

**KUVIC 리서치 1팀**

**남성대** tjdeo7400@korea.ac.kr

**박현준** tkrhk892@korea.ac.kr

**송종원** sjw876876@korea.ac.kr

**신지원** tswl1997@korea.ac.kr

**이성규** topu0414@korea.ac.kr

► Overview

투자의견	<b>BUY</b>	
목표주가	31,500원	131%
현재주가	13,630원	
시가총액	1,672억원	
발행주식수	12,116,064주	
유동비율	69.75%	
외국인지분율	1.84%	
52주 최저/최고	16,510원/9,010원	

► One-year Performance

	1M	6M	12M
한스바이오메드(%)	+13%	-33%	-31%
vs KOSDAQ (%pts)	8.3%	-11%	1.3%

► Stock Price



# 한스바이오메드 (042520.KOSDAQ)

## 보여줄게 완전히 달라진 나

- 24F 매출액 1,182억원, 영업이익 131억원
- 25F 매출액 1,541억원, 영업이익 276억원
- 민트실 시장확대, 중국 VBP 수혜, 유방암 재건 수술 증가, 벨라젤 재출시
- 투자의견 **BUY**, 목표주가 **31,500원** 제시

## Key takeaways

### 민트실, 미국에서 보여준 저력을 세계로!

벨라젤의 공백은 민트실의 고성장으로 채웠다. 22년 기준 동사의 매출 중 47%를 민트실이 차지했다. 21-22년 YoY 45% 성장에 달한다. 매출 증가는 미국 법인이 주도했다. 특히 KOL(Key Opinion Leader) 의사들을 많이 키워낸 것이 주요했다고 판단한다. 또한 23년 4Q부터 중국, 태국, 멕시코, 콜롬비아에 민트실 주요 제품들이 출시될 예정이다. 미국 시장에서 증명된 제품이기에 해당 지역에서도 비슷한 추세의 매출이 발생할 가능성이 높다고 판단한다. 매출 기준 2024F 714억원, 2025F 945억원이 민트실 부문에서 발생할 것으로 예상된다.

### VBP를 수혜로 압도적 Q성장 예정 골이식재!, 구조적 성장의 피부이식재!

중국 VBP 시장 오픈을 통해 골이식재 시장의 확대가 예상된다. 또한 국내 유방암 환자 대상 유방재건술 급여 도입으로 피부이식재에 대한 수요가 증가하고 있다. 1) 국내 유방암 환자의 증가 추세, 2) 유방재건술 증가 추세, 3) 수술법 트렌드 변화(subpectoral > prepectoral)로 피부이식재 시장의 폭발적인 확대가 예상된다. 인체조직 부문에서 2024F 매출 439억원, 2025F 매출 503억원이 발생할 것으로 예상된다.

### 과거 국내 시장 점유율 44%의 영광! 벨라젤이 돌아온다!

동사는 2024년 상반기 벨라젤을 재출시할 예정이다. 안전성 검사와 리브랜딩으로 소비자의 우려를 불식시키고, 벨라젤 협업 병원 의사들과의 인터뷰를 통해 벨라젤 사용 의사를 확인했다. 벨라젤의 초기 시장 침투율을 바탕으로 추정한 매출은 2024F 매출 53억원, 2025F 매출 107억원이 벨라젤에서 발생할 것으로 예측한다.

## Company financials

(단위: 억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	591	745	907	1,182	1,541
YoY	-26.2%	26.0%	21.8%	30.4%	30.4%
영업이익	-198	13	36	131	276
OPM	-33.5%	1.7%	4.0%	11.1%	17.9%
당기순이익	-221	49	-12	73	20
EPS(원)	-	624	-	539	1,458
NPM	-	6.6%	-	6.2%	12.8%
PER(배)	-	17.0	-	21.6	21.6

출처: KUVIC 리서치 1팀

# REPORT

## CONTENTS

---

<b>I</b>	<b>사업부문 설명</b>	<b>3p</b>
	<ul style="list-style-type: none"><li>1. 민트실<ul style="list-style-type: none"><li>(1) 리프팅의 새로운 트렌드! 실리프팅 시장</li><li>(2) 모든 주름과 처짐을 당겨주는 민트실(Mint Lift)</li></ul></li><li>2. 골이식재<ul style="list-style-type: none"><li>(1) 모든 뼈 수술에는 골이식재가 존재한다!</li><li>(2) 뼈의 구성과 골이식재의 원리</li><li>(3) 제품소개</li></ul></li><li>3. 피부이식재<ul style="list-style-type: none"><li>(1) 피부이식재는 구조적으로 성장할 수밖에 없어요</li><li>(2) 벨라셀 HD는 팔릴 수밖에 없어요</li></ul></li><li>4. 가슴보형물<ul style="list-style-type: none"><li>- 유방 보형물 시장 분석: 벨라젤의 찬란했던 과거</li></ul></li></ul>	
<b>II</b>	<b>투자포인트 및 리스크</b>	<b>8p</b>
	<ul style="list-style-type: none"><li>1. 민트실 투자포인트</li><li>2. 중국 VBP 시행</li><li>3. 가슴보형물 투자포인트 및 리스크</li></ul>	
<b>III</b>	<b>매출추정 및 비용추정</b>	<b>14p</b>
<b>IV</b>	<b>밸류에이션</b>	<b>22p</b>

# Part I. 사업부문 설명

## 1. 민트실

### (1) 리프팅의 새로운 트렌드! 실리프팅 시장

동사의 주력 제품 중 하나인 민트실에 대해서 이해하기 위해서는 먼저 실리프팅에 대해서 이해할 필요가 있다. 실리프팅은 노화에 의하여 탄력과 볼륨을 잃고 중력에 의하여 처진 조직을 원래의 위치로 이동하여 비침습적(비수술)인 방법으로 돌기 실을 이용하여 고정해주는 방법이다.

① 실리프팅의 대상

	레이저(HIFU, RF 포함)	실리프팅	안면거상
주요 타겟 연령	20~30대	40대 이상	60대 이상
기술의 강도	약	중간	강
지속 기간	짧음	중간	김
고통의 정도	약함	중간	큼
가격	저렴	중간	비쌈

출처: KUVIC 리서치1팀

위 표에서 보듯이 실리프팅은 안면 리프팅 기술에서 비침습(비수술)적 안면 리프팅용 레이저 기기와 침습(수술)적 안면거상의 중간 포지션이라고 할 수 있다. 또한 실리프팅은 환자 안면의 상태에 따라서 레이저보다 긴 리프팅 지속을 원하지만 안면거상을 하기에는 가격이나 기술 시 고통때문에 선택하지 못하는 환자에게 대안으로 작용할 수 있다. 따라서 미용기기 시장의 성장의 수혜를 받으면서도 레이저와 안면거상의 중간포지션 위치를 통해 꾸준한 매출 성장성을 이룰 수 있다.

② 실리프팅의 특성

- 원재료

실리프팅의 형태는 체내에서 분해되는 실과 분해되지 않는 실로 나뉘지만 체내에서 분해되지 않는 실은 거의 사용되지 않는다. 체내에서 분해되는 실의 경우 PDO, PLLA, PCL 3가지 원료로 만들어지는데, 현재까지 PDO를 대체하는 원재료는 없다. 즉, 현재 PDO가 가장 범용적이고 지배적인 원재료라고 할 수 있다.

- 범용성

실리프팅은 필러, 레이저, 지방 흡입 등 다른 미용기기와 다른 적용증을 가지기 때문에 실리프팅만의 독자적인 시장이 존재한다. 더불어 실리프팅은 필러, 레이저, 지방 흡입과 배치되는 기술이 아니라 병행될 수 있는 기술이다. 우선, 안면 관련 기술 중 시장규모가 큰 보톡스도 실리프팅과 병행될 수 있다. 나이든 환자가 보톡스를 맞을 경우 주름의 문제는 늘어진 피부와 더불어 중력으로 인한 처짐의 문제가 여전히 남아있고, 근육의 작용이 강하면 효과가 오래 지속되지 못하고 일찍 주름이 돌아오는 경우가 발생한다.

이때 보톡스를 맞고도 처진 부분을 실리프팅으로 리프팅하여 효과를 낼 수 있다.

또한 필러와 실리프팅도 병행이 가능하다. 필러와 실리프팅을 동시에 받으면 실이 근육의 움직임에 저항하여 필러의 이동을 막아주어 필러의 흡수를 지연시키는데 도움을 준다. 특히 움직임이 많은 미간주름이나 팔자주름의 필러 시술에서 필러와 실의 병행은 큰 도움이 될 수 있다.

마지막으로 최근 많이 이용되는 레이저 기기들을 통해 지방을 먼저 용해시킨 후 실을 통해 리프팅을 하면 비절개 방법을 이용한 안전거상의 효과를 거둘 수 있다. 실리프팅 이전에 레이저를 조사하는 것은 조직에 광범위하게 본드 칠을 하여 붙인 것과 같은 효과를 가지고 오기에 실리프팅의 효과가 커지는 것이다.

