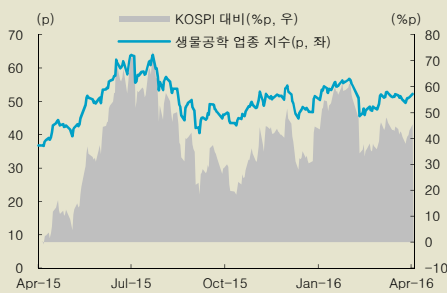


## 비중확대(유지)

종목	투자의견	목표주가
휴젤(145020)	매수(신규)	370,000 원
메디톡스(086900)	매수(신규)	580,000 원
휴메딕스(200670)	매수(신규)	69,000 원

### 12개월 업종 수익률



자료: WISEfn-WICS

정보라 3276-6196  
bora.chung@truefriend.com

## K-Beauty 바람이 분다

### 한국의 메가 프로그래밍

우리나라 미용성형시장이 뜨고 있다. 지난 3년간 연평균 13% 성장한 보틀리눔 독신 시장에 이어 필러시장이 급성장하고 있으며, 한류영향과 우리나라 성형의료 기술이 글로벌 상위수준으로 인정받으면서 성형의료관광 추천 1위로 소개되고 있고, 피부성형외과를 방문하는 외국인 환자수는 6만명으로 지난 3년 동안 41% 증가했다. ISAPS 자료에 따르면 국가별 미용성형 시술 건수 중 HA 필러는 한국이 4위, 보틀리눔 독신은 3위이다. 미용성형 관련 기업들에 대해 아직은 경쟁심화에 따른 성장둔화 우려보다는 내수시장 성장과 미국 및 중국 시장 진출에 주목할 때다.

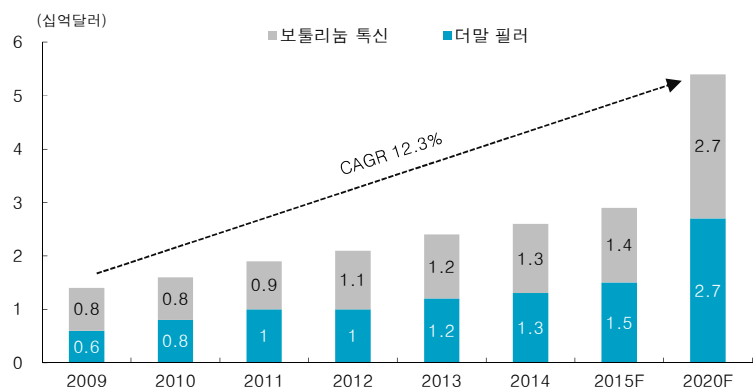
### 보틀리눔 독신과 필러 수출, 이제 막 시작하는 단계

2015년 보틀리눔 독신 수출은 237억원(+4.8% YoY), 필러는 249억원(+703% YoY)을 기록했다. 현재 대부분은 주로 이머징 시장에서 판매되고 있고, 이머징 시장의 성장성이 높지만 미국과 유럽이 글로벌 시장의 70%를 차지하는 것을 감안하면 대응제약과 휴젤의 보틀리눔 독신 미국 임상 3상은 매우 의미 있는 이벤트이며, 메디톡스의 중국 JV 설립과 휴젤의 보틀렉스 중국 진출도 장기 성장성 확보에 긍정적이라 판단한다.

### 2018년 이후의 해외 실적을 믿는다면 높은 밸류에이션 당연하다

국내 미용성형 기업들의 평균 PER은 40배이다. 대응제약은 2017년, 휴젤과 메디톡스는 2019년 미국과 중국에 보틀리눔 독신 런칭을 목표로 하고 있어 해외 진출에 대한 기대감으로 높은 PER을 받고 있는 상황이다. 미국과 중국 진출 후 미용성형기업들의 매출 성장률은 40% 이상을 기록할 것으로 예상되기 때문에 밸류에이션 프리미엄은 정당하다고 판단되며, 휴젤, 메디톡스, 휴메딕스 등 미용성형 기업에 주목할 시점이다.

### 미용성형 주사제 시장: CAGR 12.3% 성장 예상



자료: GBI research 2014, 한국투자증권

## Sector report focus

### □ 리포트 작성 목적

- 전통 제약/바이오를 대체할 새로운 성장주 제시
- 경쟁심화에 대한 우려에도 불구하고 보툴리눔 독신과 필러, 미용성형 시장이 성장할 수 밖에 없는 이유 제시
- 미용성형 관련 기업들이 대거 IPO하면서 관련 기업 간의 경쟁상황과 차별성 비교 분석
- 휴젤, 메디톡스, 휴메딕스 커버리지 개시

### □ 핵심 가정 및 valuation

- 글로벌 보툴리눔 독신 시장 성장률은 14%, HA 필러 시장 성장률은 12%, 경기 변동에 민감한 소비재이나 향후 더 심각한 경제위기는 발생하지 않는다 가정
- 국내 보툴리눔 독신 개발업체가 많지만 2018년까지는 시장진입이 어렵고, 중국에서 2020년까지 외산 보툴리눔 독신과 필러에 대한 선호도가 유지될 것으로 가정
- 필러 가격은 보툴리눔 독신(4년 간 1/3 수준으로 하락) 대비 완만하게 하락할 것으로 가정(연간 10% 내외)

### 인면 미용시장 성장률

	2014	2015F	2020F
보툴리눔 독신 시장 성장률	8.3%	7.7%	14%
필러 시장 성장률	8.3%	15.4%	12%

자료: GBI research 2014, 한국투자증권

### □ 시나리오(민감도) 분석

- 국내 발매된 보툴리눔 독신 및 필러의 미국/중국 허가 가능성: 80%
- 필러 가격 10% 하락 시 수요는 10% 추가 증가
- 보툴리눔 독신 가격 5% 하락 시 보툴리눔 독신 매출 추정 2% 감소

### □ 위험 / 기회 요인

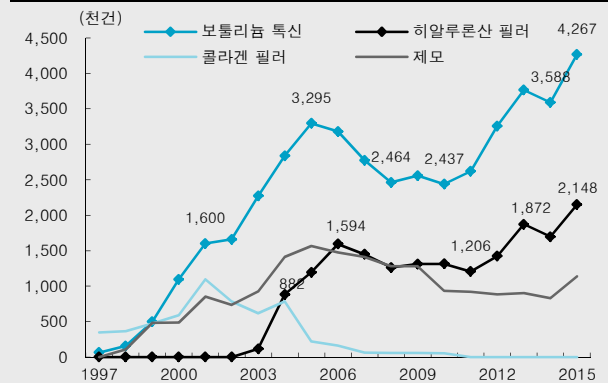
- 국내에 보툴리눔 독신 개발업체들이 매우 많아 예상보다 시장출시가 빨라지고 경쟁이 더욱 심화될 가능성 있음
- 중국은 임상 및 품목허가 스케줄을 예상하기 매우 어렵기 때문에 중국 현지 파트너들의 노력에도 불구하고 시장출시 시점이 예상보다 많이 늦어질 수 있음
- 보툴리눔 독신 대체제 혹은 Topical toxin 등 새로운 경쟁 카테고리 제품의 등장도 위험요인

### □ 산업의 주요 특징

#### 1) 고령화가 진행되고, 소득 수준 향상되면서 미용에 대한 관심 고조

- 미용 및 성형에 대한 소비 욕구는 40~65세 여성인구가 가장 큼
- 여성의 사회참여가 늘어나면서 소득 수준이 높아진 이머징 마켓의 여성 경제인구가 화장품 및 보툴리눔 독신, 필러 등의 소비에 적극적
- 미용성형 시술 연령대가 확대되고, 간편하고 안전한 시술들이 개발되면서 선진시장도 여전히 8~10%의 성장률을 보이고 있음
- 글로벌 시장에서 우리나라 미용성형 시장의 입지가 커지면서 국산 보툴리눔 독신과 필러에 대한 수요도 커지고 있는 상황

#### 미국 미용 성형 관련 시술 건수 증가 추이



자료: ASAPS, 한국투자증권

#### 2) 밸류에이션과 경쟁 업체와의 차별성

- 글로벌 미용성형 시장은 앨러간과 갈더마가 양분하고 있으나 유일하게 우리나라에서만 한국 기업들이 시장점유율 상위권에 포진
- 유럽이나 미국 경쟁회사들과 달리 'BOTOX'와 같은 용량, 용법, 같은 독소를 사용했다는 차별점이 있어 미국 시장 진출에 유리하게 작용할 것으로 기대
- 과거 앨러간이 보톡스와 필러로 고성장을 지속할 당시 PER은 평균 50배 수준으로 타 제약사 대비 큰 폭의 밸류에이션 프리미엄을 받았음. 피부미용성형 관련 기업들은 전통적으로 high multiple 종목

### □ 동종 기업 비교

- 화이자와 M&A가 진행 중인 글로벌 1위 앨러간의 2016F PER은 20배
- Peer group valuation은 4 페이지 참조

# Contents

I. Executive Summary.....	2
II. 누구나 젊고 아름다워지고 싶다.....	5
1. 인구고령화와 미용성형 산업의 성장	
2. Botulinum toxin: 비수술적 미용성형의 대표주자	
3. Dermal filler: 수요가 폭발적으로 늘어나는 시기	
III. 국내 특신과 필러에 주목해야 하는 이유.....	12
1. 국내 시장 경쟁은 심하지만 여전히 성장 기회는 크다	
2. 국내 미용성형 관련 기업에 주목해야 하는 이유	
3. 가장 중요한 것은 해외시장 진출	
용어해설.....	22
종목분석.....	23
휴젤(145020)	
메디톡스(086900)	
휴메딕스(200670)	

## I. Executive Summary

### 미용성형 산업은 여전히 고성장하고 있다

우리나라 미용성형 산업이 뜨고 있다. 메디톡스에 이어 휴메딕스, 휴젤, 케어젠 등 관련 기업들의 IPO가 줄을 잇고 있으며, 보툴리눔 독신과 필러를 수출하는 회사들은 매 분기 최대 실적을 경신하고 있다. 국내 보툴리눔 독신 시장은 2014년 1,046억원으로 지난 3년간 연평균 13% 성장했으며, 필러 시장 역시 1,094억원으로 12% 이상의 높은 성장률을 보이고 있다. 유난히 많은 제품들이 출시되어 경쟁심화에 따른 성장 둔화 우려가 제기되고 있으나 외국인 환자수 증가, 수출 확대로 2016년에도 관련 기업들의 평균 매출성장률은 28%에 달할 것으로 추정된다.

### 내수 시장에서 점유율 확대, 이어 이머징 마켓 수출에 주력

국내 보툴리눔 독신과 필러 시장의 성장이 계속되는 이유는 가격하락에 따른 수요 증가, 보툴리눔 독신과 필러 시술범위의 확대, 미용성형 관광 목적의 외국인 환자 급증 때문이라 판단된다. 뿐만 아니라 다국적 제약사들이 가격하락을 버티지 못하고 국내 마케팅을 포기하면서 국산 보툴리눔 독신과 필러의 내수 점유율이 급상승했고, 그 기세를 몰아 국내 기업들은 이머징 마켓으로의 수출 확대에 주력하고 있다. LG생명과학은 중국 출시 3년 만에 필러 시장 점유율 2위에 오르고, 러시아에서는 케어젠의 필러가 점유율 1위를 차지하고 있다.

### 가장 큰 투자포인트는 미국과 중국 시장 진출

무엇보다 가장 기대되는 성장 동력은 미국과 중국시장 진출이다. 미국 보툴리눔 독신 시장은 앨러간의 BOTOX가 70% 이상을 차지하고 있으며, 프랑스와 독일산 보툴리눔 독신의 점유율이 미미하다. 하지만 미국은 시장규모가 20억달러로 글로벌 시장의 50% 이상을 차지하고 있는 기회의 땅이기도 하다. 대웅제약이 하반기 FDA에 나보타의 품목허가 신청을 완료할 것으로 예상되고, 휴젤의 보툴렉스는 2015년 11월 FDA 임상 3상 승인을 받았다. 글로벌 1위인 앨러간과 계약한 메디톡스의 이노톡스도 미국 임상 3상을 준비하고 있다. 중국 역시 큰 성장동력이 될 것으로 기대된다. 현재 피부미용주사 시장규모는 29억달러이며 향후 연평균 13% 성장할 것으로 추정되는데, 가격 하락에 따른 수요증가가 폭발적일 것으로 예상되기 때문이다. 중국시장 진출을 위해 메디톡스는 중국 필러업체인 Bloomage와 JV를 설립했으며, 휴젤은 뇌심혈관 전문업체와 독점공급 계약을 체결했다. 두 제품 모두 2019년 중국 출시를 목표로 하고 있는데, 현재 중국시장에서 허가 받은 보툴리눔 독신이 2개에 불과해 향후 매출 성장에 대한 기대가 크다. 필러의 경우에도 수출액이 2013년 30억원에서 2015년 249억원으로 급증하며 해외진출에 성공했던 LG생명과학의 사례를 참고해야 할 것이다. 휴메딕스와 케어젠 등 2016년부터 필러 수출이 본격화되는 회사들도 최대 실적을 계속 경신할 것으로 예상된다.

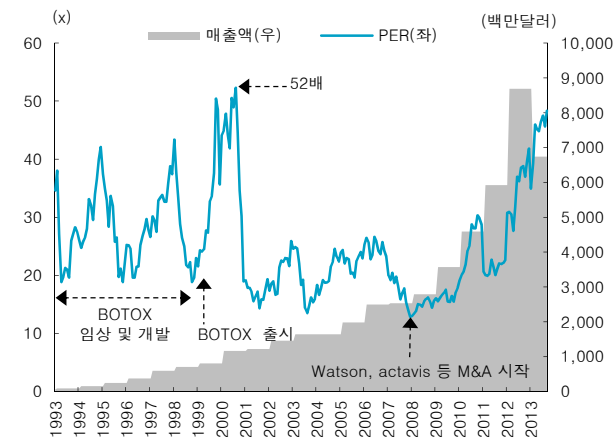
### Top pick: 휴젤

미용성형 관련 업종 내 top pick으로 휴젤을 추천한다. 휴젤은 필러시장의 성장성이 돋보일 것으로 예상되는데 보툴리눔 독신과의 패키지 마케팅으로 필러 매출 성장 여지가 기존 필러 전문업체보다 더 클 것으로 추정된다. 보툴리눔 독신의 경우 허가등록 국가가 선두업체인 메디톡스 대비 적고, 특히 시장이 큰 브라질, 러시아, 멕시코에서 품목허가를 기다리고 있어 향후 이머징 마켓 수출의 성장 폭이 클 것으로 예상된다. 또 미국 임상을 ‘나보타’에 이어 2번째로 시작했고, 파트너인 Croma Pharma가 적극적인 투자와 co-promotion에 나서고 있는 것으로 보아 선진시장 진출도 성공적일 것으로 예상된다. 향후 휴젤은 지주사의 역할을 하게 될 것으로 예상됨에 따라 각각의 자회사들이 재평가 될 수 있어 장기적인 관점에서의 투자 매력도 매우 높다고 판단한다.

**Valuation: 2019년부터  
미국과 중국에서의 실적  
성장에 대한 기대감이 크다**

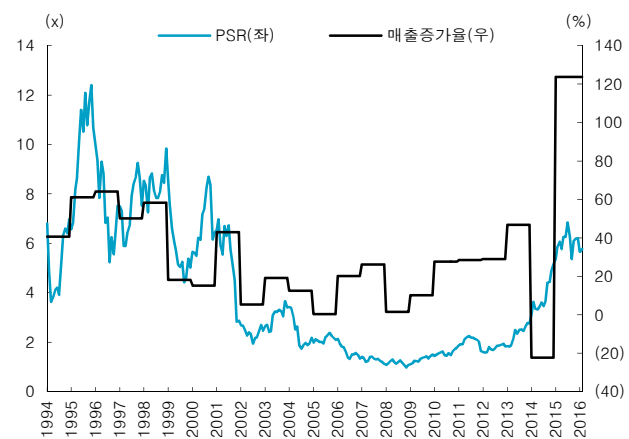
미용성형 관련 기업들은 전통적으로 일반 제약사들 대비 밸류에이션 프리미엄을 받고 있다. 5~7% 성장하는 제약시장보다 미용성형 관련 시장 성장률은 8~12%로 높은 성장률을 보이고 있을 뿐 아니라, 보툴리눔 독소는 국가간 이동제한 및 균주의 독성으로 인해 생산이 까다롭고, 임상에서 안전성 이슈가 해결되어야 하기 때문에 프리미엄을 받을 수 밖에 없다. 글로벌 1위 기업이자 BOTOX(보툴리눔 독소)와 JUVIDERM(필러)를 가지고 있는 앨러간의 밸류에이션은 BOTOX 임상 및 개발을 진행했던 1994년에서 2000년 사이 평균 PER 28.2배였고, 2000년 FDA 허가를 전후하여 PER은 52배까지 상승하였다. 1994년~1998년 매출성장률이 60%에 이르는 시기에 PSR도 12배까지 오르기도 하였다.

[그림 1] 앨러간의 매출과 PER 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

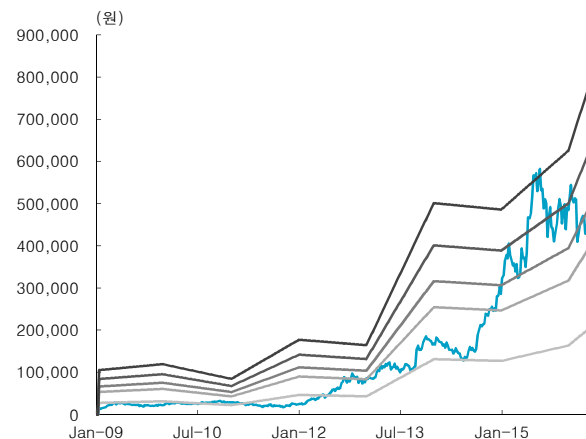
[그림 2] 앨러간의 매출성장률과 PSR 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

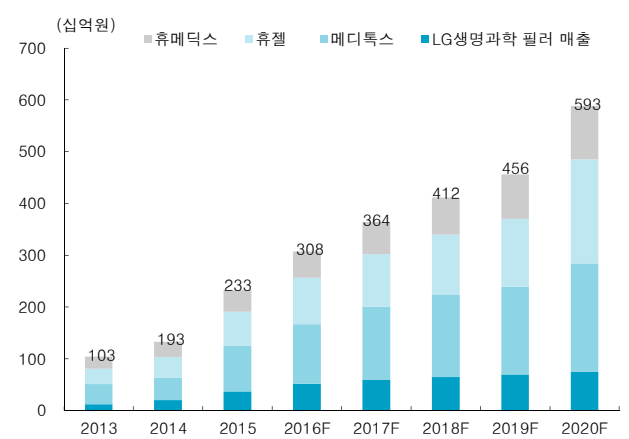
2018년 휴젤과 메디톡스는 중국에 필러를 런칭할 것으로 예상되며, 2019년에는 중국과 미국에 보툴리눔 독소를 런칭하게 될 것으로 예상된다. 관련 기업들의 매출 성장률은 2019년 10.8%, 2020년 29%에 이를 것으로 추정된다. 미국 시장은 글로벌 보툴리눔 독소 시장의 54%를 차지하고 있고, 중국은 잠재 수요가 엄청난 시장으로 평가받고 있는 만큼 국내 미용성형 관련 기업들의 밸류에이션 프리미엄도 앨러간의 BOTOX 개발 시기 수준이 정당화 될 수 있을 것으로 판단된다.

