

흐르는 주가를 거꾸로 거슬러 오르는 언어

노이즈 속 펀더멘탈에 집중하라. 동사는 2Q25 이후, 단기적 악재가 여럿 불거지며 시장은 동사의 고성장을 의심했고, 주가는 빠르게 추락했다. 그러나 그 내용을 분석한다면 우려는 제한적이고, 시장에서 기대한 성장률은 충분히 달성 가능하다. 스킨부스터, 그리고 리쥬란이 지니는 프리미엄을 이해하고 오해를 하나씩 벗겨내보자.

리쥬란, 믿어쥬란

누가 동사의 펀더멘탈을 의심하는가. 시장은 동사의 매출 둔화와 경쟁제품의 등장을 두고 동사를 과도하게 평가절하하고 있다. 그러나 매출 둔화는 수요가 아닌 공급의 문제였고, 이미 회복하는 흐름을 보이고 있다. ECM 기반의 경쟁제품은 동사 제품의 입증된 안전성과 10년 간 차곡차곡 쌓아온 동사의 브랜드파워 앞에 큰 위협이 되지 않는다. 이러한 동사 앞에 폭발하는 수요는 동사에게 날개를 달아준다. 자, 이제 누가 동사를 의심하는가

국가대표 리쥬란

동사의 해외 매출은 내수 매출과 함께 동사 실적을 견인하는 핵심 축으로 자리 잡았다. 단기적으로는 3분기 의료기기 수출 감소가 동사의 주가를 압박하고 있으나, 이는 동사의 장기적 성장성을 결코 훼손할 수 없을 것이다. 1) 미국의 메드스파와 코스메틱 시장에서의 폭발적 성장과 2) '기회의 땅' 서유럽으로의 진출이라는 가슴 뛰는 스토리로 동사를 짓누르는 역경을 힘차게 딛고 일어설 동사의 미래를 살펴보자.

Valuation - Historical PER Method

동사의 2027E EPS 30,401원에 Target Multiple 26.48x를 적용한 805,000원을 목표주가로 제시한다. 동사를 향한 시장의 우려가 쌓이며 잠시 인고의 시간을 보내고 있는 동사다. 하지만 이는 기우에 불과하며 오리지널 브랜드 리쥬란의 해자를 기반으로 든든한 내수수요와 함께 세계로 나가 더 큰 성장을 목도할 동사의 미래를 보자, 굳건한 펀더멘탈을 가진 동사는 다시 본래의 자리로 되돌아갈 것이다.

추정 포괄손익계산서								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	~3Q25	2025E	2026E	2027E
매출액	154,083	194,759	261,011	350,115	392,944	564,409	723,478	936,679
YoY(%)	41.69%	26.40%	34.02%	34.14%	59.07%	61.21%	28.18%	29.47%
매출원가	45,750	53,246	70,753	98,878	91,156	132,691	174,719	223,064
매출총이익	108,333	141,513	190,258	251,237	301,788	431,719	548,759	713,615
GPM(%)	70.31%	72.66%	72.89%	71.76%	76.80%	76.49%	75.85%	76.19%
판매비와관리비	55,844	75,597	98,001	125,187	139,306	198,457	250,901	317,835
영업이익	52,489	65,916	92,258	126,051	162,482	233,262	297,858	395,780
OPM(%)	34.07%	33.85%	35.35%	36.00%	41.35%	41.33%	41.17%	42.25%
기타손익	(397)	(5,188)	(3,906)	(440)	(953)	(2,953)	(1,268)	(1,268)
금융손익	3,274	(3,860)	11,672	(15,752)	4,839	7,957	7,615	9,729
관계기업투자손익	667	(2,821)	680	5,954	231	231	-	-
법인세비용차감전이익	56,033	54,048	100,705	115,813	166,599	238,497	304,205	404,240
법인세비용	9,210	10,614	23,440	26,870	37,675	55,423	70,693	93,939
당기순이익	46,824	43,434	77,265	88,943	128,925	183,074	233,513	310,301
지배지분순이익	46,689	40,577	76,551	92,043	132,550	188,222	237,696	315,860
비지배지분순이익	135	2,857	713	(3,100)	(3,625)	(5,148)	(4,183)	(5,559)
NPM(%)	30.39%	22.30%	29.60%	25.40%	32.81%	32.44%	32.28%	33.13%

Rating

Buy

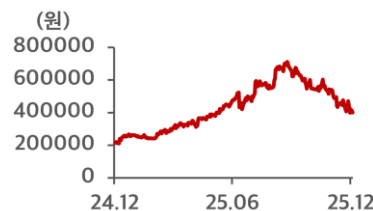
현재주가: 401,500 원

목표주가: 805,000 원

상승여력 : 100.5%

12M 주가추이

시가총액 4 조 1,714 억



Key Metrics

매출액(27E)	9,366 억
OPM(27E)	42.2%
PER(12MF)	18.8 x

B/S Data

자산 총계	9,883 억
부채 총계	2,995 억
자본 총계	6,887 억

주요 주주

정상수 외 7인 34.92%

SMIC 2 팀

- 팀장 51기 임승범
- 팀원 51기 김동혁
- 51기 박민성
- 52기 김규민
- 52기 현정아

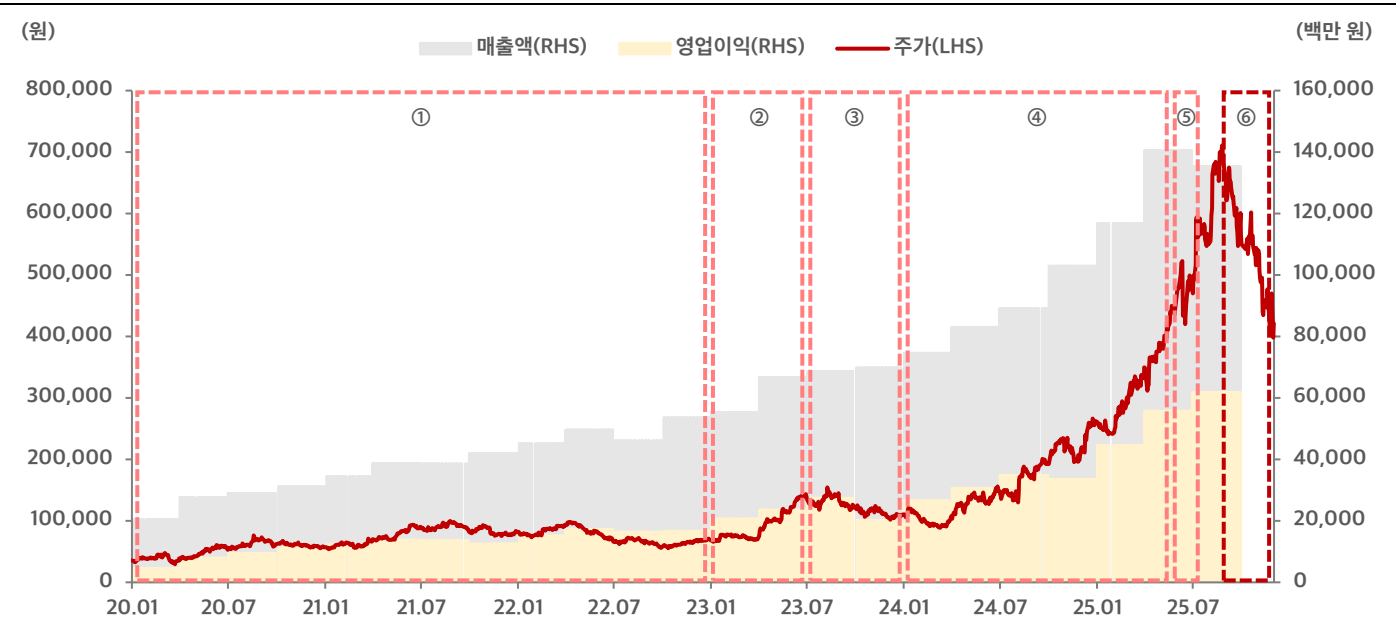
CONTENT

1. 우려는 단기, 성장은 장기 - Intro with 주가분석	3
2. 흐르는 주가를 거슬러 오르는 연어 - 산업/기업분석	5
3. 리쥬란, 믿어쥬란 - 투자포인트 1	9
4. 국가대표 리쥬란 - 투자포인트 2	16
5. 매출추정	22
6. Valuation - Historical PER Method	26
Appendix	30

1. 우려는 단기, 성장은 장기 - Intro (with 주가 분석)

1.1. 주가 분석

도표 1-1. 주가 분석



출처: KRX, 동사, SMIC 2팀

① 1H20-1H22: 콘쥘란 판매가 본격화되면서 해당 실적 전망에 따라 주가가 움직였다. 21년부터 콘쥘란에 의료보험이 적용되면서 주가가 우상향했다. 이후로는 신제품 리엔톡스 국내 품목허가 기대감, 보틀리눅 독신 수출 관련 행정처분, 리쥘란 HB 출시 등의 이벤트에 따라 변동했다.

② 2H22-1H23: 리쥘란이 본격적으로 수출이 이뤄졌다. 동남아 및 중국 면세점 채널을 중심으로 스킨부스터 수요가 확대되었다. 1Q23부터 태국을 중심으로 리쥘란 수출이 본격화되면서 역대 최고 실적과 함께 OPM 또한 3Q17 이후 최고 수준을 기록하면서 주가가 ATH로 급등하였다.

③ 2H23: 리쥘란 수출이 꺾이고, 콘쥘란 급여 축소 가능성이 대두되며 주가가 하락하였다.

④ 1H24-1H25: 매 분기 호실적을 기록하고, 국내 및 해외 모두 리쥘란을 기반으로 매출이 고공 행진하면서 주가 또한 빠르게 상승했다. 24년 9월 CVC Capital에서 2천억원 규모의 유상증자를 공시했다. 25년 2월 미국 MedSpa Laseraway와 리쥘란 계약이 보도되었다. 인바운드 의료관광이 본격화되면서 국내 리쥘란 수요가 증가하면서 매 분기 어닝 서프라이즈가 실현되었다.

⑤ 25년 6월-7월: 6월 13일 파마리서치홀딩스(74.3%)와 파마리서치(25.7%)로 인적분할을 공시 하면서 주가가 급락하였다. 그러나 투자자들이 주주가치 훼손 가능성에 대해 거세게 반발하며 항의하자, 동사는 7월 8일 인적분할 계획을 철회했다. 이후 동사의 주가는 빠르게 반등했다.

⑥ 25년 8월-현재: 국내에서는 전공의가 복귀하면서 의원 일손 부족으로 국내 리쥘란 주문이 둔화되었다. 동시에 해외에서 중복 채널을 정리하고, 일부 지역에서 수출이 예상을 하회, 경쟁사 ECM 기반 스킨부스터의 흥행으로 경쟁 과열도 함께 우려되면서 주가는 가파르게 하락하였다.

동사는 25년 8월 이후, 시장은 국내 및 해외에서의 리쥘란에 대한 성장성에 의구심을 바탕으로 주가에 반영하고 있다. 그러나 의심을 벗겨내면 꺼지지 않은 펀더멘털에서 기회가 보일 것이다.

1.2. 노이즈 속 펀더멘털에 집중하라

우려는 단기적,
성장은 장기적

우려는 단기적이고, 성장은 장기적이다. 동사의 12m fwd PER은 25년 최고 약 37배에서 약 18배 수준까지 내려온 상황이다. 3Q25 실적에서 스킨부스터 리쥬란의 내수와 수출이 모두 예상보다 부진했다는 이유로 시장은 그동안 인정해왔던 동사의 장기적 성장성을 의심하고 있다. 그러나 내용을 살펴보면, 우려는 생각보다 단기적이고 성장은 생각보다 장기적일 가능성이 매우 높다.

국내: 단기 일손 부족
→ 내국인 & 의료관광
수요는 여전히 견조

국내 리쥬란 매출은 전공의가 복귀하며 일시적으로 인력 공백이 발생한 탓에 잠시 성장이 둔화되었을 뿐, 수요는 오히려 더 견고해지고 있다. 구글트렌드의 '리쥬란' 검색량, 커뮤니티 '여우야' 내 관련 게시물 수, 의료인 설문조사 결과 등 내국인 수요를 간접적으로 보여주는 선행지표는 25년 하반기에도 매달 우상향하는 중이다. 외국인 관광객 또한 매달 ATH를 기록하여 인바운드 의료관광 수요도 견고했다. 따라서 인력을 다시 충원하면서 자연스럽게 성장을 이어갈 것이다.

해외: 유통망 정리 &
리오더 미스매치 등
→ 신규 지역 확장 유도

해외도 유통망 정리, 일본 리오더 미스매치 등으로 일시적으로 조정됐을 뿐, 구조적 성장은 강화되고 있다. 그레이마켓 차단과 중국 3등급 허가 추진은 중장기 수익성을 높이는 정화 과정이다. 기존 지역에서의 성장과 함께 미국은 메드스파 및 PDRN 코스메틱을 축으로, 유럽에서는 MDR 승인과 VIVACY와의 파트너십을 축으로 26년 이후 한층 더 체급을 올려 확장해갈 것이다.

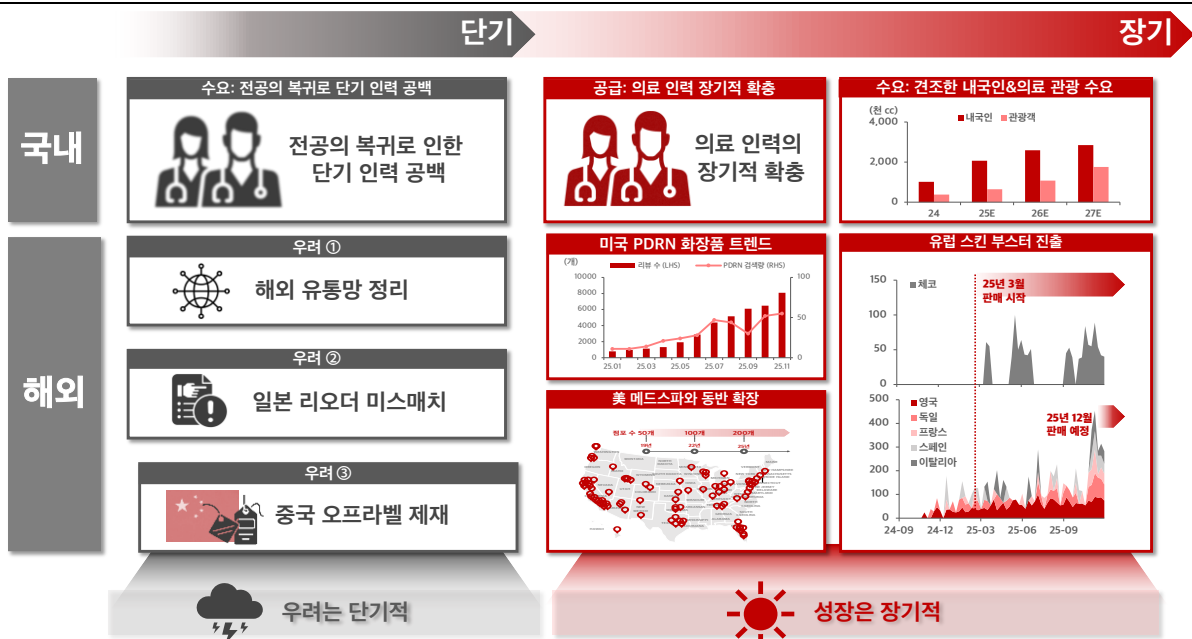
수출데이터 우려도
과도하다고 판단

11월 31일 수출 잠정치 발표 이후의 주가 급락은 펀더멘털과 별개로 혼란만을 가중시켰다. 수출 잠정치 데이터는 전국 기반으로 발표되기 때문에 동사의 제품을 수출하는 강릉 기반으로 지역별 수출 현황을 참고해 추정해야 한다. 그러나 4Q24부터 미국향 화장품 매출 비중이 빠르게 확장되면서 전국-강릉 데이터 간 상관관계가 크게 떨어져 잠정치 기반으로 동사 수출액을 파악하기 어려워졌다. 또한, 전국 수출 잠정치와 동사의 해외 매출액 간 상관관계도 0.78로 크게 떨어졌다.

실적으로
증명할 내년

동사는 26년부터 다시 실적으로 증명할 것이다. ECM 기반 스킨부스터가 출시되면서 내수 경쟁 격화에 대한 우려가 있지만, 그동안 수많은 미투 제품은 동사의 성장을 멈추지 못했다. 실적으로 다시 증명할 수 있다면, EPS의 상승과 Multiple 회복과 함께 커다란 기회를 잡을 수 있을 것이다.

도표 1-2. Main Idea



출처: SMIC 2팀

2. 흐르는 주가를 거꾸로 거슬러 오르는 언어 - 산업/기업 분석

2.1. 부스터를 단 스킨부스터

가장 높은 성장세의
스킨부스터

스킨부스터는 글로벌 에스테틱 시장에서 가장 빠르게 성장하는 카테고리다. 스킨부스터는 유효 성분을 피부 진피층에 주입해 콜라겐, 엘라스틴 등을 생성하는 섬유아세포를 활성화시켜 피부를 구조적으로 개선하는 제품이다. Evaluate에 따르면, 필러 시장 내 스킨부스터 침투율은 24년 11.0%까지 확대되었다. 스킨부스터 시장을 선도하는 제품 스킨트라는 갈더마 내 매출 중 가장 높은 성장을 기록했고, 리쥘란의 20년부터 24년까지의 CAGR 매출액 성장률은 +63%에 달한다.

침습 시술
→ 비침습/최소침습 이동

에스테틱의 트렌드는 침습 위주의 시술에서 비침습/최소침습 시술로 옮겨가고 있다. 몸에 칼이 들어가는 침습 시술과 달리, 주사/레이저 등은 신체에 손상이 제한적이라 부작용이 적고, 시술 효과도 즉각적으로 나타나기 때문이다. 비침습/최소침습 시술은 낮은 진입장벽을 바탕으로 GenZ 세대와 남성층을 중심으로 확산되면서 21년 1,759만 건에서 24년 2,054만 건으로 늘어났다.

톡신/필러
→ 스킨부스터 이동

그중에서도 톡신/필러는 둔화되고, 스킨부스터로 수요가 옮겨가는 흐름이 나타나고 있다. 24년 글로벌 보툴리눔 톡신 시술 건수는 788.8만 건으로 YoY -17.4% 감소했다. 애브비는 미국/중국에서 톡신/필러 시장이 둔화되어 실적 가이드를 하향 조정하면서도 스킨부스터 스킨바이브를 성장동력으로 제시했다. 갈더마도 스킨부스터 스킨트라의 성장률만이 톡신/필러 대비 매우 높다.

스킨부스터는
피부의 근본적 개선
트렌드와 부합

겉모습만 기계적으로 교정하기보단, 피부를 근본적으로 개선하는 트렌드에 스킨부스터는 완벽히 부합한다. 필러는 깊은 피부층에 주입해 볼륨을 채우지만, 스킨부스터는 얇은 진피층에 주입해 콜라겐 및 엘라스틴 재생을 유도한다. 스킨부스터는 필러와 비교하면 ①시술 효과가 자연스럽고, ②부작용도 낮으며, ③피부를 근본적으로 개선하여 효과가 반영구적이라 선호가 옮겨오고 있다.

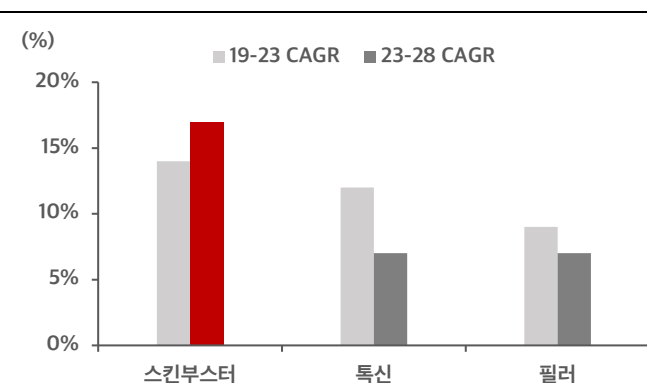
병원 입장에서
객단가 & 재방문율 ↑

병원 입장에서 스킨부스터는 객단가와 재방문율을 모두 높일 수 있는 매력적인 수단이 된다. 스킨부스터는 EBD/톡신/필러 등과 패키지로 묶어 병행 시술하는 경우가 대부분이다. 국내에서 리쥘란 시술 고객 중 60% 이상은 타 시술과 병행하고 있다 HIFU 또는 RF 시술 후 스킨부스터 시술을 추가적으로 진행한다. 스킨부스터는 3~4주 간격으로 기간에 걸쳐 3회 이상 시술한 후, 연 1~2회 정기 유지 시술을 권하고 있다. 통증에도 불구하고, 재시술 비율이 매우 높은 편이다.

한국 스킨부스터 열풍
→ 글로벌 확산 중

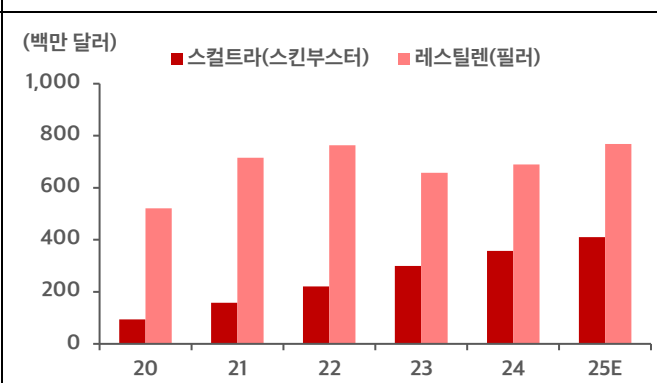
한국에서의 스킨부스터 열풍은 해외로 빠르게 번지고 있다. 한국은 의사의 퀄리티가 높으면서 3~5회 패키지 판매와 콤비네이션 시술로 스킨부스터 열풍을 불렀다. 국내 외국인 피부과 환자가 19년 8.5만 명에서 24년 70.5만 명까지 급증하며 스킨부스터 인지도는 더 빨리 확장되고 있다.

