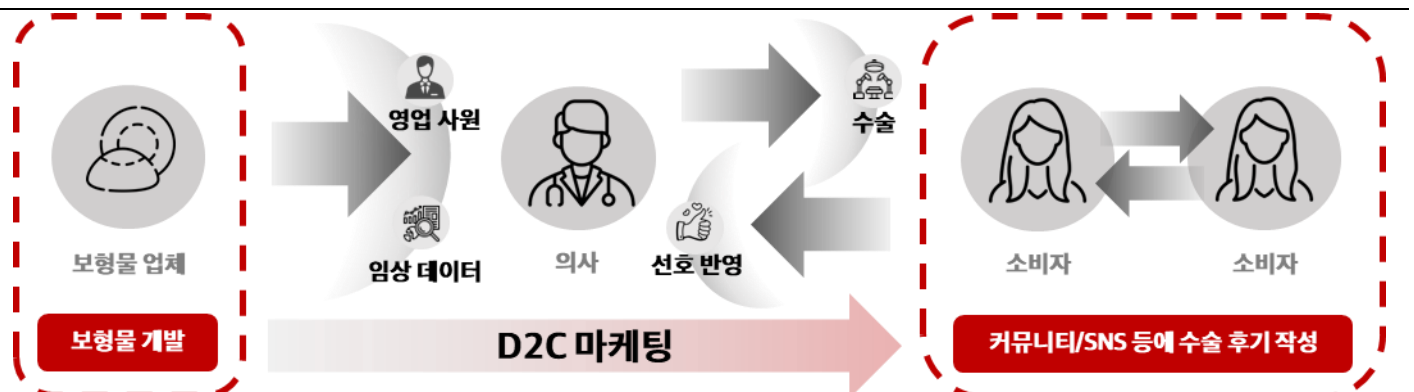
입소문의 선순환 구조

소비자들 사이의 입소문을 타고 평판이 좋아진 제품을 병원에서 도입하는 사례는 빈번히 일어난다. 대표적으로 (주)파마리서치의 리쥬란 제품 역시 특정 의료기기에 대한 소비자의 니즈가 결국 병원의 구매요청으로 이어진 사례이다. 이와 유사하게, Motiva 역시 좋은 후기들이 공유되면서 해당 후기를 본 소비자들의 수요가 증가하고, 다시 Motiva 제품으로 수술을 받은 소비자들이 후기를 양산하게 되는 선순환 구조 속에서 점차 많은 의사들은 소비자들의 영향을 받게 된다.

결국, 소비자와
의사를 모두
설득해야 하는 구조

소비자들의 선호 선점과 의사의 보형물 도입 유도는 시장 점유율을 늘리는 데에 가장 핵심적인 전략이다. 소비자들의 니즈에 따라 의사들이 점차 특정 보형물을 수술에 사용하기 시작하면, 장기적으로 의사들의 제품에 대한 만족도와 신뢰감 역시 꾸준한 매출 증가를 견인한다. 좋은 수술 결과와 후기, 임상데이터 등은 해당 보형물에 대한 소비자와 의사의 충성도를 높이기 때문이다.

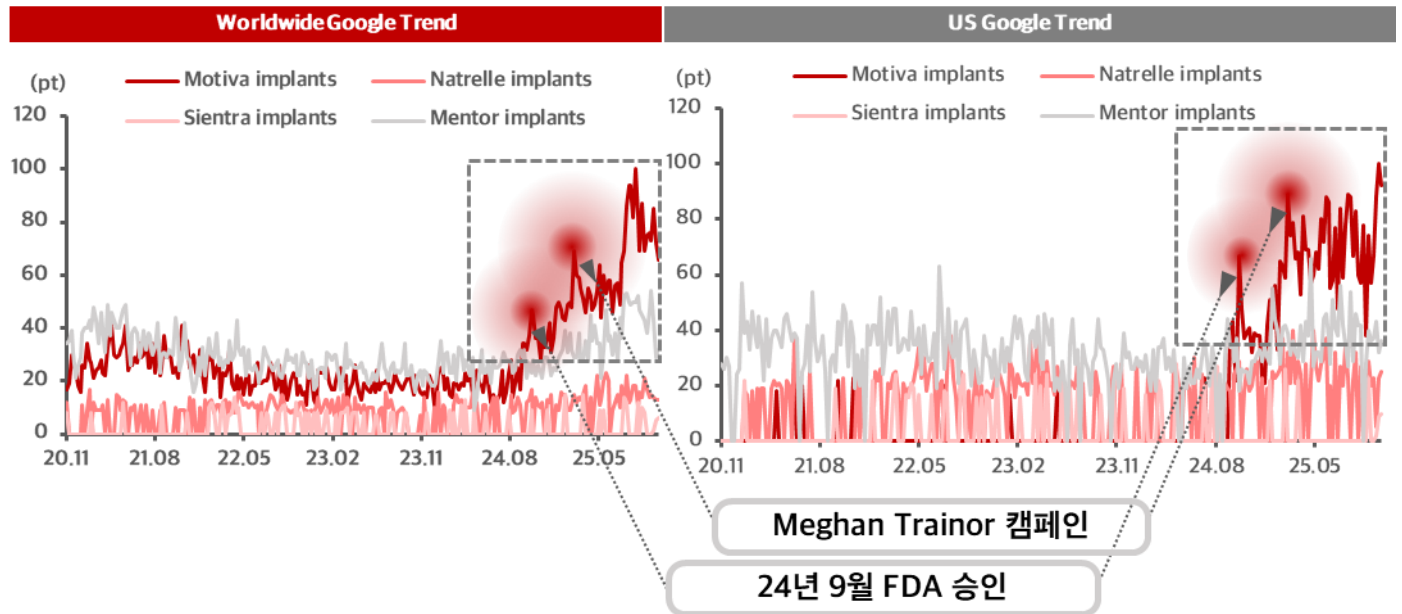
도표 3-1. 유방 확대 시장의 밸류체인



출처: SMIC 1팀

3.1. 동사의 핵심 성공 전략을 공개합니다

도표 3-2. Motiva에 대한 소비자의 선호



출처: Google Trend, 동사 IR, SMIC 1팀

3.1.1. 소비자 설득 완료

FDA 승인 이후
구글 트렌드 급증

북미뿐만 아니라, 전세계적으로도 동사의 Motiva 제품은 경쟁사 3곳의 주력 제품을 구글 트렌드 지표에서 가뿐히 뛰어넘었다. 구글 트렌드는 소비자들의 니즈가 어디로 이동하는지 단적으로 보여주는 선행지표이기에 해당 결과는 소비자들의 선호와 관심사가 동사로 향하고 있음을 증명한다. 시기적으로 분석해보면 2024년 9월 26일 미국 FDA 승인을 받은 후, 동사의 주력 제품인 Motiva의 북미 시장 진출이 가시화됨에 따라 해당 구글 트렌드가 급증한 것을 알 수 있다.

생각보다 훨씬 더
엄중한 FDA 승인

ClassIII 의료기기에 속하는 동사의 보형물은 고위험군으로 분류되기에 FDA 승인까지 오래 걸리며, 복잡하고 까다로운 심사 과정을 거친다. 특히 ClassIII 의료기기의 경우 PMA(시판 전 승인) 절차를 거쳐야 하기에, Motiva 보형물은 IDE 임상시험을 거침으로써 PMA 절차를 통과했고, FDA로부터 최종승인을 받아냈다. 이렇듯 기술적으로 안전성이 검증된 새로운 보형물이 유방 확대 시장의 가장 큰 파이를 차지하고 있는 북미에 보급된다는 점은 주목이 되지 않을 수 없었다.

물 들어올 때
노 전기 성공

Motiva 보형물은 2013년 이후 미국 FDA가 승인한 최초의 유방 임플란트였기에, 동사를 향해 관심이 쏠렸고 동사는 이를 적극적으로 공략했다. 상술했듯, 2024년 9월을 기점으로 높아진 구글 트렌드 지표는 동사를 향한 높은 선호를 의미했다. 그리고 동사는 이 기회를 놓치지 않고 북미 시장에 각종 광고를 내고 바이럴을 유도하는 등, 수많은 마케팅 전략을 구사했다. 후술하겠지만, 이러한 전략들은 오직 동사만 가능한 전략이며, 결국 그 자체로 동사의 해자가 된다.

유방 확대수술
트렌드의 변화

전통적으로 빅 볼륨미를 추구하던 유방 확대수술의 트렌드가 웰니스 관점으로 전환된다는 점, 그리고 상이한 연령별 관심사는 동사의 마케팅 전략에 있어 필수 반영 요소였다. 즉, 너무 큰 유방보다는 각자의 체형에 맞는, 아름다운 유방 모양과 크기를 소비자들이 더 선호하는 트렌드로 바뀐 것이다. 또한, 20대 이하의 소비자들은 더 예쁜 유방 모양을 추구하는가 하면, 30대 이상의 소비자들은 상대적으로 안전성과 부작용 측면에서 확대수술을 접근하려는 경향성이 존재한다.

트렌드의
변화를 파악한
동사의 마케팅

동사는 **상술한 트렌드 변화를 정확히 포착하고 내러티브와 스토리텔링을 중심으로 마케팅을 단행했다.** 우선, 20대 이하의 소비자들이 집중하는 예쁘고 자연스러운 유방을 어필하기 위해 그래미 어워즈 수상자인 Meghan Trainor를 브랜드 파트너로 기용해 Motiva 수술 경험을 공개했다. 이를 통해 자연스러운 유방 모양과 더불어 부작용이 없다는 점 등을 적극적으로 어필했고, 유방을 움직이는 영상이 공개되기도 했다. 심지어 Meghan Trainor x Motiva 전용 웹사이트를 개설해 특정 기간 동안 소비자들에게 \$250 상당의 리베이트 프로모션을 진행하는 전략을 펼쳤다. 해당 전략을 통해 동사는 48억 회의 미디어 노출과 700명 이상의 소비자를 포섭하는 데 성공했다.

왜 동사만
가능한 마케팅인가?

상술한 마케팅 전략이 가능했던 이유는 FDA 승인을 받은 유방 보형물 제조사 중 유일하게 동사만 BIA-ALCL(역형성 대세포 림프종)이 현재까지 발견된 바가 없기 때문이다. 즉, 자연스러움과 안전성 두 마리 토끼를 동시에 잡을 수 있는 제품이 바로 Motiva이기 때문에 동사는 자신 있게 제품군을 반복적으로 미디어에 노출시킬 수 있었다. 또한, 공식 인스타그램 계정에 단순히 유방 확대수술 비포/애프터 사진뿐만 아니라 소비자의 스토리, 인터뷰 등을 함께 게시하며 내러티브에 포커스를 둔 마케팅 전략 역시 소비자들의 트렌드 변화를 포착한 동사가 구사한 전략이었다.

내러티브에
자연스러움 한 스펀

동사는 내러티브 마케팅 전략에 더해 유방 모양의 자연스러움까지 어필하며 소비자들의 마음을 사로잡았다. 홈페이지에서부터 유방 확대 수술 후의 모양을 과감하게 보여주며 서 있을 때는 자연스러운 물방울 모양을, 누워 있을 때는 둥글게 퍼지는 모양을 구현했다는 점을 강조했다. 이는 경쟁사와는 다른 동사만의 실리콘 젤 기술에서 기반한 것으로, 움직임이 바뀔 때 최대 돌출점이 자연스럽게 같이 이동하게끔 설계되어 있기에 가능한 것이다. #Motiva를 함유하는 다수의 틱톡 영상들에서도 이런 자연스러움이 반영되어 있으며, 이는 소비자들의 니즈를 정확히 충족시켰다.

미용뿐만 아니라
안전까지 ①

동사는 BIA-ALCL(림프종)의 발병 확률이 없다는 데이터로 안전과 관련된 부분 역시 적극적으로 강조했다. 공식 홈페이지와 블로그에서 Motiva 보형물은 국제 표준상 smooth 표면으로 분류되는 제품이며, 2010년 처음 출시 후 현재까지 BIA-ALCL의 부작용이 없다는 내용의 교육용 콘텐츠를 지속적으로 생산했다. 특히 2019년 당시 높은 시장 점유율을 차지했던 Allergan의 텍스처드 표면으로 인해 다수의 BIA-ALCL 발병 사례가 생겨났고, FDA가 Allergan 텍스처드 보형물의 전량 리콜을 지시했던 사건이 존재했기 때문에 해당 지표는 Motiva의 안전성에 무게를 더한다.

미용뿐만 아니라
안전까지 ②

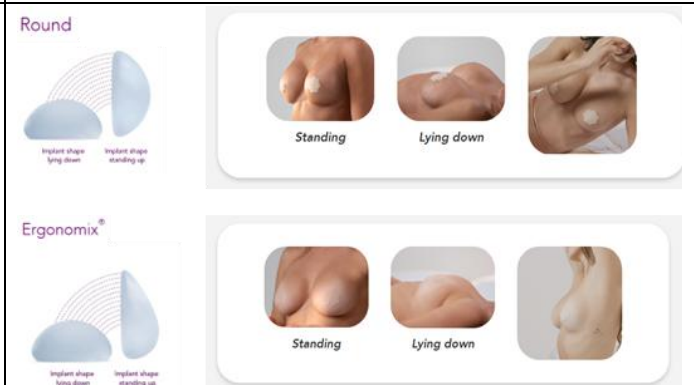
구형구축률이 낮다는 임상 데이터 또한 안전성을 추구하는 소비자들의 마음을 사로잡기에 충분했다. 동사의 Motiva 제품은 피막구축률(보형물 주변에 형성된 피막이 점점 두꺼워지는 현상)이 0~2.06% 수준으로 극단적으로 낮다. 따라서 구형구축률(피막구축이 심화된 단계) 역시 0.5% 정도로 낮으며, 이로 인한 재수술 위험성이 낮다는 안전성 프로필이 강조되고 있기도 하다.