[그림 3] 메디톡스의 PER 추이



자료: 한국투자증권

[그림 4] 주요 미용 성형 관련 기업들의 매출 성장



자료: 각 사, 한국투자증권

〈표 1〉 Peer valuation table

Ticker		휴젤	메디톡스	휴메딕스	케어젠	LG 생명과학	BLOOMAGE	ALLERGAN	IPSEN
		145020 KS EQUITY	086900 KS EQUITY	200670 KS EQUITY	214370 KS EQUITY	068870 KS EQUITY	963 HK Equity	AGN US EQUITY	IPN FP Equity
종가 (LC)		299,600	454,000	57,000	119,200	69,000	16	278	51
시가총액 (십억원)		984	2,568	499	1,277	1,144	885	127,179	5,591
매출액	2014A	40	76	29	21	426	82	7,098	1,863
(십억원)	2015A	65	89	42	29	451	117	17,064	1,910
	2016F	90	115	51	63	475	143	19,600	2,044
	2017F	107	141	62	95	554	180	21,388	2,223
영업이익	2014A	15	50	8	9	16	35	(25,574)	307
(십억원)	2015A	18	52	14	16	25	44	(3,413)	307
	2016F	34	68	18	39	22	59	9,093	440
	2017F	38	82	22	60	43	73	10,616	484
영업이익률	2014A	38.4	65.8	27.5	41.2	3.8	42.0	(360.3)	16.5
(%)	2015A	27.3	58.4	33.3	55.8	5.6	37.7	(20.0)	16.1
	2016F	37.8	58.9	34.6	61.7	4.5	41.4	46.4	21.5
	2017F	35.5	58.1	36.2	63.5	7.8	40.2	49.6	21.8
당기순이익	2014A	13	44	7	8	(2)	28	(1,717)	215
(십억원)	2015A	34	42	12	14	11	34	4,433	239
	2016F	24	54	15	36	9	40	14	323
	2017F	27	64	19	54	26	50	1,661	356
순이익률	2014A	32.6	57.5	22.8	39.3	(0.5)	33.7	(24.2)	11.5
(%)	2015A	52.1	47.8	27.6	49.5	2.5	29.3	26.0	12.5
	2016F	26.9	46.7	29.3	57.8	1.8	28.0	0.1	15.8
	2017F	25.2	45.5	30.1	56.6	4.8	27.9	7.8	16.0
EPS 증가율	2014A	32.4	207.9	(49.2)	NA	(164.4)	66.0	40.8	1.6
(%, YoY)	2015A	126.4	(2.2)	19.8	69.5	(644.2)	15.8	(234.9)	22.5
	2016F	(44.8)	27.1	23.0	(27.9)	(23.4)	26.5	42.6	31.0
	2017F	11.5	19.4	24.0	48.2	200.9	19.2	20.9	11.3
PER	2014A	NM	39.5	30.0	NA	(290.4)	21.0	NA	22.9
(x)	2015A	14.9	64.7	43.9	NA	89.1	28.4	191.5	26.5
	2016F	40.6	45.1	32.9	35.1	135.4	19.1	19.4	17.0
	2017F	36.4	37.7	26.5	23.7	45.0	16.0	16.1	15.2
PBR	2014A	NM	17.0	4.3	NA	2.4	4.5	2.4	3.3
(x)	2015A	3.1	20.6	4.7	NA	3.9	4.7	1.7	4.2
	2016F	4.3	13.9	3.9	4.8	4.5	3.4	1.2	3.1
	2017F	3.8	10.7	3.5	4.2	4.1	2.8	1.2	2.7
EV/EBITDA	2014A	1.2	32.2	23.2	131.7	18.0	26.4	325.0	14.9
(x)	2015A	31.2	50.4	29.2	74.1	22.6	21.3	50.8	14.0
	2016F	24.9	33.5	21.6	30.2	26.1	15.4	13.8	10.1
	2017F	22.2	27.7	17.2	19.1	18.2	12.6	11.6	8.9
ROE	2014A	37.8	61.3	19.4	NA	(0.8)	24.6	(8.6)	15.1
(%)	2015A	27.1	43.4	14.2	29.7	4.5	19.6	7.5	16.6
	2016F	11.0	39.5	12.9	14.2	3.3	21.2	7.1	19.8
	2017F	11.0	34.5	14.3	18.8	9.5	19.0	4.7	19.4

자료: Bloomberg, 한국투자증권

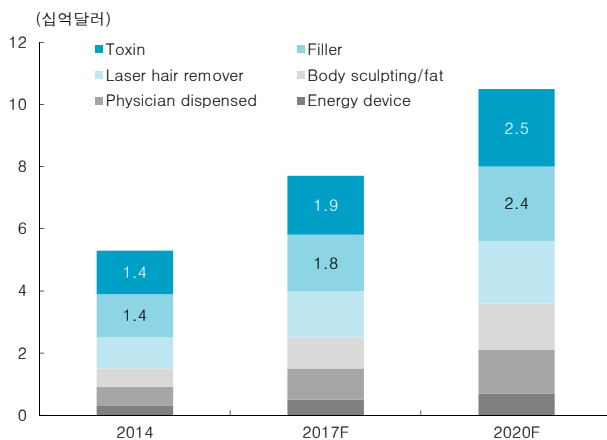
## II. 누구나 젊고 아름다워지고 싶다

### 1. 인구고령화와 미용성형 산업의 성장

인구 고령화와 삶의 질에  
대한 관심 증대로  
Anti-aging 산업 고성장

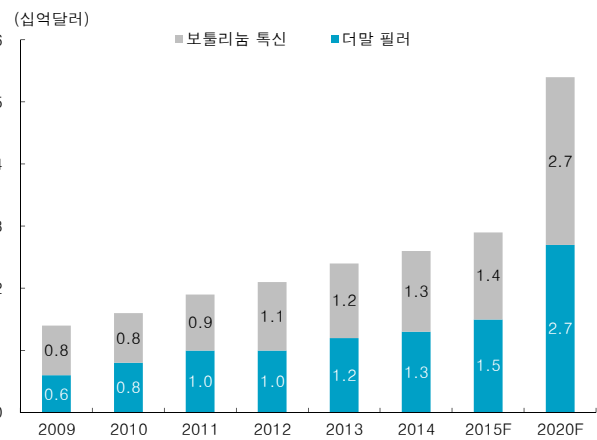
전 세계적인 고령화와 저출산 트렌드, 건강관리와 삶의 질 향상이라는 의료 패러다임의 변화에 따라 Anti-aging(항노화) 산업이 급성장하고 있다. 항노화 산업은 ‘노화 및 노인성 질환에 대한 예방, 치료 및 개선을 통해 건강한 삶을 살아가는 것으로 의약품, 식품, 화장품, 의료기기, 건강프로그램 등을 모두 포함하는 첨단산업’이라고 정의할 수 있는데, BCC research에 따르면 글로벌 항노화 산업규모는 2013년 2,745억달러에서 2030년 4,200억달러로 성장할 것으로 전망된다.

[그림 5] 전 세계 미용성형 관련 소재 시장 전망



자료: Allergan, 한국투자증권

[그림 6] 안면 미용시장에서 보툴리눔 독소와 필러 성장 추이



자료: GBI research 2014, 한국투자증권

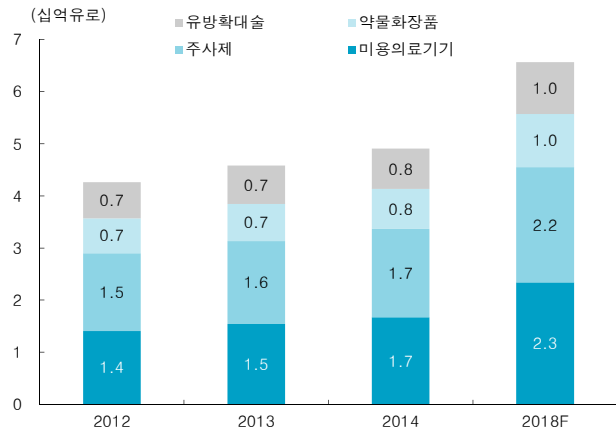
그 중 특히 미용성형 관련  
시장이 높은 성장

항노화 관련 산업 중에서 각종 성형수술과 보툴리눔 독소, 필러 등의 비수술적 시술, 그리고 미용 의료기기 등을 포함하는 미용성형 관련 시장은 다양한 미용 의료기기들이 개발되고, 시술가격이 저렴해지고, 시술 연령층이 확대되면서 가파른 성장세를 보이고 있다. 얼리간의 자료에 따르면 미용성형 관련 소재(필러, 독소, 제모, 지방제거 등)의 시장규모는 2014년 53억달러에서 2020년 105억달러로 향후 6년 동안 2배로 커질 것으로 전망되고 있다. 특히 미용성형 관련 소재 시장의 53%를 차지하는 보툴리눔 독소와 필러는 각각 연평균 10.1%, 9.4% 증가해 2020년에는 25억달러, 24억달러 규모로 성장할 전망이다.

이머징 국가의 수요 증가로  
미용성형 시장은 꾸준히  
성장할 전망

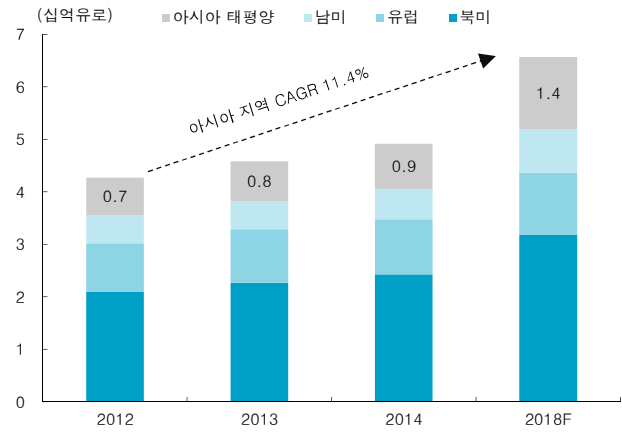
안면미용 시장(facial aesthetics market)은 2020년까지 연평균 11% 증가할 것으로 예상된다. 지속적인 성장이 기대되는 이유는 1) 베이비 붐 세대가 노령화되면서 미용, 성형 시술에 대한 소비가 늘어나고 있고, 2) 인도, 중국 등 이머징 국가 여성인구의 사회활동이 증가하고 소득수준이 높아지면서 미용시술에 대한 수요가 급증하고 있으며, 3) 보툴리눔 독소와 필러 시장의 경쟁자들이 늘어나면서 시술 가격이 하락하고, 비수술적 시술이라는 편의성과 더불어 시술 범위가 확대되고 있기 때문이다. 비급여 시술이라는 특성으로 인해 경제상황의 영향을 받겠지만, 인도, 한국, 중국 등의 수요증가 요인이 더욱 강하게 작용할 전망이다. 아시아 태평양 지역의 안면미용시술 시장이 연평균 11.4%의 가장 높은 성장률을 보이면서 글로벌 시장에서 미국 시장의 비중도 2013년 42%에서 2020년 38%로 하락할 것으로 예상된다.

[그림 7] 유형별 미용시술 시장 규모



자료: IMCAS 2014, 케어젠 재인용, 한국투자증권

[그림 8] 지역별 미용시술 시장규모: 아태 지역이 가장 빠르게 성장

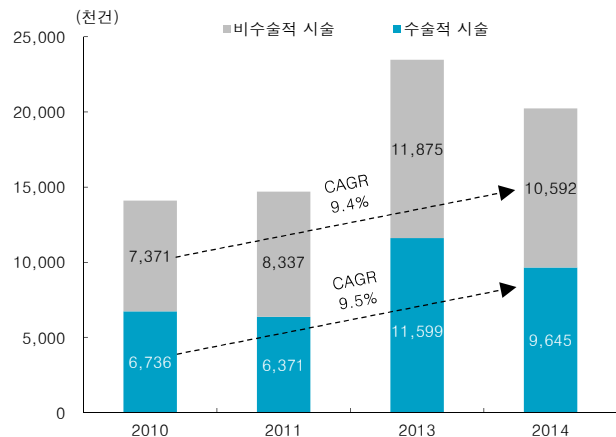


자료: IMCAS 2014, 케어젠 재인용, 한국투자증권

### 미용성형 시술 시장은 연평균 11% 성장

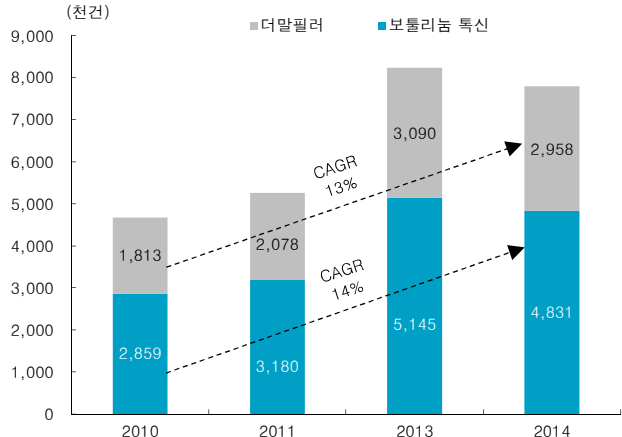
ISAPS(International Society of Aesthetic Plastic Surgery, 국제미용성형수술협회)에 따르면 2014년 시행된 미용성형시술(Aesthetic/Cosmetic procedures)은 총 2,023만건이었으며, 이 중 수술적 시술(surgical procedures)은 965만건(47.7%), 비수술적 시술(non-surgical procedures)이 1,059만건(52.3%)이었다. 전체 시술건수는 2013년 대비 13.8% 감소했는데 이는 경기침체 영향이 컸다고 판단된다. 비수술적 시술 역시 10.8% 감소했다. 하지만 비수술적 시술의 비중은 50.5%에서 52.3%로 상승했는데, 보툴리눔 독신은 21.9%에서 23.9%로, 필러는 13.2%에서 14.6%로 높아졌다. 비수술적 미용성형 시술 건수는 2010년 737만건에서 2014년 1,059만건으로 매년 9.5% 증가했으며, 보툴리눔 독신은 286만건에서 483만건으로, 필러는 181만건에서 296만건으로 늘어나며 각각 연평균 14%, 13% 증가했다.

[그림 9] 글로벌 미용성형 시술 건수 증가 추이



자료: ISAPS, 한국투자증권

[그림 10] 비수술적 시술 중 보툴리눔 독신과 필러 시술 증가 추이



자료: ISAPS, 한국투자증권

### 특히 비수술적 시술 비중이 상승 중

ASAPS(American Society for Aesthetic Plastic Surgeons, 미국성형외과학회) 자료에 따르면 전체 미용성형 시술건수는 꾸준히 증가하는 추세다. 최소침습시술(cosmetic minimally-invasive procedures)은 2014년 1,395만건으로 전년 대비 4%, 2015년에는 1,420만건으로 2% 증가했다. 2000년 이후 수술적 시술은 190만건에서 171만건으로 10% 감소했으나, 최소침습 시술은 550만건에서 1,420만건으로 158% 증가했다. 최소침습 시술이 증가한 것은 보툴리눔 독신과 필러(히알루론산)의 시술이 증가했기 때문이다.



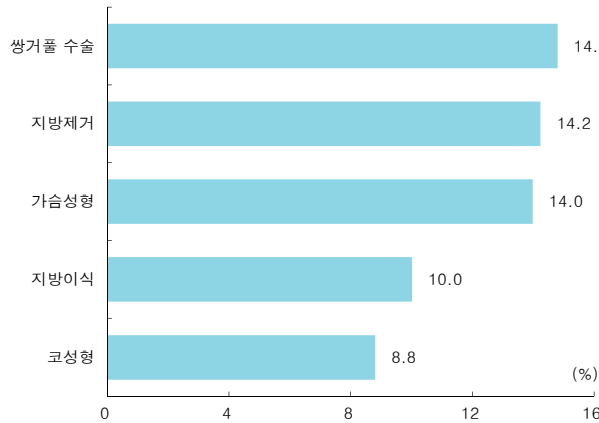
〈표 2〉 미국 내 미용성형 시술 현황

(단위: 건, %)

	2000	2013	2014	2015	2000~2015 CAGR
수술적 시술	1,901,049	1,668,420	1,677,478	1,706,106	-2.1
최소침습시술	5,500,446	13,447,933	13,945,388	14,202,224	20.9
보툴리눔 독신	786,911	6,321,160	6,673,608	6,757,198	53.7
필러	652,885	2,242,621	2,301,673	2,440,724	30.1

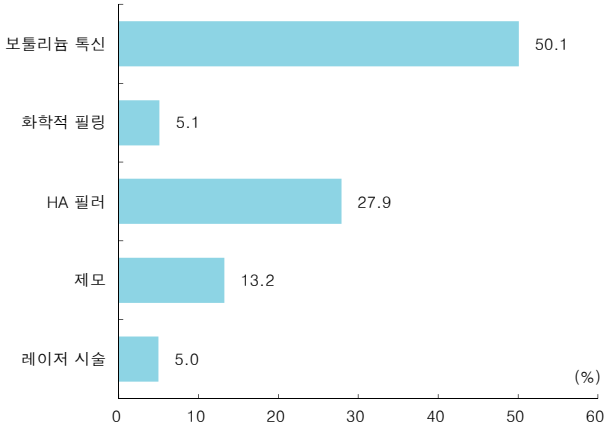
자료: ASAPS, 한국투자증권

[그림 11] 글로벌 미용성형 수술적 시술 중 시술 건수 top 5



자료: ISAPS, 한국투자증권

[그림 12] 글로벌 미용성형 비수술적 시술 중 시술 건수 top 5

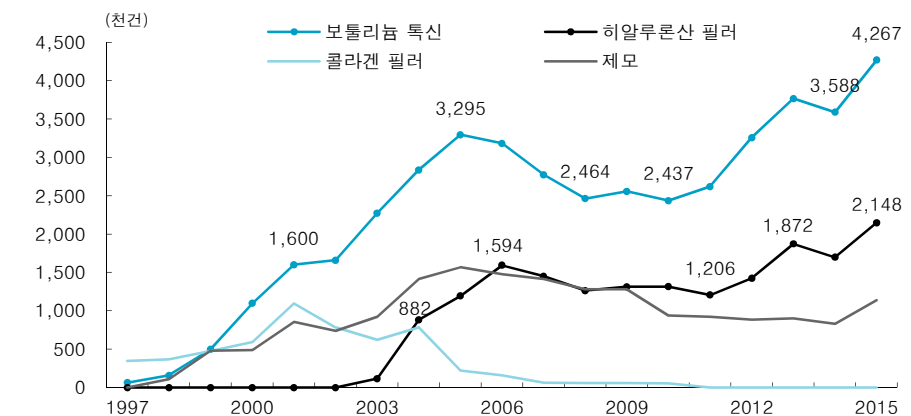


자료: ISAPS, 한국투자증권

### 보툴리눔 독신과 필러 사용 증가는 편의성과 가격 하락에 따른 수요 증가 때문

비수술적 시술에서 특히 보툴리눔 독신과 필러가 높은 성장률을 보이는 것은 가격하락과 사용 범위 확대, 안전성에 대한 데이터 확보 때문이라고 판단된다. 보툴리눔 독신은 미간 주름, 안검경련에서 소아마비, 다한증 등의 다양한 적응증으로 치료영역을 확대하고 있으며, 이머징 국가에서는 업체간 경쟁심화로 가격이 빠르게 하락하면서 수요가 증가하는 추세다. 필러는 2003년에 생체고분자물질 중 하나인 히알루론산 성분의 필러가 도입되면서 사용량이 증가할수록 안전성 데이터가 확보되고 있고, 주름성형에서 이마, 코, 턱 등 뼈대 성형, 바디필러, 물광주사 등으로 활용범위가 꾸준히 확대되고 있을 뿐 아니라 독신보다 진입장벽이 낮아 가격 부담이 완화되며 시장이 폭발적으로 성장하고 있다.

[그림 13] 미국의 주요 비수술법 미용시술 건수 증가 추이



자료: ASAPS, 한국투자증권

**보툴리눔 독신은 근육을  
마비시키는 독소로서  
사용범위가 꾸준히 확대되는  
추세**

## 2. Botulinum toxin: 비수술적 미용성형의 대표주자

우리가 흔히 알고 있는 보톡스(BOTOX)는 보툴리눔 독신 A형을 치료제로 앨러간(Allergan)제품의 상품명이다. 보톡스로 통칭되는 보툴리눔 독신은 C. botulinum이라는 혐기성 박테리아에서 분비되는 독소 중 하나로, 모두 7가지 종류가 있으며, 그 중 A형과 B형이 정제되어 의학적으로 사용되고 있다. 이 독소는 운동신경 말단 부위에서 아세틸콜린의 분비를 억제하고, 이를 통해 근육을 마비시키는 역할을 하는데, 초기에는 안검경련, 사경 등 근육긴장 이상을 치료하는 약제로 개발되다가 독소 주입 후 주변의 주름이 없어지는 것을 발견하고 미용적 주름치료를 이용되기 시작했다. 현재는 안검경련, 소아뇌성마비, 사시 등 근육강직 치료뿐 아니라 요실금, 전립선 비대증, 성대결절 등 다양한 치료분야로 사용이 확대되고 있으며, 미용적용 분야 역시 주름개선, 사각턱개선 등에서 종아리윤곽술, 승모근 수축 등 바디성형으로 확대되고 있는 상황이다.

[그림 14] 보툴리눔 독신 시술부위: 주름개선에서 바디성형으로 확대

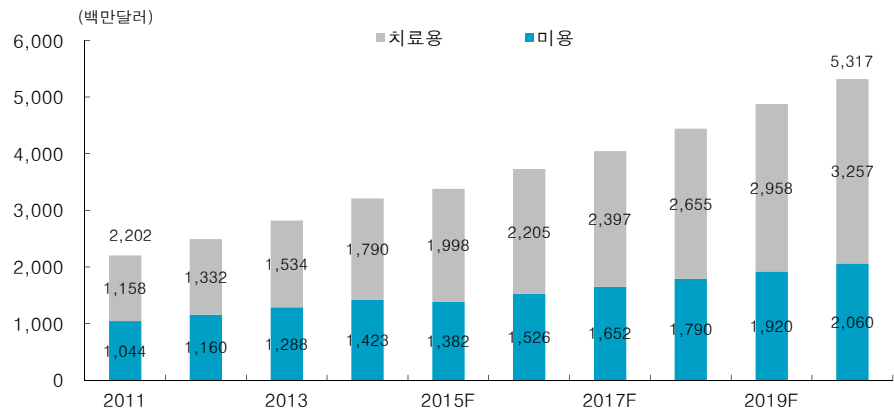


자료: 강남비앤에이 성형외과, 한국투자증권

**보툴리눔 독신 시장 규모는  
2020년 53억달러에 이를 것**

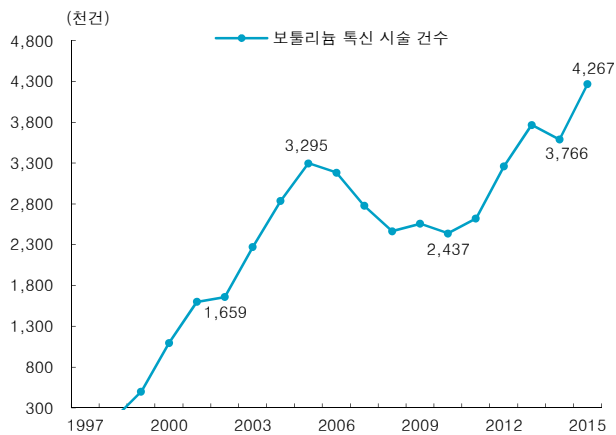
UBS Pharmaceutical Handbook 자료에 따르면 치료용과 미용을 합한 보툴리눔 독신 시장은 2014년 32억달러에서 2020년 53억달러로 약 66% 성장할 것으로 추정된다. 치료용 시장은 연평균 10.5%, 미용시장은 6.4% 증가할 것으로 예상되는데 이는 미용시장에서의 보툴리눔 독신의 가격이 경쟁심화로 빠르게 하락할 것으로 예상되기 때문이다. 하지만 사용량은 꾸준히 늘어나는 추세여서 미용 시술건수는 지난 8년 동안 66% 증가했으며, 향후 사용범위 확대와 가격인하 효과, 이머징 국가에서의 수요 확대 등으로 전체 시술건수는 꾸준히 증가할 전망이다.

