

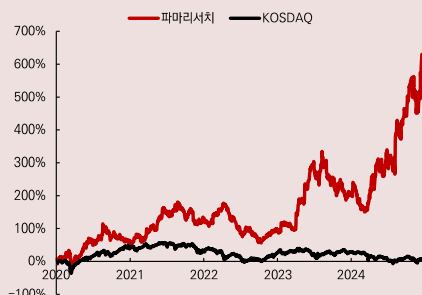
BUY

목표주가 508,000원
현재주가 410,000원
상승여력 23.9%

Stock Information

시가총액	4조 3,089억원
발행 주식 수	1,051만주
유동주식비율	63.3%
52주 최고가	436,000원
52주 최저가	121,300원
외국인 지분율	16.5%
KOSPI	2,621.4
KOSDAQ	733.2

Price Trend



KUVIC Research Team 4

메일 kuvic_korea@naver.com

팀장	41기 Senior 김민우
팀원	43기 Junior 권재훈
팀원	43기 Junior 백서현
팀원	43기 Junior 이소민
팀원	43기 Junior 이태웅

Who We Are



파마리서치 (214450)

폭삭 삭아버리기 전에 리쥬란

투자 의견 'Buy', 목표주가 '508,000원'

본 리서치 팀은 Peer Forward PER Valuation에 따라 목표주가 508,000원, 상승여력 23.9%로 매수 의견을 제시한다. 동사의 2025년도 매출액과 영업이익은 각각 5,640억원(YoY +61%), 2,337억원(YoY +85%)으로 전망한다.

투자포인트 1. 한국인도 외래관광객도 너도나도 리쥬란

올해 리쥬란 내수 매출은 내국인, 외래관광객 모두에서 동반 성장이 기대된다. 역대 최대의 입국관광객이 예상됨에 따라 최대 수혜처인 피부과 의료관광의 성장이 돋보일 것이며, 그 중심에는 리쥬란이 자리한다.

한편, 내국인들의 리쥬란 사랑도 심상치 않다. 국내 대표 미용 커뮤니티(여우야, 강남언니 등)의 리쥬란 게시물 트렌드는 역대 최고치며, 이에 따라 내국인 매출도 큰 폭의 성장이 전망된다.

최종적으로 리쥬란이 포함된 국내 의료기기 매출은 2025년 전년대비 61% 증가한 2,210억원에 이를 것으로 추정된다.

투자포인트 2. 미국 MedSpa 시장 진출

리쥬란은 미국 인플루언서의 언급/후기로 구글, 틱톡 트렌드 지표가 급증하고 있다. 미국 내 압도적인 입지를 가진 Sculptra의 트렌드를 리쥬란이 따라잡고 있으며, MedSpa 시장이 성장함에 따라 증가하는 스킨부스터의 수요를 리쥬란이 흡수하게 될 것이다. 자연스러운 아름다움을 추구하는 뷰티 트렌드와 K-뷰티의 인기까지 더해 가파른 미국 向 리쥬란 수출액 상승이 전망된다. 따라서 2025년 미국 向 리쥬란 매출액은 244억원으로 추정한다.

투자포인트 3. 리쥬란이 없는 국가가 없도록

동사는 2024년 인도네시아와 베트남에서 리쥬란HB를 성공적으로 론칭하며 사업 확장 가능성을 입증했다. 2025년 동남아시아 리쥬란 수출액은 전년대비 77.1% 증가할 것으로 보이며, 말레이시아와 필리핀 론칭도 앞두고 있다. 피부미용 시장 규모 2위인 유럽에도 본격적으로 진출하여 유럽 向 리쥬란 수출액이 전년대비 301.3% 증가할 것으로 전망한다. 유럽 CE MDR 인허가 획득과 유럽계 사모펀드 CVC로부터 2,000억원 투자를 받으며 사실상 유럽 진출 준비가 끝난 상태다. 2025년에는 유럽 주요 5개국 런칭을 시작으로 신규 진출 국가를 확대할 예정이다.

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액 (십억원)	261	350	564	754	968
YoY	+ 34%	+ 34%	+ 61%	+ 34%	+ 28%
영업이익 (십억원)	92	126	233	336	467
YoY	+ 40%	+ 36%	+ 85%	+ 44%	+ 39%
영업이익률 (%)	35	36	41	45	48
당기순이익 (십억원)	77	89	177	256	353
EPS (원)	7,481	8,608	16,807	23,498	32,565
P/E (배)	14	30	25	18	13

주: K-IFRS 연결 기준

자료: KUVIC Research 4팀

C O N T E N T S

Summary 3

산업분석 4

스킨부스터, 넌 누구냐?

미용 시장의 트렌드는 피부과죠

기업분석 6

사업 부문

리쥬란은 무엇이 다른가?

또 다른 쥬란, 콘쥬란

투자포인트 8

Point 1. 한국인도 외래관광객도 너도나도 리쥬란

Point 2. 미국 MedSpa 시장 진출

Point 3. 리쥬란이 없는 국가가 없도록

투자리스크 14

밸류에이션 15

Summary

표 1. 주요 매출액 및 이익 테이블

(단위: 십억원)	2024	1Q25E	2Q25E	2025E			2026E			2027E		
				Bear	Base	Bull	Bear	Base	Bull	Bear	Base	Bull
매출액	350	117	127	537	564	602	716	754	797	909	968	1,016
YoY	+34%	+56%	+52%	+53%	+61%	+72%	+33%	+34%	+32%	+27%	+28%	+27%
의료기기	194	69	70	317	344	382	441	479	522	579	637	686
화장품	78	28	37	139	139	139	184	184	184	230	230	230
의약품	65	17	17	67	67	67	77	77	77	86	86	86
기타	14	2	4	14	14	14	14	14	14	14	14	14
영업비용	224	72	76	321	330	343	404	418	433	478	501	516
영업이익	126	45	51	216	233	258	312	336	364	430	467	499
영업이익률 (%)	36	38	40	40	41	43	44	45	46	47	48	49
순이익	89	34	38	163	177	196	237	256	277	326	353	377
순이익률 (%)	25	29	30	30	31	33	33	34	35	36	36	37

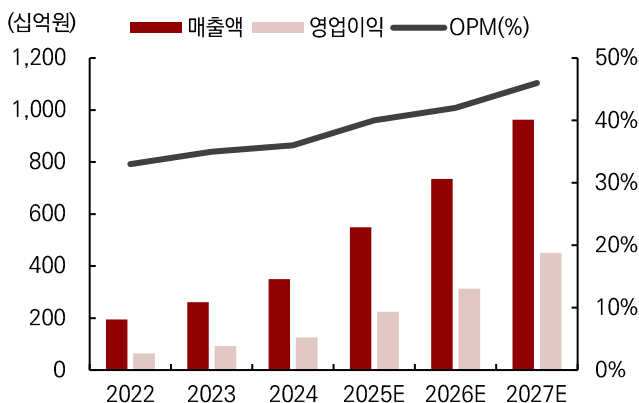
자료: KUVIC 리서치 4팀 추정

표 2. 주요 밸류에이션 테이블

구분	내용	비고
2025년 예상 EPS (원)	16,807	
Target P/E (배)	30.2	Galderma의 신약 가치 제외 25년 PER
목표 시가총액 (억원)	53,389	
주식 수 (주)	10,509,600	
목표주가 (원)	508,000	508,004원의 조정 가액
현재주가 (원)	410,000	
상승여력 (%)	23.9%	

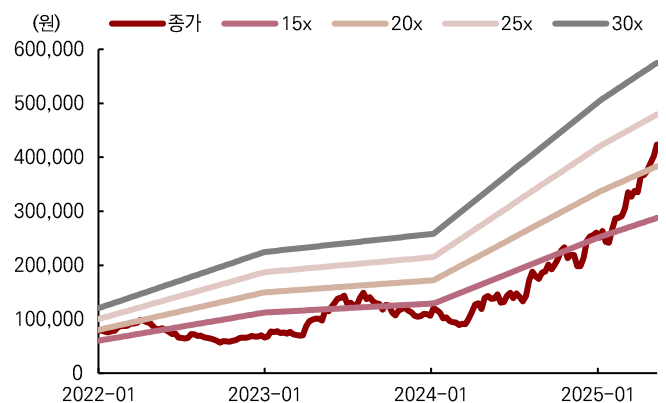
자료: KUVIC 리서치 4팀 추정

그림 1. 매출액 및 영업이익 추이



자료: KUVIC 리서치 4팀 추정

그림 2. PER BAND



자료: KUVIC 리서치 4팀

산업분석

스킨부스터, 넌 누구냐?

스킨부스터는 피부를
근본적으로 개선

최근 스킨부스터가 대세다. 스킨부스터란 기존의 필러와 달리 구조적 볼륨보다는 피부 컨디션 회복에 초점을 맞춘 제품을 말한다. 스킨부스터는 필러와 동일하게 유효물질을 주입하여 볼륨을 채워주는 기능을 수행하지만, **콜라겐과 엘라스틴 생성을 촉진해 피부를 근본적으로 개선한다는 점**에서 타 시술 대비 인기를 끌고 있다.

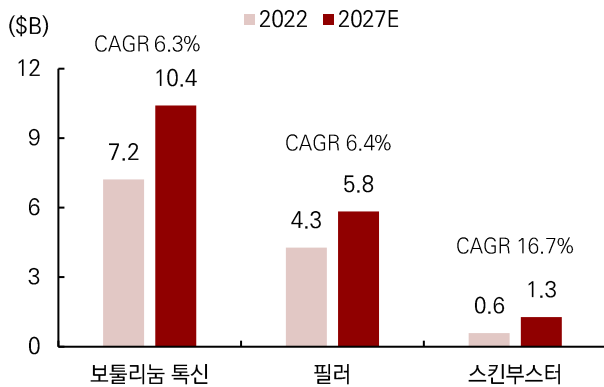
현재 글로벌 스킨부스터 시장의 제품은 **Galderma의 Restylane/Sculptra, Merz Aesthetics의 Radiesse** 등이 대표적이다. 그러나, 최근 이들의 아성을 뛰어넘을 인기와 트렌드를 자랑하는 스킨부스터가 있다. **바로, 리쥬란이다.**

글로벌로는 PN
기반의 리쥬란이 인기

리쥬란은 타 스킨부스터와는 달리 **PN 기반의 성분**으로 구성된다. PN이란 연어 DNA 유래 물질을 정제한 고순도 성분으로, 피부 재생과 콜라겐 생성을 유도하는 제품이다. **물리적 볼륨 충전이나 염증 유도 방식**에 의존하는 Galderma, Merz 제품군과는 본질적으로 작용 기전이 다르며, 자연스러운 피부 개선과 함께 높은 안전성을 보이며 **정식 론칭을 하지 않은 시장에서까지 큰 주목**을 받고 있다.

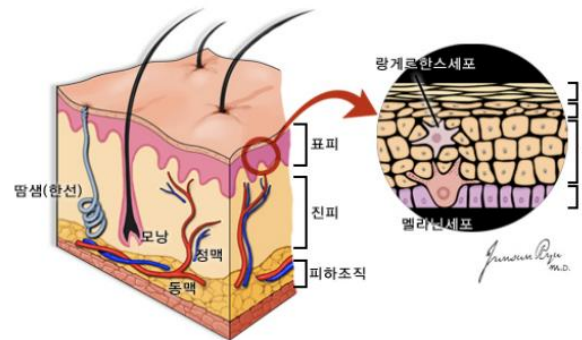
리쥬란이 큰 성공을 거두자, 2023년경부터는 국내에서 많은 스킨부스터 제품이 쏟아졌다. 바임글로벌의 주베룩, LG생명과학의 비타란 등이 그것이다. 그러나 제네릭의 출시에도 불구하고 리쥬란은 견고한 성장을 보여주고 있으며, 미국 등 각지에서 Sculptra와 유사한 트렌드를 보이고 있다.

그림 3. 보툴리눔 독신, 필러, 스킨 부스터 시장 성장률 비교



자료: Fortune Business Insights, Acumen Research Consulting, KUVIC 리서치 4팀

그림 4. 피부 및 표피의 구조



자료: 국가암정보센터, KUVIC 리서치 4팀

표 3. 주요 스킨부스터 목록

업체명	국가	브랜드명	주요 성분
AbbVie(Allergan Aesthetics)	미국	스킨바이브(SKINVIVE by Juvederm)	HA(히알루론산)
Galderma(Q-Med)	스위스	레스탈렌(RESTYLANE Skinboosters)	Non-Animal Stabilized HA
Galderma	스위스	스컬트라(Sculptra)	PLLA+CMC
Merz Aesthetics	독일	레디에스(Radiesse)	CaHA(칼슘 하이드록실아파타이트)
Alma(IBSA Derma)	이탈리아	Sunekos 200/Performa/1200	아미노산 복합체, HA(히알루론산)
파마리서치	한국	리쥬란(Rejuran)	PN(폴리뉴클레오타이드)
비알팜	한국	HP 비타란(Vitaran)	PN(폴리뉴클레오타이드)
유벤타헬스케어	한국	리즈네	PN(폴리뉴클레오타이드)
바이오비쥬(청담글로벌)	한국	Ascenart Amber	PN(폴리뉴클레오타이드)
바임글로벌	한국	주베룩(Juvelook)	PDLLA+HA
바이오플러스	한국	키아라 레쥬	PDRN+HA

자료: KUVIC 리서치 4팀

미용 시장의 트렌드는 피부과조

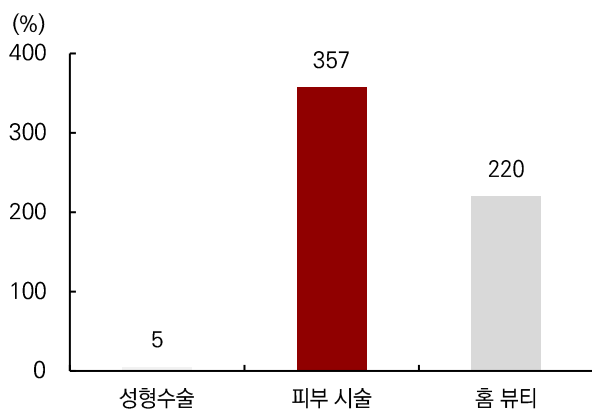
홈 뷰티, 성형수술보다 피부과 최소침습 시술

홈 뷰티와 성형수술의
장점을 모두 갖는
피부미용

국내 미용의료 시장은 침습 정도와 장소에 따라서 크게 1) 성형수술, 2) 전문 피부 시술, 3) 홈 뷰티 세 가지로 나눌 수 있다. 이중 한국에서 가장 **성장이 가파른 분야는 곧 피부 시술 분야**다. 이는 피부미용 시술이 성형수술의 효과와 홈 뷰티의 편의성 그사이의 **적절한 중간으로서 환자의 수요를 다각적으로 충족** 시키기 때문이다.

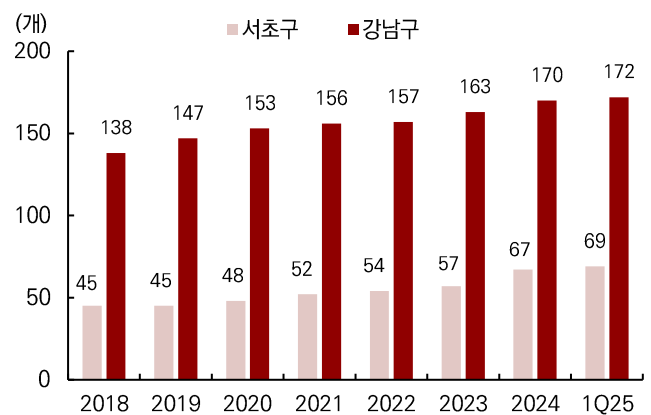
2018년부터 2023년까지 **피부 시술 분야 성장률**은 동기간 주요 지역 개원 피부과 개수 증가율을 압도했다. 이는 **공급보다는 소비자의 수요 증가로 인해 피부 시술 분야가 성장하였음**을 시사한다. 어느 미용보다도 최근 한국에서는 피부미용에 대한 관심도가 가장 가파르게 늘어나고 있다는 것이다.

그림 5. 미용 산업별 2018년 ~ 2023년 성장률 비교



자료: Grandviewresearch, 한경마켓, KUVIC 리서치 4팀

그림 6. 주요 지역 개원 피부과 개수 추이



자료: 보건의료빅데이터개방시스템, KUVIC 리서치 4팀

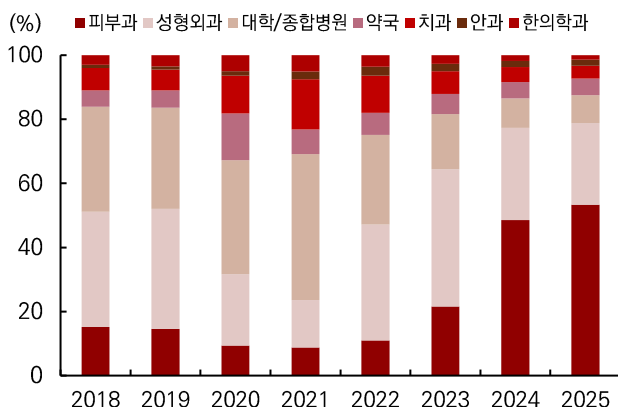
외국인들도 몰려드는 K-피부과

의료관광:
외래관광객들의
피부과 소비

국내 피부미용에 대한 관심은 **외래관광객**에서도 여실히 드러난다. 2018년 외래관광객의 피부과 소비금액 비중은 전체 진료과의 15% 수준으로 성형외과 36%의 절반에 못 미치는 수준이었다. 그러나, 2025년 현재 피부과 소비액 비중은 **성형외과의 두 배 넘게 앞지르며 전체 소비액의 53%를 차지**하고 있다. 피부미용에 대한 세계적인 관심도 상승과 더불어, K-뷰티 트렌드가 전 세계를 휩쓸고 있다는 점이 외래관광객의 피부과 소비액 상승을 견인한 것으로 보인다.