도표 2-1. 인젝터블 에스테틱 부문별 성장률



출처: Medical Insight, SMIC 2팀

도표 2-2. 갈더마의 스킨부스터 vs. 필러 성장 차별화



출처: Evaluate Pharma, Galderma, SMIC 2팀

2.2. 스킨부스터는 무엇이 다를까

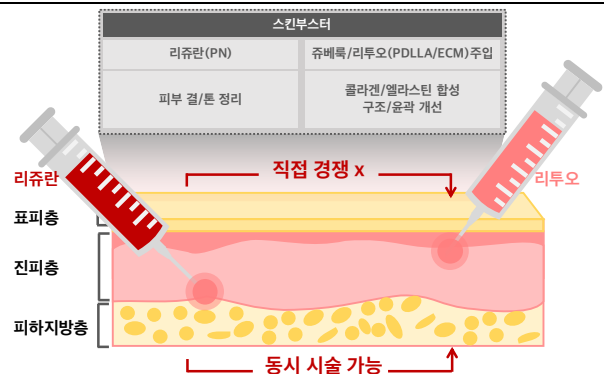
<p>‘미용’: 소비자 선호 ‘의료기기’: 안전성 장벽</p>	<p>미용 의료기기는 ‘미용’에서의 소비자 선호, 그리고 ‘의료기기’에서의 안전성 장벽이 복합적으로 작용한다. 일반적으로 의료기기는 안전성과 유효성을 기반으로 의사가 구입을 결정한다. 그러나 ‘미용’ 의료기기는 임상으로 입증해야 할 유효성 자리에 소비자의 선호가 대신 자리한다. 병원은 유효성을 알 수 없더라도 고객들이 많이 찾는다면 수익을 극대화하기 위해 해당 기기를 들여놓는다. 결론적으로 병원 입장에서는 의료 사고를 최소화하기 위해 안전성만 최우선으로 고려한다.</p>
<p>스킨부스터는 개별 브랜드가 메인</p>	<p>특신/필러와는 달리, 스킨부스터는 소비자가 카테고리가 아니라 제품 자체를 선택한다. 소비자는 ‘보톡스 맞으러 간다’는 말을 하며 병원에서 추천하는 특신을 맞는다. 병원은 안전하다면 성능은 비슷하므로 주로 가격이 낮은 제품을 택한다. 그러나 스킨부스터는 소비자가 ‘리쥘란을 맞으러 간다’거나 ‘쥬베룩은 어떨지’ 묻는다. 즉, 브랜드가 시술명이 될 정도로 개별 제품이 중심이 된다.</p>
<p>유효성분에 따른 스킨부스터 구분</p>	<p>스킨부스터는 유효성분에 따라 제품의 특징이 결정된다. 피부 재생과 항염 효과를 유도하는 PN, 수분을 충전하는 HA, 콜라겐 신생을 유도하는 PLLA, 최근에는 ECM 등이 있다. 해외는 CaHa 기반 래디어스(멀츠), PLLA 기반 스킨트라(갈더마), 국내는 PN 기반 리쥘란(동사), PDLLA 기반 쥬베룩(바임)과 ECM 기반 엘라비에 리투오(엘앤씨바이오), 셀르디엠(한스바이오메드) 등이 있다.</p>
<p>동일 유효성분 내 미투 제품 진입 어려움</p>	<p>소비자는 브랜드를 중심으로 기억하기에 같은 유효성분 안에서 미투 제품이 진입하기 어렵다. 주관적인 경험으로 선호와 안전에 대한 이미지가 형성되는데, 그 근거는 특정 성분 말고 브랜드 자체에 귀속된다. 애브비에 따르면, 전문의의 약 87%는 신뢰 가능한 브랜드 자체가 중요하다고 답했다. 다시 말해, PN 기반 미투 제품이 나와도 같은 효능이면 리쥘란을 찾지 않을 이유가 없다.</p>
<p>신규 스킨부스터는 안전성 입증의 어려움</p>	<p>성분이 다른 스킨부스터는 안전성을 입증하기 위해 오랜 시간을 써야 한다. 현재 스킨부스터로 출시된 HA, PDLLA, ECM 등 대부분의 유효성분은 염증을 통해 콜라겐 재생을 유도하기 때문에 비염증성 결절 또는 염증성 과립종으로 발전할 위험이 있다. 스킨트라도 출시 초기에는 주입 후 2~9개월 사이 2~4mm 크기의 비염증성 결절이 94건의 시술 중 12건에서 발생했다. 단기간에 대규모 임상 데이터를 축적하기는 어려워 수년간 실제 시술 건수를 쌓으며 설득을 해내야 한다.</p>
<p>작용 기전이 다른 상호보완적 관계</p>	<p>다른 유효성분 기반의 스킨부스터는 출시되더라도 기존 제품과 보완적 관계를 유지하기도 한다. 스킨부스터는 성분별로 작용 기전과 효과가 다르기 때문에 현장에서는 직접 경쟁하지 않는다. 예컨대, 리쥘란을 진피층 내 주입해 피부 결/톤을 정리하고, 진피층과 피하지방층 사이엔 쥬베룩이나 리투오를 주입해 콜라겐·엘라스틴 합성으로 구조/윤곽을 개선하며 동시에 시술될 수 있다.</p>

도표 2-3. 주요 스킨부스터 목록

제품	업체	유효성분
스킨바이브(SKINVIVE)	애브비(AbbVie)	HA
스컬트라(Scultra)	갈더마(Galderma)	PLLA
래디어스(Radiesse)	멀츠(Merz Aesthetics)	CaHA
리쥘란(Rejuran)	파마리서치	PN
HP 비타란(Vitaran)	비알팜	PN
리즈네	유벤타헬스케어	PN
쥬베룩	바임	PDLLA + HA
키아라 레쥬	바이오플러스	PDRN + HA
엘라비에 리투오	엘앤씨바이오	ECM
셀르디엠	한스바이오메드	ECM

출처: SMIC 2팀

도표 2-4. 작용 기전과 효과에 따른 상호보완적 관계



출처: SMIC 2팀

2.3. 아오 파마리서치

(1) 연어로 세운 기업

연어로 세운 기업

동사는 연어 생식세포에서 추출한 PN/PDRN을 원료로 피부/조직을 재생시키는 의료기기를 주력으로 전개하고 있다. 10년 PDRN을 대량으로 추출하는 원천기술 DOT 공법을 확보해, 14년 최초 PN 기반 스킨부스터 '리쥬란'을 출시했다. PN과 PDRN은 DNA 단편 복합체지만, PN이 PDRN과 비교해 DNA 사슬이 길고 분자량도 높아 피부조직 안에서 더 안정적으로 오래 효과가 지속된다.

주요 사업부문

①의료기기

②화장품

③의약품

주요 사업부문은 ①의료기기, ②화장품, ③의약품으로 구성된다. 24년 매출 기준으로 의료기기 55.3%, 화장품 22.2%, 의약품 18.4%, 기타 4.1%다. ①의료기기는 리쥬란(리쥬란힐러/리쥬란HB 등), 무릎관절강 주사 콘쥬란, HA 필러 클레비엘/리쥬비엘 등이 있다. ②화장품은 리쥬란 브랜드를 확장해 PDRN 기반 코스메틱 제품을 판매한다. 병원에서 시술 후 피부 재생 및 미백 효과를 위해 사용하는 B2B 제품과 현지 온라인몰, 면세점 등을 통해 일반 대중에게 판매하는 B2C용을 구분한다. ③의약품은 PDRN 재생의약품(플라센텍스주, 리쥬비넥스주), 보툴리눔 독신 등이 있다.

(2) 리쥬란으로 세계일주

국내 및 해외 모두 고성장하는 리쥬란

리쥬란은 국내 및 해외 모두 빠르게 장악하고 있다. 리쥬란을 포함한 의료기기 매출은 국내에서 21년 622억 원에서 24년 1,374억 원으로 CAGR +30.2% 성장했고, 해외에서 21년 133억원에서 24년 562억 원으로 CAGR +61.5% 성장했다. 25년에는 3Q25 누적 기준 YoY +75.1% 성장했다.

국내

①안전성과 레퍼런스

→ 타 성분 경쟁 방어

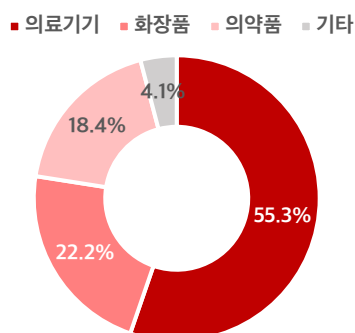
국내에서는 ①안전성과 레퍼런스를 무기로 다른 유효성분 기반 스킨부스터를 방어하는 중이다. 14년 리쥬란 출시 후, 19년에 바임이 PDLLA 기반 스킨부스터 '쥬베룩'을, 엑소코바이오가 엑소솜 스킨부스터 'ASCE'를 출시했다. 그러나 쥬베룩은 뷰티 커뮤니티에서 안전 사고 논란이 불거지며 주춤했다. PLLA 계열은 콜라겐을 형성하기 위해 염증을 유도하므로 결절, 육아종 또는 실명 등의 위험이 있는 편이다. 엑소솜은 효과에 대한 임상도 부족하고, 만족도 높은 후기도 많지 않다.

②특허 및 오리지널리티

→ PN 기반 경쟁 방어

②PN 기반 스킨부스터 내에서는 특허로 진입을 방어하고, 오히려 오리지널리티를 강화하고 있다. 동사는 22년 PDRN 추출 공법 관련 특허 소송에서 최종 승소하면서 28년까지 PDRN/PN 제조 독점권을 유지하고 있다. 23년부터는 연어가 아닌 양식 송어로부터 추출한 PN 기반 스킨부스터 미투 제품으로 비알팜이 'HP비타란', '리즈네'를 출시했다. 그러나 23년에 이후, 각종 트렌드 지표에서 리쥬란과 비교하면 해당 제품들은 미미한 수준이다. 원가로 인해 가격 차이는 20% 내외에 불과하고, 같은 PN으로 효과가 더 뛰어나다는 근거도 없어 리쥬란의 대체 이유가 없기 때문이다.

도표 2-5. 24년 사업부문별 매출 비중



출처: 동사, SMIC 2팀

도표 2-6. 주요 스킨부스터 네이버 검색어트렌드



출처: 네이버 데이터랩, SMIC 2팀

의료관광을 토대로
글로벌 진출 성공

국내에서 증명한 리쥘란은 관광객을 타고 성공적으로 국경 밖으로 진출하였다. 23년부터 외국인 환자는 23년 약 61만 명에서 24년 약 117만 명까지 빠르게 증가했다. 이들은 한국에서 리쥘란 시술을 받으며 내수 매출을 견인했고, 귀국 후 재시술, 주변인 추천, 리쥘란 코스메틱 구매 등 해외에서의 리쥘란 확산도 이끌었다. 23년에는 태국이 수출을 이끌었고, 24년에는 CVC와의 협력, 그리고 의료관광을 기반으로 동남아와 중국으로 의료기기 수출이 가파르게 성장하고 있다.

유럽, 미국 등
신규 지역으로의 확장

이제는 연어와 함께 마진이 더 높은 전 세계로 나아가고 있다. 동사는 현재 25개국 이상에서 리쥘란 3종에 대해 품목허가를 획득했고, 현재 미국, 일본, 중동 등에서 인허가 절차를 진행하고 있다. 24년 12월엔 유럽 CE-MDR 인증을 획득해, 25년 8월부터 프랑스 VIVACY와 파트너십을 체결했다. 미국과 유럽의 스킨부스터(스컬트라) 단가는 한국 대비 각각 약 80%, 30% 더 높다.

(3) NEXT 리쥘란

PDRN & 리쥘란 기반
포트폴리오 확장 성공

동사는 PN/PDRN 제조 기술과 리쥘란 브랜드를 기반으로 포트폴리오를 확장에도 성공하고 있다. 17년에는 고품질 PDRN 원료를 화장품에 적용해 리쥘란 코스메틱 브랜드를 출시했다. 콘쥘란은 PN을 활용해 관절염 환자의 무릎에 직접 주사해 관절 마찰을 줄이고 통증을 완화하는 주사이다.

리쥘란 코스메틱:
구조적 성장 중

화장품은 PN/PDRN 성분에 대한 관심이 증가하며 리쥘란 브랜드의 인지도가 빛을 발하고 있다. 내수는 국내 피부과를 방문하는 외국인을 중심으로 올리브영과 면세점 채널에서 판매가 늘어나 3Q25 누적 기준 352억 원, YoY +55.4%나 성장했다. 수출은 미국을 중심으로 입점 네트워크를 확대하고, 현지 온라인몰에서 주문이 늘면서 3Q25 누적 기준 587억 원, YoY +84.2% 성장했다.

콘쥘란:
퇴행성 관절염 증가
& HA주사 점유율 침투

콘쥘란은 퇴행성 관절염 환자의 증가와 HA주사로의 점유율 침투가 함께 이뤄져 성장하고 있다. 고령화에 따라 국내 퇴행성 관절염 환자는 15년 193만 명에서 22년 417만 명까지 늘어나, 현재 국내 관절강 주사제는 약 2천억 원 수준이다. 동시에 류마티스학회에서 HA주사를 놓지 않기를 권고하면서 전체 관절강 주사 시술 중 콘쥘란 비중은 20년 3.7%에서 22년 6.0%까지 침투했다.

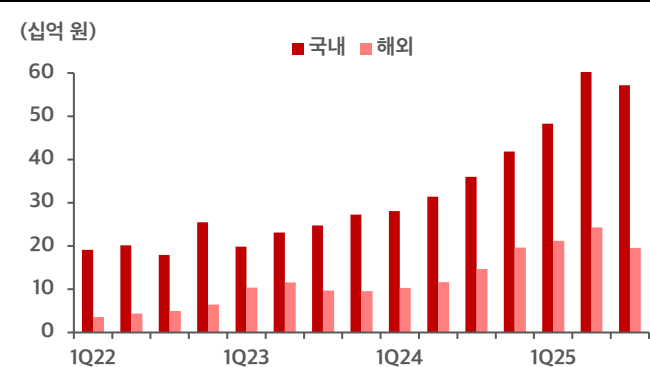
보톨리눔 특신:
CAPA 3배 확장 예정

보톨리눔 특신 또한 준수하게 성장하고 있다. 동사는 18년 4월 바이오씨앤디를 지분 확보 이후 본격적으로 자회사로 편입해 파마리서치바이오로 사명을 변경했다. 보톨리눔 특신 매출은 19년 33억원에서 24년 261억원까지 CAGR +51.2% 성장했다. 현재 강릉 1공장의 CAPA는 약 연 260억 원, 200만 바이알로 2H27까지 증설을 통해 600만 바이알까지 3배 확장할 예정이다.

리쥘비넥스주
& 플라센텍스주

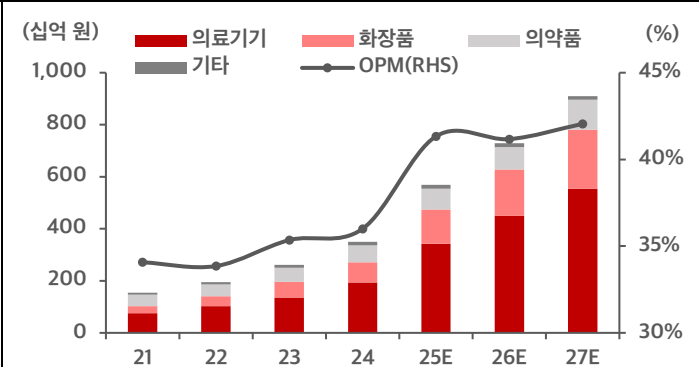
PDRN 기반으로 여러 주사제도 안정적으로 매출을 늘려가고 있다. 리쥘비넥스주는 창상 및 궤양, 허혈성 질환 등에서 조직 재생을 촉진, 플라센텍스주는 피부 이식으로 인한 상처를 치료하고 조직을 수복하는 주사제로 활용한다. 의약품 매출의 약 50%를 차지해 캐시카우를 담당하고 있다.

도표 2-7. 의료기기(리쥘란 등) 분기별 국내 및 해외 매출



출처: 동사, SMIC 2팀

도표 2-8. 동사 사업부별 매출 추이 및 전망



출처: 동사, SMIC 2팀

3. 투자포인트 1 - 리쥘란, 믿어쥘란

10년동안 대한민국 피부과 시장을 책임져왔던 동사가 흔들리고 있다. 9월부터 시작된 동사의 주가하락은 동사에 대한 시장의 우려에서 기인한다. 전공의 복귀로 인한 공급 제약, 설상가상으로 등장한 경쟁제품은 동사의 현재와 미래를 의심하게 만든다. 그러나 우려는 단기적이고, 성장은 장기적이다. 지금부터 동사에 대한 우려를 해소하고 성장을 그려나가 보자.

3.1. 웬만해선 리쥘란을 막을 수 없다

리쥘란의 여전한
내수 수요

리쥘란은 여전히 견재하다. 9,10월 리쥘란에 대한 구글 트렌드는 국내 매출이 고점을 기록했던 올해 7,8월과 크게 다르지 않고 꾸준히 증가하는 추세이다. 본 보고서가 의료인력 9명을 대상으로 실시한 인터뷰 결과, 응답자들은 입을 모아 스킨부스터에 대한 수요가 과거 대비 늘었으며 그 중 리쥘란이 단연 가장 인기있는 제품이라고 답했다. 특히 현직 피부과 의사는 경쟁제품이 출시된 뒤로도 리쥘란을 찾는 사람이 줄어들지 않았다고 언급했다.

인바운드 수요
역시 견조하다

외국인 관광객의 인바운드 수요 역시 견조하다. 25년 10월 외국인 의료 소비 건수는 401,325건으로, YoY +28% 증가하였으며 올해 1월 대비 약 +90% 늘어났다. 외국인 의료 소비액의 경우, 10월 총액은 1,850억으로 YoY +31% 증가하였고, 올해 1월 대비 +73% 증가하며 가파른 성장세를 보이고 있다. 이 중 피부과의 비율은 56.8%로, 20년 15.26%에서 무려 270% 성장하였으며 현재 소비액 중 가장 큰 비중을 차지하고 있다.

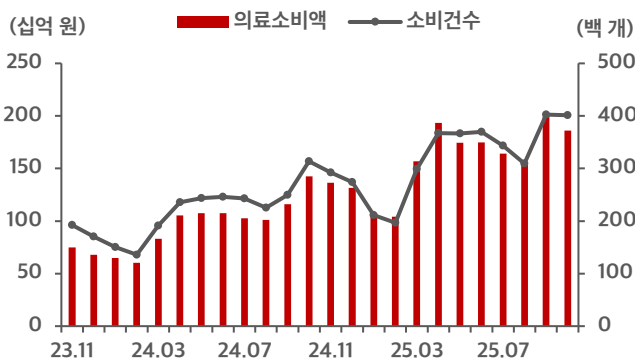
3분기 동사 매출의
감소

수요는 견조한 가운데 25년 3분기 동사의 매출 성장세가 다소 주춤하였다. 25년 2분기 대비 3분기 매출은 QoQ -6% 감소하였다. 표면상 감소 폭은 크지 않으나 계절적 특성을 감안하면 의미가 달라진다. 3분기는 미용 시술 성수기로, 그간 비수기인 2분기를 지나 3분기에 매출이 뚜렷하게 반등하는 패턴이 반복되어 왔다. 이러한 과거 추세와 달리 이번 3분기에는 매출이 오히려 감소하는 모습을 보이면서 시장에서는 동사의 펀더멘탈에 대한 의구심이 제기되기 시작하였다

파업 후 일반의원에
일반의로 취업했던
전공의들

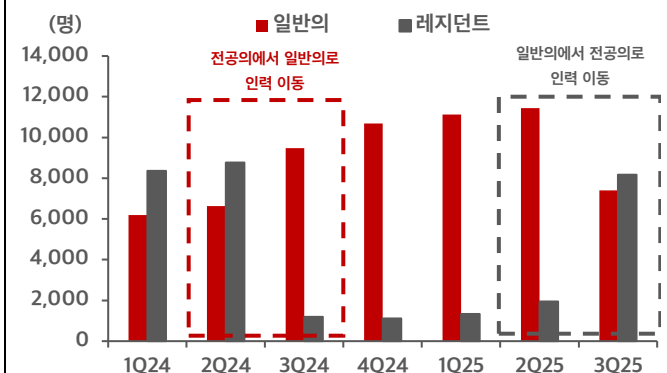
매출 감소는 수요 둔화가 아닌 공급 측면인 시술 가능 인력의 변동에서 기인한다. 국가통계포털의 요양기관 종별 의료인력 현황을 보면 전공의 대규모 사직이 있었던 24년 2분기 8,765명이었던 전공의가 1,190명으로 줄어드는 와중에 6,624명이었던 일반의는 9,471명으로 급격히 증가한다. 이는 파업한 전공의들이 의원급 의료기관에 일반의로 재취업한 것을 의미하며 이때 각 미용 시술 CAPA는 크게 확대되었다. 실제로 피부과·성형외과 급여가 파업 이전 월 1,000만 원 수준에서 파업 이후 300만 원 선까지 떨어진 것은 전공의들이 해당 과로 대거 유입됐음을 시사한다.

도표 3-1. 월별 외국인 의료 소비 건수 및 의료 소비액



출처: 한국관광데이터랩, SMIC 2팀

도표 3-2. 일반의 및 전공의 수 추이



출처: KOSIS, SMIC 2팀

전공의 복귀 = 미용 의료인력 ↓ 그러나 25년 9월 전공의 복귀로 피부과 및 성형외과에는 의료공백이 발생했다. 2분기 11,445명 이던 일반의는 3분기 7,402명으로 줄었고, 8월 서울시 의사·치과의사·한의사 건강보험 상실자 수가 842명으로 전월 대비 57% 증가한 것도 전공의들이 9월 복귀를 앞두고 일반의원을 이탈했음을 시사한다. 현직 피부과 의사 인터뷰에서도 전공의 복귀 이후 인력 공백이 체감됐었다는 응답이 확인된다. 전공의 채용으로 확대됐던 미용 시술 공급 능력이 축소됨에 따라 늘어난 수요를 감당하지 못한 의원들의 의료기기 주문량 감소가 동사 매출의 둔화로 연결되었다.

의료공백은 이미 해결되고 있다 의료공백은 단기적인 이벤트일 뿐, 이미 점차 회복되는 양상을 보이고 있다. 의료인력과 동행하는 지표인 서울시 의사·치과의사·한의사 건강보험 취득·상실자 수는 10월에 다시 취득자가 상실자를 상회해 4분기 시술 CAPA의 회복을 암시한다. 특히 대형병원이 위치한 송파구 피보험자 수 증가는 2명에 그친 반면, 개원가 비중이 높은 서초구는 유사한 의사 규모임에도 52명이나 늘어나 개원가로의 인력 유입이 나타남을 보여준다. 전문가 인터뷰에서도 상당수가 현재 인력 총원이 이루어지고 있음을 확실히 체감한다고 답변하였다.

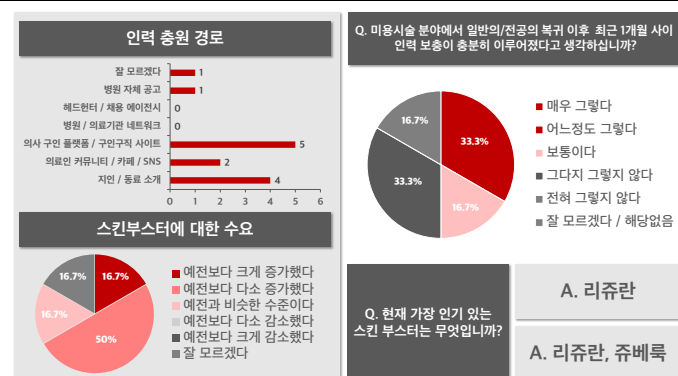
미용 의료인력은 장기적으로 성장할 것 의료인력은 단기적으로 빠르게 충원되고 있을 뿐만 아니라 일반의원의 증가를 통해 장기적으로도 성장할 것이다. 피부과 진료를 보는 의료기관이 구조적으로 늘고 있기 때문이다. 일반의원은 국가고시를 합격한 의사가 전공의 수련 없이 개원한 의원으로, 21년 대비 25년에 무려 451곳 증가하였다. 이는 최근 5년간 진료과목별 개원 일반의원수 상위 5개에 해당하는 증가세이다.

피부과 포함 일반의원의 규모가 상당함 이렇게 빠르게 증가하는 일반의원의 대부분은 피부과 진료를 본다. 18~22년까지 개원한 일반의원의 86%가 피부과를 진료과목으로 신고했으며 25년 상반기 개원분에서도 피부과의 비중은 82.9%에 달한다. 또한 피부과 전문의는 2,520명인데 반해 피부를 진료하는 1차 의료기관은 3만 여곳에 달하는 것으로 보아 피부과 대부분이 일반의원이며 그 규모가 상당함을 알 수 있다.

26년 추가 국시는 단기 인력 충원의 기회 또한 26년 추가 국시를 통해 단기적으로 미용 시술 인력을 보강할 수 있을 것이다. 정부는 전공의들이 9월에 복귀하면서 26년 8월 졸업 예정자들의 응시가 27년 국시에 집중되는 것을 완화하기 위해 26년에 추가 국시를 시행하기로 했다. 이에 따라 26년 신규 의사는 예년 대비 약 1,500명 증가할 전망이며, 이는 미용 의료영역에 인력 충원 모멘텀으로 작용할 가능성이 크다.

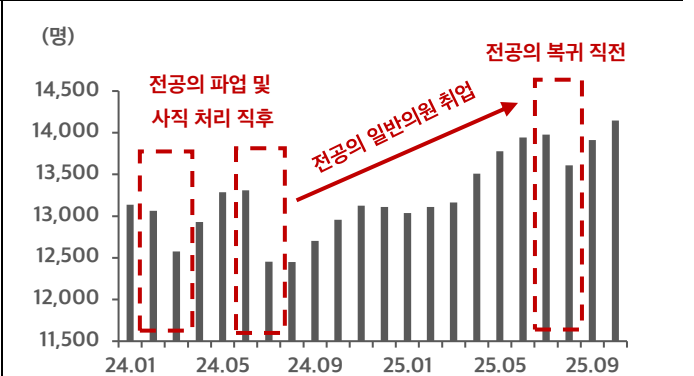
의료인력 업무범위에 대한 제도적 개선은 장기적 기회 추가 국시와 더불어 26년부터 가동되는 보건의료인력 업무조정위원회는 장기적인 인력 확보의 가능성을 높일 것이다. 해당 위원회는 보건의료인력 직역 간 업무범위 갈등을 조정하기 위한 제도로, 26년부터 본격적으로 가동된다. 이를 통해 의사의 업무 범위를 다른 직역에도 일부 공유하여 미용 시술 영역에서는 의사들이 고부가가치 시술에 집중할 수 있고 인력 배치의 효율화를 통해 장기적으로 미용 시술 CAPA를 충분히 확보할 수 있는 기반이 마련된다.

도표 3-3. 의료인력 대상 설문조사 결과



출처: SMIC 2팀

도표 3-4. 월별 서울시 의료인력 건강보험 피보험자 수 추이



출처: 고용행정통계, SMIC 2팀

3.2. ECM도 리쥬란을 막을 수 없다

ECM의 부상이
동사의 성장성을
의심하게 만든다

ECM 기반의 스킨부스터는 동사의 중장기 성장성에 대한 의구심을 불러일으키고 있다. 9월부터 동사의 주가는 하락세를 이어온 반면, 경쟁사인 엘앤씨바이오와 한스바이오메드는 뚜렷한 상승 구간을 형성했다. 9~11월동안 엘앤씨바이오와 한스바이오메드의 주가수익률은 각각 109.18%와 313.23%를 기록했지만 동사는 -36.12%에 그쳤다. 이는 한스바이오메드의 셀르디엠의 출시일과도 맞물려 있어 ECM 제품 등장에 따른 경쟁심화에 대한 시장의 우려가 반영된 것으로 해석된다.

