

## COMPANY ANALYSIS

BUY

## Stock Price

목표주가	443,520원
현재주가	281,000원
상승여력	57.8%

## Stock Information

시가총액	35,417억원
발행주식수	1,260.4만주
유동주식비율	44.57%
52주 최고가	326,000원
52주 최저가	131,600원
외국인 지분율	52.74%
KOSPI	2,531.66
KOSDAQ	728.84

## Valuation Wide

Multiple	2023	2024E	2025E
P/E	19.88	28.11	32.1
MKT P/E	N/A	N/A	N/A

## Share Performance

추가상승률	1M	6M	12M
절대주가(원)	17.00%	47.26%	109.9%
상대주가(원)	22.44%	62.96%	115.7%

## Price Trend



## KUVIC Research Team 3

메일 kuvic\_korea@naver.com

팀장	41기 Senior 배은빈
팀원	41기 Senior 박수빈
	41기 Senior 조현정
	42기 Junior 김범준
	42기 Junior 이태영

## Who We Are



## 휴젤 (145020)

## I'm so TOXIN

## Key Point

## 1. Goat의 자질, 미국 진출

세계 최대 독신 시장인 미국 진출이 눈 앞에 있다. Abbvie사의 가격 인상으로 미국 시장의 가격 민감도를 확인한 만큼, **동사의 검증된 안정성과 가격 경쟁력, 영업력을** 통해 중저가 라인을 타겟팅하여 M/S 확보를 노린다.

## 2. 유럽, 중국까지 삼위일체

동사는 '23년 유럽 현지 파트너사와의 사업을 재정비하고, 추가 운영권 확보 작업을 진행 중에 있다. 이를 바탕으로 **유럽 시장 성장률을 상회하는 성장**이 기대된다. 또한 '20년에 중국 시장에 진출했으나 락다운 기간 Sell-out에 부침이 있었다. 그러나 현재 **재고 소진이 완료되고 리스타킹 시기에** 돌입했다. 즉, 미국 진출 시기에 유럽과 중국 시장 영업 또한 본격 성장기에 돌입하는 것이다.

## 3. 필러가 잘 받쳐 주잖아

필러 또한 최근 3개년 CAGR +20%의 고성장을 기록 중이다. **'번들링 효과'로 독신과 필러의 선순환**이 이뤄지고 있으며, B2C 마케팅에 능한 임원진 기용과 제품군 다양화 전략을 통해 광고 효과를 더하고 있다. 이는 **미·중·유 3개 시장에서의 공고한 기반을 다지게 할 것**으로 기대된다.

## 2025E 매출액 4,655억, 영업이익 2,198억 전망

'25년, 26년 동사의 Base case 기준 매출액은 각각 4,655(YoY +19.2%), 5,668억(YoY+17.7%)으로 전망하며, 영업이익은 각각 2,198억(YoY +38.2%), 2,902억(YoY, +32%)으로 전망한다. 영업이익률은 '25년 47.2%, '26년 51.2%로, 동사는 **글로벌 독신社 중 가장 높은 마진율**을 기록 중이다. 이는 **고마진 사업부 구성과, 높은 ASP를 형성하고 있는 시장의 높은 매출 비중, 그리고 운영진들의 탁월한 자본배치와 비용 효율화**에서 기인한다.

## 투자의견 'Buy', 목표주가 '443,520원'

동사의 PEER p/e Valuation을 진행하기엔 메디톡스, AbbVie, Ipsen, Evolus 모두 사업 구조 및 진출 시장의 차이로 인해 어려움이 있었다. 동사의 주가 히스토리의 유사성과 과거 급격한 EPS 변동이 없던 것에 기반하여 Historical PER Valuation이 높은 신뢰성을 가졌다고 판단, 이에 '25F 멀티플 32.1배를 적용하여 목표주가 443,520원으로 매수 의견 제시한다.

## Earnings and valuation metrics

계산기 (12월)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액 (십억원)	281.3	319.8	377.4	465.5	594.9
YoY (%)		13.7%	18%	23.3%	21.8%
영업이익 (십억원)	101	117.9	159.1	219.8	290.2
YoY (%)		16.7%	34.9%	38.2%	32%
영업이익률 (%)	35.9%	36.9%	42.1%	47.2%	51.2%
당기순이익 (십억원)	63.5	97.8	125.9	173.9	229.5
EPS (원)	5,038	7,759	9,988	13,796	18,205
P/E (배)	29.14	19.88	28.11	20.4	15.43

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 당기순이익

자료: KUVIC Research 3팀

표1. 요약 포괄손익계산서 (추정)

(십억원)

연간실적 전망 (단위 : 십 억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출액</b>	<b>231.9</b>	<b>281.3</b>	<b>319.8</b>	<b>377.4</b>	<b>465.5</b>	<b>566.8</b>
YoY(%)	-	21.3%	13.7%	18.0%	23%	22.0%
<b>독신</b>	<b>125.1</b>	<b>160.4</b>	<b>169.1</b>	<b>199.4</b>	<b>255.2</b>	<b>325.5</b>
YoY(%)	-	28%	5%	18%	28%	28%
<b>내수</b>	<b>71.0</b>	<b>86.1</b>	<b>82.4</b>	<b>79.3</b>	<b>83.2</b>	<b>87.5</b>
YoY(%)	-	21%	-4%	-4%	5%	5%
<b>북남미</b>	<b>11.0</b>	<b>20.8</b>	<b>25.2</b>	<b>31.2</b>	<b>64.8</b>	<b>110.1</b>
YoY(%)	-	89%	21%	24%	107%	70%
<b>유럽</b>	<b>0.0</b>	<b>7.7</b>	<b>8.6</b>	<b>13.3</b>	<b>16.2</b>	<b>19.4</b>
YoY(%)	-	-	12%	55%	22%	20%
<b>APAC</b>	<b>43.1</b>	<b>45.8</b>	<b>52.9</b>	<b>75.5</b>	<b>91.1</b>	<b>108.6</b>
YoY(%)	-	6%	16%	43%	21%	19%
<b>필러</b>	<b>84.3</b>	<b>94.2</b>	<b>117.8</b>	<b>137.3</b>	<b>160.4</b>	<b>182.6</b>
YoY(%)	-	12%	25%	17%	17%	14%
<b>화장품</b>	<b>14.4</b>	<b>20.9</b>	<b>26.8</b>	<b>35.1</b>	<b>43.9</b>	<b>52.7</b>
YoY(%)	-	45%	28%	31%	25%	20%
<b>기타</b>	<b>8.1</b>	<b>5.8</b>	<b>6.1</b>	<b>5.6</b>	<b>6.0</b>	<b>6.0</b>
YoY(%)	-	-28%	5%	-8%	7%	0%
<b>매출원가</b>	<b>54.8</b>	<b>62.8</b>	<b>73.5</b>	<b>80.1</b>	<b>89.4</b>	<b>100.4</b>
% of sales	23.6%	22.3%	23.0%	21.2%	19.2%	17.7%
<b>매출총이익</b>	<b>177.1</b>	<b>218.5</b>	<b>246.3</b>	<b>297.3</b>	<b>376.1</b>	<b>466.3</b>
GPM(%)	76.4%	77.7%	77.0%	78.8%	80.8%	82.3%
<b>판매비와 관리비</b>	<b>81.5</b>	<b>117.5</b>	<b>128.4</b>	<b>138.2</b>	<b>156.2</b>	<b>176.1</b>
% of sales	35.1%	41.8%	40.1%	36.6%	33.6%	31.1%
<b>영업이익</b>	<b>95.7</b>	<b>101.0</b>	<b>117.9</b>	<b>159.1</b>	<b>219.8</b>	<b>290.2</b>
OPM(%)	41.2%	35.9%	36.9%	42.1%	47.2%	51.2%
<b>법인세비용차감전순이익</b>	<b>87.5</b>	<b>72.7</b>	<b>133.4</b>	<b>158.8</b>	<b>219.6</b>	<b>289.9</b>
<b>법인세 비용</b>	<b>28.3</b>	<b>9.2</b>	<b>35.6</b>	<b>32.9</b>	<b>45.7</b>	<b>60.5</b>
<b>당기순이익</b>	<b>59.2</b>	<b>63.5</b>	<b>97.8</b>	<b>125.9</b>	<b>173.9</b>	<b>229.5</b>
NPM(%)	25.5%	22.6%	30.6%	33.4%	37.4%	40.5%

## CONTENTS

<b>I. 산업분석</b>	<b>4</b>
음~ 매끈하다~ 피부과 다녀오셨어요?	4
국가별 특신 시장 분석	7
<b>II. 기업분석</b>	<b>10</b>
기업 개요 및 제품군 분석	10
재무 분석	11
특신 경쟁사 분석	11
주가 추이 분석	13
<b>III. 투자 Point</b>	<b>14</b>
Goat의 자질, 미국 진출	14
유럽, 중국까지 삼위일체	15
필러가 잘 받쳐 주잖아	17
<b>IV. 투자 Risk</b>	<b>19</b>
메디톡스-휴젤 ITC 향소	19
<b>V. Valuation</b>	<b>20</b>
매출 추정 논리	20
비용 추정 논리	22
Valuation Method	22

# I. 산업분석

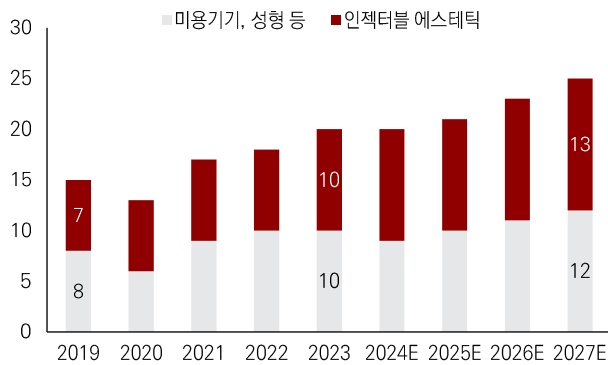
## 1.1. 음~ 매끈하다~ 피부과 다녀오셨어요?

### 1.1.1. 젊음은 누구에게나 선망의 대상

즉각적인 시술 결과와 적은 부작용으로 빠르게 성장하는 최소 및 비침습 시술 시장

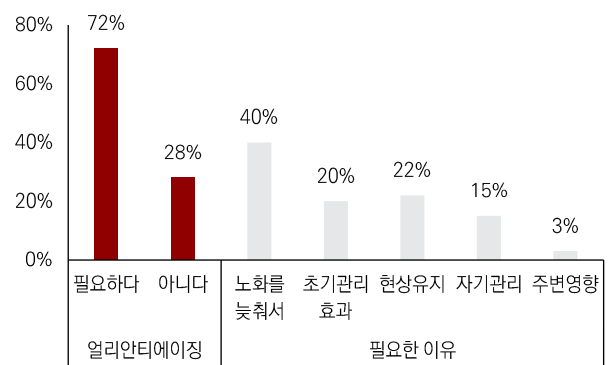
안티에이징은 더 이상 중장년층만의 관심사가 아니다. 소셜 미디어가 일상화되며 이상적인 **외모 유지에 대한 압박이 젊은 층 사이에서 안티에이징 시술을 보편화**했다. 이들의 선호도는 기존의 성형수술 및 시술에서 비침습적 시술로 이동하고 있다. 비침습은 주사나 레이저처럼 피부/조직을 자극하는 방식으로, 피부/조직에 절개를 가하는 침습적인 과정 없이 진행하여 시술 결과가 즉각적이고 부작용도 적어 빠르게 일상생활로 복귀할 수 있어 사회생활을 하는 젊은 층에서 특히 선호도가 높다. 글로벌 메디컬 에스테틱 시장은 이러한 트렌드에 힘입어 지난 몇 년간 꾸준히 성장하며 새로운 시장의 지평을 열었다. 2023년 기준 글로벌 메디컬 에스테틱 시장 규모는 약 27조원에 달하며, 2027년까지 CAGR 6%의 성장세를 보일 전망이다. 특히 보톡스, 필러를 포함하는 최소 및 비침습 시술의 성장속도는 전체 시장의 성장속도를 상회하여, **2019년 전체 대비 8조원에서 2023년 12조원을 달성했으며, 2027년에는 전체 대비 약 48%의 비중을 차지하며 16조원까지 성장할 것으로** 예상된다.