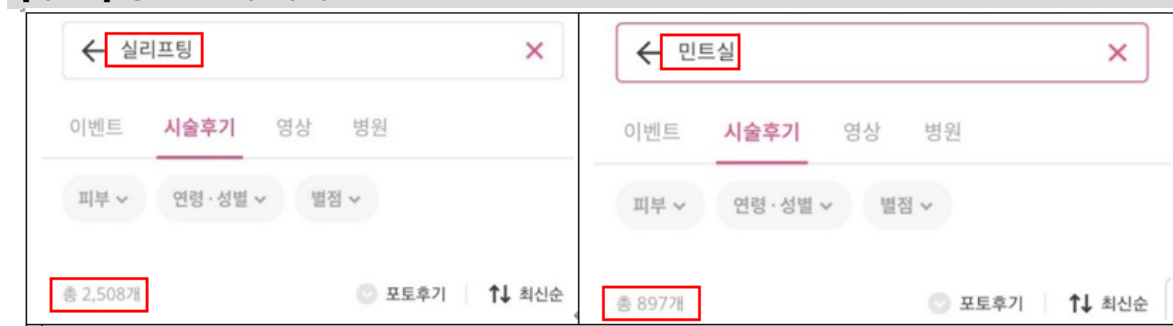
이를 통해 볼 때 KUVIC 리서치1팀은 현재 글로벌 실리프팅 시장의 규모가 2020년 기준 1억 2,220만 달러에서 26년까지 CAGR 7.4%로 성장하기에 무리가 없다고 판단한다(Brandessence market research)

## (2) 모든 주름과 처짐을 당겨주는 민트실(Mint Lift)

동사는 2020년 말 '벨라젤 사태' 이후 어려움을 겪었다. 벨라젤 매출을 메꾸는데 가장 큰 역할을 한 것은 민트실이었다. 민트실의 MINT는 'Minimal Intrusive Non-surgical Thread'의 줄임말이다. 민트실은 PDO를 원재료로한 리프팅실의 일종으로 2014년 국내 식약처로부터 '안전조직고정용실'로서 정식 승인을 받았으며, 2020년 9월에는 미국 FDA로부터 '안전조직고정용실'로서 승인을 받았다. 2020년 이후부터 미국에서 폭발적인 매출 성장을 이뤄내 2022년 기준 동사의 전체 매출에서 약 47%를 차지하고 있다.

민트실은 360° 입체형 3D 돌기를 가진 특허 제품이다. 강남언니, 성예사, 여우야 등 대표 성형 커뮤니티 플랫폼에서 실리프팅이라면 민트실을 떠올릴 정도로 '실리프팅의 대명사'로 자리잡았다.

[자료 2] 강남언니 시술후기



출처: 강남언니, KUVIC 리서치1팀

## 2. 골이식재

### (1) 모든 뼈 수술에는 골이식재가 존재한다!

인구의 고령화, 레저활동의 증가로 척추질환, 뼈 손상, 골다공증 등의 질환이 꾸준히 증가해왔다. 이에 따라 골이식재 사용도 증가하고 있다. 정형외과와 신경외과에서 수술 시 골이식재 사용 뿐만 아니라, 치과에서의 임플란트 골이식재 사용도 확대되고 있다.

척추 질환 중 퇴행성 디스크질환, 척추 협착증, 척추 측만증, 척추 골절과 같은 질환에서 치료로 척추 유합 수술(Spinal Fusion)을 할 때 골이식재가 사용된다. 임플란트에서는 골의 구조를 회복함과 동시에 골 밀도를 증가시켜, 결손부에 대한 치유를 촉진하여, 임플란트 성공률을 높이는 것이 골이식재의 역할로 임플란트 시장이 확대됨에 따라 골이식재 시장도 함께 확대되고 있다.

## (2) 뼈의 구성과 골이식재의 원리

골이식재는 골형성(Osteogenesis), 골유도(Osteoinduction), 골전도(Osteoconduction)의 방법을 통해, 뼈를 재생시킨다. 자료 4의 표처럼, 사용하는 재료에 따라 각각 장단점이 있고 골재생능력이 다르다. 임플란트에서 골이식재가 공간유지를 해주면서 잇몸이 들어오는 것을 막아주는 역할을 한다.

환자의 상황마다 다르지만, 골이 재생됨과 동시에 공간을 유지해주고, 비교적 안전하고 전염위험이 없는 동종골의 사용률이 높은 편이다. 동종골은 여러가지 형태가 있는데 최근에는 DBM(Demineralized Bone Matrix)의 수요가 높아졌다. DBM은 Mineral이 보존되어 있는 피질골을 탈회(Demineralized)하여, 가공된 골기질로 골 속의 지질층 및 미네랄성분을 제거한 Bone이다. DBM속에는 골 재생을 촉진시키는 성장인자 및 단백질 성분인자 BMP가 들어있어 뼈의 태생과 발달, 분열 및 분화에 영향을 준다.

[자료 3] 골이식 분류(재료)				
구분	정의	장점	단점	골재생 능력
자가골	환자로 부터이식골을 채취해 치료를 요하는 다른 부위로 이식하는 형태	면역거부반응 없음 골 재생 능력 뛰어남 시술 성공률 높음	이식골 채취를 위한 부가적 수술 필요 골 채취량 제한적	골형성, 골유도, 골전도
동종골	다른 사람의 골에서 채취된 이식골	부가적인 수술 없고, 이식성공률 높다	면역거부반응, 질병전염 가능성적고, 공급 제한적	골유도, 골전도
이종골	다른 종으로부터 채취된 이식골	채취 용이, 공급 원활	면역 거부반응, 질병전염가능성있고, 골재생 능력 떨어짐	골전도
합성골	합성하거나 자연에서 구할 수 있는 물질을 이용한 이식재	저렴, 재료크기 제한 없음, 적용범위 다양	골 재생 능력 떨어짐, 생체 적합성, 기계적 특성 연구 필요	골전도

출처: KISTI MARKET REPORT, 기술사업화분석실, 치과용 골이식재 2013, KUVIC 리서치 1팀

## (3) 제품소개

동사의 골이식재 제품으로 ExFuse, SureFuse, BellaFuse 등이 있다. 정형외과와 치과, 신경외과 등에서 사용되며 동사는 주로 동종골 제품을 판매한다. 동종골 제품을 DBM, FDBA와 같은 형태로 판매하고 있다. 특히 골유도를 함과 동시에 안전성이 확보가 된 DBM의 수요가 높아지고 있다.

[자료 4] 골이식재 제품		
DBM	FDBA	기타
ExFuse DBM+해면골 10%함유 + Carrier	SureOss (Powder)	Pedi Stick DFDBA, 골다공증
SureFuse	SureOss (Chip)	OsteoGrow Chip 형태
BellaFuse 뼈함유량이 높다.	Genesis Sponge	CareCover 건, 인대, 근육의 결손

출처: 동사 IR 자료, KUVIC 리서치 1팀

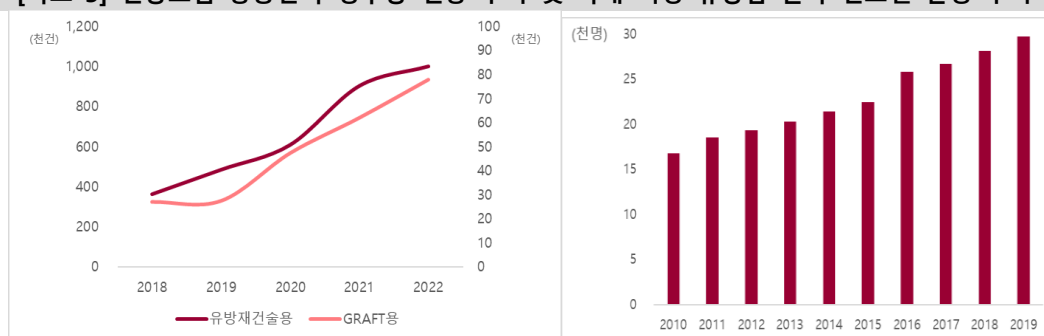
### 3. 피부이식재

#### (1) 피부이식재는 구조적으로 성장할 수밖에 없어요.

피부이식재는 국내 정책 수혜를 바탕으로 2023년에도 고성장을 지속할 전망이다. 2015년 4월부터 유방절제술 후 유방재건에 대해 건강보험이 적용되면서 피부이식재 수요가 큰 폭으로 증가하고 있다. 비용 부담 문제가 해결되면서 유방보존술에서 유방절제술 후 재건 수요와 관심이 높아짐에 따라 시장 확대가 예상된다. 또한, 여성의 삶의 질 향상과 국소 재발 억제에 효과적이라는 보고가 이어지고 있다. 실제로 유방암재건용 동종진피 청구량은 2018년 연간 362,757건에서 2022년 1,000,711건까지 증가하며 연평균 29% 성장했다.

유방암은 세계에서 가장 흔한 여성암으로 전체 여성암의 24.5%를 차지하며, 국내의 경우 유방암환자는 2010년 16,722명에서 2019년 29,729명으로 10년간 약 2배 증가했다. 유방암 발생 증가 원인으로는 경구피임제의 사용, 서구화된 식생활과 비만, 늦은 결혼과 노산, 수유 감소, 이른 초경과 늦은 폐경 등으로 에스트로겐에 노출되는 총 기간이 증가한 점 등 다수의 요인이 존재한다.

[자료 5] 건강보험 동종진피 청구량 변동 추이 및 국내 여성 유방암 환자 연도별 발생 추이



출처: 보건 의료 빅데이터 개방 시스템, 한국유방암학회, KUVIC 리서치 1팀

#### (2) 벨라셀 HD는 팔릴 수밖에 없어요.

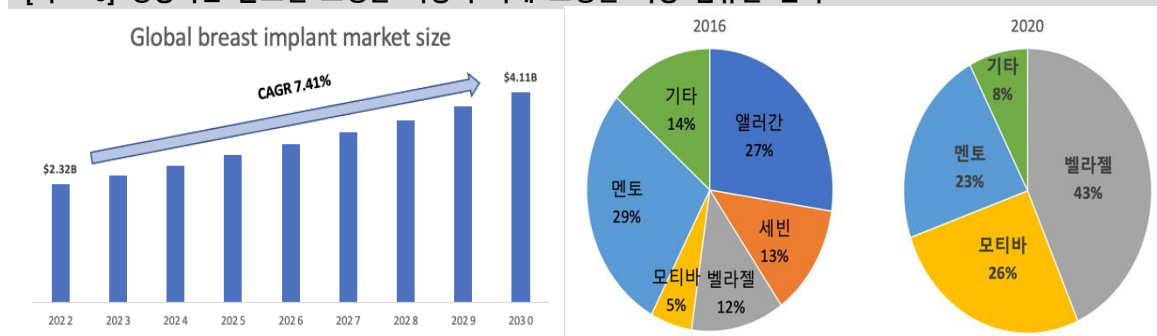
동사의 피부이식재 '벨라셀 HD'는 유방암 등으로 피부가 결손된 환자에게 이식이 가능한 무세포 동종진피(ADM, Acellular Dermal Matrix) 제품이다. 이는 기존 제품과 달리 수화 타입으로 제작되어 개봉 즉시 사용가능한 RTU(Ready To Use) 제품으로 기존 제품 대비 유연성이 40% 증가하여 유방 재건에 적합하다. 사용자의 편의를 향상시켜줄 뿐만 아니라 피부의 3차원 구조 유지로 뛰어난 생체적합성을 가져 세포 및 혈관의 신속한 형성에 도움을 준다. 국내 유방암 환자가 점진적으로 증가하는 추세이며, 재발의 위험성이 적은 유방절제술은 유방암 치료의 합리적인 솔루션으로 여겨지는 만큼 벨라셀 HD는 향후 정책 수혜를 바탕으로 성장을 지속하고 있다.