하지만 동사의
펀더멘탈은
그대로

그럼에도 불구하고 변하지 않은 사실은 동사의 펀더멘탈이 여전히 견고하다는 점이다. 동사의 펀더멘탈은 ① 임상과 시장에서 축적된 검증된 안전성과 ② 압도적인 브랜드 파워라는 두 축에서 비롯된다. 이는 동사가 지난 10년 간 쌓아올린 레퍼런스에 의해 형성된 해자로, 시간에 의해 축적된 자산인 만큼 단기간에 훼손되기 어렵다. 새로운 제품의 출현으로 경쟁 구도가 일부 변할 수는 있어도 동사의 안전성과 브랜드파워라는 펀더멘탈 자체는 변하지 않았다고 판단한다.

리쥬란의 확실한
안전성

리쥬란은 임상데이터와 오랜 기간 사용되며 쌓아온 경험을 통해 안전성을 검증받았다. 이제 막 데이터를 쌓아가기 시작한 후발 스킨부스터들과 달리, 동사는 리쥬란을 명시한 임상 논문 4편과 9편 이상의 PN 필러 계열 관련 임상연구를 통해 탄탄한 근거를 확보하고 있다 수많은 사람들이 리쥬란 시술을 받았지만 심한 부작용이 보고된 사례는 전무하다. 무엇보다 지난 10년여간 현장에서 축적된 압도적인 레퍼런스야말로, 그 어떤 이론보다 확실하게 제품의 안전성을 방증한다.

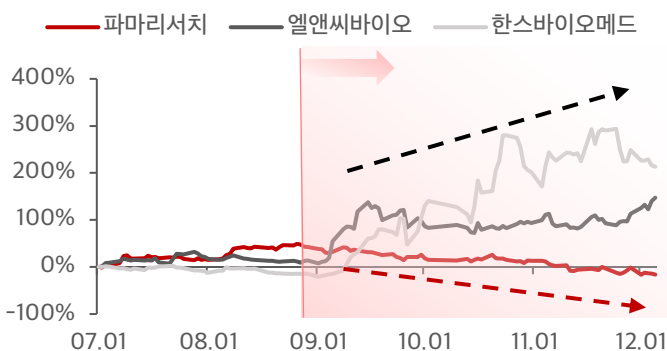
ECM의 불확실한
안전성

반면 ECM 기반의 스킨부스터는 안전성에 여전히 물음표가 붙는다. 논문 통계를 내는 연구인 Bibliometric의 연구 결과 ECM 기반 스킨부스터의 원재료인 ADM 성분에 대한 논문은 534편이지만 이 중 ECM 기반 스킨부스터를 대상으로 한 미용 목적의 임상 연구는 단 한 개도 없다. 이는 ECM 기반의 스킨부스터는 미용 의료가기가 아닌 피부조직 이식재로 분류되어 임상 근거를 확보하는 것보다 조직 자체의 취급 및 관리에 초점이 맞춰져 있기 때문이다.

비교적 느슨한
규제를 적용받는
ECM

피부조직 이식재로 분류된 ECM 기반 스킨부스터는 비교적 느슨한 규제를 적용받는다. 리쥬란이나 필러와 같은 주사형 의료가기는 「의료가기법」의 적용을 받으며, 임상시험을 통해 유효성과 안전성을 입증하는 것이 핵심 요건이다. 반면 피부조직은 「인체조직안전 및 관리 등에 관한 법률」의 규제를 받으며, 공여·채취·가공·멸균 과정의 안전성과 윤리성을 입증하는 데 초점이 맞춰져 있어 임상시험이 대부분 면제된다. 따라서 미용시술용 스킨부스터로 사용될 때 요구되는 유효성 및 안전성 요건이 실제로 충족되고 있는지 충분히 확인하기 어렵다.

도표 3-5. 9~11월 동사와 엘앤씨바이오, 한스바이오메드 주가



출처: KRX, SMIC 2팀

도표 3-6. 의료가기 규제 vs 인체조직 규제

	의료가기 규제	인체조직 규제
근거 법안	의료가기법	인체조직법
핵심 기준	안전성 + 유효성	안전성 + 윤리성
임상데이터	필요한 경우가 많고, 체내 주입형 등 고위험 의료가기는 필수	허가 전 임상시험 의무 조항 없음
해당 제품	REJURAN®	Elrwie Re20

출처: SMIC 2팀

인체조직 미용기술에 대한 복지부의 부정적 스탠스
 게다가 최근 보건복지부는 생명을 살릴 목적으로 기증된 인체조직이 단순 미용 기술에 사용되는 것에 대한 윤리적 논란이 커지면서 피부조직을 이용한 미용성형에 부정적인 스탠스를 보이고 있다. 국내 인체조직은 이미 '인체조직 분배 계약서'를 통해 단순 미용 및 성형 목적의 사용이 제한되고 있으며, 복지부는 수입 인체조직에 대해서도 유사한 내용의 '표준계약서'를 마련해 규제 범위를 확대하겠다는 방침이다. ECM 기반 스킨부스터는 안전성과 윤리성을 둘러싼 논란이 해소되지 않은 가운데, 규제리스크도 지속적으로 부담요인으로 작용한다.

리쥬란의 가장 큰 강점은 브랜드 파워
 불확실성이 큰 ECM 기반 경쟁 제품과 달리, 리쥬란은 이미 구축된 압도적 브랜드 파워를 바탕으로 앞으로의 성장에 유리한 위치를 차지하고 있다. ECM 기반 스킨부스터가 출시된 지 1년이 된 현재까지도 리쥬란의 인지도는 독보적이다. 미용 플랫폼 여신티켓의 검색어 랭킹에는 항상 1위를 차지하고 있으며, 강남언니에서 집계한 상위 피부고민 10개의 기술 랭킹 중 8개 항목에서 3위 안에 포함된다. 국내 최대 미용 관련 카페인 여우야의 11월 한 달간 리쥬란 관련 게시글이 1,394개로, 엘라비에 리투오와 셀르디엠 관련 게시글 611개를 뚜렷하게 상회한다.

의료산업에서의 H2H 임상의 중요성
 스킨부스터는 의료기기에 속하지만 소비재적 성격이 강해 일반적인 의료산업과 달리 브랜드 파워가 강력한 해자를 구축한다. 의료산업에서는 효과나 안전성을 설명할 때 모든 것을 임상시험에 기반한 데이터로 이야기하며, 특정 기술이 기존 기술보다 더 우수하다고 주장할 때에는 경쟁 제품과 직접 비교하는 Head to Head(H2H) 임상시험을 통해 입증하는 것이 통상적이다.

스킨부스터 산업에선 Head to Head가 무의미하다
 반면 스킨부스터 산업에서는 기술의 우수성보다 소비자의 주관적 경험이 더 중요한 판단기준이 된다. 유효성 평가가 다소 모호하고 환자 만족도가 결과를 좌우하다 보니 이론상 우열을 가리는 H2H 임상데이터의 활용도가 제한적이다. 이는 특신과 필러의 임상데이터는 최소 15편 이상, 13편 이상인 반면 스킨부스터 간 H2H 임상은 총 5편이라는 점에서 확연히 드러난다. 이러한 점에서 이미 강력한 브랜드 파워를 확보한 리쥬란은 뚜렷한 해자를 가진다. ECM 스킨부스터가 리쥬란 대비 실제로 더 뛰어난 효과를 갖고 있는지 불분명할 뿐 아니라, 설령 기술적으로 우월하더라도 시장에서 더 중요한 것은 그동안 축적된 소비자 신뢰이기 때문이다.

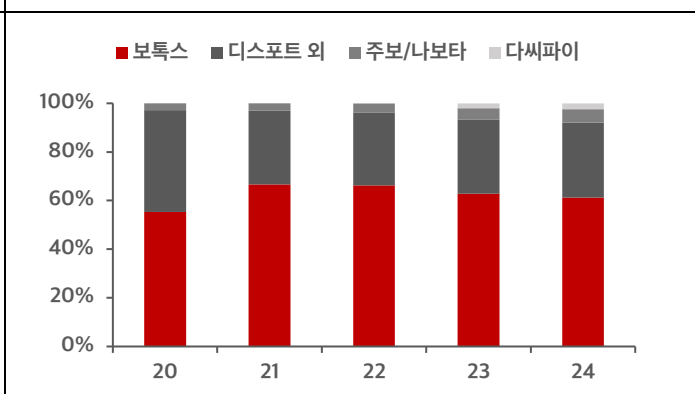
오리지널은 강력하다
 또한 새로운 제품들이 잇따라 출시되어도 시장은 오리지널에 대한 신뢰를 쉽게 거두지 않는다. 특신만 보더라도 오리지널 제품인 보톡스 출시 이후 디스포트, 쥬보 등 다양한 경쟁제품이 진입했음에도 보톡스는 여전히 압도적 지위를 유지하고 있다. 대표적인 특신 브랜드 4개의 24년 전체 매출 중 보톡스가 차지하는 비율이 61.2%라는 점이 이를 방증한다. 리쥬란 역시 출시 이후 쥬베룩 등 경쟁 스킨부스터가 다수 등장했지만 25년 2분기 매출인 약 760억이 24년 쥬베룩 연간매출인 665억을 상회한다는 점에서 여전히 압도적 시장 지위를 유지하고 있음을 알 수 있다.

도표 3-7. 미용 플랫폼 내 리쥬란 랭킹



출처: 여신티켓, 바비룩, SMIC 2팀

도표 3-8. 보톡스 매출 상위 4개 브랜드의 매출 비율



출처: 각 사, SMIC 2팀

3.3. 동사 앞에 펼쳐진 광활한 성장 가도

의료관광을 통한
인바운드 수요의
증가

동사의 내수 성장은 폭발적으로 증가하고 있는 인바운드 수요가 견인한다. 25년 10월 누적 방한 외국인 관광객은 1,580만 명으로, 전년 동기 대비 +46.9% 증가하였고, 10월 한 달 관광객은 174만 명으로 1월 대비 +56% 증가하며 계속해서 가파른 성장세를 보이고 있다. 업종별 외국인 지출액에서의 의료관광 비중은 24년 대비 34% 성장하며 모든 업종 가운데 가장 높은 성장률을 보이고 있으며 외국인 환자 의료용역별 부가세 환급건수 중 피부재생술 등에 대한 환급 건수는 55%로 리쥘란과 같은 스킨부스터에 대한 수요가 계속 커지고 있다는 것을 알 수 있다.

인바운드 수요는
앞으로도 증가할 것

인바운드 수요는 우리나라의 가격경쟁력과 검증된 시술 안전성을 바탕으로 성장세를 이어갈 것이다. 국내 리쥘란 시술 가격은 대체로 20만~30만 원 초반대로, 글로벌 기준으로 최저 수준에 속한다. 인바운드 상위 5개국 중 리쥘란 시술이 불가한 미국을 제외하고 현지 체인을 보유한 대형 클리닉의 평균 시술 가격을 비교해보면 중국 101만 원, 대만 87만 원, 일본 73만 원, 태국 67만 원 수준으로, 한국 대비 최소 두 배 이상 비싼 가격에 공급되고 있다. 동일한 시술을 현지에서 낮은 가격에, 상대적으로 안전성이 검증된 환경에서 받을 수 있다는 점은 외국인 의료관광객들이 다른 나라가 아닌 한국을 선택하게 하는 강력한 유인으로 작용한다.

의원 간 가격경쟁이
시술가격을 낮춘다

국내의 가격경쟁력은 미용 의료기관의 밀집도에서 기인한다. 건강보험심사평가원에서 제공하는 건강지도에서 서울특별시의 행정구역별 피부과와 성형외과의 개수를 세어보면 총 1,294개의 피부과 및 성형외과가 운영 중에 있고, 이 중 645개가 강남구에 모여있다. 이는 서울특별시 내 미용 의료기관의 50%가 한 곳에 몰려있는 것으로, 미용 의료기관 간의 치열한 경쟁을 암시한다. 일본 지도 앱인 JMAP을 통해 도쿄도 내 피부과계 진료소의 개수를 세어봤을 때 진료소가 가장 많이 분포한 미나토구의 비중이 10%가 채 안되는 것과는 비교되는 양상이다.

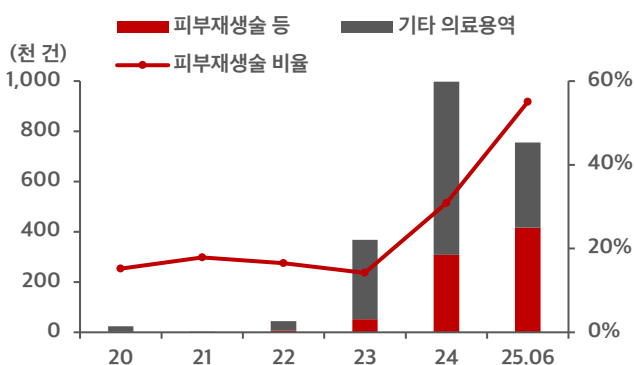
실제로
같은 가격대로
수렴하는 시술가

피부과·성형외과 의원이 밀집된 시장 구조는 스킨부스터 시술 가격 경쟁으로 이어진다. 미용 플랫폼 강남언니에 등록된 리쥘란의 시술 가격을 집계하면, 대부분이 1회 25만 원 수준으로 수렴한다. 엘라비에 리투오 역시 다수 병원이 66만 원에 동일하게 가격을 책정하고 있다. 동일 상권 내 의원들이 환자 유치를 위해 가격을 서로 맞추는 과정에서, 스킨부스터는 결국 비슷하고 낮은 수준의 시술 단가로 고착될 수밖에 없는 구조다.

전방 의원들의
가격 경쟁은
동사에게 호재

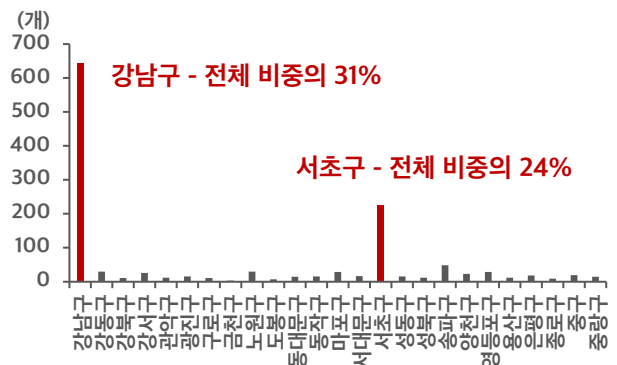
이러한 가격 경쟁은 동사에게 우호적으로 작용한다. 전방 의원들의 치열한 가격 인하 경쟁을 통해 늘어난 시술 물량이 그대로 동사의 출고 물량 증가로 연결되기 때문이다. 개별 의원들은 마진을 최소화하면서 소비자 가격을 낮추더라도, 동사는 후술할 강력한 가격 협상력을 바탕으로 의원 공급단 출고가를 유지할 수 있어, Q의 상승을 온전히 누릴 수 있다.

도표 3-9. 외국인 환자 의료용역별 부가세 환급건수



출처: 한국보건산업진흥원, SMIC 2팀

도표 3-10. 서울시 내 구별 피부과 및 성형외과의 개수



출처: 건강보험심사평가원, SMIC 2팀

내국인 수요로부터
창출되는
안정적인 매출

인바운드 수요가 동사 매출의 성장성을 책임진다면, 내국인 수요는 동사의 안정적인 캐시카우 역할을 한다. 국내 최대 미용 관련 카페인 여우야의 리쥘란 관련 게시물 수는 하반기 월평균 893개 수준이었으나 10월, 11월 각각 1,234개와 1,394개로 최고치를 기록하며 내국인 수요의 견조함을 보여준다. 리쥘란은 성분 특성상 일정 주기로 반복 시술이 필요해 자연스럽게 재시술 매출을 발생시킨다. 또한 국내 인지도가 동종 제품 대비 압도적으로 높아 병원 입장에서 리쥘란을 시술 포트폴리오에서 사실상 제외하기 어렵고, 이는 동사의 가격협상력을 강화한다.

반복 시술이
필요한 리쥘란

리쥘란은 주기적으로 시술이 필요하다. 리쥘란은 진피층에 폴리뉴클레오타이드(PN)를 주입하는데, 이 PN은 DNA 조각으로 구성된 고분자 물질이므로 체내 이입 후 뉴클레이스(nuclease)와 같은 분해 효소에 의해 서서히 분해된다. 따라서 일정 시간이 지나 PN이 분해되어 더 이상 유효 농도를 유지하지 못하면, 진피 재생을 지속하기 위해 PN을 다시 공급하는 반복 시술이 필요하다.

리쥘란의
시술주기로 인한
반복 매출

리쥘란의 시술 주기는 타 스킨부스터에 비해 짧은 편이다. 사람마다 편차가 있지만 리쥘란의 효과를 극대화하기 위해서는 초기 시술을 2-3주 간격으로 3회 받고, 유지 시술은 6개월에 한 번씩 받아야 한다. 환자가 건조하다 느끼는 경우 이보다 더 짧은 주기를 갖기도 한다. 다른 스킨부스터인 스킵트라나 주베룩의 통상적인 시술주기는 1년이고, 필러의 경우 시술주기가 1년을 넘어가는 것과는 다르게 연 2회 이상의 반복 매출이 발생하게 된다.

리쥘란의
인지도는 동사의
가격협상력을 강화

리쥘란의 압도적인 인지도는 동사에 매우 유리한 가격 협상력을 부여한다. 지점 수 기준 국내 상위 100개 프랜차이즈 피부과 의원 가운데 리쥘란을 취급하지 않는 곳은 한 곳도 없을 만큼 '기본템'으로 자리 잡았다. 또한 리쥘란은 피부 표면과 인접한 진피층에 주사하는 시술로, 다른 주요 피부과 시술과 시술 부위가 겹치지 않아 패키지 구성에 최적화되어있다. 실제로 앞서 언급한 100개 피부과 의원 모두 리쥘란을 패키지에 포함하고 있으며, 이는 고객당 객단가를 높여 병원의 ASP를 끌어올리는 역할을 한다. 결과적으로 병원 입장에서는 리쥘란을 제외하는 것이 오히려 손해가 되며, 이러한 구조는 동사에 강력한 가격 협상력을 제공하는 핵심 요인으로 작용한다.

미끼상품으로서의
리쥘란

병원들은 리쥘란 시술가를 원가 이하로 책정해 고객 유입을 유도하기도 한다. 실제 피부과 전문의 인터뷰에 따르면 리쥘란 1cc의 원가는 약 10만 원 수준으로 추정된다. 그러나 강남언니에 게시된 리쥘란 시술 광고 168건 중 44건이 1cc 기준 10만 원 이하의 가격으로 판매되고 있어, 상당수 병원이 리쥘란을 '미끼 상품'처럼 활용하고 있음을 알 수 있다. 이를 통해 병원들이 리쥘란의 높은 인지도와 방문 유인 효과를 활용해 우선 내원객을 확보한 뒤, 마진이 높은 기타 고부가가치 시술을 패키지 또는 추가 판매하는 전략을 구사하고 있음을 유추할 수 있다.

도표 3-11. 리쥘란의 반복시술 필요성

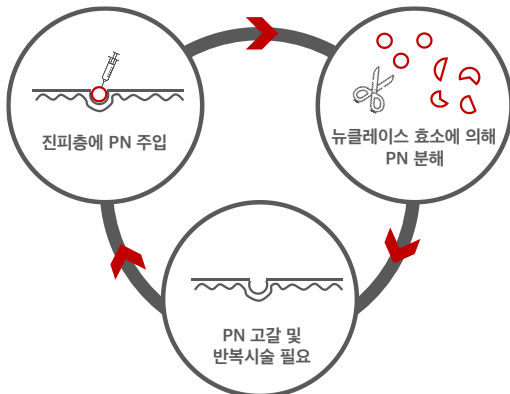


도표 3-12. 리쥘란을 활용한 패키지 상품의 예시

출처: SMIC 2팀

출처: 강남언니, SMIC 2팀

3.4. 단기적인 모멘텀까지 확보된 동사

중국인 무비자 입국 = 동사의 모멘텀 최근 시행된 중국인 무비자 입국 조치는 국내 인바운드 수요에 단기 모멘텀으로 작용한다. 25년 9월부터 시행된 해당 제도는 중국발 3인 이상 단체 관광객이 한국 전역을 최대 15일까지 비자 없이 여행할 수 있도록 허용한다. 제도 시행 직후인 10월 중국인 관광객 수는 472,477명으로 YoY +20% 증가해, 해당 제도가 방한 중국인 수 확대에 실질적으로 기여하고 있음을 보여준다

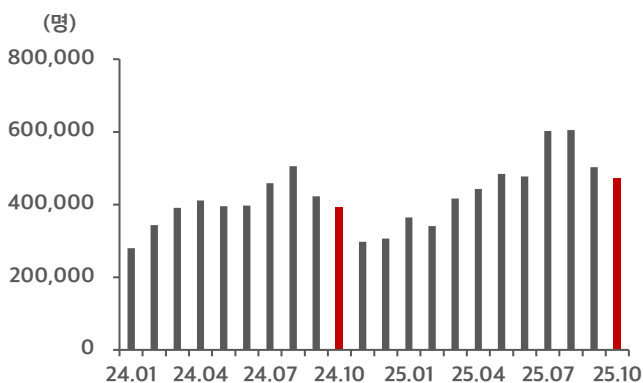
한일령도 동사에 힘을 실어준다 이에 더해 중국의 한일령은 동사에 추가적 모멘텀을 제공한다. 중국 정부의 일본 여행 자제 권고 이후 3일간 중국발 일본행 항공권 49만 1,000건이 취소되며 일본행 관광 수요가 급격히 꺾였다. 이탈한 수요는 대체 관광지인 한국으로 유입될 가능성이 높다. 실제로 13년 센카쿠 열도 분쟁 당시 방일 중국인은 전년 대비 7.8% 감소한 반면 방한 중국인은 52.5% 증가했으며, 15년 한국 메르스 사태 당시에는 방한 중국인이 2.3% 감소하는 동안 방일 중국인은 107.3% 증가했다. 중국 관광객 입장에서 한국과 일본이 상호 대체재로 작용한다는 점을 보여주는 사례다.

중국의 뷰티트렌드와 일맥상통 정치적 상황과 더불어 최근 중국 내 뷰티 트렌드 역시 국내 중국인 관광객들의 피부미용에 대한 수요를 더욱 끌어올린다. 현재 중국 내에는 피부를 보호하고 개선하는 것에 초점을 둔 스킨피케이션이 유행하고 있으며, 특히 PDRN을 활용한 뷰티 제품들이 인기를 끌고 있다. 실제로 중국 최대 뷰티 플랫폼인 도우인의 뷰티 카테고리에서 PDRN 성분 제품의 총 거래액이 YoY +347% 성장한 것으로 나타난다. 리쥘란 역시 동일 계열의 성분을 바탕으로 한 시술인 만큼 중국인 관광객이 유입되기만 한다면 트렌드를 타고 수요를 크게 창출할 수 있을 것이다.

더 남아있는 성장세 이러한 중국 관광객 증가세는 앞으로도 가파르게 성장할 것이다. 25년 기준 방한 관광객 수 상위 4개 국적 중 미국, 일본, 대만은 관광객 수가 19년 대비 회복률이 각각 147.3%, 127.5%, 125.9%으로 이미 고점을 넘어선 가운데, 중국은 83.2%에 그쳐 여전히 상승여력이 남아있다. 특히 10년부터 19년까지의 중국인 관광객 수는 약 220% 증가한 데 반해 팬데믹 이후에는 2022년 22만 명에서 2024년 460만 명 수준으로 약 1,900% 급증하며 훨씬 가파른 회복 속도를 보이고 있다. 이러한 성장 궤적을 감안하면, 리쥘란에 대한 잠재 수요는 한층 더 확대될 것이다.

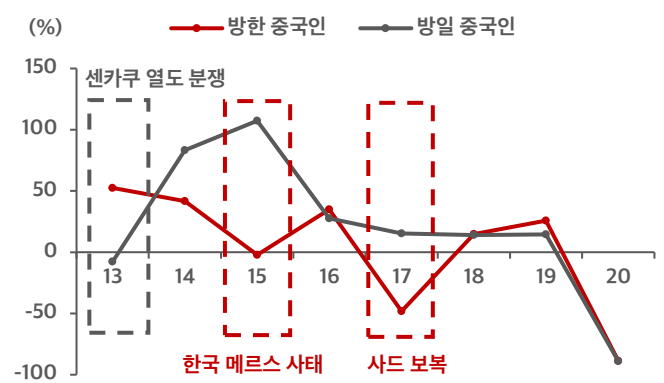
널널한 중국 관광객들의 주머니 특히 중국은 건당 의료소비액이 매우 높아 전체 의료소비지출액의 지수적 증가가 기대된다. 25년 10월 기준 중국인의 의료소비 1건당 지출액은 826,371원으로, 전체 외국인의 의료소비 1건당 지출액인 463,447원을 크게 상회한다. 이는 중국인 관광객들이 피부 미용 시술과 같이 고가의 의료서비스에 대해 높은 지불 의사를 보이고 있음을 시사한다. 중국인 관광객 수의 절대적 증가와 스킨피케이션이라는 트렌드, 여기에 더해 중국인 관광객의 높은 건당 지출액을 감안하면 동사의 매출 성장에 의미있는 모멘텀으로 작용할 것이다.

