

[월간 리서치] 글로벌 헬스케어 처방전

# 코스피의약품 회복, 코스닥의약품 강세 지속 전망

[제약/바이오]

김승민 sm.kim.a@miraeasset.com

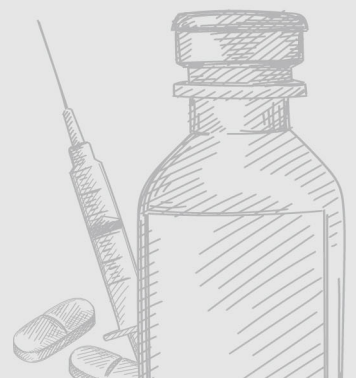
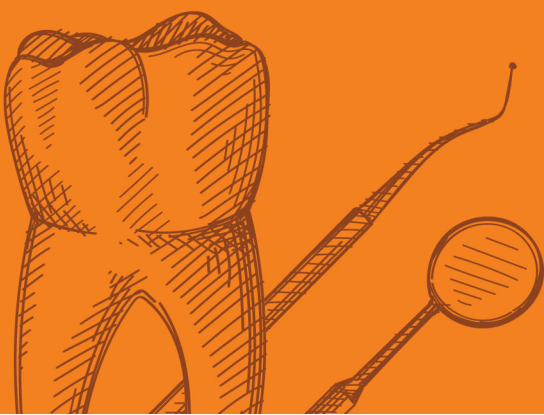
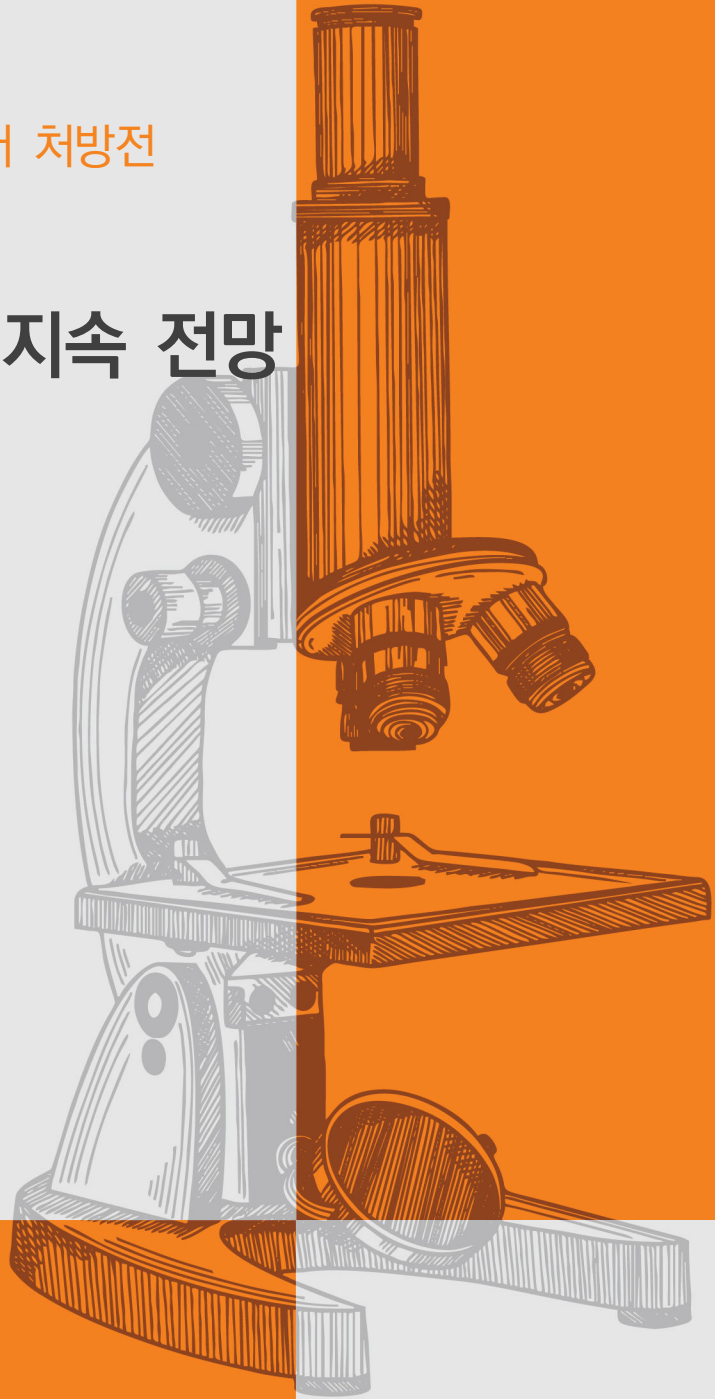
서미화, Ph.D mihwa.seo@miraeasset.com