또한 유방재건술 중 subpectoral 방식에서 prepectoral 방식의 수술법 트렌드가 변하고 있다. 가슴 아래 근육(subpectoral)에 보형물을 넣어서 재건을 진행하는 수술에서 가슴의 모든 부분을 감싸주는 형태(prepectoral)로 보형물을 전체적으로 삽입하는 수술이 트렌드가 되면서 동사의 벨라셀 HD의 사용량이 증가할 수밖에 없다.

## 4. 가슴보형물

### - 벨라젤의 찬란했던 과거 : 유방 보형물 시장 분석

[자료 6] 성장하는 글로벌 보형물 시장과 국내 보형물 시장 점유율 변화



출처 : GRAND VIEW RESEARCH, 이용호 의원실, KUVIC 리서치 1팀

세계 유방 보형물 시장은 Global breast implant size에 의하면 2022년 기준 26억 달러 규모의 시장이고 매년 7.4% 성장하는 산업이다. 또한, 국제미용성형외과학회(ISAPS)에서 발행하는 글로벌 수술 통계에 의하면, 2021년 외과적 성형 부문에서 지방흡입(1,903,063회)에 이어 2위(1,685,471회)에 해당하는 수술이 가슴확대 수술이었다. 이는 여성으로 대상을 한정한다면 여성 1위 수술이다.

한국 시장의 경우, 2023년 기준 600억 정도의 시장규모를 가지고 있다. 동사는 2008년 아시아 최초로 유방 보형물을 개발하였으며 2015년 식약처(MFDS) 허가를 받고 '벨라젤'을 출시하였다. 또한, 2016년 중국 CFDA허가를 받았다. '벨라젤'을 출시하였을 때, 국내 보형물 시장은 엘러간(Allergan, Inc, 미국), 모티바(Establishment Labs, 코스타리카), 멘토(Johnson and Johnson, 미국), 세빈(SEBBIN, 프랑스) 등의 4개 업체의 과점 시장이었다. 점유율 약 20%의 엘러간이 2019년 거친 표면의 암 유발 발생가능성으로 식약처 판매중지 처분을 받고 시장에서 퇴출되는 동안 벨라젤은 저렴한 가격대와 모티바를 벤치마킹한 좋은 퀄리티로 소위 '가성비' 매력으로 2016년 12%의 점유율을 시작으로 식약처 판매중지를 받은 2020년에 43.4%까지 경이로운 성장률(KUVIC 리서치 1팀 추정)을 보여줬다.

하지만, 벨라젤은 퇴사한 중국인 연구원의 제보로 2020년 11월 '뉴스타파'의 벨라젤의 유해물질 관련 보도가 나오면서 논란이 발생했다. 여기서 제기된 문제는 다우코닝의 7-9700실리콘 접착제, Q7-4850 실리콘 원료가 모두 고온에서 인체에 유해한 포름알데히트를 배출한다는 점이었다.

동사는 위의 보도 내용을 일일이 반박하였다. 접착제에 대해 실리콘으로만 구성된 접착제이며 안전성 시험이 완료된 제품임을 밝혔다. 또한, 실리콘 원료에 대해 이미 완제품 상태에서 전임상을 통해 안정성 평가를 입증한바 있다고 반박했다. 마지막으로 접착제(정확히는 접착제)와 실리콘 원료가 고온에서 포름알데히트를 배출한다는 주장에 대해 해당 내용은 물질안전보건 자료인 MSDS에 언급된 내용으로 이는 언급한 두 재료 뿐만 아니라 이식용 원재료 전부에 해당하는 내용이며 이는 원재료 자체가 아니라 작업 환경에서 발생할 수 있는 위험에 대한 내용일 뿐이라고 밝혔다. 그럼에도 불구하고, 연구직원의 불찰로 식약처 허가 기재사항과 다른 원재료 사용이 인정되어 2020년 11월 제조업무 정지 처분을 받았다.

## Part II. 투자포인트 및 리스크

### 1. 민트실

#### (1) 가성비 경쟁력! 효과도 좋아!

글로벌하게 실리프팅 제조사는 200여 곳을 넘는 것으로 알려져 있다. 이 중 민트실은 미국 FDA 승인을 받은 5개 제품 중 하나이다. 또한 민트실은 실리프팅의 대명사적인 포지션으로 시장을 개척하고 있다.

[자료 7] 실리프팅 종류 비교

	민트	에피티콘	실루엣	PCL컨설티나
모양				
즉시효과	★★★★	★★★★☆	★★★★☆	★★★★☆
원재료	PDO	PDO	PLLA	PCL
고정력	★★★☆☆	★★★★☆	★★★★☆	★★☆☆☆
가격	쌈	중간	비쌈	중간

출처 : 더왈츠뷰티클리닉, KUVIC리서치 1팀

[자료 8] FDA 승인 실 비교

	MINT	Silhouette	NovaThreads	Aptos	EuroThreads
원재료	PDO	PLLA	PDO	PLLA	PDO
가격(미국)	800~2000\$	1500~4500\$	800~2000\$	2000~4000\$	800~2000\$

출처 : 각 사, KUVIC 리서치 1팀

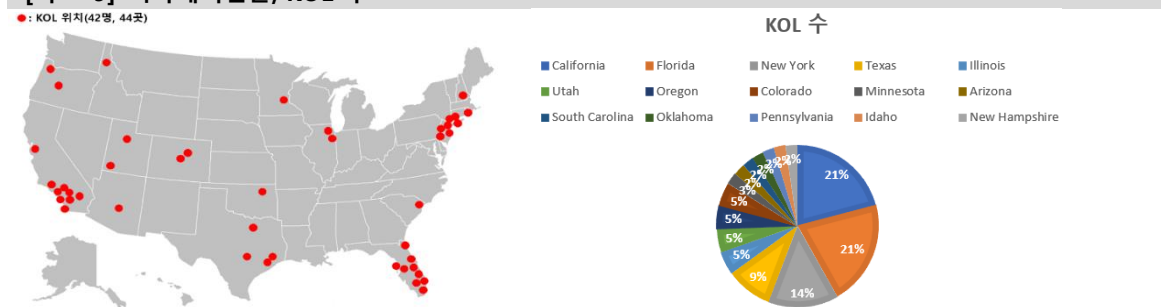
국내에서 주요 사용되는 실과 FDA승인된 실들을 비교하였다. 국내의 실 중 민트실은 즉시효과, 가격 측면에서 높은 경쟁력을 가지고 있다. 따라서 많은 경쟁품에도 불구하고 실리프팅 시장에서 민트실의 점유율은 앞으로 성장할 것이다.

미국에서 주요 사용되는 실들 중 MINT실의 소구 포인트는 가성비이다. 하지만 제품의 다양성, 스펙 측면에서 Nova, Euro와의 큰 차이가 보이지는 않는다. 그럼에도 동 리서치팀은 미국 시장에서 MINT실의 경쟁력을 높게 평가한다. 민트실의 경쟁력은 제품력 외에도 영업력에서 온다고 판단하기 때문이다.



## (2) 키닥터를 키워라! 미국에서도 실리프팅의 대명사가 될 MINT LIFT!

[자료 9] 미국해외진출, KOL 수



출처 : MintLift™, KUVIC 리서치1팀

동사의 강점 중 하나는 제품력도 있지만 영업력을 빼놓을 수 없다. 벨라젤 사태 후 급증한 미국향 민트실 매출은 동사의 KOL 전략에서 비롯되었다. KOL은 Key Opinion Leader의 줄임말로써, 동사는 2019년 이후 미국 내에서만 약 42명의 KOL의사를 양성한 것으로 파악된다. 위의 그림에서 보는 것처럼 동사는 미국 내 50개 주 중 16개 주에 KOL의사를 양성하였다. KOL의사의 분포는 캘리포니아, 플로리다, 뉴저지 주에 몰려 있으며 이는 동사의 매출과 정비례한 형태를 보이고 있다. 레퍼런스를 중요시하는 의사들 입장에서 KOL을 통한 홍보는 매출과 직접적으로 연결된다. 나아가 동사는 2019년 이후 96번의 민트실 세미나와 온라인 플랫폼 H-Faculty를 통해 해외 의사들에 대한 적극적 교육, 홍보를 진행하였다. 이러한 KOL 의사 양성은 '네트워크 효과'를 만들어 민트실 제품의 해자를 만들고 있다고 판단한다.

## 2. 골이식재 : VBP! VBP! VBP! 쏟아지는 QQQ

중국 VBP 시행으로 중국임플란트 시장에서 대폭적인 Q의 향상이 예상된다. VBP 제도란 3년 주기로 시행되는 중앙집중식 대량구매 제도이다. 중국에서 대량으로 구매할 때 입찰에 성공할 경우 Class A, Class B 등급으로 배정되고 등급에 맞게 임플란트 납품계약을 맺는다. 현재 국산 임플란트가 VBP 입찰에 성공하여 상당한 점유율을 갖게 되었다. 가성비 좋은 임플란트로 유명한 한국 임플란트가 P의 감소가 수반될 수밖에 없으나 압도적인 Q의 상승으로 매출상승과 중국 시장 점유율 확대 효과를 얻을 수 있을 것이다.