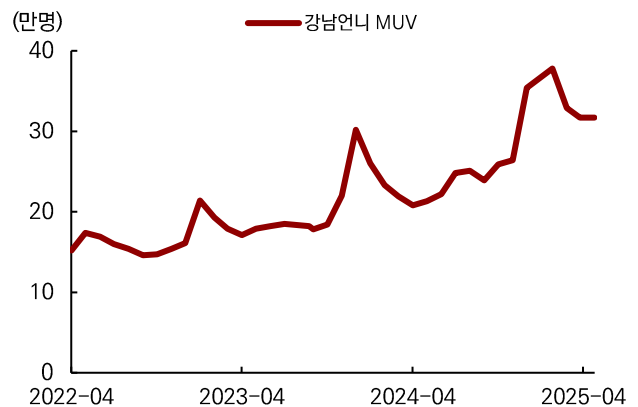
한편, **강남언니, 바비톡**과 같은 피부미용 시술 정보 플랫폼이 해외로 진출함에 따라 국내 피부과 접근성이 좋아지면서 피부과 의료관광의 수요를 급속도로 늘리는 키포인트로 자리했다.

그림 7. 국가별 진료과별 소비 건수 비중



자료: 한국관광데이터랩, KUVIC 리서치 4팀

그림 8. 강남언니 MUV 추이



자료: 강남언니, KUVIC 리서치 4팀

기업분석

사업 부문

동사는 PN 및 PDRN을 기반으로 자가 재생 기술에 특화된 재생 바이오 전문 제약사로, 의약품, 의료기기, 화장품의 연구개발, 제조, 판매를 아우르는 종합 바이오 사업을 전개하고 있다. 주요 사업 부문은 1) **의료기기**, 2) **의약품**, 3) **화장품**으로 구분되며, 의료기기 부문이 전체 매출의 과반을 차지하고 있다.

그림 9. 사업 부문별 매출 비중(2024)

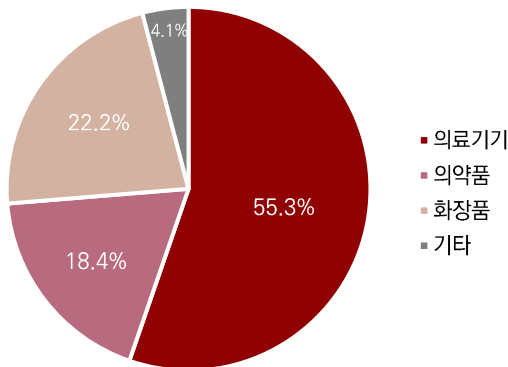
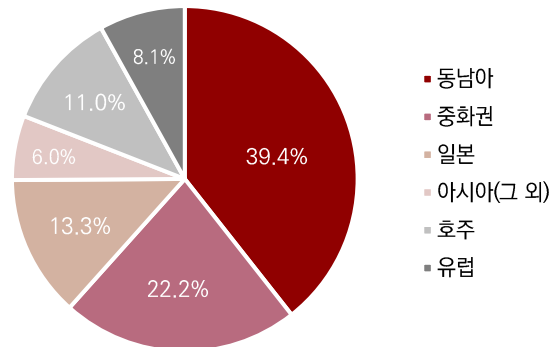


그림 10. 의료기기 수출 지역별 비중 추정(2024)



자료: KUVIC 리서치 4팀

자료: KUVIC 리서치 4팀 추정

의료기기

의료기기 부문
YoY +42.2%,
매출액 1,935억원,
CAGR +46.4%

의료기기 사업부는 회사 성장의 주축 역할을 하고 있다. 주요 제품인 스킨부스터 ‘리쥘란’, 무릎 관절강 주사제 ‘콘쥘란’, 히알루론산(HA) 필러 ‘리쥘비엘’ 등으로 구성되어 있다. 2024년 의료기기 부문 매출은 **전년대비 42.2% 증가한 1,935억원을** 기록했으며, 최근 5년간 CAGR도 46.4%에 달해 업계 평균을 크게 상회하는 고성장세를 유지하고 있다.

스킨부스터 선도주자
리쥘란이 매출의
대부분 견인

특히 PN 기반 스킨부스터 ‘리쥘란’은 **의료기기 매출의 약 80%**를 차지하며, 의료관광 목적으로 방한하는 외국인과 해외 신규 론칭을 통한 신규 고객 확보에 따라 동사의 실적 성장률의 주축이다. 리쥘란은 기본 라인인 힐러 외에 HB, S, I 등 총 4가지 타입이 시장에 유통 중이며 **특히 통증이 완화된 프리미엄 라인인 리쥘란HB**의 경우 2배 가량 높은 가격에도 불구하고 현재 **국내 매출 기준 2~30%**를 차지하는 등 큰 인기를 끌고 있다.

의약품

의약품 부문
YoY +18.4%,
매출액 645억원,
CAGR +10.2%

의약품 사업부는 PDRN 의약품(플라센텍스주, 리쥘비넥스주 등), 면역증강제(자닥신), 보툴리눔 독소(리엔톡스주: 자회사 (주) 파마리서치바이오) 등으로 구성되어 있다. 의약품 사업부는 ETC와 OTC를 모두 판매하는 사업부로, 안정적인 캐시카우로서 자리하고 있다.

화장품

동사는 리쥘란의 시장 인지도를 활용해 화장품 사업을 영위 중이며, 시술에 활용되는 B2B 제품과 소비자들이 사용하는 B2C 제품으로 구분된다. **미국에 수출 중인 리쥘란은 도포제형으로, 의료기기가 아닌 화장품으로 분류**된다. 2025년 화장품 매출의 25% 정도가 미국에서 발생할 것으로 보인다. B2C 제품은 타오바오(중국), 큐텐(일본) 등 현지 오프라인 채널을 통해 판매되고 있다. 큐텐의 뷰티 부문 랭킹 상위권에 리쥘란 제품이 있다는 점에서 일본 내 리쥘란 화장품의 수요가 꾸준함을 알 수 있다.

리쥬란은 무엇이 다른가?

PLLA, PDLLA 성분
스킨부스터에 비해
PN 성분의 리쥬란은
부작용 리스크가 낮음

쥬베룩(스킨부스터 제품)의 실명 사고가 있었다. 쥬베룩은 스컬트라와 유사한 PDLLA 기반의 스킨부스터로, 리쥬란의 PN/PDRN과는 그 성분이 다르다. PDLLA(Poly-D, L-Lactic Acid) 제품은 리쥬란의 PN/PDRN과는 근본적인 작용 방식이 다르다. PLLA 계열은 피부에 '통제된 손상'을 유도해 콜라겐 생성을 촉진하는 기전으로, 피부 볼륨과 탄력 개선에는 효과가 있지만, 제품의 입자 크기나 주입 깊이에 따라 결절 등 **부작용 우려**가 존재한다. 특히 PLLA는 수화 및 희석 과정에서의 정밀성이 요구되며, 의사의 숙련도에 따라 시술 결과가 달라질 수 있다.

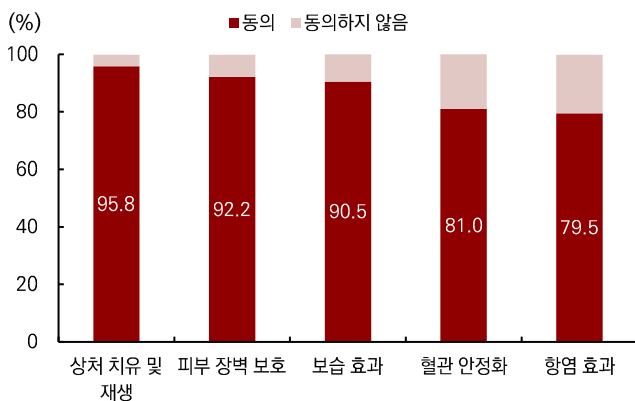
반면 리쥬란은 PN을 기반으로 하여 피부 본연의 재생을 유도하는 기전을 따르며, 콜라겐 생성, 피부 장벽 강화, 수분 개선 등의 효과를 통합적으로 제공한다. 이는 물리적 충전보다는 생리적 재생에 초점을 둔 접근으로, **부작용 가능성이 상대적으로 낮고 시술 후 자연스러운 개선 효과를 기대할 수 있다**. 단적인 사례지만, 경쟁 제품의 실명 사고는 되려 PN/PDRN에 대한 기술적 우위를 보여준다고 할 수 있다.

PN 성분: 자연스러운
피부 개선, 복합 시술
효과적

실제로 2023년 발표된 연구(Lee et al., Skin Research and Technology, 2023)에서 557명의 대한민국 미용 의사를 대상으로 PN의 실제 임상 활용과 인식된 효과를 조사했다. 대다수의 응답자는 **PN 치료가 “효과적”**이라고 평가했으며, 특히 상처 치유와 피부 장벽 보호에 대해 매우 높은 수준의 동의를 보였다. 이는 PN이 단순한 보습이나 진정 효과를 넘어, 시술 후 피부 회복과 개선에 실질적 영향을 주는 성분으로 인식되고 있음을 시사한다.

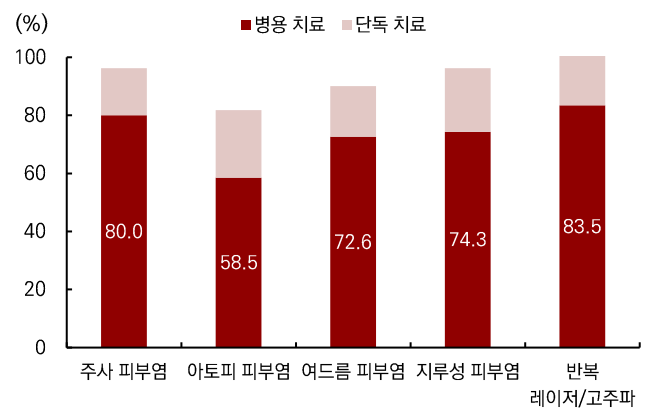
또한, PN 치료는 **복합 시술에서 시너지 효과**가 특히 두드러졌다. 히알루론산, 보툴리눔 독소 등과 병용 시, PN은 피부 회복 속도와 조직 안정성 향상에 기여하는 것으로 평가되었다. 특히 반복적인 레이저나 고주파 시술 이후 나타나는 민감 반응이나 피부 위축 등에 있어, 확실한 치료 효과를 보였다. 이러한 맥락에서 고분자 PN 기반의 리쥬란은 대체 불가능한 치료 옵션으로 자리매김하고 있다.

그림 11. PN의 효과 항목별 동의율



자료: Lee et al., Skin Research and Technology, 2023, KUVIC 리서치 4팀

그림 12. PN의 병용 치료 비율



자료: Lee et al., Skin Research and Technology, 2023, KUVIC 리서치 4팀

또 다른 쥬란, 콘쥬란

2024년 콘쥬란 매출
350억원 추정

리쥬란과 함께 동사의 의료기기 사업부에 속한 콘쥬란은 무릎 골관절염(OA) 적응증으로 허가된 주사제로 파마리서치의 주력 성분인 PN을 기반으로 하는 소위 **무릎 관절 윤활제**이다. 무릎 골관절염에는 대부분 히알루론산이 쓰이지만, 콘쥬란은 PN 시장을 홀로 개척함에 따라 독자적인 지위를 확보하고 있다.

최근 콘쥬란은 보험급여 규정 변화에 따라 곤욕을 치르고 있다. **2025년 7월부터는 급여 체계가 개정됨**에 따라 6개월 내 5회까지 90%로 환자 부담금이 상향되며, 그 이후에는 비급여로도 시술이 불가하도록 변화하였다. 이에 대해, 파마리서치는 즉시 **행정명령 중지 가처분 신청**을 냈으며, 지난 4월 말 법원이 이를 인용했다. 따라서 당분간 급여체계는 이전과 동일하게 유지될 전망이다. 약 1년간 진행되는 행정 소송 이후의 콘쥬란의 급여 체계에는 어느 정도의 불확실성이 동반될 전망이다.

투자포인트

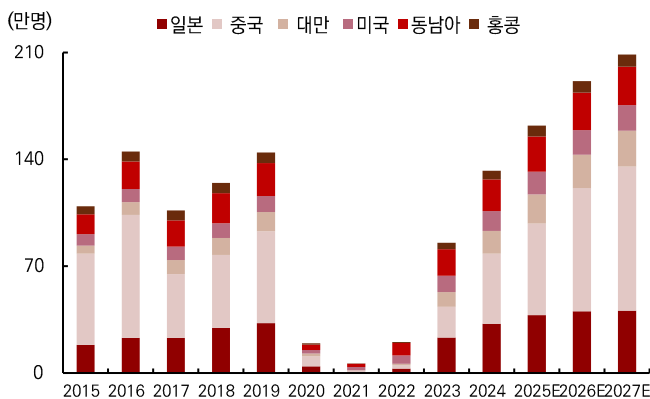
Point 1. 한국인도 외래관광객도 너도나도 리쥬란

외래관광객이 몰려 들어온다

역대 최고 수준의
인바운드 수요

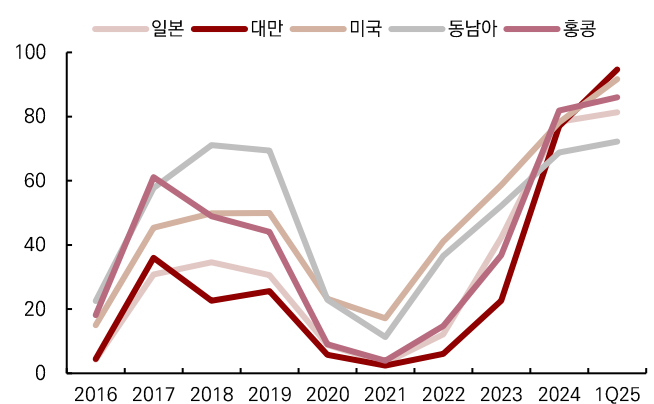
2025년 한국에는 **외래관광객이 물밀듯이 몰려들고 있다**. 코로나 이후 회복 추세에 있던 인바운드 관광 객은 작년 기준 1,600만명을 기록하며 한한령 이전 역대 최다 수준인 1,700만명에 육박했다. 올해에는 한한령 해제 등에 따라 증가 추세가 더욱 강화되어 **역대 최고 수준의 인바운드 수요**를 마주할 것으로 예상된다.

그림 13. 외래관광객 추이



자료: 한국관광데이터랩, KUVIC 리서치 4팀

그림 14. 인천공항 검색어 트렌드: 역대 최고 수준



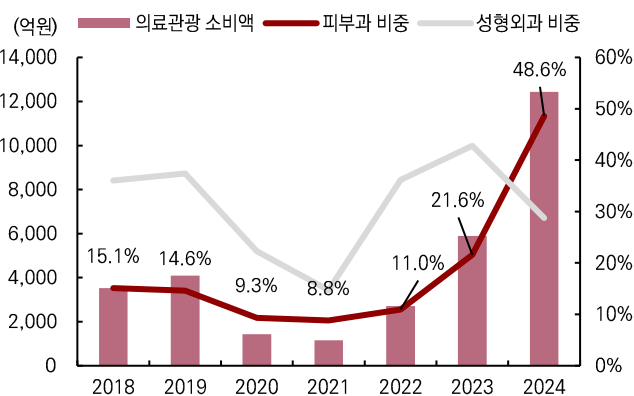
주: 0은 검색량이 적음을, 100은 검색량이 많음을 상대적으로 의미함.
자료: Google Trend, KUVIC 리서치 4팀

인바운드 관광객의 지갑은 피부과를 향한다

의료관광 소비 건수
YoY +80%,
피부과가 가장 인기

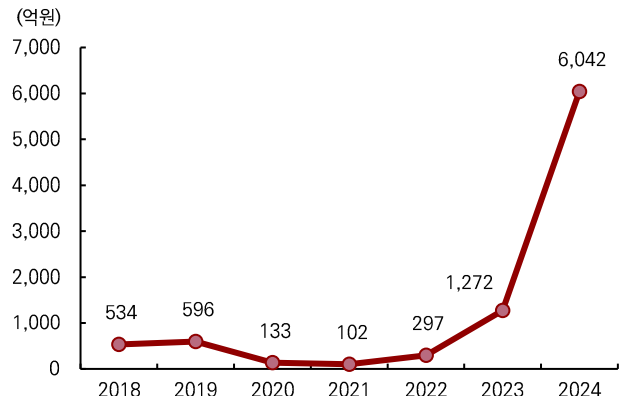
유례없는 급격한 관광객 증가 속 최대 수혜처는 의료관광 시장이다. 현재 인바운드 관광객 5명 중 1명은 한국 여행에서 의료서비스를 이용한다. **의료관광 소비 건수는 작년 대비 80%가량 증가**하였고, 관광객 증가세보다 더욱 가파른 상승세를 보였다. 가장 많이 관광객들이 이용하는 의료서비스는 피부미용 시술이다. 피부과는 의료관광 중 소비 건수 기준 전체의 21%를, **소비금액 기준으로는 50%가량**을 차지한다. 단일 진료과로서는 압도적인 비중이다. 특히, 일본과 중화권 관광객은 의료 관광 소비액의 무려 60%를 피부과에서 지출한다.