[그림 15] 글로벌 보툴리눔 독신 시장 전망: 2020년 53억달러로 성장



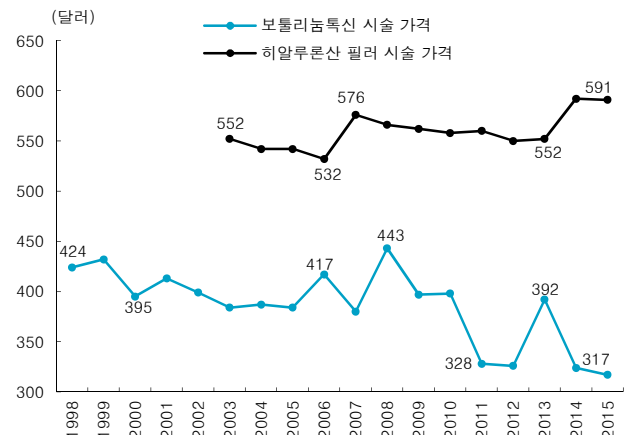
자료: UBS Pharmaceutical Handbook, 한국투자증권

[그림 16] 미국 내 보툴리눔 독신의 미용 시술 건수 증가 추이



자료: ASAPS, 한국투자증권

[그림 17] 미국 내 보툴리눔 독신과 필러 시술가격 추이

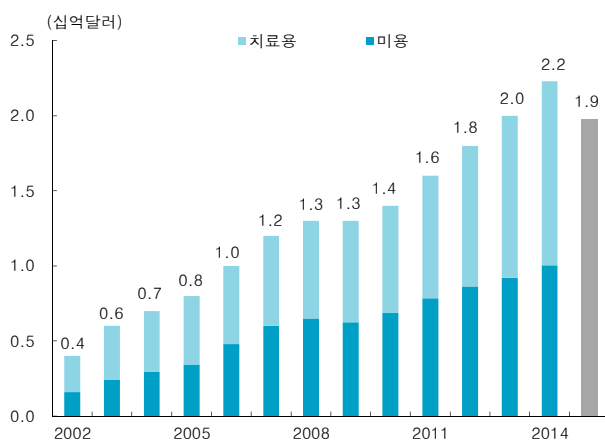


자료: ASAPS, 한국투자증권

### 글로벌 보툴리눔 독신의 절대 강자는 Allergan

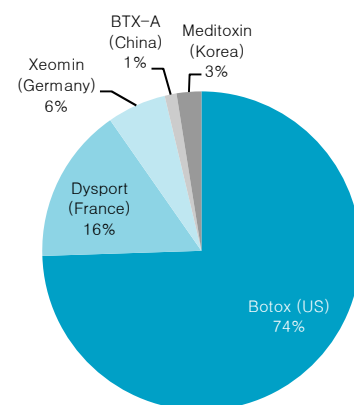
전 세계 보툴리눔 독신 시장의 절대 강자는 앨러간(Allergan)이다. 앨러간은 1989년 미국 FDA로부터 사시, 안검경련, 얼굴떨림에 대한 적응증으로 BOTOX 허가를 받은 이후 2002년 미간주름개선이라는 미용 적응증도 승인 받았으며, 다한증, 소아뇌성마비, 과민성 방광 등으로 치료용 적응증을 계속 확대하고 있다. 그 결과 'BOTOX(보톡스)'의 매출은 2015년 19억달러에 달하며 글로벌 시장의 74%를 차지하고 있다. 1991년 유럽에서 허가 받아 판매를 시작한 입센(Ipsen)사의 보툴리눔 독신 'Dysport(디스포트)'의 매출이 3.4억 달러, 2005년 유럽에서 허가 받은 머츠(Merz Pharma)의 'Xeomin(제오민)'의 매출이 2.1억달러에 그친 것과 비교할 때 글로벌 보툴리눔 독신 시장에서 앨러간의 입지는 놀라운 수준이다.

[그림 18] 앨러간의 보톡스 매출 증가 추이



자료: Allergan, 한국투자증권

[그림 19] 2014년 글로벌 보툴리눔 독신 시장 점유율



자료: 각 사, 언론자료, 한국투자증권 추정

### 제품간 장단점이 있지만 앨러간의 우월적 지위는 당분간 유지될 것

보톡스와 디스포트, 제오민은 모두 같은 보툴리눔 독신 A형이지만 디스포트는 분자량이 500~900kDa으로 일정하지 않고, 제오민은 복합단백질을 제거한 순수한 독신으로 분자량이 150kDa이라는 차이점이 있다. 마이오블록은 미국 제품이지만 유일하게 B형 독신이다. 포장단위가 다르고, 허가 받은 적응증 수에도 차이가 있으며, 독신 확산속도나 유지기간, 항체생성률 등 제품마다 장단점이 있지만 앨러간은 무엇보다 가장 먼저 제품을 개발했고, 시장이 가장 큰 미국에서 과점적 지위를 유지하고 있을 뿐 아니라 임상상을 통해 적응증을 확대해나가고 있기 때문에 당분간 BOTOX의 선전은 계속될 전망이다.

### 3. Dermal filler: 수요가 폭발적으로 늘어나는 시기

#### 필러는 보툴리눔 독신의 보완재

필러(Dermal filler)는 인체에 안전한 재료를 얼굴 진피층에 주입해 주름을 개선하고, 미관상으로 볼륨을 찾아주는 등 피부조직을 보충해주는 주사타입의 의료기기를 말한다. 안면미용 및 성형 종류 중 대표적인 비수술적 시술은 보툴리눔 독신과 필러로 구분되고, 필러와 보툴리눔 독신 모두 주름 개선 및 안면 윤곽술에 사용되지만 보툴리눔 독신은 얇은 주름에, 필러는 깊은 주름과 전반적인 안면 윤곽술에 사용된다는 측면에서 두 시술방식은 상호 보완적 관계에 있다.

〈표 3〉 Dermal filler의 개발 변천사

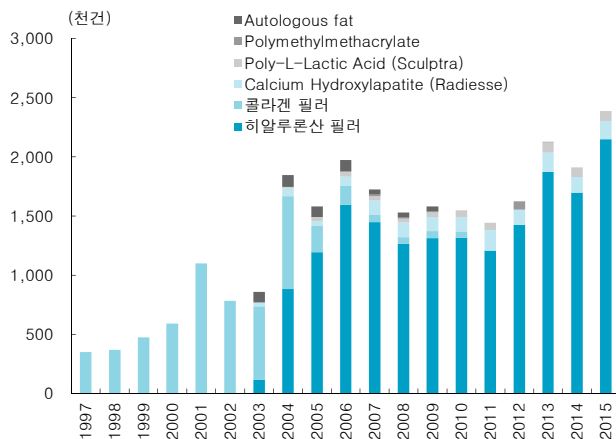
종류	허가 및 개발 시기	비고
지방	1893년	독일의사 노이버가 환자 팔의 지방조직을 얼굴에 이식 시도
소 콜라겐	1980년 대	Inamed 사가 FDA 승인 획득 유지기간이 3~6개월로 짧으며, 사전 테스트가 필요함
돼지 콜라겐	1985년	1985년 FDA 최초 승인 미용목적의 주사형 필러는 Evolence 로 2008년 FDA 승인 획득 유지기간이 3~6개월로 짧고, 사전 테스트 필요
인간 콜라겐	1992년	Cosmoderm 이 2003년 FDA 승인 획득 유지기간이 3~6개월로 짧고, 사전 테스트 필요
히알루론산(HA)	2003년	레스틸렌이 2003년 FDA 최초 승인 획득 현재 시술건수의 90% 이상을 차지하고 있음
칼슘	2006년	Merz 의 Radiesse 가 대표품목 생체고분자 중 가장 긴 유지기간(18~24개월)
Poly-L-lactic acid	2009년	홍터치로 등에 사용되던 Sanofi 의 Sculptra 가 미용목적으로 FDA 승인을 받음 합성고분자로서 2년 정도의 유지기간

자료: 산업자료, 한국투자증권

#### 히알루론산 필러가 출시된 이후 시장이 폭발적으로 성장

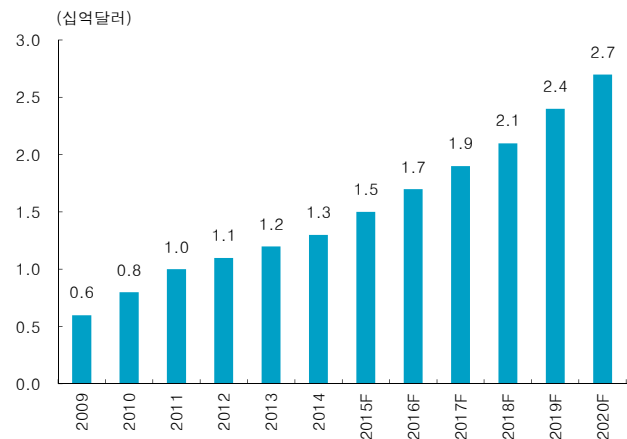
필러의 개발 역사는 매우 오래되었다. 1890년대 자가 지방을 피부에 사용하기 위한 시도가 있었고, 콜라겐을 사용하기 위해 소, 돼지, 인간 유래의 콜라겐을 활용한 제품이 연구되어 왔다. 2003년에는 생체고분자 중 하나인 히알루론산(HA)을 이용한 갈더마의 ‘레스틸렌’ 필러가 피부미용 목적으로 최초의 FDA 승인을 획득했다. HA필러는 생체 내에서 분해 흡수되면서 인체 구성성분과 유사해 피부 반응검사 없이 사용 가능하다는 장점이 있으며, 3~6개월 후 반복시술을 할 수 있고, 시술이 잘못되었을 경우 흡수된 후 재시술 가능하다는 점 때문에 사용량이 폭발적으로 증가하면서 필러 시장의 본격적인 성장이 시작됐다. 그 이후 칼슘필러, PMMA 필러 등 다양한 원료의 제품이 개발되었지만 여전히 필러 시장의 90%는 히알루론산(HA) 필러가 차지하고 있다.

〔그림 20〕 미국 내 soft tissue filler 종류별 시술 건수 증가 추이



자료: ASPS, 한국투자증권

〔그림 21〕 글로벌 필러 시장 성장 추이



자료: GBI research 2014, 한국투자증권

〈표 4〉 최근 주로 사용되는 필러의 종류와 특징

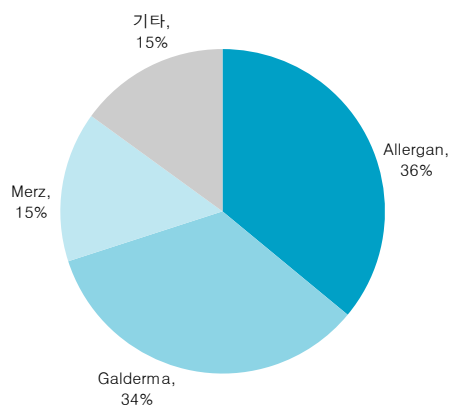
원료에 따른 분류	내용	주요제품
히알루론산 필러	현재 시장의 90%를 차지하는 대표 필러이며, 다당질로 구성 (인체 구성성분과 유사)되어 피부 반응 검사 없이 사용 가능함.	레스틸렌(Q-Med), 쥬비덤(Allergan), 테오시알(Teoxane), 이브아르(LG생명과학)
칼슘필러	뼈 성분인 칼슘과 미네랄이 주 원료로 입체감 있는 볼륨과 리프팅 효과를 나타냄. 피부 반응 검사가 필요 없으며 지속기간은 2년 이상으로 비교적 장기감임. 체내에서 잘 녹지 않으며, 잔존량이 타 필러 대비 상대적으로 많아 최근에는 수요 감소 추세	레디어스(Merz)
자가혈필러	자신의 혈액으로 만든 생물학적 필러. 혈액을 원심분리기에 넣어 적혈구에서 혈장을 분리한 후 특수 장치에 장착하면 혈장이 변형돼 완성됨. 콜라겐과 섬유 세포를 활성화하고 주름이나 꺼진 부위를 채워 피부 탄력을 개선함. 타 필러와 달리 이물 반응이 없고 안전하지만, 지속기간이 3개월 정도로 짧으며, 시술 비용이 비쌈.	
콜라겐필러	소나 돼지 등 동물성 단백질을 추출해 만들며, 효과는 1~2년 지속됨. 알레르기가 발생할 수 있으므로 시술 한 달 전에 피부 반응 검사를 해야함. 최근에는 시술하지 않음	
PMMA 필러	지속기간이 짧은 필러의 단점을 보완해 효과 지속 기간이 5~10년인 반영구 필러로 피부과에서 주름 개선이나 피부 탄력에는 거의 사용하지 않으며, 성형외과에서 주로 사용함	아테콜 (EMCM)
고어텍스필러	인공 합성 물질로 최근에 코를 높이는 데 많이 사용되고 있으며, 기존 필러로 해결 안 되는 깊은 주름에 효과적임. 타 필러와 달리 수술적 기법으로 피부를 2~3mm 절개하고 들어간 부분에 삽입하는 방법을 사용함	

자료: 산업자료, 한국투자증권

### 필러시장은 앨러간과 갈더마 양강 체제

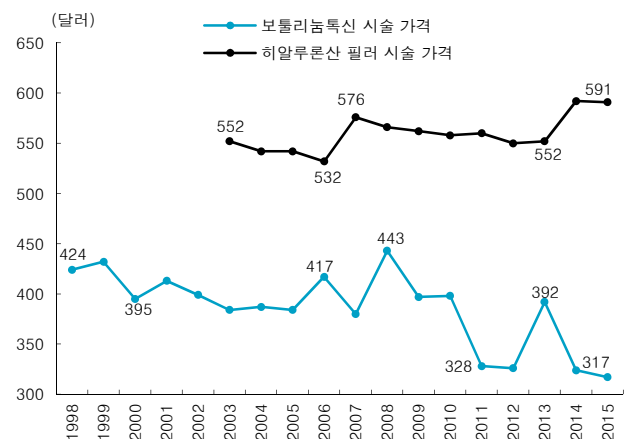
필러시장은 앨러간의 ‘쥬비덤’과 갈더마의 ‘리스틸렌’이 전체 시장의 70% 이상을 차지하고 있다. HA 필러로 최초 허가를 받은 레스틸렌이 필러시장에서 독과점적 지위를 유지하고 있었으나 앨러간이 2005년 Inamed를 인수하면서 쥬비덤의 판권을 획득했고, BOTOX와의 마케팅 시너지 효과에 힘입어 매출이 급격히 성장하기 시작했다. 독일 Merz의 ‘래디어스(칼슘 필러)’가 시장점유율 15%로 3위이며, 나머지 시장을 약 700여개의 기타 제품이 차지하고 있다.

[그림 22] 글로벌 더말필러 주요 제품의 점유율 현황



자료: Allergan, 한국투자증권

[그림 23] 미국 내 필러 시술 가격 변동 추이



자료: ASAPS, 한국투자증권

### 경쟁심화로 가격 하락 예상, 하지만 사용량 증가가 더 클 것

미국 내 비수술적 시술의 가격 추이를 보면 보툴리눔 독신 가격은 하락 추세인 반면 필러 가격은 최근 상승하는 모습이다. 이는 특허가 만료된 보툴리눔 독신 가격을 낮추면서 필러 가격을 고가로 패키징해 판매하는 마케팅 전략 때문인 것으로 추정된다. 하지만 필러가 보툴리눔 독신보다 진입장벽이 낮고, 유럽과 이머징 마켓에서는 이미 미국 대비 1/2 이하의 가격에 시술되는데다 경쟁도 심화되고 있어 가격은 하락세를 보일 전망이다. HA 필러는 본격적으로 시술되기 시작한지 10년밖에 되지 않았고, 주름 개선에서 안면 윤곽술, 바디성형 등으로 시술 적용범위가 계속 확대되는 추세라 시장은 당분간 높은 성장세가 지속될 것으로 예상된다.

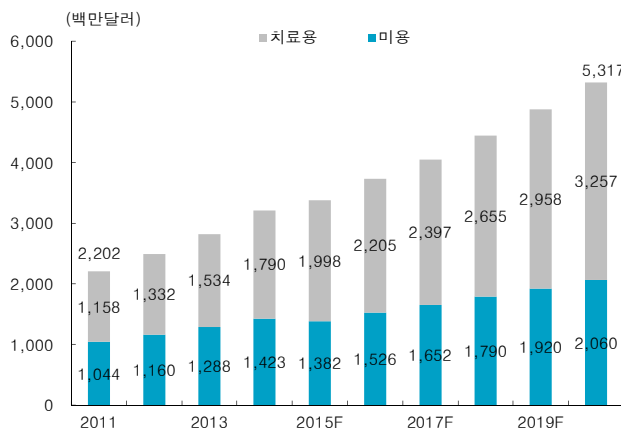
### III. 국내 독신과 필러에 주목해야 하는 이유

#### 1. 국내 시장, 경쟁은 심하지만 여전히 성장 기회는 크다

**국내 보툴리눔 독신 시장  
규모는 1,046 억원  
가격하락 감안할 때 사용량은  
고성장 지속**

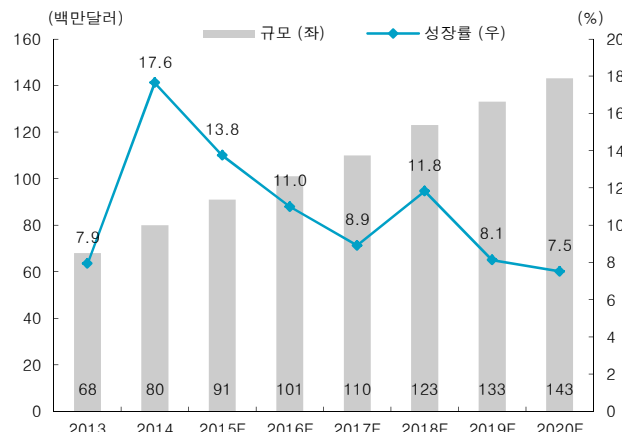
우리나라 비수술적 미용성형 시장도 급속도로 성장하고 있다. 2015년 전 세계 보툴리눔 독신 시장규모는 34억달러, 국내 시장규모는 약 1,046억원에 이른다. 국내 보툴리눔 독신 시장은 1996년 엘러간이 KFDA로부터 BOTOX 품목허가를 받으면서 열리기 시작해, 2006년 메디톡스의 ‘메디톡신’ 런칭으로 경쟁이 본격화 되었다. 뒤이어 휴젤의 보툴렉스, 대웅제약의 나보타가 출시되면서 가격경쟁이 심해져 시장 성장률이 둔화되고 있지만 사각턱 시술가격이 2009년 35~50만원에서 현재 6~10만원으로 하락한 것을 감안할 때 사용량은 여전히 높은 성장률을 지속하는 것으로 추정된다. 향후 국내 보툴리눔 독신 시장은 8~12%의 성장률을 유지할 전망이다.

[그림 24] 전세계 보툴리눔 독신 시장 성장 추이



자료: UBS Pharmaceutical Handbook, 한국투자증권

[그림 25] 국내 보툴리눔 독신 시장 성장 추이



자료: GBI research 2014, 한국투자증권

**국내에 출시된 보툴리눔 독신  
제품은 모두 8개**

우리나라에는 수입산 5개, 국내산 3개 등 모두 8개의 보툴리눔 독신이 제품이 출시되어, 주요 선진국 중 가장 많은 제품이 판매되고 있다. 또한 휴온스, 바이오씨앤디 등이 추가로 개발 중에 있어 향후 시장 경쟁은 더욱 심해질 전망이다. 하지만 이미 보툴리눔 독신 가격이 중국보다 저렴한데다, 나보타 출시 이후 추가적인 가격인하 움직임이 없는 점을 감안할 때 가격경쟁이 심화될 가능성은 제한적이라고 판단한다.