도표 3-3. Meghan Trainor 마케팅 효과



출처: 동사 IR, SMIC 1팀

도표 3-4. Motiva의 자연스러움



출처: 동사 홈페이지, SMIC 1팀

3.1.2. 의사 설득 완료

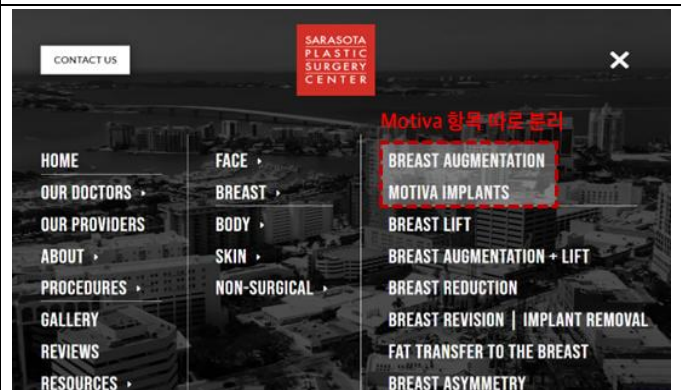
소비자 설득에 만족할 수 없다	압도적인 마케팅 전략과 기술력으로 소비자들의 설득에 성공한 동사는 이후 의사들의 마음도 얻고자 했다. 상술했듯, 2019년 텍스처드 보형물 리콜 사태 이후 보형물의 안전성에 대한 의사들의 관심도는 가파르게 상승했다. 보형물로 인한 부작용이 생길 경우, 이는 재수술을 유발하고 병원의 평판에 손상을 입히기에 의사들은 안전성 측면에서 해자가 있는 보형물을 찾기 시작했다.
영업사원을 적극 활용한 동사	동사는 영업 직원들의 수를 급속도로 늘리며 동사 제품군의 안전성과 장점에 대해 의사들에게 직접 피력했다. 특히 FDA 승인 이후 새롭게 진출한 북미 시장의 경우, 동사는 성형외과 클리닉들을 설득하기 위해 북미에 진출한 지 1년여만에 영업사원의 수를 40명까지 늘렸으며 26년 기준 15명의 추가 확대 계획을 발표했다. 해당 영업사원들은 동사 제품군의 낮은 피막구축률과 재수술률, 임상 데이터를 토대로 의사들을 설득하며 시장의 안전성 공백을 적극적으로 공략했다.
거물급부터 순차적으로 접근	영향력이 높은 의사들인 KOL(Key Opinion Leader)의 설득에 집중한 동사는 KOL의 지지를 바탕으로 의사들의 관심을 유도하기도 했다. 특히 전통적인 마케팅 전략과는 달리, 전 세계에서 열리는 대규모 미팅과 학회에 참석하는 데 많은 투자를 했고, 거물급 의사들과 병원 직원들을 설득하는 데 주안점을 두었다. 보형물을 선택해 확대수술이 이루어지는 시장 특성상, Key Player라고 할 수 있는 KOL을 공략해 다수의 지지를 얻는 동사의 전략은 결국 의사 설득을 가능케했다.
높은 ASP? 문제없다	경쟁사들의 보형물에 비해 더 높은 ASP를 가진 Motiva지만, 해당 사유는 의사들이 Motiva를 사용하는데 있어 걸림돌이 되지 않는다. Motiva의 ASP가 높은 만큼 Motiva를 활용한 수술은 더 높은 금액대에서 형성되고, 이에 따라 해당 프리미엄은 소비자에게로 전가되기 때문이다. 유방 확대 수술은 일회성 수술이라는 성격이 짙기 때문에, 소비자들의 입장에서는 높은 안전성과 좋은 후기들을 필두로 한 동사의 Motiva를 선택하는 데에 있어 상대적으로 비싼 수술 가격이 큰 장애물이 되지 않는다. 후술하겠지만, 이는 동사의 지속적인 시장점유율 증가로 증명된다.
결국 Motiva를 선택하는 의사들	마케팅과 안전성에서의 우위를 가진 Motiva는 의사들을 설득하는 데에 성공했다. 상술했듯, 소비자들이 Motiva에 대한 수요를 가진 상태에서 내원하는 경우가 많아지고 있기에, 의사는 고가의 수술 케이스 볼륨을 별다른 홍보나 마케팅 없이 확보할 수 있는 이점이 생긴다. 또한, Motiva의 보장된 안전성은 수술로 인한 부작용(구형구축, BIA-ALCL 등)과 재수술의 위험성을 급격히 낮추기 때문에 의사는 낮은 사후 리스크와 우수한 병원 브랜딩 효과를 동시에 누릴 수 있다. 해당 이점들을 토대로 이미 북미의 일부 성형외과는 홈페이지에 'Breast aug.-silicon'과 'Breast aug.-Motiva' 항목을 따로 분리해 놓는 등 Motiva를 주력 제품으로 채택하고 있기도 하다.

도표 3-5. 경쟁사들과의 제품군 비교

제품별 안전성 비교			
제품	Allergan	Mentor	Motiva
표면 특성	Macro-textured	Micro-textured	Smoothsilk
BIA-ALCL 사례	업계 최다	보고 사례 존재	지난 14년간 0건
규제/리콜	2019년 글로벌 리콜	리콜 사례 없음	리콜 사례 없음
해석	ALCL 리스크 가장 높음	ALCL 리스크 일부 존재	ALCL 리스크 거의 없음

출처: 각 사 IR, SMIC 1팀

도표 3-6. Motiva 항목 분리 사례



출처: Sarasota Plastic Surgery Center, SMIC 1팀

3.2. 앞날이 창창한 유방확대 시장

3.2.1. 북미에서의 크기를 키우기 시작한 동사

북미 시장은 그 자체로 엄청하다

북미 시장은 선택된 자들에게만 유효한 시장이며, 동시에 성숙한 시장이다. 2024년 9월 FDA 승인을 받은 이후 4분기부터 북미 시장에 본격적으로 진출한 동사는 그 엄중함을 깨달았다. 북미 시장은 P의 측면에서는 보형물의 ASP가 가장 높으며, Q의 측면에서도 전체 유방 수술 건수 중 차지하는 비중이 가장 높다. 그러나 FDA 승인을 받은 player들만 시장에 뛰어 들 수 있는, 규제를 바탕으로 한 레퍼런스 시장이기에 경쟁자가 쉽게 생겨나지 않는다. 이와 동시에, 무려 31.17%의 전세계 유방 수술 시장 share를 차지하고 있을 만큼 이미 성숙기에 도달한 시장이기도 하다.

북미의 ASP로 GPM 개선

동사는 북미 외 시장보다 2배 이상 높은 ASP를 가진 북미 시장의 점유율을 통해 약 70%의 GPM을 달성했다. 상술했듯, 북미 시장은 성숙한 시장이기 때문에 TAM, 즉 전체 파이의 가파른 성장을 기대하기 힘들다. 따라서 경쟁사의 시장점유율을 확보해오는 것이 중요하다. 동사는 처음 진출한 북미 시장에서의 점유율을 확보해 나가며, 높은 ASP를 바탕으로 GPM을 개선해 나갔다.

동사의 엄청난 성장 속도

북미 시장에 진출한 지 약 1년 만에 동사는 10%를 훌쩍 상회하는 시장점유율을 차지하게 되었다. 동사는 2010년부터 글로벌 시장을 대상으로 쌓아온 마케팅 능력과 데이터베이스를 충분히 가진 채로 시장의 기대감과 함께 북미 시장에 진출했고, 엄청난 속도로 시장점유율을 확보하기 시작했다. 2025년 기준 연평균으로는 약 13%를 확보했으며, 4Q run-rate 기준, 즉 2025년의 마지막은 20%의 시장점유율 확보를 목표로 하고 있다. 가히 압도적인 속도라고 말할 수 있다.

성장을 뒷받침하는 미국의 클리닉

동사의 성공적인 발걸음에는 영업 인력과 마케팅으로 확보한 미국의 성형외과 클리닉들이 큰 영향을 미치고 있다. 클리닉들은 동사에계정을 등록해놓고 직접 발주를 넣어 유방 확대수술에 쓸 보형물을 구매한다. 동사는 북미 시장에 진입한 지 약 3주 만에 250개의 클리닉 계정을 확보했고, 월평균 약 100개씩 꾸준히 성장하며 현재 동사는 무려 1,800개가량의 클리닉 계정을 보유하고 있다. 이는 전체 6,000개가량의 북미 성형외과 클리닉 중 무려 30%에 달하는 수치이다. 심지어 1Q25 기준 해당 클리닉들은 동사의 보형물에 대해 80% 이상의 재주문율을 보이며 견고한 수요를 증명했다. 이를 통해 향후 확보할 클리닉들의 충성심 또한 예측할 수 있다.

Q 성장 톨아보기

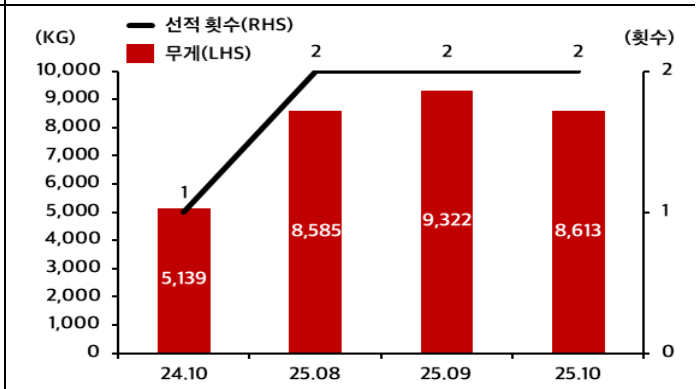
상술한 지속적인 Q 성장 추세는 동사 코스타리카 본사에서 Motiva Usa로 향하는 선적 데이터로도 증명할 수 있다. 2024년 10월 약 5,000kg의 첫 선적을 시작으로, 2025년 8월~10월에는 각각 월 2회의 선적을 통해 현재까지 약 31,659kg의 보형물이 북미로 향했다. 가장 최근의 3개월 동안 급격하게 물량이 전달된 것으로 미루어 볼 때 전방의 수요가 상당히 견고함을 알 수 있다.

도표 3-7. 북미의 동사 클리닉 계정 분포



출처: 동사, SMIC 1팀

도표 3-8. 선적 데이터 추이



출처: Import Key, SMIC 1팀

상술한 내용들을 종합했을 때, 동사는 2027년까지 북미 유방 확대수술 시장에서 매출(P*Q) 기준으로는 약 35%의 점유율, Q 기준으로는 약 25%의 점유율을 차지할 수 있을 것으로 추정된다.

3.2.2. Case Study: 저 정도의 Upside가 가능할까?

Proxy: 에볼루스

에볼루스(Evolus)는 동사처럼 인플루언서와 SNS를 적극적으로 활용하는 마케팅을 통해 주력 제품인 Jeaveau를 북미 진출 5~6년만에 시장 점유율 14%까지 올려놓았다. 해당 시장은 Botox라는 1등 브랜드가 존재하는 시장이었지만, Jeaveau는 낮은 가격 pricing과 MZ세대를 타겟팅한 마케팅 전략을 필두로 4년 연속으로 미국에서 가장 빠르게 성장한 미용 신경독소 브랜드가 되었다. 물론 동사의 프리미엄 가격 전략과는 다른 pricing 전략이지만, 보형물 시장은 일회성을 목표로 하므로 낮은 가격 pricing보다는 프리미엄으로 접근하는 것이 알맞은 전략이다. 즉, 두 기업 모두 가격 측면에서 수요를 충족시켰다는 점에서 에볼루스가 유의미한 Proxy 지표라고 판단했다.

오히려 더
유리한 동사

성장과 경쟁이 활발하게 이루어지는 미용 신경독소 시장에서도 점유율을 확보한 에볼루스는 동사에게 더 큰 희망을 준다. 동사가 속한 유방확대 시장은 2019년 텍스처드 보형물 리콜 사태와 2024년 Sientra 구조조정 사태를 거치며 공격적인 R&D 및 브랜딩 혁신이 사실상 멈춰 있는 시장이다. 해당 시장에서 에볼루스와 유사한 마케팅 전략, 그리고 지속적인 연구를 통한 신제품 출시 등을 구사하며 점유율을 확보해가고 있는 동사이기에 향후 시장 점유율 Upside는 충분히 열려 있다. 초경쟁 시장에서도 15% 가까이 점유율을 확보한 에볼루스다. 이미 확보한 20%의 점유율에 향후 새롭게 확보할 클리닉까지 고려하면 35%의 점유율이 무리한 추정은 아닐 것이다.

3.2.3. 북미 이외의 Upsiz(d)e

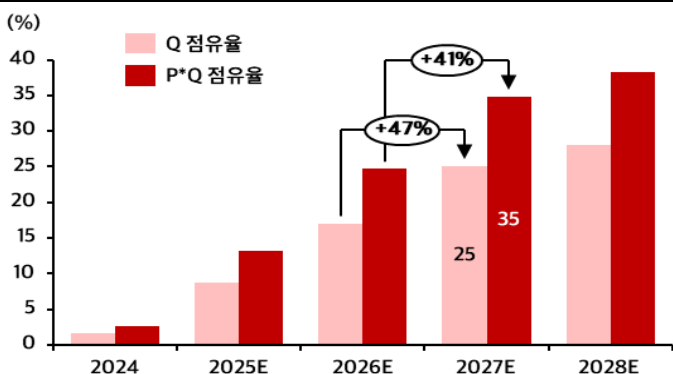
중국 시장에서
예상되는
추가 upside

의료미용 분야에서 미국, 브라질과 함께 글로벌 최상위권을 형성하는 중국 시장은 26년 이후 Upside가 예상된다. 동사의 Motiva 제품은 2023년 중국 NMPA 승인을 받은 후 정식으로 중국 시장에 진출했지만, 초기 2년 동안 재고가 과도하게 쌓이며 24년부터 25년까지는 중국발 수요가 빠르게 증가하지 못했다. 즉, 약 2년간의 재고조정 구간을 거친 중국 시장은 2026년 이후부터 다시 전방수요를 반영한 정상적인 주문이 들어올 것으로 예상되며, Upside가 창출될 것이다.