도표 3-13. 월별 중국인 관광객 수 추이



출처: 한국관광데이터랩, SMIC 2팀

도표 3-14. 방한 중국인과 방일 중국인 증감률 추이



출처: 한국관광공사, 일본정부관광국, SMIC 2팀

4. 투자포인트 2 - 국가대표 리쥬란

명실상부 국가대표 스킨부스터가 된 리쥬란, 해외 매출은 더 이상 무시할 수 없는 동사 전체 매출의 key driver이다. [투자포인트2]에서는 동사의 해외 매출의 성장성을 둘러싼 시장의 우려는 동사의 장기적 성장성을 저해하지 않을 것을 논증함과 동시에, 동사가 미국과 유럽 시장으로 성공적으로 시장을 확장하여 꾸준한 매출 고성장을 이어나갈 것임을 주장한다.

4.1. 동사를 죽이지 못하는 고통은 동사를 더욱 강하게 만든다.

시장이 우려하는 동사의 3Q25 해외 의료기기 매출 감소의 원인은 ① 해외 유통망 정리, ② 일본 리오더 시기 미스매치 ③ 중국 오프라벨 제재이다. 그러나 세세히 뜯어보면, 이러한 우려는 모두 일회적 이슈에 그치거나, 동사의 장기 성장을 크게 저해하지 못하는 요인임을 알 수 있다.

① 해외 유통망 정리

출혈을 동반한
유통망 정리

동사는 약 30억 원의 비용 출혈을 감수하며 해외 유통 구조 개혁을 단행하였다. 동사는 그동안 해외 진출 시 국가별로 하나의 총판을 두는 체제로 수출을 진행해왔으나, CIS(구 소련권 국가) 및 일부 아시아 국가에서 허가받지 않은 타 국가로의 병행 수입이 간헐적으로 발생했다. 특히 유럽의 경우 국경 간 경계가 상대적으로 허술해, CIS 지역으로 수출된 스킨부스터가 서유럽 등 인접 지역으로 유입되는 그레이 마켓 이슈가 제기되기 쉬운 환경이다. 동사는 이와 같은 무허가 및 병행 유통을 차단하고자 기존 유통 계약을 정리하고 유통망을 재편하는 구조 개혁을 실시하였다.

수출국 확장을 위한
초석 다지기일 뿐

이번 유통망 정리를 통한 그레이 마켓 제한 조치는 성공적인 수출국 확장을 위한 조치이다. 후술하겠지만 동사는 올해 4분기를 기점으로 파트너사와 함께 본격적으로 서유럽 시장에 진출할 계획을 세우고 있다. Vogue Business의 인터뷰에 의하면, 그레이 마켓의 존재는 브랜드 정체성 훼손과 불안정한 시장 가격을 형성하여, 매출 확대 시기의 기업에게 부정적인 영향을 줄 수 있다. 이에 따르면 동사의 유통망 개혁 조치는 장기적으로 동사의 해외 확장 전략을 위한 초석 다지기의 일환으로 해석할 수 있으며, 이는 동사의 장기 성장성을 오히려 뒷받침해주는 요인이다.

② 일본 리오더 시기 미스매치

일본향 수출 우려는
단순한 헤프닝

3분기 일본향 의료기기 매출 감소의 경우 단순히 주문 시기 미스매칭으로부터 비롯된 것으로, 동사의 장기 성장성이 훼손되었다고 볼 수 없다. 일본 제품의 경우 통상적으로 분기마다 한 번씩 리오더가 진행되는데, 3분기 주문해야 할 물량이 시기상 4분기로 밀리며 수출 감소가 일어난 것뿐이다. 동사 IR 확인 결과, 일본 4분기 리오더 물량은 10월경으로 이미 충족된 상태이다. 따라서 일본향 수출 감소 이슈는 3분기에 국한된 현상일뿐, 장기 성장성에 영향을 끼치지 못한다.

도표 4-1. 그레이 마켓의 위험성

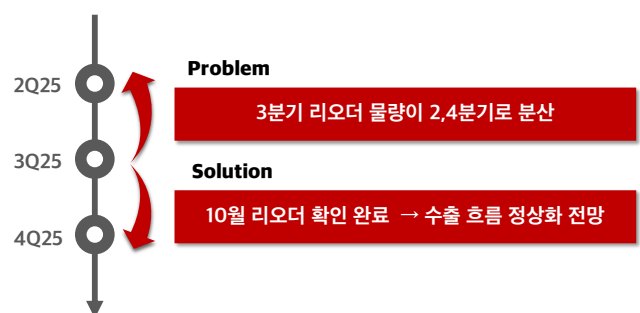
"As K-beauty became a global phenomenon, more brands flooded the market with grey-market products, making it harder for individual brands to stand out and damaging brand integrity," says Vanessa Kuykendall, chief engagement officer at marketing consultancy Market Defense. "At the same

그레이 마켓에 많은 물량들이 쏟아짐 → 개별 브랜드 경쟁력 약화 유발

struggled to maintain momentum as sales spiked. "This led to inconsistent pricing, unauthorised resellers and concerns about product authenticity, which hurt consumer trust," she says.

+ 매출 성장 시기에 성장성 유지 어려움, 불안정한 가격 형성

도표 4-2. 일본 3분기 리오더 미스매치



출처: Vogue Business, SMIC 2팀

출처: SMIC 2팀

③ 중국 오프라벨 제재

중국 매출 감소
= 정부의 제재 강화

중국의 3분기 수출 감소는 중국 내 오프라벨 의약품 제재에 의한 의료기기 매출 저하에 기인했다. 오프라벨 의약품은 중국에서 도포용으로만 수출되고 있는 리쥘란이 주사제로 사용되는 것을 말한다. IR에 따르면 3분기 오프라벨 의약품에 대한 제재가 강화되며, 오프라벨 의약품으로 유통되던 의료기기 매출이 저하됐다. 그러나 장기 성장 측면에서, 이는 단기적 우려에 불과하다.

중국 시장에서는
특신의 성장성도 봐야

우선 중국은 의료기기가 아닌 특신/화장품 위주의 수출을 통한 성장을 한다는 점에서 그 영향이 크지 않을 것이다. 중국향 매출 중 의료기기 비중은 24년 기준 14.4%로 매우 낮다. 대부분의 국가는 의료기기 비중이 매우 높은 반면, 중국 내 동사 제품은 특신/화장품 위주로 수출되고 있다. 때문에 장기적 성장성은 의료기기보다는 특신, 화장품 수출의 중요도가 더욱 크다. 현재 특신 수출의 대부분을 차지하는 중국의 높은 수요로 특신 공장은 풀캐파 상태에 도달했으며, 추가 구매 요청에도 없어서 팔지 못하고 있다. 이에 동사는 강릉공장 증축을 완료하여 GMP 공장 승인 이후 27년 하반기 가동 예정으로, 공장가동 시 현재 특신 매출의 40%의 추가 성장이 기대된다.

제재 강화는
결국 동사의 편

나아가 중국의 오프라벨 규제 강화는 장기적으로 오히려 동사에 우호적으로 작용할 것이다. 동사는 하이난 특구 3등급 허가 이력을 바탕으로 27~28년 내 중국 본토 3등급 의료기기 허가를 추진 중이다. 허가 취득 시 동사의 주력제품인 '주사형' 리쥘란을 중국 전역에 공급할 수 있다. 즉, 이번 이슈로 인해 빨라진 의료기기 허가취득 계획과 함께 오프라벨로 인한 리스크를 제거할 수 있으며 허가취득 시, 강화된 규제는 리쥘란의 진입장벽도 높여 동사의 해자로 이어질 것이다.

4.2. 미국에서 펼쳐질 Rejuran Dream

(1) 미국에서 불거지는 리쥘란의 향기

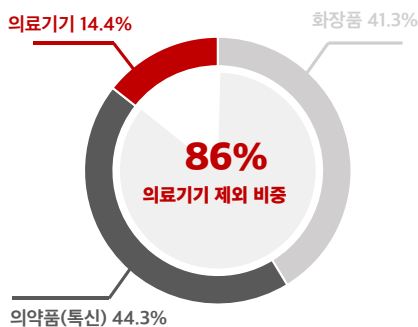
미국 공략은
해외 성장의 가속기

미국은 피부 미용 시장의 규모와 확장성 측면에서 매우 중요한 국가이다. 미국은 24년 기준 피부 미용 소비 금액 연간 1360억 달러로 2위인 중국과도 2배 이상의 차이를 보여준다. 뿐만 아니라 미국의 피부 미용 시장은 25년부터 30년까지 연평균 7.1%가량 성장할 것으로 전망된다. 그야말로 '압도적인' 크기의 시장인 만큼, 동사에게 미국은 반드시 공략해야 하는 핵심 시장이다.

미국 시장 성장
= B2B + B2C 화장품 ↑

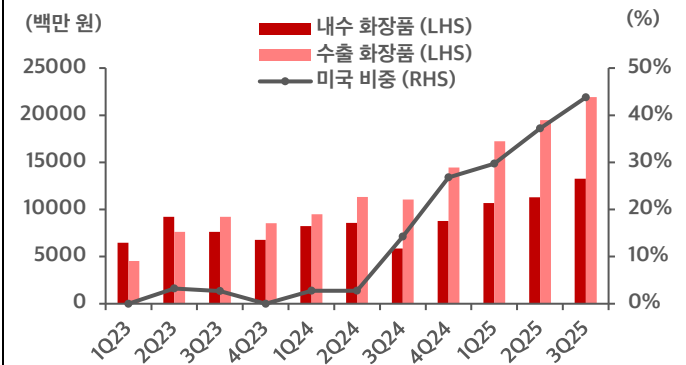
주목할만한 점은 이러한 미국이 최근 리쥘란 화장품 해외 매출 성장세를 이끌고 있다는 것이다. 국내에서는 의료기기 기업으로 알려진 동사지만, 미국 시장에서는 화장품 매출이 최근 6분기간 QoQ기준 82.5% 만큼 고성장을 이어가고 있다. 동사는 미국 메드스파에(B2B) 도포용 리쥘란인 힐링 에센스와 스킨 부스터, 톤업 부스터 제품을 공급함과 동시에 일반 소비자들을 대상으로 (B2C) 리쥘란 코스메틱 브랜드를 런칭하여 화장품을 수출하고 있다. 이미 고성장을 기록하고 있는 미국 화장품 매출이지만, B2B, B2C 모두에서 화장품 매출은 '장기성장'을 이룰 것이다.

도표 4-3. 중국향 제품 비중



출처: 동사 사업보고서, SMIC 2팀

도표 4-4. 리쥘란 화장품 내수, 해외 매출 추이와 미국 비중



출처: 동사 사업보고서, SMIC 2팀

(1) B2B: 리쥘란으로 메드스파에 스며들어

메드스파가 이끄는
미국 미용 시장의 성장

미국 미용 시장의 성장은 메드스파의 성장과 궤를 같이 한다. 메드스파(Medical Spa)는 미국의 미용의료 시술 전문 클리닉으로 의사 외의 의료인력들도 창업과 시술 가능하다는 점에서 미국 내에서 높은 성장성을 지닌다. 실제 메드스파 시장은 매년 평균 15%씩 가파르게 성장하고 있다.

스킨부스터는
메드스파의 잇템

이러한 메드스파에서도 스킨부스터의 높은 인기는 단연 돋보인다. 미국 메드스파 협회에 따르면, 24년 가장 인기 있는 시술 트렌드는 스컬트라, 레디어스 등의 스킨부스터 시술이며, 5년 내로 메드스파 내 스킨부스터 시장이 폭발적으로 성장할 것으로 예상된다. 동사가 B2B 시장에서 성장하기 위해선 결국 증가하는 메드스파와 스킨부스터 시장에서 침투율을 높여야 한다.

Laseraway의
공격적인 확장 정책
→ 동사의 침투율↑

Laseraway와의 공급계약은 동사의 미국 내 메드스파 침투율 확장을 가속화한다. Laseraway는 미국 메드스파 대형 체인점으로, 21년 사모펀드 Ares management의 투자를 받아 19년 50개에 불과하던 매장 수를 22년에는 100개, 25년에는 200개로 매우 공격적으로 확장하고 있다. 이는 미국 메드스파 수가 18년 5,431개에서 24 약 11,000개 이상까지 확장된 것에 비해서도 더 빠른 속도로, 빠르게 미국 시장에서 침투율을 높여야 하는 동사에게 적합한 파트너이다.

마이크로니들링 보유
= 리쥘란 도입 가능

메드스파 내 높은 마이크로니들링 장비 보급률은 동사 제품의 높은 장기 성장성을 암시한다. 도포용 리쥘란 특성상, 이를 피부 진피층까지 흡수시켜줄 마이크로니들링 장비가 필요하다. 현재 미국 메드스파 내 마이크로니들링 장비 보급률은 79%에 달할 만큼, 마이크로니들링은 보편적으로 보급되어 있다. 메드스파 입장에서 마이크로니들링 장비를 활용한 리쥘란 크로스셀링 전략은 추가적인 수익성을 높일 수 있는 만큼, 리쥘란 도입을 적극적으로 고려할 것이다.

스컬트라의 침투율을
따라갈 리쥘란

LaserAway를 교두보로 한 동사의 미국 메드스파 내 침투율 성장 여력은 스컬트라의 침투율을 통해 가능해볼 수 있다. 24년 기준 스컬트라의 메드스파 침투율은 약 54% 수준이다. Google Trends 기준, LaserAway와 공급 계약을 맺기 직전인 25년 2월 스컬트라 대비 리쥘란 검색량은 19%에 불과했으나, 가장 최근에는 34%까지 빠르게 상승했다. 동일 카테고리 내에서 브랜드 인지도와 시술 침투율이 중장기적으로 수렴한다는 점을 감안하면, 리쥘란 역시 스컬트라의 보급률인 54% 수준까지 메드스파 침투율을 확대할 수 있어 성장 여력이 열려 있다고 볼 수 있다.

(2) B2C: 식을 줄 모르는 PDRN의 열기

PN 성분의 확장
→PDRN 화장품 ↑

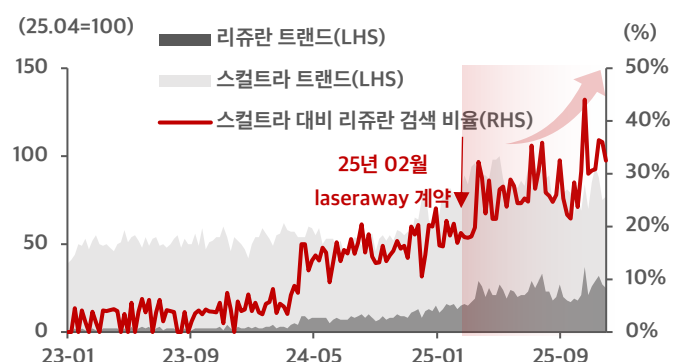
동사가 포문을 연 PN 성분의 인기는 국내 화장품 시장으로까지 전이되어, PDRN 화장품이 빠른 속도로 성장 중이다. 에이피알, 브이티와 같은 인기 화장품 브랜드들도 모두 앞장서서 PDRN 제품을 출시하였다. 또한 올해 9월 진행된 올영세일 기간 동안 PDRN 검색량은 작년에 비해 무려 69% 급등할 만큼 현재 PDRN 화장품에 대한 인기는 폭발적으로 증가하고 있다.

도표 4-5. 미국 내 LaserAway 점포 분포



출처: LaserAway, SMIC 2팀

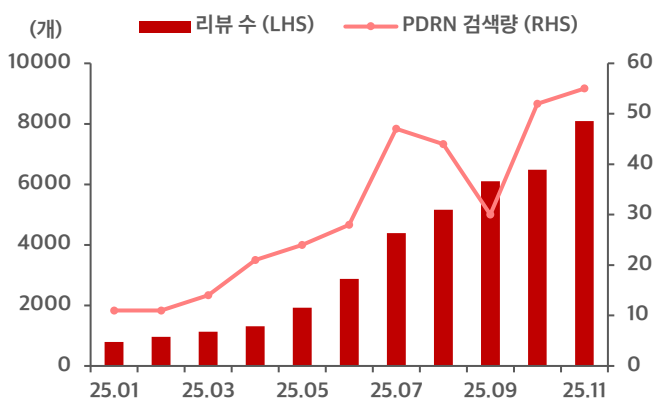
도표 4-6. 스컬트라, 리쥘란 구글 트렌드



출처: Google Trends, SMIC 2팀

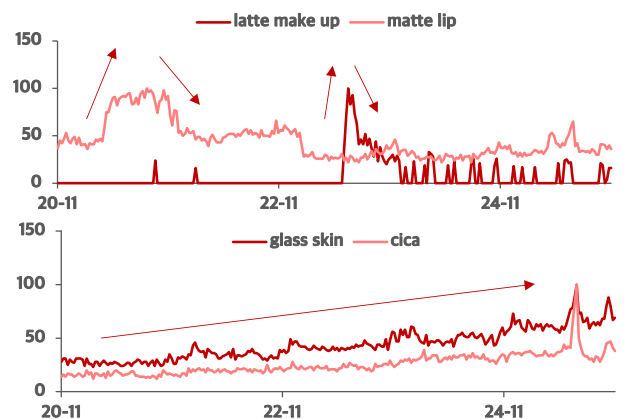
미국으로 수출되는 K-PDRN	국내에서 성공을 거둔 PDRN 화장품은 빠른 속도로 미국에서도 인기를 얻고 있다. 한국에서 유명세를 탄 화장품이 미국으로 수출되는 것은 매우 자연스러운 흐름이다. 이에 따라 메디큐브, 리들샷과 같이 기존 미국에서 높은 인지도를 가진 제품의 PDRN 라인업들이 미국 아마존 k-뷰티 랭킹 상위권에 나타나기 시작하였다. 같은 시기, 화장품 성분인 PDRN 자체에 대한 소비자들의 관심 또한 함께 급증하여, 미국에서 PDRN 화장품은 하나의 메가 트렌드로 자리 잡기 시작했다.
PDRN 트렌드 확산 → 리쥬란 판매 증가	PDRN계의 프리미엄 브랜드, 리쥬란 코스메틱은 PDRN 트렌드 속에서 꾸준한 성장성을 보여주고 있다. PDRN 성분의 원조 격인 동사는 리쥬란을 통해 입증된 기술력과 브랜드력을 바탕으로 국내외에서 부정할 수 없는 프리미엄 코스메틱 브랜드로 자리잡으며 타사 제품에 비해 약 1.5~2 배가량 비싼 가격에도 꾸준한 성장을 이루어 내었다. 실제 아마존 리뷰 데이터를 확인해본 결과, 미국 내 PDRN 트렌드의 확장과 동사 제품 리뷰수가 동반 성장하고 있음을 파악할 수 있다.
크리스 제너가 사랑한 리쥬란 코스메틱	캐시안과 같은 미국의 여러 인플루언서들에 의해 PDRN과 리쥬란이 지속적으로 바이럴되며, 동사 제품의 인기는 여전히 사그라들지 않고 있다. 특히 최근 틱톡 팔로워 430만 명을 보유한 인플루언서 크리스 제너가 리쥬란 앰플을 사용하는 영상을 게시해 현재까지 총 360만 회의 조회수를 기록하고 있다. 이 영상 공개 이후 #glowwithKris 챌린지가 틱톡 이용자들 사이에서 확산되면서, MZ세대 중심의 플랫폼인 틱톡 내에서도 프리미엄 브랜드 리쥬란의 인지도가 빠르게 높아지고 있다. 실제로 크리스 제너 영상 업로드 이후 틱톡 'rejuran-us' 계정의 전체 조회수는 불과 한 달 새 약 28%에 달하는 가파른 성장세를 보이며 미국 내 리쥬란 전성시대를 알렸다.
미국 화장품 판매 ↑ = 수익성 개선	미국에 판매되는 제품은 국내 제품에 비해 수익성 측면에서도 더 좋기 때문에, 미국 시장에서의 리쥬란 화장품 판매 확대는 의미가 크다. 국내 판매 화장품과 미국 판매 화장품의 가격을 비교해 본 결과, 리쥬란 턴오버 앰플의 경우 약 36%, 리쥬란 힐러 리밸런싱 토너의 경우 약 51%가량 비싸게 판매되고 있었다. 이외 제품들도 평균적으로 약 40%가량 미국에서 더 비싸게 판매되고 있을 만큼 미국 제품은 국내 제품에 비해 가격 프리미엄이 붙어 수익성 개선에 도움이 된다.
PDRN은 계속 잘 나갈 것	PDRN 트렌드가 계속해서 성장할 만큼, PDRN 화장품에 대한 수요는 앞으로도 견조할 것이다. 기초 화장품은 색조 화장품과는 달리 한 번 유행한 트렌드가 오래 지속되는 편이다. 가령 latte makeup, matte lip과 같은 색조 트렌드는 1년도 채 지속되지 못하는 반면, glass skin, cica와 같이 성분 트렌드를 나타내는 키워드의 트렌드는 지속적으로 상승하는 양상을 보인다. 특히나 미국 내에서 자연스러운 노화를 추구하는 저속노화 트렌드가 꾸준히 증가하고 있는 만큼, 주름 개선, 노화 방지에 큰 효과가 있는 기초 성분인 PDRN 성분은 미국 내에서 꾸준히 성장할 것이다.

도표 4-7. Amazon내 동사 제품 리뷰 수, PDRN 구글 트렌드



출처: Amazon, Google Trends, SMIC 2팀

도표 4-8. 기초 화장품, 색조 화장품 구글 트렌드 비교



출처: Google Trends, SMIC 2팀

4.3. 서유럽 진출, 이상 무!

(1) 유럽 시장에서 불어오는 스킨부스터의 바람

유럽 시장의 중요성과 돋보이는 서유럽 시장

유럽은 에스테틱 시장 규모가 매우 큰 대륙으로, 유럽으로의 수출 확장은 국내 미용 의료기기 기업에게는 필수적이다. 유럽의 매년 전체 미용 의료기기 시장 규모는 약 60억 달러로, 미용 의료기기에 대한 수요가 매우 높다. 특히 보톡스, 특신의 원조 대륙인 만큼, 주사 시술에 대한 인식이 잘 갖추어져 있고 시술 빈도가 높은 편이다. 이중에서도 서유럽 주요 5개국인 독일, 프랑스, 이탈리아, 스페인, 영국은 유럽 전체 미용 시장의 70% 이상을 차지할 만큼 중요한 시장이다.

유럽에서도 스킨부스터 성장은 보장된다.

유럽 시장에서도 최근 스킨부스터 시장의 성장이 점차 가속화되고 있다. 전술했듯 보톡스와 필러에 대한 수요가 기존에도 높았던 만큼, 주사 시술 형태의 스킨부스터에 대한 수용도가 높은 편이다. 특히 미국 시장과 마찬가지로 스컬트라에 대한 인기가 굉장히 높는데, 갈더마의 컨퍼런스 콜에 따르면 스컬트라의 유럽향 매출은 계속해서 매년 10-20%씩 가파르게 성장할 전망이다.

작년부터 진행되어 온 동사의 유럽 진출

유럽 시장에서 스킨부스터의 인기를 확인한 동사는 24년부터 동유럽을 필두로 유럽 시장을 공략하기 시작했다. 25년 1월 PN성분 의료기기로서는 최초로 유럽 MDR 승인을 취득한 동사는 동유럽 국가들에 순차적으로 리쥘란을 런칭하며 유럽 시장에서 착실히 브랜드 인지도를 넓혔다.

동유럽은 동사의 테스트베드

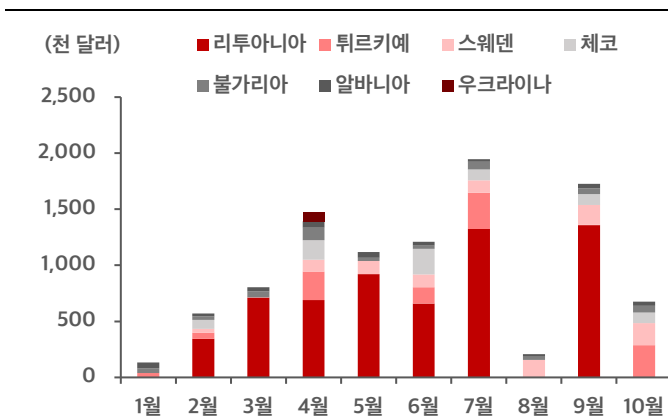
동유럽에서 1년간 성공적인 수출 데이터를 쌓은 동사는, 서유럽으로 진출할 준비를 모두 마쳤다. 동사의 기존 해외 매출은 70% 이상이 아시아에서 발생할 만큼 아시아 비중이 높았다. 때문에 동사는 유럽과 같은 서구권 시장에서 동사의 제품에 성공 가능성을 확인할 테스트베드가 필요했는데, 동유럽이 그 역할을 완벽히 수행하였다. 실제 25년 누적 수출액 기준으로만 보았을 때, 유럽은 약 150억 원 규모로 단숨에 아시아 다음으로 많은 수출액을 기록한 대륙으로 자리 잡았다.