그림 15. 의료 관광객 소비금액 및 진료과별 비중



자료: 국제의료정보포털, KUVIC 리서치 4팀

그림 16. 피부과 소비금액 추이

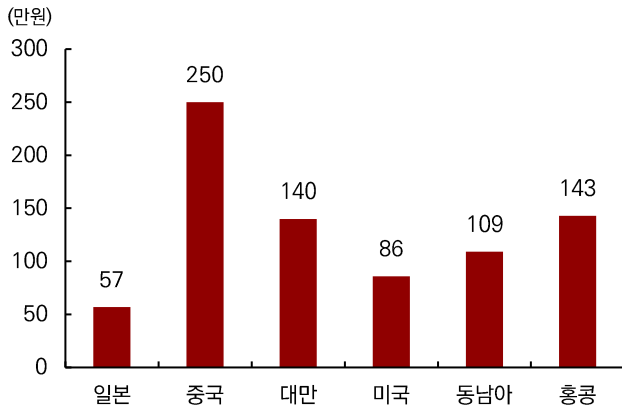


자료: 국제의료정보포털, KUVIC 리서치 4팀

국가별
평균 결제 금액:
높은 금액의 중국,
낮은 금액의 일본

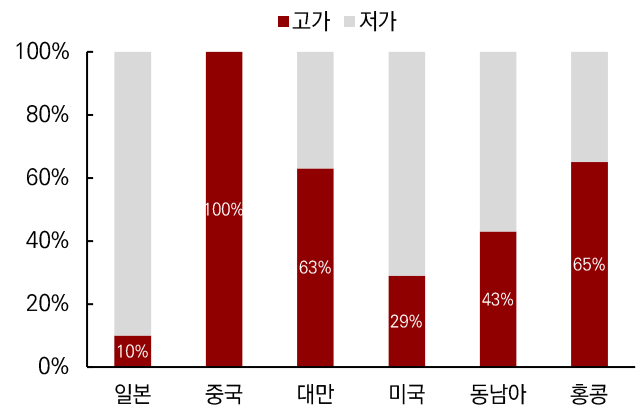
피부과에서 선호하는 시술은 국가별로 다소 차이를 보인다. 국가별 시술 선호도를 확인할 수 있는 방법은 결제 건수 당 국가별 평균 결제 금액이다. 대표적으로 **중국인은 피부과에서 건당 평균 250만원을** 소비하는 반면, **일본인은 비교적 적은 57만원만 소비**한다. 이를 통해 중국인은 고가의 레이저/리프팅 시술과 복수의 시술을 선호함을 유추할 수 있는 한편, 일본인은 저가의 시술과 단일 시술을 선호함을 유추할 수 있다. 이를 바탕으로 국가별 평균 소비액에 따른 특징 및 고가&저가 시술의 선호도를 아래와 같이 추정하였다.

그림 17. 국가별 결제 건수당 평균 금액



자료: 국제의료정보포털, KUVIC 리서치 4팀

그림 18. 국가별 고가 시술 시행 비중 추정



자료: Google, Baidu, KUVIC 리서치 4팀 추정

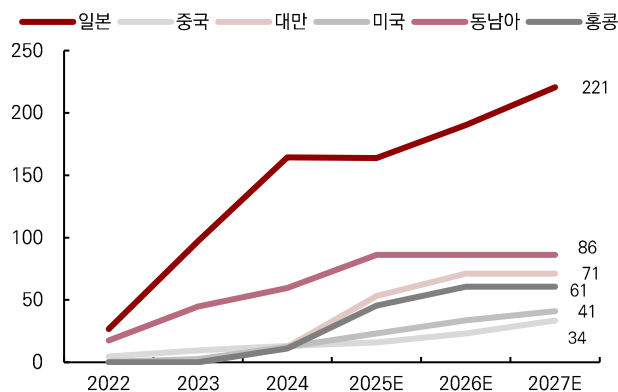
피부과에서 리쥬란은 기본이죠

의료 관광의 수혜 및
타 시술과의 시너지

한편, 리쥬란은 국가와 무관하게 피부과의 인기 시술로 자리하고 있다. **리쥬란의 장점은 타 시술과 시너지가 발생한다는 점**이다. 의료관광객의 특성상 한국 피부과에 자주 방문할 수 없어 내국인에 비해 복수의 시술에 대한 선호가 높다. 이런 상황에서 리쥬란을 기본으로 타 시술과 조합하여 시술하는 건수 역시 증가하는 추세로 파악된다.

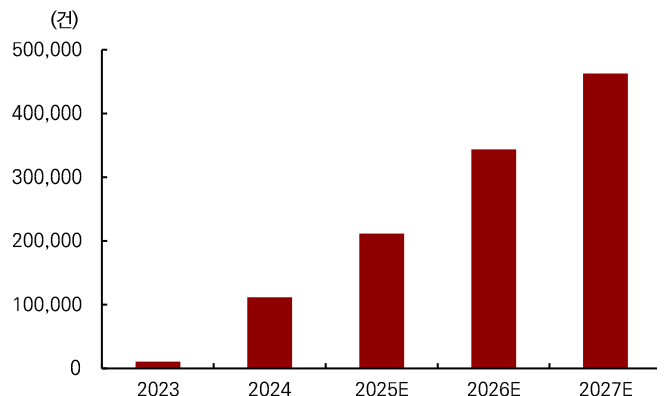
울썬라/써마지와 같은 보편적인 고가 시술을 기준으로 파악했을 때, **일본의 상대적인 리쥬란 선호도는 무려 164%에 달한다**. 한편, 고가의 시술을 선호하는 중화권과, 아직 리쥬란 주사제가 출시되지 않은 북미권에서도 리쥬란의 선호도가 가파르게 상승하는 모습은 피부과 의료관광의 수혜가 온전히 리쥬란으로 이어질 것임을 방증한다.

그림 19. 울썬라/써마지 대비 상대적인 리쥬란 선호도 추정



주: 0은 검색량이 적음을, 250은 검색량이 많음을 상대적으로 의미함.
자료: Google, Baidu, KUVIC 리서치 4팀 추정

그림 20. 외래관광객 리쥬란 시술 건수 추정



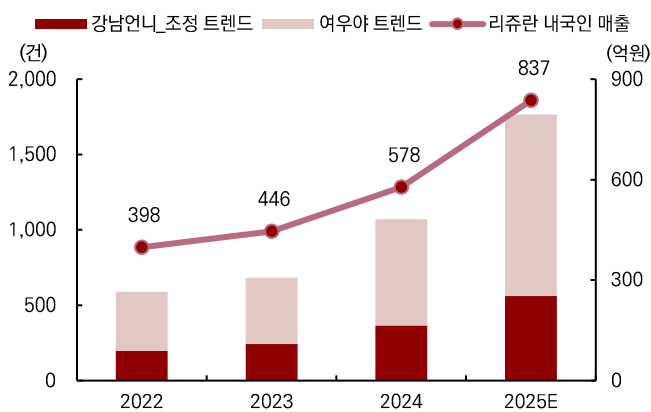
자료: KUVIC 리서치 4팀 추정

토종 한국인도 리쥬란은 참을 수 없다

작년부터 불붙은
국내 트렌드: 피부
시술 검색어 1위

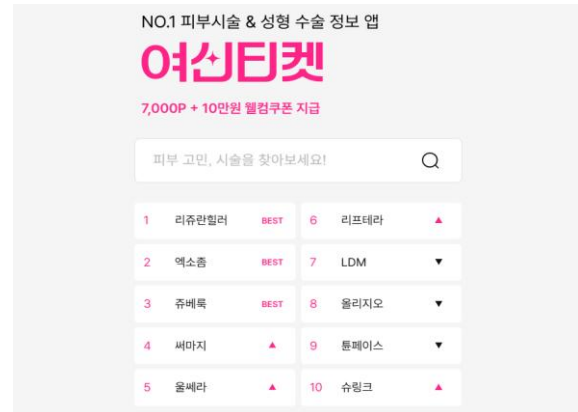
동사 의료기기 내수 부문의 성장은 오직 의료관광객에 국한되지 않는다. **한국인들 사이에서의 리쥬란 트렌드 상승** 역시 무시할 수 없을 정도로 매섭다. 대표 피부미용 시술 플랫폼인 **강남언니**에서 리쥬란의 검색 게시글은 **지난달 349건으로 YoY +170%, QoQ로 +36% 늘어나** 역대 최고 수준을 보였다. **다른 피부미용 시술 플랫폼인 여우야에서도 지난 1분기 1,205건의 게시글** 수로 유례없는 관심도를 나타냈다. 피부 시술 관련 검색어 순위를 알려 주는 여신티켓에는 ‘리쥬란 힐러’가 압도적인 1등이다. 작년부터 이어진 리쥬란에 대한 관심도 상승이 둔화되지 않고, 가속도가 붙은 모양새이다. 과거 리쥬란 관심도 추이를 감안할 때, 곧 리쥬란 내수 매출액 상승으로 이어질 수밖에 없으며, **동사 실적의 서프라이즈 요소**로 작용할 것으로 판단한다.

그림 21. 주요 커뮤니티 트렌드 및 리쥬란 내국인 매출



자료: 강남언니, 여우야, KUVIC 리서치 4팀 추정

그림 22. 여신티켓 시술 순위



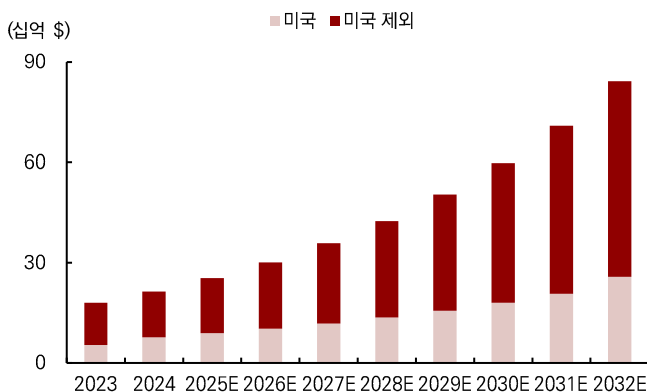
자료: 여신티켓, KUVIC 리서치 4팀

Point 2. 미국 MedSpa 시장 진출

미국 MedSpa
시장 규모 전망:
2024년 77억 달러,
2033년 258억 달러

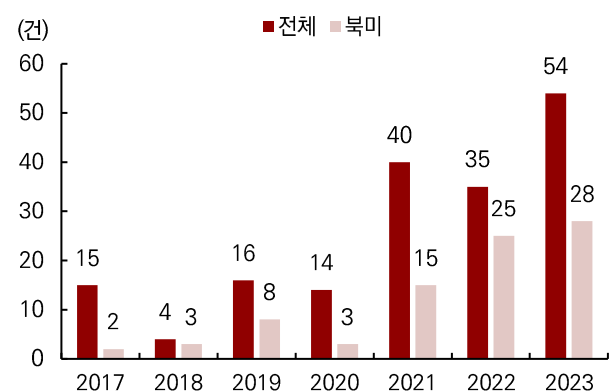
전체 의료미용 시장에서 약 40% 비중을 차지하는 미국에서는 **MedSpa** 시장이 가파르게 성장하고 있다. 미국 MedSpa 시장 규모는 2024년 77억 달러에서 연평균 13%로 성장해 2033년 258억 달러에 달할 것으로 전망된다. 2022년 미국에서 약 8,900개의 MedSpa 지점이 운영되었으며, **2023년에는 약 10,500개의 지점**으로 17.9% 성장률을 보이고 있다.

그림 23. 미국 MedSpa 시장 규모 전망



자료: 시장보고서 자료 종합, KUVIC 리서치 4팀

그림 24. MedSpa 시장 M&A 건수



자료: Ambwealth, Meridian capital, KUVIC 리서치 4팀

MedSpa는 의료(Medical)와 스파(Spa)를 결합한 시설로, 전문가의 미용 시술과 휴식을 누릴 수 있다. 미국 소비자 입장에서는 병의원 대비 MedSpa가 미용 시술에 특화되어 있고, 가격 경쟁력도 높아 접근

성이 우수하다. MedSpa는 주로 짧은 시간 내에 받을 수 있는 비침습/최소침습 시술 위주로 운영되며, 시술 효과를 지속시키기 위해서는 멤버십 제도를 통한 정기적인 방문을 유도한다. 이 멤버십 제도는 유튜브 구독처럼 시술 n회를 할인가에 일시 결제하여 높은 재방문율, 안정적인 매출, 만족도 높은 사후관리 등의 새로운 의료미용 플랫폼을 형성하고 있다.

MedSpa 시장
성장에 따라 비침습적
미용시술 수요 증가

MedSpa 시장이 성장함에 따라, 비침습적 미용시술 역시 증가했다. 특히 대표적인 스킨부스터 제품 **Galderma사의 Sculptra**를 팔목할 만하다. MedSpa 트렌드가 성장함에 따라 스킨부스터 수요 증가로 Fillers&Biostimulators 부문 매출액이 2023년 9.7억 달러에서 2024년 10.1억 달러로 증가했다.

표 4. MedSpa 인기 시술 가격 비교

제품명	평균 가격(\$)	최저(\$)	최대(\$)	제조사
Sculptra	2,072	725	6,000	Galderma
Radiesse	1,362	600	4,000	Merz Aesthetics
Skinvive	700	650	750	Allergan
Restylane	1,087	400	3,300	Galderma

자료: Realself, KUVIC 리서치 4팀

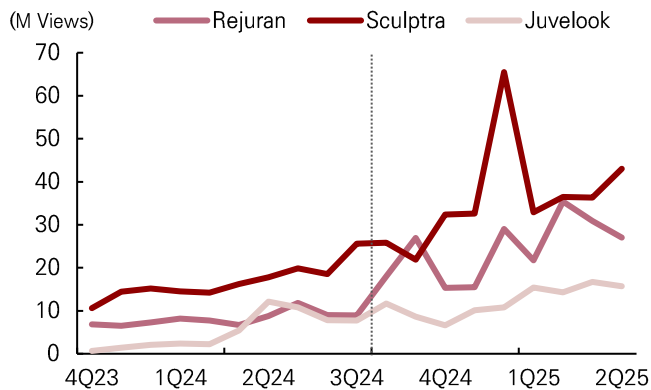
법안 개정으로
MedSpa 개원 주체
증가, 미국 TAM 확대

주별로 규제가 다르지만, 대부분 주에서 **간호사(NP, PA)**나 **메디컬 에스테티션(Aesthetician)**이 의사 감독 하에 시술할 수 있다. 기존 미국 법안은 MedSpa를 소유할 수 있는 주체는 의사 또는 의료 단체로, 지분의 51% 이상을 의사가 소유해야 했다. 따라서 전문 간호사(NP)만 시술할 수 있었으나, **2026년부터 Assembly Bill-890 법안에 따라 전문 간호사(RN)**가 캘리포니아 주에서 최소 3년의 정규 근무한 경우, **경력 간호사(NP) 신청**이 가능하다. 이로 인해 MedSpa를 개업할 수 있는 인원이 압도적으로 늘어나는 것이다. 미국 내 가장 많은 MedSpa가 존재하는 캘리포니아에서 2026년부터 개원할 수 있는 주체가 늘어남에 따라 MedSpa와 함께 미용 시장의 성장이 기대된다.

인플루언서, 연예인
언급/후기로 급등한
미국 트렌드

미국의 인플루언서이자 모델, **김 카다시안**이 2024년 7월경 방영된 The Kardashinas에서 리쥬란 힐러 시술을 받은 사실을 공개했다. 미국 배우, 제니퍼 애니스톤도 월스트리트저널과의 인터뷰에서 연어 주사 시술을 경험해 봤다고 언급했다. 특히 김 카다시안은 연어 정자를 주입한 후, 피부가 좋아졌다고 구체적으로 후기를 밝혔다. 김 카다시안의 시술 경험 공유 후 **미국 내 검색 트렌드는 MoM +63.2%** 증가했으며, 미국 셀럽들의 언급/후기가 제품의 트렌드를 끌어올렸다는 것을 확인할 수 있다. 실제로 구글 트렌드 및 틱톡 트렌드를 보면 2024년 하반기에 성장하는 모습을 볼 수 있다. **Galderma의 Restylane, Merz Aesthetic의 Radiesse의 구글 트렌드를 역전했으며**, 아직 Sculptra와는 구글 트렌드의 차이가 존재하지만 점차 따라잡고 있다. 틱톡 트렌드의 경우, 2024년부터 스킨부스터에 대한 관심이 급증했으며, 24년 하반기부터 Sculptra의 트렌드를 따라잡고 있음을 확인할 수 있다.