Global,
든든한 락바텀

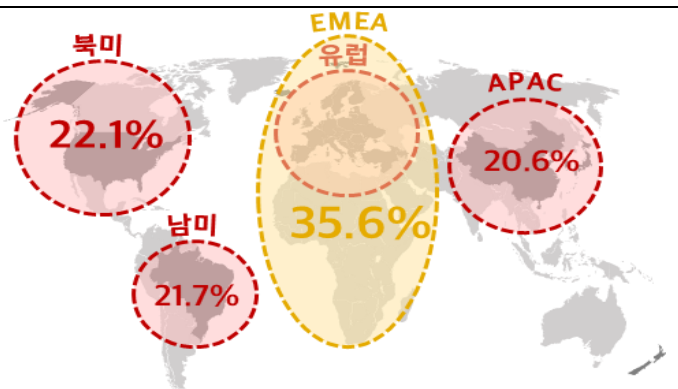
미국과 중국시장이 새롭게 개화하고 있다면, 유럽/라틴 아메리카/APAC 시장은 동사의 매출을 든든히 담당한다. 전통적인 유방 확대시장 강국인 라틴아메리카향은 여전히 동사의 캐시카우로 자리잡고 있으며, 특히 직판 시장에서 성장을 보이는 중이다. 유럽 역시 3Q25 기준 직판 시장에서만 20% 이상 성장하며 좋은 모멘텀을 유지하고 있다. 아시아에서는 동사의 Motiva 제품이 이미 1위를 기록하고 있으며, 그 리더십의 지위가 동사의 락바텀을 든든히 책임질 것이다.

도표 3-9. 북미 유방 확대시장 점유율 추이



출처: SMIC 1팀

도표 3-10. 3Q25 기준 동사의 글로벌 매출



출처: 동사 IR, SMIC 1팀

3.3. Mia에게서 발견된 메가트렌드의 불씨

유방 확대 수술계의
스마일 라식

Mia는 유방 확대술을 수술이 아닌 가벼운 라이프스타일 시술로 재해석하는 모델이다. 시술은 겨드랑이 주름 아래의 소형 절개를 통한 최소침습 보형물 삽입 방식으로 이뤄지며, 국소마취 하에서 10-15분 내에 종료되고 당일 일상 복귀가 가능하다는 점을 주요 가치로 내세운다. 1-2컵 증가의 작은 보형물에만 현재 적용되며, 시술의 간결함·빠른 회복·자연스러운 결과를 강조해 전체 경험을 라이트·웰니스 지향의 Femtech 시술로 재구성함으로써 소비자 설득력을 높이고 있다.

전통적 수술 세계관은
품지 못했던 Mia

전통적 외과 의사 입장에서 Mia는 구조적으로 위험성이 큰 시술이다. 숙련된 성형외과 전문의는 시야 확보와 정교한 박리를 기본 원칙으로 삼지만, Mia는 해부학적 구조를 직접 확인할 수 없는 Blind 시술이기 때문에 필연적으로 안전성이 떨어진다. 또한 지혈과 무균 유지가 어려워 혈종, 감염 위험이 증가할 수 있으며, 시술 중 환자의 움직임에 따라 중대한 합병증이나 기흉 등 치명적 위험이 발생할 가능성도 지속적으로 지적되어 왔다.

세간의 부정적 인식을
모두 부순 임상데이터

Mia의 안전성에 대한 우려가 존재하던 가운데, 3년 임상 데이터가 예상 밖으로 뛰어난 결과를 보이며 이러한 의심을 사실상 해소했다. 실제로 Mia 임상 3년차 결과에서 구형구축 0건, 파열 0건, 감염·혈종·장액종 0건, 위치이상·감각변화 0건이 보고되었으며, 이는 기기 결함이나 시술 기법과 연관된 합병증이 단 한 건도 발생하지 않았다는 의미다. 이러한 데이터는 Mia가 기존 우려와 달리 매우 안정적인 시술 방식임을 명확히 보여준다.

TAM 확장 불길이
생각보다 강력하다

현재 Mia는 유럽을 중심으로 매출이 급증하고 있으며, 기존에 확대술을 고려하지 않았던 신규 수요층이 대거 유입되면서 시장 TAM이 직접적으로 확대되고 있다. 25년 Mia 계정 수는 2배 증가했고, 회사는 25년 800-1,000만 달러, 26년 Preserve 포함 3,000만 달러의 매출을 제시하며 성장세를 재확인했다. 시술자의 42%가 신규층으로 나타나 TAM 확장이 실증적으로 입증됐으며, 시술 결정 기간이 3-7년에서 2.5개월로 단축되는 등 Mia의 확장 속도는 더욱 가속되고 있다.

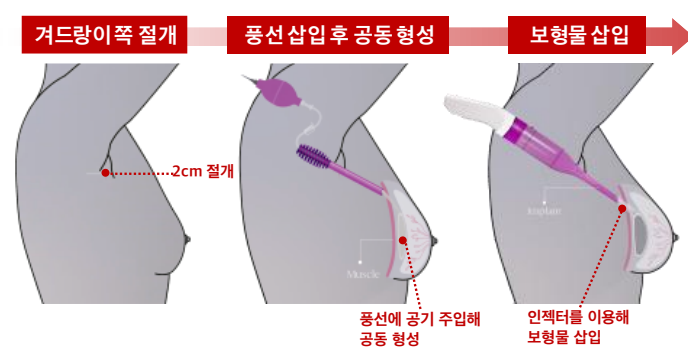
미국에도 불씨를
곧 떨어뜨릴 예정

미국에서도 의사들의 시술 인식이 전환되면 Mia의 폭발적 확장이 가능하다. 동사는 25년 6월 Supplement PMA를 FDA에 제출해 26년 상반기 미국 진출을 목표로 하고 있으며, 이를 대비해 시술 방식을 교육할 전담 영업 인력도 적극적으로 확보하고 있다. 이러한 준비가 의사들의 수용성 향상으로 이어질 경우, 미국 시장에서 빠른 점유율 확대와 높은 업사이드가 기대된다.

작은 불꽃 하나가
하나의 불길이 된다면

Mia가 미국과 유럽에서 성공적으로 안착할 경우, Preserve와 결합해 수십 년간 변화가 없던 유방 확대술의 시술 패러다임 전환을 이끌 수 있다. Mia가 최소 침습의 작은 보형물을 이용한 확대술을 통해 진입 장벽을 낮췄다면, Preserve는 모든 사이즈의 보형물 시술이 가능해 기존 수술의 대체재로 확장성을 확보한다. 이 조합은 확대술에 막연한 두려움을 갖던 잠재 수요층을 실제 시술로 전환시키며, 시장을 질적으로 확대하는 강력한 성장 동력으로 작용할 가능성이 높다.

도표 3-11. Mia Femtech 시술 방법



출처: 동사, SMIC 1팀

도표 3-12. Motiva Implants와 Mia 3년차 임상 데이터

	Motiva Implants 3-year	Motiva Mia 3-year
구축구형 (Baker Grade IIIIV)	0.5%	0.0%
파열 (Rupture)	0.6%	0.0%
위치 이상 (Malposition)	3.2%	0.0%
유방통 (Breast Pain)	0.7%	0.0%
감염 (Infection)	0.9%	0.0%
재수술 (Any reoperation)	5.9%	1.0%

출처: Aesthetic Surgery Journal, SMIC 1팀

4. 곧 클 유방 재건 - 투자포인트 ②

4.1. 복미 유방 재건 시장의 전략적 지형도

의사 중심의 확대, 병원 중심의 재건

미용적인 성격이 강해 개인 개원의 중심으로 시장이 형성된 확대 수술과 달리 재건 수술은 의료적인 성격이 짙어 병원 중심으로 시장이 형성되었다. 재건 수술의 주요 대상은 유방암으로 절제술을 받은 환자나, 유전성 고위험군, 외상·감염·기형 등 비종양 환자 등으로, 주로 대형 병원에서 관련 수술을 받고 난 이후 병원 소속 혹은 병원과 계약된 성형외과 의사들이 해당 병원 수술실에서 재건 수술을 진행한다. 주로 개인 수술실에서 진행되는 확대 수술과 차이가 있다.

이해관계자가 많고 프로세스가 복잡한 병원

병원은 개인 개원의와 달리 구매, 자재팀 등 다수의 이해관계자의 의견이 개입된 구조적 의사결정 체계가 작동해 의사의 선호로만 도입이 결정되지 않는다. 개인 개원의는 제품이 만족스러우면 공급시스템 내 계정 생성시 즉시 제품을 도입 가능해 과정이 간편하다. 반면 병원에서 새로운 의료기기 도입시 ① 의사가 병원에 도입을 요청하고, 이후 ② 구매팀 (공급사 탐색 및 신제품 도입), 재고팀 (병원의 자재/장비를 총괄, 내부 수요를 파악해 물품 주문 및 재고, 공급망 관리), 의사들을 중심으로 재무, 품질팀 등이 관여하는 다학제 위원회 VAC (Value Analysis Committee) 가 조직돼 임상적 가치, 비용효율성, 운영관리 측면을 종합적으로 평가해 허용 여부를 결정한다.

가장 중요한 건 임상 데이터, 즉 효능

병원 VAC 위원회에서 유방 재건 보형물을 고려할 때 가장 높은 비중으로 평가하는 요소는 임상 데이터이다. 의사들은 환자의 안전과 치료 성과를 최우선적으로 고려하기 때문에 임상적 우수성과 안정성을 입증하는 데이터가 제품 선택의 핵심 기준이 된다. 물론 수익성과 비용, 병원 예산 영향, 영업사원의 역량, 애프터서비스 품질 등 다양한 재무적·운영적 요소들도 고려되지만, 이는 기본적인 임상적 차별성이 확인된 이후에 검토되는 부차적 의사결정 요소에 가깝다. 보형물 간 임상적 성능이 무차별할 경우에만 비용, 계약 조건, 공급 안정성 등이 본격적으로 비교된다.

그 외 포인트 ① 단일 벤더 선호

유방 재건 수술은 다양한 제품을 필요로 하고, 병원은 수급 안정성을 위해 단일 벤더에서 해당 장비들을 공급받기를 선호한다. 수술의 상당수(6-70%)는 조직 확장기 (TE, Tissue Expander), 인조 진피 (ADM, Acellular Dermal Matrix), 지방 이식 장비를 필요로 하고, 병원은 보형물과 함께 해당 장비들을 단일 벤더사에게 공급받는 편이 공급망 관리 측면에서 유리하다.

그 외 포인트 ② 번들링 할인

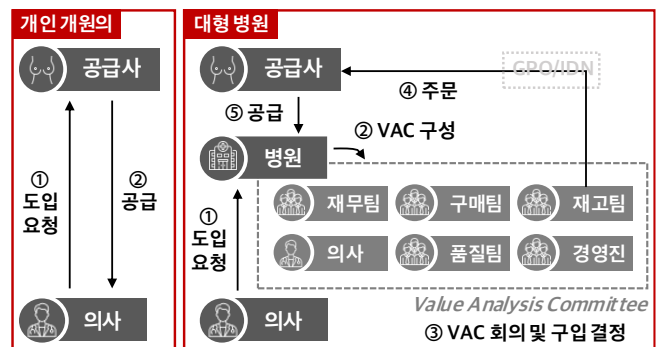
유방 재건 수술 장비는 동일 섹터 내 번들링은 물론, 다른 장비와의 크로스 셀링을 통해 비용 절감 효과를 창출하기도 한다. 의료기기 공급사는 보형물과 조직확장기 등 재건 기기군을 하나로 묶어 패키지 가격을 제공하거나, GPO 멤버십, IDN 네트워크와 같은 대규모 구매 플랫폼에서 병원 계정별 총매출을 기준으로 Tier을 부여하고 이 Tier에 따라 차등화된 가격과 할인율을 제공한다. 결국 병원은 동일 재건 섹터 내 및 다른 분야 제품들도 더 유리한 가격에 구매 가능하다.

도표 4-1. 인공보형물을 이용한 유방 재건 수술 과정



출처: Allergan, SMIC 1팀

도표 4-2. 개인 및 대형 병원 이해관계자 및 결정 프로세스



출처: SMIC 1팀

4.2. 기술력 기반으로 성장할 동사

4.2.1. 동사에 우호적인 경쟁 구도

경쟁사가 완전한 포폴을 갖추었지만...

경쟁자들이 유방 재건 시장에서 거의 완전한 포트폴리오를 갖춘 상황에서 동사는 인조 진피를 제외하고 보형물, 조직 확장기, 지방 이식 장비 관련 포트폴리오를 보유하고나 확보를 진행 중이다. 복미 유방 보형물 시장은 4개사가 FDA인증을 받아 판매를 진행 중이며, 해당 제품은 Mentor (Johnson & Johnson Medtech), Natrelle (Allergan, Abbvie sub.), Sientra (Tiger Aesthetics), Motiva (동사)이다. 4개사 중 Allergan과 Sientra는 모든 유방 재건 포트폴리오를 보유하고 있으며, Motiva는 현재 자체 제품은 조직 확장기만 FDA승인을 받았고, 보형물은 FDA 승인 절차가 진행 중이며, 지방 이식 장비는 PureGraft와 협업을 통해 MotivaHybrid의 이름으로 장비 및 수술법을 제공하고 있다.

개점휴업의 상태인 대부분의 경쟁사

동사를 제외한 3사는 각자 모종의 사유로 유방 보형물 사업부에 집중하지 못하는 상황이고, Motiva만이 적극적으로 해당 사업부의 연구개발을 진행 중이다. Allergan은 2019년 BIOCELL제품이 역형성 대세포 림프종의 발병과의 연관성이 입증되어 자발적 리콜을 진행하며 여러 소송에 시달리는 중이고, 해당 기업을 인수한 Abbvie가 제약 기업이라 수술 사업부가 소외되고 필러 사업 등에 더욱 집중하면서 제대로 된 투자가 이루어지지 않는 상황이다. Mentor는 J&J의 관심을 거의 받지 못하고 있으며, Sientra는 2023년 파산한 이후 Tiger Aesthetics에 인수되어 다양한 사업에 힘이 분산되어 있다.

4.2.2. 혁신적인 제품으로 복미 시장에 침투 중인 Flora

동사의 조직 확장기인 Motiva Flora는 2023년 10월 FDA 510(k) 승인을 받고 복미 시장에 판매되기 시작했다. Motiva 제품군 중 가장 먼저 FDA인증을 취득한 기기로 Motiva 보형물이 도입되기 전 복미 매출의 다수를 차지하였다.

몇 개 못 팔았다 X
몇 개나 팔았다 O

동사의 Motiva Flora는 기술적 차별성이 크지 않은 범용 조직확장기 시장에서 이례적으로 높은 채택률을 기록하고 있다. Flora는 동사 유방 재건 포트폴리오 중 유일하게 FDA 승인을 받은 기기임에도, 동일 제품군 내 타 제품이 없어 번들링 전략을 적용하기 어려운 상황임에도 불구하고, 이미 복미 60개 이상 의료원에서 사용되고 있다는 점이 특히 주목된다.