(2) Vivacy와 함께 기획의 땅 서유럽으로

서유럽에서는 이미 익숙한 리쥘란

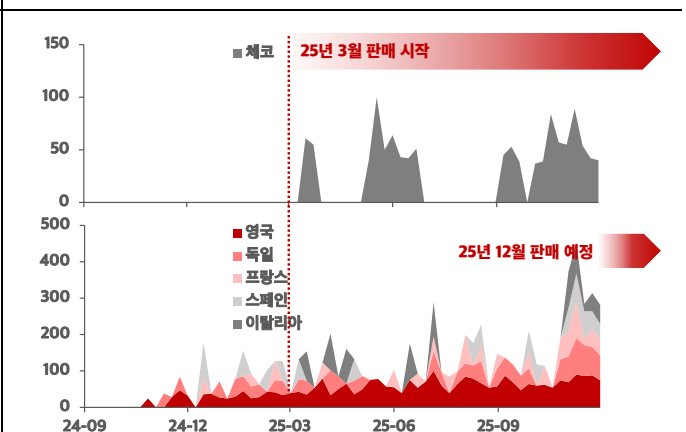
아직 리쥘란이 정식 출시도 되기 전임에도, 서유럽 소비자들에게 리쥘란이라는 브랜드는 크게 낯설지 않다. 실제 Google Trends 추이를 살펴보면, 동유럽 국가에서 정식 출시일 이후부터 리쥘란에 대한 인지도가 올라간 것과 달리, 주요 서유럽 국가에서는 이미 리쥘란에 대한 인지도가 높은 상태임을 확인할 수 있다. 이는 동사의 인접국 런칭 전략과 리쥘란 제품의 글로벌 트렌드 확산으로부터 기인한 것으로 파악된다. 따라서 동사에게는 브랜드를 알리는 것보다, 이미 형성된 협력사 네트워크를 활용해 서유럽 시장 내 실질적인 침투 속도를 높이는 것이 더 중요해졌다.

도표 4-9. 25년 월별 유럽향 수출 금액



출처: Trass, SMIC 2팀

도표 4-10. 유럽 내 Rejuran 구글 트렌드 추이



출처: Google Trends, SMIC 2팀

동사는 Vivacy를, Vivacy는 동사를 위해

빠른 침투를 위해 동사는 협력사로 미용 의료기기사인 Vivacy를 채택했다. Vivacy는 필러를 주력 제품으로 판매하는 프랑스의 비상장사이다. 동사 입장에서는 서유럽으로의 빠른 침투가, Vivacy 입장에서는 스킨부스터 포트폴리오가 필요했기에 양사는 빠르게 리쥬란 공급 계약을 체결할 수 있었다. 특히나 동사는 높은 인지도를 기반으로 Vivacy에 밀리지 않는 협상력을 지녔기에, 마진 훼손 우려 또한 덜 수 있었다. 파트너사로서 Vivacy는 1) 넓은 네트워크 2) 기존 필러 포트폴리오 3) 교육 프로그램 보유라는 3가지 측면에서 동사의 빠른 침투에 적합하다고 판단된다.

①넓은 네트워크

유럽 전역에 걸친 Vivacy의 네트워크는 동사가 서유럽으로 성공적으로 진출하기 위한 초석이 되어준다. Vivacy는 07년 설립된 이후부터 착실히 글로벌 네트워크를 늘리며 성장해왔다. 그 결과 25년 기준 Vivacy는 유럽 36개국, 전세계 85개국에 Vivacy의 제품을 납품할 수 있는 넓은 네트워크를 지니고 있다. 특히 본사가 위치한 프랑스를 포함하여 영국, 스페인, 이탈리아에 각각 자회사를 두고 있어 서유럽 핵심 국가로의 침투는 더욱 용이한 구조이다.

②필러와 Cross-Selling

이에 더해 Vivacy의 탄탄한 필러 제품과 리쥬란의 크로스셀링 효과도 기대할 수 있다. 리쥬란 이용자의 60% 이상이 다른 시술과 병행을 하고 있을 만큼 리쥬란은 다른 시술과 호환성이 좋은 시술이다. 갈더마 또한 HA 필러인 레스틸렌과 스킨부스터를 혼합하는 방식으로 소비자 침투를 높였으며, 그 결과 24년 기준 전체 필러 매출 대비 스킨부스터 매출이 82%까지 성장하게 되었다. Vivacy는 주력 제품으로 HA 필러인 Stylage를 판매하고 있으며, 해당 제품은 유럽 내에서 5대 필러 브랜드로 꼽힐 만큼 인지도가 높은 필러이다. 따라서 Vivacy가 HA 필러와 리쥬란을 함께 제공하는 식으로 판매를 진행한다면, 리쥬란의 침투율은 빠르게 올라갈 것이다.

③교육 플랫폼까지 보유한 Vivacy

Vivacy는 자체 교육 프로그램 또한 운영 중이다. 동사는 동유럽 진출 시 정식 런칭과 함께 시술 교육을 제공하는 전략을 고수해왔다. 시술자의 숙기에 따라 시술 효과가 크게 달라질 수 있는 제품 특성상, 시술자에 대한 교육은 새로운 국가에 진출하기 위한 필수조건이다. Vivacy는 온라인 플랫폼인 Vivacy Academy와 오프라인 플랫폼 VITAE by Vivacy를 운영 중이며, 벌써 내년 상반기에만 오프라인 플랫폼에서 리쥬란 교육 세션이 4차례 예정되어 있다. 이처럼 기존 교육 커리큘럼을 가지고 있는 Vivacy는 동사의 교육 부담을 덜어 서유럽 시장 진출을 가속화할 수 있다.

26년부터 본격화될 서유럽향 진출

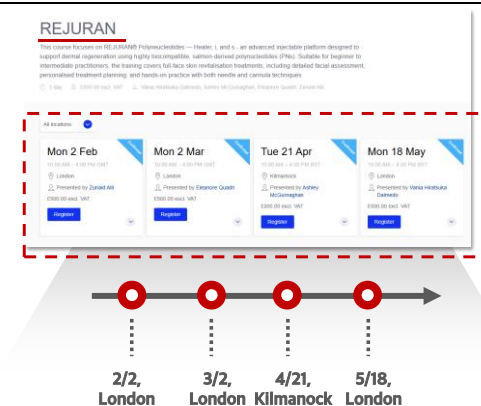
결론적으로 26년은 동사의 서유럽향 매출이 본격적으로 반영되며 고성장에 진입할 원년이 될 것이다. 동사가 Vivacy와 계약한 5년 880억 원 규모는, 서유럽이 제외된 금액인 올해 누적 유럽향 수출액(150억)을 감안하면 매우 보수적인 수치이다. 당장 올해 12월 예정된 MOQ 20억 원 규모의 수출을 시작으로, 동사의 서유럽향 매출은 계약 규모를 뛰어넘는 성장을 이뤄낼 것이다.

도표 4-11. 유럽 내 Vivacy 네트워크



출처: Vivacy, SMIC 2팀

도표 4-12. VITAE by Vivacy 교육 일정



출처: VITAE by Vivacy, SMIC 2팀

5. 매출추정

최종 매출추정 Table은 다음과 같다.

매출 추정								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	~ 3Q25	2025E	2026E	2027E
매출액	154,083	194,759	261,013	350,115	392,944	564,409	723,478	936,679
YoY(%)	41.7%	26.4%	34.0%	34.1%	59.1%	61.2%	28.2%	29.5%
의료기기	75,510	102,026	136,141	193,532	231,188	338,375	445,391	577,910
% of Sales	49.0%	52.4%	52.2%	55.3%	58.8%	60.0%	61.6%	61.7%
화장품	27,089	38,425	60,036	77,730	93,866	131,891	172,871	220,016
% of Sales	17.6%	19.7%	23.0%	22.2%	23.9%	23.4%	23.9%	23.5%
의약품	44,355	45,619	54,535	64,522	59,617	79,812	90,886	124,421
% of Sales	28.8%	23.4%	20.9%	18.4%	15.2%	14.1%	12.6%	13.3%
기타	7,129	8,689	10,301	14,331	8,273	14,331	14,331	14,331
% of Sales	4.6%	4.5%	3.9%	4.1%	2.1%	2.5%	2.0%	1.5%

5.1. 의료기기 매출추정

의료기기 매출은 국내와 해외로 나누어 추정하였다.

의료기기 매출 추정								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	~ 3Q25	2025E	2026E	2027E
매출액	75,510	102,026	136,141	193,532	231,188	342,287	449,779	553,924
YoY(%)		35.1%	33.4%	42.2%	75.1%	76.9%	31.4%	23.2%
국내	62,175	82,657	94,971	137,367	166,178	236,686	307,436	352,399
해외	13,335	19,369	41,170	56,165	65,010	105,601	142,343	201,525

(1) 의료기기 국내 매출 추정

동사의 의료기기 국내 매출은 리주란과 콘주란, 필러로 나눌 수 있으며, 리주란과 콘주란을 중심으로 엄밀하게 추정하였다.

의료기기 국내 매출 추정								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	~ 3Q25	2025E	2026E	2027E
매출액	62,175	82,657	94,971	137,367	166,178	232,774	303,047	376,385
YoY(%)		32.9%	14.9%	44.6%	74.0%	69.5%	30.2%	24.2%
리주란	29,496	32,463	42,518	98,750		193,578	263,588	335,153
Mixed ASP (원/cc)	65,000	67,885	69,462	71,039		71,505	72,007	72,710
리주란 판매량 (cc)	453,782	478,203	612,104	1,390,093		2,707,194	3,660,578	4,609,453
내국인 (cc)				1,014,768		2,067,590	2,588,623	2,849,556
외국인 의료 관광객 (cc)				375,325		639,604	1,071,955	1,759,897
콘주란	28,598	42,032	46,481	34,248		35,196	35,459	37,232
필러	4,081	8,162	5,972	4,369		4,000	4,000	4,000

① 국내 리주란 매출 추정

국내 리주란 부문은 리주란의 Mixed ASP과 리주란 판매량(Q, cc)으로 나누어 엄밀하게 분석하였다. 리주란의 Mixed ASP를 구하기 위해 국내 미용 어플 1위 '강남 언니'에서 리주란 힐러와 리주란 HB 가격을 확인하였다. [Appx.4] 이후, 병원의 인터뷰를 통해 추정한 리주란 힐러 공급가 1cc 당 '65,000원'을 기준으로 '리주란 힐러/리주란 HB' 비중치를 가산한 뒤, 과거 동사 IR의 배합비를 역산하여 연도별 Mixed ASP를 추정하였다.

리주란 판매량의 경우, [투자포인트 1.] 논리에 따라 내국인과 외국인 의료 관광객으로 엄밀하게 추정하였다.

내국인 수의 경우, 트렌드 지수와 동행하는 경향이 크기에 24년~25년 '리쥘란' 관련 네이버 트렌드와 '여우야 카페 게시글 수' 증분을 계산하여 Mixed YoY를 추정하였다. 다만, 여우야 카페 사용자의 경우, 실제 지불 의사가 더욱 분명하고 크기 때문에, 해당 수치에 66%를 부여하고, 네이버 트렌드 지수에 나머지를 부여하였다. [Appx. 5] 이후 내수라는 제한된 시장이라는 점과, 트렌드에 의한 증분율을 반영했기에 이에 대한 매년 할인율을 부여하여 산출하였다.

외국인 의료관광객 수 증가율은 다음과 같은 산식을 통해 추정하였다.

$외국인\ 의료관광객\ 수\ YoY = YoY \times 外國인\ 천\ 명당\ 피부과\ 의료\ 건\ 수\ YoY \times 시술\ 당\ cc\ YoY$
이외의 다른 조건은 보수적으로 변하지 않는다고 가정하고, 외국인 의료관광객 수 YoY의 경우, 14~16년 인바운드 관광객 수 증가율을 Proxy로 차용하였다. 이는 문화체육관광부가 제시한 28년까지 연간 목표 성장률 16.4%과 일치하는 증가율로 합리적 가정이라고 판단하였다. 외국인 천 명당 피부과 의료 건 수 YoY는 코로나 이후 수치 중 더 낮은 수치를 차용하였다. [Appx. 6]

한편, 시술 당 cc YoY의 경우, 내국인의 경우, 접근성이 높기 때문에 26년까지 '2cc → 2.5cc'를, 풀 커버 선호가 높으면서 '4cc'를 권장면적으로 추천하는 외국인 의료 관광객의 경우, 적응도에 따라 '2.5cc → 3cc → 3.5cc → 4cc'로 27년까지 점진적으로 증가한다고 가정하였다.

② 콘쥘란 매출 추정

콘쥘란 매출 추정 (단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
콘쥘란 매출액	28,598	42,032	46,481	34,248	35,196	35,459	37,232
퇴행성 관절염 환자 수 (명)	3,994,333	4,178,974	4,332,516	4,441,328	4,663,394	4,896,564	5,141,392
치료율 (%)	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%
환자 당 평균 투여 횟수 (회)	4.53	4.69	4.69	4.69	4.69	4.50	4.50
투여 횟수 점유율 (%)	4.6%	6.0%	6.4%	4.6%	4.5%	4.5%	4.5%
ASP (만 원)	52,902	55,017	55,017	55,017	55,017	55,017	55,017

콘쥘란 매출 추정은 다음과 같은 산식에 따라 추정하였다.

$퇴행성\ 관절염\ 환자\ 수 \times 치료율 \times 환자\ 당\ 평균\ 투여\ 횟수 \times 투여\ 횟수\ 내\ 동사\ 점유율 \times ASP$
퇴행성 관절염 환자 수의 70% 수준이 60세 이상에서 주로 발생하기에 60세 이상 통계청 중위 시나리오로 연간 5%의 증가율을 가정하였다. 치료율은 일반적으로 60%~70%로 중간 값인 65%에서 유지된다고 가정하였다. 환자 당 평균 투여 횟수의 경우, 과거 22년까지의 환 당 평균 투여 횟수를 파악한 뒤, 일반적으로 증가하나, 콘쥘란 재투여 관련 급여 축소로 인한 본인 부담 상황이 우려되는 상황을 반영하여 26년 이후 보수적으로 4.5회로 flat 처리하였다. ASP의 경우, 보험급여 상한액에 대하여 90% 수준을 가정하여 적용하였다.

③ 필러 매출 추정

필러의 경우, 5개 국에 수출 허가를 받았으나, 실질적인 수출은 진행되지 않는 것으로 파악하였다. 동사의 경우, 가격 경쟁이 심한 필러에도 불구하고, 마진 확보를 위해 공급가를 유지함으로써, 납품처에 꾸준히 분기별 10억 원씩 매출을 남기며, 하향 안정화 단계에 들어섰음을 IR 담당자를 통해 확인할 수 있었다. 이에 향후 매출은 분기별 4,000억 원 수준으로 flat하게 유지하였다.

(2) 의료기기 해외 매출 추정

의료기기 해외 매출 추정의 경우, 현재 매출 비중이 큰 동남아시아와 [투자포인트 2]의 논리에 따라 향후 의료기기 해외 매출의 제2의 축으로 주목받게 될 유럽을 중심으로 엄밀하게 추정하였

다. 기본적으로 강릉 발(發) 수출액 데이터 추세를 역산하여 4Q 실적을 산출하였다. 주요 분석 국가 이외의 국가들은, 보수적으로 국가별 스킨 부스터 시장 성장률을 반영하였다.

의료기기 해외 매출 추정								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	~ 3Q25	2025E	2026E	2027E
해외 매출액	13,335	19,369	41,170	56,165	65,010	105,601	142,343	197,014
	<i>YoY(%)</i>	45.2%	112.6%	36.4%	77.9%	88.0%	34.8%	38.4%
동아시아				15,304	14,534	17,706	20,066	23,488
	<i>% of Sales</i>			27.2%	22.4%	16.8%	14.1%	11.9%
일본				8,986	8,451	11,268	12,959	14,902
중국				6,318	6,083	6,438	7,107	8,586
동남아시아				17,897	23,038	33,405	52,610	74,296
	<i>% of Sales</i>			31.9%	35.4%	31.6%	37.0%	37.7%
호주				7,821	11,645	15,527	25,678	37,713
	<i>% of Sales</i>			13.9%	17.9%	14.7%	18.0%	19.1%
유럽				5,457	8,125	11,033	32,886	49,459
	<i>% of Sales</i>			9.7%	12.5%	10.4%	23.1%	25.1%
그 외 지역				9,686	7,668	10,224	11,103	12,058
	<i>% of Sales</i>			17.2%	11.8%	9.7%	7.8%	6.1%

① 동남아시아

동남아시아의 경우, 의료기기 판매가 주력으로 이루어지기 때문에, 수출 데이터를 기반으로 25년 수치를 계산하였다. 동남아시아의 폭발적인 성장 이후에는, 동사의 리쥬란이 국내 정착 후, 꾸준히 확산되기 시작한 동사의 19년부터 21년의 성장률의 배율을 향후 추세에 반영해주었다.

② 유럽

유럽 지역은 동유럽과 서유럽을 중심으로 엄밀하게 나누어 추정하였다.

유럽 의료기기 매출 추정					
(단위: 백만 원)	2024	~ 3Q25	2025E	2026E	2027E
유럽	5,457	8,125	11,033	32,886	49,459
	<i>YoY(%)</i>	12.5%	10.6%	198.1%	50.4%
동유럽	5,457	8,125	10,833	17,915	26,312
	<i>% of Sales</i>	100.0%	98.2%	54.5%	53.2%
서유럽			2,000	14,971	23,147
	<i>% of Sales</i>			45.5%	46.8%
주요 5개국			2,000	11,971	18,636
영국			2,000	3,971	6,606
이외 주요 4개국				8,000	12,030
이외 17개국				3,000	4,511

동유럽의 경우, 25년 매출 추이 및 수출 데이터를 반영하여 실적을 산출하였다. 26년 이후의 경우, 동남아시아와 마찬가지로 국내 확산 추이를 반영하여 추정하였다.

서유럽의 경우, 주요 5개국과 이외 17개국을 중심으로 반영하였다. 25년 12월 가장 먼저 영국에 출하될 20억 원을 기준으로, 분석하였고, 초도 물량이 나온 이후에는 [투자포인트 2.]에서 언급했 듯, 테스터베드 역할을 훌륭하게 해준 동유럽과 유사하게 매출이 발생할 것이라고 반영하여 24~25년 매출 성장률을 반영한 뒤, 이후에는 호주의 성장률을 반영하였다.

주요 4개국의 경우, 영국과 마찬가지로 20억 원만이 발생한다고 보수적으로 가정하였다. 또한, 이외 17개국의 경우 역시, 나머지 4개국 대비 유럽 전체 미용 시장의 점유율을 반영하여 30억 만을 초도 물량으로 반영하여 매출 인식 후 보수적으로 호주의 증가율을 반영하였다.

5.2. 화장품 매출 추정

(1) 화장품 해외 매출

화장품 해외 매출								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	~ 3Q25	2025E	2026E	2027E
해외 매출	15,858	21,366	29,927	46,307	58,661	87,373	120,289	159,800
YoY(%)		34.7%	40.1%	54.7%	54.3%	88.7%	37.7%	32.8%
미국			601	6,913	23,787	40,875	69,606	104,555
그 외 지역 (중국, 일본)			29,326	39,394	34,874	46,499	50,684	55,245

해외매출 추정의 경우, [투자포인트 2.]에 따라 폭발적인 성장이 기대될 미국을 중심으로 엄밀하게 추정하였다. 내부거래로 인하여, 미국 법인과 매출이 엄밀하게 맞지 않아, 미국 법인을 대상으로 매출을 추정 후, 해외 매출에 비중을 고려하여 가산해주었다.

Dr. J Skinclinic Inc.를 통해 클리닉 및 메드스파 대상으로 유통하기에 이들의 협력사인 LaserAway의 점포 수 증분 및 직원 수를 기준으로 매출 추정하였다. 이때, 시술 대상자가 미국 인임을 고려하여 1회 당 4cc를 사용하는 것을 가정하고, Sculptra의 월 시술횟수(245회)를 차용하여 에센스 제공율 증분을 구하여 판매를 추정하였다. [Appx. 11]

Pharmaresearch USA의 경우, 아마존, 틱톡을 통한 유통이 메인이기때, 아마존, 틱톡 등의 플랫폼을 통해 확산된 기초화장품 주요 브랜드인 아누아의 19년~21년 매출 성장률을 반영하였다.

그 외 지역의 화장품 해외 매출의 경우, 성숙 시장이라고 가정하여 성장률을 부여하였다.

(2) 화장품 국내 매출

화장품 국내 매출								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	3Q25	2025E	2026E	2027E
국내 매출	11,231	17,059	30,109	31,423	35,205	44,518	52,582	60,216
YoY(%)		51.9%	76.5%	4.4%	55.4%	41.7%	18.1%	14.5%

화장품의 경우, 국내 리쥬란 매출과 높은 상관관계를 보인다는 점에서, 보수적으로 국내 리쥬란 매출 성장률의 60%를 할인하여 적용하였다.

5.3. 의약품 매출 추정

의약품 매출 추정								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	3Q25	2025E	2026E	2027E
매출액	44,355	45,619	54,535	64,522	59,617	79,812	86,862	114,910
YoY(%)		2.8%	19.5%	18.3%	18.4%	23.7%	8.8%	32.3%
국내	31,599	31,321	33,628	38,226	37,359	49,812	56,862	64,910
해외	12,756	14,298	20,907	26,296	22,258	30,000	30,000	50,000

의약품 국내 매출의 경우, 비교적 안정적인 매출이 발생하는 캐시카우이다. 25년 자회사 파마리서치 메디케어를 통해 각종 판촉 행사를 하여 25년 성장률이 눈에 띄지만, 단기적일 가능성을 고려하여 보수적으로 과거 2개년 Avg 성장률을 반영하였다.

의약품 해외 매출의 경우, 현재 Full Capa 상태임을 고려하여 27년 상반기까지의 매출을 추정하였다. 이후 가동될 1,400억 원 규모에서 초기 가동률을 50%로 보수적으로 추정하였다.

5.4. 기타 매출 추정

기타 매출의 경우, 동사의 자회사이자 투자회사인 (주)수인베스트먼트 캐피탈을 중심으로 발생하는 매출이다. 해당 부문의 매출은 전체 매출의 4%씩 일정하게 발생하는 방향성을 보이나, 구체적인 추정 논리를 발견하기 어려워, 보수적으로 24년 매출 기준으로 flat 처리하였다.