〈표 5〉 글로벌 보툴리눔 독신 개발 현황

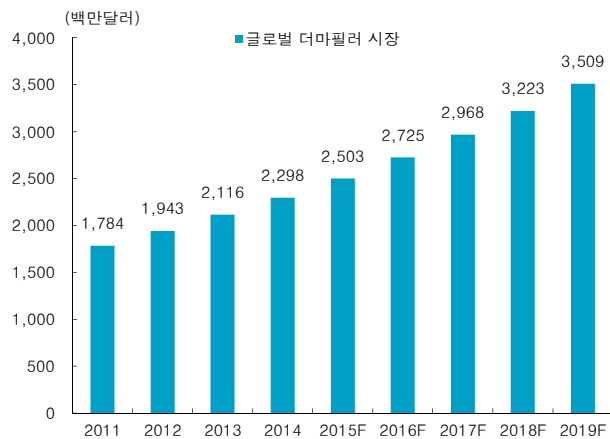
회사	Allergan	Ipsen	Merz	BTX-A	메디톡스	휴젤	대웅제약
제품명	BOTOX	Dysport	Xeomin	Lanzhou Institute	Meditoxin	Botulax	Nabota
제조국	미국	프랑스	독일	중국	한국	한국	한국
독소형태	A 형	A 형	A 형	A 형	A 형	A 형	A 형
국내 판매사	한국엘러간, 한인제약		멀츠 코리아		메디톡스	휴젤, 종근당	대웅제약
허가국가	글로벌	글로벌	글로벌	중국 및 기타 30개국	한국, 브라질 등 60개국	한국, 동남아 등 21개국	한국, 동남아 등
국내 판매허가	96년 10월	99년 7월	09년 6월	02년 5월	06년 3월	09년 3월	13년 11월
적응증	미간주름개선, 안검경련, 소아뇌성마비 등 9개	미간주름개선, 안검경련 등 6개	미간주름개선, 안검경련 등 4개	미간주름개선, 안검경련 등 4개	미간주름개선, 안검경련 등 4개	미간주름개선, 안검경련 2개	미간주름개선, 뇌출중 근육강직 2개
미국 진출 현황	판매 중	판매 중	판매 중		임상 3상 준비 중	임상 3상 승인	임상 3상 중

자료: 각 사, 한국투자증권

### 국내 필러시장도 1,094 억원, 보툴리눔 독신보다 높은 성장률 보일 것

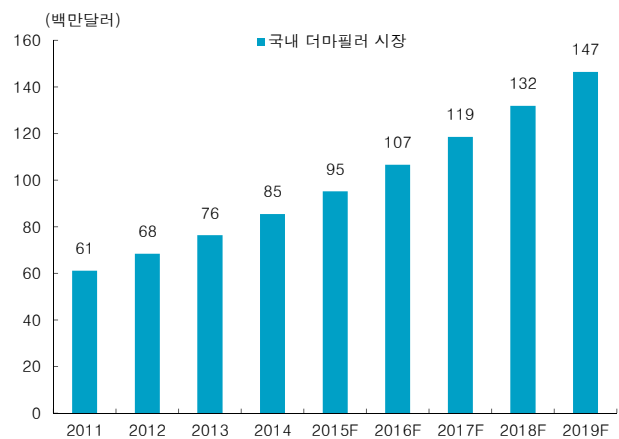
필러시장의 성장은 더욱 가파르다. 2003년 갈더마의 레스틸렌이 세계 최초 히알루론산 필러로 FDA 허가를 받은 이후 미국 내 시술 건수가 2003년 12만건에서 2015년 215만건으로 증가했으며, 시장규모는 25억달러에 이르고 있다. 우리나라에서도 2002년 앨러간의 ‘쥬비덤’, 2004년 갈더마의 ‘레스틸렌’이 KFDA 허가를 받으면서 필러시장이 열렸으나, 2010년 LG생명과학의 ‘이브아르’가 출시되면서 시장이 본격적으로 성장하기 시작했다. 국내 필러시장은 2009년 190억원에서 2014년 1,094억원으로 증가하면서 연평균 40%의 높은 성장률을 보이고 있다.

[그림 26] 전 세계 필러시장 성장 추이 (CAGR 8.8%)



자료: Transparency Market Research, 휴메딕스 재인용, 한국투자증권

[그림 27] 국내 필러시장 성장 추이 (CAGR 11.6%)



자료: Transparency Market Research, 휴메딕스 재인용, 한국투자증권

### 필러의 진입장벽은 보툴리눔 독신보다 낮다

필러시장이 보툴리눔 독신보다 성장이 더 가파른 반면 경쟁은 훨씬 더 치열하다. 보툴리눔 독신은 C.botulinum 박테리아를 확보해야 하고 안전성 이슈가 중요해 임상 및 개발에 오랜 시간이 걸린다. 하지만 필러의 경우 일부 국가에서는 의료기기로서 허가를 받아 판매가 가능하기 때문에 허가장벽이 낮고, 히알루론산 원료를 가져다 cross-linking을 하는 후처리 공정을 통해 제품 생산이 가능해 시장에 출시된 제품이 매우 많다. 국내에서만 2014년 기준 등록 제조업체가 27개, 품목허가를 받은 수입 및 국산 업체가 40여개에 이르고 있다.

〈표 6〉 국내 주요 히알루론산 필러 경쟁업체 현황

(단위: 십억원)

회사	제품명	성질	2015년 매출	국내 MS	글로벌 MS	중국 판매 여부
Galderma	레스틸렌	biphasic	NA	33%	34%	○
Allergan	쥬비덤	monophasic	17,064	14%	36%	○
LG 생명과학	이브아르	biphasic	451	16%	-	○
휴메딕스	엘라비에	monophasic	42	14%	-	○
휴젤	더채움	monophasic	65	5%	-	임상 중
메디톡스	뉴라미스	monophasic	89	7%	-	임상 중

자료: 산업자료, 한국투자증권

### 경쟁심화로 가격 하락 압력 있겠지만 수요도 폭발적 증가 예상

현재 보툴리눔 독신에 비해 안정적으로 유지되고 있는 필러 가격도 경쟁이 심화되면서 하락할 가능성이 있다. 하지만 필러 역시 주름 개선, 안면 윤곽술에서 바디성형, 물광주사 등으로 시술 적용범위가 계속 확대되고 있고, 보툴리눔 독신에 비해 시술 비용은 고가인 반면 사용 안전성이 더 뛰어나기 때문에 가격이 하락할 경우 사용량이 더 큰 폭으로 증가할 것으로 추정된다. 따라서 당분간 국내 필러 시장은 고성장세를 유지할 전망이다.

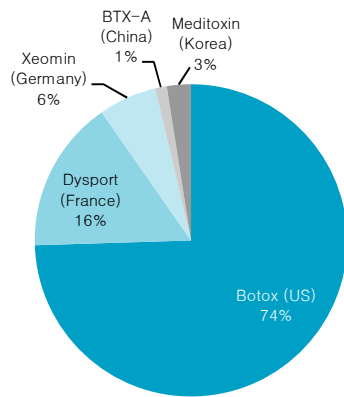


## 2. 국내 미용성형 관련 기업에 주목해야 하는 이유

### 지금미 미용 성형 관련 기업에 주목할 시점

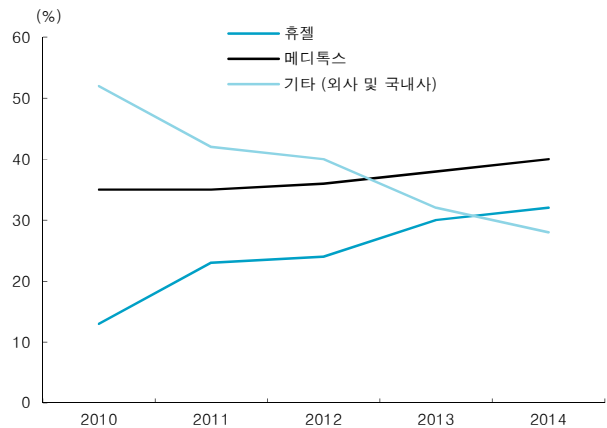
보툴리눔 독신과 필러 시장이 고성장하고 있는 가운데 지금 미용성형 관련 기업에 주목해야 하는 이유는 다음과 같다. 1) 보툴리눔 독신과 필러 시장에서 글로벌 상황과 달리 다국적 제약사들의 내수 점유율이 빠른 속도로 하락하고 있어, 국산 제품의 점유율 확대 여지가 크다. 2) 외국인 관광객, 특히 미용성형 목적의 의료관광객이 증가하면서 국내 미용성형 시장에 대한 수요가 커지고 있다. 3) 국내 기업들이 지금까지는 내수 점유율을 확대해 성장해왔다면 이제는 중동, 동남아, 중남미 등 이머징 마켓으로의 수출이 증가하고 있다. 특히 성장잠재력이 무한한 것으로 평가되는 중국시장 진출이 가시화되고 있으며, 향후 5년 내에 미국 및 유럽시장에 국산 제품을 출시하면서 글로벌 미용성형 회사로 발돋움할 것으로 판단된다. 따라서 밸류에이션 부담 논란이 있을 수 있지만 실적 성장이 이어질 수 있는 미용성형 기업에 주목해야 한다.

[그림 28] 글로벌 보툴리눔 독신 시장 업체별 점유율 현황



자료: UBS Pharmaceutical Handbook, 한국투자증권

[그림 29] 국내 보툴리눔 독신 시장에서 국산 제품 점유율 추이

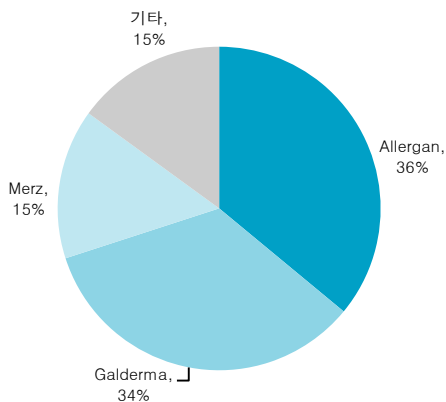


자료: 휴젤, 메디톡스, 언론자료, 한국투자증권

### 국내 보툴리눔 독신 시장 이미 국산 제품이 과점

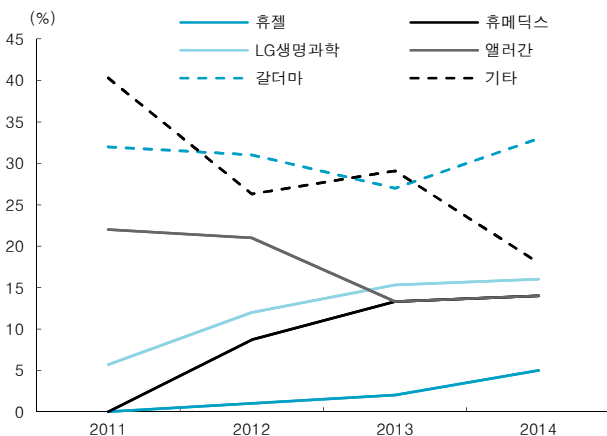
메디톡스와 휴젤이 높은 성장률을 보였던 이유는 국내 보툴리눔 독신 시장에서의 점유율을 확대했기 때문이다. 앨러간은 글로벌 시장에서 점유율 74%로 절대적 우위에 있지만 국내에서는 메디톡스의 ‘메디톡신’ 출시 이후 점유율이 하락하기 시작했고, 휴젤의 ‘보툴렉스’ 출시로 가격 하락이 본격화되자 점유율 3위로 추락하고 말았다.

[그림 30] 전 세계 필러시장 회사별 점유율



자료: Allergan, 한국투자증권

[그림 31] 국내 필러시장 회사별 점유율



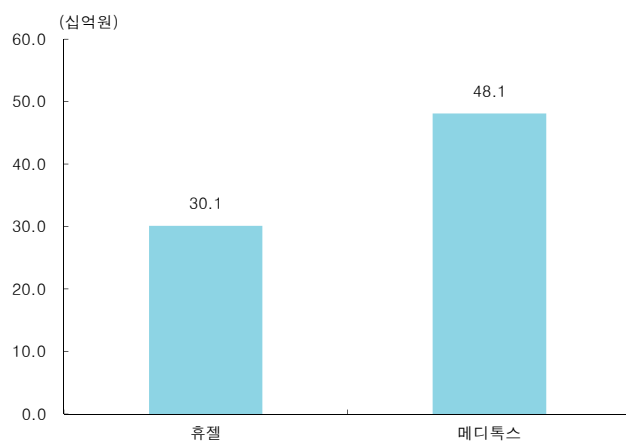
자료: 각 기업 및 산업자료, 한국투자증권



### 필러시장에서도 유사한 상황이 벌어지고 있다

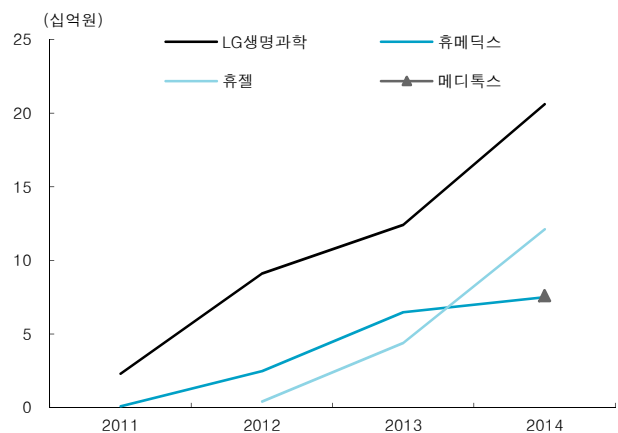
필러 시장에서도 보툴리눔 독신 시장과 같은 상황이 일어나고 있다. 글로벌 필러 시장은 앨러간의 ‘주비덤’과 갈더마의 ‘레스틸렌’이 70% 이상을 차지하고 있다. 하지만 국내 시장에서는 LG생명과학의 ‘이브아르’가 시장 성장을 이끌면서 갈더마의 ‘레스틸렌’에 이어 점유율 2위를 차지하고 있으며, 휴메딕스의 ‘엘라비에’가 3~4위권에 올라있다. 필러 시장에서는 후발주자이지만 보툴리눔 독신을 보유해 마케팅 시너지가 기대되는 메디톡스의 ‘뉴라미스’와 휴젤의 ‘더채움’이 빠른 속도로 점유율을 늘리고 있는 상황이다. 2015년 메디톡스의 매출 성장에 ‘뉴라미스’가 크게 기여했다면 2016년에는 ‘더채움’이 휴젤의 매출 성장에 기여할 것으로 예상된다. 특히 두 회사는 보툴리눔 독신과의 패키징 마케팅이 가능해 점유율 확대가 용이할 것으로 예상돼, 앨러간과 갈더마의 점유율은 더 떨어질 것이다.

[그림 32] 2015년 메디톡스와 휴젤의 보툴리눔 독신 매출



자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 33] 국내 업체별 필러 매출 증가 추이

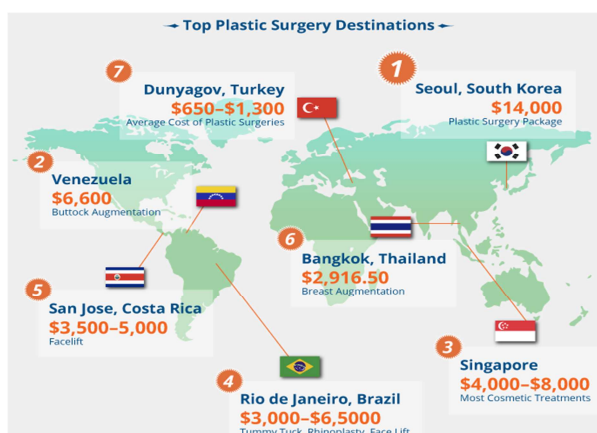


자료: 각 사, 한국투자증권

### 국내 미용성형 수술의 위상 글로벌 top 수준

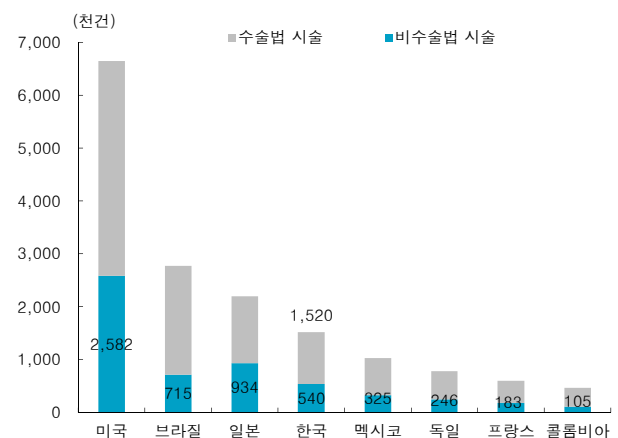
국내 기업들의 또 다른 성장 동력은 외국인 관광객들의 미용성형 시술 수요 증가와 그에 따른 내수 시장 성장이다. MEDTrip.com에서는 2014년 성형수술을 위한 여행지 추천 1위로 한국을 소개했다. 의료관광이 국가 주력산업인 태국, 싱가포르와 미용성형 시장이 선진국 규모인 남미에 비해 시술 비용이 최소 2배 이상으로 조사되었음에도 불구하고 우리나라의 미용성형 의료시장은 글로벌 top 수준인 것으로 판단된다.

[그림 34] 성형수술을 위한 여행지 추천 1위: 한국



자료: MEDTrip.com, 한국투자증권

[그림 35] 2014 국가별 미용성형 시술 건수: 한국이 4위

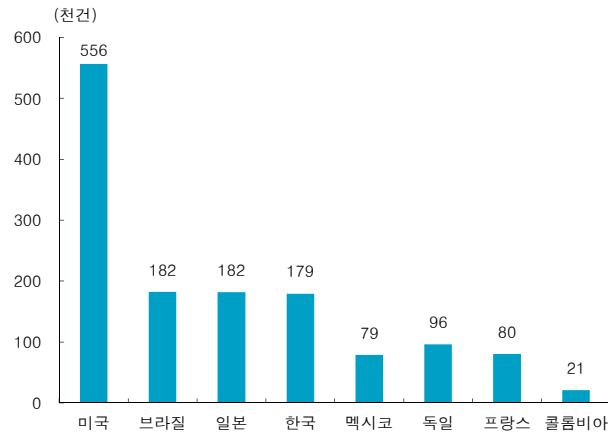


자료: ISAPS, 한국투자증권

**미용성형 시술 건수  
글로벌 4위**

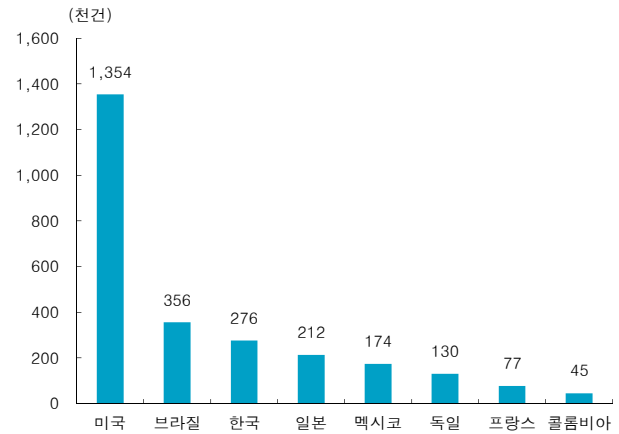
ISAPS 자료에 따르면 2014년 국가별 미용성형 시술 건수(수술적, 비수술적 시술 합산)에서 한국은 98만건으로 전체 시술의 4.8%를 차지하며 4위에 올랐다. 비수술적 시술 중 보툴리눔 독소의 시술 건수는 28만건으로 전 세계 483만건의 5.7%를 차지해 3위를 기록했고, 히알루론산(HA) 필러는 18만건으로 전 세계 269만건의 6.7%로 4위를 차지했다. 이러한 미용성형 시술 현황을 볼 때 성형의료관광 시장에서 우리나라의 위상은 매우 높은 것으로 판단된다.

**[그림 36] 2014 국가별 HA 필러 시술 건수: 한국이 6.7%로 4위**



자료: ISAPS, 한국투자증권

**[그림 37] 2014 국가별 toxin 시술 건수: 한국이 5.7%로 3위**

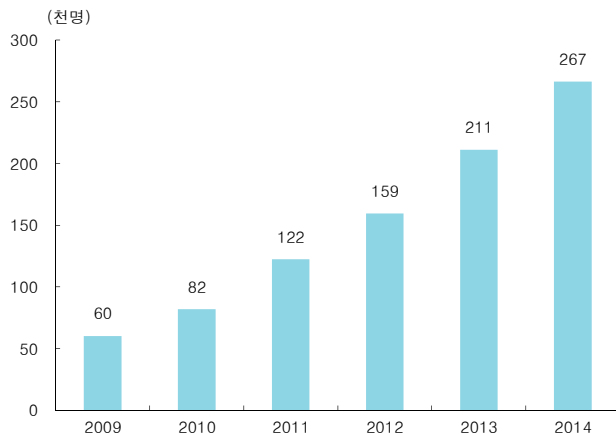


자료: ISAPS, 한국투자증권

**외국인 환자는 빠르게  
증가하고 있으며,  
피부성형외과의 인기가  
높아지고 있음**

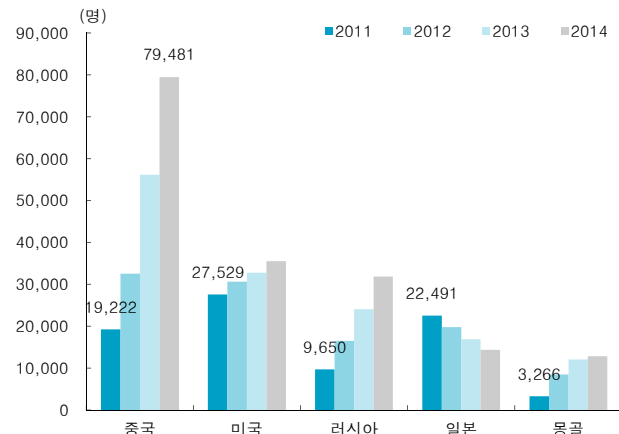
국내에 입국하는 외국인 환자 수는 2009년 6만명에서 2014년 27만명으로 5년 동안 3.5배나 증가했다. 특히 중국인 환자 비중이 2011년 15.7%에서 2014년 29.8%로 높아지며 연평균 76% 증가했으며, 러시아 환자 비중 역시 2011년 7.9%에서 2014년 11.9%로 상승하며 연평균 79% 늘었다. 의료관광 목적으로 입국하는 외국인 환자들이 가장 많이 내원하는 진료과목은 내과통합으로 22.3%를 차지했다. 반면 환자수 증가율이 가장 높은 진료과목은 성형외과이다. 성형외과를 방문하는 외국인 환자의 비중은 2014년 10.2%로 지난 3년 동안 연평균 66% 증가했으며, 성형외과와 피부과를 합할 경우 외국인 환자 내원 비율은 18.5%로 점유율 2위를 차지해 미용성형 의료관광의 수요가 급증하고 있는 현상을 보여준다. 한류열풍과 한국산 화장품의 인기, 글로벌 수준의 미용성형 의료 서비스를 감안할 때 외국인 환자 내원에 따른 수요 증가는 이어질 것으로 전망된다.