비결에는 차별화된 기술력

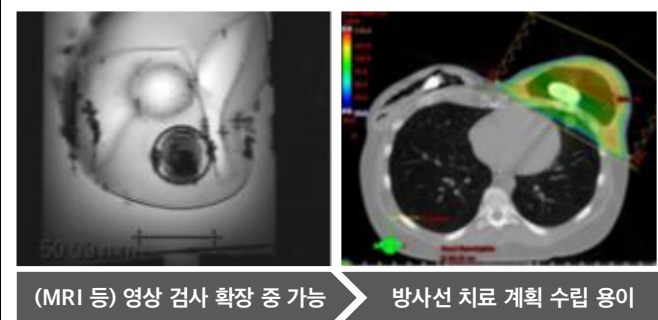
이는 Motiva Flora가 기존 조직확장기들과 다르게 조직확장기 삽입 상태에서도 MRI 촬영이 가능하다는 차별점에서 기인한다. 기존 조직확장기는 바늘을 Injection Port 중심으로 정확히 유도하기 위해 자석 링을 사용해 왔으나, 이 금속 자성 구조물 때문에 MRI, CT 영상의 왜곡, 금속에 의한 이동 및 발열 위험, 방사선 치료 시 감쇠 및 산란으로 인한 치료계획 오차 등이 불가피했다. 반면 Motiva Flora는 자석 대신 RFID 코일 기반 비자성 위치확인 시스템을 적용함으로써 포트 위치를 정확히 확인하면서도 영상 왜곡이나 방사선 간섭 없이 안전하게 MRI 및 CT 영상 확인이 가능해졌다.

도표 4-3. 동사 및 경쟁사 유방 재건 포트폴리오

	Allergan	Mentor	Sientra	Motiva
보형물	Natrelle Inspira Natrelle 410	Mentor Xtra Mentor Boost	Sientra	Motiva Ergonomix
조직 확장기	Natrelle 133S	Mentor Becker Mentor C4X	Allo X2 Dermaspan	Motiva Flora
인조 진피	AlloDerm		SimpliDerm (Partnership)	
지방 이식 장비	REVOLVE		Viality	MotivaHybrid w/t PureGraft (Partnership)

출처: 각 사 홈페이지, SMIC 1팀

도표 4-4. Motiva Flora의 기술적 장점



출처: 동사 홈페이지, SMIC 1팀

유의미한 기술 차이는 의사들을 움직인다 해당 제품은 의사 입장에서 실제 업무 부담을 획기적으로 줄여주는 제품이다. 이런 “귀찮음”을 제거하는 것은 임상의들이 제품을 채택하는 가장 강력한 동인이 된다. 기존에는 유방절제술 후 영상검사나 방사선 치료가 필요한 환자의 경우, 금속 포트로 인한 영상 왜곡과 방사선 간섭 때문에 조직확장기를 먼저 제거한 뒤 영상검사 및 치료를 시행하고, 이후 다시 재삽입하는 번거로운 절차가 필수적이었다. 그러나 Motiva Flora는 영상검사 시 제거하지 않고 사용 가능해 이러한 절차를 완전히 제거하며, 단순히 편의성 향상을 넘어 수술 자체를 없애버리는 수준의 임상적, 운영상 차이를 만들어낸다.

기술력의 격차 임상 데이터로 나타남 경쟁사 조직확장기와의 임상 비교에서도 부작용 발생률이 전반적으로 낮고 기본 성능이 우수한 제품이 확인된다. 다수의 안전성 지표에서 절대 수치 자체가 낮게 나타났으며, 특히 MRI가 필요한 환자 비율은 Motiva군에서 더 높았음에도 불구하고, 단 한 명도 MRI 촬영을 위해 TE를 제거할 필요가 없었다는 점이 돋보인다. 이는 기존 금속 포트 기반 조직확장기에서는 불가능했던 결과로, Motiva Flora가 기본 조직확장기로서의 충실한 안전성·성능을 유지하면서도, MRI 호환이라는 혁신적 기능을 통해 임상적·운영상 의미 있는 우위를 제공함을 해당 임상데이터로 명확히 확인할 수 있다.

4.2.3. 27년부터 재건시장에 등판할 Motiva

재건 분야에서의 FDA 승인도 준비중 동사의 보험물은 연말에 FDA인증을 신청하여 본격적으로 27년부터 유방 재건 시장에 공급될 전망이다. 25년 11월 5일 3Q25 Earnings Call 및 25년 11월 19일 진행된 Jeffries Conference에서 동일하게 올해 연말까지 FDA에 재건 적응증에 관한 서류를 제출할 것임을 언급하였고, 통상 접수 후 심사가 완료되는데까지 1년 남짓한 기간이 소요되기에, 빠르면 4Q26에 인증이 완료되어 26년말부터 유방 재건 수술에 사용 가능하다. 본격적으로 시장에 널리 사용되는건 27년 부터이다.

확대술 인증 과정과 동시에 진행되고 있음 재건 적응증이 확대술보다 훨씬 긴 추적 기간과 높은 리스크 검증을 요구하기 때문에 최초 FDA 승인에서 재건술을 제외한 것으로 추정한다. IDE에서 총 800명 규모로 승인받은 임상 중 확대군이 451명 이므로 재건군은 약 350명으로 추정된다. 확대술 임상은 2018~2019년 수술 후 2022년 3년 데이터 확보, 2023년 4월 PMA 제출, 2024년 10월 5년 데이터 성숙, 2025년 3월 5년 결과 공개라는 일정으로 진행되었고, 재건술도 동일 시점에 5년 데이터가 확보됐을 가능성이 높다. 다만 재건술은 종양 절제·방사선 등 변수가 훨씬 복잡해 분석이 오래 걸려, 연말 PMA 제출 일정으로 이어졌다고 해석된다.

Supplement의 형태로 FDA Filing 예정 유방 재건 적응증에서 Motiva 보험물의 FDA 승인 절차는 기존 유방 확대술 PMA에 Supplement 형태로 추가되는 방식이 될 가능성이 높다. FDA 규정상(21 CFR 814.39(c)) 새로운 적응증 추가나 설계·성능의 중대한 변경은 Panel-Track Supplement로 기존 PMA에 연계해 심사받을 수 있으며, 만약 별도 PMA인증을 받을 시 사이즈·재질 등 사양이 추가될 때 각각 Supplement를 내야 하기에 기존 PMA에 누적하는 방식이 더 효율적이다. 이 때문에 Motiva 역시 새로운 PMA를 별도로 개설하기보다는, 이미 확보된 확대술 PMA를 기반으로 재건술 적응증을 보완 형태로 확장하는 전략을 택할 가능성이 크다.

도표 4-5. Motiva Flora와 타사 조직확장기의 임상 결과

		Motiva (N=161)	Mentor & Allergan (N=706)
부작용	혈종	2 (1.2%)	8 (1.1%)
	장액종	3 (1.9%)	45 (6.4%)
	감염/봉와직염	3 (1.9%)	44 (6.2%)
	위치 이상/회전	5 (3.1%)	26 (3.7%)
	유방절제피판괴사	7 (4.3%)	50 (7.1%)
	재수술을요하는괴사	2 (1.2%)	22 (3.1%)
TE 성능	조직확장기 노출	0 (0.0%)	4 (0.6%)
	즉시 교체 위한 제거	1 (0.6%)	20 (2.8%)
	교체 없이 제거	2 (1.2%)	12 (1.7%)
MRI	MRI 필요	3 (1.9%)	6 (0.8%)
	MRI로 제거필요	0 (0.0%)	6 (0.8%)

출처: Plastic and Reconstructive Surgery, SMIC 1팀

도표 4-6. Class 3 의료기기 FDA 승인 절차 및 Motiva 현황

I. General Information
PMA Number: P230005
Date of Notice: Sep 26, 2024

II. Indications for use
The Motiva...are indicated for breast augmentation...

X. Summary of preclinical studies
XI. Summary of Motiva implants core clinical study
Subjects: 560 subjects (451 primary 109 revision; 511 US 49 OUS)
Treatment: Apr 17, 2018 Aug 26, 2019
Database lock: Oct 27, 2022
Data: ...

XV. CDRH Decision
Approved, must provide following data in postapproval study (PAS)
1. Postapproval PMA Cohorts Study
2. New Enrollment Postapproval Study

Motiva SSED (Traditional PMA)

출처: FDA, SMIC 1팀

FDA 승인?
우려는 있지만
스무스-하게 가능

경쟁사이자 가장 최근에 시장에 진입한 Sientra의 데이터를 기준으로 비교해보아도, Motiva가 재건 시장에 상대적으로 수월하게 진입할 수 있음을 추론할 수 있다. 재건 임상은 아직 공개되지 않았으나, 확대술 실험군만 놓고 보아도 Motiva는 대부분의 부작용 지표에서 Sientra 대비 우수하거나 최소한 동등한 수준을 보이며, 특히 문제 발생 빈도가 높은 구형구축(capsular contracture)에서 매우 낮은 발병률을 기록한 점이 두드러진다. 다만 Motiva의 SmoothSilk 4μm 표면은 피막을 얇게 만들어 구축 위험을 낮추는 장점이 있는 동시에, 피막의 고정력이 약해져 보형물 위치이상 발생 우려가 존재한다.

유방 재건 수술은
보험이 보장된다

FDA 승인을 받은 유방 재건 수술은 법적으로 보험 적용이 강제되므로, 병원과 의사는 임상 성능이 우수한 제품을 선택할 유인이 압도적으로 강화된다. 1998년 여성건강·암 권리법(WHCRA)은 유방절제술을 보장하는 모든 단체·개인보험에 대해 유방 재건, 반대측 대칭성 수술, 보형물, 합병증 치료까지 포괄적으로 의무 보장하도록 규정한다. 이에 따라 재건술이 보험 대상이 되는 즉시 보형물도 자동으로 커버 범위에 포함되고, 환자의 본인부담금은 사실상 0에 가까워진다. 결과적으로 환자는 비용 제약 없이 가장 성능 좋은 제품을 선택할 수 있고, 병원 역시 ASP가 다소 높아도 보험 청구를 통해 비용을 전가할 수 있다.

공짜라면 당연히
제일 비싼거
바로 동사

Motiva가 병원 재건 시장에 진입하면 기존의 가격 장벽이 사라지며 폭발적 성장이 가능하다. 지금까지 Motiva 보형물은 매우 높은 ASP에도 불구하고 자연스러움, 낮은 부작용, 낮은 재수술률 등 확실한 제품 성능을 바탕으로 비보험 중심 시장에서 빠르게 점유율을 확대해 왔다. 재건 시장이 보험 기반으로 열리는 순간 가격 장벽이 실질적으로 사라지기 때문에, Motiva는 승인만 획득해도 대규모 수요가 한 번에 개방되는 강력한 성장 레버리지를 확보하게 된다.

4.2.4. 동사가 폭발적으로 성장할 이유

혁신적인 TE
훌륭한 Implant의
파괴적인 포폴 완성

재건 활용에 대한 FDA 승인 취득시 보형물과 조직 확장기 제품군에서 압도적 경쟁력을 확보하게 된다. 보형물은 확대 시장에서 이미 입증된 것처럼 매우 낮은 부작용과 우수한 임상 성과를 기반으로 기술적 우위를 갖고 있으며, 조직확장기는 MRI 호환성 등 구조적으로 대체 불가능한 기능적 차별성을 제공한다. 여기에 라이선싱을 통해 지방이식 제품군까지 더해지며 제품 간 번들링을 통한 패키지 판매가 가능해지는 전략적 이점까지 생기며 폭발적으로 성장할 준비를 완료했다.

의사들은 돈보다
숫자, 수식에 움직인다

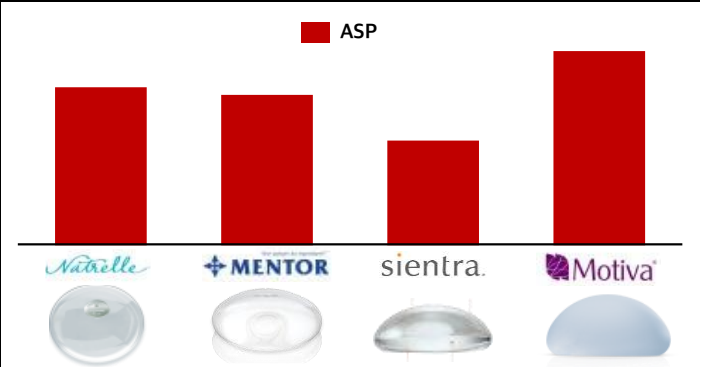
의사들은 가격이 아닌 임상 성능을 절대적 기준으로 판단하기 때문에, 혁신적 성능을 제공하는 Flora와 Motiva 제품군을 선택할 수밖에 없다. 이미 성능 우위를 확보한 상황에서 경쟁자들은 경쟁에 힘을 쏟지 못하고 있기에, FDA 승인만 이루어지면 Motiva는 병원 재건 시장에서도 빠르게 점유율을 흡수할 가능성이 높다. 따라서 FDA 승인 시점이 곧 시장 개화의 전환점이 될 것이며, 27년이 Motiva가 재건 시장에서 폭발적 성장을 본격적으로 시작하는 원년이 될 것으로 전망한다.

도표 4-7. Motiva 3, 5년차 및 Sientra 5년차 유방 확대 데이터

	Motiva 3-year	Motiva 5-year	Sientra 5-year
구축구형 (Baker Grade III/IV)	0.5%	0.5%	8.6%
파열 (Rupture)	0.6%	0.6%	1.9%
위치 이상 (Malposition)	3.2%		2.6%
유방통 (Breast Pain)	0.7%	1.2%	1.1%
감염 (Infection)	0.9%	0.9%	1.0%
재수술 (Any reoperation)	5.9%	8.8%	23.8%

출처: FDA, SMIC 1팀

도표 4-8. 제품별 재건 시장 ASP



출처: SMIC 1팀

4.3. TAM의 점진적 성장, 그리고 점유율의 폭발적 성장

미국 외 시장에도 Flora가 출시되었지만 매출이 작기 때문에 북미 시장만 고려하며, 매출은 전체 Q에서 점유율을 곱해 동사의 Q를 구하고 여기에 ASP를 곱하여 계산한다.