그림 25. 틱톡 트렌드



자료: Tiktok, KUVIC 리서치 4팀

그림 26. 리쥬란 시술 후기 언급



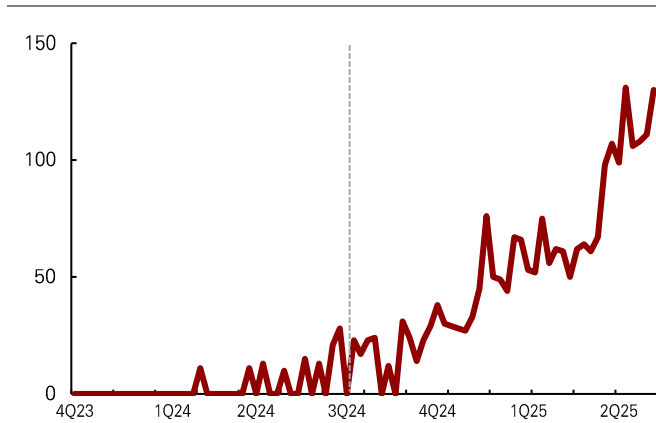
자료: The Kardashians, KUVIC 리서치 4팀

Sculptra의 트렌드를 따라잡는 리쥬란, 대형 체인 유통으로 본격적인 침투 시작

해당 트렌드를 기반으로 Sculptra 매출을 통해 동사의 리쥬란의 수출액을 예상할 수 있다. 현재 리쥬란과 Sculptra의 **틱톡 트렌드 차이는 단 1/4가량**이다. 한편, Sculptra의 MedSpa 침투율은 현재 54%로 추정된다. 현재 동사의 리쥬란의 침투율은 매우 낮은 수준이지만, 올해는 대형 체인 MedSpa Laseraway와 파트너십을 맺어 본격적인 미국 영업에 들어간 만큼, 가파른 침투율 상승이 기대된다. Sculptra의 **1/3 수준인 MedSpa의 18%만 침투한다고 가정**, Sculptra 대비 리쥬란의 트렌드를 감안할 때 미국의 리쥬란 도포제 수출액으로 **연간 244억원을** 예상한다. 만약 리쥬란이 Sculptra와 동일한 MedSpa 침투율을 달성한다고 가정하면, 미국 向 화장품 매출액은 **745억원까지도 예상할 수 있다**.

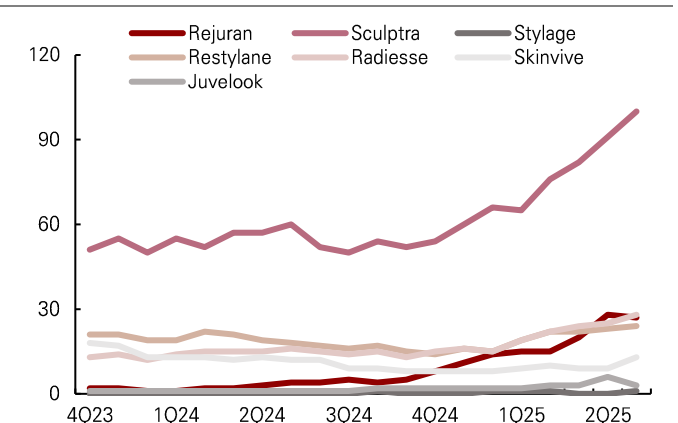
당사는 올해 2월, 전국에 175개 이상 있는 미국 피부과 제공 업체 **Laseraway와 파트너십**을 체결했으며, 리쥬란은 현지에 있는 Laseraway MedSpa 체인점에 유통되기 시작했다. 현재 리쥬란은 스킨부스터, 톤업부스터 2가지 종류로 화장품 형태로 수출되고 있다. 기존의 주사제 형태가 아닌 도포형 화장품으로 판매 중임에도 인기를 얻고 있기 때문에, 향후 FDA 승인을 받은 주사제 리쥬란이 출시된다면 더 큰 매출 성장을 기대할 수 있다.

그림 27. 리쥬란 구글 트렌드 추이



주: 0은 검색량이 적음을, 150은 검색량이 많음을 상대적으로 의미함.
자료: Google Trend, KUVIC 리서치 4팀

그림 28. 주요 시술 구글 트렌드 추이 비교



주: 0은 검색량이 적음을, 120은 검색량이 많음을 상대적으로 의미함.
자료: Google Trend, KUVIC 리서치 4팀

Point 3. 리쥬란이 없는 국가가 없도록

그 누구도 리쥬란은 참을 수 없다

2025년 동남아시아 신규 국가 및 유럽 본격적인 론칭

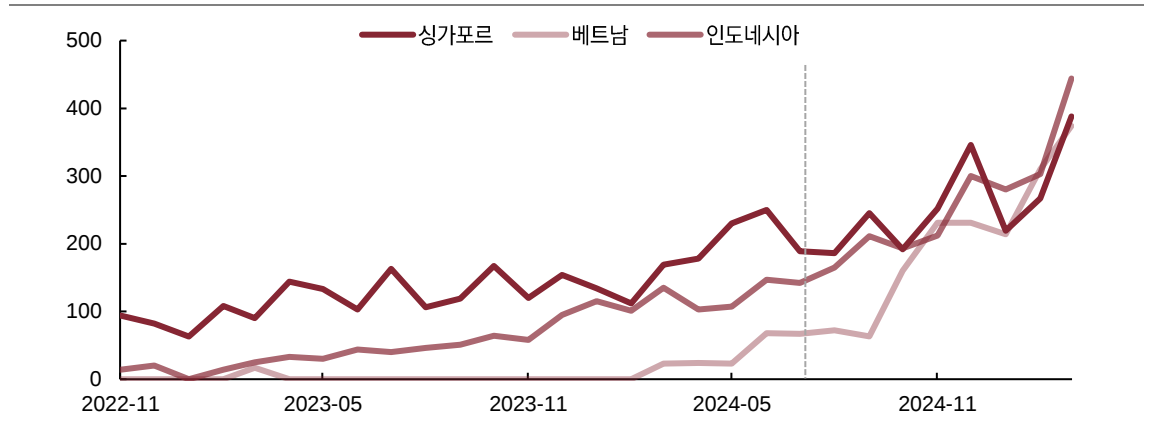
당사는 2025년 동남아시아 2곳, 유럽 4곳의 신규 론칭을 준비 중이다. 2024년 하반기부터 이어진 리쥬란 론칭 효과로, 2025년 리쥬란 수출액은 동남아시아 391억원(YoY +77.1%), 유럽 120억원(YoY +306.1%)으로 예상한다. 이는 **1) 2024년 인도네시아와 베트남에서 리쥬란HB 론칭 후 관심도와 수출액이 급증한 사실과 2) 글로벌 피부미용 시장 2위 대륙에 진출한다는 점에** 기인한다.

신규 론칭 효과 가시화

인도네시아가 보여준 리쥬란HB 론칭 효과

현재 당사는 동남아시아 5개국(싱가포르, 인도네시아, 태국, 베트남, 말레이시아)에 제품을 수출하고 있으며, 인허가 승인을 획득한 동남아시아 국가는 총 7개국이다. 2024년 하반기부터 순차적으로 론칭을 하고 있고, 시장 반응은 긍정적이었다. 싱가포르, 인도네시아, 베트남에서 론칭 이후 제품 관련 검색량이 급증했으며, 이에 따른 수출 증가도 확인됐다. 특히 인도네시아는 리쥬란HB 론칭 이전에는 수출액이 미미했으나, 론칭 이후 동남아시아 내 **최대 수출국**으로 부상했다. 싱가포르의 경우에도 2024년 기준 리쥬란 수출량이 **전년대비 342% 증가**했다. 2025년에는 말레이시아 및 필리핀에서도 신규 론칭이 있을 것으로 전망하며, 베트남과 같은 수출 추이를 보일 경우 **2025년 동남아시아 의류기기 수출액은 378억원을** 달성할 전망이다.

그림 29. 동남아시아 3개국 리쥬란 (Rejuran) 검색량 추이



주: 0은 검색량이 적음을, 500은 검색량이 많음을 상대적으로 의미함.
자료: Google Trend, KUVIC 리서치 4팀

세계 2위 시장에 본격적인 진출

유럽 진출을 위한
준비는 끝난
파마리서치

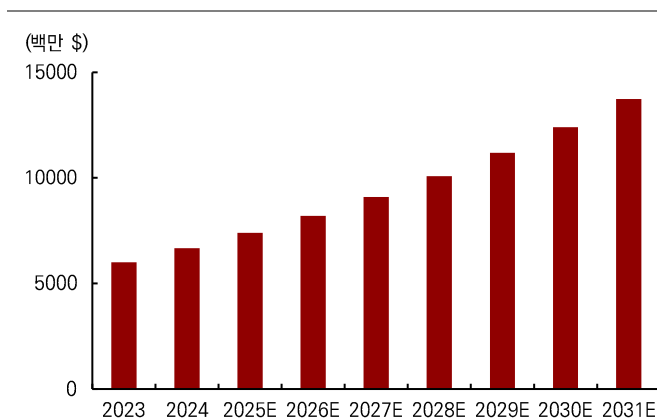
유럽의 의료미용 시장은 2023년에 60억 달러 규모에서 연평균 8%로 성장하여 2031년까지 137억 달러에 달할 것으로 예상된다. 유럽계 사모펀드 CVC는 파마리서치에 대한 2,000억의 투자를 결정하며 동사는 유럽 판매 채널을 형성하였으며, EU의 의료기기 규정인 CE MDR 인증을 획득하며 유럽 전역에서 리쥬란의 판매를 시작할 수 있게 되었다. 동사는 콘퍼런스 콜에서 2025년 독일을 시작으로 프랑스, 스페인, 영국 순으로 유럽에 진출할 계획이라 밝힌 바 있다. 동남아시아 론칭 후 시장의 반응이 좋았다는 점에서 유럽 시장에서도 긍정적인 반응을 얻어 2년 내로 높은 매출 성장률을 보일 것이다. 동사는 25년에는 유럽 14개국에 진출하려는 움직임을 보이며 160억원의 매출이 기대된다. 유럽에서의 론칭이 성공적일 시 2026년에는 유럽 전역으로 판매채널을 확대할 것이라는 계획을 밝히며 유럽 44개국 중 남은 30여개국의 절반인 15개국 정도에 진출하며 240억원의 의료기기 해외 매출을 올릴 것으로 기대된다.

표 5. 유럽 리쥬란 인허가 승인 국가

유럽 인허가 상황				
우크라이나	벨라루스	리투아니아	튀르키예	뉴질랜드
불가리아(4Q24)	덴마크(3Q24)	스웨덴(3Q24)	핀란드(3Q24)	노르웨이(3Q24)
알바니아(4Q24)	체코(3Q24)	유럽 MDR(4Q24)		

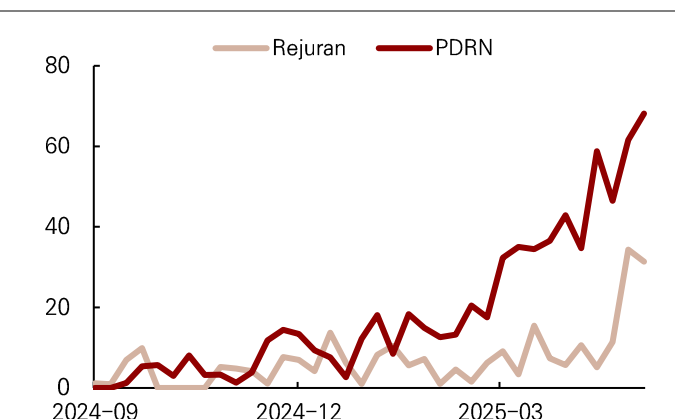
자료: 파마리서치, KUVIC 리서치 4팀

그림 30. 유럽 의료미용시장 전망



자료: Modor intelligence, KUVIC 리서치 4팀

그림 31. 유럽 Rejuran, PDRN 검색량 추이



주: 0은 검색량이 적음을, 80은 검색량이 많음을 상대적으로 의미함.
자료: Google Trend, KUVIC 리서치 4팀

투자리스크

美 관세 정책 변수, 수출 확대 전략의 잠재적 리스크 요인

동사는 고성장 중인 미국 MedSpa 시장을 전략적 진출지로 설정하고 있다. 최근 Laseraway 등 현지 MedSpa와의 공급 계약 및 협업 확대를 통해 서구권 매출 근거 확보, 향후 주사제 제품의 FDA 인허가 획득을 통한 의료기기 시장 진입도 계획 중이다. 이에 따라 동사 역시 향후 수출 비중 확대 시 직접적인 정책 리스크에 노출될 가능성이 높다.

미국 정책 노출
리스크 부각

따라서 미국 의약품 관세 정책의 향방은 동사의 중장기 글로벌 전략 전개에 있어 주요한 불확실성으로 작용할 수 있으며, 향후 미국 내 CMO 협력 확대, 생산 거점 다변화 등 실질적 대응 전략 수립이 요구되는 시점이다. 다만, 동사는 미국 내 제품 인지도 확대 및 현지 유통 파트너십을 바탕으로 시장 기반을 구축해 나가고 있는 만큼, 관세 이슈에 대한 선제적 대응이 병행될 경우 미국 시장은 여전히 외형 성장을 견인할 핵심 축으로 기능할 수 있을 것으로 전망된다.

리쥬란 말고 그냥 값싼 연어주사 맞으면 안 되나?

제네릭 제품과의
경쟁 가능성

최근 스킨부스터 시장의 성장에 따라 PN/PDRN 기반의 제네릭이 다수 등장하고 있다. 대부분 리쥬란을 모방한 형태로, 외형상 유사한 성분 구성과 효능을 표방하고 있는 실정이다. 그러나 리쥬란은 국내 병원 네트워크 내 높은 인지도와 임상 경험을 바탕으로, 시술자와 소비자 모두로부터 높은 신뢰도를 확보하고 있다. 미용 의료기기 시장은 제품 자체뿐 아니라 시술자의 선택과 환자의 심리적 신뢰가 구매 결정에 직접적으로 작용하는 구조인 만큼, 리쥬란의 브랜드 파워는 제네릭의 가격 경쟁력을 상쇄하는 강력한 진입장벽으로 작용하고 있다.

2023년 9월부터 국내시장에서 제네릭 제품들이 출시되고 있으나, 리쥬란의 오리지널리티를 넘지 못하고 있다. 오히려 PN 기반 스킨부스터 시장을 확대하고 있다. **제네릭 제품이 따라올 수 없는 가장 큰 이유는 리쥬란이 쌓아온 10년간의 임상 경험이 있기 때문이다.** 여러 임상 연구에서 리쥬란의 긍정적인 결과를 확인할 수 있다. 한 연구에 따르면, 300명 이상의 참가자를 대상으로 12개월간 리쥬란을 사용한 결과 **대부분의 환자에서 부작용이 경미하거나 일시적이었으며, 심각한 부작용은 거의 발생하지 않았다.** 또 다른 연구인 100명을 대상으로 한 임상에서는 **95%가 부작용 없이 만족스러운 결과를 보고했다.** 이처럼 10년간 동사가 쌓아온 임상 안정성과 효과를 입증한 연구 결과들이 리쥬란의 오리지널리티를 강화하는 해자가 되어 주고 있다.

톡신의 대표적인 보톡스(2002)나 초음파 시술의 울썸라(2009)처럼, 출시 후 20여 년이 지난 지금도 오리지널 제품은 유사 제품이 다수 등장했음에도 불구하고 여전히 시장에서 강한 영향력을 유지하고 있다. 특히 앨러간의 보톡스는 톡신 시술의 대명사로 자리잡아, 오늘날 소비자들은 ‘톡신 시술’보다는 ‘보톡스 시술’이라는 표현에 더 익숙할 정도다. 스킨부스터 시장에서도 마찬가지로, 리쥬란은 그 자체로 고유명사처럼 인식되고 있다. **소비자들은 ‘스킨부스터를 맞으러’ 병원을 찾는 것이 아니라, ‘리쥬란을 맞으러’ 병원을 찾고 있다.**

밸류에이션

매출 추정 논리

동사의 매출은 사업부별로 1) 의료기기, 2) 의약품, 3) 화장품으로 나누어 추정하였다. 또한, 사업부별 내수와 수출 매출을 구분하여 추정하였다.

1. 의료기기 사업부

동사의 의료기기 사업부에서 판매하는 제품은 크게 ① 리쥘란 ② 콘쥘란 ③ 필러다. 리쥘란은 국내외 모두에서 유의미한 실적을 거두고 있는 한편, 콘쥘란과 필러는 내수에서 중점적으로 사업을 영위 중이다.

1-1. 의료기기 내수

표 6. 의료기기 내수 추정 테이블

(단위: 십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
내수	82	95	137	221	322	432
YoY		+15%	+45%	+61%	+46%	+34%
리쥘란	40	47	99	180	279	386
내국인	40	45	70	115	173	244
의료 관광객	0	3	29	65	105	142
일본	-	0	8	18	25	33
중국	-	1	9	8	16	28
대만	-	0	3	13	24	30
미국	-	0	1	4	6	8
동남아	-	0	3	9	12	15
홍콩	-	0	2	6	10	11
기타	-	0	3	8	13	17
콘쥘란	40	45	35	36	37	39
YoY		+12%	-22%	+3%	+3%	+3%
필러	2	3	4	5	7	8

자료: KUVIC 리서치 4팀 추정

① 콘쥘란

60세 이상 고령 환자 수 x 퇴행성 관절염 환자 비율 x 전체 시술 비율 x 콘쥘란 점유율 x 시술단가

퇴행성 관절염은 60세 이상의 고령층에서 주로 발병하며, 따라서 그 환자 수는 **60세 이상 인구 수와 동일한 추세를** 갖는다. (상관계수: 0.99) 한편, 퇴행성 관절염 환자의 60~70%가량이 시술을 시행하며, 최근 시술 환자 비율이 늘어나는 추세다. 다만, 보수적 추정을 위해 2023년의 환자 중 시술 비율 72%의 경우 향후에도 동일 가정했다.