조세은 seeun.jo@miraeasset.com

[의료기기/디지털헬스]

김충현, CFA choonghyun.kim@miraeasset.com

박선영 seunyoung.park@miraeasset.com



CONTENTS

<b>I. 미래에셋증권 헬스케어 처방전 6월호</b>	<b>3</b>
Top Picks: 삼성바이오로직스, SK바이오팜, 클래시스	3
<b>II. 제약/바이오 투자전략 및 Top picks</b>	<b>6</b>
1. 정책 우려 완화/빅딜에 따른 글로벌 제약/바이오 섹터 투자심리 개선 예상	7
2. 사노피, 블루프린트 메디신스 인수	9
3. BMS, 바이오엔텍과 PD-L1xVEGF 이중항체 파트너십 계약	10
4. 리제네론, 한소의 GLP-1/GIP 이중작용제 라이선스-인	14
5. ASCO 2025: 주요 초록 발표 및 하이라이트	17
6. 삼성바이오로직스 인적분할 발표 및 수주 공시	25
7. 에스티팜 NDR 후기	31
8. 주요 카탈리스트	33
9. 2025 글로벌 제약/바이오 주요 딜 질병/모달리티 구분	35
<b>III. 의료기기/디지털헬스 투자전략 및 Top picks</b>	<b>38</b>
1. 의료기기/디지털헬스 투자전략	38
2. 미용: 외국인 피부과 관광객 200만 시대를 향하여	43
3. 디지털헬스: 살아남기 위한 각자도생	62
4. 치과: 상위업체는 외형성장 둔화, 하위업체는 구조조정 중	69
5. 진단: 섹터 내 로테이션 아이디어	73
6. 넥스트바이오메디컬, 넥스피어-F 미국 내 허가 가속화 전망	76
7. 수술로봇 Case Study: 2가지 성공전략	78
8. 글로벌 의료기기/디지털 헬스 기업 1Q25 실적 Review	89
9. 주요 Catalyst	96
<b>IV. 글로벌 산업 데이터</b>	<b>98</b>
주요 의약품 처방 데이터	98
외국인 의료관광객 피부미용관련 지출 통계	101
관세청 수출 데이터	102
글로벌 의료서비스 관련 데이터	105
<b>V. 글로벌 주가 Performance</b>	<b>106</b>

## I. 미래에셋증권 헬스케어 처방전 6월호

### Top Picks: 삼성바이오로직스, SK바이오팜, 클래시스

미래에셋증권 헬스케어 처방전 6월호 Top picks는 **삼성바이오로직스(207940)**, **SK바이오팜(326030)**, **클래시스(214150)**로 제시한다.

**삼성바이오로직스(207940):** 인적분할을 통해 CDMO 고객사로부터 이해상충 우려가 해소, 수주 경쟁력을 높일 전망이다. 또한, 기존 연결 실적에 성장률/마진율이 로직스보다 낮은 에피스가 포함되었기에 과소평가 되어 온 바, 이 또한 해소가 가능하다. 로직스는 글로벌 CDMO 플레이어 중 가장 높은 성장률(25F 매출 +28% vs. 론자 +20%)과 마진율(25F EBITDA 마진율 48% vs. 론자 30%)이 전망되며, 분할 전 주가 캐털리스트는 1) 미국의약품 관세 우려 완화, 2) 5공장 가동에 따른 추가 수주, 3) 6공장 투자 발표가 될 것으로 예상된다.

**SK바이오팜(326030):** 최근 미국 의약품 관세에 대한 불확실성, 기대치를 하회한 1Q25 실적 등으로 주가가 급락했으나, 이는 과도한 주가 하락으로 판단한다. 1Q25에 둔화되었던 TRx 처방이 3월 이후 반등세를 유지하고 있다. 기존 3, 4차 처방에서 올해 2차 처방 등 앞선 치료 라인으로의 전환을 주요 마케팅 과제로 삼고 있으며, 5월 엑스코프리 DTC 광고를 개시했다. 엑스코프리와의 시너지가 기대되는 2<sup>nd</sup> 프로덕트의 도입은 빠르면 상반기, 늦어도 연내 예정이다.