그림 1. 글로벌 메디컬 에스테틱 시장규모 및 비중



자료: BCG, KUVIC 리서치 3팀

그림 2. MZ세대 대상 얼리 안티에이징 니즈 설문조사



자료: Singles, KUVIC 리서치 3팀

### 1.1.2. Why 독신 & 필러?

최소 및 비침습 시술 시장 내에서도 가장 두각을 드러내는 시술 분야는 바로 독신이다. 독신의 정식 명칭은 ‘Botulinum Toxin’으로, 보툴리눔 균이 만드는 신경 독소를 정제해 피부에 주입하여 시술한다. **얼굴 주름은 피부 아래 근육이 수축되어 생기며, 한번 생긴 이후로는 사실상 제거가 불가능**하다. 즉, 사전 관리가 필수적이다. 잠재 주름 부위에 독신을 주사하면 보툴리눔 균이 근육을 수축시키는 신경전달물질 아세틸콜린의 이동을 차단하고, 해당 부위의 근육을 일시적으로 마비시키며 주름을 방지한다. 독신은 '18년 대비 '23년 약 58% 성장하여, 현재 독신 시장규모는 50억 달러로 추산된다. 독신이 이토록 빠르게 성장할 수 있었던 이유는 낮은 진입장벽 덕분이다. 비침습 시술 중에서도 독신은 시술 시간이 가장 빠르고 즉각적인 효과를 낸다. 또한 최소 침습 시술이기 때문에 시술 후 회복까지 불과 1-2시간이면 충분해 첫 에스테틱 시술로 독신을 선택하는 사람의 비율이 전체 시술 경험자의 절반 이상이다. 즉, 독신은 가장 진입장벽이 낮으면서도 필수적인 시술이라 할 수 있다.

글로벌 보툴리눔 독신 시술 건수는 '15년 108만 건에서 '22년 920만건으로 약 8배 증가하였으며, '26년까지 현재의 성장세가 지속될 것으로 예상된다.

표 2. 최근 3년 글로벌 TOP 5

순위	2019		2020		2021	
	시술	비중	시술	비중	시술	비중
1위	보툴리눔 독신	46%	보툴리눔 독신	43%	보툴리눔 독신	42%
2위	필러	32%	필러	28%	필러	30%
3위	제모	8%	제모	13%	제모	10%
4위	비수술 지방제거	3%	지방분해	4%	스킨리juvenation	6%
5위	광리juvenation	3%	광리juvenation	4%	비수술 지방제거	4%

자료: ISAPS, KUVIC 리서치 3팀

### 1.1.3. 독신 히스토리

4년 사이 생산액이 3배가량 팽창하며 치열해진 국내 보툴리눔 시장

'06년 메디톡스가 국내 기업 중 가장 먼저 '메디톡신'을 허가받은 이후, 휴젤이 '09년 '보툴렉스'를 허가받으면서 국내 기업 중 두 번째로 독신 시장에 뛰어들었다. 다음으로 대웅제약이 '13년 '나보타'를 허가 받았다. 지난 '19년까지 8개에 불과하던 국내 판매 승인 보툴리눔 독신 기업이 5년 사이 8개가 추가되면서, 국내 시장은 이상 경쟁에 접어들었다. **글로벌 독신 플레이어가 11곳인데 반해 국내 제품은 수십 개에 달하여 시장 교란이 발생하고 있는 만큼, 수익성 확보를 위해 글로벌 시장으로의 수출 시도가 활발히 일어나고 있다.** 국내 보툴리눔 독신 생산액은 지난 '23년 2,039억 원으로 증가했는데 이는 19년 대비 4년 새 3배가량 확장된 수치이다. 메디톡스, 휴젤, 대웅제약 만이 19년도 보툴리눔 독신 생산실적 100억 원 이상 업체였으나, 4년 만에 종근당, 파마리서치바이오, 휴온스바이오파마, 한국비엔씨, 제테마, 제네톡스 등 7곳이 추가되었다.

표 3. 국내 판매 승인 보툴리눔 독신 기업 목록

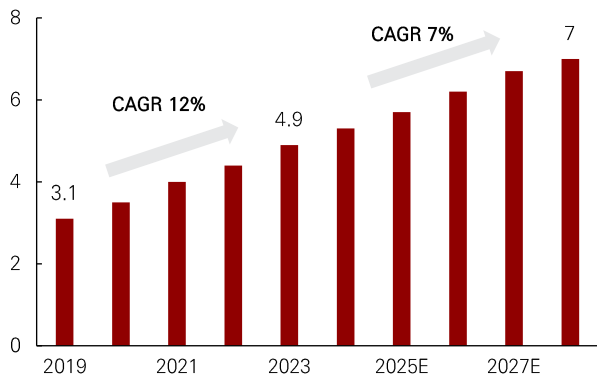
구분	기업	허가일	제품명
수입	Ipsen	'99.07월-	디스포트
국내	메디톡스	'06.03월	메디톡신
수입	Allergan	'08.04월	보톡스
국내	휴젤	'09.03월	보툴렉스
수입	Merz	'09.06월	제오민
국내	대웅제약	'13.11월	나보타
국내	휴온스바이오파마	'16.10월	리즈톡스
국내	종근당	'19.08월	원더톡스
국내	휴메딕스	'21.03월	비비톡신
국내	대웅바이오	'22.09월	에이톡신
국내	이니바이오	'23.07월	이니보
국내	뉴메코	'23.08월	뉴력스
국내	한국비엠아이	'24.01월	하이톡스
국내	파마리서치바이오	'24.02월	리엔톡스
국내	한국비엔씨	'24.03월	비에녹스

자료: 식품의약품안전처, KUVIC 리서치 3팀

톡신의 보완재 역할을 하며 성장하는 필러 시장

톡신의 보완재 역할을 하는 필러도 비슷한 양상으로 시술 횟수가 증가하고 있다. 글로벌 필러 시장 규모는 '22년 60억 달러에서 '24년 약 70억 달러까지 성장할 것으로 예상되며, 톡신과 함께 성장세를 이어 나갈 것으로 보인다. 보통 보톡스로 주름 개선의 효과를 보고 나면 판판해진 얼굴에 볼륨까지 채워 넣고 싶어지는 것이다. 필러는 히알루론산(HA), 칼슘 하이드록시아파타이트 등의 물질을 피부에 직접 주입하여 볼륨을 채우는 방식이기 때문에 보톡스로 개선하기 어려운 깊은 주름을 해결하거나 꺼진 부위를 채워 넣어 볼륨을 더한다. **피부과 및 병의원에서도 보톡스와 필러를 부위별 패키지 혹은 번들 프로모션으로 함께 제공하는 경우가 많아** 제품 포트폴리오에 톡신과 필러를 모두 포함하는 기업들이 보다 유리해진다.

그림 3. 글로벌 톡신 시장 규모 (단위: billion USD)



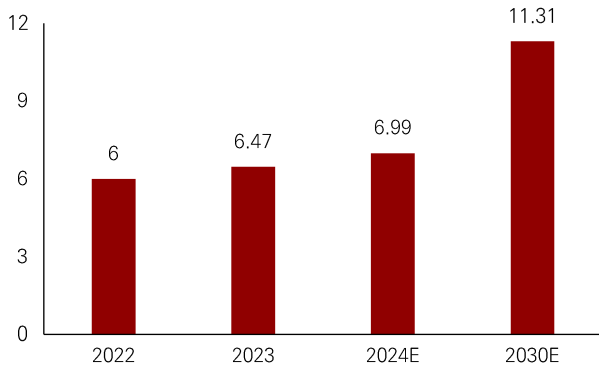
자료: Medical Insight, KUVIC 리서치 3팀

그림 4. 톡신 시술 원리



자료: 덴탈아리랑, KUVIC 리서치 3팀

그림 5. 글로벌 필러 시장 규모 (단위: billion USD)



자료: Precedence Research, KUVIC 리서치 3팀

그림 6. 톡신 - 필러 번들 프로모션



자료: 더샤인한스클리닉, KUVIC 리서치 3팀

비만약 부작용 '오젠펙 페이스'로 각광받는 톡신과 필러

1.1.4. 오젠펙 페이스의 해결책

톡신과 필러는 비만약 부작용의 일종인 '오젠펙 페이스'의 해결책으로 또한 각광받고 있다. 오젠펙은 노보노디스크가 개발한 체중 감량 약물로, 이를 복용하여 체중을 감량한 사용자들은 **얼굴 지방이 급격히 감소해 피부 탄력이 떨어지고 주름이 늘어나는 현상**을 겪는다. 미국계 투자회사 니덤이 최근 시행한 설문조사에 따르면 해당 계열 비만약을 복용한 적이 있는 사람 중 62%가 비만약 처방 이후 미용 시술을 찾게 되었다고 응답하였다. 급격한 피부 노화를 개선하고 줄어든 얼굴 볼륨을 채우기에 가장 합리적인 대안이 바로 톡신과 필러다. 빠르고 즉각적인 효과, 저렴한 가격 등으로 톡신과 필러는 비만약 시장이 성장함에 따라 더 큰 수혜를 입을 것으로 보인다.

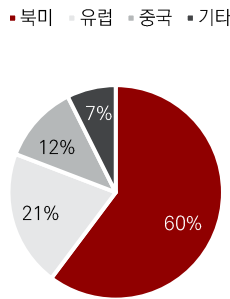
## 1.2. 국가별 특신 시장 분석

### 1.2.1. 미국

연평균 9%의 성장세를 보일 미국 특신 시장

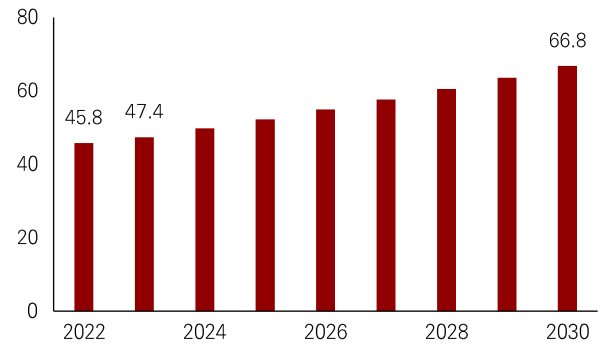
'23년 미국 특신 시장 규모는 약 4조원에 달하며, 이는 글로벌 특신 시장의 절반가량에 해당한다. 미국의 피부과는 거리상의 이유로 한국 대비 접근성이 좋지 않다. 따라서 미국에서는 '메드스파' 시장이 크게 성장하여 뷰티 시장에 자리 잡았다. 메드스파는 전통적인 스파와 의료 서비스를 결합한 형태로, **안티에이징 전문 미용 기술을 제공하는 시설**이다. 메드스파에서 제공하는 보톡스, 필러와 같은 기술은 합리적인 가격으로 비교적 빠른 시간 내에 기술을 받을 수 있고 일상으로 바로 복귀할 수 있어 메드스파 위주로 비침습 기술에 대한 수요가 급증한 것이다. 특신 수요는 꾸준히 증가해 메드스파의 성행과 함께 2026년까지 CAGR 9% 속도로 성장하여 약 9조 규모의 시장을 형성할 전망이다. **시장 규모가 4조라는 것은 곧 점유율을 10%만 차지해도 4,000억 원의 매출을 벌어들인다는 뜻이고, 이는 국내 전체 특신 시장의 2배에 해당한다.** 게다가 평균 판가도 국내에 비해 3배가량 높기 때문에 국내 업체가 진출한다면 **기존 내수 물량 대비 GPM 또한 2배 수준에 육박할 것으로 보인다.**