TAM:
전체 시장 성장과
비례하는 보형물 시장

북미 유방 재건술 중 인공보형물 사용 건수는 시장 CAGR과 유사한 속도로 안정적으로 증가하고 있다. 전 세계 유방암 환자(TAM)는 꾸준히 늘고 있지만 조기 검진 확대로 유방절제술(SAM) 비율은 하락하는 반면, 즉시재건술은 지속적으로 증가하고 있으며 그중 약 70%를 차지하는 인공보형물 기반 재건(SOM)은 오히려 확대되고 있다. 이로 인해 절제술 감소가 보형물 재건 증가로 상쇄되면서, 유방절제술 비율 × 인공보형물 사용 비율은 장기적으로 안정적인 수준을 유지하고, 인공보형물 재건 수술 건수도 전체 시장 규모와 비례하는 성장 흐름을 보인다.

Case Study:
21-23년의 재건 시장
Sientra 성장

과거 Sientra는 보형물, 조직확장기, 지방이식, ADM 등 재건 분야의 모든 포트폴리오를 갖추며 재건 시장 점유율을 10%대에서 20%대로 끌어올린 바 있다. 당시 Sientra는 미용시장 점유율이 10% 미만으로 제품 성능과 기술적 우위가 뚜렷하지 않았음에도, 패키징 전략만으로 재건 시장 점유율을 빠르게 확대했다. 이는 재건 시장에서 포트폴리오 번들링이 매우 높은 효과를 발휘함을 분명히 보여준다.

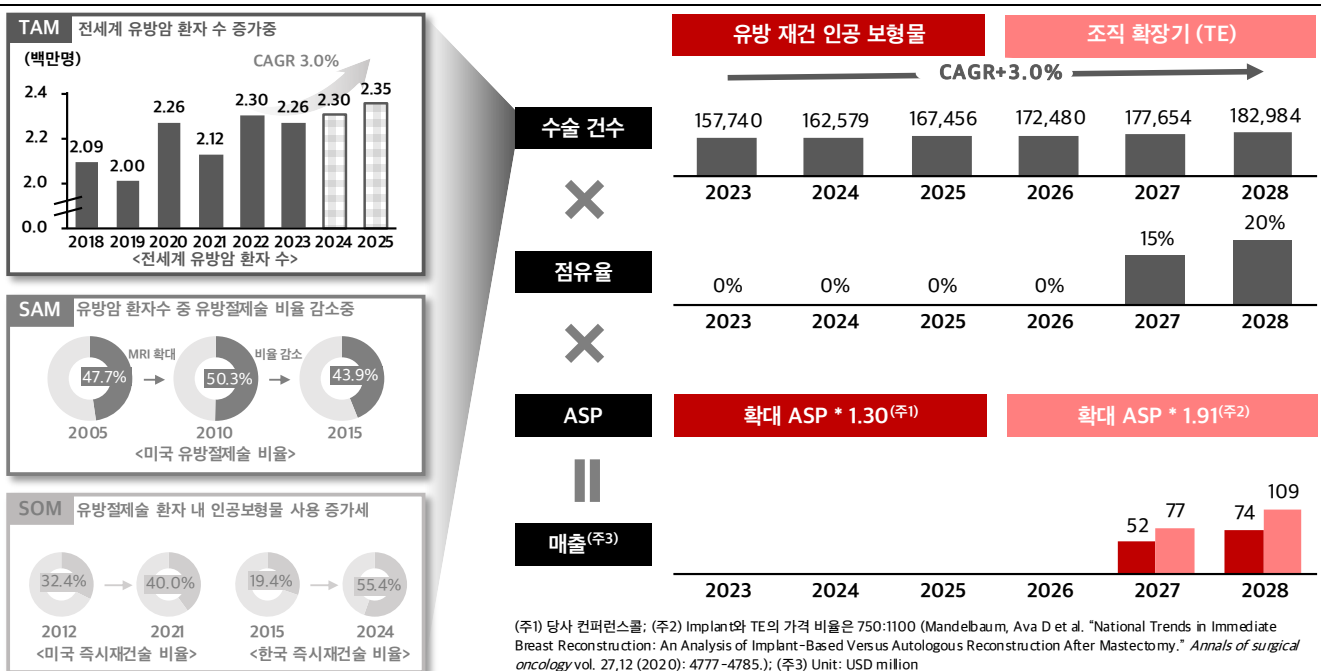
Penetration:
전체 시장 성장과
비례하는 보형물 시장

Motiva는 2027년 약 15%, 2028년 20% 이상의 재건 시장 점유율을 확보하는 것이 충분히 가능하며, 오히려 이러한 추정치는 보수적인 편에 속한다. Motiva는 출시 1년 만에 확대 시장에서 이미 약 20%의 점유율을 달성한 검증된 제품이고, 재건 시장에서는 패키지 딜, 보험 기반 선택 구조, 임상 데이터 중심 의사결정 등 확대 시장보다 유리한 구조적 레버리지가 훨씬 크다. 또한 Sientra가 포트폴리오 구축 이후 리콜 사태 직전까지 짧은 기간 안에 점유율 20% 수준을 달성했던 전례가 있어, Motiva가 재건 시장 출시 첫 해 15%, 두번째 해 20%에 도달할 것이라는 가정은 과거 업계 사례와 Motiva의 제품 경쟁력을 고려할 때 오히려 보수적인 전망으로 평가된다.

ASP:
상대 비율 활용

ASP는 컨퍼런스 콜 및 논문에 제시된 가격 비율로 산출한다. 확대술 ASP를 기준으로 컨퍼런스 콜에서 제시한 비율을 바탕으로 재건용 보형물 ASP를 구할 수 있고, 논문에 제시된 조직확장기와 보형물 간 상대 비율을 적용해 조직확장기 ASP도 계산 가능하다.

도표 4-9. 유방 재건 수술 의료기기 시장 매출 추정



출처: GLOBCAN, GBD, Nature, KBCS, AAPs, SEER, NCDB, SMIC 팀

5. 매출 추정

동사의 매출은 크게 유방확대용 Implant, 유방재건용 Implant, 복미 Tissue Expander 매출로 나누어 추정하였다. 최종 매출 Table은 다음과 같다.

Estimated Revenue								
(U.S. Dollars in Thousands)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Revenue	126,680	161,700	165,150	166,030	222,590	304,005	533,713	649,404
YoY(%)		27.64%	2.13%	0.53%	34.07%	36.58%	75.56%	21.68%
Motiva Implant(Augmentation)	120,673	154,108	151,553	153,448	205,660	280,672	370,703	420,806
<i>% of Sales</i>		95.30%	91.77%	92.42%	92.39%	92.33%	69.46%	64.80%
United States	-	-	-	3,200	42,783	88,388	143,717	171,341
Others	120,673	154,108	151,553	150,248	162,877	192,284	226,987	249,465
Motiva Implant(Reconstruction)	3,473	4,184	4,993	5,477	7,066	8,772	64,390	89,568
<i>% of Sales</i>		2.59%	3.02%	3.30%	3.17%	2.89%	12.06%	13.79%
United States	-	-	-	-	-	-	52,478	74,232
Others	3,473	4,184	4,993	5,477	7,066	8,772	11,912	15,336
US Flora Tissue Expander	-	-	-	-	-	-	76,968	108,874
<i>% of Sales</i>		-	-	-	-	-	14.42%	16.77%
Others	2,534	3,408	8,604	7,105	9,864	14,560	21,652	30,155
<i>% of Sales</i>		2.11%	5.21%	4.28%	4.43%	4.79%	4.06%	4.64%

5.1. Motiva Implant(확대용) 매출 추정

일반시술, Motiva Ergonomix(이하 Eg)와 Eg2을 사용하는 Preservé 시술, Eg2만을 사용하는 Mia 시술로 나누어 ASP를 추정하고, 각각의 추정 판매개수를 곱하여 매출액을 추정하였다.

5.1.1. 기본 가정

유방 확대용 Implant ASP는 제품 라인업별 도매 단가를 기준으로 추정하였다. 2024년 말 기준 Allergan·Mentor 등 경쟁사의 복미 도매가는 개당 400~550달러로 파악되며, 2025년 복미에서 Round 사용 시 수술비가 일반 실리콘 보형물 대비 약 500~2,000달러 높게 책정되어 있었다. 의료기기 도매가 차이가 소매가에서 약 1.5~2배로 확대 반영되는 점을 고려해, 경쟁사 평균가 450달러에 최저 프리미엄 250달러만을 더한 700달러를 Motiva Round의 복미 도매가로 설정하고, 제품라인 간 가격 차이가 1.2~1.3배라는 정보를 적용해 Eg 및 Eg2 단가를 산정하였다. 복미 외(OUS)는 보험·지불 여력 및 유통 구조를 감안해 복미의 약 1/3 수준 단가를 적용하였다.

동사의 Preservé·Mia 시술 물량은 기존 확대술과는 별도의 신규 수요로 전체 파이를 키우는 구조다. 다만 신규 시장 규모를 정량화하는 데에는 불확실성이 크다고 보고, 본 모델에서는 '기존 유방 확대술 시장이 확대되며 그 안에 Preservé·Mia 시술 건수가 포함된다'는 보수적 전제를 적용하였다. 구체적으로 전체 확대용 Implant 수요를 먼저 산정한 뒤, 이 중 Preservé·Mia 시술에 사용되는 물량을 차감한 나머지를 일반 시술용 Implant 판매량으로 추정하였다.

5.1.2. 복미 Motiva Implant(확대용) 매출 추정

1) Q 추정

2024~2025년 복미는 확대용 Implant와 Flora Extender 등 기타 매출만 발생했으며, 2024년에는 4분기 런칭 후 월별 주문 데이터를 바탕으로 약 3,062개, 2025년은 1분기 주문량 7,588개를 기준으로 계절성과 주문 가능 계정 수 증가를 반영해 연간 물량을 역산하였다.

2026~2028년에는 '복미 유방 확대술 건수 × 점유율'로 Q를 산정했고, 수술 건수는 연 2%대

성장, 점유율은 2026년 17%, 2027년 25%, 2028년 28%까지 올라가는 시나리오를 두었다. 2026년은 활성 계정이 1,000개→1,700개까지 늘어나며 연간 약 10만 개 판매가 가능한 계정 확장 피크 구간, 2027년부터는 계정 수 증가보다 Motiva 채택 비중 확대와 Preservé 도입 효과로 약 16만 개 중반까지 불륨이 커지는 구간, 2028년에는 late adopter의 편입·재수술/교체 수요·Mia/Preservé 업사이드가 겹치며 2차 성장 분기점에 진입하는 구간으로 설정했다.

Preservé 시술에 투입되는 판매량은 다음과 같이 추정하였다. 2026년 북미 런칭 시 사전 교육을 마친 전문의 36명을 통해 초기 수요가 형성된다고 보고 약 5,000개를 가정하였다. 2027년에는 파트너 병원 100개 이상, Mia 대비 낮은 가격 장벽을 기반으로 연 1.5만 개, 2028년에는 북미 확대술 시장 약 4% 점유율에 해당하는 2.8만 개로 확대되는 시나리오를 두었다.

Mia 시술에 투입되는 판매량은 다음과 같이 추정하였다. 필수 재료인 Eg2 Diamond Implant의 FDA 승인이 이루어질 2027년에는 Preservé로 검증된 상위 30개 거점 병원을 Mia 파트너로 전환하고, 클리닉당 연 100개 사용을 가정해 약 3,000개로 추정했다. OUS에서 Mia 환자의 40% 이상이 신규 유입이었던 점을 감안하면 북미 첫해 기준으로는 보수적이다. 2028년에는 뉴욕·LA 등 주요 대도시 중심 80~90개 병원, 클리닉당 연 130~150개를 가정해 1.2만 개로 추산했다.

2) ASP 추정

ASP는 일반 시술, Preservé, Mia 세 라인으로 구분해 산정하였다. 일반 시술 ASP는 (1) 2024년 Implant 매출액을 판매량으로 나눠 약 1,000달러를 역산했고, (2) 2025년에는 1분기 ASP 추산치(약 800달러)를 기반으로 Round:Eg 4:6를 반영해 블렌디드 ASP를 약 790~800달러로 추정했다. 2027년부터는 Eg2 승인으로 믹스가 고급 제품 위주로 바뀐다고 보아 비중을 조정하여 ASP를 상향하였다. Preservé는 Eg/Eg2 조합을 기준으로 블렌디드 ASP를 만들었고, Mia는 일반 확대 블렌디드 ASP의 약 1.4배(ASP간 관계는 사측 정보를 따름)를 패키지 ASP로 둔 뒤, 이 중 Implant 부분은 Eg2 ASP로, 차액은 'Mia Femtech 패키지(기기 등)' ASP로 처리하였다.

Estimated Revenue_US Movita Implant(Augmentation)								
(U.S. Dollars in Thousands)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Revenue				3,200	42,783	88,388	143,717	171,341
<i>YoY(%)</i>					1237.06%	106.59%	62.60%	19.22%
Normal Procedure				3,200	42,783	82,438	126,445	131,262
<i>% of Sales</i>					100.00%	93.27%	87.98%	76.61%
Q				3,062	54,156	101,313	144,469	145,604
ASP				1,045	790	814	875	901
Preserve Procedure						5,950	14,025	26,704
<i>% of Sales</i>						6.73%	9.76%	15.59%
Q						7,000	15,000	28,000
ASP						850	935	954
Mia Femtech Procedure							3,246	13,375
<i>% of Sales</i>							2.26%	7.81%
Q							3,000	12,000
ASP							1,082	1,115

5.1.3. 북미외(OUS)

1) Q 추정

2024년 4분기 북미 런칭 이전까지 판매된 물량은 전량 OUS로 보고, 사업보고서에 공시된 모터바 임플란트 누적 판매 개수(불량률 공시용)를 활용해 2021~2024년 OUS 판매량을 역산했다. 2025년 이후에는 ISAPS 발표 글로벌 유방 확대 수술 건수 및 2.3% 성장률을 기반으로 세계 수술 건수를 추정하고, 여기에 동사 OUS 점유율(2024년 21% → 2028년 26%) 시나리오를 곱

해 Q를 산출했다. 특히 2026년에는 중국 재고 이슈 해소를 계기로 정상 공급이 가능해지는 해로 보고, 이 시점에 OUS 점유율이 한 단계 크게 오를 것이라고 가정하였다.