과거 콘쥘란의 침투율은 과거 동사의 소통과, IR 문의를 통해 간접적으로 추정하였다. 특히 2024년부터는 회사 소통에 따라 콘쥘란의 매출이 감소한 것으로 추정했으며, 향후 더 이상의 **침투율 상승이 제한되고 오직 시장 성장만이 반영**된다는 가정하에 추정을 진행했다. 시술 단가의 경우 콘쥘란의 보험급여 상한액인 6.13만원에서 도매가를 할인하여, 6만원으로 가정하였다.

표 7. 콘쥘란 매출 추정 테이블

항목	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출 (억원)	231	311	402	450	350	362	373	385
콘쥘란 시술 (만건)	43.6	52.7	67	75	58.3	60.3	62.1	64.1
단가 (만원)	5.3	5.9	6	6	6	6	6	6
침투율	4.1%	4.4%	5.0%	5.0%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%

자료: KUVIC 리서치 4팀 추정

② 리쥘란

a. 리쥘란 시술단가

명동, 강남 등지의 피부과 인터뷰를 통해 리쥘란의 공급가를 추정하였다. 리쥘란의 경우 1회 시술 시 하나의 제품 복수의 제품을 사용함을 고려하여 **힐러 기준 4cc 24만원, HB 기준 3cc 36만원을 1회 시술 단가로 가정하여 공급가를 추정했다**. 이후, 국내의 경우 힐러와 HB의 MIX 변화를 감안하여 평균 시술 단가를 도출했으며, 해외의 경우 각 시장 상황에 맞게 국내 평균 시술 단가를 모델로 추정을 진행했다.

표 8. 리쥘란 평균 시술 단가 추정

(단위: 원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
P 추정	258,000	264,000	266,400	268,800	271,200
힐러	85%	80%	78%	76%	74%
HB	15%	20%	22%	24%	26%

자료: KUVIC 리서치 4팀 추정

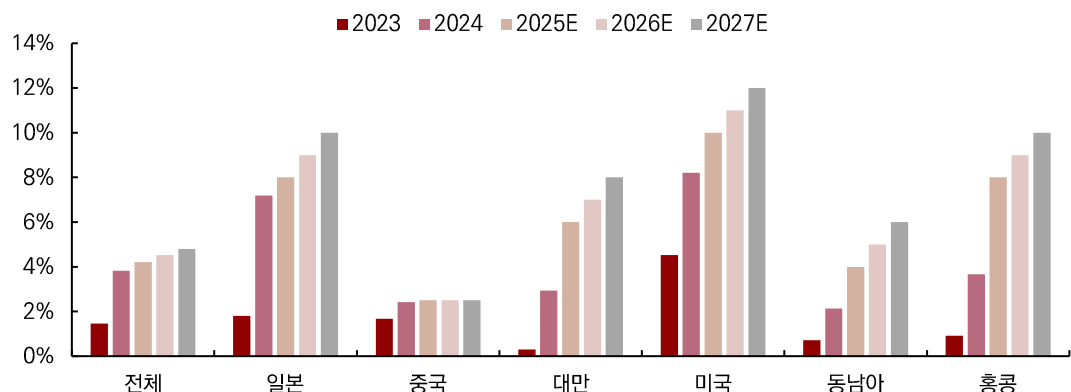
b. 외래관광객

방한 외래관광객 x 외래관광객 중 피부과 의료관광 비율 x 리쥘란 선호도 x 시술 단가

우선 2025년 이후 **방한 외래관광객**을 추정하기 위해, 국내 인바운드 주요 국가인 일본, 중국, 대만, 미국, 동남아, 홍콩의 관광객을 별도로 나누어 추정을 진행하였다. 2025년의 경우 지난 4월까지의 YoY 관광객 증가 추세를 감안하여 추정했다. 한편, 2026년 이후 추정은 최근 **인천 공항 검색어 트렌드**는 주요 국가 모두에서 ATH를 보이고 있음을 감안, 한국 여행의 인기가 추세적으로 상승하고 있음을 파악하였다. 따라서, 중국을 제외한 모든 국가에서 올해 인바운드 여행객은 코로나 이전 수치 이상으로 성장할 것을 전망한다. 중국 역시 한한령이 해제됨에 따라 2026년까지 2016년 한한령 이전 고점을 회복할 것을 가정했다.

외래관광객 중 피부과 소비 비율은 국가마다 상이한 소비 특징을 반영하기 위해, 주요 **국가별로 나누어 별도 추정**을 진행하였다. 국제의료정보포털에서 제공하는 **피부과 소비 건수**를 전체 방한 외래관광객으로 나누어 현재 피부과 소비 비율을 산출하였다. 이후, 과거 소비율 상승 추이 및 **국가별 GDP, 국가별 한국 여행 목적** 등을 복합적으로 고려하여 추정을 진행하였다.

그림 32. 외래관광객 피부과 소비 비율 추정



자료: 국제의료정보포털, KUVIC 리서치 4팀 추정

한편, 국가마다 선호하는 피부과 시술에는 다소 차이가 존재한다. 대표적으로 중국의 경우 복수의 고가 시술을 선호하는 한편, 일본의 경우 저가의 단건 시술을 선호한다. 이 같은 선호도 차이 속 국가별 리쥘란 선호도를 추정하기 위해, 우선적으로 피부과 소비금액을 결제 건수로 나눈 **국가별 객단가**를 참조하여 **국가별 고가/저가 시술 비중**을 파악했다.

이후 고가 시술가를 200만 원, 저가 시술가를 40만 원으로 가정 후 국가별 객단가와 가중평균을 활용하여, 국가별 고가/저가 시술 비중을 유추했다. 이후 **고가 시술의 대푯값으로 울세라, 써마지**를 선정하여, 각 국가에서 Google, Baidu 트렌드를 통해 고가 시술(울세라, 써마지) 대비 저가 시술(리쥬란)의 상대 선호도를 추정하였다. 2026년 이후 선호도의 경우 일찍이 리쥬란이 유행한 동남아를 벤치마크 삼아, 해당 성장률 수치는 현재 리쥬란 유행 초기인 대만, 홍콩에 적용했다. 일본 미국의 경우 이미 최근 가파른 성장을 보여준 만큼, 성장률 자체는 둔화된다고 가정했으며, 중국의 경우 미국과 비슷한 추이를 가정했다.

마지막으로, 각 나라별 고가 시술 비율에 리쥬란 상대 선호도를 곱하여 리쥬란 시술 비율을 추정했으며 이에 따라 **최종적으로 국가별 리쥬란 시술 건수**를 도출했다.

표 9. 국가별 리쥬란 시술 건수 추정

(단위: 건)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
합계	10,064	108,228	245,317	392,316	523,268
주요국가 비중	88.9%	89.4%	88.0%	88.0%	88.0%
일본	1,490	30,166	66,971	93,144	121,253
중국	4,731	33,374	31,193	60,911	102,862
대만	403	12,963	49,867	89,115	109,304
미국	492	2,072	13,194	22,428	30,946
동남아	1,315	11,880	33,342	44,143	54,539
홍콩	519	6,290	21,312	35,496	41,571

자료: KUVIC 리서치 4팀 추정

c. 내국인

리쥬란 내국인 매출의 경우 **강남언니와 여우야와 같은 시술 커뮤니티의 후기, 문의 게시글** 개수와 연관됨을 감안, 이를 반영하여 추정을 진행했다. 강남언니, 여우야 게시글을 통해 트렌드 합산 지수를 도출했으며, 2025년의 경우 올해 4월까지의 트렌드 합산 추이의 성장률을 감안해 내국인 매출을 추정했다. 2026년부터는 보수적 추정을 위해 성장률이 20%씩 감소된다고 감안하고 추정을 진행했다.

표 10. 트렌드 합산 지수 및 리쥬란 내국인 매출 추정

(단위: 억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
리쥬란 내국인	398	447	700	1,146	1,731	2,441
YoY		+12%	+57%	+62%	+50%	+40%
조정_강남언니	199	243	366	561		
YoY		+22%	+50%	+54%		
여우야	389	439	705	1,205		
YoY		+13%	+61%	+71%		
합산 지수	778	915	1,420	2,302		
YoY		+18%	+55%	+62%		

자료: KUVIC 리서치 4팀 추정

③ HA필러

60세 이상 고령 환자 수 x 퇴행성 관절염 환자 비율 x 전체 시술 비율 x 콘쥬란 점유율 x 시술 단가

현재 필러는 해외 5개국에 허가를 받았으나, 실질적인 수출액은 없는 것으로 파악했다. 따라서, 필러는 내수 사업부 매출에만 반영된다고 가정했으며, **2024년 3Q HA필러 매출액이 10억 원** 내외라는 회사 IR 자료를 인용하여 추정을 진행했다. 동사의 필러는 단일 필러보다도, 리쥬란의 판매와 함께 번들링 효과가 강한 것으로 판단, 국내 리쥬란의 성장세와 동일하게 성장한다고 감안하여 추정을 진행했다.

1-2. 의료기기 수출

표 11. 의료기기 수출 추정 테이블

(단위: 십억원)	2024	1Q24	2Q24	2Q25E	2025E			2026E			2027E		
					Bear	Base	Bull	Bear	Base	Bull	Bear	Base	Bull
글로벌	56.1	10.9	11.3	24.7	93.4	118.9	157.4	124.9	160.0	213.1	163.8	220.4	290.2
YoY	+36.4%	+1.3%	+0.5%	+1.2%	+66.5%	+111.9%	+180.6%	+33.7%	+34.6%	+35.4%	+31.1%	+37.8%	+36.2%
동남아시아	22.1	4.0	3.9	7.7	28.1	37.8	52.5	37.3	50.1	69.5	46.9	63.3	86.2
% of Sales	39.4	36.7	34.5	31.2	30.1	31.8	33.4	29.9	31.3	32.6	28.6	28.7	29.7
YoY	+16.6%	-67.1%	-40.2%	+94.8%	+27.1%	+71.0%	+137.5%	+32.7%	+32.5%	+32.4%	+25.7%	+26.3%	+24.0%
중화권	12.4	2.3	3.2	5.0	20.4	22.9	38.2	27.5	30.8	52.0	36.5	41.0	69.5
% of Sales	22.2	21.1	28.3	20.2	21.8	19.3	24.3	22.0	19.3	24.4	22.3	18.6	23.9
YoY	+8.9%	+11.3%	+66.7%	+57.9%	+63.3%	+83.3%	+206.2%	+35.0%	+34.9%	+36.2%	+32.8%	+32.8%	+33.6%
일본	7.4	1.3	1.4	4.2	16.1	19.6	20.0	22.4	27.3	27.8	30.9	37.7	38.3
% of Sales	13.3	11.9	12.4	17.0	17.2	16.5	12.7	17.9	17.1	13.0	18.9	17.1	13.2
YoY	+86.2%	+170.0%	+57.3%	+189.5%	+116.4%	+163.9%	+168.6%	+39.2%	+39.2%	+39.2%	+37.7%	+37.7%	+37.7%
아시아(그 외)	3.4	0.6	0.6	1.8	7.2	7.9	11.2	9.8	10.8	15.1	13.1	14.5	20.1
% of Sales	6.0	5.5	5.3	7.3	7.7	6.6	7.1	7.8	6.8	7.1	8.0	6.6	6.9
YoY	+91.1%	+33.9%	+330.6%	+198.7%	+112.6%	+135.2%	+231.1%	+35.8%	+35.7%	+34.5%	+34.6%	+34.5%	+33.3%
호주	6.1	1.1	1.2	2.6	9.1	12.5	16.0	12.0	16.5	21.1	15.2	20.8	26.6
% of Sales	11.0	10.1	10.6	10.5	9.7	10.5	10.2	9.6	10.3	9.9	9.3	9.4	9.2
YoY	+902.3%	-	+10,177.5%	+110.8%	+48.1%	+103.4%	+159.2%	+31.7%	+31.7%	+31.7%	+26.1%	+26.1%	+26.1%
유럽	4.5	1.6	1.0	3.4	12.5	18.2	19.5	15.9	24.5	27.6	21.2	43.1	49.5
% of Sales	8.1	14.7	8.8	13.8	13.4	15.3	12.4	12.7	15.3	13.0	12.9	19.6	17.1
YoY	+4.3%	+152.0%	+166.9%	+244.9%	+176.6%	+301.3%	+329.7%	+27.3%	+25.7%	+52.0%	+33.2%	+76.2%	+79.1%

자료: KUVIC 리서치 4팀 추정

동사의 의료기기 수출액은 관세청 HS Code(3304.9990.00, 9018.9089.00, 3304.9910.00, 3304.9099.00, 3002.9090.00)를 통해 추정하였다. 동사 IR로부터 의료기기, 화장품이 혼합해서 수출 데이터로 기록된다는 점을 확인하였다. 의료기기 수출액이 수출데이터와 비례해 움직이기 때문에 수출 데이터의 변동성을 가지고 매출 추정을 진행했다.

현재 동사의 의료기기 수출품은 리쥘란뿐이다. 미국에 수출하는 제품은 리쥘란 도포제로 화장품 부문에 해당하여 의료기기 수출액에서 제외했다. 그 외 수출국은 대륙별로 분류하여 매출 추정하였다. 기본적인 추정 논리는 다음과 같다.

25년) 2025년 1분기 수출액 x 분기별 수출액 QoQ x 리쥘란 ASP YoY

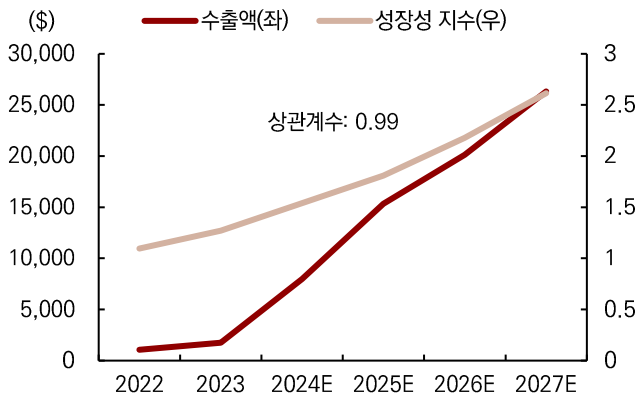
26~27년) 전년 수출액 x 국가별 피부미용 시장 성장률 지수 x 리쥘란 ASP YoY

국가별 리쥘란 수출액은 소비자의 관심도(ex. 구글 내 리쥘란 검색량)와 높은 상관관계를 보인다. 다만, 매출 추정 과정에서 소비자의 과거 관심도만 가지고 매출 추정할 수 없기 때문에 국가별 상대평가 모델을 사용했다. 리쥘란을 론칭했던 국가의 수출액 및 트렌드 추이를 분석하여 신규 론칭 국가의 예상 매출액을 추정하였다. 국가별 피부미용 시장이 다르기 때문에 5개의 변인(의료시장 규모, 인구 수, 1인당 GDP, 의료 인프라 지수, 트렌드)을 통해 **국가별 피부미용 시장 성장률 지수 (Appendix 4 참조)**를 활용하여 국가별 의료기기 수출액을 추정하였다.

피부미용 시장 성장성 지수와 싱가포르의 수출액의 상관관계수(0.99)는 매우 높았다. 이는 SNS 등 소비자의 리쥘란 관심도 외에도 1인당 GDP, 총 의료비, 의료인프라 등의 요인이 리쥘란 판매량에 영향을 미친다는 것을 입증한다.

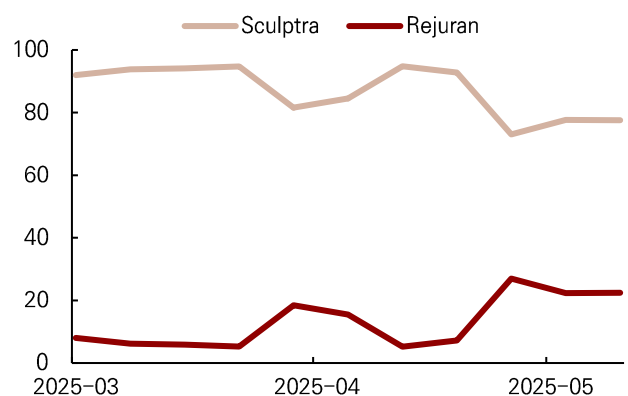
2023년 상반기 동남아시아의 리쥘란 수출액 중 태국이 차지하는 비중이 90%였을 정도로 태국 내에서 리쥘란의 관심도가 폭발적이었다. 그러나, 2023년 2분기를 기점으로 관심도가 감소하여 현재 리쥘란 수출액은 최고 수출액 대비 25% 수준으로 감소하였다. 매출 추정 과정에서 일시적 유행에 따른 노이즈를 방지하고자 리쥘란 수출량에 영향을 주는 변인들을 통해 신뢰성 높은 매출액을 도출하였다.