**[그림 38] 국내 입국하는 외국인 환자수 증가 추이**



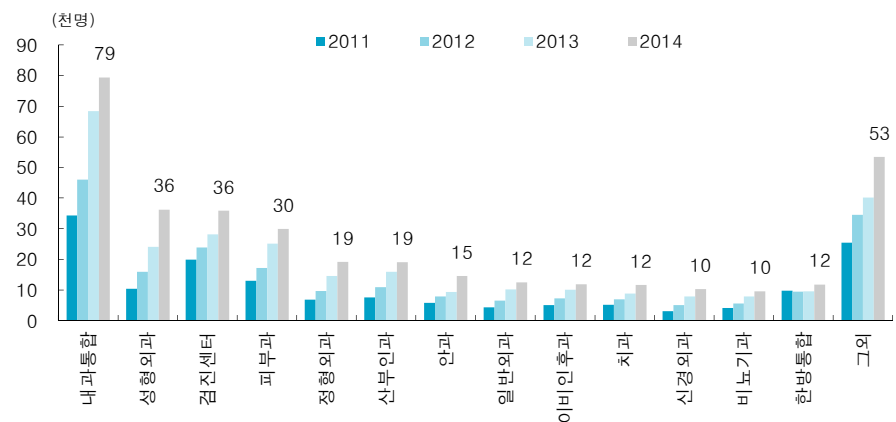
자료: 보건복지부, 한국투자증권

**[그림 39] 국적별 외국인 환자 증가 추이**



자료: 보건복지부, 한국투자증권

[그림 40] 진료과목별 외국인 환자 내원 증가 추이



자료: ASAPS, 한국투자증권

### 3. 가장 중요한 것은 해외시장 진출

사실 무엇보다 가장 중요한 성장 포인트는 해외시장 진출이다. 국내 보툴리눔 독신과 필러 시장은 각각 1,046억원, 1,094억원 규모로 추정된다. 반면 2015년 글로벌 보툴리눔 독신 시장규모는 34억달러, 필러 시장은 15억달러에 이르는 것으로 추정된다. 미국과 유럽 시장이 전체 시장의 70% 내외를 차지하고 있고, 중국 및 이머징 시장이 구매력 상승에 힘입어 고성장 할 것으로 전망됨에 따라 국내 보툴리눔 독신과 필러 기업들의 해외 진출은 필연적인 선택일 수 밖에 없다.

〈표 7〉 국내 보툴리눔 독신 제품의 해외 개발 현황

회사	제품명	주요 수출국	미국 및 유럽 개발단계	중국 개발 단계	파트너링 현황
메디톡스	뉴로독스	인도, 콜롬비아, 베트남, 레바논 등 2015년 기준 60개국	개발 전략 수립 중	임상 3상 시작	중국 필러업체 Bloomage 와 JV 설립
	이노독스	-	미국 임상 3상 준비 중 (2019)	-	2013년 9월 앨러간과 액상형 보툴리눔 독신 '이노독스'에 대한 글로벌 판권 계약 총 3억 6천만달러 규모의 계약과 판매로열티 및 생산권 확보
휴젤	보툴렉스	인도, 우크라이나 등 21개국	15년 11월 미국 임상 3상 승인 (2019)	임상 3상 승인 신청	중국: 심혈관 및 뇌혈관 1위 제약사와 중국 내 독점공급계약 체결 미국 및 유럽: Croma Pharma와 개발 및 판매 계약, Croma사는 유럽 판권을 독일은 STADA에 서브라이센싱 완료
대웅제약	나보타	태국 및 파나마 등	2014년 9월 미국 임상 3상 승인(마무리 중)	-	2013년 10월 미국/유럽/캐나다/호주 등에 대해 2억7천만달러 규모의 수출계약 체결 미국 유럽, 남미, 이란, 아르헨티나, 터키 등을 포함 총 60여개국가에 대해 7천억원 규모의 수출 계약 체결

자료: 각 사, 한국투자증권

## 보툴리눔 독신 수출은 이머징에서 시작

해외수출은 보툴리눔 독신이 먼저 본격화 됐다. 메디톡스는 뉴로톡스라는 제품명으로 2008년에 인도, 홍콩, 태국 등으로 수출하기 시작해 2015년 기준 글로벌 27개국에 허가 등록을 완료하고 제품을 수출하고 있다. 휴젤도 2010년 페루 등 남미 11개국에 대한 등록을 시작으로 현재 21개국에 허가등록을 완료했다. 2015년 메디톡스의 수출은 229억원(+24.9%YoY), 휴젤은 243억원(+200%YoY)을 기록했다.

## 필러의 수출은 중국에서 시작

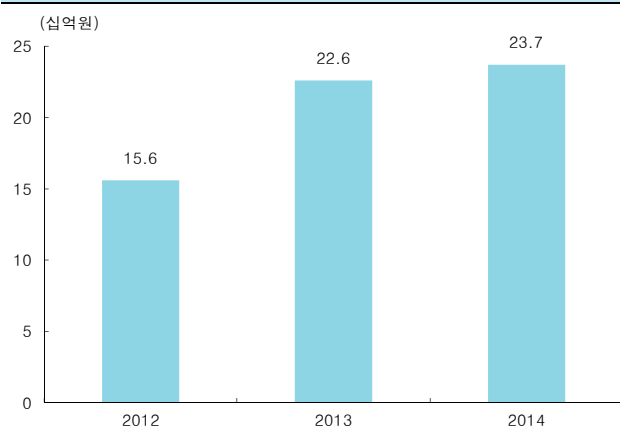
반면 필러의 본격적인 수출은 중국시장에서 시작됐다. 국내산 필러 선두업체인 LG생명과학이 ‘이브아르’의 해외 수출등록을 먼저 시작해 2013년 중국 허가를 획득하고 화동닝보와 판매계약을 체결한 후 2014년부터 본격화됐다. ‘이브아르’ 수출은 2014년 80억원(+627.3% YoY), 2015년 210억원(+162.5% YoY)을 달성했다. 뒤이어 휴메딕스가 중국에서 2015년 ‘엘라비에’ 품목허가를 획득해 북경인터립스사와의 공급계약을 통해 제품을 공급하고 있다. 휴젤과 메디톡스 역시 중국 진출에 대한 계약을 완료했으며, 두 회사 모두 보툴리눔 독신 판권을 계약한 회사와 동일한 계약을 체결했다. 필러의 경우 보툴리눔 독신에 비해 임상과 허가등록 절차가 간소하기 때문에 2017년부터는 중국 진출이 가능할 것으로 기대된다. 식약처 자료에 따르면 국내 필러의 수출 실적은 2009년 1억원에서 2014년 250억원으로 증가했으며, 보툴리눔 주사제 수출 실적은 2014년 237억원으로 필러가 보툴리눔 독신을 뛰어 넘었다. 이는 중국시장 진출 여부에 기인한 것으로 중국 및 미국 허가가 예상되는 2019년부터는 보툴리눔 독신의 수출도 급격히 증가할 전망이다.

〈표 8〉 국내 필러 제품의 해외 개발 현황

회사	제품명	주요 수출국	중국 허가 현황	파트너링	기타
LG 생명과학	이브아르	2011년 러시아, 일본 등 허가 등록 시작 2016년 유럽, 중동, 아프리카	2013년 허가 획득	2013년 6월 화동닝보와 10년간 이브아르2개 제품에 대한 판매계약 체결	2014년 수출액: 80억원 2015년 수출액: 210억원
휴메딕스	엘라비에	중국	2015년 허가 획득	2015년 4월 휴온스를 통해 북경인터립스사와 연간 20만개 수출 계약 체결 중국 내 오라클피부과와 중국메이라 성형병원을 통해서도 판매 예정	
휴젤	더채움		2018년 출시 예정	중국 최대 심뇌혈관 업체와 공급계약 체결	
메디톡스	뉴라미스	2014년 콜롬비아, 칠레 등 허가등록 시작	2017년 출시 예정	Bloomage 와 50:50의 JV Medybloom 을 설립	필러는 middle end 소비자를 타겟으로 하여 출시 예정

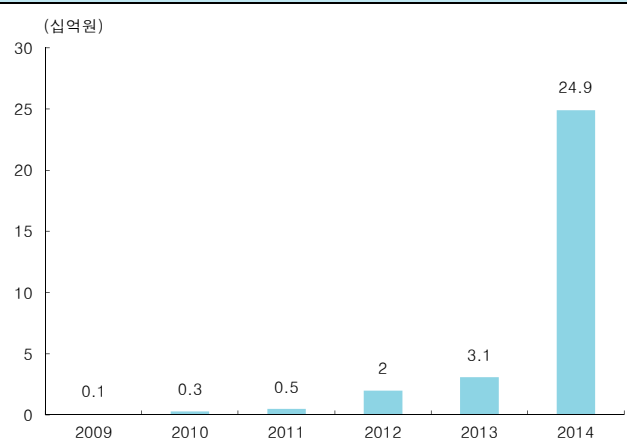
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 41] 국내 보툴리눔 주사제 수출액



자료: 식약처, 한국투자증권

[그림 42] 국내 필러 제조 업체 수출액 추이

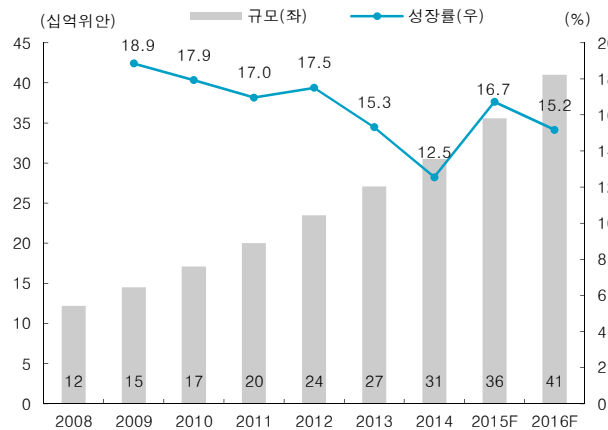


자료: 식약처, 한국투자증권

## 뜨고 있는 중국 시장을 잡아라

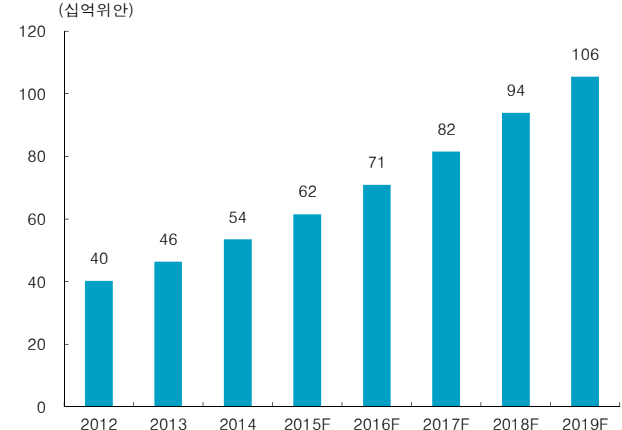
필러 수출에서도 확인할 수 있듯이 중국 미용시장은 성장 잠재력이 무한하다. 2016년 중국 안티에이징 시장 규모는 410억위안(약 7조4천억원)에 이를 것으로 추정되며, 2008년 이후 연평균 16.4% 증가하고 있다. 중국 여성들의 성형소비는 현재 주택, 자동차, 여행 다음인 4번째 순위에 올라있는데, 소득수준 향상과 더불어 미에 대한 중국인들의 수요가 빠르게 늘어나는 추세다. 중국의 성형시장 규모는 2014년 535억위안(약 10조원)으로 추정되며, 2019년에는 지금의 2배인 1,055억위안(약 19조원)에 이를 것으로 예상된다.

[그림 43] 중국 안티에이징 시장 규모 및 성장률



자료: 중국자산품질연구원, 한국투자증권

[그림 44] 중국의 성형시장 규모 추이

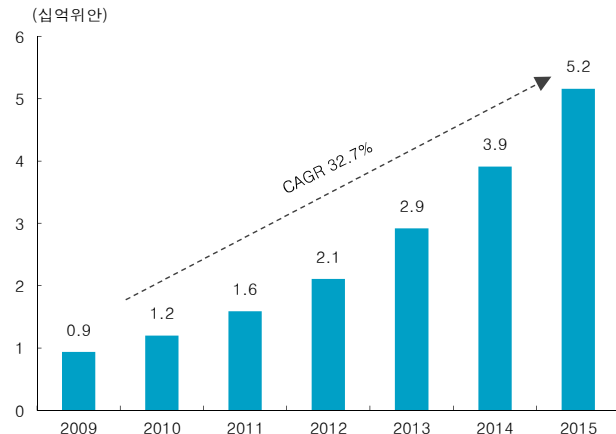


자료: SBI China Capital 재인용, 한국투자증권

## 중국 성형 시장은 폭발적인 성장세를 보이고 있다

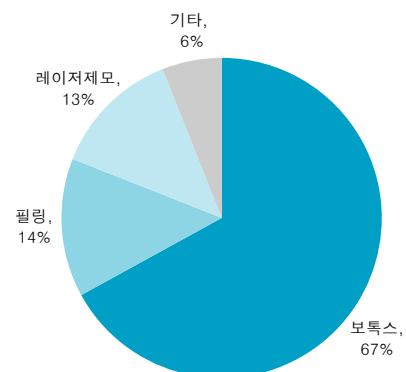
Frost & Sullivan 보고서에 따르면 중국의 성형진료(수술, 시술 포함) 횟수는 2009년 270만건에서 2013년 480만건으로 증가했고, 성형관련 진료 규모는 2018년 1,020만건에 이를 것으로 전망되고 있다. 레이저, 보툴리눔 독소, 필러 등을 이용한 비수술 성형 서비스가 매년 20.1% 성장할 것으로 예상되는데, 특히 미용주사 시장은 2009년 이후 연평균 32.7% 증가해 2015년에는 51억위안(약 9,300억원)으로 우리나라의 약 4배로 추정된다. 이렇게 중국 성형시장이 높은 성장률을 보이는 것은 9,000만명에 달하는 도시여성들의 소비력이 늘어나면서 성형에 대한 수요가 급증하고 있고, 성형기술이 발달하면서 안전성과 접근성이 개선되었으며, 다른 의료서비스 대비 낮은 진입장벽과 높은 수익성으로 대규모 자본이 투자되고 있기 때문이다.

[그림 45] 중국 미용주사시장 규모



자료: Shanghai Fuhua Plastic &amp; Aesthetic Hospital, 한국투자증권

[그림 46] 중국에서 각 시술이 차지하는 비중



자료: ISAPS, 한국투자증권

〈표 9〉 국가별 증산총 소비액 전망

(단위: 십억달러, %)

	2009			2020			2030		
	국가	소비액	글로벌 비중	국가	소비액	글로벌 비중	국가	소비액	글로벌 비중
1	미국	4,377	21	중국	4,468	13	인도	12,777	23
2	일본	1,800	8	미국	4,270	12	중국	9,985	18
3	독일	1,219	6	인도	3,733	11	미국	3,969	7
4	프랑스	927	4	일본	2,203	6	인도네시아	2,474	4
5	영국	889	4	독일	1,361	4	일본	2,286	4
6	러시아	870	4	러시아	1,189	3	러시아	1,448	3
7	중국	859	4	프랑스	1,077	3	독일	1,335	2
8	이탈리아	740	3	인도네시아	1,020	3	멕시코	1,239	2
9	멕시코	715	3	멕시코	992	3	브라질	1,225	2
10	브라질	623	3	영국	976	3	프랑스	1,119	2

자료: Wolfensohn center for development at Brookings, 한국투자증권

중국 시장 규모에 비해  
품목허가를 받은 제품 수는  
적다

현재 중국 CFDA의 허가를 받은 필러는 10개 기업의 12개 제품, 보툴리눔 독신은 2개 회사 제품에 불과하다. HSBC 자료에 따르면 중국 주요 50개 병원의 제품별 침투율은 레스틸렌이 100%로 가장 높고, LG생명과학의 ‘이브아르’가 90%, 3위는 중국 기업인 Bloomage의 BioHyalux가 60% 인 것으로 조사되었다. 시장 점유율 순위도 같을 것으로 예상된다. 반면 보툴리눔 독신은 앨러간의 BOTOX와 Lanzhou Institute of Biological Procedures의 BTX 등 단 2개 만이 품목허가를 받아, 앨러간 제품이 시장을 거의 독점하고 있을 것으로 예상된다.

〈표 10〉 중국 필러 및 보툴리눔 독신 허가 현황

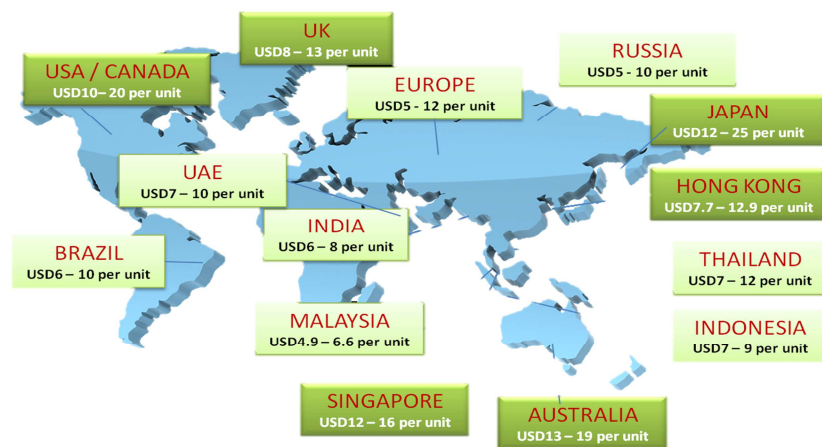
분류	기업명	상품명	중국 허가 시점	국적
필러	Galderma	레스틸렌	2008년 12월	스위스
	LG 생명과학	이브아르	2013년 7월	한국
	Scivision Biotech	Hya-Dermis	2014년 4월	대만
	휴메딕스	엘라비에	2015년 3월	한국
	Allergan	주비덤	2015년 6월	미국
	Bloomage	BioHyalux	2012년 7월	홍콩
		EME	2009년 10월	중국
	Beijing Aimeike	Bonita	2012년 10월	중국
		Ifresh	2015년 4월	중국
	Haohai Biotech	Matrifill	2013년 9월	중국
보툴리눔 독신	SL Pharma	Shuyan	2014년 2월	중국
	Hangzhou Xiehe	Singfiller	2015년 7월	중국
	Lanzhou Institute of Biological Products	BTX-A	2010년 7월	중국
	Allergan	BOTOX	2012년 3월	미국

자료: CFDA, 한국투자증권

중국 필러와 보툴리눔 독신  
시장, 경쟁은 심해지겠지만  
여전히 성장 기회가 크다

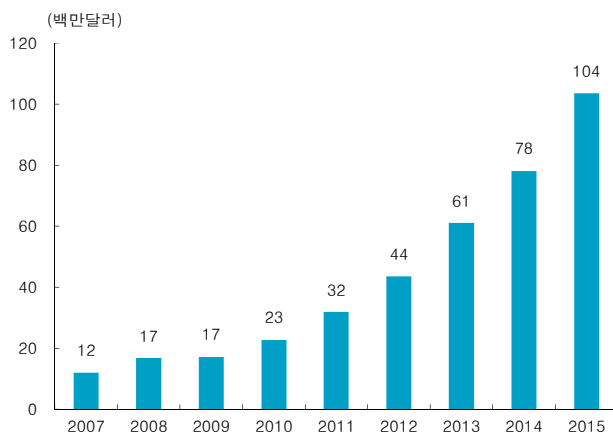
국내외 필러 브랜드가 히알루론산의 점성 정도, 리도카인 포함 여부 등에 따라 다양한 제품 라인업을 확보하고 있는데 반해 중국에 허가 받은 제품들은 대표적인 1~2개 품목에 불과하다. 시술가격 역시 평균 3,000위안(약 50만원)으로 국내의 2~3배 수준에서 형성되고 있다. 보툴리눔 독신 역시 중국 시술 가격이 홍콩 시술 가격과 비슷하다고 가정할 때 국내 시술가격의 최소 1.2배에서 7배에 이르는 것으로 추정된다. 따라서 필러, 보툴리눔 독신 모두 경쟁 심화에 따른 가격 인하가 예상되지만 시술 접근성이 높아짐에 따라 시장 성장은 지속될 전망이다. 다만 보툴리눔 독신은 필러와 달리 의약품으로 임상과 허가 과정이 보다 까다롭고 오랜 시간이 걸려 시장 출시는 2019년 이후로 예상되나, 상대적으로 진입장벽이 높기 때문에 허가 이후에는 실적이 빠른 속도로 증가할 전망이다.