골이식재의 경우, 임플란트 시술시 치조골이 부족할 때 골이식재를 사용한다. 환자의 연령대가 올라가는 만큼 골이식재가 대부분 사용(90%)되고 있다. 이런 것을 감안했을 때, 골이식재 시장은 임플란트 시장과 동반 성장함을 알 수 있다.

현재 논의 중인 중국 파트너사 및 오스템 임플란트에 슈어오스 공급계약이 이루어진다면 고객사 중국 VBP 시장 점유율 확대로 동사의 골이식재의 중국시장 점유율확대가 예상된다.

### 3. 가슴보형물 투자포인트 및 리스크

#### (1) 가성비 모티바! 벨라젤이 돌아온다!

[자료 10] 보형물 별 스펙, 가격비교, 2023 국내 보형물 시장 현황

회사	브랜드	제품명	가격 (시술가기준)	표면타입	높이 (Projection)	사이즈개수	충진율
Establishment Labs	모티바	이코노믹스	1,155 만원	마이크로텍스처	4	80	100%
Johnson & Johnson	멘토	스무스	440 만원	스무스	3	63	85%
		엑스트라	880 만원	스무스	3	58	100%
Groupe Sebbin	세빈	퓨리티	440 만원	스무스	2	28	90%
		서브리미티	550 만원	마이크로텍스처	3	44	95%
		인테그리티	770 만원	마이크로텍스처	4	49	100%
한스바이오메드	벨라젤	스무스	300 만원	스무스	5	100 이상	85%
		스무스파인	600 만원	마이크로텍스처	5	100 이상	100%



출처: KUVIC 리서치 1팀, 동사 IR

동사는 식약처 제조업무정지 처분취소 소송을 취하함에 따라 2023년 3월부터 벨라젤에 대한 생산을 재개할 수 있다. 동사 IR에 의하면 벨라젤에 대한 원재료 변경 허가(원재료 수급문제로 인해) 절차와 리브랜딩 작업 후 재출시 할 것이며 시기는 2024년 상반기가 될 것이라고 한다. 만약, 벨라젤이 재출시하여 국내 가슴보형물 시장에서 과거수준의 점유율을 회복한다면 동사의 매출 성장에 큰 기여를 할 것으로 예상된다.

앞서 언급했듯이 벨라젤은 출시한지 4년 만에 2020년 43.4%의 국내 가슴보형물 시장에 침투하였다. 당시 보형물 시장 규모가 500억(동사 IR자료)으로 추산되는데, 벨라젤을 제외한 실리콘 제품(Scar Clinic등)이 벨라젤의 판매 중지되었던 2022-2023년 20억 안팎의 매출을 기록했다는 점을 고려하면 동사의 2020년 실리콘 부문 매출 240억 중 220억은 벨라젤 매출이라고 할 수 있다. 최대 점유율 회복을 2020년 43.4% 수준임 고려했을 때 2024년 600-700억(동사 IR) 보형물 시장에서 벨라젤만으로 약 40%의 매출이 성장할 수 있고, 50%만 회복하더라도 약 20%의 매출 성장을 보여줄 수 있다. 또한, 동사 IR에 의하면 벨라젤을 재출시하면서 중국과 일본 시장도 재진출할 예정이며 이에 따른 매출도 고려한다면 매출성장은 더 커진다고 볼 수 있다.

하지만, 벨라젤의 매출 회복이 쉽지만은 않을 것이다. 왜냐하면, 첫째, 벨라젤은 설령 그 원재료가 식약처가 허가한 흔히 사용되는 원재료이더라도 벨라젤 허가 시에 해당 원재료를 허가 받지 않았다. 따라서 허가 받지 않은 원재료를 사용하여 이를 소비하는 의사와 환자에 대한 신뢰를 잃었다. 둘째, 벨라젤이 국내 보형물 시장에서 자취를 감춘 동안 모티바와 멘토의 브랜드 지위가 더욱 공고해졌다. 동사 IR자료에 의하면 모티바와 멘토의 사용비율은 과거 2020년에 대비하여 약 45%에서 70%로 성장하였다.

그럼에도 불구하고, 리서치 1팀은 다음과 같은 이유로 국내 가슴보형물 시장 점유율을 BASE CASE로 단기적으로 2년에 전체 10% 수준, 장기적으로 2020년 점유율의 절반인 20% 수준은 회복할 수 있을 것이라고 예측한다. 첫째, 벨라젤 생산이 중지된 동안 시장 1위 기업인 모티바는 시술가 기준 약 30%, 멘토 엑스트라 스무스 모델은 10%의 가격인상을 진행하였다. 벨라젤이 과거 모티바 대비 저렴한 가격, 모티바와 비슷한 형태, 더 부드러운 촉감 등 가성비 매력으로 점유율을 43.4%까지 끌어올릴 수 있었다. 만

약 비슷한 가격 수준으로 재출시한다면, 가격 괴리가 커져 가성비 매력은 더 증가할 것이므로 모티바의 대체재로 시장점유율을 빼앗아 올 수 있다. 둘째, 가성비와 부드러운 텍스처 제품에 대한 시장의 니즈는 과거 벨라젤의 점유율을 봤을 때 분명히 존재한다. 현재 모티바를 제외하고 가장 많이 팔리는 멘토 엑스트라 스무스 모델은 절대적인 시술비용이 1천만원 가량으로 소비자들에게 부담이 되는 편이다. 벨라젤의 경우 시술가가 600만원 거의 절반 수준으로 별다른 퀄리티 차이를 보이지 않는다. 따라서 부드러운 텍스처를 원하지만 높은 시술비용 부담으로 수술을 못했던 소비자들에게도 어필할 수 있는 여지가 충분하다. 셋째, 모티바나 멘토 등 수입산 보형물의 경우, 예컨대 사이즈 종류가 4개밖에 안된다면 벨라젤은 10개 이상 사이즈 대응이 가능하여 가슴성형 환자들의 사이즈 니즈를 보다 정확히 맞출 수 있다. 마지막으로 벨라젤의 식약처 판매 중지 처분으로 인한 소비자 신뢰도 하락이 크지 않을 수 있다. 왜냐하면, 동사는 벨라젤 CS센터 운영을 통해 지금까지 벨라젤로 시술받은 환자 3만 7천명을 대상으로 초음파 검사 등 전 수조사를 시행하여 8,500명의 소비자가 검사를 마쳤고 이에 대한 비용은 동사가 전액 부담하였다. 이 과정에서 중대한 이상은 발견되지 않았다. 이러한 모니터링은 2030년까지 진행될 예정이고 지금까지 발견된 이상사례도 타사 대비 매우 낮았다. 또한, 국내/미국 GLP기관 중심 전임상을 통해 벨라젤의 안전성을 재검증 받았다.

## (2) 의사 인터뷰 : 다시 비상하기 위해서 필요한 것은 신뢰 회복!

리서치 1팀은 위의 점유율 복구 논리를 보완하고 강화하기 위해 과거 벨라젤 협업 병원 106곳의 의사 전원에게 인터뷰를 요청하였고 8명이 인터뷰에 응하여 벨라젤 사용경험이 있는 성형외과 의사들의 재출시에 대한 인식과 의견을 인터뷰법을 통해 수집하였다. 뿐만 아니라 모티바나 멘토와 같은 경쟁사 제품에 대한 인식도 조사하였다.

의사 인터뷰를 진행한 이유는 벨라젤이 최종 소비자의 선택을 받으려면 성형외과를 통해야 한다. 즉, 동사가 아무리 최종 소비자에게 인식 재고 노력을 기울이더라도 이들에게 시술해줄 중간 소비자인 의사가 벨라젤에 대해 부정적이라면 재출시는 국내 시장에서 실패할 것이다. 따라서 기존 벨라젤을 사용했던 협업 병원 의사들의 재사용 의사와 이에 대한 인식이 중요하다고 판단하여 인터뷰를 진행했다.

### ① 재사용 의사

Q 1 : 벨라젤이 재출시한다면 사용의사가 있는가?

A 1-1 : 벨라젤이 재출시한다면 사용하겠다. (서울경기 지역 성형외과 의사 A, B, C, D, E, F)

A 1-2 : 바로 사용하지는 않을 것 같다. 하지만 환자들이 많이 찾는 것 같으면 사용하겠다. (서울경기 지역 성형외과 의사 G)

A 1-3 : 벨라젤 재출시해도 사용하지 않겠다. 다른 좋은 것도 많은데 쓸 이유가 없다. (부산 지역 의사 H)

### ② 점유율 회복

Q 2 : 벨라젤이 과거 점유율을 회복하려면 어떤 노력을 기울여야 하는가?

A 2 : 소비자에 대한 신뢰도 회복이 제일 중요하다. (인터뷰 의사 전원)

### ③ 현재 시장 상황

Q 3 : 현재 가장 많이 사용하는 보형물은 무엇인가?

A 3 : 모티바가 가장 많다. (인터뷰 의사 전원)

## ④ 벨라젤에 대한 인식

Q 4 : 과거 벨라젤에 대한 환자들의 반응과 의사들의 인식은?

A 4-1 : 이슈 터지기 전까지 사용했는데 **환자들 선호도도 높았고 제품 품질도 좋았다.** (서울경기 지역 성형외과 의사 C)

A 4-2 : **벨라젤은 저가 버전의 모티바라고 생각한다.** 비용 상관없다면 모티바, 저렴하고 모티바 같은 특성을 찾는다면 벨라젤을 선택했다. 굉장히 좋은 제품이었다. 국산 보형물은 처음에는 거들떠도 안봤다. 한국 사람들이 FDA를 맹신하지만 FDA 통과한 유일한 보형물 앨러간이 퇴출되었다. 이로 인해, **FDA에 대한 불신이 생겼다.** 그 때 모티바를 따라 잘 만든 벨라젤이 주목받게 된 것이다. **시기나 제품의 경쟁력 모두 다 좋았다.** (서울경기 지역 성형외과 의사 B)

## ⑤ 경쟁사에 대한 인식

Q 5 : 모티바에 대한 생각?