그림 7. 국가별 특신 시장 점유율 (2021)



자료: Persistence Market Research, KUVIC 리서치 3팀

그림 8. 북미 특신 시장 성장 추이 (단위: billion USD)



자료: Medical Insight, KUVIC 리서치 3팀

미국은 규모와 수익성 측면에서 매우 중요한 시장일 뿐 아니라 글로벌 진출을 위한 필수적인 무대이기도 하다. 특히 특신 제품과 같은 미용 기술 산업에서는 **미국 시장에서의 성공적인 진출은 기타 국가들로 확장하는 데도 중요한 발판**이 된다. 미국 시장에서 특신과 같은 의약품을 판매하기 위해서는 FDA의 인허가 획득이 필수적이다. **FDA 승인을 받는다는 것은 가장 까다로운 기준을 충족했다는 의미**로, 해당 제품의 안정성과 기술력을 국제적으로 인정받는 것이다. 또한 FDA 승인 절차는 1년 이상의 기간과 상당한 자본이 요구되어 진입 장벽이 높고, 국내에 비해 비교적 경쟁 양상이 치열하지 않다. **동사는 미, 중, 유럽의 승인을 모두 받은 상태로 안정성과 기술력은 서류상으로도 이미 인정되었다고 볼 수 있다.**

표 4. FDA 인증 특신 브랜드

판매사	Allergan (미국)	Galderma (프랑스)	Merz (독일)	Evolus (미국)	Revance (미국)	Benev (미국)
제조사	Allergan	Ipsen	Merz	대웅제약	Revance	휴젤
제품명	Botox	DYSPORT	Xeomin	JEUVEAU	Daxxify	Letybo
FDA 인증	2002-01	2009-04	2010-07	2019-02	2022-09	2024-02
북미 특신 시장점유율	2022	65%	20%	9%	6%	0%
	2023	59%	22%	9%	7%	3%
	2024E	58%	23%	9%	7%	4%

자료: FDA, Medical Insight, KUVIC 리서치 3팀

**Abbvie의 지속적인 평가  
인상으로 성장할 기회를 얻게 된  
저평가의 독신 업체들**

현재 미국 독신 시장에 진출해 있는 기업은 총 6곳으로, 국내 독신 시장에서 16개의 기업이 치열하게 가격 경쟁을 전개하고 있다는 점을 고려할 때 신규 진출 기업에게 막대한 기회임을 짐작할 수 있다. 미국 독신 시장의 가장 큰 플레이어는 Abbvie로, 2024년 1분기 기준 약 68%의 점유율을 차지하고 있다. 전체 시장의 절반 이상을 차지하고 있지만 Abbvie가 botox 출시 이후 거의 독점 체제를 유지해왔던 것에 비해 적은 수치다. **AbbVie는 2020년 이후 세 차례의 가격 인상을 단행하였고, 이에 대한 소비자들의 반향이 거세게 일었다.** 이러한 AbbVie의 행보는 **독신 시장에서의 투자 축소 전략**으로 해석할 수 있다. 의사들은 사용하던 제품을 계속 사용하려는 경향이 강해 점유율 변동이 적었으나, 세 차례 단행된 가격 인상 이후로 **경쟁력 있는 제품들이 미국 시장에 진출하며 Abbvie의 기존 고객들이 대거 이탈했다.** 이에 가장 큰 수혜를 입은 것은 대응제약 - 에볼루스의 Jeuveau다. **Jeuveau는 2019년 5월 전체 대비 4%의 점유율로 진입하였으나 올해 상반기 13%까지 점유율을 확대하며 크게 성장했다.** Jeuveau의 판가는 약 \$610로 botox 대비 \$46가량 저렴하며, 20-30% 대의 공격적인 할인 프로모션과 적극적인 마케팅을 통해 미국 시장에 침투한 것으로 보인다. 즉, 독신 시술에 대한 관심이 증가하여 시장 전체 외형 성장이 이루어지는 가운데 점유율 1위 업체의 입지가 불안해지며 경쟁력 있는 신규 업체들에게 폭발적 성장의 기회가 도래했다고 볼 수 있다.

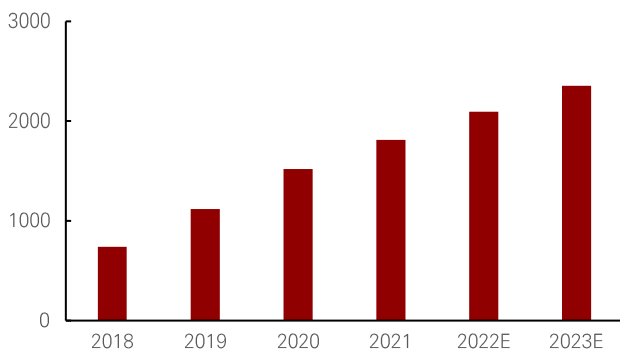
**1.2.2. 중국 시장**

**미용의료 지출 증가, 플랫폼 성장, 미용의료 산업 정책을 바탕으로 성장할 중국 시장**

중국 미용의료 산업은 다른 시장에 비해 늦은 성장통을 겪고 있다. 중국의 미용의료 시장 침투율은 지속적으로 성장 중이나 '22년 한국 22%, 미국 17.2%, 일본 11.3%에 비하면 낮은 편인 4.5%에 머물러있다. 그러나 **1) 미용의료 지출 증가, 2) 플랫폼의 성장, 3) 미용의료 산업 정책으로 인해 미용의료 산업의 높은 성장이 기대되고 있다.**

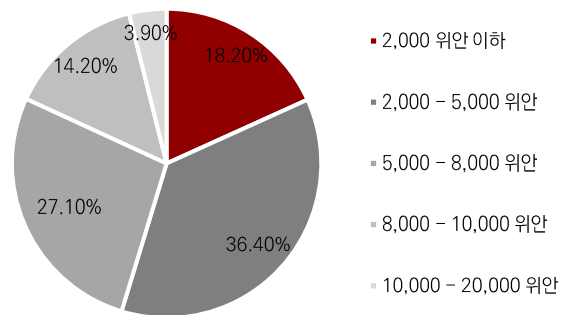
중국의 미용의료 지출은 베이징, 상하이와 같은 기존 1선 도시만을 바탕으로 이루어졌다. 하지만 현재 젊은 층과 중산층의 미용의료 지출 증가로 인해 기존 1선 도시에 더해 **청두, 충칭, 항저우와 같은 신(新) 1선 도시에 미용의료 지출이 확산되고 있다.** 이는 중국 소비자의 미용의료 가격 수용범위가 늘어난 것에서 비롯된다. 미용의료 1회당 8,000위안 이하의 수용범위를 지닌 소비자가 총 82%로 100U 당 가격이 4000 위안이 넘지 않는 독신 가격을 고려하였을 때 충분히 긍정적이다.

**그림 9. 중국 미용의료 소비자 규모 추이(단위: 만 명)**



자료: Frost & Sullivan, iiMedia Research, 신양, KUVIC 리서치 3팀

**그림 10. 중국 소비자 미용의료 가격 수용범위 (2022)**



자료: iiMedia Research, KUVIC 리서치 3팀



신양, 메이탄과 같은 중국 미용 의료 온라인 플랫폼 시장이 성장한 것도 한몫한다. 신양은 중국 온라인 미용의료 서비스 시장 중 가장 큰 이용자를 가진 플랫폼으로, 약 3,500개의 협력 기관 수를 가지고 있고 정보 서비스와 예약 서비스를 제공한다. 플랫폼을 통해 미용 의료에 대한 보다 정확한 정보와 가격을 쉽고 빠르게 확인할 수 있게 되었다.

더불어 중국은 최근 미용의료 시장을 향한 여러 규제들을 시행하고 있다. 이는 미용의료 시장을 제도화, 규범화함으로써 투명성을 제고하고 불법 시장을 척결하기 위함이다. 중국 미용의료시장은 허가를 받은 제품이 유통되는 ‘정식 시장’과 비공식 경로로 유통되는 ‘그레이 이마켓’으로 나뉘는데, 그레이 마켓의 규모는 정식 시장보다 큰 것으로 추산된다. 그레이 마켓 근절을 위한 정부의 노력으로 인해 그레이 마켓은 점차 축소되고, 수요가 정식 시장으로 옮겨갈 것으로 기대된다.

표 5. 중국 미용의료 산업 발전 관련 정책

발표 날짜	정책명	내용
2017	불법 미용의료 단속 특별 행동 방안	무면허 의료행위, 의약품 및 의료기기의 불법 제조 및 판매를 단속
2019	사회 진로의 지속적이고 건전한 규범화된 발전 촉진에 관한 통지	의료 및 보건 서비스에 대한 컴플레인 및 보고 플랫폼 구축을 강화 불법 행위 보고에 대한 인센티브 증대, 의료 기관의 가격 위반 행위 엄중 단속
2020	미용의료 종합 관리와 법 집행 업무 재강화에 관한 통지	미용의료기관은 자체 관리 책임을 강화하고 정책 감독 강화
2021.05	불법 미용의료 서비스 특별 단속 업무방안	미용의료 관련 불법 전개 행위 엄중 단속
2021.11	미용의료 광고 법 집행 안내	미용의료 광고 난상 중점 단속
2022.01	2022년 미용의료기관 규범화 운영지침	정규 병원, 정규 의사, 정규 제품 ‘3정규 플랫폼’ 출시
2022.03	14차 5개년 계획 기간 시장 관리감독 현대화 계획	소비자 권리 보호 시스템 촉진, 불법 미용의료 행위 단속
2023.01	주사용 A형 보톡스 추적 시스템 구축 가속화에 관한 통지	주사용 A형 보톡스 관리 강화, 의약품 전 과정 추적

자료: KOTRA, 천산산업연구원, KUVIC 리서치 3팀

### 1.2.3. 유럽 시장

유럽 독신 시장은 연 8% 성장률로 '25년도에는 한화 1조 2천억 원 규모에 도달할 것으로 예상된다. 현재 유럽 시장은 글로벌 시장 중 미국 다음으로 큰 규모를 가지고 있다. 유럽 독신 시장 점유율의 70%는 영국, 독일, 이탈리아, 프랑스, 스페인 다섯 국가가 차지하고 있는데, 이들 시장에서 AbbVie, Ipsen, Merz 세 플레이어들의 제품이 견조하기에 중국과도 같은 높은 성장성을 기대하기란 어렵다. 하지만 큰 시장 규모를 근거로, 위 플레이어들의 제품보다 낮은 가격으로 유럽에 침투한다면 높은 점유율 확보는 불가능하더라도 충분한 매출 확보는 가능하다. 각 국가마다 유닛 당 가격은 상이하지만 중국에서 공개된 ASP를 바탕으로 추론해 보았을 때, 위 플레이어들의 제품 가격은 국내 개발사의 약 두 배에서 세 배일 것으로 예상된다.