[그림 47] 국가별 보툴리눔 독신 시술 가격 비교; 국내는 USD 1~10 per unit



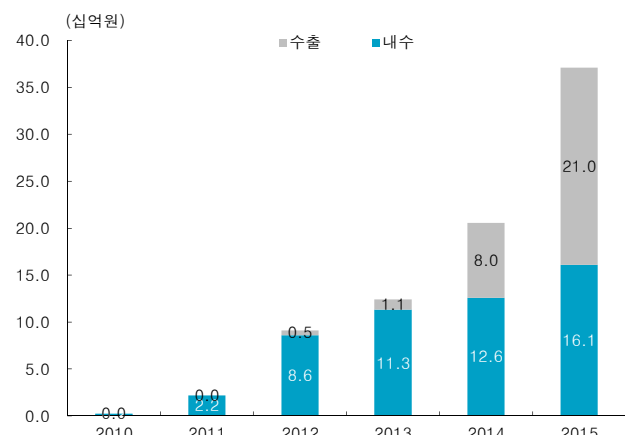
자료: Cosmedmd.blogspot.com, 한국투자증권

[그림 48] 중국 Bloomage 실적 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 49] LG생명과학 필터 수출 실적 추이



자료: LG생명과학, 한국투자증권

### 중국뿐 아니라 미국 및 유럽에서의 성장성도 기대해 볼만 하다

중국 시장과 달리 미국 필터 및 보툴리눔 독신 시장은 상대적으로 성장률이 낮지만 국내 업체들에게는 성장의 기회가 크다고 판단한다. 미국 시장은 전 세계 미용주사 시장의 45% 이상을 차지하고 있고, 아직 국내 기업들이 필터 및 보툴리눔 독신을 판매하지 못하고 있기 때문이다. 대웅제약의 ‘나보타(보툴리눔 독신)’가 2014년 임상 3상을 시작해, 올해 임상을 마무리하고 품목허가 신청을 할 것으로 예상되며, 2015년 11월 휴젤의 ‘보툴렉스’는 미국 임상 3상 승인을 받았다. 메디톡스의 ‘이노톡스’도 미국 임상 3상을 준비 중이다. 중국과 미국 모두 국내 제품 출시는 2019년 이후로 예상되지만 국내보다 15배 이상 큰 시장에 진출하는 만큼 향후 임상이 진행되는 과정에서 대웅제약의 ‘나보타’ 미국 허가 등의 이슈가 부각됨에 따라 실적 성장에 대한 기대감은 더욱 고조될 것으로 예상된다.

### ■ 용어해설

- 보툴리눔 독신: 클로스트리디움 보툴리눔 세균이 만드는 신경독 단백질이다. 알려진 독소 중 가장 강력한 물질로, 인간의 반수 치사량은 정맥 주사나 근육 주사의 경우 1.3 ~ 2.1 ng/kg, 흡입할 경우 10 ~ 13 ng/kg이다. 보툴리눔 독소제는 보툴리누스 중독을 일으킨다. 독소를 이용하여 신경장애, 근육 질환(목, 눈의 경련) 등을 치료하는데 사용되는 약물이다. 미용적으로는 주름, 사각턱, 종아리근육의 축소 등에 사용된다.
- 더말필러: 주름이나 패인 흉터 등에 주사하거나 삽입하는 보완 재료나 내용물이다. 콜라겐, 지방, 히알루론산, 하이드록시 아파타이트, 폴리 메타크릴, 보톡스 등이 있다. 유지시기에 따라 영구적, 반영구적, 일시적인 필러로 분류한다.
- 히알루론산 필러: 현재 시장의 90%를 차지할 만큼 대표 필러이며, 다당질로 구성 (인체 구성성분과 유사)되어 피부 반응 검사 없이 사용 가능하다. HA가 교차결합되어 있으며, 1분자 당 214개의 물 분자를 끌어당기는 특성이 있어 피부의 수분을 유지하고 피부의 볼륨과 탄력성을 유지하는 데 중요한 역할을 함.



## 종목분석

휴젤(145020) .....	24
메디톡스(086900) .....	30
휴메딕스(200670) .....	35

## 휴젤(145020)

매수(신규) / TP: 370,000원

주가(4/5, 원)	299,600
시가총액(십억원)	984
발행주식수(백만)	3
52 주 최고/최저가(원)	299,600/168,300
일평균 거래대금(6 개월, 백만원)	10,108
유동주식비율(%)	71.9
외국인지분율(%)	14.0
주요주주(%)	동양에이치씨 외 17 인 26.9
	비엔에이치인베스트먼트 외 2 인 15.7

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2014A	40	15	13	5,901	78.6	16	NM	1.2	NM	37.8	-
2015A	65	18	34	13,361	126.4	19	14.9	31.2	3.1	27.1	-
2016F	90	34	24	7,376	(44.8)	37	40.6	24.9	4.3	11.0	-
2017F	107	38	27	8,225	11.5	41	36.4	22.2	3.8	11.0	-
2018F	123	47	34	10,235	24.4	50	29.3	18.2	3.4	12.3	-

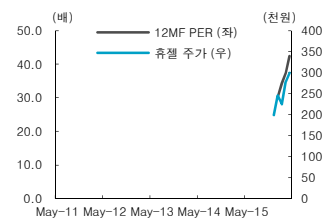
주: 순이익은 지분법적용 순이익

### 어디에서나 주목 받는 미용성형 시장의 루키

#### 주가상승률

	1 개월	6 개월	12 개월
절대주가(%)	24.0	0.0	0.0
상대주가(%p)	19.8	0.0	0.0

#### 12MF PER 추이



성장기에 막 진입한 미용성형 기업, high multiple이 당연하다: 휴젤에 대한 투자의견 매수와 목표주가 37만원으로 커버리지를 시작한다. 목표주가는 2016년 EPS에 target PER 50배를 적용해 구했으며, 이는 메디톡스의 최고 PER 62.5배 대비 20% 할인한 것이다. 메디톡스가 국산 보툴리눔 독소 1위 업체로서 앨러간과의 기술수출 계약을 체결했을 당시 성장에 대한 기대감으로 PER이 62.5배를 기록했었다. 또한 앨러간이 보톡스 런칭을 앞두고 있을 때 PER은 52배였음을 감안할 때 휴젤에 대한 target PER 50배는 적절한 수준이라고 판단하며, 향후 실적성장으로 정당화될 수 있을 것으로 예상한다.

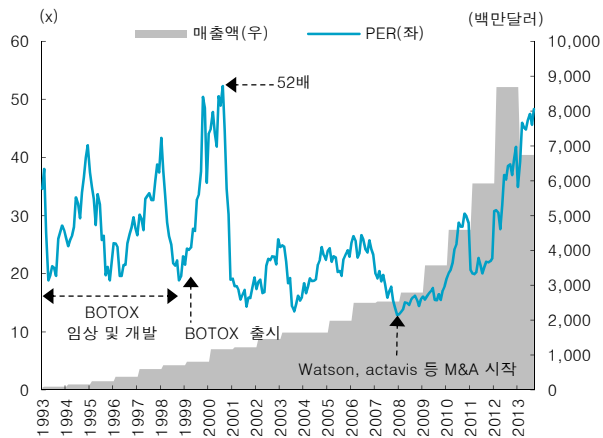
보툴리눔 독소에 이어 필러 시장에서도 주목 받고 있다: 휴젤은 2번째 국산 보툴리눔 독소 제품을 개발한 기업으로 2015년 12월에 IPO를 하였으며, 미용성형 시장과 주식시장에서 주목 받고 있는 신예다. 2010년 KFDA의 품목허가를 받은 '보툴렉스'는 메디톡스 대비 30% 이상 저렴한 가격경쟁력을 바탕으로 출시 4년만에 국내 시장 점유율 32%로 2위에 올라섰으며, 2011년에 출시한 필러 역시 20여개가 넘는 경쟁제품이 있음에도 불구하고 3년만에 점유율 3~4위에 올랐다. 2015년에는 보툴렉스 호조에 힘입어 수출이 2014년 122억원에서 245억원으로 101% 증가했고, HA 필러 '더채움'의 성장으로 내수는 2014년 281억원에서 408억원으로 45% 늘었다. 필러 제조사인 '아크로스(지분율 58.6%)'가 지분법에서 연결 인식으로 변경되면서 매출이 큰 폭으로 증가했지만 필러 시장의 고성장으로 2016년에도 보툴렉스는 20%, 더채움은 40% 이상 성장할 전망이다.

2016년 미국과 중국에서 임상 3상 시작: 경쟁사인 메디톡스 대비 아직 허가등록 국가 수가 적고, 특히 시장이 큰 러시아, 브라질 등에서의 허가는 2016년 하반기에 나올 것으로 예상돼 동사의 보툴렉스 수출 성장 포텐셜은 매우 크다고 판단한다. 국내 허가 및 이머징 수출이 경쟁사 대비 다소 늦었음에도 불구하고 미국 진출을 위한 임상 3상은 대웅제약의 '나보타'에 이어 2번째로 시작했다. 휴젤은 오스트리아 'Croma Pharma'와의 전략적 제휴를 통해 글로벌 시장 공략에 나섰다. 2015년 11월 미국 임상 3상 승인을 획득했으며, 지난 3월 21일 폴란드로부터 임상 3상 승인을 받아 유럽 임상도 시작했다. 중국에서는 최대 심뇌혈관 업체인 'Sihuan Pharmaceutical'과 보툴렉스에 대한 독점공급 계약을 체결했으며, 2016년 중반 임상 3상을 시작할 예정이고, 필러는 2018년 출시를 목표로 하고 있다.

메디톡스와 비교할 때 규모가 작지만 미국 임상3상 승인을 먼저 받았으며, 올해 중국에서 임상3상 승인을 받으면 중국시장 진출에 대한 기대감이 커질 것으로 예상된다. 미국시장에서는 다른 유럽산 제품과 달리 'BOTOX' 시밀러 버전이라는 점이 마케팅이나 점유율 확대에 도움이 될 것이며, 중국은 2015년 기준 허가 받은 보툴리눔 독소가 2개 밖에 없어 성장 가능성이 크다고 판단한다.

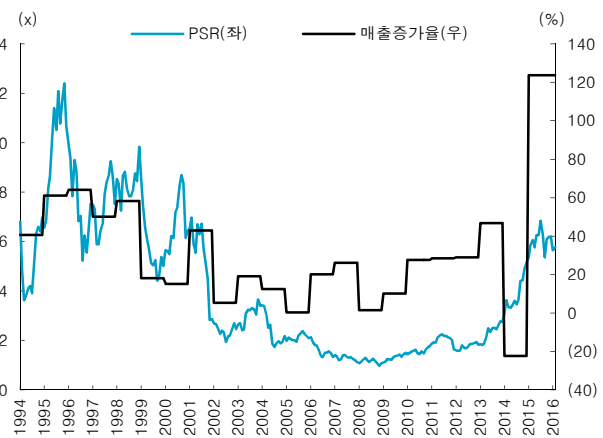
정보라 3276-6196  
bora.chung@truefriend.com

[그림 50] 앨러간의 매출과 PER 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

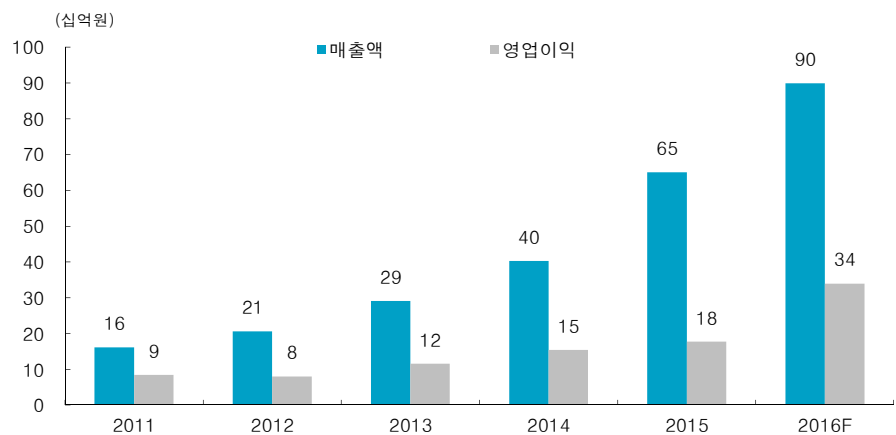
[그림 51] 앨러간의 매출성장률과 PSR 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

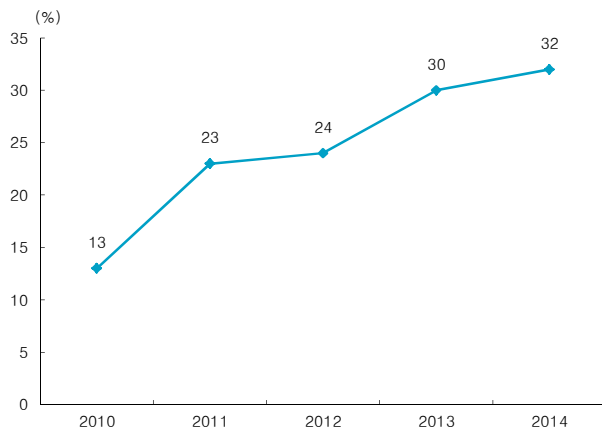
**보툴리눔 독신 시장의 루키에서 필러 시장의 루키로:** 휴젤의 ‘보툴렉스’는 2번째 국산 보톡스 시밀러이다. 2010년에 KFDA 허가를 받은 보툴렉스는 가격경쟁을 유도하며 엄청나게 빠른 속도로 시장 점유율을 확대해 2010년 13%에서 2014년 32%로 4년 만에 점유율 2위에 올랐다. 국내 보툴리눔 독신 시장의 가격 경쟁이 어느 정도 진정되면서 보툴렉스의 성장률도 둔화되었지만 꾸준히 성장하고 있다. 보툴리눔 독신 시장에서 돌풍을 일으킨 것처럼 2014년부터 새로운 성장동력은 HA 필러 ‘더채움’이다. 2015년 보툴렉스 매출이 일본 수출 부진으로 301억원으로 1.4% 감소한 반면 필러 더채움의 매출은 234억원으로 2014년 대비 201% 증가했다. 보툴렉스의 국내 시장점유율이 32%인데 비해 더채움의 점유율은 5% 내외로 아직 3~4위권에 있어 보툴렉스와의 패키지 마케팅을 통해 추가 성장할 여지가 크다고 판단한다. 2016년 휴젤은 필러 고성장에 힘입어 매출액 899억원(+38.1% YoY), 영업이익 340억원(+90.9%YoY)을 달성할 전망이다

[그림 52] 휴젤의 매출 및 영업이익 추이



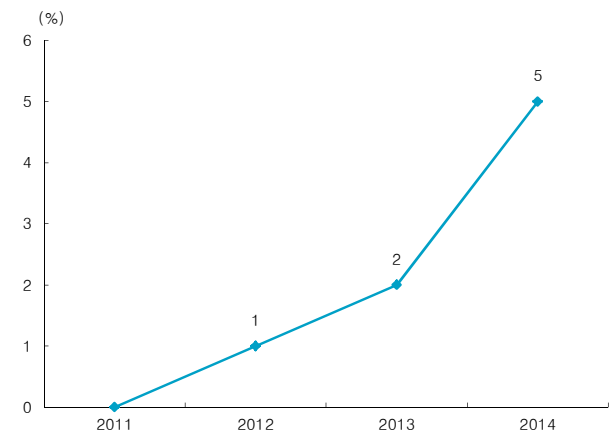
자료: 휴젤, 한국투자증권

[그림 53] 휴젤 국내 보툴리눔 독신 M/S



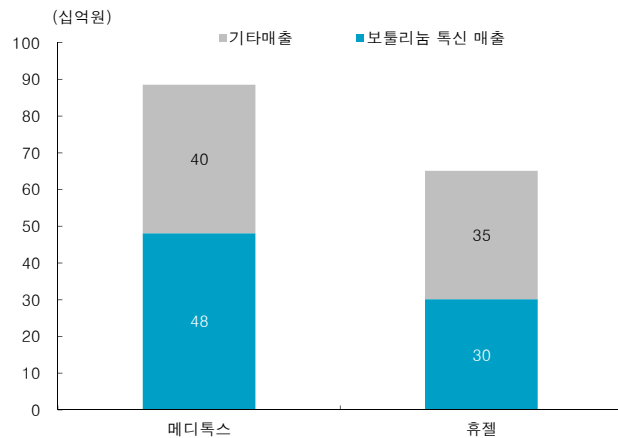
자료: 휴젤, 한국투자증권

[그림 54] 휴젤의 국내 HA 필러 M/S



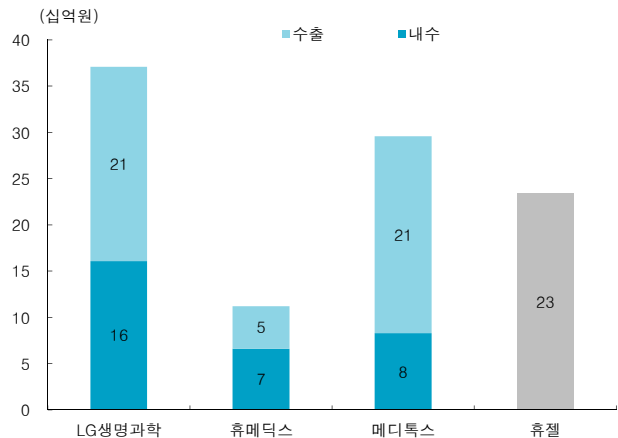
자료: 휴젤, 한국투자증권

[그림 55] 회사별 보툴리눔 독신 매출 현황 (2015년)



자료: 메디톡스, 휴젤, 한국투자증권

[그림 56] 회사별 필러 매출 현황 (2015년)



자료: 메디톡스, 휴젤, 한국투자증권

**해외 시장에서도 떠오르는 신예:** 휴젤의 새로운 성장 동력이 HA 필러라면, 또 다른 성장 동력은 수출이다. 동사는 2015년 기준 21개국에 등록허가를 완료했으며, 2019년까지 30여개국에 대한 허가등록을 마무리할 예정이다. 2015년 동사의 실적을 살펴보면 내수 매출 증가율 45%, 수출 증가율 101%로 수출 확대가 두드러졌다. 보툴렉스의 등록 국가 확대 효과라고 판단되며, 시장규모가 가장 큰 브라질, 러시아에서 2016년 하반기에 품목허가를 받을 것으로 예상되는 만큼 보툴렉스 수출은 2017년까지 높은 성장세를 유지할 전망이다.

〈표 11〉 휴젤의 해외 시장 진출 전략

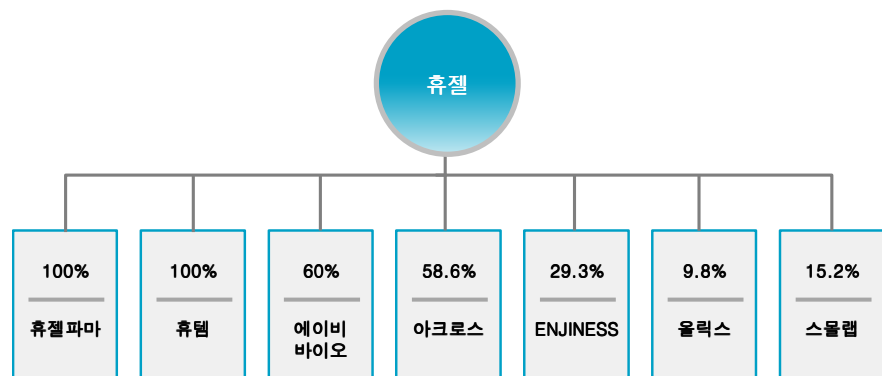
지역	파트너	내용	비고
북미 및 유럽	오스트리아의 Croma Pharma	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 미국 임상 3상 진입(15년 11월 승인)</li> <li>- 유럽 임상 3상 진입(폴란드, 16년 3월)</li> <li>- Croma Pharma 사 독일, 영국, 스웨덴, 홍콩 등에 대해 독일의 STADA사와 협력관계 체결</li> <li>- 2019년 승인 기대</li> </ul>	향후 미국 시장에서도 Croma Pharma가 sub-license out을 할 것으로 예상
중국	Sihuan Pharmaceutical	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 중국 최대의 심뇌혈관 의약품 전문 기업</li> <li>- 2016년 중반 임상 3상 시작 예정</li> <li>- 필러도 독점 공급계약 체결, 2018년 출시 예정</li> </ul>	관계사 ENJINESS가 보유하고 있는 중국 상해의 상해서울리거병원을 마케팅에 활용할 계획

자료: 휴젤, 한국투자증권

휴젤은 북미 및 유럽시장 진출을 위해 오스트리아의 Croma Pharma와 독점 공급계약 및 허가 후 제품 공급계약을 체결했다. Croma Pharma는 공격적으로 임상 확대해, 2015년 11월 미국 3상 승인에 이어 지난 3월 폴란드에서 3상 승인을 받았다. 미국과 유럽을 별개로 임상을 진행하는 가운데, Croma사는 독일, 스웨덴, 영국, 덴마크와 홍콩 등에 대해 독일 STADA와 공동협력 관계 계약체결을 마무리했다. 아무래도 현지 마케팅 파트너가 필요할 것으로 예상됨에 따라 미국에서도 충분히 sub-licensing이 가능할 것으로 기대되며, 파트너가 누구인지에 따라 기대 매출이 크게 증가할 수도 있다. 중국에서는 Sihuan Pharmaceutical과 독점 공급계약을 체결했다. Sihuan Pharmaceutical은 3,000여개의 대리점과 1만여개의 병원 네트워크를 가진 회사로 중국 임상 3상은 2016년 중반 경 승인을 받을 것으로 예상된다. 필러도 같이 독점공급 계약을 체결했으며, 필러는 보툴리눔 독신보다 빠른 2018년 시장 출시가 가능할 전망이다. 중국에서는 관계사 ENJINESS가 보유한 상해 유일의 중외합자 미용의료 전문병원인 '상해서울리거병원'과 협력해 마케팅 할 계획이다. Sihuan Pharmaceutical은 병원 직통 유통에 강점이 있는 회사로서 의사들을 상대로 마케팅이 필요한 보툴렉스 영업에 큰 도움이 될 것으로 기대된다.