6. Valuation - Historical PER Method

6.1. 매출원가 및 판매비와 관리비 추정

매출원가 및 판매비와 관리비 추정											
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	~3Q25	2025E	2026E	2027E
매출액	154,083	194,759	261,011	350,115	116,910	140,607	135,426	392,944	564,409	723,478	936,679
YoY(%)	41.69%	26.40%	34.02%	34.14%	56.47%	69.19%	51.81%	56.47%	61.21%	28.18%	29.47%
매출원가	45,750	53,246	70,753	98,878	31,463	33,410	26,282	91,156	132,691	174,719	223,064
매출원가율(%)	29.69%	27.34%	27.11%	28.24%	26.91%	23.76%	19.41%	23.20%	23.51%	24.15%	23.81%
GPM(%)	70.31%	72.66%	72.89%	71.76%	73.09%	76.24%	80.59%	76.80%	76.49%	75.85%	76.19%
원재료비	28,757	32,635	46,012	63,019	22,135	22,025	6,211	50,371	80,031	113,325	146,720
% of Sales(%)	18.66%	16.76%	17.63%	18.00%	18.93%	15.66%	4.59%	12.82%	14.18%	15.66%	15.66%
인건비	5,961	8,208	10,548	16,471	4,444	5,750	5,187	15,381	21,180	23,616	28,027
% of Sales(%)	3.87%	4.21%	4.04%	4.70%	3.80%	4.09%	3.83%	3.91%	3.75%	3.26%	2.99%
감가상각비 등	3,189	3,363	3,992	4,679	1,361	1,450	1,475	4,286	6,027	7,030	8,506
% of Sales(%)	2.07%	1.73%	1.53%	1.34%	1.16%	1.03%	1.09%	1.09%	1.07%	0.97%	0.91%
지급수수료	2,280	2,951	3,698	4,795	1,281	1,880	2,872	6,033	8,093	10,374	13,431
% of Sales(%)	1.48%	1.51%	1.42%	1.37%	1.10%	1.34%	2.12%	1.54%	1.43%	1.43%	1.43%
기타	5,564	6,089	6,501	9,913	2,243	2,305	10,537	15,085	17,359	20,375	26,379
% of Sales(%)	3.61%	3.13%	2.49%	2.83%	1.92%	1.64%	7.78%	3.84%	3.08%	2.82%	2.82%
판매비와 관리비	55,844	75,597	98,001	125,187	40,713	51,320	47,274	139,306	198,457	250,901	317,835
판매비율(%)	36.24%	38.82%	37.55%	35.76%	34.82%	36.50%	34.91%	35.45%	35.16%	34.68%	33.93%
OPM(%)	34.07%	33.85%	35.35%	36.00%	38.26%	39.74%	45.69%	41.35%	41.33%	41.17%	42.25%
인건비	18,205	22,520	27,630	34,384	9,703	10,894	10,623	31,221	42,994	52,546	62,362
% of Sales(%)	11.82%	11.56%	10.59%	9.82%	8.30%	7.75%	7.84%	7.95%	7.62%	7.26%	6.66%
감가상각비 등	6,344	7,384	8,003	8,966	2,421	2,492	2,543	7,456	11,346	13,234	16,014
% of Sales(%)	4.12%	3.79%	3.07%	2.56%	2.07%	1.77%	1.88%	1.90%	2.01%	1.83%	1.71%
지급수수료	10,688	10,820	13,300	16,675	6,185	7,503	7,599	21,287	30,908	37,173	48,127
% of Sales(%)	6.94%	5.56%	5.10%	4.76%	5.29%	5.34%	5.61%	5.42%	5.48%	5.14%	5.14%
경상연구개발비	6,738	8,702	15,030	21,176	7,816	8,022	8,225	24,063	33,862	43,515	56,124
% of Sales(%)	4.37%	4.47%	5.76%	6.05%	6.69%	5.71%	6.07%	6.12%	6.00%	6.01%	5.99%
인건비	2,771	4,258	5,440	8,614	2,880	3,567	3,069	9,516	12,966	17,074	21,891
% of Sales(%)	1.80%	2.19%	2.08%	2.46%	2.46%	2.54%	2.27%	2.42%	2.30%	2.36%	2.34%
외주용역비	587	742	1,296	5,594	1,435	612	1,885	3,932	5,648	7,464	9,663
% of Sales(%)	0.38%	0.38%	0.50%	1.60%	1.23%	0.44%	1.39%	1.00%	1.00%	1.03%	1.03%
기타	3,380	3,702	8,294	6,967	3,500	3,843	3,272	10,615	15,248	18,977	24,570
% of Sales(%)	2.19%	1.90%	3.18%	1.99%	2.99%	2.73%	2.42%	2.70%	2.70%	2.62%	2.62%
세금과공과	314	649	556	619	246	60	290	597	1,360	1,743	2,257
% of Sales(%)	0.20%	0.33%	0.21%	0.18%	0.21%	0.04%	0.21%	0.15%	0.24%	0.24%	0.24%
광고선전비	9,339	18,381	22,601	29,642	9,892	17,990	12,496	40,378	55,874	74,343	96,251
% of Sales(%)	6.06%	9.44%	8.66%	8.47%	8.46%	12.79%	9.23%	10.28%	9.90%	10.28%	10.28%
기타	4,216	7,141	10,879	13,724	4,449	4,360	5,497	14,306	22,115	28,348	36,701
% of Sales(%)	2.74%	3.67%	4.17%	3.92%	3.81%	3.10%	4.06%	3.64%	3.92%	3.92%	3.92%

매출원가 내 가장 높은 비중을 차지하는 원재료비의 경우, 원재료 매입액의 74%를 구성하는 PN-PDRN은 양양 연어를 독점적으로 확보해 공급 리스크가 낮고, 채취 비용도 발생하지 않는다. 또한 API 제조소를 통해 물질 생산부터 완제품 제조까지 전 공정을 내재화해 원가 변동성이 제한적이며 실제 최근 4년간 원재료비 비중은 16~18% 수준으로 일정하게 유지됨을 알 수 있다. 따라서 동사의 매출원가는 제품의 판가상승 및 고마진 사업 비중 변화에 의해 결정된다.

동사의 미국향 화장품 및 내수 의료기기 매출 비중 확대에 따라 원재료비 비중은 감소할 것이다. 미국향 화장품은 국내 대비 판가가 높고 판매수수료 부담이 낮아 마진 개선이 크며, 의료기기의약품·화장품의 GPM이 각각 80%·50%·40% 수준이기에 의료기기 비중 확대 시 GP마진도 개선된다. 실제 최근 4분기 동안 Dr. J Clinic 매출비중이 4Q24 3%에서 3Q25 6.7%로 상승하고, 인바운드에 따른 의료기기 수요 또한 겹치며 원재료비 비중은 19.3%에서 4.6%로 지속 감소중이다.

다만 25년 3분기의 비정상적 비중은 미국 자회사 Dr. J Skinclinic 및 홈뷰티 디바이스 제조 자회사 메디코슨 간 내부거래 상계에 따라 원가율이 감소했다. 또한 유럽 초도물량 공급을 위한 선제적 재고생산으로 기말자산이 증가해 원재료비 내 재고자산의 변동 감소와 함께 발생한 일시적 현상으로 파악된다. 이에 4분기는 4Q25 매출액에 1,2분기 매출액 대비 원재료비 비중만큼 원재료비가 발생한다 추정했다. 25년 이후의 경우, [매출추정]을 통해 27년까지 의료기기 및 미국 화장품 비중은 72.9%로 3Q25의 65%에서 지속상승하므로 미국 화장품 및 인바운드 수요에 따른 의료기기 매출비중 증가 효과가 반영된 2Q25의 원재료비 비중만큼은 유지될 것으로 추정했다.

6.2 광고선전비 추정

광고선전비는 동사의 해외 확장과 함께 증가할 것이다. 4분기는 TV 광고 종료에 따라 안정화된 3분기의 광고선전비에 10월 말 진행된 글로벌 심포지엄에 따른 비용 30억을 반영해 추정하였다. 25년 이후의 경우, 동사는 올해 12월 서유럽 5개국을 시작으로 내년 남은 17개국까지 리쥘란을 판매할 예정이며 리쥘란 외의 다양한 브랜드 활동 확대 또한 하겠다 밝힌 바, 광고선전비 지출의 증가가 예상되기에 3Q25 누적 매출액 대비 광고선전비 비중만큼 발생할 것이라 추정하였다.

6.3 인건비 추정

인건비 추정 및 안분								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	~3Q25	2025E	2026E	2027E
인건비 총액	24,166	30,728	38,179	50,856	46,601	64,174	76,162	90,389
직원 인건비	24,166	30,728	38,179	50,856	46,601	64,174	76,162	90,389
직원 수(명)	270	305	370	436	518	535	615	708
평균 인건비	90	101	103	117	120	120	124	128
매출원가(일반 인건비) 배분액	5,961	8,208	10,548	16,471	15,381	21,180	23,616	28,027
% of 직원 인건비	24.67%	26.71%	27.63%	32.39%	33.00%	33.00%	31.01%	31.01%
판관비(일반 인건비) 배분액	18,205	22,520	27,630	34,384	31,221	42,994	52,546	62,362
% of 직원 인건비	75.33%	73.29%	72.37%	67.61%	67.00%	67.00%	68.99%	68.99%
판관비(연구개발비 인건비)	2,771	4,258	5,440	8,614	24,063	12,966	17,074	21,891
연구원 수 (a)	38	40	55	71	91	93	111	129
평균 인건비 (b)	73	106	99	121	139	139	154	170

인건비는 일반직원 인건비와 경상연구개발비 인건비를 구분해 추정하였다. 4분기 일반직원 증가분의 경우, 동사는 3분기 해외 확장에 따른 집중 채용에 따라 이후 채용이 둔화될 것이라 밝힌 바, 상반기 분기별 평균만큼 증가할 것이라 추정하였다. 내년 역시 동사의 해외 확장 기조는 지속될 것이기에, 동사가 직원 수 대비 15% 이상 신규채용해온 기조를 유지한다 가정했다. 일반 직원 내 1인당 급여는 20-24년 국내 제약·바이오 업계 평균 임금인상률인 3.2%를 적용하였다.

25년 연구원 수는 2분기 집중 채용을 감안해 4분기에는 1,3분기만큼 채용할 것이라 추정했다. 이후에는 과거 3개년 연구인력 평균 채용인원인 연간 18명 증가를 반영하였다. 동사는 리쥘란의 장기 지속형 및 여러 혼합 제형 연구 등 R&D 투자를 확대하고 있으며, 22년부터 기술력 제고를 위해 석·박사급 중심의 채용기조를 이어가 연구원 1인당 급여가 가파르게 증가하고 있다. 경쟁력 유지를 위한 해당 기조가 지속될 것이기에 과거 3개년 연구원 임금상승률을 적용해 추정하였다.

6.4 감가상각비 추정

감가상각비 등 추정 및 안분								
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	~3Q25	2025E	2026E	2027E
감가상각비 및 상각비	9,533	10,747	11,996	13,645	11,742	17,372	20,264	24,520
유형자산 감가상각비	5,734	5,865	7,072	8,308	8,085	11,792	14,265	18,103
투자부동산 감가상각비	227	1,156	1,375	1,521	372	1,536	1,536	1,536
무형자산 감가상각비	3,592	3,804	3,549	3,816	3,285	4,044	4,462	4,881
매출원가	3,189	3,363	3,992	4,679	4,286	6,027	7,030	8,506
% of 감가상각비 (%)	33.45%	31.29%	33.28%	34.29%	36.50%	34.69%	34.69%	34.69%
판관비	6,344	7,384	8,003	8,966	7,456	11,346	13,234	16,014
% of 감가상각비 (%)	66.55%	68.71%	66.72%	65.71%	63.50%	65.31%	65.31%	65.31%

감가상각비는 유형자산·투자부동산·무형자산 상각비를 각각 추정한 후 합산해 매출원가와 판관비로 배분하였다. 감가상각비는 기취득자산의 상각비(A)에 신규취득 자산상각비(B)를 더해 추정하였다. (A)기취득자산의 상각비는 24년 기말 장부가액에 유형자산 별 잔여 내용연수로 나누어 산출했으며 (B)신규취득 상각비는 유지 CapEx와 향후 예상되는 추가 CapEx에 유의해 추정했다.

신규취득에 따른 상각비(B) 중, 유형자산은 27년 하반기 가동이 예상되는 자회사 파마리서치바이오의 보툴리눔 독신 강릉 2공장에 유의해 추정하였다. 274억의 CapEx가 집행된 2공장 내 유형자산 항목별 CapEx 안분은 17,18년에 집행된 강릉공장 투자 당시 유형자산 항목별 취득+대체 총액 대비 항목별 비율을 proxy 삼았다. 무형자산 상각비의 경우 자회사 파마리서치바이오의 바이오시밀러 임상 진행에 따른 비용의 자산화로 인한 신규 취득에 유의해 추정했다.[Appx. 12,13]

6.5. 영업외비용 & 법인세비용 추정

영업외손익 추정

(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	~3Q25	2025E	2026E	2027E
기타손익	(397)	(5,188)	(3,906)	(440)	(953)	(2,953)	(1,268)	(1,268)
유형자산관련손익	-	(139)	(6)	(12)	21	21	-	-
무형자산관련손익	(610)	(5,086)	(3,077)	-	(192)	(192)	-	-
투자자산관련손익	89	12	3	-	-	-	-	-
보조금수익	-	-	-	148	172	172	172	172
기부금손익	(131)	(176)	(583)	(176)	(1,120)	(3,120)	(1,293)	(1,293)
잡손익	256	200	(243)	(400)	166	166	(147)	(147)
금융손익	3,274	(3,860)	11,672	(15,752)	4,839	7,957	7,615	9,729
이자손익	2,412	1,442	4,416	5,540	2,778	5,896	7,615	9,729
금융자산평가손익	745	(2,843)	3,531	(20,997)	3,060	3,060	-	-
금융자산처분손익	(38)	579	(116)	806	1,376	1,376	-	-
파생상품평가손익	-	(3,245)	4,221	6,046	55	55	-	-
파생상품처분손익	-	-	-	(11,646)	-	-	-	-
사채상환손익	-	-	-	(455)	-	-	-	-
외환손익	22	221	(265)	3,700	(815)	(815)	-	-
외화환산손익	134	(14)	(115)	1,254	(1,615)	(1,615)	-	-

영업외손익의 경우 대응되는 계정들을 상계하여 손익 개념으로 추정했으며, 이자손익은 별도 추정하였다. 기부금손익은 4분기 강릉문화재단 향 20억 기부를 반영하였으며, 동사가 매년 강릉 내 취약계층 대상 기부를 지속해왔기에 이후는 과거 3개년 평균만큼 기부한다 추정했다. 이외 합리적 추정이 불가능 한 계정들의 경우 25년은 3Q25만큼을 이후는 0 및 avg flat 처리하였다.

이자손익은 이자발생부자산과 부채에 대한 유효이자율을 통해 추정하였다. 현금 및 현금성자산은 이익의 성장으로 인한 영업활동현금흐름의 증가세를 반영하였다. 장기차입금은 동사가 공시한 연도별 상환 예정금액을 기준으로 연간 잔액을 산정하였다. 이자발생부부채에 대한 유효이자율은 향후 부채 대부분이 전환상환우선주부채로 구성될 것이기에, 3Q25 기준 유효이자율만큼 발생할거라 추정하였다. 법인세 비용은 근 2개년 유효법인세율을 활용해 추정했다.[Appx. 14, 15, 16]

6.6. 최종 추정손익계산서

상기 논의를 종합한 최종 연결기준 추정손익계산서는 다음과 같다.

추정 포괄손익계산서

(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	~3Q25	2025E	2026E	2027E
매출액	154,083	194,759	261,011	350,115	116,910	140,607	135,426	392,944	564,409	723,478	936,679
YoY(%)	41.69%	26.40%	34.02%	34.14%	56.47%	69.19%	51.81%	59.07%	61.21%	28.18%	29.47%
매출원가	45,750	53,246	70,753	98,878	31,463	33,410	26,282	91,156	132,691	174,719	223,064
매출총이익	108,333	141,513	190,258	251,237	85,446	107,198	109,144	301,788	431,719	548,759	713,615
GPM(%)	70.31%	72.66%	72.89%	71.76%	73.09%	76.24%	80.59%	76.80%	76.49%	75.85%	76.19%
판매비와관리비	55,844	75,597	98,001	125,187	40,713	51,320	47,274	139,306	198,457	250,901	317,835
영업이익	52,489	65,916	92,258	126,051	44,734	55,878	61,871	162,482	233,262	297,858	395,780
OPM(%)	34.07%	33.85%	35.35%	36.00%	38.26%	39.74%	45.69%	41.35%	41.33%	41.17%	42.25%
기타손익	(397)	(5,188)	(3,906)	(440)	(249)	61	(766)	(953)	(2,953)	(1,268)	(1,268)
금융손익	3,274	(3,860)	11,672	(15,752)	1,228	(128)	3,740	4,839	7,957	7,615	9,729
관계기업투자손익	667	(2,821)	680	5,954	233	15	(17)	231	231	-	-
법인세비용차감전순이익	56,033	54,048	100,705	115,813	45,946	55,826	64,828	166,599	238,497	304,205	404,240
법인세비용	9,210	10,614	23,440	26,870	9,919	13,781	13,975	37,675	55,423	70,693	93,939
당기순이익	46,824	43,434	77,265	88,943	36,027	42,045	50,853	128,925	183,074	233,513	310,301
지배지분순이익	46,689	40,577	76,551	92,043	36,174	47,404	48,972	132,550	188,222	237,696	315,860
비지배지분순이익	135	2,857	713	(3,100)	(147)	(5,360)	1,881	(3,625)	(5,148)	(4,183)	(5,559)
NPM(%)	30.39%	22.30%	29.60%	25.40%	30.82%	29.90%	37.55%	32.81%	32.44%	32.28%	33.13%

6.5. Valuation 및 Target Price 산출

Valuation을 위해 Historical PER Method를 사용한다. 전술했듯 동사를 향한 시장의 우려는 단기적 요인에 불과하며, 견조한 리쥬란의 국내외 수요를 토대로 본격적인 해외진출 및 미국향 화장품 성장을 통한 믹스개선 등, 이익의 가파른 성장과 함께 펀더멘탈은 굳건할 것임을 확인했다.

스킨부스터 및 인젝터블 에스테틱을 영위하는 Peer들은 동사의 영업구조와 성장성을 온전히 반영하지 못한다는 점에서 Peer PER Method는 적합하지 않다. 동사는 3Q25기준 고마진 의료기기 사업부의 매출액 비중이 59%로 오리지널 브랜드라는 해자를 통해 과거 5개년 평균 영업이익률 39%과 매출액 CAGR +56%라는 폭발적인 성장을 이뤄왔다. 반면 글로벌 스킨부스터 기업 같더마는 Nemluvio, Cetaphil 등 다양한 사업부를 영위하며 필러·바이오테일러 사업부 비중은 21년 이후 꾸준히 감소해 3Q25 기준 21.9%에 불과하며, 스컬트라 매출비중은 2%에 그친다.

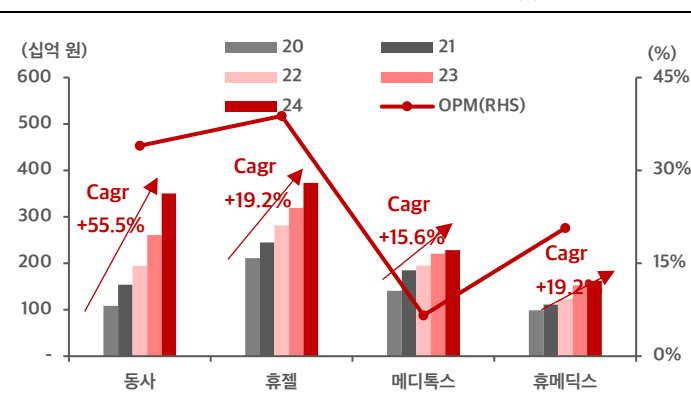
국내 특산·필러 업체인 휴젤, 메디톡스, 휴메딕스 역시 최근 5개년 매출성장률은 각각 19%, 15.6%, 16%로 동사에 못미치며 이들은 내수포화 및 경쟁심화로 인한 성장둔화 혹은 해외 확장을 통해 성장을 도모하고 있다. 반면 동사는 견조한 내수 성장을 기반으로 해외매출 확대 역시 본격화되기에, 탑라인과 바텀라인 모두 높은 성장성을 보인다는 점에서 Peer로서 적합하지 않다.

동사의 Target Multiple로 1H25 평균 12MF PER Multiple 26.48x를 제시한다. 25년 상반기는 ① 외국인 의료관광객 인바운드에 의한 내수 의료기기 수혜, ②미국 화장품 성장, ③유럽시장 진출에 대한 기대감이 혼재해 있던 시기이다. 또한 1분기와 2분기 분기별 탑라인은 QoQ +13.4%, +20.3%로 고성장을 이어가며 인바운드에 의한 의료기기 수요 증가 수혜 기대감을 리쥬란이 숫자로 증명한 시기로, 1Q25 실적 발표 당시 OPM이 39%로써 24년의 36%보다도 더욱 높아지며 리쥬란 중심의 높은 성장에 따른 수익성 증대를 확인한 시장의 멀티플 상향이 계속되었다.

본서의 목표주가 실현시점인 26년 말은 동사를 향한 모든 우려가 해소되고 시장이 기대한 것들 숫자로 증명되며 다시 성장성에만 집중하게 되는 시기이다. 단기간 내 여러 우려가 중첩되며 멀티플이 과도하게 하향 조정되었으나, [투자포인트1.2]에서 확인했듯 모든 우려가 해소됨에 따라 멀티플은 제자리를 찾을 것이다. 26년은 늘어나는 인바운드의 수혜가 계속되며 24년 수출을 시작한 호주,일본,미국,동유럽 국가 등 해외매출 또한 궤도에 오르고 서유럽 진출의 원년으로 꾸준한 외형 성장을 기대할 것이다. 또한 26년 역시 1H25와 비슷한 40%대의 OPM이 예상되며 1H25 당시 시장이 기대하던 모든 요인이 유효하다는 점에서, Target Multiple에 적합하다.

상기 논의를 모두 종합하여, 27E EPS 30,401원에 Target PER 26.5x를 곱한 목표주가 805,000원, 상승여력 100.5%, 투자 의견 "Buy"를 제시한다.

도표 6-1. 인젝터블 에스테틱 Peer 영업이익률 및 매출성장률



출처: 각사 IR, SMIC 2팀

도표 6-2. 목표주가

Valuation - Historical PER Method (2027E)	
2027E 매출액 (백만 원)	936,679
2027E 지배주주귀속 당기순이익 (백만 원)	315,860
유통보통주식수 (주)	10,389,648
2027E EPS (원)	30,401
Target PER Multiple	26.5x
목표주가 (원)	805,000
현재주가 (원)	401,500
상승여력 (%)	100.50%

출처: SMIC 2팀 *유통보통주식수 RCPS제외(양도제한 기간:~27년 10월)

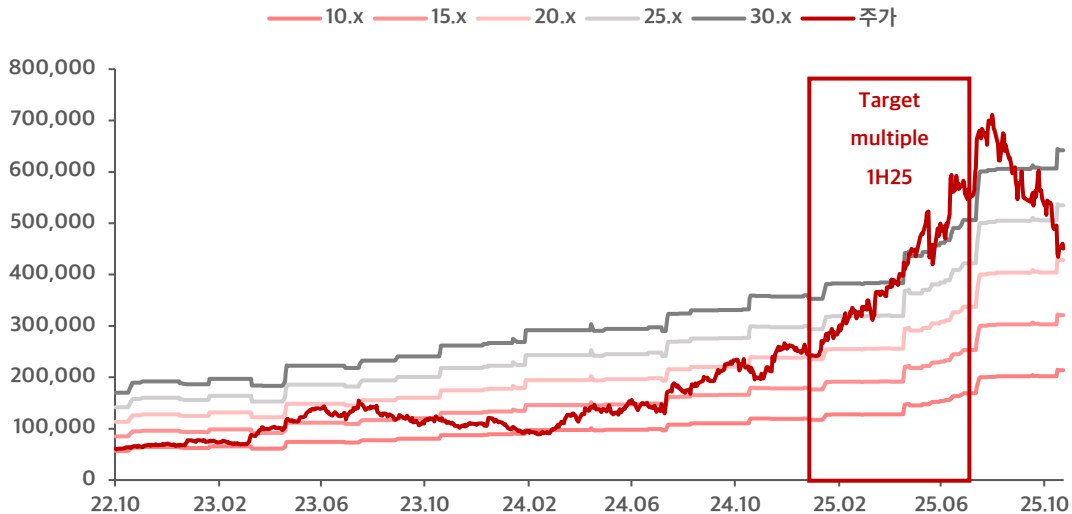
Appendix.