표 6. 유럽 주요 보툴리눔 독신 제품

제품명	개발사	파트너사	품목 허가 날짜
Botox	Allergan	-	2003
Dysport	Ipsen	Galderma	1990
Xeomin	Merz	Merz	2006
Alluzience	Ipsen	Galderma	2021
Nuceiva	대웅제약	Evolus/현지 파트너사	2109
Letybo	휴젤	Croma	2022

자료: 각 사, KUVIC 리서치 3팀

## II. 기업 분석

### 2.1. 기업 개요 및 제품군 분석

동사는 2001년 11월 설립, 2015년 12월 코스닥에 상장한 글로벌 메디컬 에스테틱 전문 기업이다. 동사는 A형 보툴리눔 독신을 활용한 독신 '보툴렉스(수출명-레티보)', 히알루론산 필러 '더채움', 의료용 봉합사 등을 제조 및 판매하고 있다. 동사는 '24년 기준 독신과 HA 필러 모두 국내 시장 점유율 1위를 유지하고 있다.

570만에서 1300만 바이알로  
2.3배 증가하는 독신 생산량

동사가 현재 보유하고 있는 독신 생산 시설은 연간 570만 바이알 규모이다. 현재 증설 중인 연간 800만 바이알 규모의 3공장이 내년부터 본격적으로 가동된다면 동사는 **1,300만 바이알의 생산 능력**을 갖추게 된다. 이는 '23년 말 기준 2.3배에 달하는 생산량이다. 독신 뿐만 아니라, 필러 생산 시설 역시 지난 '22년 증설 이후 추가적인 증설이 이루어져 '25년 **1,500만 바이알의 생산 시설을 확보할 예정으로, '23년 말 생산량의 1.9배에 달한다.** 이와 같은 CAPA 증설은 현재 동사의 독신과 필러 제품 모두 공급 대비 전방 업체들의 수요가 초과 상황임을 짐작할 수 있다.

그림 11. 지역별 매출 비중 (단위: %)

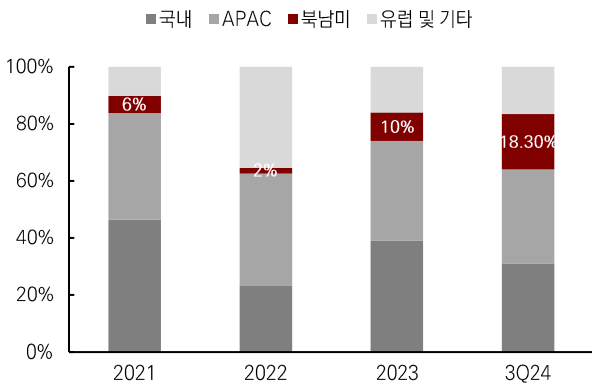
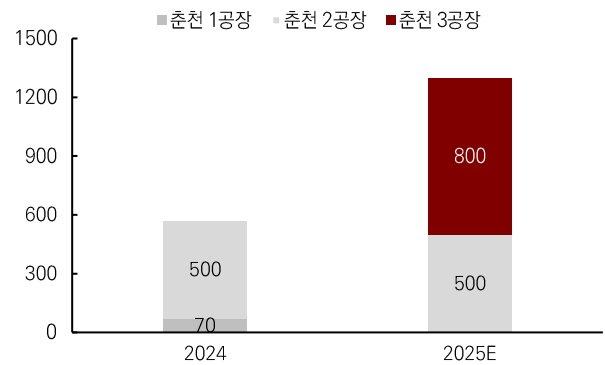


그림 12. 동사 CAPA 변화(단위: 만 vial)



자료: 휴젤, KUVIC 리서치 3팀

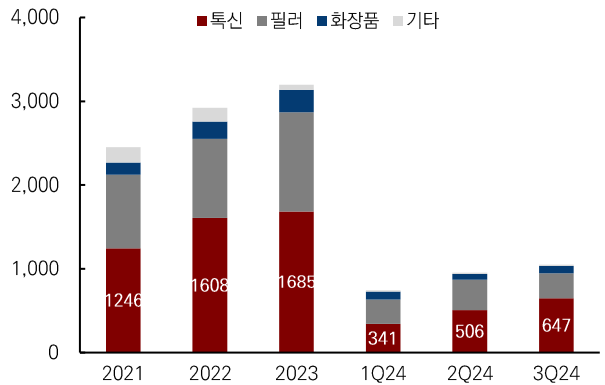
자료: 휴젤, KUVIC 리서치 3팀

그림 13. 제품 사진(독신 - 보툴렉스, HA 필러 - 더채움)



자료: 휴젤, KUVIC 리서치 3팀

그림 14. 사업 부문별 매출 추이(단위: 억 원)



자료: 휴젤, KUVIC 리서치 3팀

### 2.2. 재무 분석

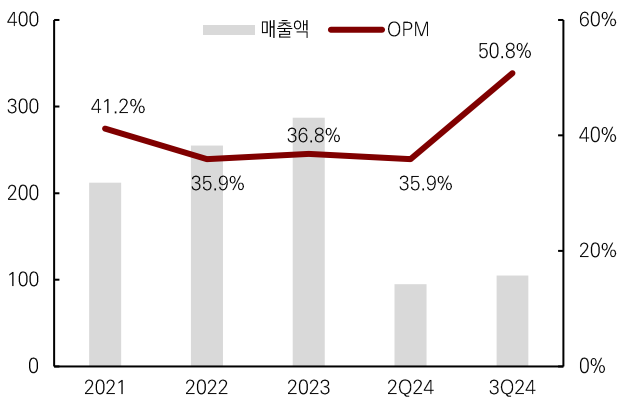
동사는 19~24%의 안정적인 부채 비율을 유지하고 있다. 동사의 매출액 대비 원재료비는 8% 수준으로 매우 낮은 축에 속한다. 동사는 국내 대비 높은 ASP의 해외로의 진출 및 시장 점유율이 확대하고 있기에 수익성은 더욱 개선될 것이다.

다만, 메디톡스와와의 ITC 소송으로 인해 2022년 OPM이 35.9% 수준으로 하락하였다. ITC 소송으로 인해 발생하는 법률 비용 및 지급 수수료는 연간 약 120억 원 수준으로 파악된다, 하지만 지난 10월, 미국 내 수입 및 판매금지를 신청한 것과 관련하여 휴젤의 위반 사실이 없다는 최종 심결로 소송이 종료되었고, 이와 관련된 법률 비용 및 지급 수수료 역시 추가적으로 감소 중에 있다.

최상단의 ASP의 미국 시장 진출로 더 높아질 OPM

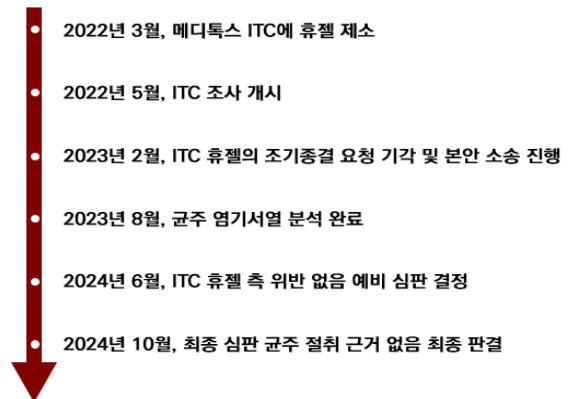
이에 더불어, 미국향 특신 ASP는 유럽, APAC, 남미를 통틀어 가장 높은 수준이며 국내 대비 최소 3배 이상의 최상단으로 추정된다. 이를 바탕으로 미국향 특신 초도 선적이 있던 3분기, 동사는 역대 최고 분기 영업이익률을 기록했다. 높은 ASP와 휴젤 아메리카의 추가적인 인건비 감축으로 OPM 더 높아질 전망이다.

그림 15. 매출액 및 OPM 추이 (단위: 십억 원, %)



자료: 휴젤, KUVIC 리서치 3팀

그림 16. ITC 소송 타임라인



자료: 언론 종합, KUVIC 리서치 3팀

글로벌 특신 3대 시장에 모두 진출한 유일무이한 국내 특신 플레이어, 휴젤

### 2.3. 특신 경쟁사 분석

특신은 생물 무기 금지 협약에 따라 생산부터 유통 등 전과정에 대하여 엄격한 규제를 받는다. 따라서 특신은 해외 시장에 진출할 때, 각 국가의 허가 및 승인 절차를 거쳐야만 한다. 동사는 올해 기준, 63개국에서 50~300 unit의 제품 허가를 획득하였으며, 국내 특신 업체 중 유일하게 글로벌 특신 3대 시장인 미국, 중국, 유럽에 진출한 기업이다. 아시아, 유럽, 미주 등 전 세계에 진출했다는 사실은 그 자체로 동사의 특신 제품력과 글로벌 경쟁력을 입증한다.

메디톡스는 국내 최초 보툴리눔 특신 A형 제제 메디톡신을 개발한 업체이다. 메디톡스 역시 HA 필러까지 진출하여 특신 및 필러 매출이 '21년 1,183억에서 '23년 1,937억으로 증가 중에 있다.

글로벌 제약사 Merz는 에스테틱 분야로까지 사업을 확장하여 저내성 보툴리눔 특신 '제오민', 히알루론산 필러 '벨로테로', 칼슘 필러 '래디어스', 초음파 리프팅 기기 '울썬라' 등의 에스테틱 제품을 보유하고 있다. 특신 시장에서 가격 전략을 내세우는 경쟁사와는 다르게, 판가를 상대적으로 높게 유지하고 있다.

Evolus는 미국의 미용 전문 제약회사로, 대웅제약의 보툴리눔 독신 제제 '나보타'를 '주보 (Jeuveau)'라는 이름으로 북미, 영국 등에서 판매하며, HA 필러인 Estyme을 유럽에 출시하여 제품 포트폴리오를 확장했다. Evolus는 '19년 독신 13억 달러, 필러 10억 달러에서 '23년 독신 26억달러, 필러 16억 달러 매출 기록하며 빠른 성장 중이다.

표 7. 보툴리눔 독신 국내 3사 및 글로벌 대표 제조 업체 비교

	휴젤	대웅제약	메디톡스	애브비(미국)	멜츠(독일)
제품명	보툴렉스 (수출명 Letybo)	나보타 (수출명 Jeuveau)	메디톡신	BOTOX	XEOMIN
지속기간	약 3-6개월	약 3-6개월	약 3-6개월	약 4-6개월	약 4-6개월
해외진출	중국 유럽 ROW	유럽 ROW	ROW	글로벌	글로벌
미국 진출 (FDA 승인)	2024년 2월 승인	2019년 2월 (파트너사 에볼루스)	-	1989년 (미용 목적 2002년)	2010년 7월
가격대	상대적으로 저가			상대적으로 고가	