그림 33. 싱가포르 성장성 지수와 리쥬란 수출액 추이



자료: KUVIC 리서치 4팀 추정

그림 34. 유럽 최근 3개월 Sculptra와 Rejuran의 구글 트렌드



주: 0은 검색량이 적음을, 100은 검색량이 많음을 상대적으로 의미함.

자료: Google Trend, KUVIC 리서치 4팀

2025년 신규 론칭 행사가 열릴 국가로는 동남아시아 2곳(말레이시아, 필리핀), 유럽 4곳(독일, 프랑스, 스페인, 영국)이 있다. 2024년 하반기 인도네시아 등에서 리쥬란HB 론칭 행사 이후 리쥬란 검색량과 수출액이 급증했다. 따라서, 리쥬란 론칭이 예정된 국가들은 규모가 비슷한 국가를 통해 매출 추정하였다.

유럽은 2025년 상반기 튀르키예에서 론칭 행사를 진행했고, 리투아니아를 거점으로 삼아 유럽 시장에 리쥬란을 공급하고 있는 것으로 추측된다. 유럽의 경우 최근 6개월 이내로 리쥬란에 대한 구글 트렌드 검색량이 급증하고 있고 신규 론칭의 효과를 받을 것이라 예상된다.

유럽에 2018년에 진출한 갈더마 사의 스컬트라와 매출추이를 반영하여 트렌드 추이를 추정하였다. 스컬트라의 경우 1999년 유럽에서 처음으로 승인이 된 후 2021년 3월에 재출시가 된 후 눈에 띄는 성장을 보였던 스킨부스터 제품이다. 갈더마 사의 유럽향 스컬트라 초기 매출 상승량과 각 나라의 의료미용 시장 규모 및 구글트렌드 추이가 유의미한 상관관계를 보여 이를 이용해 유럽의 초기 매출을 추정하였다

2. 의약품 사업부

의약품 사업부의 경우 기존 OTC & ETC 매출은 Flat하게 가정한 후, 리엔톡스가 올해 4월 국내 허가를 취득한 점을 감안하여 독신 위주로 매출을 추정하였다. 리엔톡스는 보수적으로 작년 국내에 론칭한 독신 후발주자인 한국비엠아이의 트렌드 추이를 고려하여 추정을 진행했다.

의약품 수출 대부분을 차지한 해외 독신의 경우, 2025년은 CAPA 증설 이전으로 Flat을 가정했으며, 2026년부터 더블디жит 수준의 성장을 가정했다.

3-1. 화장품 사업부-내수&수출

화장품 사업부 역시 내수와 수출로 나뉜다. 내수의 경우, 의료기기 내수 매출과의 시너지 효과를 고려해 두 항목 간 높은 상관계수(0.99)를 근거로 추정하였다. 구체적으로는, 의료기기 내수 연간 매출의 전년 대비 증가율(YoY)의 절반 수준을 화장품 내수 매출 증가율에 연동시켜 추정하였다. 이는 주력 시술 제품의 성장세가 일정 부분 화장품 구매로 이어지는 전환율을 감안한 보수적 추정이다.

수출의 경우, 이전 미국 도포제를 제외한 화장품의 성장률이 리쥬란 주사제의 시술 건수 상승 추이와 연관되는 바, 리쥬란 주사제 매출 상승을 반영하여 추정하였다.

3-2. 화장품 수출-미국

MedSpa 성장과 함께 매출이 증가했던 Galderma사의 Sculptra를 벤치마크하여 리쥬란의 시술 횟수(Q) 추정

미국에서 판매하는 동사의 제품은 도포제 형태의 화장품이지만, 일반 주사제와 똑같이 2cc로 구성되어 있고, 공급가격도 동일하기 때문에 리쥔란 가격(P)을 120,000원으로 설정했다. 2018년부터 현재까지 월 평균 시술 245건, MedSpa당 평균 인력도 8명으로 유지되고 있다. 즉, MedSpa에서 일할 수 있는 인원(NP, PA, Esthetician)이 늘어난 만큼, 그대로 MedSpa를 개원한 수로 연결되기 때문에 인력 수를 통해 향후 MedSpa 개원 수를 도출했다.

2018년부터 현재까지 PA 중 75%의 인원이 Non-Primary 분야에서 일하며, 그중 약 4%가 피부과에 종사한다는 점을 이용해 PA 중 피부과 종사자를 추정했다. NP의 수는 PA와 동일하게 성장한다고 가정하여 추정했다.

표 12. NP, PA 중 피부과 종사자 수 추정

(단위: 명)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
NP	4,497	4,752	5,000	5,421	5,556	5,695	6,109
PA	4,580	4,941	5,449	5,907	6,055	6,206	6,657

자료: KUVIC 리서치 4팀 추정

이후, 추정한 MedSpa 수 × 245(월 시술 횟수) × 12를 통해 연간 시술 횟수를 도출했다. 연간 시술 횟수에서 필러, 스킨부스터가 차지하는 비율을 알아내고자 리뷰가 100개 이상인 MedSpa의 구글 리뷰를 활용했다. 이를 통해 27%의 비율을 갖는다고 추정했다.

표 13. MedSpa 수 및 연간 시술 횟수 추정

연도	MedSpa 수 (개)	연간 시술 횟수 (회)
2021	7,430	21,844,200
2022	8,899	26,163,060
2023	10,488	30,834,720
2024	11,739	34,512,276
2025E	11,873	34,907,036
2026E	12,009	35,307,304
2027E	12,218	35,921,340

자료: KUVIC 리서치 4팀 추정

필러, 스킨부스터 시술 횟수에서 다시 한번 Sculptra의 시술 횟수를 추정하고자, 트렌드 지표와 Sculptra 매출액을 이용하였다.

표 14. Sculptra 시술 횟수 추정

2024년	
Sculptra 미국 매출액 (A, \$)	173,760,000
Sculptra 가격 (B, \$)	800
Sculptra 시술 건수 (A/B, 건)	217,200
MedSpa 연간 건수 중 필러 건수 (C, 건)	9,318,314
침투율 (D, %)	54
Sculptra 납품 MedSpa 시술 건수 (C*D)	5,031,890
필러 시술 중 Sculptra 점유율 ((A/B)/(C*D))	4.32%

자료: KUVIC 리서치 4팀 추정

Sculptra 미국 매출액과 가격을 통해 최종적으로 Sculptra의 시술 횟수를 도출했다. 현재 Sculptra의 MedSpa 침투율은 54% 수준으로, Sculptra도 아직 성장할 가능성이 존재한다. 리쥔란의 현재 트렌드 지표를 볼 때, Sculptra의 절반 수준 또는 그 이상을 따라가며 성장할 것으로 예상된다. 리쥔란 매출 구성은 침투율 × 트렌드 선호도를 통해 도출했다. 침투율은 Evolus라는 미국 내 대형 유통사가 유통하는 국내 특신 후보를 참고해 가정했다.

비용 추정 논리

표 15. 비용 추정 테이블

(단위: 십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	194	260	350	564	754	967
YoY	+26%	+34%	+34%	+61%	+34%	+28%
매출원가	54	70	99.0	138	177	220
매출총이익	140	190	251	426	577	748
GPM	72%	73%	72%	75%	76%	77%
판매비와관리비	76	98	125	192	252	295
영업이익	64	92	126	234	324	453
OPM	33%	35%	36%	41%	43%	47%
법인세비용차감전순이익	52	100	116	229	321	451
법인세비용	11	23	27	52	74	109
당기순이익	42	77	89	177	247	342
NPM	21%	30%	25%	31%	33%	35%

자료: KUVIC 리서치 4팀 추정

4-1. 매출원가 논리

변동비인 **원재료**, **지급수수료**, **외주가공비**의 경우, 주요 원재료인 PDRN 및 PN 소재의 가격을 정확히 트래킹 할 수 없고 원재료를 개발한 이탈리아의 마스텔리조차 이를 제공하지 않기에 가격을 찾을 수 없다는 점을 감안하여 매출에 대한 %의 최근 3개년 평균이 유지된다고 가정하고 비용을 추정하였다.

고정비의 경우, 급여를 중점적으로 보았고 나머지는 Flat하거나 3개년의 Average로 추정하였다.

급여의 경우, 공장 증설 계획을 반영하여 추정을 진행하였다. 독신 공장 외에는 CAPA 증설 계획이 없으며, 독신 공장은 파마리서치바이오의 사업부로 2026년 완공 예정이다. 직원 수는 공장 증설과 매출 증가율을 고려하여 추정하였고, 2027년에는 해외 시장 개척으로 인해 매출 증가에 비례하여 인력도 증가할 것으로 예상된다.

4-2. 판매비와관리비 추정 논리

광고선전비의 경우, 파마리서치는 광고 영상 개수와 매출 간 상관관계가 없다고 판단하여, 2024년 동남아 5개국 진출 데이터를 바탕으로 광고선전비를 추정했다. 광고선전비는 각 국가의 1인당 GDP에 비례한다고 가정하고, 동남아 평균 GDP와 유럽 평균 GDP를 비교하여 산출하였다. 2024년 동남아 진출 시 국가당 약 14억 원의 광고선전비가 사용되었으며, 동남아 평균 GDP는 23,900달러, 유럽 평균 GDP는 36,000달러로 파악됐다.

2025년 파마리서치는 유럽 진출 계획을 밝힐 예정이며, 유럽 44개국 중 14개국에 이미 진출한 상태다. 나머지 30개국을 대상으로 광고를 진행할 예정이며, 2025년에는 신규 14개국에 광고를 집행하고, 2026년에는 나머지 15개국에 광고를 진행한다. 동남아 대비 GDP 비율에 40% 할인율을 적용하여 유럽 광고비를 추정했으며, 2026년 광고선전비는 전년도의 절반과 신규 국가를 합산해 계산했다. 2027년에는 2026년의 광고선전비가 유지될 것으로 예상된다.

경상연구개발비의 경우 회사와 소통한 결과 25년에는 전체 매출의 9%, 26년부터는 10%를 유지한다고 하였다.

법인세의 경우, 동사의 법인세 비용은 200억 ~ 3000억 원, 3000억 원 이상의 범위에서의 법인세와 지방소득세(법인세의 10%)를 납부해야 한다. 이에 따라 동사의 법인세 비용을 계산하였다.

4-3. 영업외손익 추정

영업외손익은 합리적인 추정이 불가능하다고 판단하여 대부분 Average 또는 Flat 처리하였다.

Valuation Method

밸류에이션은 Peer PER을 통해 진행하였으며, **Peer로는 스위스의 Galderma(GALD)**를 선정하였다. Galderma는 동사와 같은 필러 및 스킨부스터 사업을 영위하는 기업으로, **2025E 기준 멀티플 34.6x를 받으며, 시가총액 \$27,650M에** 거래되고 있다.

Galderma는 시장 추정치에 따른 때, **25년 전년대비 YoY +10%의 매출 성장**이 예상되는 반면 **EPS는 +YoY 35.8%의 성장**이 전망된다. EPS 성장률이 높은 이유는 부채 상환으로 인해 올해 이자비용 개선이 기대되기 때문이다. 한편, **OPM은 20%대 초중반**으로 파마리서치보다는 훨씬 낮은 수준이다.

Galderma와 동사는 그 사업 구조가 유사하나, 현재 Galderma의 시가총액에는 PN/AD 적응증으로 승인된 Nemluvio의 신약 가치가 반영되어 있다는 점에서 다소 차이가 있다. 따라서, **Nemluvio의 신약 가치를 산정해 Galderma 시가총액에서 제외**함으로써, 더욱 명확히 동사의 Peer로서의 시가총액을 산정하고자 했다. 아래는 시장 매출액 추정치를 바탕으로 산출한 Nemluvio 신약 가치다.

표 16. Galderma Nemluvio 가치 산정

(단위: \$M)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
연차	2년차	3년차	4년차	5년차	6년차	7년차	8년차	9년차
매출액	85	124	181	770	633	521	428	1,225
마진율	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
OP	25.4	37.1	54.2	231.0	190.0	156.3	128.5	367.5
CAPEX	3.0	4.3	6.3	27.0	22.2	18.2	15.0	42.9
FCF	22.4	32.8	47.9	204.1	167.8	138.0	113.5	324.6
WACC (8% 가정)	92%	85%	78%	72%	66%	61%	56%	51%
PV	20.6	27.8	37.3	146.2	110.6	83.7	63.3	166.6
NPV	656							
PV(TV)	2,982							
최종가치	3,638							

자료: Visible Alpha, KUVIC 리서치 4팀

해당 추정치에 따른 때 Nemluvio의 신약가치는 \$4,985M으로 파악되며, 이에 따라 **Nemluvio의 가치를 제외한 Galderma의 시가총액은 \$22,665M으로** 추산된다. 이는 **25년 Forward P/E 기준으로 30.2x**에 해당하는 수준이며, 따라서 이를 동사의 Target Multiple로 제시한다.

동사는 Galderma를 훨씬 압도하는 실적 성장을 이룰 것으로 전망한다. **25년 YoY +47%의 성장**을 전망하며, 영업 레버리지 효과에 따라 **40%를 상회하는 마진율을 달성**할 수 있을 것으로 전망한다. 이에 따라 영업이익은 +69%의 성장을 이룰 전망이다. 그럼에도 불구하고 현재 동사는 **25년 기준 24.4x의 멀티플**을 받고 있는 상황이다. 리쥬란의 트렌드가 해외에서 각광받는 한편 이에 따라 본격적인 해외 매출과 의료 관광객 매출을 모두 노려보고 있는 지금, 동사의 마진율 및 성장률을 감안할 때 **동사가 Galderma의 신약을 제외한 멀티플에서 할인받을 이유는 전혀 없다**. 이에 현재 동사의 주가를 저평가로 판단하며, Galderma의 의료미용 사업부에 대한 **25년 PER인 30.2x**를 적정 멀티플로 적용하여 목표주가 508,000원, 투자의견 매수를 제시한다.

표 17. 2025E 기준 밸류에이션

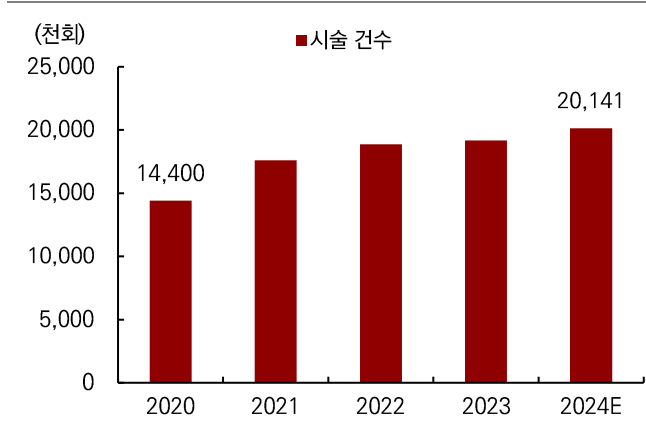
구분	내용	비고
2025년 예상 EPS (원)	16,807	
Target P/E (배)	30.2	Galderma의 신약 가치 제외 25년 PER
목표 시가총액 (억원)	53,389	
주식 수 (주)	10,509,600	
목표주가 (원)	508,000	508,004원의 조정 가액
현재주가 (원)	410,000	
상승여력 (%)	23.9%	

자료: KUVIC 리서치 4팀

Appendix

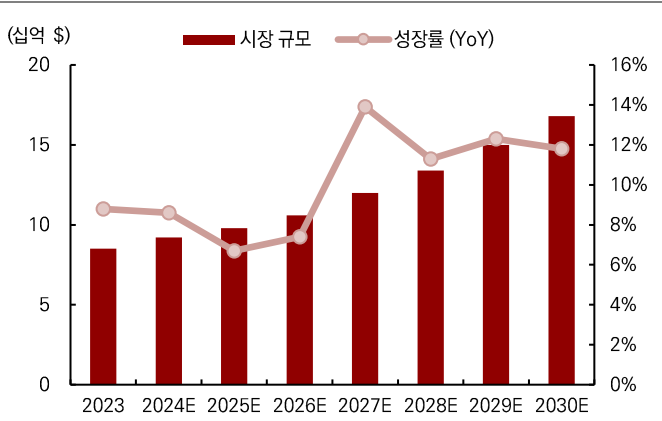
Appendix 1. 스킨부스터

그림 35. 글로벌 비침습·최소침습 시술 건수



자료: ISAPS, KUVIC 리서치 4팀

그림 36. 글로벌 주사제형 피부미용 시장 성장률



주: 의료 미용 시장 보고서 10개의 평균 및 게스트이미이션을 통해 추정
자료: KUVIC 리서치 4팀

표 18. 주사제형 피부미용 제품 비교

소재	HA	CaHA	PCL	PLLA/PDLLA	PN/PDRN
주요 효과	1) HA 겔이 물을 끌어당겨 즉시 볼륨 형성 2) 이후 체내에서 서서히 분해 흡수	1) CaHA 입자가 즉시 볼륨 형성 및 콜라겐 촉진 2) 장기적 조직 리모델링	1) 즉각적 볼륨 형성과 콜라겐 유도	1) PLLA/PDLLA 입자가 염증 반응을 일으켜 콜라겐 유도	1) PN/PDRN이 세포 재생, 콜라겐 합성 등을 통해 피부 치유 및 개선
주사 부위	얇은 주름 및 윤곽 개선	깊은 주름 및 두꺼운 피부 부위 개선	깊은 주름 및 볼/관자 부위 개선	광범위한 볼륨 개선 및 주름 완화	잔주름 개선 및 안면 피부 재생
유지기간	6~18개월 내외	12~18개월 내외	최대 2~3년	2년	6~18개월
장점	- 즉각적 효과 - 부위별 적용 용이 - 제품 다양성 - 부작용 시 용해 가능	- 장기 지속 - 견고한 볼륨 유지 - 콜라겐 유도 - 탄력, 피부 두께 개선	- 장기 지속 - 볼륨 및 탄력 개선	- 자연스러운 피부 개선 - 장기 지속	- 자연스러운 피부 개선 - 높은 안전성
단점	- 짧은 유지기간 - 재시술 가능성 - 혈관 합병증 위험 - 과주입 시 부자연스러움	- 체내 잔류 제거 어려움 - 입술, 눈가에 사용 불가	- 부작용 시 제거 어려움 - 합병증 위험	- 효과 지연 - 반복 시술 필요 - 부작용 시 제거 어려움	- 유지 관리 필요 - 깊은 주름 개선 효과 제한적 - 일시적 피부 반응 가능
대표 제품	Juvederm(엘러간) Restylane(갈더마)	Radiesse(머츠)	Ellanse(싱클레어)	Sculptra(갈더마) Juvelook(바임글로벌)	Rejuran(파마리서치) 비타란(비알팜)

자료: KUVIC 리서치 4팀

Appendix 2. 피부과 인터뷰

Q. 리쥬란 시술 가격이 어떻게 되는지?

2cc 기준 35만 원이며, 얼굴 전체 시술에는 보통 6cc가 필요하다. 현재 이벤트가로 6cc에 70만 원에 시술 가능하다. 일반적으로 4~6cc를 사용하며, 특정 부위만 시술할 경우 2cc도 가능하다.