Preservé는 OUS에서 2025년 브라질 런칭을 시작점으로 보고, 세계 2위 성형시장·강한 Over-the-muscle 선호·런칭 첫 주 수백 개 주문·300명 외과의 참석 등을 근거로 첫째 물량을 1만 개로 추정했다. 이후 브라질 성공이 유럽·APAC로 확산되고, 기존 확대술 환자가 Preservé로 전환되면서 2026년 2.5만 개, 2027년 4.5만 개, 2028년 7만 개로 단계적 점프를 가정했다.

Mia는 2022년 OUS에서 런칭된 이후 소수 파트너 클리닉을 중심으로 볼륨을 키워왔고, 공개된 수치(2023년 14개 파트너, 2024년 추가 20개 센터 온보딩)를 그대로 반영하여 시술 건수를 추정했다. 2025년은 계정 수가 1분기 75개 → 연말 150개로 확대된다는 점을 바탕으로, 센터당 연 100건 수준을 적용해 1.2만 건을 추정했다. 2026~28년은 도시 커버리지·브랜드 인지도 확대를 반영해 2만 건 → 4만 건까지 성장하는 시나리오를 두었다.

2) ASP 추정

2021~24년 공시된 판매량·매출을 역산한 결과 OUS의 확대용 Implant ASP가 200달러대 초·중반으로 낮게 나타났는데, 이는 OUS 매출의 60% 이상이 유통사를 통하며, 남미 비중이 높아 저가 믹스가 강했기 때문으로 해석했다. 2025년 이후의 ASP는 “복미 ASP ≈ OUS의 2배 이상”라는 정보와 과거 추이를 근거로, OUS 제품별 단가를 복미의 약 1/3 수준으로 설정하여 계산하였다.

2026년 이후에는 프리미엄 가격을 받는 중국 비중 확대와 유럽·아시아에서 Eg→Eg2/JOY(30~50% 고가)로의 전환이 ASP 업사이드를 가져오는 구간으로 보았다. Preservé·Mia ASP도 복미 추정시와 동일한 프레임을 적용해 일반 시술 대비 합리적 프리미엄을 부여하고, 전 제품군에 연 3% 가격 인상률을 적용해 중장기 ASP 우상향을 반영했다.

Estimated Revenue_OUS Movita Implant(Augmentation)								
(U.S. Dollars in Thousands)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Revenue	120,673	154,108	151,553	150,248	162,877	192,284	226,987	249,465
YoY(%)		27.71%	-1.66%	-0.86%	8.41%	18.06%	18.05%	9.90%
Normal Procedure	120,673	154,052	150,861	148,585	156,451	178,758	203,857	214,635
% of Sales		99.96%	99.54%	98.89%	96.05%	92.97%	89.81%	86.04%
Q	541,995	690,330	604,251	610,417	608,877	662,284	711,947	727,755
ASP	223	223	250	243	257	270	286	295
Preserve Procedure					2,754	7,223	13,391	21,456
% of Sales					1.69%	3.76%	5.90%	8.60%
Q					10,000	25,000	45,000	70,000
ASP					275	289	298	307
Mia Femtech Procedure		56	692	1,664	3,672	6,304	9,739	13,375
% of Sales		0.04%	0.46%	1.11%	2.25%	3.28%	4.29%	5.36%
Q		200	2,400	5,600	12,000	20,000	30,000	40,000
ASP		280	288	297	306	315	325	334

5.2. Motiva Implant(재건용) 매출 추정

5.2.1. 복미 Motiva Implant(재건용) 매출 추정

판매량은 재건 수술 건수와 점유율을 기반으로 추정하였다. 2024년 복미 재건 수술 건수를 출발점으로 유방 재건 시장이 비탄력적 수요라는 점을 반영해, 수술 건수는 연 3% 성장으로 두었다. 2026년 재건용 임플란트 허가 이후에는 이미 Flora 조직확장기를 통해 병원 네트워크를 선점해 둔 만큼, Flora 사용 병원을 중심으로 전환·패키지 판매가 일어나는 구조로 보고, 과거 Sientra 사례를 벤치마킹해 복미 재건 수술 기준 점유율을 2027년 15%, 2028년 20%로 가정하였다. 재건은 편측·양측 수술이 섞여 평균 1건당 1.7개가 사용된다는 업계 데이터를 보수적으로 줄여

수술 1건당 1.5개를 곱해 Q를 산출했고, ASP는 미용 확대용 대비 구조적 프리미엄(보험 청구 구조 등)을 반영해 “재건용 ASP = 일반 확대 시술 ASP의 1.5배”로 설정하였다.

5.2.2. 북미외(OUS) Motiva Implant(재건용) 매출 추정

판매량은 재건 수술 건수와 점유율을 기반으로 추정하였다. 동사는 과거 컨퍼런스에서 재건 매출이 미미함을 언급해 왔고, 글로벌 재건 수요의 대다수가 북미에 집중된다는 구조적 특성상 북미 진출 이전 OUS 재건 매출은 구조적으로 제한적일 수밖에 없었다. 이에 북미 시장 본격 진입 이후부터 의미 있는 재건 Q가 발생·성장하는 시나리오를 적용하였다. ASP는 일반 확대 시술 ASP의 1.3배를 기준으로 설정하였다.

Estimated Revenue_Motiva Implant(Reconstruction)								
(U.S. Dollars in Thousands)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Revenue	3,473	4,184	4,993	5,477	7,066	8,772	64,390	89,568
YoY(%)		20.47%	19.34%	9.68%	29.02%	24.14%	634.03%	39.10%
United States							52,478	74,232
% of Sales							81.50%	82.88%
Q							39,972	54,895
ASP							1,313	1,352
Others	3,473	4,184	4,993	5,477	7,066	8,772	11,912	15,336
% of Sales	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	18.50%	17.12%
Q	12,000	15,000	16,000	18,000	22,000	26,000	32,000	40,000
ASP	289	290	325	316	334	351	372	383

5.3. Flora Tissue Expander(이하 Flora TE)매출 추정

Flora는 과거에는 주로 OUS 재건 시장에서 타사 Implant와 조합된 개별 제품으로 소규모 판매되었고, 유럽에는 기존 TE 강자가 많고 판가도 낮아 매출이 기타매출 수준에 그쳤다. 반면 북미에서는 동일 제품이 유럽 대비 약 3배 수준의 판가를 확보하고 있으며, 2026년 Motiva 재건용 임플란트 허가 이후에는 재건 패키지의 핵심 구성품으로 포지셔닝될 것으로 가정하였다. 따라서 Flora Q는 재건 수술 건수로 추정하고, ASP는 재건수술 한건에서 Implant(약 750달러) 대비 TE가 약 1,100달러수준이라는 정보를 반영해 Implant 대비 약 1.5배 프리미엄 구조로 설정하였다.

5.4. 기타 매출 추정

5.4.1. 북미 Mia Femtech 패키지(Implant제외)

Mia는 Eg2 Diamond Implant와 전용 기기가 결합된 패키지 상품으로, Mia 패키지 전체 ASP와 Eg2 Implant ASP의 차액을 ‘북미 Mia Femtech 패키지(Implant 제외, 기기 등)’의 ASP로 정의하고, 이에 Mia 시술 건수를 곱해 기기 매출을 산출하였다.

5.4.2. Preserve 기기

2025년부터 패키지 형태로 판매되며, 최소침습형 시술이라는 특성상 별도의 기기 매출이 수반된다. 연도별 Preservé 시술 건수에 100달러를 곱해 “Preservé 기기 매출”을 산출하였다.

5.4.3. 그외 매출

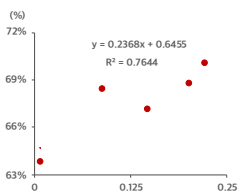
과거 4개년(2021~2024년) 기준 기타 매출 비중은 2021년 2%, 2022년 2%, 2023년 5%, 2024년 4% 수준에 그쳐 전체 매출에서 차지하는 비중은 크지 않았다. 주요 구성은 ① Mia-Preservé를 최초로 채택하는 클리닉에서 발생하는 일회성 라이선스 수익과 ② OUS 지역 Mia 패키지 구성품, Flora Tissue Expander 매출로 파악된다. 향후에도 이와 유사한 구조가 유지될 것으로 보고, 중기 전망 구간에서는 전체 매출의 약 4%를 기타 매출로 할당하는 보수적 가정을 적용하였다.

6. Valuation - PEER PER Method

6.1. Cost of Revenue

Estimated Cost of Sales									
(단위: USD in Thousands)	2021	2022	2023	2024	3Q25	2025E	2026E	2027E	2028E
Revenue	126,682	161,700	165,151	166,025	146,459	222,590	304,005	533,713	649,404
YoY(%)	49.6%	27.6%	2.1%	0.5%	20.5%	34.1%	36.6%	75.6%	21.7%
US Revenue	-	995	2,157	4,410	28,223	44,905	93,676	277,372	364,329
Others Revenue	126,682	160,705	162,994	161,615	118,236	177,685	212,628	260,841	292,774
Cost of Gods Sold	41,278	55,105	58,174	56,500	45,683	68,275	85,587	123,519	143,940
COR Ratio (%)	32.6%	34.1%	35.2%	34.0%	31.2%	30.7%	28.2%	23.1%	22.2%
Gross Profit	85,404	106,595	106,977	109,525	100,776	154,315	218,418	410,193	505,463
GPM (%)	67.4%	65.9%	64.8%	66.0%	68.8%	69.3%	71.8%	76.9%	77.8%

동사의 매출원가는 1) 실리콘 비용을 중심으로 2) 인건비, 포장비, 감가상각비 등이 포함된다.



동사는 매출원가의 구성요소를 상세 공시하지 않으며, 계정별 추정보다 판가가 높은 북미 매출 증가에 따른 GPM 개선을 반영하는 것이 중요하다. 따라서, 북미 매출 비중 상승에 따른 GPM 상승을 가정하고 북미 매출 비중과 GPM간 회귀 분석을 진행하였다. R-Square = 0.7644 수준으로 유의한 상관관계를 보였으며, 북미 점유율이 본격적으로 상승한 3Q25 3개 분기만에 GPM 68.8%를 기록하며 24년 66% 대비 크게 개선됨을 고려했을 때 GPM 개선 추정은 합리적이라고 판단된다.

본격적 미국 점유율 상승기가 5개 분기에 불과해 회귀분석의 모수가 부족하다는 점을 보완하기 위해, 추가적으로 지역별 마진 추정을 진행하였다. 북미 매출이 미미한 24년 이전 GPM이 65% 수준임을 고려했을 때 북미 외 지역 GPM은 65% 수준으로 추정된다. 반면, 북미 지역은 ASP가 약 3배 높은데, 동일 제조원가(100달러당 35달러)를 가정할 때 ASP가 3배 이상인 경우(300달러당 35달러) GPM은 88% 수준이다. 동사의 모든 제품은 코스타리카 공장에서 생산되고, 해외 운송비는 판매및관리비에 전액 포함되므로 단위당 제조원가는 유사하다고 보는 것이 합리적이다.

27년 북미 : 북미 외 매출 비중이 1:1 수준으로, 혼합 마진은 약 77% 수준으로 추정된다. 이는 앞선 회귀 분석을 통한 27년 GPM 추정치와 정확히 일치하며, 회귀 분석의 타당성을 보완한다.

6.2. Operating Expenses

Estimated Operating Expenses									
(단위: USD in Thousands)	2021	2022	2023	2024	3Q25	2025E	2026E	2027E	2028E
Revenue	126,682	161,700	165,151	166,025	146,459	222,590	304,005	533,713	649,404
YoY(%)	49.6%	27.6%	2.1%	0.5%	20.5%	34.1%	36.6%	75.6%	21.7%
Operating Expenses	110,544	146,253	172,003	159,512	135,854	187,223	208,795	268,770	291,606
Operating Expenses Ratio (%)	87.3%	90.4%	104.1%	96.1%	92.8%	84.1%	68.7%	50.4%	44.9%
OPM(%)	-19.8%	-24.5%	-39.4%	-30.1%	-24.0%	-14.8%	3.2%	26.5%	32.9%
SG&A	92,229	125,984	145,575	139,806	121,041	167,472	188,057	246,995	268,742
% of Sales (%)	72.8%	77.9%	88.1%	84.2%	82.6%	75.2%	61.9%	46.3%	41.4%
R&D	18,315	20,269	26,428	19,706	14,813	19,751	20,738	21,775	22,864
% of Sales (%)	14.5%	12.5%	16.0%	11.9%	10.1%	8.9%	6.8%	4.1%	3.5%

Operating Expenses는 SG&A, R&D로 나누어 추정하였다.

R&D 비용은 1) 인건비를 중심으로 2) 미국 FDA 승인에 따라 발생하는 프로젝트 비용(IDE, PAS) 및 규제 관련 비용으로 구성된다. R&D 항목은 프로젝트 기반으로 고정적으로 발생하며, 현재의 높은 수준을 절대적으로 유지할 것이라는 사업보고서상 지침을 반영하였다.

1) R&D 인건비는 본격적인 상용화 시기이지만, 보수적으로 신제품 Mia등 개발이 지속되므로 현재의 연구 인력이 유지된다고 가정하였다. 이에 따라, 연구 인력 유지 및 인건비 연간 5% 상승을 가정하였다. 2) R&D 프로젝트 비용은 IDE(미국 FDA 허가를 받기 위한 임상 시험)가 연간 \$2M에서 \$1M 수준으로 낮아지고, PAS(FDA 승인 조건으로 장기적인 안정성 추적)는 연간 \$0.5M씩 지출 예정이다. 두 항목의 변화량은 서로 상쇄되는 수준이므로 flat 가정하였다.