**클래시스(214150):** 지난 4Q24 이루다와 합병이후 비용절감 시너지가 빠르게 발생하며 당초 예상보다 높은 이익률을 이어나가고 있다. 2025년은 이루다와 함께 본격적으로 글로벌 확장에 박차를 가할 것으로 보인다. 2Q25 유럽에서 볼뉴머 및 슈링크 유니버스, 3Q25 미국서 Secret Max 출시가 예정되어 있다. 또한 직접영업을 본격적으로 개시하는 일본도 주목할만하다. 2025년 실적은 매출 3,403억원(40% YoY)으로 EBD와 주사요법 등 모든 미용 의료기기 통합 매출 1위로 올라설 것으로 기대된다.

### 제약/바이오 투자전략

지난 5월, 트럼프의 MFN 약가 인하 행정명령, 2028년 IRA 약가 협상 가이드라인이 발표되며 가파른 섹터의 조정이 나타났으나, 에이비엘바이오, 지아이노베이션, 올릭스 등 코스닥 바이오텍의 기술수출 기대감과 미국 정책 우려가 완화됨에 따라 긍정적인 주가 흐름을 보였다. 인적분할을 발표한 삼성바이오로직스는 삼성그룹 지배구조 개편 가능성 해석으로 분할 발표 전/후 급등락을 보였고, 국내 비상장사 알지노믹스는 릴리와 최대 1.9조원 규모의 기술이전 계약을 체결했고, 다수의 국내 기업 항암 데이터가 ASCO 2025에서 발표, 기업들은 파트너십을 논의했다.

6월, 글로벌 제약/바이오 섹터 투자심리 개선에 따른 코스피의약품의 회복, 기술수출/파트너십 성과 도출 및 기대감에 따른 코스닥의약품 강세가 지속될 것으로 예상된다. 미국 정책 불확실성이 지속되고 있으나, 완화될 사항이다. 긍정적인 점은 최근 빅파마들의 사업개발(M&A/라이선스/파트너십)이 증가하고 있다는 것이다. 사노피는 7년만에 가장 큰 규모 \$9.5bn의 M&A를, BMS는 \$11bn의 파트너십을, 화이자와 리제네론은 \$6bn, \$2bn의 라이선스 계약을 체결했고, 머크 또한 \$3bn 이상 M&A가 거론되고 있다. 미국 정부 정책에 대비한 전략으로 해석할 수도 있겠고, 미국 정책 불확실성에도 불구하고 사업개발은 여전히 활발하다는 것을 보여준다. 코스피의약품/코스닥의약품의 긍정적인 주가 흐름을 기대할 수 있다. 릴리-카무르스의 비만/당뇨 장기지속 플랫폼 라이선스 계약으로 펩톤에 대한 투자심리 악화, 섹터 전반의 주가 하락을 보였으나 국내 기업들의 기술수출 및 임상 데이터 발표 모멘텀은 여전히 유효하다는 판단이다. 6월 주목할 만한 이벤트로는 알테오젠, 리가켄바이오, 에이비엘바이오의 기술수출 여부, 올릭스의 파트너십 여부, 지아이노베이션의 GI102 임상2상 데이터, 한미약품의 HM15275 임상1상 데이터, 디앤디파마텍의 DD01 임상2상 데이터, SK바이오팜의 2<sup>nd</sup> Product 도입 여부 등이고 주요 학회는 유럽 류마티스학회(EULAR) 6/11~14, 미국당뇨학회(ADA) 6/20~23 등이다.

우리의 탐픽은 5공장 가동과 더불어 추가수주, 6공장 투자 발표가 기대되고, 인적 분할로 이해 상충 우려 해소가 가능한 **삼성바이오로직스(207940)**, 의약품 관세 정책, MFN 약가 정책, 1분기 실적 하회로 적정 기업 가치 대비 과도한 주가 조정이 나타났고, 6월 내 2<sup>nd</sup> Product 도입 가능성이 있는 **SK바이오팜(326030)**, 관심종목은 빅파마들의 BBB 셔틀 확보 경쟁이 시작된 가운데 GSK 기술 수출 외에도 추가적인 기술수출을 기대할 수 있는 **에이비엘바이오(298380)**다.

**의료기기/디지털헬스 투자전략**

**미용:** 지난 5월은 1Q25 견조한 실적과 함께 상위 미용업체들의 주가가 상당히 좋았다. 외국인 피부과 관광객 유입으로 인한 내수시장 활성화와 수출지역 다각화에 의한 수출호조가 이어지고 있어 펀더멘탈은 여전히 견고하다. 다만, 작년말부터 주가랠리를 거듭한만큼 작은 노이즈에도 이익실현 물량이 얼마든지 출회될 수 있다는 점은 기억할 필요가 있다.