Q. 외국인 비중 높은 편인지? 많이 이용하는지?

외국인 비중이 높은 편이다. 데스크 직원 6명 중 4명이 중국인과 일본인이다. 외국인은 한 번에 2~3가지 시술을 병행하며, 150만~200만 원을 소비하는 경우가 많다.

Q. 리쥬란이랑 울쎄라 같은 리프팅 시술을 같이 받기도 하는지?

대부분 그렇다. 외국인은 거의 예외 없이 병행하며, 한국인도 함께 시술하는 비율이 높다.

Q. 회복 기간이 어떻게 되는지?

회복 기간은 3일 정도다. 다만 최근 리쥬란 시술이 발전해서 화장으로 잘 가리면 일상생활에 큰 지장이 없다.

Q. 리쥬란이랑 리즈네, 쥬베룩과 같은 스킨부스터에 차이가 있는지?

리쥬란이 인지도와 효과 면에서 가장 우수하다고 평가받는다. 고객 대부분이 리쥬란을 선호한다.

Q. 쥬베룩 의료 사고 안 위험한지?

실제 문제 사례는 없으며, 안전하다고 본다. 다만 주력 제품은 여전히 리쥬란이다.

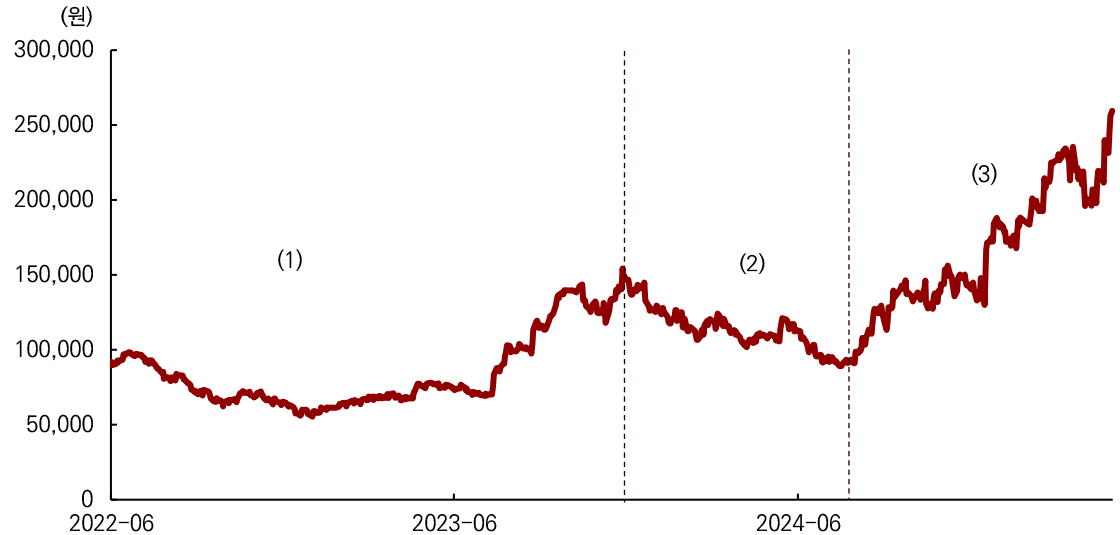
Q. 젊은 나이대도 리쥬란 많이 맞는지?

한국인과 외국인 모두 젊은 층 시술 비중이 매우 높다. 대기실 대부분이 20대로 구성되어 있는 경우가 많다.

자료: 명동 A의원, 강남 B의원 외 2곳 인터뷰 종합

Appendix 3. 주가 추이 분석

그림 37. 주가 추이



자료: KUVIC 리서치 4팀

1) 2022년 하반기~2023년 상반기: 리쥬란과 화장품 등 주력 제품의 수출이 본격적으로 재개되었고, 동남아 및 중국 면세 채널 중심으로 스킨부스터 수요가 확대되었다. ‘스킨부스터’라는 카테고리가 글로벌 시장에서 주목을 받으면서 리쥬란의 수출이 성장세를 보였고, 2023년 5월에는 3Q17 이후 최고 수준의 영업이익률을 기록하며 주가가 다시 반등했다.

2) 2023년 하반기: 콘쥬란의 급여 축소 가능성 및 PN 기반 물질의 특허 부재로 인한 유사 제품의 확산 가능성이 대두되었다. 경쟁 심화 우려와 함께 리쥬란 수출 추세도 둔화되면서 실적 모멘텀이 약화되었고, 주가는 다시 조정 흐름에 들어갔다.

3) 2024년~현재: 2024년 1Q부터 분기마다 꾸준히 호실적을 기록하며 투자심리가 점진적으로 회복되었다. 특히 9월에는 유럽계 글로벌 사모펀드인 CVC그룹으로부터 2,000억 원 규모의 투자 유치가 성사되면서, 시장에서는 단순한 매각 이슈가 아닌 글로벌 확장을 위한 전략적 투자로 해석되기 시작했다. 2025년 2월에는 미국 MedSpa ‘Laseraway’와의 계약 체결을 통해 미국 시장 진출이 가시화되었다. 또한 하반기에는 유럽 시장 진출도 예정되어 있어 중장기 성장 기대감이 주가에 반영되는 국면이다.

Appendix 4. 의료기기 수출 테이블

표 19. 글로벌 의료기기 수출 추정 테이블

(단위: 십억원)	2024	1Q24	2Q24	2Q25E	2025E			2026E			2027E		
					Bear	Base	Bull	Bear	Base	Bull	Bear	Base	Bull
글로벌	56.1	10.9	11.3	24.7	93.4	118.9	157.4	124.9	160.0	213.1	163.8	220.4	290.2
YoY	+36.4%	+1.3%	+0.5%	+1.2%	+66.5%	+111.9%	+180.6%	+33.7%	+34.6%	+35.4%	+31.1%	+37.8%	+36.2%
동남아시아	22.1	4.0	3.9	7.7	28.1	37.8	52.5	37.3	50.1	69.5	46.9	63.3	86.2
% of Sales	39.4	36.7	34.5	31.2	30.1	31.8	33.4	29.9	31.3	32.6	28.6	28.7	29.7
YoY	+16.6%	-67.1%	-40.2%	+94.8%	+0.3%	+0.7%	+1.4%	+0.3%	+0.3%	+0.3%	+0.3%	+0.3%	+0.2%
중화권	12.4	2.3	3.2	5.0	20.4	22.9	38.2	27.5	30.8	52.0	36.5	41.0	69.5
% of Sales	22.2	21.1	28.3	20.2	21.8	19.3	24.3	22.0	19.3	24.4	22.3	18.6	23.9
YoY	+8.9%	+11.3%	+66.7%	+57.9%	+63.3%	+83.3%	+206.2%	+35.0%	+34.9%	+36.2%	+32.8%	+32.8%	+33.6%
일본	7.4	1.3	1.4	4.2	16.1	19.6	20.0	22.4	27.3	27.8	30.9	37.7	38.3
% of Sales	13.3	11.9	12.4	17.0	17.2	16.5	12.7	17.9	17.1	13.0	18.9	17.1	13.2
YoY	+86.2%	+170.0%	+57.3%	+189.5%	+116.4%	+163.9%	+168.6%	+39.2%	+39.2%	+39.2%	+37.7%	+37.7%	+37.7%
아시아(그 외)	3.4	0.6	0.6	1.8	7.2	7.9	11.2	9.8	10.8	15.1	13.1	14.5	20.1
% of Sales	6.0	5.5	5.3	7.3	7.7	6.6	7.1	7.8	6.8	7.1	8.0	6.6	6.9
YoY	+91.1%	+33.9%	+330.6%	+198.7%	+112.6%	+135.2%	+231.1%	+35.8%	+35.7%	+34.5%	+34.6%	+34.5%	+33.3%
호주	6.1	1.1	1.2	2.6	9.1	12.5	16.0	12.0	16.5	21.1	15.2	20.8	26.6
% of Sales	11.0	10.1	10.6	10.5	9.7	10.5	10.2	9.6	10.3	9.9	9.3	9.4	9.2
YoY	+902.3%	-	+10,177.5%	+110.8%	+48.1%	+103.4%	+159.2%	+31.7%	+31.7%	+31.7%	+26.1%	+26.1%	+26.1%
유럽	4.5	1.6	1.0	3.4	12.5	18.2	19.5	15.9	24.5	27.6	21.2	43.1	49.5
% of Sales	8.1	14.7	8.8	13.8	13.4	15.3	12.4	12.7	15.3	13.0	12.9	19.6	17.1
YoY	+4.3%	+152.0%	+166.9%	+244.9%	+176.6%	+301.3%	+329.7%	+27.3%	+25.7%	+52.0%	+33.2%	+76.2%	+79.1%

자료: KUVIC 리서치 4팀 추정

표 20. 동남아시아 의료기기 수출 추정 테이블

(단위: 십억원)	2024	1Q24	2Q24	2Q25E	2025E			2026E			2027E		
					Bear	Base	Bull	Bear	Base	Bull	Bear	Base	Bull
동남아시아	22.1	4.0	3.9	7.7	28.1	37.8	52.5	37.3	50.1	69.5	46.9	63.3	86.2
YoY	+16.6%	-67.1%	-40.2%	94.8%	+27.2%	+71.1%	+137.4%	+32.6%	+32.5%	+32.4%	+25.9%	+26.3%	+24.0%
싱가포르	79.8	1.4	2.2	3.1	11.4	15.3	19.5	15.0	20.1	25.6	19.6	26.3	33.4
% of Sales	36.1	36.1	56.5	40.7	40.8	40.5	37.2	40.3	40.2	36.8	41.9	41.6	38.8
YoY	+356.3%	+436.0%	+1779.3%	+40.3%	+43.6%	+92.2%	+144.5%	+31.2%	+31.2%	+31.2%	+30.8%	+30.8%	+30.8%
인도네시아	84.0	1.5	0.4	2.5	9.2	12.4	14.5	12.5	16.7	19.6	16.7	22.4	26.3
% of Sales	38.0	38.0	9.9	32.9	32.9	32.8	27.7	33.5	33.3	28.2	35.7	35.4	30.5
YoY	-	-	-	+544.2%	+10.3%	+47.6%	+73.2%	+34.8%	+34.8%	+34.8%	+34.2%	+34.2%	+34.2%
태국	42.3	0.7	1.0	1.1	4.2	5.2	9.9	5.6	6.9	13.3	5.3	6.5	12.6
% of Sales	19.1	19.1	26.6	14.3	15.1	13.7	19.0	15.3	13.9	19.2	11.4	10.4	14.6
YoY	-75.4%	-80.4%	-86.7%	+4.7%	+0.2%	+22.9%	+135.4%	+34.1%	+34.1%	+34.1%	-5.6%	-5.6%	-5.6%
베트남	13.5	0.2	0.2	0.5	1.6	2.5	4.3	2.0	3.2	5.6	2.6	4.1	7.1
% of Sales	6.1	6.1	7.0	6.2	5.8	6.7	8.3	5.6	6.5	8.1	5.7	6.5	8.3
YoY	+298.3%	+4071.1%	+1749.6%	+73.7%	+19.3%	+85.4%	+220.8%	+28.6%	+28.6%	+28.6%	+27.5%	+27.5%	+27.5%
말레이시아	1.4	0.0	0	0.4	1.5	2.3	4.1	1.9	3.0	5.3	2.4	3.8	6.6
% of Sales	0.7	0.7	0.0	5.9	5.5	6.3	7.9	5.3	6.2	7.7	5.3	6.1	7.7
YoY	-	-	-	-	+952.0%	+1534.6%	+2728.5%	+29.2%	+29.2%	+29.2%	+25.0%	+25.0%	+25.0%

자료: KUVIC 리서치 4팀 추정

표 21. 중화권 의료기기 수출 추정 테이블

(단위: 십억원)	2024	1Q24	2Q24	2Q25E	2025E			2026E			2027E		
					Bear	Base	Bull	Bear	Base	Bull	Bear	Base	Bull
중화권	12.4	2.3	3.2	5.0	20.4	22.9	38.2	27.5	30.8	52.0	36.5	41.0	69.5
YoY	+8.9%	+11.3%	+66.7%	+57.9%	+63.3%	+83.3%	+206.2%	+35.0%	+34.9%	+36.2%	+32.8%	+32.8%	+33.6%
중국	10.9	2.0	2.8	2.9	11.6	13.3	15.5	15.3	17.5	20.4	20.1	22.9	26.7
% of Sales	88.0	88.0	90.5	57.8	57.2	58.2	40.6	55.7	56.7	39.2	55.1	56.0	38.5
YoY	+4.8%	-5.3%	+91.7%	+0.9%	+6.3%	+21.3%	+41.3%	+31.4%	+31.4%	+31.4%	+31.3%	+31.3%	+31.3%
대만	1.1	0.2	0.2	1.3	5.3	5.8	12.6	7.6	8.3	18.0	10.1	11.1	23.9
% of Sales	9.3	9.3	7.7	26.0	26.4	25.7	33.1	27.8	27.1	34.6	27.8	27.1	34.4
YoY	+50.8%	+172.7%	-23.9%	+435.7%	+365.2%	+408.9%	+994.3%	+42.4%	+42.4%	+42.4%	+32.6%	+32.6%	+32.6%
홍콩	0.3	0.1	0.1	0.8	3.3	3.6	10.0	4.5	5.0	13.6	6.2	6.9	18.8
% of Sales	2.8	2.8	1.8	16.2	16.4	16.1	26.3	16.4	16.2	26.2	17.1	16.9	27.1
YoY	+60.7%	+210.1%	-38.1%	+1306.2%	+861.9%	+962.3%	+2798.1%	+35.7%	+35.7%	+35.7%	+38.4%	+38.4%	+38.4%

자료: KUVIC 리서치 4팀 추정

표 22. 일본 의료기기 수출 추정 테이블

(단위: 십억원)	2024	1Q24	2Q24	2Q25E	2025E			2026E			2027E		
					Bear	Base	Bull	Bear	Base	Bull	Bear	Base	Bull
일본	7.4	1.3	1.4	4.2	16.1	19.6	20.0	22.4	27.3	27.8	30.9	37.7	38.3
YoY	+86.2%	+170.0%	+57.3%	+189.5%	+116.4%	+163.9%	+168.6%	+39.2%	+39.2%	+39.2%	+37.7%	+37.7%	+37.7%