자료: 각 사, KUVIC 리서치 3팀

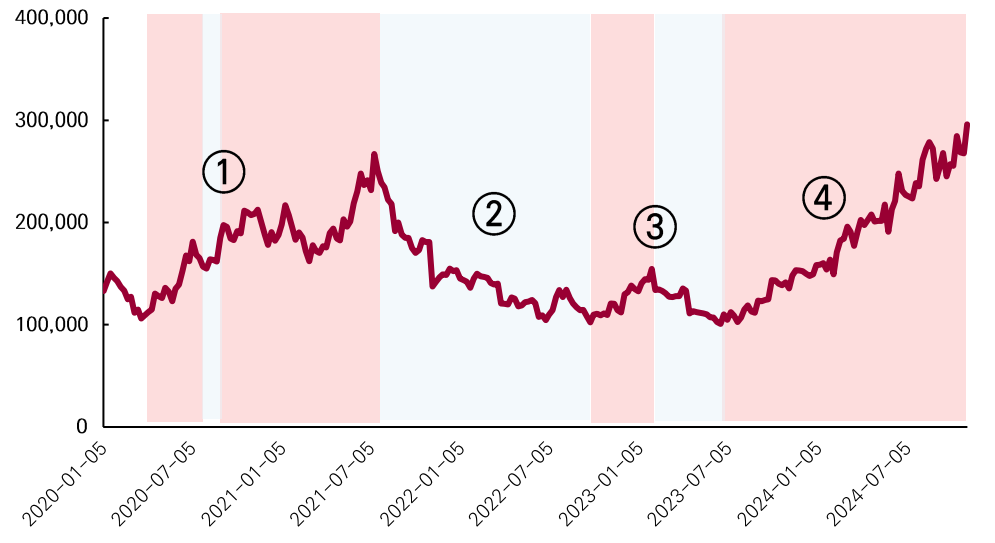
Allergan은 '19년 Abbvie에 인수된 글로벌 제약사이다. '89년 FDA 승인을 받은 이후, 전 세계 보툴리눔 독신 시장에서 약 70% 이상의 점유율을 차지하며 독점적인 위치를 유지해 왔다. 글로벌 독신 시장에서 약 30년째 시장을 독점하던 Abbvie의 점유율은 최근 3년 사이 10%가 넘게 하락했다. 이는 미국 독신 시장의 높은 가격 민감도 때문이다. 대웅제약-Evolus의 Jeuveau가 '19년 출시 당시 4%에서 지난 3분기 기준 13%까지 점유율을 확대할 수 있었던 요인은 판가를 지속적으로 상승한 Abbvie에 반해 저렴한 판가, 마케팅이다. Abbvie의 보톡스와 동사의 레티보 역시 제품력에 있어서 차이가 거의 존재하지 않는다. 또한, 동사 역시 Botox에 비해 2-30% 저렴한 판가로 미국 시장에 진입할 예정이며, 동사는 Jeuveau에 비해서도 뛰어난 안정성 트랙 레코드와, B2B(D) & B2C 모두에 강점이 있다. 독신의 경우, 중간 소비자인 의사가 고객에게 제품을 추천하기에 D2C 마케팅이 매우 중요하다. 의사를 대상으로 한 마케팅은 동사가 8년째 치열한 국내 독신 시장에서 점유율 1위를 유지할 수 있었던 비결이기도 하다. 국내에서도 뛰어난 성과를 거뒀던 학술 심포지엄 및 워크샵, 글로벌 세미나, 온라인을 비대면 교육 프로그램 등을 미국에서도 지속적으로 진행할 예정이다.

MPQ와 이전 가격에 대해 동사에게 유리한 계약구조

추가적으로, 다른 경쟁사들의 기존 계약구조와는 다르게, 동사는 파트너사인 Benev에게 판매 및 유통권을 모두 위임하지 않고, 공동으로 진출할 예정이다. 최소 구매 수량(MPQ)와 이전 가격과 관련해서도 동사에게 유리한 구조를 가지고 있다. 이는 동사의 영업력을 활용하면서 마진은 상대적으로 더 가지고 갈 수 있는 방법이다. Benev는 미국 메디컬 에스테틱 시장에서 지난 3년간 연간 117% 성장률을 기록하고 있다. Benev는 국내 제조사의 엑소좀, 마이크로니들 RF 등의 제품 포트폴리오를 보유하고 있어 추후 동사 독신과의 번들링 등의 시너지 또한 발생할 것으로 판단된다. 동사는 이와 같은 베네브의 탄탄한 현지 영업망을 바탕으로 즉각적인 제품 출시와 판매 확대를 이어 나갈 예정이다.

## 2.4. 주가 추이 분석

그림 17. 주가 추이



자료: 인베스팅닷컴, kuvic 리서치 3팀

동사의 주가는 1) 해외 시장 진출, 2) 국내외 실적 호조, 3) 소송 리스크에 따라 움직인다.

### (1) 2020년 4월-2021년 7월

: 동사의 특신 '레티보'의 중국 품목 허가 승인에 대한 기대감과 더불어 '20년 4월 국내 보툴리눔 특신 시장 점유율 1위를 차지하던 메디톡스가 식품의약품안전처에 특신 품목 허가 취소 처분이 동사의 주가 상승을 견인하였다. '20년 10월, **글로벌 특신 시장 규모 3위의 중국 시장에 진출**하면서 동사의 주가는 상승을 이어갔다. '21년 초, 중국향 특신 불법 수출 논란으로 주가가 일시적으로 하락했으나, 견조한 수출 실적과 탐라인 성장 기대감을 바탕으로 주가의 상승 추세는 지속되었다. 이에 더불어, 유럽 및 미국의 특신 허가 기대감까지 더해졌다.

### (2) 2021년 7월-2022년 10월

: '21년 11월, 식약처가 '레티보'에 우회 수출 관련국가 출하 미승인으로 허가 취소 및 판매 정치처분을 내리며 동사의 주가는 급락한다. 이에 더해, '22년 4월 **미국 ITC에 메디톡스가 균주 및 제조공정 도용과 관련해 동사를 제소**하면서 주가가 추가적으로 하락하였다. '22년 초, '레티보'에 대한 유럽 품목허가 승인을 받았지만, 주가를 상승 국면으로 전환시키지는 못하였다.

### (3) 2022년 10월-2023년 6월

: '22년 하반기, 팬데믹으로 인한 **중국의 락다운이 해제**와 더불어 **남미, 유럽 등 국내외 특신의 매출 성장**하며 주가가 상승하였으나, 메디톡스와의 소송 장기화, 레티보의 미국 출시가 연기로 주가는 다시금 하락세를 보였다.

### (4) 2023.06-현재

: '24년 2월, **미국 FDA에 특신 제품에 대한 판매 허가를 승인**받으며 주가가 급등하였다. 이와 더불어, 6월에는 **메디톡스와의 ITC 예비 판결에서 승소, 10월 최종 판결에서 승소**하면서 리스크가 해소되었다. 2분기 연속 어닝 서프라이즈를 기록하며 주가는 상승하고 있다.

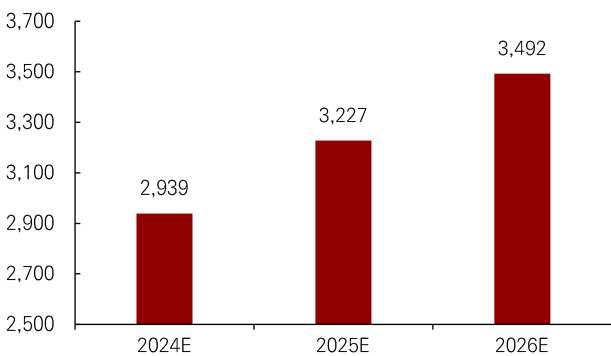
### III. 투자 Point

#### 3.1. Goat의 자질, 미국 진출

동사의 아메리칸 드림은 이미 시작되었다. '23년 기준 미국 전체 독신 시장 규모는 약 4조 원가량으로, 미용 목적 독신 시장만 분류하면 **약 3.8조 원**이다. 이는 동사가 미용 독신 업계에서 점유율을 1%만 차지하더라도 300억 이상의 매출 실적을 달성할 수 있다는 의미이며, **동사의 전년도 전체 매출 3,197억 원의 약 10%에 해당하는 규모**다.

동사는 올해 2월 FDA 승인을 받고 기술의 안전성을 입증받았으나, '22년 메디톡스가 동사에 대해 제기한 ITC 소송이 미결로 남아있어 미국 진출에 대한 불확실성이 우려되어 왔다. 그러나 올해 6월 예비 심결과 10월 최종 판결 모두에서 승소하였고, 3분기 미국 向 추정 매출 114억으로, 미국 진출에 따른 매출 상승을 가시화하였다. 비록 미국 전체 독신 시장의 2%에 미치지 못하는 규모이지만 진출 극 초입의 인벤토리 빌딩 차원의 수출인 점, 미국 독신 시장의 규모 및 수익성을 감안하면 큰 의미가 있는 한 걸음을 내딛었다고 볼 수 있다.

그림 18. 북미 미용 독신 시장 규모 전망 (단위: million USD)



자료: Cameleon pharma consulting group, KUVIC 리서치 3팀

그림 19. 휴젤 미국 수출용 독신 Letybo



자료: KUVIC 리서치 3팀

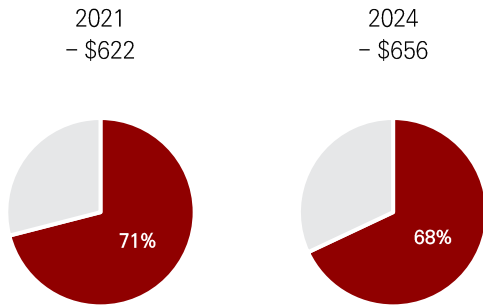
미국 독신 시장의 수익성은 판매 단가에서도 우위를 보인다. 국내 보톡스 평균 단가는 100 unit 당 \$65-\$80 정도이나, **미국 보톡스 평균 단가는 \$600 (한화 838,920원)가량으로 국내 대비 약 10배 비싸다.** 직판 시 최대 10배, 파트너사를 통해 유통하더라도 서너 배 정도 높은 ASP에 출시되기 때문에 수익성이 매우 높다. 동사의 독신 제품 또한 파트너사를 통해 유통되어 국내 대비 3-4배 높은 판가로 미국에 진출한다. 동사의 수출 단가는 경쟁사 Abbvie의 botox 제품 판가의 약 70-80%가량으로 책정될 것으로 예상된다. Botox 제품에 비해 판가를 낮추는 까닭은 미국 독신 시장의 **가격 민감도가 Abbvie가 단행한 세 차례의 판가 인상 이후 높아졌기 때문이다.**

Abbvie는 2022년 \$622에서 2024년 1분기 \$656까지 판가를 인상하였고 의료계 및 기술 업체들이 이에 거센 항의를 일으키며 Abbvie 제품으로부터 이탈한 바 있다. 이때 이탈한 소비자들을 공격적인 가격 프로모션으로 흡수한 것이 바로 대응제약 - 에볼루스의 Jeuveau다. Jeuveau의 진출 당시 판가는 \$610였으나 큰 폭의 가격 할인 프로모션을 제공하며 진출 첫해에만 4%의 점유율을 확보했다.

전략적 가격 프로모션과 마케팅으로 빠르게 확대될 미국내 매출 볼륨

현재 Jeuveau의 미국 시장 내 점유율은 13%로, Abbvie에서 이탈한 소비자와 신규 시장이 형성된 만큼 파이를 확대한 것으로 보인다. 동사 또한 Jeuveau와 마찬가지로 중저가 라인을 타겟팅하며 비교적 저렴한 가격으로 미국 시장을 노린다. 동사는 신규 진입 업체로서 신속히 인지도를 확보하고 점유율을 늘리기 위해 Jeuveau의 출시 당시 판가보다 약 20% 저렴하고 현재 진행 중인 프로모션의 할인율이 적용된 판가와 비슷한 가격대로 수출될 것으로 예상된다. 따라서 동사는 미국 특신 시장의 외형적 성장에 맞춰, 업계 1위 기업의 연이은 가격 인상으로 이탈한 소비자를 대상으로 전략적 가격 프로모션을 펼쳐 미국 내 매출 볼륨을 빠르게 확대해 나갈 것으로 예상된다.