Appx 1. BS, CF

현금흐름표				
(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	3Q25
영업활동현금흐름	59,404	64,945	138,122	121,635
당기(분기)순이익	43,434	77,265	88,943	128,925
당기(분기)순이익조정을 위한 가감	35,701	27,810	60,981	45,403
영업활동으로 인한 자산 부채의 변동	(10,467)	(30,714)	384	(21,333)
이자수취	4,694	8,039	8,053	9,470
이자지급	(159)	(494)	(429)	(2,132)
법인세납부	13,798	16,962	19,811	(38,698)
투자활동현금흐름	(11,908)	(44,668)	(225,538)	(103,607)
단기금융상품의 처분	8,000	131,745	154,676	275,960
대여금의 감소	759	822	847	2,301
금융자산의 감소	301,828	127,095	88,100	165,623
정보보조금의 수취	2	109	3,323	188
관계기업투자의 감소	2,650	1,403	8,558	930
관계기업으로부터의 배당금	-	-	609	298
유형자산의 처분	196	29	31	213
무형자산의 처분	83	511	-	1,168
투자부동산의 처분	538	-	-	-
보충금의 감소	797	14	565	97
단기금융상품의 취득	(35,493)	(149,848)	(328,608)	(340,027)
장기대여금의 증가	(299)	(450)	(10,984)	(25)
금융자산의 증가	(269,229)	(136,890)	(94,944)	(174,066)
장기투자자산의 취득	980	565	-	(0)
관계기업투자의 취득	(2,309)	(5,365)	(6,995)	(7,579)
종속기업투자의 단계적취득	(35)	-	-	-
유형자산의 취득	(17,213)	(12,063)	(36,415)	(22,039)
무형자산의 취득	(544)	(1,134)	(2,310)	(5,956)
투자부동산의 취득	(44)	-	-	-
보충금의 증가	(613)	(81)	(1,990)	(691)
재무활동현금흐름	(9,301)	(25,969)	182,643	(14,667)
전환사채의 발행	-	-	10,000	-
전환상환우선주부채의 발행	-	-	200,000	-
주식선택권의 행사	-	359	-	-
차입금에 따른 유입	-	-	782	-
복합금융상품의 감소	-	-	(15,485)	-
리스부채의 상환	1,609	2,049	2,093	(1,709)
차입금의 상환	(1,377)	(15,249)	(368)	(1,056)
임대보증금의 지급	-	-	151	(174)
비지배지분의 유상증자	-	-	49	-
전환사채의 상환	-	(1,501)	-	-
배당금지급	(6,316)	(7,529)	(10,090)	(11,729)
환율변동효과 반영전 현금및현금성자산의 순증기	38,195	(5,691)	95,227	-
연결범위의 변동에 따른 증가(감소)	(6,862)	-	1,758	-
현금및현금성자산에 대한 환율변동효과	(76)	4	1,118	(1,316)
현금및현금성자산의 증감	31,257	(5,687)	98,103	2,045
기초현금및현금성자산	41,674	72,931	67,245	165,348
기말현금및현금성자산	72,931	67,245	165,348	167,393

재무상태표				
(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	3Q25
자산	478,055	535,281	855,701	988,303
유동자산	247,345	256,465	554,542	691,644
현금및현금성자산	72,931	67,245	165,348	167,393
유동성금융자산	111,412	93,053	272,003	371,812
매출채권	32,304	31,400	38,459	50,481
유동성기타채권	3,930	4,598	18,104	20,047
재고자산	24,453	50,232	57,325	71,055
기타유동자산	2,134	3,312	2,419	9,678
당기법인세자산	181	333	61	357
유동파생상품자산	-	6,293	822	822
비유동자산	230,711	278,816	301,159	296,659
기타채권	6,099	5,648	5,501	5,774
기타자산	3,085	1,580	1,350	1,149
금융자산	29,030	82,405	65,047	13,425
관계기업투자	11,688	16,702	20,764	56,358
유형자산	117,960	123,061	147,313	166,572
투자부동산	14,344	12,970	19,235	15,993
무형자산	37,826	31,975	33,391	33,774
이연법인세자산	8,667	4,476	8,557	3,613
파생상품자산	2,011	-	-	-
부채	106,399	73,087	286,260	299,527
유동부채	54,253	65,899	82,818	92,041
매입채무	3,527	2,831	11,081	12,014
유동성기타채무	16,747	15,758	28,900	38,947
기타유동부채	1,414	949	1,131	6,183
단기차입금	15,550	400	250	-
유동성장기차입금	3,404	33	20	34
유동성전환사채	-	17,292	9,109	7,696
신주인수권부사채	-	14,652	-	-
전환상환우선주부채	-	-	681	675
파생상품부채	-	-	4,178	4,178
환불부채	1,839	1,998	1,692	1,849
계약부채	16	-	-	-
유동리스부채	1,620	628	2,421	2,137
당기법인세부채	10,136	11,357	23,355	18,328
비유동부채	52,146	7,187	203,443	207,487
기타채무	1,648	1,911	2,204	2,174
장기차입금	223	193	1,217	443
전환상환우선주부채	1,010	777	194,648	200,487
신주인수권부사채	22,063	-	-	-
전환사채	22,063	-	-	-
비유동 순확정급여부채	563	1,181	1,816	2,162
비유동리스부채	835	330	1,121	529
복구충당부채	-	-	281	48
이연법인세부채	3,741	2,794	2,156	1,644
자본	371,656	462,195	569,441	688,776
지배기업의 소유주에게 귀속되는 자본	343,503	433,104	539,402	660,987
자본금	5,056	5,160	5,255	5,255
자본잉여금	155,297	172,641	194,525	195,289
기타자본구성요소	(7,711)	(5,484)	(3,439)	902
이익잉여금	190,862	260,787	343,061	459,541
비지배지분	28,153	29,091	30,038	27,789

Appx 2. 12MF PER Band



Appx 3. 리쥬란 힐러와 엘라비에 리투오 시술가격

리쥬란 시술가격									
지역	병원 이름	시술 내용	1회당 가격	1cc당 가격	지역	병원 이름	시술 내용	1회당 가격	1cc당 가격
서울 압구정로데오역	셀리크의원	리쥬란 2cc	99,000	49,500	서울 강남역	드레소성형외과의원	리쥬란 2cc	264,000	132,000
대구 반월당역	더울림성형외과의원	리쥬란 1cc	99,000	99,000	서울 압구정역	압구정뷰의원	리쥬란 2cc	269,000	134,500
대구 반월당역	더울림성형외과의원	리쥬란 1cc	99,000	99,000	부산 서면역	더울림의원	리쥬란 2cc	270,000	135,000
서울 압구정역	리즈벨의원	리쥬란 1cc	99,000	99,000	서울 신사역	일퍼센트성형외과의원	리쥬란 2cc	274,000	137,000
서울 장송배기역	우리내과의원	리쥬란 1cc+진정수분관리	100,000	100,000	인천 부평역	아이랩성형외과의원	리쥬란 2cc	275,000	137,500
서울 강남역	은리프성형외과의원	리쥬란 1cc	108,900	108,900	서울 문정역	톡스앤필의원	리쥬란 2cc	275,000	137,500
인천 예술회관역	리엔장의원	리쥬란 1cc 체험가	108,900	108,900	서울 압구정역	리즈온위드연세슬림라인의원	리쥬란 2cc	275,000	137,500
대구 경대병원역	브이성형외과의원	리쥬란 1cc	110,000	110,000	서울 압구정역	리브성형외과의원	리쥬란 2cc	275,000	137,500
서울 논현역	더아름다운의원	리쥬란 1cc	110,000	110,000	서울 논현역	디엘성형외과의원	리쥬란 2cc	275,000	137,500
서울 강남역	플래너성형외과의원	리쥬란 1cc	110,000	110,000	경기 당정역	은하이성의원	리쥬란 2cc	275,000	137,500
서울 신사역	비올라셀성형외과의원	리쥬란 1cc	110,000	110,000	서울 신논현역	유우미의원	리쥬란 2cc	275,000	137,500
부산 개금역	피브엔의원	리쥬란 1cc	110,000	110,000	서울강남역	반니성형외과의원	수면 리쥬란 2cc	275,000	137,500
서울 강남역	브이의원	리쥬란 1cc	110,000	110,000	서울 강남역	강남리슬림의원	수면리쥬란 2cc	286,000	143,000
서울 을지로입구역	위즈앤미의원	리쥬란 1cc	130,000	130,000	서울 홍대입구역	비원클리닉의원	수면 리쥬란 2cc+진정팩 마무리	290,000	145,000
서울 강남역	다유성형외과의원	리쥬란 1cc	140,000	140,000	서울 청담역	청담가민의원	리쥬란 2cc+진정관리	290,000	145,000
인천 예술회관역	닥터쁘띠의원	리쥬란 2cc 체험가	141,900	70,950	경기 아탑역	노블클래식의원	리쥬란 2cc	297,000	148,500
대구 반월당역	대구옛자성형외과의원	리쥬란 1cc	143,000	143,000	서울 강남역	맹규성형외과의원	리쥬란 2cc	297,000	148,500
인천 인천대입구역	송도비엔미의원	리쥬란 1cc	145,000	145,000	인천 인천대미널역	티와이성형외과의원	리쥬란 2cc+피부진정팩+수면	297,000	148,500
서울 명동역	루비의원	리쥬란 2cc	162,000	81,000	서울 신사역	몰리랩 성형외과의원	리쥬란 2cc	299,000	149,500
부산 서면역	바노바기의원	리쥬란 2cc 체험가	163,900	81,950	서울 신사역	콜릿의원	수면 리쥬란 2cc	299,000	149,500
서울 압구정역	반하다의원	리쥬란 1cc	165,000	165,000	서울 강남역	더빛나의원	리쥬란 2cc	300,000	150,000
서울 고속터미널역	서래셀의원	리쥬란 2cc	170,000	85,000	서울 압구정역	라이즈성형외과의원	수면 리쥬란 2cc	300,000	150,000
서울 강남역	클래스의원	리쥬란 2cc	174,900	87,450	서울 신사역	뷰티엔영의원	리쥬란 2cc	307,000	153,500
충남 아산역	유엔아이의원	리쥬란 2cc	174,900	87,450	서울 신사역	뷰티엔영의원	리쥬란 2cc	308,000	154,000
인천 인천대입구역	유픽의원	리쥬란 2cc	174,900	87,450	경기 평택역	유엔아이의원	리쥬란 2cc	308,000	154,000
서울 강남역	픽셀랩성형외과의원	리쥬란 2cc	175,000	87,500	서울 압구정로데오역	피데스의원	리쥬란 2cc	309,000	154,500
서울 논현역	휴고성형외과의원	리쥬란 2cc	176,000	88,000	경기 법계역	파라프르미어의원	리쥬란 2cc	319,000	159,500
서울 강남역	리스크성형외과의원	리쥬란 2cc	176,000	88,000	서울 신사역	밸런스랩성형외과의원	리쥬란 2cc	319,000	159,500
서울 선릉역	리우라인의원	리쥬란 2cc	178,200	89,100	세종	연세미니성형외과	리쥬란 2cc	319,000	159,500
서울 선릉역	맑은선의원	리쥬란 2cc	180,000	90,000	서울 압구정역	에빠진의원	수면 리쥬란 2cc	319,000	159,500
대전 탄방역	닥터쁘띠의원	리쥬란 2cc	185,900	92,950	서울 강남역	나세로 의원	수면마취 리쥬란 4cc	328,900	82,225
서울 홍대입구역	유픽의원	리쥬란 2cc+모델링팩	185,900	92,950	서울 강남역	나세로의원	수면 리쥬란 4cc	328,900	82,225
서울 강남역	일미리성형외과의원	리쥬란 2cc	187,000	93,500	서울 논현역	SY 성형외과	리쥬란 4cc	330,000	82,500
서울 강남역	강남 아이디의원	리쥬란 2cc	187,000	93,500	서울 압구정역	일공공성형외과의원	수면 리쥬란 4cc	330,000	82,500
서울 강남역	보송의원	리쥬란 2cc 체험가	187,000	93,500	서울 선릉역	우리성형외과의원	수면 리쥬란 4cc	330,000	82,500
경기 법계역	데이뷰의원	리쥬란 2cc	196,900	98,450	서울 논현역	머스트성형외과의원	수면리쥬란 4cc	330,000	82,500
서울 연신내역	나인피부과	리쥬란 2cc	196,900	98,450	서울 압구정역	비더뉴의원	수면리쥬란 4cc	330,000	82,500
서울 신사역	리아성형외과의원	리쥬란 2cc	198,000	99,000	부산 화명역	더퍼스트피부과의원	리쥬란 2cc	330,000	165,000
서울 강남역	톡스앤필의원	리쥬란 2cc	198,000	99,000	경기 보정역	리엔의원	리쥬란 2cc	330,000	165,000
서울 신사역	마크성형외과	리쥬란 2cc	198,000	99,000	서울 언주역	신소애여성의원	리쥬란 2cc	330,000	165,000
서울 선릉역	강남초이스병원	리쥬란 2cc+머미팩	198,000	99,000	서울 강남역	오앤의원	리쥬란 2cc	330,000	165,000
서울 대림역	아산88의원	리쥬란 2cc	199,000	99,500	서울 강남역	에르네의원	리쥬란 2cc	330,000	165,000
서울 명동역	더울림산부인과의원	리쥬란 2cc	200,000	100,000	서울 강남역	마블성형외과의원	리쥬란 2cc	330,000	165,000
서울 강남역	더비비성형외과의원	리쥬란 2cc	200,000	100,000	서울 강남역	리엔성형외과의원	리쥬란 2cc	330,000	165,000
서울 신사역	플래티늄 의원	리쥬란 2cc + 진정관리	200,000	100,000	서울 강남역	올리빙성형외과의원	리쥬란 2cc	330,000	165,000
서울 신사역	플래티늄의원	리쥬란 2cc	200,000	100,000	서울 압구정로데오역	청담더의원	리쥬란 2cc	330,000	165,000
서울 신사역	리엔클리닉	리쥬란 2cc+진정팩 케어	200,000	100,000	서울 압구정로데오역	루셀의원	리쥬란 2cc	330,000	165,000
서울 홍대입구역	홍대셀레니의원	리쥬란 2cc	207,900	103,950	서울 신사역	유이성형외과의원	리쥬란 2cc	330,000	165,000
인천 예술회관역	리엘의원	리쥬란 2cc	207,900	103,950	서울 강남역	브이엔성형외과의원	리쥬란 2cc	330,000	165,000
서울 홍대입구역	프로젝트 유 의원	3D 피부진단+4D마취+리쥬란 2cc+시술 후 케어	208,000	104,000	서울 압구정역	포인드업의원	리쥬란 2cc	330,000	165,000
서울 강남역	닥터뉴셀의원	리쥬란 2cc	209,000	104,500	서울 강남역	코디성형외과의원	수면 리쥬란 2cc	330,000	165,000
서울 신사역	아이루미성형외과의원	리쥬란 2cc	209,000	104,500	서울 논현역	하모니성형외과의원	수면 리쥬란 2cc	330,000	165,000
서울 신사역	얼굴분성형외과	리쥬란 2cc	209,000	104,500	서울 압구정로데오역	미랩의원	수면 리쥬란 2cc	340,000	170,000
경기	유엔아이의원	리쥬란 2cc	209,000	104,500	서울 강남역	에이비성형외과의원	리쥬란 4cc	352,000	88,000
서울 종각역	연세로의료의원	리쥬란 2cc	210,000	105,000	서울 신사역	아이디병원	리쥬란 4cc	352,000	88,000
서울 대치역	멘토의원	리쥬란 2cc	210,000	105,000	서울 압구정역	유니성형외과의원	수면 리쥬란 4cc	352,000	88,000
서울 신논현역	심사오성형외과의원	리쥬란 2cc	210,000	105,000	서울 강남역	에이비성형외과의원	리쥬란 4cc	353,000	88,250
서울 신논현역	톡스앤필의원	리쥬란 2cc	218,900	109,450	서울 강남역	코디성형외과의원	리쥬란 4cc	363,000	90,750
서울 압구정역	에이트성형외과의원	리쥬란 2cc	219,000	109,500	서울 강남역	신승아성형외과의원	수면마취 리쥬란 4cc	363,000	90,750
부산 서면역	리프트리성형외과의원	리쥬란 2cc	220,000	110,000	부산 장산역	그대고은피부과의원	리쥬란 2cc	363,000	181,500
경기 평택역	휴먼피부과의원	리쥬란 2cc	220,000	110,000	서울 신사역	오프닝성형외과의원	수면 리쥬란 4cc	385,000	96,250
서울 압구정역	탈페이스성형외과	리쥬란 2cc	220,000	110,000	서울 신사역	리프트피부과의원	수면 리쥬란 2cc	385,000	192,500
서울 압구정역	더드라이드성형외과의원	리쥬란 2cc	220,000	110,000	부산 서면역	포돌라의의원	무통 리쥬란 2cc	385,000	192,500
부산 서면역	위너비라의원	리쥬란 2cc	220,000	110,000	부산 서면역	시스텔성형외과의원	수면 리쥬란 4cc	390,000	97,500
서울 노원역	리버스클리닉	리쥬란 2cc	220,000	110,000	서울 영등포구청역	브라이트피부과의원	리쥬란 4cc	396,000	99,000
서울 고속터미널역	블레스피부과의원	리쥬란 2cc	220,000	110,000	서울 강남역	하임드성형외과의원	수면리쥬란 4cc	429,000	107,250
서울 신사역	플라덴성형외과의원	리쥬란 2cc	220,000	110,000	부산 당정역	더바디성형외과의원	리쥬란 2cc	430,000	215,000
서울 압구정역	기린성형외과의원	리쥬란 2cc	220,000	110,000	서울 고속터미널역	블레스피부과의원	수면마취 리쥬란 4cc	440,000	110,000
서울 압구정로데오역	루마크성형외과의원	리쥬란 2cc	220,000	110,000	서울 압구정로데오역	디씨피부과의원	리쥬란 2cc	440,000	220,000
서울 신논현역	아이케이성형외과의원	리쥬란 2cc	220,000	110,000	서울 신사역	듀이디의원	수면 리쥬란 2cc	451,000	225,500
서울 강남역	제이필의원	리쥬란 2cc 체험가	220,000	110,000	서울 신논현역	몰래저성형외과의원	수면 리쥬란 4cc	480,000	120,000
서울 홍대입구역	제이필의원	리쥬란 2cc 체험가	220,000	110,000	서울 강남역	오찌의원	리쥬란 4cc	484,000	121,000
경기 서정역	디에이쁘띠의원	수면 리쥬란 2cc	220,000	110,000	부산 서면역	더스캐치성형외과의원	리쥬란 4cc	495,000	123,750
서울 문정역	룩앳미의원	리쥬란 2cc+시트팩	220,000	110,000	서울 신사역	신시애그의원	리쥬란 4cc+에어독스마취	495,000	123,750
서울 강남역	하니성형외과의원	리쥬란 1cc	220,000	220,000	대구 반월당역	이원의원	수면 리쥬란 4cc + 크라이오+힐링마스크팩	495,000	123,750
대구 반월당역	메이린의원	리쥬란 2cc	230,000	115,000	부산 연산역	골레로의원	리쥬란 2cc + 수면	495,000	247,500
서울 압구정역	엔젤미의원	리쥬란 2cc	242,000	121,000	서울 신사역	더신의원	수면 리쥬란 4cc	500,000	125,000
서울 신사역	아이디병원	수면 리쥬란 2cc	242,000	121,000	서울 신논현역	뷰성형외과	리쥬란 4cc	539,000	134,750
서울 신논현역	사적인아름다움저우의원	리쥬란 2cc	250,000	125,000	서울 신논현역	기린성형외과의원	수면 리쥬란 4cc	539,000	134,750
서울 압구정역	이담외과의원	리쥬란 2cc	250,000	125,000	서울 청담역	레츠의원	리쥬란 2cc	539,000	269,500
서울 선릉역	청담더오피부과의원	리쥬란 2cc	250,000	125,000	부산 서면역	픽스톡스의원	리쥬란 4cc	550,000	137,500
대구 범어역	애플 피부과의원	리쥬란 2cc+진정팩 케어	250,000	125,000	서울 청담역	셀리닉의원	리쥬란 2cc	550,000	275,000
서울 역삼역	오드의원	리쥬란 2cc	251,900	125,950	부산 서면역	셀피성형외과의원	리쥬란 4cc +수면마취	554,900	138,725
경기 정발산역	유엔아이의원	리쥬란 2cc	253,000	126,500	부산 센텀시티역	젠의원	수면 리쥬란 4cc	660,000	165,000

Appx 4. 현직 피부과 의사 인터뷰

Q. 리쥬란과 엘라비에 리투오(이하 리투오)가 서로 경쟁관계인지, 보완관계인지?

A. 보완관계. 리쥬란은 진피층 내에 주사해서 진피층 내의 피부톤을 정리하고 미백, 수분감 공급, 피부결 개선 등의 효과가 있음

반면 리투오는 진피층 아래 더 깊게 집어넣어 그 부분에 염증을 일으킴. 염증반응이 일어나며 콜라겐 생성이 유발되는 것. 피부 광도 나고 피부층을 두껍게 만들기도 함

두 제품은 작용기전이 다르기 때문에 동시에 시술받을 수도 있음

그러나 고객들의 지불여력이 한정되어있기 때문에 경쟁관계로 볼수도

Q. 두 제품 중 최근에 더 인기 있고 환자들이 선호하는 것이 어떤 것인지

A. 리쥬란은 꾸준한 팬층이 있음. 리투오는 런칭한 지 6개월정도인데 빠르게 바이럴 되고 있음

아직까진 시장 규모의 측면에서 리쥬란이 더 큼. 리투오는 한 번 써볼까하는 사람들이 몇 있음

Q. 리쥬란이 다른 스킨부스터에 비해 우수하다고 생각하는지

A. 효과는 어떤 스킨부스터를 써도 좋음. 뭐가 엄청 좋아서 더 잘된다고 생각하지 않음.

다만 마케팅과 바이럴의 차이가 제품에 대한 인기를 결정한다고 생각.

사람들은 더 많이 들어본 것, 더 유명한 연예인이 홍보하는 것을 찾음

Q. 리쥬란을 다른 시술과 많이 묶어서 판매하는 이유

A. 다른 시술과 겹치는 부위가 아니기 때문. 병원 입장에서도 리쥬란을 패키지에 묶었을 때 수익이 더 좋음

Q. 리쥬란으로 유입되는 고객들이 있는지

A. 리쥬란으로 유입되는 고객들이 있기는 한데 요즘은 어딜가든 리쥬란이 있어서

사람들이 리쥬란을 보고 찾아온다거나 하지는 않음

Q. 리쥬란과 리투오의 시술주기가 어떻게 되는지

A. 리쥬란은 3개월. 리투오는 1년이라고 얘기하지만 6개월 정도로 생각함

Q. 리쥬란이 손기술을 많이 타는 시술인지

A. 그렇긴 함. 진피층에 정확히 주입해야하기 때문. 그러나 어지간한 곰손이 아니고서야 다 할 수 있음

Q. 스킨부스터 중에서도 리쥬란이 안전성이 높다고 하는데 그 이유가 무엇인지.

리쥬란은 임상데이터가 많은 편인지. 반면 리투오는 임상데이터가 충분한지.

A. 리쥬란은 처음에 엠보가 올라오긴 하지만, 피부에 문제가 생길 여지가 거의 없음.

쥬베룩과 리투오는 결절에 대한 리스크가 항상 있음. 눈 밑 등 피부가 얇은 곳에서는 결절이 잘 보임.

결절은 한 번 생기면 없애기 어렵고 수술해야 함

리쥬란 임상데이터는 많은 것으로 알고 있음. 리투오는 나온 지 얼마 안돼서 많을 수가 없을듯

Q. 리투오의 안전성에 대한 의심은 없는지

A. 알 수 없음. 제조사 믿고 쓰는 것.

케이스가 많이 쌓아지 않아서 부작용에 대해 알 수 없는 상황. 업계에서도 지금까지 나온 부작용은 없지만 언젠가 나올 수 있다고 생각.

Q. 앞으로 리투오가 리쥬란을 대체할 것이라고 생각하는지

A. 두 제품이 완전 다른 제품군이라고 생각함. 따라서 리쥬란은 리쥬란대로, 리투오는 리투오대로 잘 팔릴 것
리투오가 출시된 뒤로 리쥬란을 찾는 사람이 줄어들지는 않음

Q. 현재 공급사인 파마리서치와의 관계는 어떤지

A. 파마리서치는 지금 엄청난 거대기업이 돼서 슈퍼 갑의 입장. 앞으로도 갑의 위치를 유지할 것 같음

Q. 전공의 파업 때 전공의를 알바로 채용하는 경우가 많았는지

A. 많이 한다고 들음

Q. 전공의 복귀로 인해 전체적인 피부과들의 인력 부족 현상이 있었는지

A. 그랬다고 들음. 수급이 어려워 급여가 올라가는 경우도 있다고 들었음

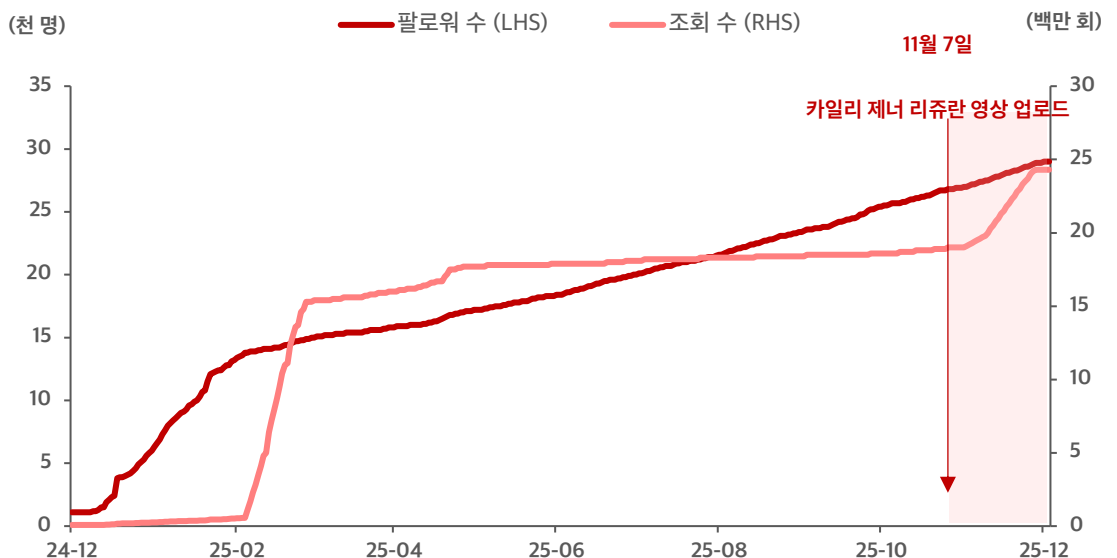
Q. 인력 부족 현상이 지금은 회복되고 있는지

A. 내년 3월 국시 이후에 잘 충원될듯

Appx 5. 국내, 미국 리쥬란 코스메틱 힐러 라인 제품 리스트

힐러		Healer	
제품명	가격 (단위: 원)	제품명	가격 (단위: \$)
리쥬란 힐러 트리플 래디언스 크림 50mL x 2	94,000	REJURAN® Total Aesthetic Skincare Set, c-PDRN®	207
리쥬란 앰플 인퓨즈드 리프팅 마스크 (28g x 4)	39,000	REJURAN® Recover c-PDRN® 리프팅 앰플	129
리쥬란 힐러 트리플 래디언스 앰플 30mL + 크림 50mL	108,000	REJURAN Turnover Ampoule, c-PDRN	52
리쥬란 힐러 트리플 래디언스 크림 50mL	47,000	REJURAN Turnover Ampoule, c-PDRN [큰 사이즈]	72
리쥬란 힐러 탄오버 앰플 듀얼 이펙트 30mL	59,000	REJURAN 듀얼 이펙트 앰플, DOT DUAL c-PDRN	55
리쥬란 힐링 마스크 (40mL x 5)	33,000	REJURAN® 뉴트리티브 크림, c-PDRN®	54
리쥬란 힐러 퍼펙트 힐링 V 타이터 (20g x 4)	43,000	REJURAN® Rebalancing Toner, c-PDRN®	39
리쥬란 힐러 리밸런싱 토어 120mL	39,000	REJURAN Turnover Mask c-PDRN (5ea)	33
리쥬란 힐러 스킨 프로텍션 마스크 (27mL x 5)	28,000	REJURAN® 인텐시브 아이 크림, c-PDRN®	69
리쥬란 힐러 리프레싱 에멀전 45mL	40,000	REJURAN® 리프레싱 에멀전, c-PDRN®	44
리쥬란 리파이니폼 크렌저 12mL	24,000	REJURAN Turnover Cream Enhanced, DOT c-PDRN	35.2
리쥬란 탄오버 앰플 30mL	56,000	REJURAN Turnover 액티브 크림 인헨스, DOT c-PDRN	39.2
리쥬란 카밍 립밤 3.7g	29,000	REJURAN® 리파이닝 폼 클렌저, c-PDRN®	32
리쥬란 힐러 트리플 래디언스 앰플 30mL 2개	122,000	REJURAN® 피부 보호 마스크, c-PDRN® 5팩	28
리쥬란 힐러 트리플 래디언스 앰플 30mL	61,000	REJURAN Perfect V Tighter 듀얼 시트 리프팅 시트 마스크, c-PDRN (4개)	34.4
리쥬란 워터 캡슐 선행세럼 40mL	35,000	REJURAN 카밍 립밤, c-PDRN	29
리쥬란 힐러 인텐시브 아이 크림 20mL	79,000		
인리치드 바디트리트먼트 300mL	50,000		
리쥬란 앰플 인퓨즈드 리프팅 마스크 (28g x 4) 4+1box	156,000		