**장기적인 성장 그림에도 주목하자:** 장기적인 관점에서 휴젤은 미용성형 관련 기업들의 지주사 역할을 할 것으로 기대된다. 휴젤이 보유한 대표적인 자회사는 미용성형 관련 유통 전문인 '휴젤파마(지분 100%)', 2015년에 인수한 뇌혈관 관련 의기기 회사 '휴템(100%)', 그리고 보툴리눔 독신 개량 및 무통, 액상형 제품의 R&D를 담당하는 '에이비바이오(60%)', 필러를 생산하는 '아크로스(58.6%)' 등이 있다. 투자를 통한 관계사로는 홍콩에 있는 paper company이자 병원지주사(MSO) 역할을 하는 ENJINESS(29.3%), RNAi(유전자치료제)를 개발하며 흉터치료제 파이프라인 확보를 위해 투자한 '올릭스(9.8%)', 마이크로 니들 패치와 약물전달 기술을 가지고 있는 '스몰랩(15.2%)'을 보유하고 있다.

[그림 57] 휴젤 지배구조



자료: 휴젤, 한국투자증권

가장 먼저 가치가 부각될 수 있는 회사는 '아크로스'다. 아크로스는 필러 라인업을 생산하는 업체로 향후 휴젤의 필러가 중국에 진출하면 실적 성장이 크게 부각될 것으로 예상되며, 2017년 상장을 준비하고 있다. Peer group인 휴메딕스의 시가총액이 5,000억원에 이르고 있어 IPO를 할 경우 시장의 관심이 클 것으로 예상된다. 피부성형 유통 전문기업인 '휴젤파마'도 비즈니스 확장성이 좋을 것으로 판단된다. 국내 의료서비스 시장에서 가장 빠르게 성장하고 있고, 최근 자본투자가 피부성형외과를 중심으로 많이 이루어져 화장품, 필러, 보툴리눔 독신 등 관련 제품들이 계속 개발되면서 유통 전문기업으로서의 역할은 더욱 커질 전망이다. 관계사인 올릭스도 기술성 평가를 통해 2017년 상장을 준비하고 있는

것으로 알려져 있다. 관심을 가질만한 또 다른 관계사는 'ENJINESS'이다. 국내에서는 영리병원 설립이 불가능하지만 중국에서는 영리병원 운영이 허용되어 있으며 해외 영리병원을 소유한 MSO는 기업이 소유할 수 있다. 대표적인 예가 미국의 영리병원을 가지고 있는 차바이오텍이다. 휴젤이 지분 29.3%를 보유한 ENJINESS 역시 100% 자회사인 '상해서울리거' 병원을 중심으로 향후 중국 내 피부성형외과 비즈니스를 확대할 것으로 기대된다. 장기적인 관점에서 휴젤은 피부성형산업의 대표적인 지주사로서 재평가될 것이다.

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	52	107	119	129	139
현금성자산	17	70	76	80	86
매출채권및기타채권	20	21	22	25	26
재고자산	2	8	11	13	15
비유동자산	45	126	135	138	137
투자자산	9	12	12	14	16
유형자산	32	49	64	69	70
무형자산	1	64	58	53	49
자산총계	97	234	255	267	277
유동부채	54	18	11	(8)	(37)
매입채무및기타채무	3	4	6	7	8
단기차입금및단기사채	1	1	1	1	1
유동성장기부채	26	0	0	0	0
비유동부채	0	1	1	1	1
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	55	18	12	(7)	(36)
지배주주지분	43	208	231	258	290
자본금	1	2	2	2	2
자본잉여금	11	141	141	141	141
기타자본	1	2	2	2	2
이익잉여금	29	63	87	114	148
비지배주주지분	0	7	11	16	22
자본총계	43	215	243	274	312

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	11	20	24	15	15
당기순이익	13	36	28	32	40
유형자산감가상각비	1	1	2	2	2
무형자산상각비	0	1	1	1	1
자산부채변동	(6)	2	(11)	(23)	(32)
기타	3	(20)	4	3	4
투자활동현금흐름	(8)	(17)	(14)	(7)	(4)
유형자산투자	(6)	(12)	(17)	(7)	(4)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(0)	(2)	0	(2)	(2)
무형자산순증	(1)	(1)	5	4	4
기타	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)
재무활동현금흐름	(2)	50	(4)	(5)	(6)
자본의증가	1	66	0	0	0
차입금의순증	(3)	(15)	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	(1)	(4)	(5)	(6)
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	1	53	6	4	6

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	40	65	90	107	123
매출원가	12	27	29	35	37
매출총이익	28	39	61	72	86
판매관리비	13	21	27	34	38
영업이익	15	18	34	38	47
금융수익	1	1	1	1	1
이자수익	1	0	1	1	1
금융비용	1	0	0	0	0
이자비용	1	0	0	0	0
기타영업외손익	(0)	19	0	0	0
관계기업관련손익	0	2	1	1	1
세전계속사업이익	16	39	36	40	49
법인세비용	2	3	7	8	10
연결당기순이익	13	36	28	32	40
지배주주지분순이익	13	34	24	27	34
기타포괄이익	1	(1)	(1)	(1)	(1)
총포괄이익	14	35	28	31	39
지배주주지분포괄이익	14	33	23	26	33
EBITDA	16	19	37	41	50

## 주요 투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	5,901	13,361	7,376	8,225	10,235
BPS	17,095	63,290	70,443	78,445	88,457
DPS	0	0	0	0	0
성장성(% , YoY)					
매출증가율	38.3	61.3	38.2	19.0	14.6
영업이익증가율	33.7	14.7	91.3	11.7	25.1
순이익증가율	80.0	158.0	(28.6)	11.5	24.4
EPS 증가율	78.6	126.4	(44.8)	11.5	24.4
EBITDA 증가율	32.4	19.9	90.7	11.2	23.1
수익성(%)					
영업이익률	38.4	27.3	37.8	35.5	38.7
순이익률	32.6	52.1	26.9	25.2	27.4
EBITDA Margin	39.9	29.7	40.9	38.3	41.1
ROA	15.0	21.7	11.7	12.2	14.5
ROE	37.8	27.1	11.0	11.0	12.3
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	19	(67)	(75)	(90)	(97)
차입금/자본총계비율(%)	113.3	4.9	4.3	0.5	0.4
Valuation(X)					
PER	NM	14.9	40.6	36.4	29.3
PBR	NM	3.1	4.3	3.8	3.4
EV/EBITDA	1.2	31.2	24.9	22.2	18.2

## 메디톡스(086900)

매수(신규) / TP: 580,000원

주가(4/5, 원)	454,000
시가총액(십억원)	2,568
발행주식수(백만)	6
52 주 최고/최저가(원)	600,000/309,000
일평균 거래대금(6 개월, 백만원)	17,392
유동주식비율(%)	72.3
외국인지분율(%)	37.2
주요주주(%)	정현호 외 8 인 21.8
	미래에셋자산운용 외 8 인 5.3

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2014A	76	50	44	8,108	207.9	53	39.5	32.2	17.0	61.3	0.5
2015A	89	52	42	7,926	(2.2)	56	64.7	50.4	20.6	43.4	0.3
2016F	115	68	54	10,075	27.1	74	45.1	33.5	13.9	39.5	0.4
2017F	141	82	64	12,027	19.4	89	37.7	27.7	10.7	34.5	0.4
2018F	159	91	70	13,145	9.3	99	34.5	24.8	8.5	28.8	0.4

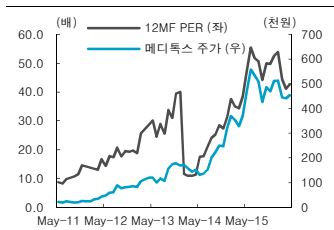
주: 순이익은 지분법적용 순이익

### 이머징을 넘어 미국과 중국 시장으로

#### 주가상승률

	1 개월	6 개월	12 개월
절대주가(%)	(2.2)	2.0	39.3
상대주가(%p)	(2.6)	2.8	43.4

#### 12MF PER 추이



**영업가치와 이노톡스 가치 합산 TP 58만원:** 현 주가는 2016F PER 45.1배로 글로벌 제약 업종 평균 18배 대비 프리미엄을 받고 있다. 미용성형 관련 기업들의 주가가 비싼 이유는 미용성형 시장이 높은 성장률을 보이고 있고, 특히 보툴리눔 독소는 균주 확보와 안전성에 대한 이슈로 시장 진입장벽이 높기 때문이다. 메디톡스는 차세대 보톡스로 불리는 액상형 ‘이노톡스’를 글로벌 1위 업체인 앨러간에 기술 이전하면서 밸류에이션 프리미엄이 확대됐다. 2019년부터 중국과 미국 시장에 이노톡스와 메디톡신이 런칭되면 새로운 성장 스토리가 시작되기에 프리미엄은 당연하다고 판단한다. 메디톡스의 2016년 순익에 타겟 PER 40배(피부미용 관련 기업의 평균 PER)를 적용한 영업가치(주당 403,000원)에, 2019년 런칭 예정인 이노톡스의 가치 1조 180억원을 더해 목표주가를 58만원으로 제시하고, 커버리지를 시작한다.

메디톡스는 2013년 9월 ‘이노톡스’를 앨러간으로 기술 수출했으며, 총 계약규모는 362백만달러로 초기 기술료 65백만달러, 개발 마일스톤 116.5백만달러와 판매 마일스톤 180.5백만달러를 개발 단계에 따라 받을 수 있게 되었다. 또한 매출 대비 로열티와 제품 생산공급에 따른 제조마진도 확보했다. 미국 시장은 글로벌 보툴리눔 독소 시장의 50% 이상을 차지하고 있으며, 앨러간은 가장 강력한 마케팅 파트너라는 점에서 이노톡스의 가치를 목표주가에 반영할 필요가 있다고 판단한다.

정보라 3276-6196  
bora.chung@truefriend.com

〈표 12〉 차세대 보톡스 ‘이노톡스’ valuation

(단위: 십억달러)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
보툴리눔독소 시장(성장률 8% 가정, 백만달러)	5,317	5,742	6,202	6,698	7,234	7,812	8,437	9,112	9,841	10,629	11,479
시장 점유율	2.0	3.0	5.0	7.0	10.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
예상 매출액(백만달러)	106	172	310	469	723	625	675	729	787	850	918
Saels milestone(백만달러)			80			100					
royalty(10%)	10.6	17.2	31.0	46.9	72.3	62.5	67.5	72.9	78.7	85.0	91.8
제품공급 마진(50% 가격에 공급, 마진 40% 추정)	21.3	34.5	62.0	93.8	144.7	125.0	135.0	145.8	157.5	170.1	183.7
원화기준 수익(환율 1,100원/달러)	35.1	56.8	190.3	154.7	238.7	316.2	222.7	240.6	259.8	280.6	303.0
FCF(마진 90%, 세율 20%)	25.3	40.9	137.0	111.4	171.9	227.7	160.4	173.2	187.1	202.0	218.2
PV	19.8	30.5	97.4	75.4	110.8	139.8	93.8	96.4	99.2	102.0	105.0
NPV		970									
CV		303									
적정 가치(성공확률 80%, 십억원)		1,018									
발행 주식수(1,000)		5,657									
주당 적정 가치		180,044									

자료: 한국투자증권

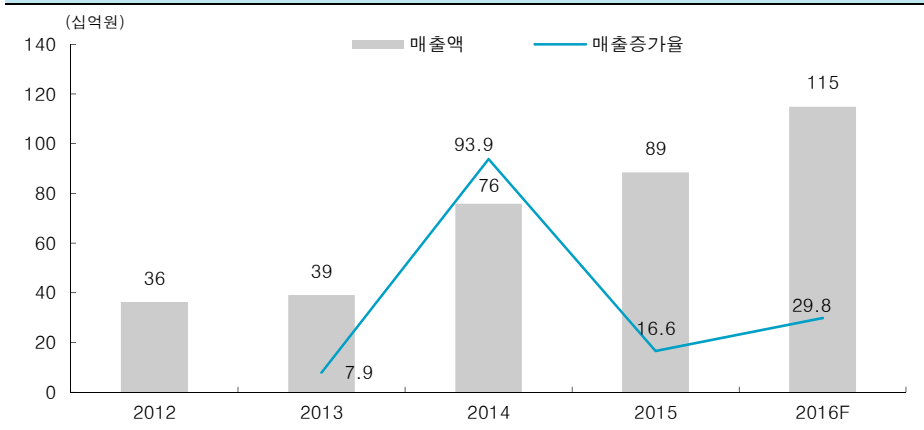


**2019년 미국과 중국 시장에 국산 보툴리눔 독신 런칭을 꿈꾸다:** 보툴리눔 독신 시장은 2014년 32억달러 규모로, 미국과 유럽 시장이 각각 51%, 25%를 차지한다. 동사는 현재 남미, 러시아, 일본 등 기타 국가에만 수출하고 있음에도 불구하고 뉴로톡스(메디톡스 수출명) 수출은 2015년 230억원(+24.9%)을 달성했다. 메디톡스는 이미징 마켓에 이어 메인 시장인 미국과 유럽, 그리고 가장 높은 성장률을 보이고 있는 중국 시장 진출을 준비하고 있다. 미국 진출을 위해 글로벌 보툴리눔 독신 1위 업체인 ‘앨러간’과 함께 ‘이노톡스(차세대 보톡스)’의 미국 임상 3상을 준비하고 있고, 중국 진출을 위해서는 필러 전문기업인 ‘Bloomage Biotech’과 함께 합작법인 ‘MedyBloom China’를 설립해 임상 3상을 진행 중이다. 메디톡스는 글로벌 공급 확대를 위해 cGMP급 오송 제2공장(독신 전용 생산공장, 생산CAPA 약 6,000억원)에 340억원을 투자해 현재 밸리데이션을 진행 중이며, 제3공장(필러/독신, 생산CAPA 약 8,000억원)에는 600억원을 투자해 2016년 하반기부터 본격적인 생산이 시작될 예정이다.

**국내외 필러 수요 증가로 성장 이어갈 전망:** 국내 보툴리눔 독신의 경쟁 심화와 가격 인하로 2015년 내수 매출은 전년 대비 13.2% 증가하는데 그쳤다. 하지만 뉴라미스(HA필러)가 수출 213억원(+288% YoY), 내수 판매 83억원(+265% YoY)으로 급성장하면서 전체 실적은 매출 885억원(+16.6%YoY), 영업이익 517억원(+3.4% YoY)을 달성했다. 올해에도 필러 실적의 고공행진은 계속 이어질 전망이다. 필러 수출과 내수가 각각 33%, 55% 증가하는데 힘입어 2016년 매출액은 1,149억원(+29.8% YoY), 영업이익은 676억원(+30.9% YoY)으로 외형 및 이익 모두 높은 증가율을 보일 전망이다.

**이제 내수보다는 해외 수출에 주목할 때:** GBI Research에 따르면 국내 보툴리눔 독신 시장은 2014년 8억달러로 17.6% 성장한 것으로 추정된다. 글로벌 시장과 비교해 여전히 성장성은 높으나 휴젤, 대웅제약 등 경쟁자가 늘어나면서 가격이 빠른 속도로 하락, 현재 글로벌 평균 가격 35~50만원(1회 시술) 대비 국내 가격은 1/5~ 1/3 수준으로 낮아진 상황이다. 시술 건수는 꾸준히 늘어나고 있지만 ASP 하락과 시장 점유율 확대의 한계로 인해 국산 보툴리눔 독신 대표기업인 메디톡스의 내수 매출 성장은 2015년 13.2%에 그쳤다.

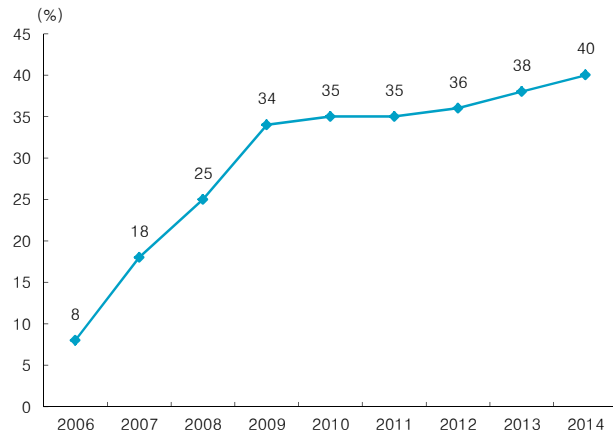
[그림 58] 메디톡스 매출액 추이



자료: 메디톡스, 한국투자증권

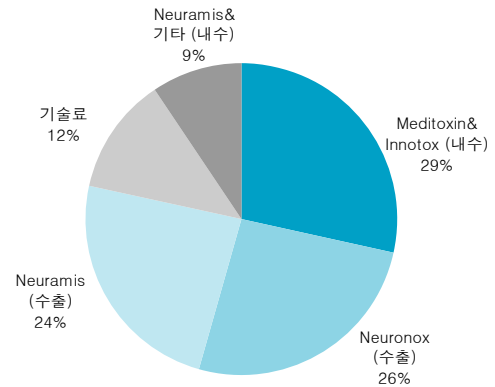
그럼에도 불구하고 메디톡스의 2015년 제품 매출은 777억원으로 전년 대비 60.5% 증가했다. 내수시장에서 메디톡스의 매출 성장률이 둔화되었으나, 수출은 허가등록 국가가 꾸준히 증가하면서 뉴로톡스(메디톡스의 수출명)이 25% 증가했고, 특히 필러인 뉴라미스는 2014년 55억원에서 2015년 213억원으로 288%나 급증했다. 올해에도 뉴로톡스가 16%, 뉴라미스가 55% 증가하는데 힘입어 수출이 가파른 성장세를 유지해 전체 수출은 34.5% 증가한 595억원에 이를 전망이다.

[그림 59] 보툴리눔 독소 내 메디톡스의 시장 점유율 상승 추이



자료: 메디톡스, 한국투자증권

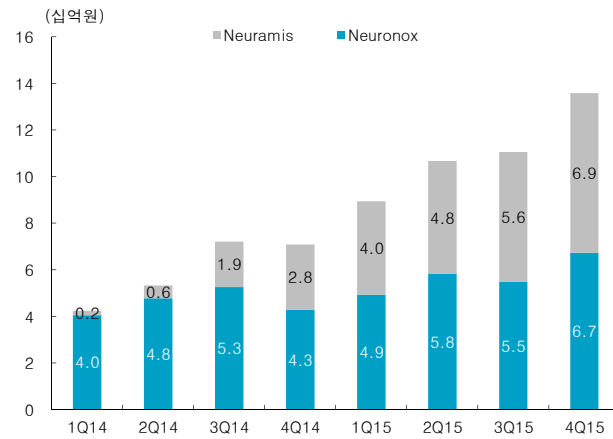
[그림 60] 메디톡스 매출 비중 (2015년)



자료: 메디톡스, 한국투자증권

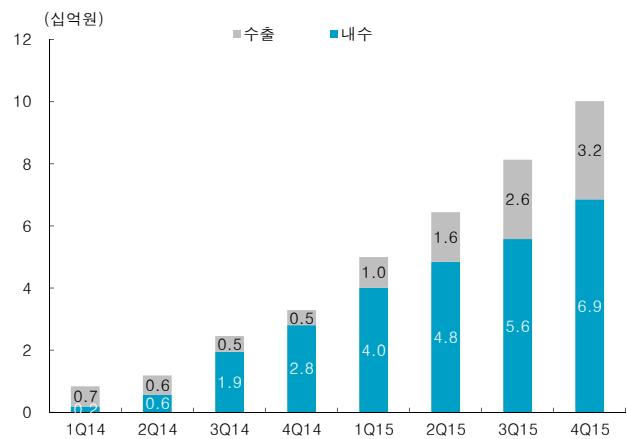
**필러 ‘뉴라미스’가 무섭게 성장하고 있다:** 수출과 내수에서 성장을 견인하는 것은 HA 필러인 ‘뉴라미스’이다. 2014년 수출과 내수를 합한 뉴라미스 매출은 78억원, 매출 비중은 16%에 그쳤으나 2015년에는 뉴라미스 매출이 296억원으로 280% 급증하면서 매출 비중도 38.1%로 상승했다. 2003년 FDA 승인을 받은 HA필러는 시술범위가 확대되고, 구매력이 높아진 이머징 시장에서의 수요가 급증하면서 수출이 늘어나고 있으며, 갈더마와 앨러간이 과점하고 있던 국내 시장에서 보툴리눔 독소와 패키징 마케팅을 시작하면서 국산 필러의 점유율이 올라가고 있다.

[그림 61] 메디톡스 품목별 수출 증가



자료: 메디톡스, 한국투자증권

[그림 62] 뉴라미스 매출 증가 추이



자료: 메디톡스, 한국투자증권

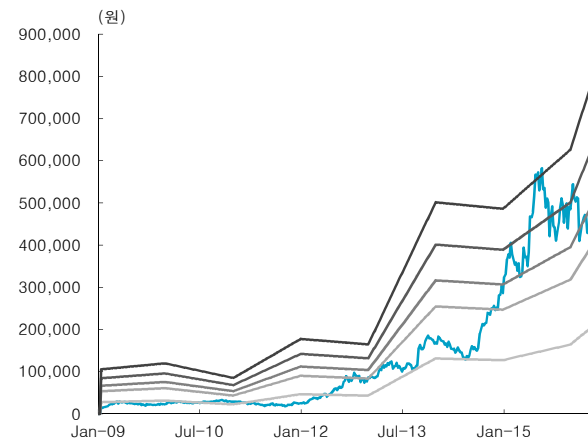
2016년에도 필러의 고성장세는 지속될 전망이다. 필러 시장에서 메디톡스의 점유율은 7~10% 내외로 추정되는데, 보툴리눔 독소 시장에서의 점유율이 35%임을 감안할 때 시장 성장에 점유율 확대까지 더해지며 높은 성장을 보일 것이다. 또한 중국에 설립한 JV를 통해 뉴라미스도 중국 시장 내 middle end 제품으로 2017년 런칭을 목표로 하고 있어 수출의 장기 성장성도 매우 밝다는 판단이다. 올해 동사의 필러 매출은 수출이 55%, 내수가 93% 증가해 490억원에 이를 것으로 예상된다.