그림 20. Abbvie 가격 인상 - 점유율 추이



자료: Abbvie, KUVIC 리서치 3팀

그림 21. 미국 특신 업체 segment 분류

Premium		Mid-range	
Botox (Abbvie)		Xeomin (Merz)	
Daxxify (Revance)		Jeuveau (대웅제약)	
Dysport (Ipsen)		Letybo (휴젤)	

자료: 각 사, KUVIC 리서치 3팀

### 3.2. 유럽, 중국까지 삼위일체

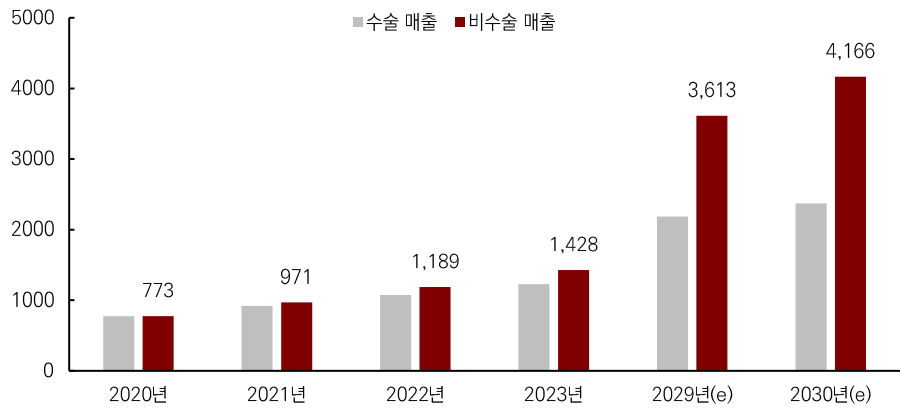
#### 3.2.1. 중국 시장

중국은 경제 성장 및 소비 고도화에 따라 의료미용 산업이 빠르게 발전했으며 세계 2위 시장으로 성장했다. 2016~2020년 중국 의료미용 시장 규모는 776억 위안에서 1,549억 위안으로 증가하며 연평균복합성장률(CAGR) 18.9%에 달할 정도로 높은 성장성을 보였으며, 2030년에는 CAGR이 15.5%로 성장하며 6535억 위안에 달할 것으로 예상된다.

동사는 세계 2위 보톡스 시장인 중국에 2020년 중국 정부의 허가를 받으면서 진출하게 되었다. 출시 1년만인 2021년에 M/S 10%를 차지하면서 높은 성장세를 기대하였지만, 이러한 기대감은 꺾이게 되었다. 그 이유는 사환제약의 2023년 매출액에 비하여 휴젤의 매출이 전년 대비 크게 감소하였기 때문이다. 이는 중국이 락다운 기간을 거치면서 미리 선적해둔 물량을 소비하지 못하는 여파가 2023년에 나타났기 때문이다. 하지만, 이러한 분위기가 반전되고 있는 것을 확인할 수 있다. 현재 2024년 3Q 기준으로 이미 2023년 수출입데이터보다 높은 금액이 확인되었으며 2024년 3Q 컨퍼런스콜에서 동사는 “4Q에 감소할 북미향 매출을 중국향으로 커버할 수 있다”라고 언급하는 등 향후 지속가능한 성장을 보여줄 수 있을 것으로 기대한다.

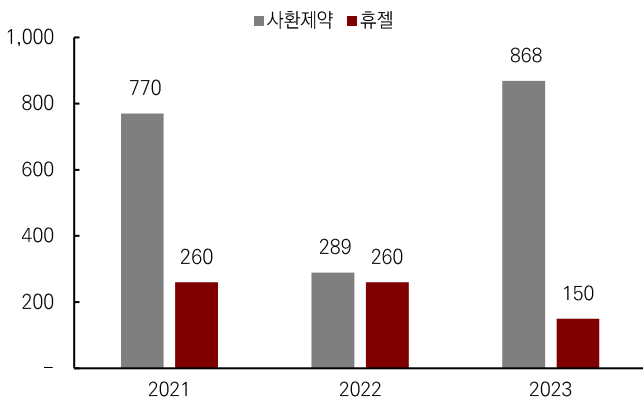
중국 시장 분위기 반전으로 수출입 데이터 이상으로 성장하는 동사의 중국내 매출

그림 22. 중국 의료미용 시장 규모 추이(단위: 억 위안)



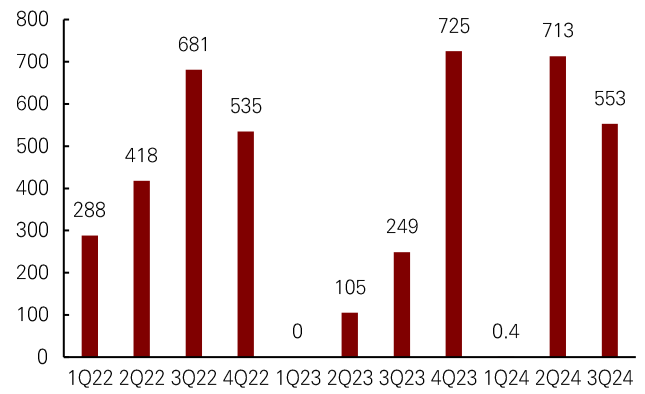
자료: 후이보, KUVIC 리서치 3팀

그림 23. 사환제약 미용, 휴젤 중국 특신 추정 매출(단위: 억 원)



자료: 각 사, KUVIC 리서치 3팀

그림 24. 중국향 특신 수출입 데이터 추이(단위: 만 달러)



자료: TRASS, KUVIC 리서치 3팀

### 3.2.2. 유럽 시장

#### 국내 특신 업체 중 유일하게 유럽 빅5에 진출한 휴젤

동사는 유럽 시장에서 22년 1월 HMA로부터 품목 허가를 받았으며 이후 프랑스를 시작으로 영국, 독일, 이탈리아 등 유럽 주요 국가에서 연달아 정식 품목 허가를 받았다. 유럽 보톡스 시장은 영국, 독일, 이탈리아, 프랑스 스페인 등 주요 5개국이 유럽 시장의 70%를 차지한다는 특징이 있다. 이에 해당 국가들의 진출 여부가 중요한데, 휴젤은 국내 기업 최초로 빅5 5개국에 모두 진출해 있는 회사로 알려져 있다.

유럽 보툴리눔 특신 시장은 미국 애브비(Abbvie), 프랑스 입센(Ipsen), 독일 멀츠(Merz Pharma) 등 3개사가 시장을 과점하고 있기 때문에 타국가와 같이 휴젤은 레티보의 효과, 가격경쟁력, 국가별 맞춤 마케팅으로 신속하게 현지 시장에 진입한다는 전략을 취하고 있지만 2022년 진출 이후로 2023년의 매출 성장세가 더딘 것으로 보일 수 있다. 이는, 2023년 현지 파트너사인 크로마와 유럽 사업을 재정비하면서 3Q에 선적이 없었기 때문이다. 이후 크로마로부터 품목 허가 획득한 50유닛 특신 외 나머지 제품에 대한 운영권리를 재확보하는 작업을 전개하면서 2024년에는 유럽 시장 보톡스 성장률인 10%를 초과할 것으로 보인다.

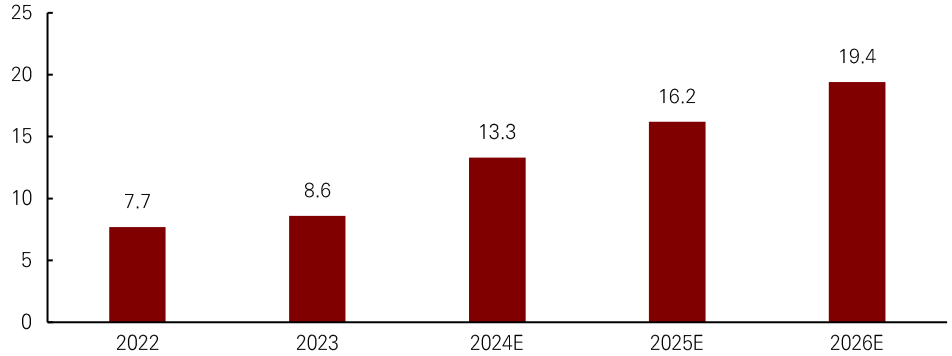


표 8. 국내 유럽 진출 특신 기업 2사 유럽 허가국 비교

기업	국가							
HUGEL	독일	스페인	영국	이탈리아	프랑스	폴란드	...	38개국 (빅5)
대웅제약	독일	스페인	영국	이탈리아	오스트리아			5개국 (빅4)

자료: 각 사, KUVIC 리서치 3팀

그림 25. 유럽向 특신 추정 매출



자료: 휴젤, KUVIC 리서치 3팀

### 3.3. 필러가 잘 받쳐 주잖아

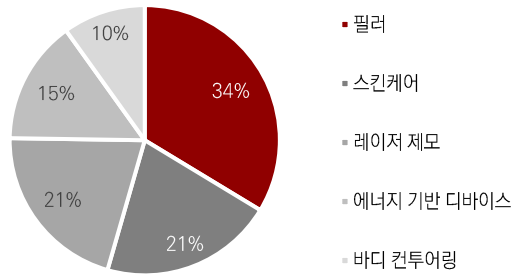
시장 성장과 특신과의 번들링 효과를 바탕으로 하방 지지대가 되어 줄 필러

필러 부문은 동사의 든든한 하방 지지대와 같다. 최근 5개년 동안 동사의 필러 매출은 꾸준히 늘어나 25년 매출액은 1,556억 원까지 증가할 것으로 예상된다. **동사 필러 부문의 점진적 상승세는 1) 시장 규모가 커지고 있다는 점, 2) 번들링 효과를 동사가 가장 주요하게 누릴 수 있다는 점, 3) 소비자의 니즈에 맞는 적절한 라인업 구성을 가져가고 있다는 점에서 기인한다.**

비수술적 미용의료 방법에 대한 선호 증가, 미용의료에 대한 인식과 접근성 확대로 글로벌 필러 시장 규모는 점차 커지고 있다. 24년도 예상 규모는 69억 달러에 달하며 30년에는 113억 달러까지 증가할 것으로 예상된다. 현재 동사가 전 세계 약 70여 개국에 진출해 있는 만큼, 시장 규모의 증가가 동사의 필러 부문 매출에 긍정적으로 작용할 것이다.

필러는 미용의료 기술에서 특신과 단짝과도 같은 관계로, 특신 사용자가 특신과 함께 받든 또 다른 기술이 필러이다. 특신이 주름을 억제하는 동안 필러가 볼륨을 채워주어 더 균형 잡힌 라인을 만들어주는 것이다. 이러한 이유로 다수의 사용자가 특신과 필러를 병용한다. 그렇기에 제품을 공급하는 기업 입장에서, 제품을 공급받는 병원 입장에서 특신과 필러 두 제품을 모두 취급하여 매출 증대를 노린다. 국내 필러 시장의 경우 동사를 포함한 ‘Galderma’, ‘AbbVie’, ‘메디톡스’, ‘엘지화학’ 상위 5개사가 전체 시장의 약 60% 이상을 점유하는 과점시장으로 추정되는데, 엘지화학을 제외한 기업들이 특신과 함께 필러 제품을 제공하고 있다. 특신에 비해 필러는 시장 진입 장벽이 낮기에, 현재 국내에는 40여개가 넘는 어가는 필러 제품들이 출시되어 치열한 경쟁 관계 속에 놓여 있다. 그럼에도 동사가 국내 필러 시장에서 근 4년간 15%라는 견조한 수치를 유지하고 있는데, 이는 **국내 특신 시장 점유율 1위라는 점을 바탕으로 특신이 필러의 매출을 견인하는 ‘번들링 효과’가 일어나고 있다는 점을 시사한다.**

그림 26. 독신 사용자가 함께하는 미용의료

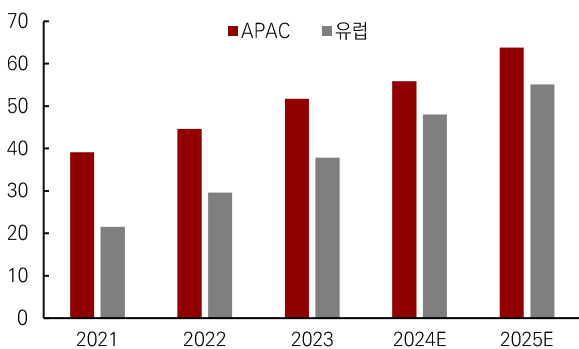


자료: 에볼루스, KUVIC 리서치 3팀

현재 유럽 시장에 진출한 국내 독신 기업으로 동사, 대웅제약 그리고 메디톡스가 있다. 동사는 독신과 필러 모두를 유럽에 수출하고 있으나, 대웅제약의 경우 파트너사 에볼루스가 이제 갓 유럽에서 인증을 받았을 뿐, 아직 판매는 하지 않고 있다. 메디톡스의 경우 독신은 유럽 인증을 받지 못하였고, 필러만 허가받은 상태이다. **중국에선 동사가 국내 기업 중 유일하게 진출한 독신 기업이다.** 즉, 유럽과 중국 시장에서 모두 동사가 ‘번들링 효과’를 가장 주요하게 누릴 수 있을 것이라 기대된다. 이를 뒷받침하듯 필러의 유럽과 APAC 지역 매출액은 꾸준히 상승 중이다. 일본과 호주 그리고 동남아 지역 등 다국가로 이어지는 필러 매출이 좋은 성장세를 유지하고 있는 것도 한몫한다.