A 5 : 점유율은 체감상 70% 정도이다. 의사들이 모티바에게 고마워하는 것이 있다. 가슴 성형 가격 자체를 끌어 올려줬다. 그러나 내가 볼 때 **모티바는 이렇게까지 고가일 필요는 없다.** 모티바는 우리나라에서만 잘나가는 제품이다. (서울경기 지역 성형외과 의사 B)

## ⑥ 식약처 판매 중지 관련

Q 5 : 저희가 파악하기로는 벨라젤은 허가받지 않은 원재료를 사용하였기에 시장에서 퇴출된 것으로 보입니다. 그러나 뉴스타파가 주장한 것처럼 인체에 유해한 원재료를 사용한 것은 아닌 것으로 판단하고 있습니다. 원장님과 주변 원장님들께서는 해당 사태에 대해서 어떻게 기억하고 계신가요?

A 5-1 : **동그란 패치가 각져 있어서 부드럽게 만들어지게 하려고 하다가 내부 고발에 의해서 퇴출되었다.** 재출시될 때 울퉁불퉁했던 버전으로 그대로 나온다고 파악하고 있다. 부드럽게 개선한 것으로 하면 재임상으로 5년 더 걸린다. (서울경기 지역 성형외과 의사 C)

A 5-2 : **점착제가 보형물에서 큰 문제를 일으킬 부분도 아니고 실제로 별다른 문제가 없다고 생각한다.** 식약처에서도 별 문제없다고 나왔다. (서울경기 지역 성형외과 의사 D)

## (3) 소비자 인식조사 : 아무 문제없지만 재수술 이유는 불안감

KUVIC 리서치1팀은 소비자 인식 조사도 진행하였다. 소비자 인식 조사를 위해 국내 주요 성형 커뮤니티인 강남언니, 바비톡, 성예사, 여우야에서 벨라젤 재수술 환자, 재수술 고려 환자에 대한 전수조사를 진행하였다. 성예사, 여우야의 경우 20년 11월 이후 '제목+내용+댓글'로 키워드 '벨라젤'을 검색하였다. 게시글 뿐만 아니라 댓글에서도 '벨라젤' 시술했다고 하면 표본에 포함시켰다. 강남언니, 바비톡의 경우 20년 11월 이후 키워드 '벨라젤'을 검색하여 실제 후기들만 표본에 포함시켰다.

[자료 11] 벨라젤 시술자들의 인식

재수술 실시(횟수)	82	재수술, 제거 고려(횟수)	127
재수술 제품		재수술 고려 사유	
모티바	48	구형구축, 파열 등 부작용	7
멘토	14	크기, 촉감, 형태개선	10
세빈	5	불안감	110
기타(불명 포함)	15		
재수술 사유			
구형구축, 파열 등 부작용	8		
크기, 촉감, 형태개선	17		
불안감	57		

출처: 국내 주요 성형 커뮤니티(강남언니, 바비톡, 성예사, 여우야), KUVIC 리서치 1팀

위의 조사를 통해 얻은 결론은 다음과 같다. 첫째, 실제 벨라젤 수술 후 재수술을 진행한 사람들은 대부분 '불안감' 때문에 시술을 진행했다는 것이다. 먼저 실제 부작용이 있어서 재수술을 진행했던 사람들이 극히 적었다. 부작용을 호소했던 사람들도 파열 1회를 제외하고는 모두 구축의 부작용을 호소했다. 그러나 구축은 이물질(보형물)이 들어오며 신체에서 발생할 수밖에 없는 현상이다. 신체는 이물질이 들어옴에 따라 자연스럽게 피막을 형성하기 때문이다. 구축의 정도에 따라 구축이 부작용이 될 수도 안될 수도 있는 것이다. 또한 크기, 촉감, 형태개선을 위해 재수술을 진행했던 사람들도 벨라젤 자체의 문제보다는 첫 보형물의 크기 선택 측면에서 만족도가 떨어졌을 가능성이 높다. 크기, 모양 측면에서 만족도가 떨어졌을 때 '벨라젤 사태'가 터졌으니 재수술을 결정했을 가능성이 높다고 판단한다. 따라서 벨라젤 시술 후 재수술을 진행한 사람들은 대부분 '불안감' 때문에 시술을 진행했다고 보는 것이 합당하다.

둘째, 재수술을 고려하는 사람들 역시 '불안감' 때문에 재수술을 고려하는 사람들이 대부분이었다. 그러나 의사 인터뷰에서 봤듯이 해당 '불안감'은 기우에 가깝다고 판단한다. 위에서 본 것처럼 실제 시술을 추천하고 진행하는 의사들이 벨라젤 제품 자체에는 문제가 없었다는 것을 인식하고 있기 때문이다. 또한, 벨라젤 수술환자 37,000명 중 부작용 사례는 타사대비 매우 적었다.

#### (4) 결론 및 전망 : 권토중래, 결국 돌아올 것이다.

[자료 12] 모티바와 벨라젤 스펙 및 가격 비교, 주요 인기 제품의 가격인상

항목	모티바	벨라젤	품목	인상 전	인상 후	인상률
원재료	코헤시브 실리콘 겔	코헤시브 실리콘 겔	모티바	800	1050	31%
원재료 조달	Nusil 社	Nusil 社	멘토 엑스트라	800	880	10%
표면 타입	나노텍스처	나노텍스처				
충진율	100%	100%				
표면 사이즈	3.2 $\mu\text{m}$	5.96 $\mu\text{m}$				
높이(projection)	4	5				
사이즈 개수	80	100 이상				
시술가 (과거 기준)	800 만원	500 만원				

출처: KUVIC 리서치 1팀, 동사 IR

벨라젤에 대한 자료수집 및 분석, 자체 조사를 종합해 봤을 때 최종 소비자 뿐만 아니라 중간 소비자인 성형외과 의사들까지도 벨라젤을 쓰지 않을 유인보다 쓸 유인이 더 강하다고 판단한다. 왜냐하면, 벨라젤은 기존 모티바와 멘토 엑스트라 스무스 모델의 가격인상으로 가슴 성형을 하고 싶지만 가격 부담으로 수술하지 못했던 잠재 소비자들에게 매력적인 대안이 될 수 있다. 이는 잠재 소비자에게 모티바형 나노 텍스처 모델의 가격 하향확장을 의미하므로 전체 시장의 Q가 증가할 수 있는 요인이다. 이는 성형외과 의사들의 매출에서 상대적 저가 모델의 증가로 P감소로 판단할 수도 있지만, 저렴했던 벨라젤의 과거 2016년부터 2020년까지 연평균 31%의 성장률을 기록한 점으로 봤을 때, 가성비 니즈로 인한 Q 증가가 더 클 것으로 볼 수 있다.

동사 IR에 의하면, 벨라젤은 2024년 상반기에 리브랜딩과 원재료 변경 후 출시될 것으로 예상된다. 리브랜딩을 하게 된다면 부정적으로 인식될 수 있는 제품명인 벨라젤의 상호가 변경될 것이다. 동사는 과거 벨라젤 협업병원들이 그대로 영업을 하고 있기 때문에 초기 영업, 교육, 홍보에 집행되는 비용을 절감할 수 있다는 장점을 가지고 있다. 의사들만 수용한다면 과거 영업망에 바로 벨라젤을 공급하여 가슴성형을 하고자 성형외과를 찾는 소비자들이 바로 벨라젤을 만나볼 수 있다. 9월 결산 법인인 동사 특성상 24년 상반기에 출시된다면 유의미하게 벨라젤 매출이 발생할 수 있는 분기 2개 분기밖에 되지 않는다. 따라서 유의미하게 벨라젤 매출이 발생할 수 있는 구간은 2025년이 될 것으로 예측한다.

## Part Ⅲ. 매출추정

### 1. 민트실

#### (1) 국내

[자료 13] 국내향 매출 추정				
단위 : 백만원	2022	2023	2024	2025
실리프팅 시장	20,000	21,044	22,142	23,298
YoY		5.2%	5.2%	5.2%
민트실 점유율	32.7%	32.7%	32.7%	32.7%
<b>민트실 매출</b>	<b>6,548</b>	<b>6,890</b>	<b>7,249</b>	<b>7,628</b>
YoY		5.2%	5.2%	5.2%

출처 : Mordorintelligence, KUVIC 리서치 1팀

국내 실리프팅 시장의 과거 데이터는 존재하지 않는다. 다만 알 수 있는 것은 2022년 시장규모가 200억이라는 것이다. 그리고 앞의 실리프팅 산업에서 봤듯이 실리프팅은 다른 안면 미용 시술과 다른 강점이 있으면서도 복합적으로 사용될 수 있는 특징을 가지고 있다. 따라서 **실 리프팅 시장은 국내 미용 기기 시장과 유사하게 성장한다고 가정하였다.** 또한, 국내에서 민트실은 실리프팅의 대명사의 위치를 하고 있다. 따라서 여러 경쟁 제품이 나오어도 **2022년 수준의 점유율은 최소한 유지할 수 있다고** 생각하였다. 이는 2016년에서 2022년 국내 민트실 매출 CAGR이 55%에 달하는 것을 가정하면 매우 보수적인 가정이라고 판단한다.