**진단:** 팬더믹 기간동안 늘어난 고객 베이스에 기반한 수출호조가 이어지며 견조한 외형성장이 이어지고 있다. 이로 인해 고정비부담이 감소하며 마진 개선도 함께 진행 중이다. 2Q25는 호흡기 질환이 감소하는 계절적 비수기이나, 2Q25 실적이 견조하다면 하반기 실적 기대감이 커질 수 있다.

**디지털 헬스:** 디지털 헬스 기업들의 각자도생이 이어지고 있다. 특히 해외 진출은 이제 막 시작하는 단계로 급격한 실적개선이 일어나기보다는 이벤트 달성이 더 중요하다. 다만, 이벤트 발생 시점을 합리적으로 예측하기 어렵다는 점에서 불확실성이 존재한다.

**치과:** 치과 업황이 회복할 기미를 보이지 않고 있다. 특히 우리나라의 핵심 수출시장인 중국의 부진이 지속되고 있다. 과거에 비해 주가가 많이 조정받은 만큼 단기적인 반등이 관찰되기도 하지만, 펀더멘탈 관점에서는 주의가 필요하다.

2025년 6월 가장 기대하는 국내 기업은 유럽에서 볼뉴머 및 슈링크 유니버스 출시가 예정되어 신제품효과가 기대되는 **클래시스(214150)**다. 2025년 글로벌 시장에서는 수술로봇, PFA 등 혁신 기술로 시장을 주도하며 미국 관세정책 영향에서 상대적으로 피해를 덜 받는 기업을 주목한다. **스트라이커(SYK US)**와 **보스톤사이언티픽(BSX US)**이 주목할 만하다.

## II. 제약/바이오 투자전략 및 Top picks

지난 5월, 트럼프의 MFN 약가 인하 행정명령, 2028년 IRA 약가 협상 가이드라인이 발표되며 가파른 섹터의 조정이 나타났으나, 에이비엘바이오, 지아이노베이션, 올릭스 등 코스닥 바이오택의 기술수출 기대감과 미국 정책 우려가 완화됨에 따라 긍정적인 주가 흐름을 보였다. 인적분할을 발표한 삼성바이오로직스는 삼성그룹 지배구조 개편 가능성 해석으로 분할 발표 전/후 급등락을 보였고, 국내 비상장사 알지노믹스는 릴리와 최대 1.9조원 규모의 기술이전 계약을 체결했고, 다수의 국내 기업 항암 데이터가 ASCO 2025에서 발표, 기업들은 파트너십을 논의했다.

6월, 글로벌 제약/바이오 섹터 투자심리 개선에 따른 코스피의약품의 회복, 기술수출/파트너십 성과 도출 및 기대감에 따른 코스닥의약품 강세가 지속될 것으로 예상된다. 미국 정책 불확실성이 지속되고 있으나, 완화될 사항이다. 긍정적인 점은 최근 빅파마들의 사업개발(M&A/라이선스/파트너십)이 증가하고 있다는 것이다. 사노피는 7년만에 가장 큰 규모 \$9.5bn의 M&A를, BMS는 \$11bn의 파트너십을, 화이자와 리제네론은 \$6bn, \$2bn의 라이선스 계약을 체결했고, 머크 또한 \$3bn 이상 M&A가 거론되고 있다. 미국 정부 정책에 대비한 전략으로 해석할 수도 있겠고, 미국 정책 불확실성에도 불구하고 사업개발은 여전히 활발하다는 것을 보여준다. 코스피의약품/코스닥의약품의 긍정적인 주가 흐름을 기대할 수 있다. 릴리-카무르스의 비만/당뇨 장기지속 플랫폼 라이선스 계약으로 펩트론에 대한 투자심리 악화, 섹터 전반의 주가 하락을 보였으나 국내 기업들의 기술수출 및 임상 데이터 발표 모멘텀은 여전히 유효하다는 판단이다. 6월 주목할 만한 이벤트로는 알테오젠, 리가캠바이오, 에이비엘바이오의 기술수출 여부, 올릭스의 파트너십 여부, 지아이노베이션의 GI102 임상2상 데이터, 한미약품의 HM15275 임상1상 데이터, 디앤디파마텍의 DD01 임상2상 데이터, SK바이오팜의 2<sup>nd</sup> Product 도입 여부 등이고 주요 학회는 유럽 류마티스 학회(EULAR) 6/11~14, 미국당뇨학회(ADA) 6/20~23 등이다.