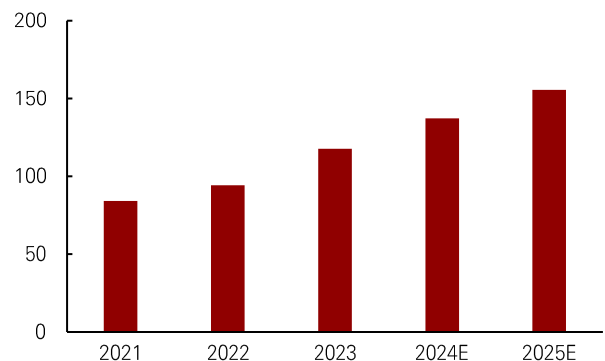
동사의 필러 제품 ‘더채움’ 브랜드는 제품군 다양화를 통해 소비자들의 세분화된 니즈를 충족시켜준다. 동사의 제품에는 국소 마취제인 ‘리도카인’ 성분이 함유된 프리미엄 버전과, 함유되지 않은 퓨어 버전을 각각 출시하였고, 필러 점탄성에 따라 1에서 4단계까지 분류하였다. 높은 점탄성을 가질수록 볼륨을 좀 더 더해주는 효과가 있기에 어떠한 시술 결과를 원하는가에 따라 다양한 단계의 필러 선택이 가능하다. 일반적인 필러는 그 원료인 히알루론산을 고농도로 높은 정도의 결합을 통해 피부에 볼륨을 주게 한다. 반대로 흔히 말하는 ‘물광주사’는 원료인 히알루론산을 저농도로 낮은 정도로 결합하게 해 피부에 쉽게 스며들게 한다. 필러가 몸에 흡수되어 없어지지 않는다는 논란이 있는데, 안정성에 대한 의구심을 갖는 소비자들을 타겟으로 하는 ‘바이리즌’ 필러 또한 출시하여 필러에 대한 진입장벽을 낮추고 있다. ‘바이리즌’ 필러는 히알루론산의 농도와 결합을 중간 정도로 맞추어 수분충전과 볼륨마이징을 함께 노리는데, 이는 일반적인 필러의 가벼운 버전이다. 필러에 대한 진입장벽을 낮추고 선택지를 넓히는 동사의 전략이 잠재 고객들을 효과적으로 유치하고 있다.

그림 27. 지역별 필러 매출 추이 (단위 : 십 억원)



자료: 휴젤, KUVIC 리서치 3팀

그림 28. 필러 매출액 추이 (단위 : 십 억원)



자료: 휴젤, KUVIC 리서치 3팀

## IV. 투자 Risk

### 4.1. 메디톡스-휴젤 ITC 항소

ITC 소송과 관련해 예비심결과 최종심결에서 모두 승소한 휴젤

'23년 3월 메디톡스는 휴젤을 상대로 제조공정을 포함한 균주 출처 및 도용 등으로 미국 국제무역위원회(ITC)에 제소한 바 있다. 휴젤이 미국에 수출하고자 하는 제품이 메디톡스 측의 제품을 도용한 것이기에 수입 금지 명령을 내려야 한다는 것이다. 하지만, '23년도 하반기부터 법정 싸움을 촉발한 핵심 쟁점인 균주 관련 영업 비밀에 이어 공정까지 메디톡스 측의 요청으로 소송에서 다루이지 않게 되었다. 이에 남은 쟁점은 인력 유출을 비롯한 '제조공정' 외 영업비밀 등에 그쳤고, 결국 '24년 6월 ITC는 '휴젤의 위반 사실 없음'의 예비 심결(Initial Determination)을 판결, 지난 10월 같은 내용으로 휴젤의 승소를 최종 판결했다.

메디톡스는 ITC의 위 결정에 강력히 반발하며, 대응 방안을 검토하겠다는 입장을 내세웠고, 이에 ITC 항소 혹은 민형사 소송 제기가 가능한 상황이다. ITC 항소가 진행된다면, 과정에서 동사 미국 向 특신 수출에 제동이 걸릴 수 있으며, 추가적인 법무비 등이 지출될 것으로 예상된다. 혹여나 패소로 이어지는 상황에서는 미국 진출 철회와 기타 여러 권역에서도 판매 금지 처분이 발생할 수 있다.

표 9. 시기별 ITC 소송 내용

시기	소송 내용
'17년 10월	# 메디톡스 → 대응제약: 국내 민사 균주 도난 소송 여전히 2심 진행 중 소송 과정에 진행된 ITC 판결이 영향을 미치면 메디톡스 일부 승소
'19년 1월	# 메디톡스 → 대응제약: ITC 균주 소송 메디톡스와 앨러간, 대응제약과 에볼루스가 같은 입장 '20년 도용 인정, 수입금지 명령 '21년 3자 합의로 메디톡스가 2년간 합의금, 10년간 lsd% 로열티 수취
'20년 10월	# 메디톡스 → 식약처: 품목 허가 취소 잠정 제조 중지 및 판매 정지에 대한 항소 메디톡스 승소
'22년 3월	# 메디톡스 → 휴젤: ITC 균주 소송 소송전문법인이 비용 부담해주다가 3Q23부터 메디톡스가 전면 부담 (약 분기 100억) '24년 도용 혐의 입증 안되며 휴젤 승소

자료: 언론 종합, KUVIC 리서치 3팀

다만, 메디톡스의 항소 가능성은 낮다고 판단된다. 메디톡스는 '17년도부터 대응제약과의 국내 민사 소송을 시작으로 약 4건의 소송을 지속해 왔으며, 그 과정에서 막대한 수준의 비용과 식약처 허가 취소, 잠정 제조 중지 및 판매 정지 등의 본업에의 악영향까지 미쳤었던 바 있다. 이는 수년간의 영업 정상화 지연, 심각한 영업 계획 차질 등으로 이어졌다. 추가로, 메디톡스는 '24년 2월 MT10109L의 FDA 허가신청 심사에서 '서류 미비'를 이유로 '허가 심사 거절'을 또한 경험하였다. 이는 이례적인 실수에서 기인한 심사 거절로, 메디톡스의 사내 행적 인력 여력이 마땅치 않다는 것을 짐작할 수 있다. 해당 상황에서 다시금 본업 관련 계획들과 비용 관리를 희생하며 ITC 항소를 진행할 확률은 낮을 것으로 보인다.

## V. Valuation

### 5.1. 매출 추정 논리

동사의 매출은 크게 사업 부문 별로 특신, 필러, 화장품 및 기타로 나뉘며, 성장성과 규모를 고려해 특신은 북남미, 중국, 유럽, APAC, 국내로, 필러는 APAC, 북남미, 유럽, 국내로 지역별로 나누어서 추정하였다.

#### 5.1.1. 미국 특신 매출

표 10. 북남미向 매출

(단위: 십억 원)	2021	2022	2023	2024E	2025E			2026E		
case					Bear	Base	Bull	Bear	Base	Bull
Total	11	20.8	25.2	31.2	723	648	847	1,259	1,101	1,636
YoY(%)				24.0%	131.3%	107.3%	170.9%	74.2%	69.9%	93.3%
북남미	11	20.8	25.2	19.8	251	251	251	316	316	316
미국				11.4	472	397	596	943	784	1,320

자료: KUVIC 리서치 3팀

'24년 7월과 9월에 미국향 초도 물량 선적이 완료되며, 해당 매출은 3분기에 인식되었다. 올해에는 더 이상의 미국향 선적이 없을 예정이므로, 3분기의 초도 물량을 바탕으로 '24년 매출을 추정했다. 미국 向 특신 매출은 휴젤-휴젤 아메리카-미국 유통사 베네브를 거쳐 인식되기 때문에, 수출입 데이터와 매출 인식 간에 괴리가 존재한다. 이에, 과거 북남미 수출입 데이터와 매출 인식 간의 차이를 바탕으로, 미국 向 매출을 추정했다.

'25년과 '26년 매출은 유통사 베네브(Benev)의 매출을 기준으로 추정했다. 동사의 특신은 Abbvie의 'BOTOX'에 비해 20-30% 할인된 가격으로 미국에 출시될 예정이며, 보수적인 추정을 위해 평균치인 25% 할인율을 적용해 Abbvie의 평가 대비 75% 수준에서 수출된다고 가정했다. 이때, 동사는 미국 시장에 중저가 전략으로 진입할 예정이다. 이에 따라 동사의 주요 경쟁 제품은 가격 전략을 사용하는 Evolus의 'Jeuveau'라고 볼 수 있다. 평가가 점유율에 미치는 영향을 평가하기 위해 Abbvie가 평가를 인상했을 때의 점유율 변화를 PED로 계산하고, 이를 Jeuveau의 추정 평가와 비교하여 점유율을 할인했다. Bull case에서는 동사의 목표치인 3년 후 점유율 10%를 달성한다고 가정했다. Base case에서는 2027년에 Jeuveau 진출 4년 차의 점유율을 차지할 것으로 가정하고, 앞서 언급한 할인율을 적용하여 연도별로 일정한 성장률을 반영했다. Bear case에서는 점유율 확대가 지연되어 2027년에 Jeuveau 진출 3년 차의 점유율에 할인을 준 뒤, 연도별로 일정한 성장률을 반영하여 추정했다. 위를 종합한 동사의 북남미 특신 매출액 추정치는 25E 648억 (YoY +107.3%), 26E 1,101억 (YoY +69.9%)이다

표 11. 미국 유통사 Benev 매출 추정

(단위: 백만 달러)	2025E			2026E		
Case	Bear	Base	Bull	Bear	Base	Bull
Benev	87	97	110	175	210	244

자료: KUVIC 리서치 3팀

### 5.1.2. APAC

아시아 태평양에서 중국의 경우 사환제약을 파트너사로 채택하여 제품을 판매하고 있으며 매출을 인식하고 있다. Q 계산을 위하여 락다운 기간에 감소된 중국 보톡스 시술 건수에 연평균 18% 성장률을 곱해주어 중국 전체 시술건수를 구하였으며, 과거 휴젤의 보톡스 점유율에서 0.5%씩 성장한다는 가정을 통하여 계산을 하였다. P는 사환제약 및 휴젤이 인식한 매출액에 시술 건수를 나누어 역산하였으며, 이를 통하여 매출을 추정하였다.