#### (2) 미국

[자료 14] 미국 주별 KOL 비중과 매출 비중 비교				
주 명	KOL 수	KOL 비중	매출 비중	비고
California	9	21%	20%	
Florida	9	21%	15%	
New York	6	14%	8%	뉴저지 포함
Texas	4	9%	6%	

출처 : MintLift™, KUVIC 리서치 1팀

미국향 매출은 KOL의사수를 기준으로 추정하였다. 앞에서 본 것처럼 미국 내에서 KOL은 19년부터 2022년까지 총 42명 양성되었다. 그리고 위에서 보는 것처럼 주 내에 KOL 수와 매출의 정도는 거의 정비례함을 알 수 있다. 따라서 미국향 매출을 구하기 위해서 ① **19~22년간 미국향 민트실 매출을 19~22년간 양성된 KOL의사 수로 나누었다.** ② **앞의 과정을 통해 'KOL의사 당 매출'을 구하였다.** ③ **동사 IR에 확인해본 결과 앞으로 미국에서 지난 3년 간의 마케팅 수준을 크게 바꾸지 않을 것이라고 하였다.** 따라서 과거 '4년 평균 연간 KOL의사 증가 수'인 10명씩 매년 증가한다고 가정하였다. ④ **앞으로 Linear하게 증가하는 KOL의사 증가 수와 'KOL 의사 당 매출'을 곱하여 향후 매출을 추정하였다.**

[자료 15] 미국향 매출 추정							
단위 : 백만원	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
미국향 민트실 매출	1,755	4,186	10,735	16,481	23,630	31,283	38,936
추정 증가 KOL(명)					10	10	10
미국 내 KOL 수(A)	42						
미국향 19~22년 총 매출(B)	33,157						
B/A(KOL 당 매출)	789						

출처 : MintLift™, KUVIC 리서치 1팀

미국향 매출은 KOL의사 수를 기준으로 추정하였다. 앞에서 본 것처럼 미국 내에서 KOL은 19년부터 2022년까지 총 42명 양성되었다. 그리고 위에서 보는 것처럼 주 내에 KOL이 몇 명 있는지와 매출의 정도는 거의 정비례함을 알 수 있다. 따라서 미국향 매출을 구하기 위해서 ① 19~22년간 미국향 민트실 매출을 19~22년간 양성된 KOL의사 수로 나누었다. ② 앞의 과정을 통해 'KOL의사 당 매출'을 구하였다. ③ 회사에 확인해본 결과 앞으로 미국에서 지난 3년 간의 마케팅 수준을 크게 바꾸지 않을 것이라고 하였다. 따라서 과거 '4년 평균 연간 KOL의사 증가 수'인 10명씩 매년 증가한다고 가정하였다. ④ 앞으로 Linear하게 증가하는 KOL의사 증가 수와 'KOL 의사 당 매출'을 곱하여 향후 매출을 추정하였다.

물론 'KOL의사 당 매출'과 실제 매출에는 어느정도 오차가 있을 것이나 4년 평균으로 환산하면 꽤나 유의미한 지표가 될 수 있다고 판단하였다. 또한 'KOL의사 당 매출' 지표는 KOL의사 자체뿐 아니라 KOL의사가 영향을 미치는 주변 의사들에 대한 매출까지 포함된 지표로서 유의미하다고 판단하였다.

### (3) 중국, 태국, 멕시코, 콜롬비아, 대만

[자료 16] 미국 외 주요 해외 지역 매출 추정				
단위 : 백만원	할인율	2023	2024	2025
중국 추정	23.7%	101	240	617
태국 추정	38.29%	1,155	1554	3984
멕시코 추정	76.18%	981	3091	7928
콜롬비아 추정	41.26%	1783	1674	4294
대만 추정	83.43%	3385	8682	13329

출처 : KUVIC 리서치 1팀

동사는 올해 4분기부터 중국, 태국, 멕시코, 콜롬비아에 대해 민트실 주요 라인업을 출시할 계획이다. 해당 지역에서 수 년 전부터 민트실 매출이 발생하고 있었으나 거의 미미한 수준이었다. 따라서 주요 제품이 출시되는 4분기 부터는 동사의 제품력과 영업력을 바탕으로 초기 미국향 매출(2019~2021)과 유사한 추이로 매출이 발생할 수 있다고 가정하였다. 미용, 성형의 메카라 할 수 있는 미국에서 이미 레퍼런스를 쌓고 있기 때문에 이러한 가정은 크게 무리가 있다고 생각하지 않는다.

그러나 미국과 동일한 추이를 보일 수는 있음에도 각 지역마다 인프라가 다르기에 적절한 할인율을 적용하는 것이 필요하다고 판단하였다. 그래서 동 리서치팀은 각 지역에 대해 미국 대비 인구 수, 소득 수준, 성형외과 의사 수를 기준으로 할인율을 추정하였다. 예를 들어 태국의 경우 아래처럼 할인율을 추산하였다.



## [자료 17] 예시 : 태국 적용 할인율

태국 적용 할인율 : '태국 인구/미국 인구 + 태국 평균 소득/미국 평균 소득 + 태국 성형외과의사 수/미국 성형외과 의사 수'

출처: KUVIC 리서치 1팀

유일하게 민트실 주요 제품이 출시된 대만의 경우 해당 할인율을 적용하여 미국 2019년 매출에 곱했을 시 큰 오차가 발생하지 않았다(실 매출 12억, 할인율 적용 14억). 실리콘팅 시장이 개화하는 지역이라 데이터가 없기에 동 리서치 팀이 가정한 방식이 최선의 매출 추정 방식이라고 판단한다. 따라서 도출된 할인율을 미국 향 초기 민트실 매출에 곱하여 향후 3년 간의 민트실 매출을 추정하였다. 그 중 중국의 경우 전체 인구수를 적용하면 지나치게 높은 매출이 도출되기에 동사의 법인이 있는 상하이 기준을 매출을 추정하였다.

## (4) 그 외 35여개 국

## [자료 18] 미국, 주요 해외 외 지역 매출 추정

단위 : 백만원	2023	2024	2025
그 외	5162	5544	5954
YoY	7.4%	7.4%	7.4%

출처 : Global Information, KUVIC 리서치 1팀

동사는 미국, 중국, 태국, 멕시코, 콜롬비아, 대만 같은 주요 지역 외에 35여개 국에 민트실을 팔고 있다. 따라서 해당 지역의 모든 매출을 추정하는 것은 사실상 불가능하다. 따라서 글로벌 실리콘팅 시장 성장을 그 외 지역 매출에 적용하였다.

## 2. 골이식재

## (1) 기존 골이식재 매출추정

사업보고서와 IR자료를 바탕으로, B2B 오스템, 국내 B2B, 국내 B2C, 해외 매출로 각각 분리하였다. 고령화 속도의 증가와 함께, 임플란트 및 정형외과에서의 골이식재 사용량이 늘어, 오스템 임플란트향 매출의 경우 치과용 생체재료의 CAGR을 반영하였다. 국내 B2B향 매출을 7년동안의 기간동안 살펴보았을 때, 증가 추세에 있어서 7년 CAGR을 반영하였다. 국내 B2C향 매출과 해외 매출은 계약 건수에 따라 차이가 있기에 7개년 이동평균을 사용하였다.

## [자료 19] 기존 골이식재 매출추정

단위 : 백만원	2020	2021	2022	2023	2024	2025	비고
B2B 오스템	7,600	6,874	9,085	10,292	11,658	13,206	치과용 생체재료 CAGR반영
국내 B2B	2,800	3,173	3,231	3,672	4,173	4,742	7개년 CAGR 반영
국내 B2C	966	1,851	1,292	1,121	1,031	1,151	7개년 이동평균
해외	10,007	6,357	7,510	8,963	9,063	8,973	7개년 이동평균

출처: 동사 IR 자료 및 사업보고서, KUVIC 리서치 1팀



## (2) 중국시장규모 매출추정

### [자료 20] 중국임플란트 시장규모 측정

$Q(\text{중국 임플란트 개수}) = [\text{1인당 유실한 치아개수}] \times [\text{인구 수}]$

$\times [\text{실제 임플란트 치료 비율}] \times [1 + \text{경제성장률}] \times [1 + \text{임플란트시술 가능 치과의사 성장률}]$

출처: NH 투자증권, KUVIC 리서치 1팀

중국 시장의 경우, VBP로 인한 Q의 증가로, 골이식재의 매출 추가 발생여부를 고려하여 추정하였다. 우선, 중국 임플란트 시장규모를 인구의 연령대를 고려해 연도별로 측정하고, 침투율이 증가한다는 논리로 추정하였다.

[침투율] = [실제 임플란트 치료 비율] × [1+경제성장률] × [1+임플란트시술 가능 치과의사 성장률]로 가정하였다. 경제성장률은 IMF 최근 보고서에 기재된 중국의 미래 실질 GDP 증가율 추정값을 사용했고, 임플란트 시술의 경우, 임플란트 시술에 필수적인 CBCT 보급률이 높아질수록, 임플란트 시술 가능 치과의사 성장률이 높아지기 때문에 25년까지 치과의사 성장률은, 최근 3개년 성장률의 평균인 11%로 가정하였고, CBCT보급률은 Frost & Sullivan 보고서를 참고해 연평균 15%증가한다고 가정하였다.

[임플란트 시술 가능 치과의사 수] = [치과의사 수] × [CBCT 보급률] 로 생각할 수 있고, 이 임플란트 시술가능 치과의사 수의 성장률을 구했다.

## (3) 중국VBP시장 매출추정

### [자료 21] P, Q 추정의 주요 가정

- ① 중국 임플란트 시장에서 올해 기준 VBP시장이 차지하는 비율 30%로, 25년까지 일정 가정
- ② 오스템 임플란트 중국 VBP향 골이식재 동종골 독점 공급 가정
- ③ 중국 파트너사의 경우, VBP 입찰 상위 4개 중국기업 매출의 25%의 시장에 동종골 독점공급 가정
- ④ 23~25년 임플란트 P 일정 가정 (충분히 가격 절하된 상태로 판단)
- ⑤ 23년 Q: 실제 입찰된 수치 활용  
24~25년 오스템Q: 중국시장규모 × 30%(VBP비율) × 오스템임플란트 점유율(24년 30%, 25년 33%)  
24~25년 중국기업Q: 중국시장규모 × 30%(VBP비율) × 4개 중국기업 각각의 점유율
- ⑥ 오스템임플란트 매출 대비 한스바이오메드 골이식재 매출 비율: 3.68%(과거 7개년 평균)  
중국임플란트기업 매출 대비 한스바이오메드 골이식재 매출 비율 : 5% 가정 (오스템과거비율 고려)
- ⑦ 23년 환율(원-위안): 184원  
24, 25년 환율: 178.07원 (2019년부터의 23년까지의 환율 평균 적용)

출처: KUVIC 리서치 1팀

현재 한국에서는 골이식재를 오스템 임플란트향으로 독점 공급하고 있다. 이를 고려했을 때, VBP 시장 중에서 오스템이 차지하는 포지션의 동종골이식재를 한스바이오메드가 공급한다고 가정하고, 중국 VBP 시장에 입찰된 입찰 순 상위 4개의 중국기업의 총 매출에서 중국기업 1개 즉, 약 25%에 해당하는 만큼의 시장에 골이식재를 공급한다고 가정하여 중국 VBP효과를 구해보았다.