우리의 탐픽은 5공장 가동과 더불어 추가수주, 6공장 투자 발표가 기대되고, 인적 분할로 이해 상충 우려 해소가 가능한 **삼성바이오로직스(207940)**, 의약품 관세 정책, MFN 약가 정책, 1분기 실적 하회로 적정 기업 가치 대비 과도한 주가 조정이 나타났고, 6월 내 2<sup>nd</sup> Product 도입 가능성이 있는 **SK바이오팜(326030)**, 관심종목은 빅파마들의 BBB 셔플 확보 경쟁이 시작된 가운데 GSK 기술 수출 외에도 추가적인 기술수출을 기대할 수 있는 **에이비엘바이오(298380)**다.

### 1. 정책 우려 완화/빅딜에 따른 글로벌 제약/바이오 섹터 투자심리 개선 예상

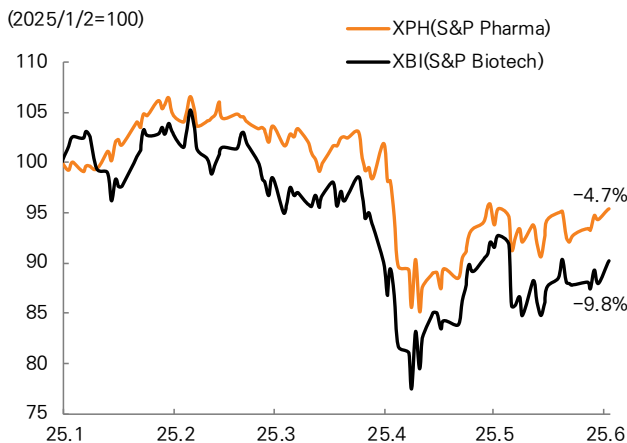
글로벌 제약/바이오 섹터는 YTD 부진한 흐름을 보여왔다. XPH(글로벌 빅파마 ETF)와 XBI(글로벌 바이오텍 ETF)의 YTD 수익률은 -5%, -10%다. 시장 대비 언더퍼폼의 이유는 미국 정책 리스크 때문이다. 1) 의약품 관세 정책, 2) MFN 약가 정책, 3) IRA 약가 협상 정책, 4) 미국 보건복지부 예산 삭감 및 FDA 인사 리스크 등이다.

국내 제약/바이오 섹터는 코스피와 코스닥이 엇갈린다. CDMO, 바이오시밀러, 미국 허가 신약 등 기업 구성 코스피의약품은 글로벌 섹터 센터에 연동되어 YTD -2% 흐름을 보였다. 반면, 라이선스-아웃 성과(올릭스-릴리, 알테오젠-아스트라제네카, 에이비엘바이오-GSK 등)를 도출한 바이오텍 위주 구성 코스닥의약품은 YTD +13%로 시장을 이겨왔다.

글로벌 섹터センチ멘트 개선에 따른 코스피의약품의 회복과 라이선스-아웃/파트너십 등을 통한 코스닥의약품의 강세가 지속될 것으로 예상된다. 미국 정책 불확실성이 지속되고 있으나, 완화될 사항이다. XPH와 XBI는 점진적으로 회복되고 있다. 08년 오바마케어, 15년 힐러리 약가 정책, 18년 트럼프 1기 MFN 약가 정책, 22년 바이든의 IRA 약가 협상 등 의약품 산업에 대한 부정적인 정책에도 불구하고 빅파마/바이오텍의 실적은 우상향을 그려왔다.