Estimated SG&A									
(단위: USD in Thousands)	2021	2022	2023	2024	3Q25	2025E	2026E	2027E	2028E
SG&A	92,229	125,984	145,575	139,806	121,041	167,472	188,057	246,995	268,742
Personnel & Related	63,500	82,100	86,400	87,900	78,000	105,760	111,628	128,198	134,066
% of Revenue	50.1%	50.8%	52.3%	52.9%	53.3%	47.5%	36.7%	24.0%	20.6%
Commissions	6,000	7,500	5,700	5,700	7,500	11,399	14,592	24,017	27,275
% of Revenue	4.7%	4.6%	3.5%	3.4%	5.1%	5.1%	4.8%	4.5%	4.2%
Shipping & Handling	5,300	9,000	11,800	7,200	9,600	12,649	16,416	27,219	31,171
% of Revenue	4.2%	5.6%	7.1%	4.3%	6.6%	5.7%	5.4%	5.1%	4.8%
S&M	11,500	16,000	24,200	20,100	16,500	25,077	32,833	54,972	63,642
% of Revenue	9.1%	9.9%	14.7%	12.1%	11.3%	11.3%	10.8%	10.3%	9.8%
Others	5,929	11,384	17,475	18,906	9,441	12,588	12,588	12,588	12,588
% of Revenue	4.7%	7.0%	10.6%	11.4%	6.4%	5.7%	4.1%	2.4%	1.9%

SG&A 중 변동비 항목은 미국 진출로 인한 비용 증가를 반영하였다. 1) 커미션 비용과 S&M 비용은 % of sales로 추정하되, 진출 초기인 25년 대비 향후 관련 비용이 안정될 것이라는 경영진의 언급에 따라 점진적 비중 하락을 가정하였다. 2) 운송비는 3Q25 급격한 재고 발송으로 인해 비용이 일시적으로 증가하였으며, 이를 제외한 3개년 avg % of sales를 반영하였다. 운송비 또한 병원 재고 위탁을 늘리며 운송비를 절감하겠다는 언급에 따라 점진적 비중 하락을 가정하였다.

Headcount									
(Unit: Persons)	2021	2022	2023	2024	3Q25	2025E	2026E	2027E	2028E
Average Headcount	692	876	1,027	897	1,038	1,053	1,103	1,244	1,294
SG&A Headcount	549	717	738	760	886	901	951	1,092	1,142
R&D Headcount	143	159	289	137	151	151	151	151	151

인건비는 동사의 평년 직원 수 증가분과 미국 진출로 인한 추가 채용분을 반영해 추정하였다. 3Q25 기준 R&D 인력을 제외한 SG&A 인력은 886명으로 추정된다. 동사는 내년까지 매년 약 20명의 미국 인력 총원을 예정하고 있으며, 평년에 약 20-30명의 인력을 채용한다. 이에 매년 약 50명의 인력 채용을 반영하여 추정하였다. 추가적으로, 27년 미국 재건 시장 본격적 진출을 고려하여 25년 미국 확대 시장 진출기 전년 대비 140명 증가를 proxy로 반영하였다.

Others는 인프라비, 관리비 등 주로 고정비용으로 구성되며, 기타 비용을 절감하겠다는 경영진의 언급에 따라 보수적으로 3Q25의 25년 연율화 값을 flat 반영하였다.

6.3. Net Interest Expense

Estimated Net Interest Expense									
(단위: USD in Thousands)	2021	2022	2023	2024	3Q25	2025E	2026E	2027E	2028E
Interest Income	23	87	1,020	1,477	389	260	172	1,257	2,597
Effective Interest Rate(%)	0.0%	0.1%	2.5%	1.6%	0.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
Interest-Earning Assets	53,415	66,355	40,035	90,347	70,624	16,447	10,910	79,681	164,599
Cash And Equivalents	53,415	66,355	40,035	90,347	70,624	16,447	10,910	79,681	164,599
Interest Expense	9,062	11,760	15,393	20,829	18,012	24,016	22,176	19,090	14,984
Effective Interest Rate(%)	13.9%	6.5%	8.0%	9.4%	9.4%	9.4%	9.0%	8.8%	8.3%
Interest-Bearing Debt	65,000	180,500	192,600	221,400	256,400	256,400	246,400	216,927	180,533
Short-term Borrowings	-	-	-	-	10,000	10,000	-	-	-
Long-Term Debt	65,000	180,500	192,600	221,400	246,400	246,400	246,400	216,927	180,533
Net Interest Expense	9,039	11,673	14,373	19,352	17,623	23,756	22,004	17,832	12,387

Estimated Interest Bearing Debt									
(단위: USD in Thousands)	2021	2022	2023	2024	3Q25	2025E	2026E	2027E	2028E
Total IBD(이자부여 기준)	65,000	180,500	192,600	221,400	256,400	256,400	246,400	216,927	180,533
Long Term Loan 기초	65,000	180,500	192,600	221,400	246,400	246,400	246,400	246,400	216,927
상환						-	-	254,473	36,393
신규발행						-	-	225,000	-
Long Term Loan 기말	65,000	180,500	192,600	221,400	246,400	246,400	246,400	216,927	180,533
Short Term Loan 기초	-	-	-	-	10,000	10,000	10,000	-	-
상환	-	-	-	-	-	-	10,000	-	-
Short Term Loan 기말	-	-	-	-	10,000	10,000	-	-	-

이자수익은 영업현금흐름을 반영하여 이자부 자산을 추정할 때, 제로금리 시기를 제외한 최근 3개년 avg 유효이자율을 적용하였다. 이자비용은 당기순이익에 영향이 큰 주요한 항목으로, 각 부채별 항목과 이자율을 반영하여 별도 추정하였다. 동사 부채의 대부분인 Oaktree는 시리즈별로 이자율이 공개되어 있으며, 27년 만기 도래에 따른 리파이낸싱이 필요하다. 각 부채의 만기를 고려해 상환 및 리파이낸싱을 추정하였으며, 상환 자금은 부채 규모가 큰 만큼 27년부터 FCF의 30%를 상환한다고 가정하였다. 상세 추정 내역은 [Appx 4, 5, 6]에 첨부하였다.

6.4. Tax expense & Other Costs

Estimated Tax expense									
(단위: USD in Thousands)	2021	2022	2023	2024	3Q25	2025E	2026E	2027E	2028E
Tax expense(benefit)	1,427	2,385	(81)	(32)	2,342	3,123	696	15,409	30,173
Income before tax expenses	(39,712)	(72,824)	(78,583)	(84,628)	(46,107)	(56,980)	(12,697)	123,275	201,154
Tax rate (%)	-3.6%	-3.3%	0.1%	0.0%	-5.1%	-5.5%	-5.5%	12.5%	15.0%

동사는 2030년까지 코스타리카 본사 법인의 0% 법인세 혜택을 받는다. 코스타리카 법인에서 GPM 70%의 고마진 상품을 생산하고 지사에 판매한 뒤, 이를 각 지사에서 지역별로 영업해 병원으로 판매하는 방식이기에 이익의 다수가 본사 법인으로 귀속된다.

글로벌 평균 세율을 21%로 가정할 때 코스타리카 법인 0%와 혼합된 세율은 10% 미만일 확률이 높으나, 보수적으로 27년 12.5%, 28년 15%를 가정하였다. 미국 법인 또한 누적 이월결산금(NOL)이 \$24.7M에 달해 향후 세금 공제 혜택을 받을 확률이 높지만, 보수적으로 제외하였다.

외화환산손익과 일회성손익 및 기타 비영업손익은 합리적 추정이 불가하므로 0 flat 혹은 3개년 avg. flat 처리하였다.

상기 내용을 종합한 최종 추정 손익계산서 Table은 다음과 같다.

Estimated Income Statement									
(단위: USD in Thousands)	2021	2022	2023	2024	3Q25	2025E	2026E	2027E	2028E
Revenue	126,682	161,700	165,151	166,025	146,459	222,590	304,005	533,713	649,404
YoY(%)	49.6%	27.6%	2.1%	0.5%	20.5%	34.1%	36.6%	75.6%	21.7%
Cost of revenue	41,278	55,105	58,174	56,500	45,683	68,275	85,587	123,519	143,940
Gross profit	85,404	106,595	106,977	109,525	100,776	154,315	218,418	410,193	505,463
GPM(%)	67.4%	65.9%	64.8%	66.0%	68.8%	69.3%	71.8%	76.9%	77.8%
SG&A	92,229	125,984	145,575	139,806	121,041	167,472	188,057	246,995	268,742
R&D	18,315	20,269	26,428	19,706	14,813	19,751	20,738	21,775	22,864
Operating income	(25,140)	(39,658)	(65,026)	(49,987)	(35,078)	(32,908)	9,622	141,423	213,857
OPM(%)	-19.8%	-24.5%	-39.4%	-30.1%	-24.0%	-14.8%	3.2%	26.5%	32.9%
Net Interest Expenses	(9,039)	(11,673)	(14,373)	(19,352)	(17,623)	(23,756)	(22,004)	(17,832)	(12,387)
Currency Exchange Gains (Loss)	(5,600)	(3,000)	1,800	(8,800)	7,800	-	-	-	-
Other Non Operating Income (Exp)	67	526	(984)	(489)	(1,206)	(316)	(316)	(316)	(316)
Other Unusual Items	-	(19,019)	-	(6,000)	-	-	-	-	-
Income before tax expenses	(39,712)	(72,824)	(78,583)	(84,628)	(46,107)	(56,980)	(12,697)	123,275	201,154
Tax expense (income)	1,427	2,385	(81)	(32)	2,342	3,123	696	15,409	30,173
Net income	(41,139)	(75,209)	(78,502)	(84,596)	(48,449)	(60,103)	(13,393)	107,866	170,981
NPM(%)	-32.5%	-46.5%	-47.5%	-51.0%	-33.1%	-27.0%	-4.4%	20.2%	26.3%

6.5. Valuation - PEER PER Method

(1) Why PEER PER Method?

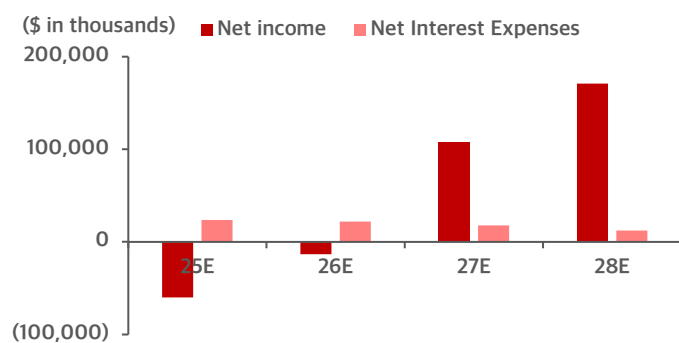
본서는 PEER PER Method를 통해 동사의 가치를 산출한다. 그 이유는 크게 1) 이익의 성장성 반영, 2) 이자비용의 감소 반영 두 가지에 있다.

투자포인트에서 상술했듯이, 동사의 투자 매력은 향후 점유율 상승에 따른 매출 성장과 그에 따른 이익 상승에 있다. 따라서 이러한 이익 성장을 온전히 반영할 수 있는 PER Method를 차용하였다. 26년 첫 흑자 전환을 앞두고 있는 동사 입장에서, 흑자 전환 초기에는 이익이 절대적으로 작을 수밖에 없기에 PER이 과대평가되어 보이기 쉽다. 그러나 27년이라는 흑자전환과 가까운 시기에도 가파른 이익 증가로 인해 동사는 합리적인 PER 밸류만 부여하더라도 충분히 밸류에이션 및 upside 규명이 가능하다. 이 또한 동사에 대한 PER Method의 합리성을 부각한다.

이자비용의 감소를 반영하기 위해서도 PER Method가 적합하다. 동사는 그동안 지속적인 영업현금흐름 적자(-), CapEx 투자로 인한 투자현금흐름 적자(-)를 기록해왔다. 이를 부채와 자본을 조달하며 재무현금흐름 양수(+)로 상쇄해왔기에, 큰 차입규모에 따른 막대한 이자비용이 소모되었다. 실제로 동사는 가용현금상 Runaway가 약 1-2년밖에 남지 않은 위태로운 상황이었고, 이에 따라 시장에서도 3Q25 Earnings 전까지는 대규모 유상증자가 이루어질 것이라는 우려가 있었다.

그러나, 미국 FDA 승인을 위해 현금을 소진하며 달려온 동사는 이제 본격적인 흑자 전환 및 영업현금흐름 흑자 전환 시기에 놓였다. 앞으로 벌어들일 막대한 이익은 동사의 깔끔한 비용구조상 OCF로 그대로 이어질 것이며, 투자현금흐름 또한 작년까지의 대규모 공장 신설을 마쳐 CapEx가 줄어든 예정이다. 따라서 동사는 충분한 부채상환 능력을 가지며, 차입 상황에 따른 이자비용 감소가 예상된다. 동사 현금흐름 창출 능력의 근본적 변화와 이에 따른 이자비용 감소 효과, 즉 CF에서 이어지는 IS에의 영향을 온전히 반영하기 위해서는 PER Method가 합리적이다.

도표 6-1. 동사 당기순이익 및 순이자비용 변동



출처: 동사 IR, SMIC 1팀

도표 6-2. 동사 TTM 멀티플

ESTA Multiples Consensus	
TEV / LTM Revenue	9.27x
TEV / NTM Revenue	7.06x
TEV / NTM EBITDA	255.41x
TEV / 26E EBITDA	194.11x
TEV / 27E EBITDA	52.76x
TEV / 28E EBITDA	22.3x
Price / 28E Earnings	42.34x

출처: FDA, SMIC 1팀

Target 12mf PER은 PEER를 활용해 부여한다. 동사는 상장 이래로 지속적인 순이익 적자를 기록하였다. 따라서 Historical PER은 모두 음수(-)이기에 활용할 수 없다. 따라서, 동사와 유사한 BM을 영위하며 유사한 환경에 놓여있던 Peer사의 12m fwd PER을 차용해 오는 것이 합리적이다. 미용의로 산업의 경우 타 산업 대비 GPM이 압도적이고, 현금흐름이 우량한 비즈니스 모델이므로 유사 섹터 내 기업을 Peer로 선정하는 것이 합리적이라고 판단하였다.

(2) Target Peer PER Multiple

동사의 PEER를 Evolus로 제시한다. 동사와 가장 유사한 사업을 영위하는 가슴 보형물 player들은 존슨앤존슨(J&J) 등 Pure Player가 아닌 다른 사업부의 희석이 매우 강한 Peer이므로 Target PER 선정에 적합하지 않다. 또한, 동사가 가장 주요한 미국 시장에서 점유율을 올려감에 따라 역으로 점유율이 하락하는 관계에 있으므로 역시 Peer 선정에 부적합하다. Evolus는 동사의 성장 스토리와 상당한 유사성을 공유하며, BM과 성장 전략까지 유사한 최적의 PEER다.