오스템 임플란트 매출 발생시 한스바이오메드에서 발생하는 매출을 알기 위해, 오스템 임플란트 내수 매출 중 순수 임플란트 매출을 추정하여, 한스바이오메드의 오스템향 골이식재 매출의 7년 평균 비율 (3.68%)을 구해, 오스템 임플란트 예상 발생 매출 대비 이 비율을 곱해주었다.

## [자료 22] 중국 오스텀 임플란트 향 매출 측정

	2023	2024	2025
P,Q 추정			
P (위안)	771	771	771
Q (임플란트 개수)	491,090	900,599	1,422,760
오스텀임플란트향 중국 내 매출 추정			
오스텀 임플란트 VBP 매출액(단위:백만원)	69,668	123,642	195,328
한스바이오메드 VBP 매출액 / 오스텀 향 골이식재 등종골 독점 공급 가정	2,566	4,555	7,196

출처: KUVIC 리서치 1팀

한스바이오메드가 중국파트너사와 **슈어오스 공급 계약을 논의**하고 있어, 중국 파트너사와의 계약도 기대해볼 수 있는데, 어느 기업과 계약을 할지 정확히 알 수 없기에, 우선, VBP시장 중 **VBP입찰 상위 4개 기업**이 차지하는 매출을 구하고, 이 시장의 25%(중국 1개기업으로 간주)만큼 슈어오스 독점공급할 것으로 가정하였다. 중국기업 임플란트 매출 대비 골이식재 **매출 비율을 5%**로 가정하였다. 그 이유는, 오스텀 임플란트 대비 한스바이오메드 골이식재 매출 비율을 보면, 시간이 지남에 따라, 감소하는 경향이 있다. 이는 오스텀 임플란트에서 이종골, 합성골 등 기타 골이식재 제품을 자체 제작함에 따라, 동종골의 경우 한스바이오메드 제품을 사용하지만 제품이 다양해지면서 매출대비 비율이 떨어졌기 때문 때문으로 판단했다. 중국 임플란트 기업의 경우, 아직 오스텀임플란트보다 시장 점유율과, 골이식재의 안정적인 공급 측면에서 부족하다고 판단되어 과거 오스텀 임플란트 매출 대비 한스바이오메드 골이식재 매출 비율을 참고하여 5%로 가정하였다.

## [자료 23] 중국임플란트 시장규모 측정

VBP입찰 상위 4개 중국기업 매출	P(위안)	Q(개)	매출(백만원)
Bioconcept(중국)	630	45,703	29
Trausim(중국)	747	34,927	26
Zhenghou Kangdetai(중국)	783	26,057	20
WEGO(중국)	906	24,746	22
<b>VBP입찰 상위 4개 중국기업 매출 총 합(단위: 백만원)</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>
	98	161	230
단위: 백만원	17,978	28,583	40,913
<b>한스바이오메드가 1개 중국파트너사를 맺었을 때</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>
단위: 백만원	224.72	357.29	511.42

출처: KUVIC 리서치 1팀

추가적으로 중국 위고그룹과 함께 설립한 인체조직 의료기기 법인 레보스 바이오테크놀로지 중국 매출 가시화가 25년 부터 발생할 것으로 보인다. 레보스의 매출 발생시 100억원이상일 경우 5%, 이하일 경우 3%의 로열티가 발생한다. 그리고 해당 로열티는 매출이 아닌 영업이익으로 인식된다. 25년 부터 3년 안에 100억원 이상의 매출을 발생시키겠다는 동사의 가이던스 기준에 따라, 25년은 레보스를 통해 약 30억의 매출이 발생할 것으로 가정하였다. **30억원 X 3%=9천만원**의 로열티를 전체 영업이익에 추가하였다.

### 3. 피부이식재

#### (1) 벨라셀 HD

벨라셀 HD의 매출 추정 논리로 '시장규모 성장률 X 시장점유율 성장률'을 적용하였다.

시장 규모는 1) 국내유방암 환자 수 증가율, 2) 즉시재건술 시행률 증가율, 3) 수술방법 변화로 인한 제품 사용량 증가를 반영하였다. 1) 국내 유방암 환자 수 증가율은 보건의료빅데이터개방시스템에 따른 자료의 연평균 증가율을 적용하였다. 2) 유방암 수술 중 즉시재건술 시행률 증가율은 2008년 12.9%에서 2021년 60.9%까지 증가한 사실을 고려하여 향후 연간 5%p의 증가율을 적용하였다. 3) 수술방법의 변화로 인한

증가율은 subpectoral에서 prepectoral로 수술 방법 변경 시 약 2~2.5배의 제품이 더 필요하다는 사실을 고려하여 적용하였다.

벨라셀 HD의 시장점유율 증가율은 피부이식재의 시장 점유율을 고려하여 적용하였다. 피부이식재 시장은 기본적으로 수입의 비중이 낮아지며 국산화로 변화하는 추세이며, 그 빈자리를 상위 3개사가 채워가고 있는 상황이다. 따라서 동사의 점유율은 최소한 22년 수준을 유지하며, 시장 성장의 수혜를 볼 수 있을 것으로 판단한다.

[자료 24] 벨라셀 HD 추정 근거

구분	2020	2021	2022	2023	2024	2025
1. 시장규모 성장률	63%	44%	25%	23%	22%	21%
1) 유방암 환자 증가율	8%	8%	8%	8%	8%	8%
2) 유방재건술 증가율	40%	24%	8%	8%	7%	7%
3) 수술방법 증가율	8%	7%	7%	6%	6%	6%
2. 시장점유율 성장률	71%	17%	7%	7%	6%	6%

출처: KUVIC 리서치 1팀

[자료 25] 피부이식재 시장 점유율

구분	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
엘앤씨바이오	48%	50%	55%				
시지바이오	12%	17%	21%				
한스바이오메드	7%	12%	14%	14%	14%	14%	14%
테고사이언스	3%	2%	3%				
기타(수입품목)	30%	19%	7%				

출처: 엘앤씨바이오 사업보고서, KUVIC 리서치1팀

## (2) 기타

국내 매출 중 벨라셀 HD를 제외한 기타 매출은 화상치료와 인대 및 피부결손부위의 치료에 사용되는 제품에서 나타난다. 따라서 보건의료빅데이터개방시스템에 따른 건강보험에 적용되는 이식용(GRAFT용) 동종진피 청구량의 증가율과 회전근개파열수술 건수의 증가율을 고려하여 추정하였다. 또한 피부이식재의 해외 매출은 주로 태국과 베트남에서 발생한다. 따라서 식품의약품안전평가원, 한국의료기기안전정보원에 따른 태국고가 베트남의 의료기기 평균 시장성장률을 고려하여 추정하였다.

## 4. 가슴보형물

[자료 26] 가슴보형물 추정 점유율

구분	2017	2018	2019	2020
총 실리콘 유통량	80,680	77,935	78,716	76,262
벨라젤 유통량	5,396	19,752	27,252	33,067
시장점유율	7%	25%	35%	43%
동사 추정 점유율	10%	25%	35%	44%

출처: 이용호 의원실, KUVIC 리서치 1팀

가슴보형물 시장은 유통량이 적으며 과거 유통량에 대해 전수조사한 데이터를 구할 수 있어서 PQ추정 논리로 접근하였다. 이용호 국회의원은 거친 2019년 7월 거친표면 인공유방 리콜 사태 당시 식품의약품 안전처로부터 5개년 간 유통된 인공유방 보형물의 유통량과 유통사를 언론에 공개하였다. 이를 통해 전체 유통량을 확인할 수 있었다. 이용호 의원실 자료에서 제시한 유통량으로 측정한 동사 점유율은 동사의 IR자료의 점유율과 비교했을 때, 2017년 3.3%의 오차를 제외하면 2018년부터 2020년까지 회사 추산 점유율과 0.5% 이내의 오차율을 보여 신뢰성이 있다는 자료라고 판단했다.

## (1) P, Q 추정

[자료 27] 벨라젤 유통량을 통한 P, Q 값 추정

구분	2017	2018	2019	2020
P(백만원)	1.24	0.55	0.73	0.73
환자수		37,000		
Q(명)	4,018	6,536	11,934	14,512
추정 매출	6,540	10,640	19,425	23,623
오차율		2.4%		

출처: KUVIC 리서치 1팀

동사의 과거 벨라젤 유통 당시 실리콘 사업부 매출은 실리콘 밴드와 벨라젤 매출이 포함되어 있다. 벨라젤이 시장에서 사라진 사이 2021년과 2022년의 실리콘 밴드 매출은 약 20억 수준이다. 순수한 벨라젤 매출 추정하기 위해 미래에 발생한 실리콘 밴드 매출로 과거 실리콘 사업부 매출에서 빼서 계산하는 것은 실리콘 밴드의 성장을 반영한 것이 아니기에 이러한 가정을 사용하지 않고 그대로 실리콘 사업부 매출을 벨라젤 매출이라고 가정하였다.