자료: KUVIC 리서치 4팀 추정

표 23. 아시아(그 외) 의료기기 수출 추정 테이블

(단위: 십억원)	2024	1Q24	2Q24	2Q25E	2025E			2026E			2027E		
					Bear	Base	Bull	Bear	Base	Bull	Bear	Base	Bull
아시아(그 외)	3.4	0.6	0.6	1.8	7.2	7.9	11.2	9.8	10.8	15.1	13.1	14.5	20.1
YoY	+91.1%	+33.9%	+330.6%	+198.7%	+112.6%	+135.2%	+231.1%	+35.8%	+35.7%	+34.5%	+34.6%	+34.5%	+33.3%
카자흐스탄	1.1	0.2	0.0	0.3	1.4	1.6	1.6	2.2	2.4	2.5	3.3	3.7	3.7
% of Sales	33.4	33.4	4.5	20.6	20.6	20.6	14.8	23.0	23.0	16.7	25.4	25.4	18.7
YoY	+4560.5%	-	-	+1259.7%	+31.0%	+44.6%	+47.0%	+51.5%	+51.5%	+51.5%	+48.8%	+48.8%	+48.8%
이라크	0.1	0.0	-	0.0	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.6	0.6	0.6	0.8
% of Sales	2.4	2.4	-	4.2	4.3	4.2	4.0	4.4	4.3	4.1	4.6	4.5	4.3
YoY	-	-	-	-	+281.5%	+315.9%	+450.2%	+39.0%	+39.0%	+39.0%	+41.1%	+41.1%	+41.1%
아랍에미리트	1.1	0.2	0.1	1.2	4.9	5.4	8.1	6.5	7.1	10.6	8.4	9.2	13.9
% of Sales	33.8	33.8	28.6	67.9	68.4	67.9	72.2	66.4	66.0	70.8	64.1	63.8	69.1
YoY	+102.6%	+6.1%	+569.9%	+609.4%	+330.5%	+373.1%	+607.9%	+31.7%	+31.7%	+31.7%	+30.1%	+30.1%	+30.1%
러시아	1.0	0.1	0.4	0.1	4.8	5.8	1.0	6.1	7.3	1.2	7.6	9.2	1.6
% of Sales	30.4	30.4	66.9	7.3	6.7	7.3	9.0	6.2	6.8	8.4	5.8	6.3	7.9
YoY	-13.0%	+15.7%	+252.4%	-67.5%	-53.1%	-43.7%	-2.4%	+26.2%	+26.2%	+26.2%	+25.6%	+25.6%	+25.6%

자료: KUVIC 리서치 4팀 추정

표 24. 호주 의료기기 수출 추정 테이블

(단위: 십억원)	2024	1Q24	2Q24	2Q25E	2025E			2026E			2027E		
					Bear	Base	Bull	Bear	Base	Bull	Bear	Base	Bull
호주	6.1	1.1	1.2	2.6	9.1	12.5	16.0	12.0	16.5	21.1	15.2	20.8	26.6
YoY	+902.3%	-	+10177.5%	+110.8%	+48.1%	+103.4%	+159.2%	+31.7%	+31.7%	+31.7%	+26.1%	+26.1%	+26.1%

자료: KUVIC 리서치 4팀 추정

표 25. 유럽 14개국의 의료기기 수출 추정 테이블

(단위: 십억원)	2024	1Q24	2Q24	2Q25E	2025E			2026E			2027E		
					Bear	Base	Bull	Bear	Base	Bull	Bear	Base	Bull
유럽	4.5	1.6	1.0	3.4	12.5	18.2	19.5	15.9	24.5	27.6	21.2	43.1	49.5
YoY	+4.3%	+152.0%	+166.9%	+244.9%	+176.6%	+301.3%	+329.7%	+27.3%	+25.7%	+52.0%	+33.2%	+76.2%	+79.1%
리투아니아	3.9	1.5	0.9	2.4	8.8	12.2	12.9	11.1	15.5	16.4	14.1	19.6	20.7
% of Sales	88.0	96.6	90.6	90.5	70.3	67.4	66.5	69.8	63.4	59.3	66.2	45.4	41.8
YoY	-5.9%	+230.9%	+115.6%	+172.8%	+120.7%	+207.2%	+224.8%	+26.6%	+19.7%	+33.8%	+26.3%	+26.3%	+26.3%
불가리아	0.1	-	-	0.3	0.8	2.0	2.2	1.0	2.5	2.8	1.3	3.2	3.5
% of Sales	4.0	-	-	11.4	6.6	11.0	11.4	6.5	10.3	10.1	6.1	7.3	7.1
YoY	+0.0%	-	-	-	+351.0%	+991.2%	+1,108.2%	+25.7%	+13.5%	+39.2%	+25.3%	+25.3%	+25.3%
알바니아	0.1	-	-	0.2	0.7	1.0	1.0	0.9	1.3	1.4	1.1	1.6	1.7
% of Sales	1.1	-	-	7.2	5.6	5.4	5.3	5.8	5.3	4.9	5.4	3.7	3.4
YoY	-	-	-	-	+1,289.5%	+1,834.0%	+1,930.0%	+32.1%	+25.9%	+38.7%	+23.0%	+23.0%	+23.0%
튀르키예	0.1	-	-	0.1	0.6	0.8	1.0	0.7	1.0	1.2	0.9	1.3	1.5
% of Sales	1.7	-	-	6.1	4.7	4.5	5.0	4.5	4.1	4.3	4.3	2.9	3.1
YoY	-	-	-	-	+657.7%	+954.6%	+1,155.1%	+21.9%	+2.5%	+45.1%	+26.8%	+26.8%	+26.8%
체코	0.1	-	0.1	0.1	0.5	0.8	0.8	0.7	0.9	1.0	0.8	1.2	1.2
% of Sales	2.2	-	7.0	5.6	4.3	4.1	4.1	4.2	3.9	3.6	3.9	2.7	2.5
YoY	-	-	-	+117.1%	+439.6%	+651.1%	+688.4%	+25.2%	+19.3%	+31.5%	+23.8%	+23.8%	+23.8%
스웨덴	0	-	-	0.1	0.2	0.3	0.3	0.2	0.3	0.4	0.3	0.4	0.4
% of Sales	0.0	-	-	2.1	1.6	1.5	1.5	1.5	1.4	1.3	1.4	1.0	0.9
YoY	-	-	-	-	+56,144.7%	+78,186.9%	+82,072.0%	+21.7%	+16.0%	+27.8%	+21.0%	+21.0%	+21.0%
네덜란드	0.0	0.0	-	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3
% of Sales	1.0	1.1	-	1.7	1.3	1.1	1.2	1.2	0.9	1.0	1.1	0.6	0.7
YoY	-	-	-	-	+249.4%	+308.9%	+386.3%	+20.6%	+1.4%	+43.4%	+19.3%	+19.3%	+19.3%
영국	0.0	0.0	-	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
% of Sales	0.6	1.7	-	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.3	0.3
YoY	-4.2%	-	-	-	+175.0%	+269.0%	+285.5%	+20.6%	+15.4%	+26.0%	+20.5%	+20.5%	+20.5%
스페인	-	-	-	0.0	0.2	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
% of Sales	0.0	-	-	0.9	1.6	1.3	1.4	1.5	1.1	1.2	1.3	0.8	0.8
YoY	-100.0%	-	-	-	+0.0%	+0.0%	-	+21.4%	+2.0%	+44.4%	+20.2%	+20.2%	+20.2%
폴란드	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
% of Sales	1.1	0.6	2.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
YoY	+428.0%	-	-	-83.1%	-72.4%	-72.3%	-64.4%	+26.4%	-1.7%	+62.5%	+25.6%	+25.6%	+25.6%
독일	-	-	-	-	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
% of Sales	0.0	-	-	-	2.5	2.4	2.3	2.4	2.1	2.0	2.2	1.4	1.3
YoY	-	-	-	-	+0.0%	+0.0%	+0.0%	+21.0%	+15.8%	+26.4%	+19.6%	+19.6%	+19.6%
뉴질랜드	0.0	-	0.0	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
% of Sales	0.1	-	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
YoY	+165.6%	-	-	-100%	-79.3%	-73.5%	+20.8%	+0.0%	-73.5%	+453.6%	+0.0%	+21.0%	+21.0%
프랑스	-	-	-	-	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
% of Sales	0.0	-	-	-	0.4	0.6	0.6	0.5	0.7	0.7	0.6	0.8	0.8
YoY	-	-	-	-	+0.0%	+0.0%	+0.0%	+19.6%	+15.6%	+23.6%	+18.8%	+18.8%	+18.8%
이탈리아	-	-	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
% of Sales	0.0	-	-	-	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
YoY	-	-	-	-	+0.0%	+0.0%	+0.0%	+19.0%	+15.1%	+23.0%	+18.0%	+18.0%	+18.0%
그 외	-	-	-	-	0.0	0.0	0.0	0.2	1.6	3.1	1.4	14.4	18.7
% of Sales	0.0	-	-	-	0.0	0.0	0.0	1.0	5.6	12.7	6.8	29.0	43.4
YoY	-	-	-	-	-100.0%	+0.0%	-100.0%	-	-	-	+825.6%	+825.6%	+503.5%

자료: KUVIC 리서치 4팀 추정

표 26. 동남아 5개국의 피부미용 시장 성장력 지수

국가명	2024E	2025E	2026E	2027E
싱가포르	1.00	1.18	1.42	1.70
인도네시아	1.00	1.23	1.52	1.87
태국	1.00	1.24	1.52	1.32
베트남	1.00	1.25	1.47	1.72
말레이시아	1.00	1.23	1.46	1.67

주: 6개의 변인을 통해 국가별 피부미용 시장 성장력 지수를 도출함. 국가별 2024년을 기준으로 상대평가.

자료: KUVIC 리서치 4팀

표 27. 중화권 3개국의 피부미용 시장 성장력 지수

국가명	2024E	2025E	2026E	2027E
중국	1.00	1.20	1.45	1.75
대만	1.00	1.32	1.72	2.10
홍콩	1.00	1.24	1.54	1.96

주: 6개의 변인을 통해 국가별 피부미용 시장 성장력 지수를 도출함. 국가별 2024년을 기준으로 상대평가.

자료: KUVIC 리서치 4팀

표 28. 일본의 피부미용 시장 성장력 지수

국가명	2024E	2025E	2026E	2027E
일본	1.00	1.28	1.63	2.06

주: 6개의 변인을 통해 국가별 피부미용 시장 성장력 지수를 도출함. 국가별 2024년을 기준으로 상대평가.

자료: KUVIC 리서치 4팀

표 29. 아시아(그 외) 4개국의 피부미용 시장 성장력 지수

국가명	2024E	2025E	2026E	2027E
카자흐스탄	1.00	1.46	2.02	2.76
이라크	1.00	1.31	1.68	2.17
아랍에미리트	1.00	1.39	1.68	2.00
러시아	1.00	1.07	1.24	1.43

주: 6개의 변인을 통해 국가별 피부미용 시장 성장력 지수를 도출함. 국가별 2024년을 기준으로 상대평가.

자료: KUVIC 리서치 4팀

표 30. 호주의 피부미용 시장 성장력 지수

국가명	2024E	2025E	2026E	2027E
호주	1.00	1.12	1.36	1.57

주: 6개의 변인을 통해 국가별 피부미용 시장 성장력 지수를 도출함. 국가별 2024년을 기준으로 상대평가.
자료: KUVIC 리서치 4팀

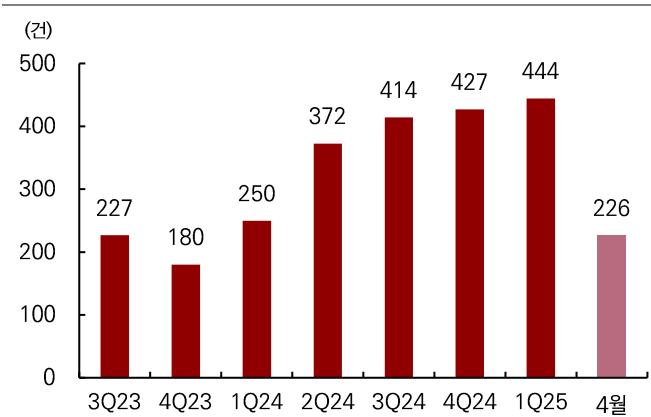
표 31. 유럽 14개국의 피부미용 시장 성장력 지수

국가명	2024E	2025E	2026E	2027E
리투아니아	1.00	1.16	1.35	1.56
불가리아	1.00	1.15	1.32	1.52
알바니아	1.00	1.12	1.36	1.54
튀르키예	1.00	1.20	1.34	1.56
체코	1.00	1.15	1.32	1.50
스웨덴	1.00	1.09	1.21	1.35
네덜란드	1.00	1.10	1.22	1.33
영국	1.00	1.11	1.23	1.36
스페인	1.00	1.13	1.25	1.38
폴란드	1.00	1.18	1.37	1.58
독일	1.00	1.12	1.24	1.36
뉴질랜드	1.00	1.04	1.15	1.28
프랑스	1.00	1.10	1.20	1.31
이탈리아	1.00	1.10	1.20	1.30

주: 6개의 변인을 통해 국가별 피부미용 시장 성장력 지수를 도출함. 국가별 2024년을 기준으로 상대평가.
자료: KUVIC 리서치 4팀

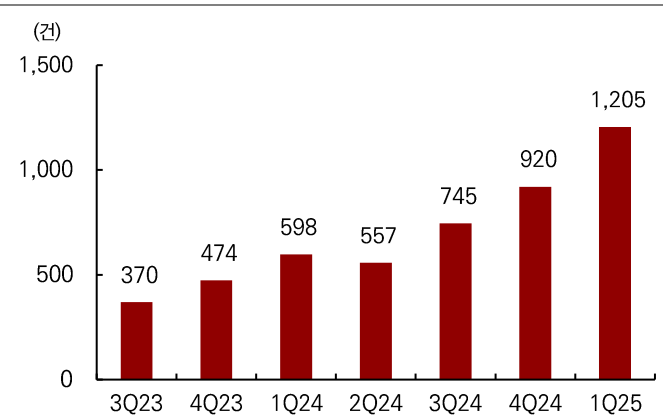
Appendix 5. 내수 리쥬란 트렌드

그림 38. 강남언니 (일본 제외) 리쥬란 게시물 트렌드



자료: 강남언니, KUVIC 리서치 4팀

그림 39. 여우야 리쥬란 게시물 트렌드



자료: 여우야, KUVIC 리서치 4팀

표 32. 비용 추정 테이블

(단위: 십억원)		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액		194.4	260.8	350.1	564.0	754.1	967.9
	YoY	+26%	+34%	+34%	+61%	+34%	+28%
매출원가		54.7	70.8	99.0	138.3	177.3	220.3
변동비							
사용된 원부재료		19.7	31.7	35.0	60.7	81.2	104.2
% of Sales		10%	12%	10%	11%	11%	11%
지급수수료		2.6	3.1	4.8	7.4	9.8	12.6
% of Sales		1%	1%	1%	1%	1%	1%
외주 가공비		6.0	24.2	21.3	34.7	46.4	59.6
% of Sales		3%	9%	6%	6%	6%	6%
고정비							
재고자산의 변동		7.7	(8.6)	12.3	3.8	3.8	3.8
급여		10.7	13.9	21.9	23.3	27.2	30.7
퇴직급여		0.8	1.0	1.5	1.5	1.5	1.5
복리후생비		0.9	1.1	1.6	1.6	1.6	1.6
감가상각비		3.4	4.0	4.6	5.1	6.1	6.6
무형자산상각비		0.0	0.0	0.1	0.4	0.0	0.0
임차료		0.3	0.6	(0.0)	0.3	0.3	0.2
기타		2.6	(0.2)	(4.2)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
매출총이익		140	190	251	426	577	748
	GPM	72%	73%	72%	75%	76%	77%
판매비와관리비		76	98	125	192	252	295
변동비							
광고선전비		18.4	22.6	29.6	47.3	57.4	57.4
% of Sales		9%	9%	8%	8%	8%	6%
지급수수료		11.0	13.4	16.3	29.1	38.9	49.9
% of Sales		6%	5%	5%	5%	5%	5%
경상연구개발비		8.7	15.0	21.2	47.9	75.4	96.8
% of Sales		4%	6%	6%	9%	10%	10%
기타일반관리비		4.3	6.4	10.0	16.1	21.5	27.6
% of Sales		2%	2%	3%	3%	3%	3%
고정비							
급여		16.5	19.8	27.5	29.2	34.1	38.5
퇴직급여		2.1	2.1	2.7	2.8	3.3	3.7
복리후생비		3.9	5.7	4.2	4.5	5.2	5.9
여비교통비		1.5	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1
감가상각비		3.6	4.5	5.2	5.7	6.8	7.3
무형자산상각비		3.8	3.5	3.7	4.3	4.7	2.6
대손상각비		0.3	0.6	(0.2)	0.2	0.2	0.2
지급임차료		(0.1)	(0.1)	0.3	0.3	0.3	0.3
세금과공과		0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
접대비		0.5	0.6	0.8	0.8	0.8	0.8
도서인쇄비		0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
소모품비		0.5	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
영업이익		64	92	126	234	324	453
	OPM	33%	35%	36%	41%	43%	47%
금융수익		8	18	25	17	17	17
금융비용		12	6	41	20	20	19
관계기업투자손익		(3)	1	6	1	1	1
이자비용		4	3	5	4	4	3
이자비용 외 금융비용		8	3	36	16	16	16
기타수익		0	0	1	1	1	1
기타비용		6	4	1	4	3	2
법인세비용차감전순이익		52	100	116	229	321	451
법인세비용		11	23	27	52	74	109
당기순이익		42	77	89	177	247	342
	NPM	21%	30%	25%	31%	33%	35%

자료: KUVIC 리서치 4팀 추정

Compliance Notice

- 본 보고서는 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 리서치 결과를 토대로 한 분석 보고서입니다.
- 본 보고서에 사용된 자료들은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC이 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나 그 정확성이나 완전성을 보장하지 못합니다.
- 본 보고서는 투자 권유 목적으로 작성된 것이 아닌 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 스터디 목적으로 작성되었습니다.
- 따라서 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다.
- 본 보고서에 대한 지적재산권은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC에 있으며 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.