중국을 제외한 아시아 태평양 지역에서 주요 나라는 일본과 태국, 호주 등의 주요 국가가 있으며 다만 해당 국가 특산 매출 Breakdown이 제공되지 않아, 수출입 데이터를 통한 동사 내 매출 비중 추정으로 매출추정 진행하였다. 일본 특산 시장은 약 6천억 규모로, 한국 대비 3배 수준이며 시장 성장률 6.5%에서 최근 일본 내 대형 체인 클리닉 입점하며 '20~'24까지 매년 2배 이상의 성장 일궈냈다. 중국 제외 APAC 특산 시장 성장률은 약 6.2%로 주요 진출국인 태국과 대만에서 50% 수준의 시장 MS를, 호주에서는 직진출 초기 상황으로 높은 성장률 보이고 있다. 이에 8%의 성장률을 가정하여 매출을 추정하였다.

### 5.1.3. 유럽

유럽의 경우 2025 약 6천억 수준이며 25년 이후 성장률은 10%로 추정된다. 매출을 추정하는 과정에서 공급가와 유럽 판매가액의 몇%인지 알 수 없기에 유럽 보톡스 M/S에 점유율을 통하여 계산을 하였으며, 현지 판매액 대비 휴젤의 매출액 인식비율은 미국의 공급가액 비율로 가져와 계산을 하였다. 22년의 점유율은 처음 진입하는 해이기에 참고하기에 정확도가 낮다고 판단, 이후 연도의 성장세로 점유율 추이를 추정하였다. 23년 추정점유율과 24년에는 3Q까지의 실적량을 토대로 비교 계산한 결과 시장 성장세를 오버 퍼포밍하고 있다는 것을 확인하였으며 이에 약 0.6%의 점유율을 확대를 가정하여 매출을 추정하였다.

### 5.1.3. 필러 매출 및 화장품

필러는 내수, APAC, 유럽, 북남미 순으로 매출 규모가 크며, 동사 매출 성장성으로는 유럽을 눈여겨볼 만하다. 동사는 새로운 임원진 부임 후 유럽 시장 내 B2C와 B2B 마케팅 모두에 집중하였고, 유통사가 필러 사업 이력이 있어 네트워킹 상황 또한 우호적이었다. 이에 시장성장률 msd%와 ms 확장 논리를 사용하여 25E 약 20%, 26E 약 18% 성장을 추정하였다. 이외 내수, APAC 지역은 안정적인 시장 경쟁 상황과 견고한 동사 지위를 고려하여 시장성장률 기반 추정을 진행하였다. 위를 종합한 동사 필러 매출액 추정치는 25E 1,604억 (YoY +19%), 26E 1,826억 (YoY +14%)이다.

화장품은 동사 매출 비중 10% 이하로 본 팀이 주안점으로 설정하지 않았으나, 경영진 교체 이후 가장 크게 상황이 바뀌어 최근 4개년 CAGR 34%의 성장을 일궈낸 바가 있다. 발간 시점 바로 직전에 발표된 3Q23P 실적에서도 YoY +36%를 기록하였기에, 25E와 26E에 각각 25%, 20% 성장률을 제시하였다.

## 5.2. 비용 추정 논리

본 리서치 팀은 동사의 비용을 추정하기 위하여 사업보고서를 참고하였다. 금액의 중요성을 고려하여 원재료의 사용, 종업원급여, 지급수수료 등에 주목하여 비용을 추정하였다.

**종업원 급여**는 비용에서 가장 많이 차지하는 항목이다. '21년부터 '23년까지 매출액 대비 인건비가 차지하는 비중은 18.8%, 18.4%, 19.4%를 차지하였다. 인건비의 경우 직원 수와 연도별로 물가가 상승함에 따라 명목임금상승률을 적용하여 계산하였다. '23년의 직원

수가 '22년 대비 비교적 크게 증가하였으나 '24년의 경우 '24년 3Q의 직원 수를 고려한 결과 전년과 달리 이전연도와 비슷한 추이로 증가하는 것을 확인하였으며 이를 반영하였다. 또한 공장 증설 이후에는 비교적 안정화된다는 것을 가정하여 '25년과 '26년도에 종업원 급여 비용을 추정하였다.

**지급수수료**의 경우 다양한 요소들이 포함되어 있는 것으로 알고 있지만, 소송비용이 포함되어 있는 것으로 알려져 있다. '21년부터 '23년의 판매관리비의 지급수수료율을 살펴보면 9.49%, 13.93%, 13.04%를 차지한다. 이러한 소송비용은 메디톡스가 지난 '22년 미국 국제무역위원회(ITC)에 휴젤을 제소하면서 시작되었으며 이러한 비용이 지급수수료에 바로 반영되었다. 이에 소송 이전의 지급수수료율을 고려한 결과 약 120억 원의 소송비용이 발생한 것으로 판단하였고 '24년 ITC의 최종 결과가 확정되면서 '25년 이후에는 발생하지 않을 것이라는 판단 아래 지급수수료를 추정하였다.

### 5.3. Valuation Method

동사는 하기의 이유로 PEER p/e Valuation이 아닌, Historical PER Valuation을 진행하였다. 동사의 글로벌 PEER는 비상장사와 애플루스와 궤를 같이하는 대응제약을 제외하면 하기 표에 기재된 바와 같다. 다만 각각 일련의 이유로 인해 PEER p/e를 진행하기엔 적합하지 않다고 판단하였다.

표 12. PEER 그룹 고려 대상 기업

상장 시장	사명	시가총액	특신 비중	특신 매출액	OPM	EPS Growth	EPS Growth	PER
시기			25F	25F	25F	25F	26F	25F
KOSDAQ	휴젤	37,310	56.2%	2,694	48.9%	44.0%	34.7%	20.1
KOSDAQ	메디톡스	11,760	57.0%	2,030	27.5%	61.6%	39.8%	17.4
NYSE	AbbVie Inc.	4,931,630	9.5%	69,000	25.8%	10.7%	11.9%	16.8
Euronext	Ipsen Pharma	131,400	12.6%	6,600	25.5%	9.1%	7.7%	11.2
NASDAQ	Evolus Inc.	12,080	90.0%	3,650	4.5%	적자	흑전	N/A
NASDAQ	Revance Thera.	5,400	80.0%	13,000	적자	적자	흑전	N/A

자료 : KUVIC 리서치 3팀

- 메디톡스:** 비용 구조와 진출 시장 차이로 인한 **마진율 차이가 거의 2배에** 달하며, 미국과 중국 등 주요 시장에 진출할 가능성이 현저히 낮다는 점에서 PEER로 선정하기 적합하지 않음
- Abbvie Inc.:** 종합 미용 관련 초대형 기업으로, 특신 매출 비중이 10%이고 이로 인한 마진율 차이가 상당함. 또한 특신 시장 압도적 1 위인 만큼, 시가총액과 특신 매출액에서 큰 규모 차이를 보임. 이는 마진율, EPS 성장률 등에서도 볼 수 있듯이, 휴젤과 애브비사는 각각 성장기와 성숙기의 다른 기업 성장 구간에 있음을 알 수 있음. 따라서 PEER에 적합하지 않음
- Ipsen Pharma:** Abbvie社와 유사한 이유에서 적합하지 않다고 판단
- Evolus Inc. & Revance Thera.:** 적자 기업으로 PER 밸류에이션 불가능

따라서 12m forward EPS와 컨센서스를 활용한 Historical p/e Band를 활용, Historical p/e Valuation을 진행하기로 하였다. 동사는 적자 전환 등의 급격한 EPS 변동이 없었기에 높은 신뢰도를 보인다고 할 수 있다.

### 1. 휴젤 PER Historical High: 42.4x

동사는 '20.04~'21.07 기간에 p/e 33.5~42.4x를 기록한 바 있다. 동기간에 동사는 '레티보'의 중국 품목 허가 승인으로 글로벌 특신 시장 규모 3위의 중국 시장으로의 진출 기대감이 작용했었다. 동시에 메디톡스 식약처 품목 허가 취소로 인해 동사의 내수 ms 상승 또한 기대되었다. 이는 동사의 유럽과 미국 向 승인 허가까지 바라볼 수 있게 하였다.

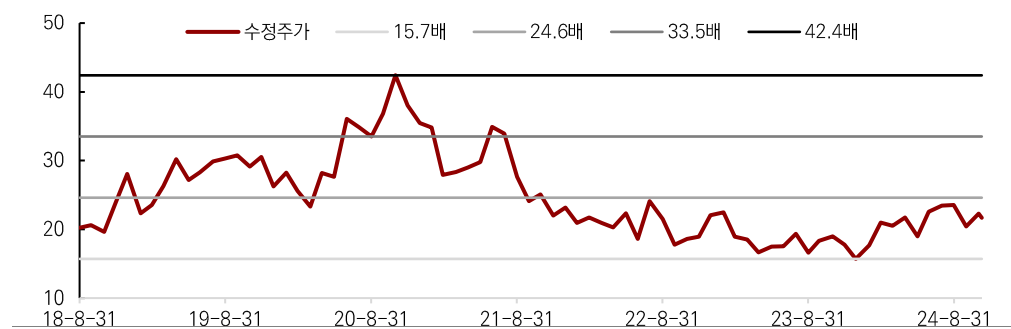
### 2. 국내 메디톡스 發 소송 전쟁, 섹터 센터 하락

이후 '21.08~23.12 기간 동안 PER 15.7~24.6x의 시장 외면의 시기를 지나왔다. 메디톡스의 연이은 국내 특신사들에 대한 소송 제기로 섹터 전체 업황과 비용구조 문제가 더해져, 국내 특신 업체들 전반에 대한 불신이 자리 잡는 시기였다. 법률 이슈가 중대한 사안인 특신 업계에서는 이로 인한 기승인 국가 허가 취소, 승인 대기국 승인 실패 등의 우려가 작용하며, 동사의 미국과 유럽 진출에 대한 회의적인 시선이 작용한 결과였다.

### 3. 송사 모두 마무리, 미국 승인 완료와 함께 정상화 中

올해 메디톡스와 동사 간의 ITC 예비 판결과 더불어 기타 소송들 또한 모두 종식되어가며, 현재 이전의 모든 기대 요인 성사와 더불어 우려는 모두 불식되었다. 동사는 이제 **미·중·유럽의 특신 3대 시장 모두 기진출, 소송 승소로, 역사상 가장 큰 성장 국면**에 서 있다.

그림 29. 휴젤 12m forward p/e Band



자료: 휴젤, KUVIC 리서치 3팀

### 4. Target Historical PER

따라서 유럽 및 미국 진출 기대감이 온전히 우려 없이 반영되었던 21년 7월 부근의 p/e 32배를 적용하고자 한다. 동사의 미국 특신 시장 진출은 대웅&애블루스의 진출 이후 ms 10% 확보로 선례가 확인되었으며, 동사는 **제품력과 영업력 측면에서 확실한 상대 우위**가 있기에 가시성과 확률 측면에서 이전 시기 대비 우월하다고 할 수 있다. 또한 필러와 화장품 등의 사업부들도 CAGR 각각 15%, 35%의 높은 성장 기록 中으로, **이전 대비 마진율, EPS 성장률의 두 측면에서 큰 할증 요인**까지 있다고 할 수 있다.

표 13. Valuation – Historical p/e Method (2025E)

2025E 당기순이익 (단위: 천 원)	173,880,241
유통주식수	12,604,033
2025E EPS (단위: 원)	13,796
현재주가	281,000
PER	20.4X
Target Multiple	32.1X
목표주가	443,520
상승여력	57.8%

자료: KUVIC 리서치팀 3팀

### 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.