벨라젤 유통량을 알 수 있는 연도 시점은 2017년부터 2020년까지이다. 따라서 연도별 실리콘 매출에서 벨라젤 유통량을 나눠서 각 연도 별 벨라젤 P값을 산출했다. 이어서 벨라젤 P값의 4개년 평균인 0.81을 도출하였다. 또한, 경쟁사인 모티바와 멘토는 가격인상을 각각 31%, 10% 했으므로 최소한 벨라젤은 과거 유통 가격에서 물가상승률만큼 적용하는 것이 합리적이라고 판단하여 2020년 이후 연도별 물가상승률을 고려했고 24년의 P값은 미래의 물가를 예측 불가하므로 22년 수준 물가상승률이 이어진다고 가정하여 0.92의 2024년 P값을 도출했다.

동사는 벨라젤이 식약처 생산중지 처분을 받는 동안 이미지 훼손을 방어하고 안정성을 규명하기 위해 벨라젤 CS센터를 운영하였다. 이 과정에서 벨라젤 가슴 성형수술을 받은 환자를 대상으로 무료 검진 AS 서비스를 진행했고 벨라젤 수술환자가 37,000명임을 파악했다. 이용호 의원실 자료의 벨라젤 유통량 데이터는 2017년부터 시작이다. 2015년 벨라젤이 출시되고 본격적으로 매출이 발생한 것은 2017년이라고 볼 수 있으며 9월 결산법인인 동사 특성상 2017년의 매출은 2016년의 4분기의 매출도 포함되어 있으므로 37,000명의 벨라젤 환자들의 거의 모든 수술이 4개년의 매출에 들어가 있다고 판단했다.

따라서 4개년의 총 매출에서 해당 1개년의 매출을 나눠 연도별 총매출 대비 비율을 산출했다. 이 비율에 환자 수 37,000을 곱하여 해당 연도별 환자 수 Q를 도출했다. 이렇게 추정한 평균 P값에 연도별 Q값을 곱하여 추정한 PQ 매출은 실제 매출과 2.4%의 오차율을 도출하여 이대로 미래 매출에 적용하는 게 가능하다고 판단하였다.

## (2) 점유율 가정

[자료 28] 벨라젤 점유율 회복 추정						
단위: 백만원	2024			2025		
CASE	점유율	회복수준	매출	점유율	회복수준	매출
Bull	13%	30%	8,024	21.70%	50%	13,373
Base	8.70%	20%	5,349	17.30%	40%	10,698
Bear	4.30%	10%	2,675	13%	30%	8,024

출처: KUVIC 리서치 1팀

동사는 식약처 생산중지 처분을 받은 2020년 보형물 시장 점유율 약 44%를 기록했다. 리서치 1팀은 44% 점유율을 벨라젤이 장기적으로 확보할 수 있는 최대 점유율이라고 판단했다. 왜냐하면, 과거 벨라젤 협업병원 의사들의 인터뷰를 통해 과거 수준 점유율을 회복하지 못할 것이라는 다수의 의견이 있었기 때문이다. 벨라젤은 출시 첫 해에 점유율 12%를 확보했다. 벨라젤이 재출시 시 초기 발생할 수 있는 중간 소비자 의사나 최종소비자인 고객의 거부감을 감안하여 BULL CASE로 13%의 점유율(2020년 역사상 최대 Q값의 30% 회복수준)을 설정하였고 BASE CASE로 8.7%(Q회복수준 20%)로 설정하였다. 2년 차인 2025년은 동사의 기존 영업망에 의해 2~3년차의 20% 점유율을 최대 회복할 수 있다고 보아 BASE CASE 점유율 17.3%(회복수준 40%), BULL CASE 21.7%(회복수준 50%)로 설정하였다.

## 5. 비용추정

본 보고서는 케이스별 매출액에 따라 비용 추정을 진행하였다. 매출원가율이 일정한 추세를 보이지 않아, 사업부문별 매출원가율이 상이하다는 사실에 기반하여 매출액에 연동하여 매출원가를 추정하였다. '매출원가, 원재료 및 상품 매입액, 원재료 매입' 순으로 비용이 세분화되므로, 향후 추정된 매출액에 따라 사업부문별 원재료 매입액을 산출하여 최종 매출원가를 추정하였다. **의료기기와 실리콘 사업부문은 상대적으로 낮은 매출원가율, 골이식재와 피부이식재 사업부문은 상대적으로 높은 매출원가율을 보이는 경향**으로 보아, 이러한 추정은 합리적으로 판단된다. 판매비와 관리비는 계정별 성격에 따라 변동비와 고정비로 구분하였다. 지급수수료, 광고선전비 등 변동비는 매출액에 연동하여 추정하였다. 감가상각비, 연구개발비 등 고정비는 최근 3개년 평균치를 적용하였다. 이자비용 중 차입금 관련 이자비용은 금리의 상승분을 반영하였고, 전환사채와 신주인수권부사채 관련 이자비용은 해당 사채의 전환스케줄에 따라 안분 계산하였다.

[자료 29] 사업부문별 매출액 대비 원재료 매입 비중												
구분	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	평균	
의료기기 등	2%	7%	5%	1%	2%	2%	6%	5%	4%	3%	4%	
골이식재	16%	26%	15%	40%	34%	24%	34%	46%	38%	42%	31%	
피부이식재	31%	66%	84%	108%	73%	42%	56%	65%	35%	52%	61%	
실리콘	10%	13%	15%	22%	20%	15%	17%	23%	55%	12%	20%	

출처: KUVIC 리서치 1팀

## Part IV. 밸류에이션

한스바이오메드에 대해 **목표주가 31,500원, 투자의견 Buy**를 제시한다. 목표주가는 **2025F PER 21.6배**를 적용하였다. 현재 주가(5/18, 13,630원) 기준 **상승여력은 131%**이다.

동사는 2020년 벨라젤 이슈로 인한 판매보충충당부채를 계상하여 적자전환하였으며, 이후 매출 회복세에 접어들었으나 전환사채(CB)와 신주인수권부사채(BW)과 관련한 영업외손익의 변동성이 커졌다. 특히 주가 변동으로 인한 파생상품평가손익을 추정할 수 없다. 따라서 동 리서치 팀은 BW의 만기 기한인 24년 10월까지의 동사의 밸류에이션을 적절히 평가하기가 어렵다고 판단하였다. 따라서 BW가 만기되는 24년 10월 이후인 25년 기준으로 동사의 내재가치를 추정하였다.

또한 동사의 PEER Group으로서 미용의료기기 6개사(클래시스, 루트로닉, 이루다, 제이시스메디칼, 원텍, 비올)와 골, 피부이식재 1개사(엘앤씨바이오)를 선정하였다. 그 후 동사의 목표 멀티플을 25년 미용의료기기(민트실+벨라젤 base case+기타) 매출 비중(68%)과 피부, 골이식재 매출 비중(32%)으로 가중평균하여 구하였다. 이처럼 멀티플을 도출한 이유는 미용의료기기로 분류되는 민트실, 벨라젤, 기타 제품들과 피부, 골이식재는 시장에서 분명히 다른 멀티플을 부여받고 있기 때문이다. 더 정확한 추정을 위해서는 각 제품의 OPM, NPM을 구하여 SOTP 밸류에이션을 하는 것이 맞으나, 동사의 각 제품별 OPM은 공개되지 않았고 추정이 불가능하기에 위와 같은 멀티플 추정 방법을 사용하였다.

마지막으로 향후 BW의 전환으로 인한 주식수 희석도 고려하였다. 현재 주식 수는 12,116,064주이나, 보수적으로 신주인권부사채 전환 가능 주식수 1,410,304를 주식 수에 모두 더하였다. 이를 통해 Target Price를 **31,500원**으로 제시한다.

[자료 30] 목표주가 산출

FWD PER		PER	
<b>미용의료기기 PEER</b>		당기순이익(단위: 억)	197
클래시스	18.6	목표 멀티플	21.6 x
루트로닉	11.8	목표 시가총액(단위: 억)	4,255
이루다	18.5	목표주가(단위: 원)	31,500
제이시스메디칼	14.6	상승여력	131%
원텍	12.8		
비올	13.2		
평균	14.9		
<b>피부, 골이식재 PEER</b>			
엘앤씨바이오	33.7		
<b>목표 FWD PER</b>			
	<b>21.6</b>		

출처: KUVIC 리서치 1팀

## 한스바이오메드(042520)

단위: 억원	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	670	801	591	745			
YoY	29.5%	19.6%	-26.2%	26.0%			
Bear					907	1,155	1,514
YoY					21.8%	27.4%	31.1%
Base					907	1,182	1,541
YoY					21.8%	30.4%	30.4%
Bull					907	1,209	1,568
YoY					21.8%	33.3%	29.7%
<b>사업부문별 매출액</b>							
민트실	79	137	227	325	431	593	827
골이식재	200	210	179	211	264	298	341
피부이식재	30	44	69	113	136	161	190
벨라젤	239	282	31	19			
Bear					0	27	80
Base					0	53	107
Bull					0	80	134
기타	122	128	85	76	76	76	76
<b>매출총이익</b>	401	425	292	457			
Bear					535	708	965
Base					535	724	981
Bull					535	740	997
GPM	59.9%	53.1%	49.5%	61.4%			
Bear					59.0%	61.3%	63.7%
Base					59.0%	61.3%	63.7%
Bull					59.0%	61.2%	63.6%
<b>영업이익</b>	126	-34	-198	13			
Bear					36	123	268
Base					36	131	276
Bull					36	139	284
OPM	18.8%	-4.3%	-33.5%	1.7%			
Bear					4.0%	10.7%	17.7%
Base					4.0%	11.1%	17.9%
Bull					4.0%	11.5%	18.1%
<b>순이익</b>							
Bear					-15	87	248
Base					-15	95	256
Bull					-15	103	264
<b>당기순이익</b>	95	-182	-221	49			
Bear					-12	67	191
Base					-12	73	197
Bull					-12	79	203
NPM	14.2%	-22.7%	-37.4%	6.6%			
Bear					-1.3%	5.8%	12.6%
Base					-1.3%	6.2%	12.8%
Bull					-1.3%	6.5%	13.0%