Evolus는 Jeuveau(주보) 제품을 통해 미국 미용 특신 시장에서 보톡스를 상대로 빠르게 점유율을 확대하고 있다. MZ세대 타깃 마케팅 전략을 활용해 브랜드 인지도를 확보한 점은, 북미 프리미엄 가슴보형물 시장에서 인지도를 끌어올리고 있는 동사의 전략과 매우 유사하다. Jeuveau의 미국 점유율은 2019년 약 4%에서 2025년 14% 수준으로 상승하며 단일 제품 기준 2위로 부상했다. 미국에서 약 35%까지 점유율 상승이 기대되는 동사와 고ASP 북미 매출 비중 확대라는 성장 스토리가 유사하며, 양 사 모두 GPM 70%의 원가 구조를 보유한다는 점도 공통적이다.

Evolus는 미국 점유율 확대에 의한 매출 성장에 힘입어 이제 막 조정 영업이익 흑자 구간에 진입했으며, 2028년까지 조정 OPM 20% 달성을 목표로 하고 있다. 동사 역시 내년부터 조정 영업이익 전환 구간에 들어서며, OPM 20~30% 수준이 기대된다. 즉, 양사는 1년 정도의 시차를 두고 유사한 마진 레버리지 사이클을 공유한다. 이에 따라, Evolus의 3Q25 실적발표 이후 평균 12m fwd PER인 36.23x를 Target Multiple로 제시한다. 동사는 Evolus 대비 약 1년 후행해 흑자 전환 구간에 진입하는 만큼, 동일 시계열상의 성장 기대치를 적용하였다.

현재 Evolus가 받고 있는 기대감을 동사 멀티플로 책정하는 것은 충분히 보수적이다. 현재 Evolus는 2Q25 실적 쇼크 이후 단기 성장률이 다소 둔화된 상황에서도 미국 시장 점유율 확장에 따른 장기 고성장 기대감으로 해당 밸류를 받고 있다. Evolus는 24년 연평균 cagr 매출 27% 성장, 28년 opm 20% 타깃의 기대감을 받고 있는 회사인 반면, 동사의 매출 성장성은 이보다 파괴적이고, 점유율의 상승세 또한 주보의 사례를 압도한다. 따라서 이를 차용해 더 높은 마진, 더 높은 성장성의 동사에 부여하는 것은 보수적인 밸류에이션이다. 동사는 27년 이후로도 28년 약 60%의 순이익 성장이 예상되므로, PEG 관점에서도 밸류 36.23x는 충분히 보수적이다.

도표 6-3. 27E 유통가능주식수 추정

Diluted Shares Outstanding (2027E)		Valuation - PER Method (2027E)	
Shares Outstanding(3Q25)	29,057,868	2027E Revenue (USD in thousands)	533,713
잔여 워런트 수	659,403	2027E Net Income (USD in thousands)	107,866
SBC 발행 수	1,200,000	Shares Outstanding	32,907,755
유상증자 수	-	2027E EPS	3.28
27E Shares Outstanding(Basic)	30,917,271	Target PER Multiple	36.23x
스톡옵션 행사가능 수	1,657,833	목표주가 (USD)	118.76
RSU 행사가능 수	332,651	현재주가 (USD)	66.05
27E Diluted Shares Outstanding	32,907,755	상승여력	79.80%

출처: SMIC 1팀

출처: SMIC 1팀

상기 논의를 모두 종합하여, 2027E EPS \$3.28에 Target PER 36.23x를 곱한 Target Price \$118.76, 상승여력 79.80%, 투자 의견 BUY를 제시한다.

Appendix

Appx 1. 연결 BS, CF

Balance Sheet				
(U.S. Dollars in Thousands)	2022	2023	2024	3Q25
Total Assets	211,061	268,641	346,831	338,895
Total Current Assets	149,904	174,901	243,037	239,597
Cash And Equivalents	66,355	40,035	90,347	70,624
Accounts Receivable	35,423	46,918	65,002	71,442
Inventory	37,016	79,939	79,771	88,561
Prepaid Exp.	8,214	4,810	4,486	5,039
Other Current Assets	2,896	3,199	3,431	3,931
Total Non-Current Assets	61,157	93,740	103,794	99,298
Property, Plant & Equipment	54,794	80,586	83,589	80,748
Goodwill	465	465	1,209	1,209
Other Intangibles	4,608	7,987	11,683	10,399
Deferred Tax Assets, LT	172	3,693	5,888	-
Other Long-Term Assets	1,118	1,009	1,425	6,942
Total Liabilities	219,246	250,246	293,736	322,532
Total Current Liabilities	38,959	57,150	68,278	71,981
Accounts Payable	20,034	41,624	44,760	39,719
Accrued Exp.	16,248	12,689	14,728	15,874
Short-term Borrowings	-	-	-	10,000
Other Current Liabilities	2,677	2,837	8,790	6,388
Total Non-Current Liabilities	180,287	193,096	225,458	250,551
Long-Term Debt	175,461	188,739	219,577	246,458
Long-Term Leases	3,200	2,712	4,203	2,982
Other Non-Current Liabilities	1,670	1,645	1,678	1,111
Total Equity	(8,200)	18,395	53,095	16,363
Common Stock	223,637	315,634	420,364	426,067
Additional Paid In Capital	49,911	63,748	76,992	84,864
Retained Earnings	(281,600)	(360,100)	(444,700)	(493,100)
Treasury Stock	(2,900)	(2,900)	(2,900)	(2,900)
Comprehensive Inc. and Other	2,715	1,963	3,285	1,427

Cash Flow				
(U.S. Dollars in Thousands)	2022	2023	2024	3Q25
Cash from Ops.	(52,200)	(88,500)	(58,500)	(71,500)
Net Income	(75,200)	(78,500)	(84,600)	(83,000)
Depreciation & Amort., Total	4,339	4,883	7,577	10,097
Other Amortization	8,124	13,278	6,371	3,307
(Gain) Loss From Sale Of Assets	229	280	163	268
Asset Writedown & Restructuring Costs	341	(300)	-	-
Stock-Based Compensation	13,358	14,857	15,368	12,475
Provision & Write-off of Bad debts	111	1,223	1,722	3,530
Other Operating Activities	18,083	(10,100)	10,378	1,038
Change in Acc. Receivable	(12,300)	(11,600)	(26,300)	(10,100)
Change In Inventories	(10,900)	(42,200)	(500)	(19,500)
Change in Acc. Payable	4,376	18,957	6,671	6,109
Change in Other Net Operating Assets	(2,700)	701	4,579	4,325
Cash from Investing	(34,800)	(24,500)	(15,600)	(7,200)
Capital Expenditure	(33,300)	(23,200)	(8,500)	(4,800)
Cash Acquisitions	-	-	(100)	(400)
Sale (Purchase) of Intangible assets	(1,500)	(1,300)	(7,000)	(2,000)
Cash from Financing	100,255	86,227	125,895	108,871
Short Term Debt Issued	-	-	-	-
Long-Term Debt Issued	168,093	-	24,467	59,000
Short Term Debt Repaid	-	-	-	-
Long-Term Debt Repaid	(71,700)	-	-	-
Issuance of Common Stock	3,873	86,711	101,938	50,523
Repurchase of Common Stock	-	(500)	(500)	(600)
Total Dividends Paid	-	-	-	-
Foreign Exchange Rate Adj.	(400)	513	(1,500)	719
Net Change in Cash	12,940	(26,300)	50,312	30,927
Cash and cash equivalents (beginning of period)	53,400	66,355	40,035	90,347
Cash and cash equivalents (end of period)	66,340	40,055	90,347	121,274

Appx 2. Flora Tissue Expander 매출

Estimated Revenue_Flora Tissue Expander									
(U.S. Dollars in Thousands)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	
Revenue							76,968	108,874	
YoY(%)									41.45%
Q							39,972	54,895	
ASP							1,926	1,983	

Appx 3. 기타 매출

Estimated Revenue_Others									
(U.S. Dollars in Thousands)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	
Revenue	2,534	3,408	8,604	7,105	9,864	14,560	21,652	30,155	
YoY(%)		34.51%	152.47%	-17.42%	38.83%	47.62%	48.70%	39.28%	
US Mia Femtech (w/o Implant)							1,209	4,983	
<i>% of Sales</i>							5.59%	16.52%	
Q							3,000	12,000	
ASP							403	415	
Preserve Tools					1,000	2,500	4,500	7,000	
<i>% of Sales</i>					10.14%	17.17%	20.78%	23.21%	
Q					10,000	32,000	60,000	98,000	
ASP					100	100	100	100	
Others	2,534	3,408	8,604	7,105	8,864	12,060	15,942	18,173	

Appx 4. 이자부부채 추정

Estimated Interest Bearing Debt									
(단위: USD in Thousands)	2021	2022	2023	2024	3Q25	2025E	2026E	2027E	2028E
Total IBD(이자부여 기준)	65,000	180,500	192,600	221,400	256,400	256,400	246,400	216,927	180,533
Oaktree Tranche A	-	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	-
Oaktree Tranche B	-	25,000	25,000	25,000	25,000	25,000	25,000	25,000	-
Oaktree Tranche C	-	-	-	25,000	25,000	25,000	25,000	25,000	-
Oaktree Tranche D	-	-	-	-	25,000	25,000	25,000	25,000	-
PIK Interest	-	5,500	17,600	21,400	21,400	21,400	21,400	21,400	21,400
Madryn Debt	65,000	-	-	-	-	-	-	-	-
27년 Oaktree ABCD 리파이낸싱	-	-	-	-	-	-	-	-	195,527
Long Term Loan 기초	65,000	180,500	192,600	221,400	246,400	246,400	246,400	246,400	216,927
상환	-	-	-	-	-	-	-	254,473	36,393
신규발행	-	-	-	-	-	-	-	225,000	-
Long Term Loan 기말	65,000	180,500	192,600	221,400	246,400	246,400	246,400	216,927	180,533
Short Term Loan 기초	-	-	-	-	10,000	10,000	10,000	-	-
상환	-	-	-	-	-	-	10,000	-	-
Short Term Loan 기말	-	-	-	-	10,000	10,000	-	-	-

Appx 5. 이자부부채별 이자율 및 비교

부채별 비교				
Total IBD(이자부여 기준)	계약이자율	시작일	만기일	비고
Oaktree Tranche A	9%	22.04	27.04	12개월 누적 총매출 \$225M 달성 시 8.25%로 인하 가능
Oaktree Tranche B	9%	22.12	27.04	12개월 누적 총매출 \$225M 달성 시 8.25%로 인하 가능
Oaktree Tranche C	10%	25.09	27.04	12개월 누적 총매출 \$225M 달성 시 8.25%로 인하 가능
Oaktree Tranche D	10%	24.11	27.04	12개월 누적 총매출 \$225M 달성 시 8.25%로 인하 가능
PIK Interest	-	-	-	이자 9% 중 6%p 이하는 이자 현금 상환 대신 원금 추가 가능
27년 Oaktree ABCD 리파이낸싱	8-9%	27.04	-	27.04 리파이낸싱 가정, 표면이자율 8.25% 이하 가정
단기 재고 금융	12%	25.09	26.05	만기 도래에 따른 26년 상환

Appx 6. 이자부부채상환 추정

부채상환 추정									
(단위: USD in Thousands)	2021	2022	2023	2024	3Q25	2025E	2026E	2027E	2028E
이자손익 제외 당기순이익	(41,139)	(75,200)	(78,500)	(84,600)	(83,000)	(59,177)	(10,537)	93,244	116,312
조정	13,607	23,000	(10,000)	26,100	11,500	15,000	15,000	15,000	15,000
영업현금흐름	(27,532)	(52,200)	(88,500)	(58,500)	(71,500)	(44,177)	4,463	108,244	131,312
CapEx	5,716	33,300	23,200	8,500	4,800	10,000	10,000	10,000	10,000
FCF	(33,248)	(85,500)	(111,700)	(67,000)	(76,300)	(54,177)	(5,537)	98,244	121,312
부채상환액(FCF의 30%)	-	-	-	-	-	-	-	29,473	36,393
현금 축적액	(33,248)	(85,500)	(111,700)	(67,000)	(76,300)	(54,177)	(5,537)	68,771	84,918

Appx 7. Disclaimer and Acknowledgment

본 보고서는 Establishment Labs의 비즈니스 모델과 투자 기회를 분석하는 과정에서, 최근 미용 관련 트렌드를 언급하고 있습니다. 이 과정에서 '신체적 매력', '여성 체형 선호 변화' 등 다양한 사회·문화적 흐름을 기술하였으나, 이는 오로지 시장 수요의 변화와 소비자 행동 분석을 위한 객관적 설명일 뿐, 특정 신체 이미지나 미적 기준을 우월하게 평가하거나 가치판단을 내리려는 어떠한 의도도 없음을 분명히 밝힙니다.

특히, Body Positivity 흐름의 변화, 신체적 매력의 재부상, 가슴성형에 대한 바이럴 확산 등은 기업 실적에 영향을 주는 시장 요인으로서 분석된 것이며, 여성의 신체와 아름다움에 대한 개인적 선택을 제한하거나 왜곡된 시선을 제공하기 위한 목적이 전혀 아닙니다. 다양한 아름다움의 형태를 존중하며, 모든 개인의 선택은 존중받아야 한다는 점을 깊이 인지하고 있습니다.

만약 본 보고서의 표현 중 불편함을 드린 부분이 있었다면 이는 전적으로 작성자의 부족함에서 기인한 것으로, 이에 대해 진심으로 사과드립니다. 독자 여러분의 의견을 언제든지 환영하며, 필요하다고 판단되는 경우 즉시 수정·보완할 것을 약속드립니다.

본 보고서는 특정 정치적·사회적 의제를 주장하려는 목적이 전혀 없으며, 철저히 기업·산업·투자 가치 분석을 위한 자료임을 다시 한 번 말씀드립니다. 본 보고서가 Establishment Labs의 사업 구조와 시장 위치를 이해하는 데 조금이나마 도움이 되기를 바랄 뿐이며, 본 팀원 전원은 사회의 다양한 아름다움을 깊이 존중하고, 인지하고 있습니다.

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 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. 그리고 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.