〈표 13〉 메디톡스의 현재 판매 중인 제품 현황

분류	제품명	현재	중국	미국
보툴리눔 독신	메디톡신 (뉴로톡스)	국내 및 기타 60여개국 판매 중	Bloomage 와 JV 설립, 임상 3상 중, 2019년 출시 목표	개발 전략 수립 중
	이노톡스	국내 판매 시작		앨러간과 미국임상 3상 준비 중
필러	뉴라미스	국내 및 기타 국가 수출 중	중국 JV 에서 허가 등록 진행, 2017년 출시 목표	개발 전략 수립 중

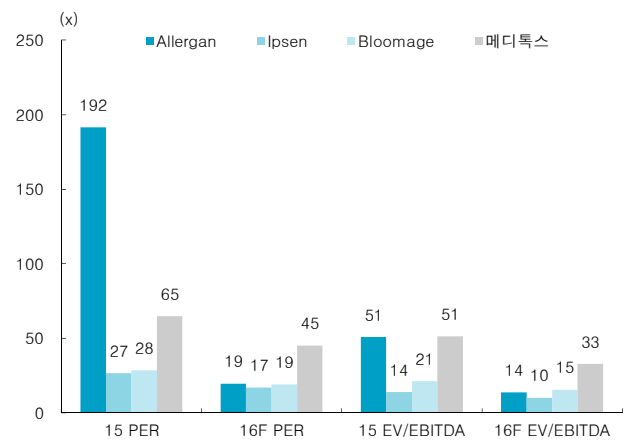
자료: 메디톡스, 한국투자증권

[그림 63] 메디톡스 PER 밴드



자료: 한국투자증권

[그림 64] Global peer PER과 PBR



자료: Bloomberg, 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	103	103	118	139	161
현금성자산	5	27	29	35	40
매출채권및기타채권	14	18	22	27	30
재고자산	4	6	8	7	8
비유동자산	65	100	133	151	161
투자자산	0	4	5	6	7
유형자산	51	81	108	123	131
무형자산	10	10	13	14	14
자산총계	169	204	251	290	322
유동부채	35	48	54	44	27
매입채무및기타채무	6	5	7	11	13
단기차입금및단기사채	8	25	27	29	31
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	52	43	39	33	22
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	87	90	93	78	49
지배주주지분	82	113	158	213	274
자본금	3	3	3	3	3
자본잉여금	14	14	14	14	14
기타자본	(25)	(27)	(27)	(27)	(27)
이익잉여금	90	123	168	223	284
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	82	113	158	213	274

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	105	22	58	54	54
당기순이익	44	42	54	64	70
유형자산감가상각비	1	2	4	5	6
무형자산상각비	1	2	2	2	2
자산부채변동	55	(22)	(3)	(18)	(25)
기타	4	(2)	1	1	1
투자활동현금흐름	(84)	(7)	(49)	(41)	(42)
유형자산투자	(17)	(30)	(31)	(20)	(14)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(63)	26	(1)	(1)	(1)
무형자산순증	(4)	(4)	(5)	(3)	(2)
기타	0	1	(12)	(17)	(25)
재무활동현금흐름	(21)	7	(7)	(7)	(7)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	0	16	2	2	2
배당금지급	(8)	(9)	(9)	(9)	(9)
기타	(13)	0	0	0	0
기타현금흐름	(0)	0	0	0	0
현금의증가	1	22	2	6	5

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	76	89	115	141	159
매출원가	7	14	21	29	35
매출총이익	69	74	94	112	124
판매관리비	19	23	26	30	34
영업이익	50	52	68	82	91
금융수익	4	3	2	2	2
이자수익	2	0	0	0	1
금융비용	1	1	1	1	1
이자비용	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	(1)	(1)	(1)	(2)
관계기업관련손익	0	(0)	(0)	(0)	(0)
세전계속사업이익	54	52	67	81	90
법인세비용	10	10	13	17	20
연결당기순이익	44	42	54	64	70
지배주주지분순이익	44	42	54	64	70
기타포괄이익	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
총포괄이익	43	42	54	64	70
지배주주지분포괄이익	43	42	54	64	70
EBITDA	53	56	74	89	99

주요 투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	8,108	7,926	10,075	12,027	13,145
BPS	18,843	24,870	32,735	42,435	53,187
DPS	1,500	1,700	1,700	1,700	1,700
성장성(% YoY)					
매출증가율	93.9	16.6	29.8	22.5	13.3
영업이익증가율	198.1	3.4	30.9	21.0	10.7
순이익증가율	205.0	(3.1)	26.8	19.3	9.3
EPS 증가율	207.9	(2.2)	27.1	19.4	9.3
EBITDA 증가율	183.5	5.1	32.9	21.3	10.7
수익성(%)					
영업이익률	65.8	58.4	58.9	58.1	56.9
순이익률	57.5	47.8	46.7	45.5	43.9
EBITDA Margin	69.6	62.7	64.2	63.6	62.1
ROA	35.2	22.7	23.6	23.7	22.8
ROE	61.3	43.4	39.5	34.5	28.8
배당수익률	0.5	0.3	0.4	0.4	0.4
배당성향	18.4	21.4	16.9	14.1	12.9
안정성					
순차입금(십억원)	(76)	(52)	(59)	(74)	(88)
차입금/자본총계비율(%)	10.3	22.1	17.1	13.7	11.4
Valuation(X)					
PER	39.5	64.7	45.1	37.7	34.5
PBR	17.0	20.6	13.9	10.7	8.5
EV/EBITDA	32.2	50.4	33.5	27.7	24.8

## 휴메딕스(200670)

매수(신규) / TP: 69,000원

주가(4/5, 원)	57,000
시가총액(십억원)	499
발행주식수(백만)	9
52 주 최고/최저가(원)	99,750/51,700
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	5,927
유동주식비율(%)	55.3
외국인지분율(%)	1.7
주요주주(%)	휴온스 외 21 인 42.0

	매출액	영업이익	순이익	EPS	증감률	EBITDA	PER	EV/EBITDA	PBR	ROE	DY
	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(십억원)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)
2014A	29	8	7	1,176	(49.2)	9	30.0	23.2	4.3	19.4	-
2015A	42	14	12	1,409	19.8	16	43.9	29.2	4.7	14.2	0.5
2016F	51	18	15	1,733	23.0	20	32.9	21.6	3.9	12.9	0.5
2017F	62	22	19	2,149	24.0	25	26.5	17.2	3.5	14.3	0.5
2018F	72	26	22	2,517	17.1	29	22.6	14.5	3.1	14.8	0.5

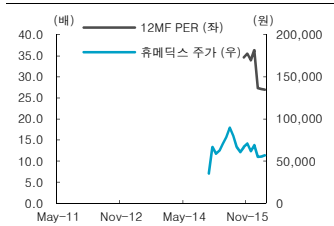
주: 순이익은 지분법적용 순이익

## 명실상부한 국내 필러 대표 기업

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	2.3	(11.6)	(5.4)
상대주가(%p)	2.0	(10.8)	(1.3)

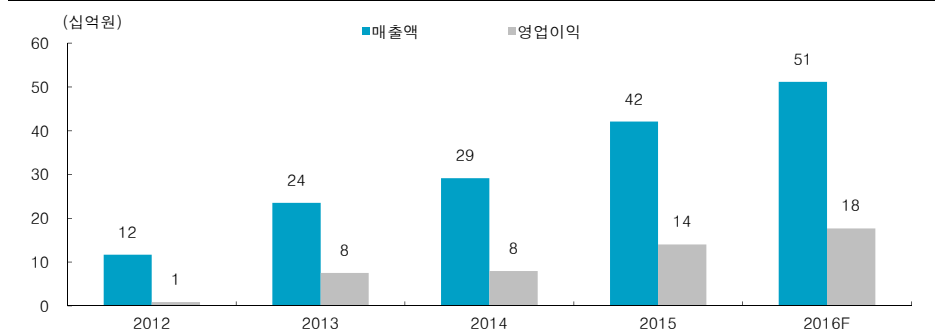
## 12MF PER 추이



**목표주가 69,000원 제시:** 휴메딕스에 대해 투자자의견 매수, 목표주가 69,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2016년 EPS원에 target PER 40배(미용성형 기업 평균 PER)을 적용해 산출했다. 현 주가는 2016F PER 32.9배로 비교 대상기업인 메디톡스, 휴젤, 케어젠 대비 밸류에이션 매력도가 높다. 제품 믹스가 필러로 한정적이고, 수출 국가가 중국에 집중되어 있으며, 중국 마케팅 파트너에 대한 과소평가로 인해 저평가되어 있는 상황이다. 휴메딕스의 성장동력은 필러 허가등록 국가 확대에 따른 수출 성장, 휴온스글로벌의 보툴리눔 독신 제품 출시 후 마케팅 시너지, 휴코스메틱스를 통한 화장품 매출 성장 등이다. 향후 이 같은 이벤트들이 가시화되기 시작하면 밸류에이션도 점진적으로 레벨 업 될 것으로 예상된다.

**내수 필러시장 성장과 중국 수출 수혜:** 휴메딕스는 히알루론산(HA) 제품 생산 전문기업으로 골관절염치료제, 필러, 점안제, 기능성 화장품 등 HA를 활용한 다양한 제품 포트폴리오를 보유하고 있다. 국내 시장점유율은 15%로 3위이며, 2015년 3월에는 국내업체 중 2번째로 중국 CFDA로부터 필러 허가를 획득했다. 무엇보다 성장이 기대되는 사업부는 필러 중국 수출로 2015년 112억원의 매출 중 약 40억원 내외가 중국향 수출이었으며, 올해에는 80억원 이상으로 늘어날 전망이다. 휴메딕스는 2016년에 매출액 512억원(+21.6% YoY), 영업이익 177억원(+26.4% YoY)을 달성할 것으로 추정된다.

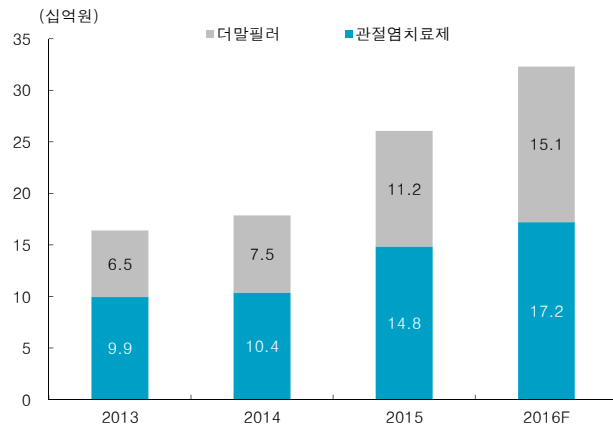
[그림 65] 휴메딕스 매출 및 영업이익 추이



자료: 휴메딕스, 한국투자증권

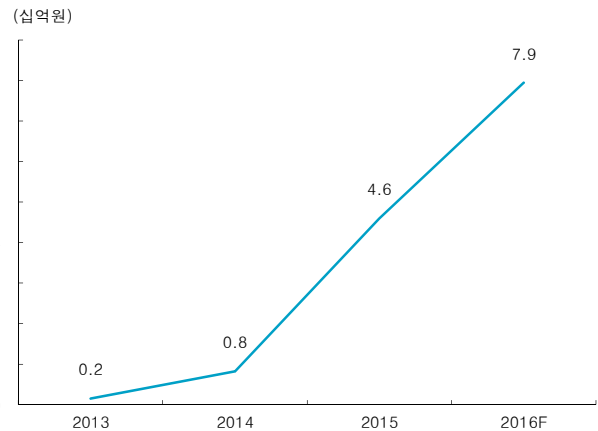
**필러와 수출 비중은 계속 상승 중:** 휴메딕스는 2015년에 매출액 421억원(+44.4% YoY), 영업이익 140억원(+75.3% YoY)을 달성했다. 골관절염치료제 내수 매출과 필러 해외 수출의 성장이 돋보였다. 관절염치료제는 2014년 91억원에서 2015년 129억원으로 41.4%나 증가했고, 필러 수출은 8억원에서 46억원으로 460% 급증했다. 관절염치료제의 매출 증가 요인은 휴온스를 통해 판매하는 비급여 제품의 매출 확대이고, 필러의 수출 증가는 중국 품목허가 후 중국향 매출 증가로 분석된다.

[그림 66] 휴메딕스의 필러와 관절염 치료제 매출 추이



자료: 휴메딕스, 한국투자증권

[그림 67] 휴메딕스의 더말 필러 수출 추이

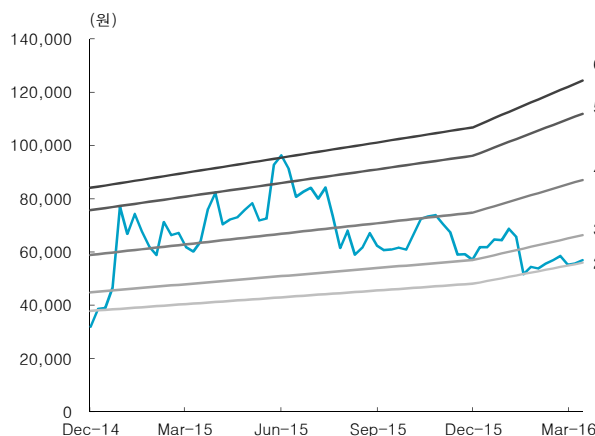


자료: 휴메딕스, 한국투자증권

향후 가장 큰 성장동력이 될 것으로 기대되는 것은 역시 필러이다. 중국 필러 시장은 연평균 30% 이상 성장하고 있으며, 시술 가격이 국내의 2~3배에 달해 가격이 하락할 경우 수요가 폭발적으로 증가할 수 있는 성장잠재력이 큰 시장이다. 휴메딕스는 2015년 4월 중국 유통업체 북경인터팁스와 수출 계약을 체결했으며, 2017년 리도카인(진통제)이 들어간 3개의 제품을 추가로 허가 받으면서 제품 포트폴리오를 강화할 계획이다. 현재 중국에서 허가 받은 한국산 필러는 LG생명과학의 '이브아르'와 휴메딕스의 '엘라비에'에 불과해 후속제품들의 허가 등록은 새로운 성장 모멘텀이 될 것으로 예상된다. 현재 일본, 베트남, 필리핀 등에 필러를 수출하고 있으며, CE 인증을 통한 유럽 수출이 시작될 것으로 보여 필러 수출 규모는 계속 증가할 전망이다. 휴메딕스의 2016년 필러 수출은 80억원에 이를 것으로 추정되며, 연간 실적은 매출액 512억원(+21.4% YoY), 영업이익 177억원(+26.1% YoY)으로 예상된다.

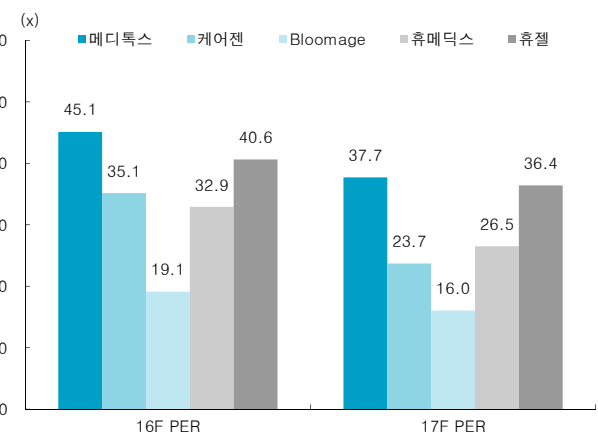
**보툴리눔 독신과의 시너지 기대:** 휴메딕스 제품 포트폴리오의 약점은 보툴리눔 독신이 없다는 것이다. 필러시장이 고성장하고 있지만 보툴리눔 독신과 필러는 상호보완관계에 있는 주사제로서 패키지 마케팅을 통해 시장점유율 확대 및 매출 증가의 시너지를 기대할 수 있는 품목이다. 휴메딕스의 모회사가 될 휴온스글로벌(현재 휴온스가 분할된 후 지주사)은 현재 2017년 초 출시를 목표로 보툴리눔 독신을 개발 중에 있다. 따라서 품목 승인 후 휴메딕스의 필러와 휴온스글로벌의 보툴리눔 독신의 시너지를 예상해 볼 수 있다.

[그림 68] 휴메딕스 PER 밴드



자료: 한국투자증권

[그림 69] 미용성형 기업들의 PER 비교



자료: 한국투자증권

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	50	82	78	82	95
현금성자산	31	68	61	62	72
매출채권및기타채권	7	11	13	15	17
재고자산	3	3	4	4	5
비유동자산	9	34	42	39	40
투자자산	0	15	14	8	6
유형자산	8	18	26	29	32
무형자산	1	1	1	1	1
자산총계	59	116	120	120	134
유동부채	5	6	(2)	(18)	(23)
매입채무및기타채무	3	3	4	4	5
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	0	0	0	1	1
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	6	6	(2)	(18)	(22)
자본금	3	4	4	4	4
자본잉여금	39	88	88	88	88
기타자본	0	(6)	(6)	(6)	(6)
이익잉여금	11	23	35	51	70
자본총계	54	110	122	138	157

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	7	12	6	2	16
당기순이익	7	12	15	19	22
유형자산감가상각비	1	1	2	2	3
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(3)	(5)	(10)	(18)	(8)
기타	2	4	(1)	(1)	(1)
투자활동현금흐름	(9)	(18)	(10)	1	(4)
유형자산투자	(1)	(11)	(11)	(6)	(6)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(9)	(7)	1	6	2
무형자산순증	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
기타	1	0	0	1	0
재무활동현금흐름	28	43	(3)	(3)	(3)
자본의증가	29	49	0	0	0
차입금의순증	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	(3)	(3)	(3)
기타	(1)	(6)	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	25	37	(6)	0	10

주: K-IFRS (개별) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

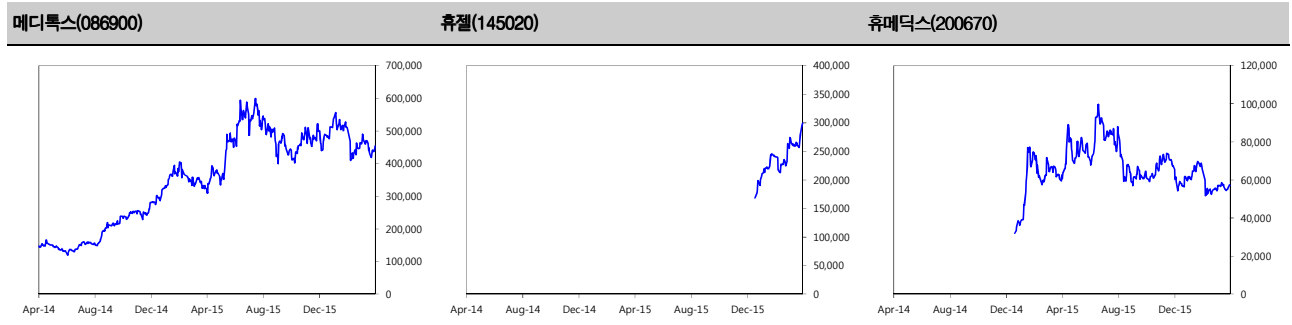
	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	29	42	51	62	72
매출원가	15	20	24	28	32
매출총이익	14	22	27	34	40
판매관리비	6	8	9	11	14
영업이익	8	14	18	22	26
금융수익	0	1	1	1	1
이자수익	0	1	1	1	1
금융비용	0	0	0	0	0
이자비용	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	(0)	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	8	15	19	24	28
법인세비용	1	3	4	5	6
당기순이익	7	12	15	19	22
기타포괄이익	0	(0)	(0)	(0)	(0)
총포괄이익	7	11	15	18	22
EBITDA	9	16	20	25	29

## 주요 투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	1,176	1,409	1,733	2,149	2,517
BPS	8,230	13,198	14,586	16,387	18,550
DPS	0	300	300	300	300
성장성(%, YoY)					
매출증가율	23.9	44.4	21.4	20.7	16.2
영업이익증가율	6.4	75.3	26.1	26.0	17.5
순이익증가율	(27.3)	75.0	29.1	24.0	17.1
EPS 증가율	(49.2)	19.8	23.0	24.0	17.1
EBITDA 증가율	6.1	68.1	27.2	25.4	16.4
수익성(%)					
영업이익률	27.5	33.3	34.6	36.2	36.6
순이익률	22.8	27.6	29.3	30.1	30.4
EBITDA Margin	31.7	36.9	38.7	40.2	40.2
ROA	16.0	13.3	12.7	15.5	17.1
ROE	19.4	14.2	12.9	14.3	14.8
배당수익률	-	0.5	0.5	0.5	0.5
배당성향	0.0	22.3	17.3	14.0	11.9
안정성					
순차입금(십억원)	(37)	(68)	(62)	(62)	(72)
차입금/자본총계비율(%)	4.5	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(X)					
PER	30.0	43.9	32.9	26.5	22.6
PBR	4.3	4.7	3.9	3.5	3.1
EV/EBITDA	23.2	29.2	21.6	17.2	14.5

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
메디톡스(086900)	2016.04.05	매수	580,000 원	휴메딕스(200670)	2015.07.01	NR	-
휴젤(145020)	2016.04.05	매수	370,000 원		2016.04.05	매수	69,000 원





#### ■ Compliance notice

- 당사는 2016년 4월 5일 현재 메디톡스, 휴젤, 휴메딕스 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 휴젤, 휴메딕스 발행주식의 유가증권(코스닥)시장 상장을 위한 대표 주관업무를 수행한 증권사입니다.

#### ■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

#### ■ 투자등급 비율 (2016.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
79.1%	19.1%	1.8%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

#### ■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.