Appx 6. Rejuran US TikTok, 팔로워 및 조회수 추이



Appx 7. 리쥘란 및 HB 가격

리쥘란 HB 가격				
지역	병원 이름	시술 내용	1회당 가격	1cc당 가격
서울 선릉역	비티큐의원	리쥘란 HB 1cc	108,900	108,900
대구 반월당역	하이린의원	리쥘란 Hbplus 1cc	198,000	198,000
서울 압구정로데오역	청담마이의원	무통 리쥘란 hb PLUS 2cc	385,000	192,500
서울 홍대입구역	케이트의원	리쥘란 HB plus 1cc	198,000	198,000
서울 홍대입구역	뷰티블라썸의원	무통 리쥘란 HB 1cc	148,500	148,500
경기 정발산역	유앤아이의원	리쥘란 HB plus 1cc	165,000	165,000
서울 여의도역	데이뷰의원	리쥘란HB 1cc	179,000	179,000
서울 강남역	유캔비성형외과의원	리쥘란HB 1cc	153,000	153,000
경기 동탄역	동탄스노우의원	리쥘란HB 2cc	319,000	159,500
인천 인천터미널역	케이톡스의원	리쥘란HB plus 2cc	143,000	71,500
대구 반월당역	글래드성형외과	리쥘란HB Plus 1cc	198,000	198,000
서울 압구정로데오역	셀루오의원	리쥘란 HB 1cc+물광주사+진정LED	177,000	177,000
서울 압구정로데오역	반의원	리쥘란 hb 1cc	190,000	190,000
서울 도곡역	리드성형외과의원	리쥘란hb plus 4cc	800,000	200,000
서울 압구정역	더프라이드성형외과의원	리쥘란 hb	220,000	220,000
서울 역삼역	오드의원	리쥘란hb 1cc	209,000	209,000
서울 을지로입구역	리버스클리닉	리쥘란hb plus 1cc	220,000	220,000
서울 둔촌동역	벨로아의원	리쥘란 hb 1cc	143,000	143,000
서울 신논현역	브라운성형외과의원	리쥘란hb 1cc	143,000	143,000
서울 강남역	코디성형외과의원	리쥘란 hb plus 2cc	330,000	165,000
서울 신사역	플래티넘의원	리쥘란 hb plus 2cc	240,000	120,000
서울 신논현역	사적인아름다움지유의원	리쥘란 HB plus 1cc	299,000	299,000
서울 강남역	땡큐성형외과의원	리쥘란hb plus 1cc	165,000	165,000
서울 한티역	르모아의원	리쥘란 hb plus 2cc	360,000	180,000
서울 고숙터미널역	블레싱피부과의원	리쥘란 hb plus 2cc	300,000	150,000
서울 강남역	에르네의원	리쥘란 hb plus 1cc	242,000	242,000
부산 서면역	바다성형외과의원	리쥘란 hb plus 2cc	400,000	200,000
서울	바롬의원	리쥘란 hb plus 1cc	150,000	150,000
경기 산성역	루미에버의원	리쥘란 hb 2cc	330,000	165,000
경기 남위례역	타토아의원	리쥘란 hb plus 1cc +진정팩	165,000	165,000
서울 신사역	닥터스피부과의원	리쥘란 hb 1cc	275,000	275,000
출처: 강남언니			평균가(1cc)	179,029

리뷰란 시술가격	병원 이름	시술 내용	1회당 가격	1cc당 가격
서울 총대입구역	프로젝트 유 의원	3D 피부진단+4D마취+리뷰란 2cc+시술 후 케어	208,000	104,000
대구 반월당역	더올림성형외과의원	리뷰란 1cc	99,000	99,000
대구 경대병원역	브이성형외과의원	리뷰란 1cc	110,000	110,000
대구 반월당역	대구옛지성형외과의원	리뷰란 1cc	143,000	143,000
대구 반월당역	더올림성형외과의원	리뷰란 1cc	99,000	99,000
서울 강남역	온리프성형외과의원	리뷰란 1cc	108,900	108,900
서울 을지로입구역	워즈앤미의원	리뷰란 1cc	130,000	130,000
서울 노원역	더아름다운의원	리뷰란 1cc	110,000	110,000
인천 인천대입구역	송도비앤미의원	리뷰란 1cc	145,000	145,000
서울 압구정역	리조벨의원	리뷰란 1cc	99,000	99,000
서울 강남역	다유성형외과의원	리뷰란 1cc	140,000	140,000
서울 강남역	플래너성형외과의원	리뷰란 1cc	110,000	110,000
서울 강남역	하나성형외과의원	리뷰란 1cc	220,000	220,000
서울 신사역	비올라성형외과의원	리뷰란 1cc	110,000	110,000
서울 압구정역	반하다의원	리뷰란 1cc	165,000	165,000
부산 개금역	피브앤의원	리뷰란 1cc	110,000	110,000
서울 강남역	브이의원	리뷰란 1cc	110,000	110,000
서울 잠수백기역	우리내과의원	리뷰란 1cc+진정수분관리	100,000	100,000
서울 명동역	더올림산부인과의원	리뷰란 2cc	200,000	100,000
서울 압구정로대오역	셀리크의원	리뷰란 2cc	99,000	49,500
서울 강남역	픽셀랩성형외과의원	리뷰란 2cc	175,000	87,500
서울 영등역	루비의원	리뷰란 2cc	162,000	81,000
경기 팔계역	라마르프리미어의원	리뷰란 2cc	319,000	159,500
부산 서면역	리프트라스성형외과의원	리뷰란 2cc	220,000	110,000
경기 팔계역	데이뷰의원	리뷰란 2cc	196,900	98,450
서울 신사역	리아성형외과의원	리뷰란 2cc	198,000	99,000
경기 정발산역	유앤아이의원	리뷰란 2cc	253,000	126,500
대전 탄방역	덕터쁘띠의원	리뷰란 2cc	185,900	92,950
서울 강남역	드레스성형외과의원	리뷰란 2cc	264,000	132,000
인천 부평역	와이랩성형외과의원	리뷰란 2cc	275,000	137,500
경기 아람역	노블클래스의원	리뷰란 2cc	297,000	148,500
서울 선정릉역	리우라인의원	리뷰란 2cc	178,200	89,100
서울 강남역	클래스의원	리뷰란 2cc	174,900	87,450
서울 노원역	쉴고성형외과의원	리뷰란 2cc	176,000	88,000
대구 반월당역	메이린의원	리뷰란 2cc	230,000	115,000
충남 아산역	유앤아이의원	리뷰란 2cc	174,900	87,450
경기 평택역	휴먼피부과의원	리뷰란 2cc	220,000	110,000
서울 연신내역	나인피부과	리뷰란 2cc	196,900	98,450
인천 인천대입구역	유픽의원	리뷰란 2cc	174,900	87,450
부산 화명역	더파스트피부과의원	리뷰란 2cc	330,000	165,000
부산 서면역	더올림의원	리뷰란 2cc	270,000	135,000
서울 종각역	연세로의료의원	리뷰란 2cc	210,000	105,000
서울 압구정역	탑페이스성형외과	리뷰란 2cc	220,000	110,000
서울 신사역	일파센트성형외과의원	리뷰란 2cc	274,000	137,000
서울 역삼역	오드의원	리뷰란 2cc	251,900	125,950
서울 압구정역	더프라이드성형외과의원	리뷰란 2cc	220,000	110,000
부산 서면역	윌너비라인의원	리뷰란 2cc	220,000	110,000
서울 노원역	리버스클리닉	리뷰란 2cc	220,000	110,000
서울 준평역	톡스앤필의원	리뷰란 2cc	275,000	137,500
서울 신논현역	톡스앤필의원	리뷰란 2cc	218,900	109,450
서울 선릉역	맑은선의원	리뷰란 2cc	180,000	90,000
부산 장산역	그대고운피부과의원	리뷰란 2cc	363,000	181,500
서울 총대입구역	총대셀레나의원	리뷰란 2cc	207,900	103,950
서울 강남역	다비비성형외과의원	리뷰란 2cc	200,000	100,000
인천 예술회관역	리엘르의원	리뷰란 2cc	207,900	103,950
서울 강남역	리스팩성형외과의원	리뷰란 2cc	176,000	88,000
경기 보정역	리엔의원	리뷰란 2cc	330,000	165,000
부산 서면역	더바디성형외과의원	리뷰란 2cc	430,000	215,000
서울 강남역	닥터뉴셀의원	리뷰란 2cc	209,000	104,500
서울 강남역	더빛나의원	리뷰란 2cc	300,000	150,000
서울 압구정역	리조온위드연세슬림라인의원	리뷰란 2cc	275,000	137,500
서울 신사역	플리팝 성형외과의원	리뷰란 2cc	299,000	149,500
서울 강남역	맹규성형외과의원	리뷰란 2cc	297,000	148,500
서울 신사역	아이루미성형외과의원	리뷰란 2cc	209,000	104,500
서울 신사역	뷰티앤영의원	리뷰란 2cc	308,000	154,000
서울 안주역	신스애여성의원	리뷰란 2cc	330,000	165,000
서울 신사역	밸런스랩성형외과의원	리뷰란 2cc	319,000	159,500
서울 강남역	오앤의원	리뷰란 2cc	330,000	165,000
서울 고속터미널역	블레스스피부과의원	리뷰란 2cc	220,000	110,000
서울 강남역	에르내의원	리뷰란 2cc	330,000	165,000
서울 대치역	엔트의원	리뷰란 2cc	210,000	105,000
서울 강남역	톡스앤필의원	리뷰란 2cc	198,000	99,000
서울 강남역	마블성형외과의원	리뷰란 2cc	330,000	165,000
서울 압구정역	엘엘미의원	리뷰란 2cc	242,000	121,000
서울 강남역	리엔장성형외과의원	리뷰란 2cc	330,000	165,000
서울 강남역	엘미리성형외과의원	리뷰란 2cc	187,000	93,500
서울 신사역	플라멩성형외과의원	리뷰란 2cc	220,000	110,000
서울 신사역	얼굴본성형외과	리뷰란 2cc	209,000	104,500
서울 강남역	올리팅성형외과의원	리뷰란 2cc	330,000	165,000
서울 청담역	셀리닉의원	리뷰란 2cc	550,000	275,000
서울 신논현역	상사오성형외과의원	리뷰란 2cc	210,000	105,000
서울 압구정로대오역	피데스의원	리뷰란 2cc	309,000	154,500
서울 신사역	뷰티앤영의원	리뷰란 2cc	307,000	153,500
서울 신사역	마크성형외과	리뷰란 2cc	198,000	99,000
서울 압구정역	리본성형외과의원	리뷰란 2cc	275,000	137,500
서울 압구정역	기린성형외과의원	리뷰란 2cc	220,000	110,000
서울 신논현역	사적인아름다운지유의원	리뷰란 2cc	250,000	125,000
서울 고속터미널역	사래셀의원	리뷰란 2cc	170,000	85,000
서울 압구정로대오역	루아크성형외과의원	리뷰란 2cc	220,000	110,000
서울 압구정로대오역	창담디의원	리뷰란 2cc	330,000	165,000
서울 대림역	아산88의원	리뷰란 2cc	199,000	99,500
서울 압구정로대오역	루셀의원	리뷰란 2cc	330,000	165,000
서울 압구정역	이담외과의원	리뷰란 2cc	250,000	125,000
서울 노원역	디엘성형외과의원	리뷰란 2cc	275,000	137,500
서울 압구정로대오역	디오디피부과의원	리뷰란 2cc	440,000	220,000
경기 평택역	유앤아이의원	리뷰란 2cc	308,000	154,000
서울 압구정역	압구정튼의원	리뷰란 2cc	269,000	134,500
경기	유앤아이의원	리뷰란 2cc	209,000	104,500
서울 청담역	레스트의원	리뷰란 2cc	539,000	269,500
서울 신사역	유이성형외과의원	리뷰란 2cc	330,000	165,000
경기 당정역	은하여성의원	리뷰란 2cc	275,000	137,500
서울 선정릉역	창담디오피부과의원	리뷰란 2cc	250,000	125,000
서울 강남역	브이앤성형외과의원	리뷰란 2cc	330,000	165,000
서울 강남역	강남 아이디의원	리뷰란 2cc	187,000	93,500
세종	연세미니성형외과	리뷰란 2cc	319,000	159,500
서울 신논현역	아이케이성형외과의원	리뷰란 2cc	220,000	110,000
서울 신논현역	유유빛의원	리뷰란 2cc	275,000	137,500
서울 압구정역	포인트업의원	리뷰란 2cc	330,000	165,000

출처: 강남언니 평균가 (1cc) 128,042

리뷰란 Mixed ASP	
제품 라인	가격
HB 계열	128,266
리뷰란 힐러	65,000

리쥬란 Mixed ASP

(단위: 원)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Mixed ASP (원)	65,000	67,885	69,462	71,039	71,505	72,007	72,710
리쥬란 비중	100%	89%	83%	77%	75%	73%	70%
HB 계열 비중	0%	11%	17%	23%	25%	27%	30%

Appx 8. 주요 트렌드 지수

여우야 카페 게시물 수 (검색어: 리쥬란)

(단위: 개)	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월
24년	492	486	509	483	492	507	600	560	624	816	767	788
25년	794	876	880	963	856	990	1078	999	1082	1134	1394	
증가율	61.4%	80.2%	72.9%	99.4%	74.0%	95.3%	79.7%	78.4%	73.4%	39.0%	81.7%	

네이버 트렌드 지수 (검색어: 리쥬란)

(단위: 개)	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월
24년	62.65894	56.08321	59.82478	59.06811	53.98483	49.97388	49	60	61.08068	58.82857	59.46436	68.47203
25년	79.97507	78.77216	92.63924	100	79.44973	72.41582	76	70	93.21159	67.49074	67.56238	
증가율	28%	40%	55%	69%	47%	45%	55%	17%	53%	15%	14%	

24년 11월/25년 11월 비중

여우야 카페	75.9%
네이버 트렌드	39.8%
가중 평균	63.9%

Appx 9. 외국인 입국자 천 명 당 피부과 의료 건수 및 증분 추정

외국인 입국자 천 명 당 피부과 의료 건수 및 증분 추정

	23	24	3Q24	3Q25
외국인 피부과 의료 건 수 (건)	333,426	664,409	453,818	649,265
외국인 입국자 수 (명)	11,031,665	16,369,629	12,137,427	14,082,311
외국인 입국자 천 명 당 피부과 의료 건 수 (건)	30	41	37	46
피부 의료 건수 증분		34.3%		23.3%

Appx 10. LaserAway 유통망 내 에센스 제공률 추정

LaserAway 유통망 내 에센스 제공률 추정

	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	2025E	2026E	2027E
힐링 에센스 (cc)	48,363	73,577	96,093	139,685	748,773		
제공 횟수 (회, 4cc 기준)	12,091	18,394	24,023	34,921	187,193		
분기별 Laseraway 시술 횟수 (회)	473,340	493,920	511,560	588,000	2352000		
에센스 제공률 (%)	2.6%	3.7%	4.7%	5.9%	8.0%	11.5%	15%
에센스 제공 YoY%						44.2%	30.7%

Appx 11. 파마리서치 미국 법인 매출

미국 법인 매출	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	2025E	2026E	2027E
(단위: 백만 원)										
미국 법인 매출	940	2,536	3,489	5,309	6,998	10,444	18,657	40,875	69,606	104,555
YoY(%)	-43.5%	-24.8%	-20.1%	100.7%	644.9%	311.9%	434.7%	333.0%	70.3%	50.2%
Dr. J Skinclinic Inc.	940	1,643	2,598	3,144	4,783	6,246	9,079	22,769	39,189	61,108
Pharmaresearch USA, Inc.	0	892	891	2,165	2,215	4,198	9,577	18,106	30,416	43,447

Appx 12. 감가상각비 추정

유형자산 감가상각비 추정(A+B)

(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	3Q25	2025E	2026E	2027E
유형자산 감가상각비	5,734	5,865	7,072	8,308	8,085	11,792	14,265	18,103
건물과 구축물	1,412	1,855	2,025	2,108	1,726	2,051	2,085	2,654
기계장치	2,046	2,190	2,735	3,117	2,850	4,135	5,411	8,080
차량운반구와 공기구비품	1,034	1,265	1,568	1,945	1,902	3,722	4,810	6,624
시설장치와 임차개량자산	51	37	76	35	45	117	177	252
사용권자산	1,191	517	668	1,104	1,562	1,767	1,781	492

(A) 기취득 유형자산의 감가상각비 추정

(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	3Q25	2025E	2026E	2027E
유형자산 감가상각비	5,734	5,865	7,072	8,308	8,085	9,091	8,961	7,529
건물과 구축물	1,412	1,855	2,025	2,108	1,726	2,020	2,020	2,020
기계장치	2,046	2,190	2,735	3,117	2,850	3,214	3,214	3,214
차량운반구와 공기구비품	1,034	1,265	1,568	1,945	1,902	2,238	2,238	2,238
시설장치와 임차개량자산	51	37	76	35	45	57	57	57
사용권자산	1,191	517	668	1,104	1,562	1,562	1,432	-

(B) 신규 취득 유형자산의 감가상각비 추정

(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	3Q25	2025E	2026E	2027E
유형자산 감가상각비						2,701	5,304	10,574
건물과 구축물						31	65	634
기계장치						921	2,197	4,866
차량운반구와 공기구비품						1,484	2,572	4,386
시설장치와 임차개량자산						60	121	195
사용권자산						205	348	492

유형자산 CapEx 추정

(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	3Q25	2025E	2026E	2027E
유형자산 CapEx	4,089	31,962	11,896	15,122	8,584	11,222	11,684	39,084
건물과 구축물	11	27,886	1,232	1,091	807	1,043	1,161	19,348
기계장치	3,351	675	8,647	5,891	3,454	4,606	6,381	13,345
차량운반구와 공기구비품	543	2,614	1,777	3,562	3,340	4,453	3,264	5,442
시설장치와 임차개량자산	-	75	43	78	301	301	301	373
사용권자산	183	712	196	4,500	681	818	576	576

투자부동산 감가상각비 추정(A+B)

(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	3Q25	2025E	2026E	2027E
투자부동산 상각비	227	1,156	1,375	1,521	372	1,536	1,536	1,536
건물	227	1,156	1,375	1,521	372	1,536	1,536	1,536

(A) 기취득 투자부동산의 감가상각비 추정

(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	3Q25	2025E	2026E	2027E
투자부동산 상각비	227	1,156	1,375	1,521	372	1,536	1,536	1,536
건물	227	1,156	1,375	1,521	372	1,536	1,536	1,536

무형자산 감가상각비 추정(A+B)

(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	3Q25	2025E	2026E	2027E
무형자산 상각비	3,592	3,804	3,549	3,816	3,285	4,044	4,462	4,881
산업재산권	3,557	3,744	3,332	3,249	2,440	2,736	2,762	2,787
소프트웨어	35	60	195	292	619	1,062	1,426	1,791
개발비	-	-	22	275	225	245	274	303

(A) 기취득 무형자산의 감가상각비 추정

(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	3Q25	2025E	2026E	2027E
무형자산 상각비	3,592	3,804	3,549	3,816	3,285	3,742	3,742	3,742
산업재산권	3,557	3,744	3,332	3,249	2,440	2,715	2,715	2,715
소프트웨어	35	60	195	292	619	782	782	782
개발비	-	-	22	275	225	245	245	245

(B) 신규 취득 무형자산의 감가상각비 추정

(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	3Q25	2025E	2026E	2027E
무형자산 상각비						302	720	1,139
산업재산권						21	46	72
소프트웨어						281	645	1,009
개발비						-	29	58

무형자산 CapEx 추정

(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	3Q25	2025E	2026E	2027E
무형자산 CapEx	659	484	1,333	2,472	1,207	1,207	1,703	1,703
산업재산권	-	1	220	-	84	84	102	102
소프트웨어	37	387	775	2,472	1,123	1,123	1,457	1,457
개발비	622	97	337	-	-	-	144	144

Appx 13. 17-18년 강릉 1공장 증축 당시 유형자산 항목 별 취득+대체 금액

17-18년 강릉 1공장 증축 당시 유형자산 항목 별 취득+대체 금액

(단위: 백만 원)	18년	19년	합계	전체 비용 내 비율	23년 당시 공장 집행 금액	27년 취득(대체)금액
건물과 구축물	18,132	5,757	23,888	66.37%		18,187
기계장치	6,779	2,367	9,147	25.41%		6,964
차량운반구와 공기구비품	1,845	1,015	2,860	7.95%	27,400	2,178
시설장치와 임차개발자산	81	13	94	0.26%		72

Appx 14. 이자손익 추정

이자손익 추정

(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	~3Q25	2025E	2026E	2027E
이자손익	2,412	1,442	4,416	5,540	2,778	5,896	7,615	9,729
기말이자부자산	187,522	213,373	242,703	502,398	552,630	618,921	629,141	768,532
현금및현금성자산	41,674	72,931	67,245	165,348	167,393	233,684	329,892	469,283
유동성금융자산	115,123	111,412	93,053	272,003	371,812	371,812	245,623	245,623
비유동성금융자산	30,724	29,030	82,405	65,047	13,425	13,425	53,626	53,626
이자수익	3,726	5,272	7,403	10,174	10,421	16,086	17,904	20,050
유효이자율 (%)		2.63%	3.25%	2.73%	1.98%	2.87%	2.87%	2.87%
기말이자부부채	64,913	66,545	34,113	208,249	211,558	211,558	212,320	212,897
단기차입금	15,800	15,550	400	250	-	-	-	-
장기차입금	3,800	3,404	33	20	34	34	220	220
리스부채	2,627	2,456	958	3,542	2,666	2,666	2,666	2,666
전환상환우선주부채	1,505	1,010	777	195,328	201,162	201,162	201,162	201,162
신주인수권부사채	20,590	22,063	14,652	-	-	-	-	-
전환사채	20,590	22,063	17,292	9,109	7,696	7,696	8,272	8,848
이자비용	1,314	3,830	2,987	4,634	7,642	10,190	10,289	10,321
유효이자율 (%)		5.83%	5.94%	3.82%	3.64%	4.85%	4.85%	4.85%

Appx 15. 장기차입금 연도별 상환 예정금액

장기차입금 연도별 상환 예정금액 (단위: 원)

구분	차입일 ~ 1년 이내	1년초과~5년이내	5년초과	합계
U.S. Small Business Administration(SBA)	-	-	220,353,000	220,353,000
중소기업은행	250,000,000	-	-	250,000,000
중소벤처기업진흥공단		100,000,000	-	100,000,000
국민은행	19,999,992	161,666,682	-	181,666,674
Hanmi Bank	-	735,000,000	-	735,000,000
합계	269,999,992	996,666,682	220,353,000	1,487,019,674

Appx 16. 법인세 추정

법인세비용 추정

(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	3Q25	2025E	2026E	2027E
법인세비용	9,210	10,614	23,440	26,870	37,675	55,423	70,693	93,939
법인세차감전순이익	56,033	54,048	100,705	115,813	166,599	238,497	304,205	404,240
유효법인세율(%)	16.44%	19.64%	23.28%	23.20%	22.61%	23.24%	23.24%	23.24%

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.