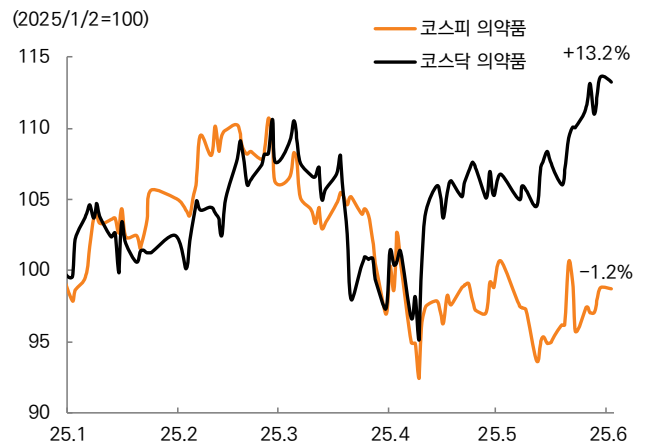
긍정적인 점은 빅파마들의 사업개발(M&A/라이선스/파트너십)이 증가하고 있다는 것이다. 사노피는 7년만에 가장 큰 규모 \$9.5bn의 M&A를, BMS는 전체 규모 \$11bn의 파트너십을, 화이자는 전체 규모 \$6bn의 라이선스 계약을, 리제네론은 전체 규모 \$2bn의 라이선스 계약을 체결했다. 미국 정부 정책에 대비한 전략으로도 해석할 수도 있겠고, 정책 불확실성에도 불구하고 사업개발은 여전히 활발하다는 것을 보여준다. 활발한 사업개발은 섹터センチ멘트 개선으로 이어진다. 코스피의약품/코스닥의약품의 긍정적인 주가 흐름을 기대할 수 있다.

그림 1. 미국 제약/바이오 YTD 수익률



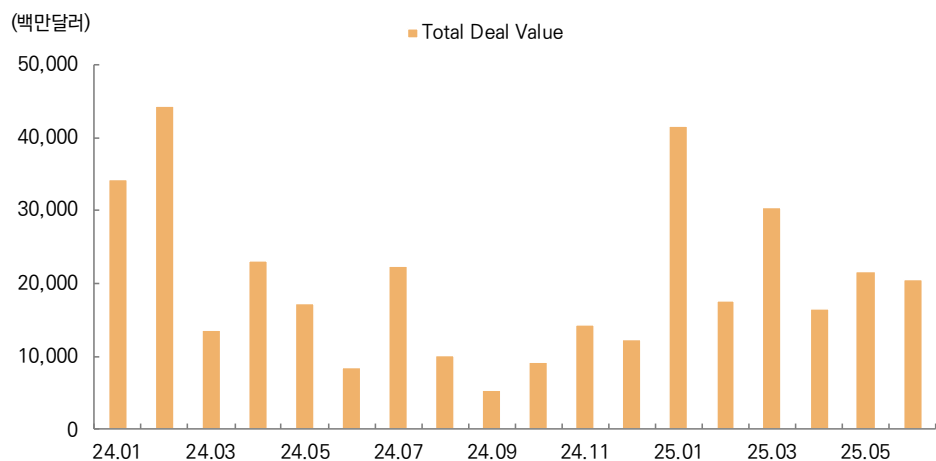
자료: QuantWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 한국 제약/바이오 YTD 수익률



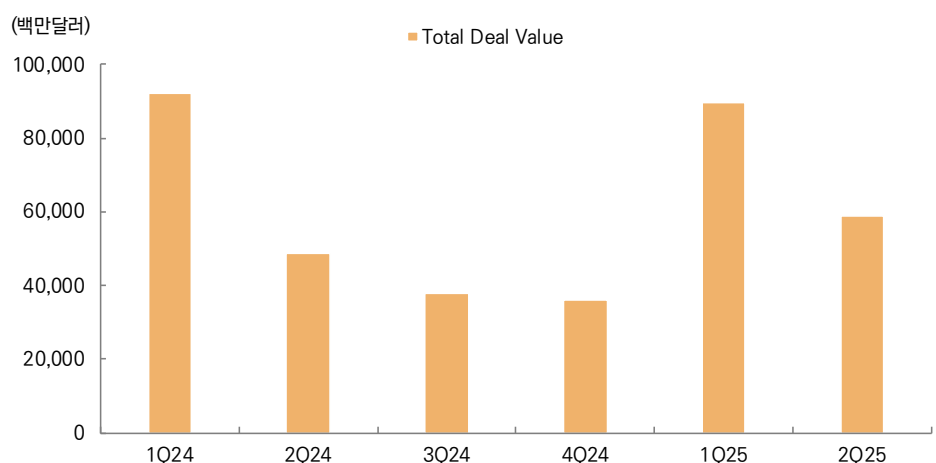
자료: QuantWise, 미래에셋증권 리서치센터

**그림 3. 월별 총 3억 달러 이상 M&A 및 Licensing 딜**



자료: Evaluate, 미래에셋증권 리서치센터

**그림 4. 분기별 총 3억 달러 이상 M&A 및 Licensing 딜**



자료: Evaluate, 미래에셋증권 리서치센터

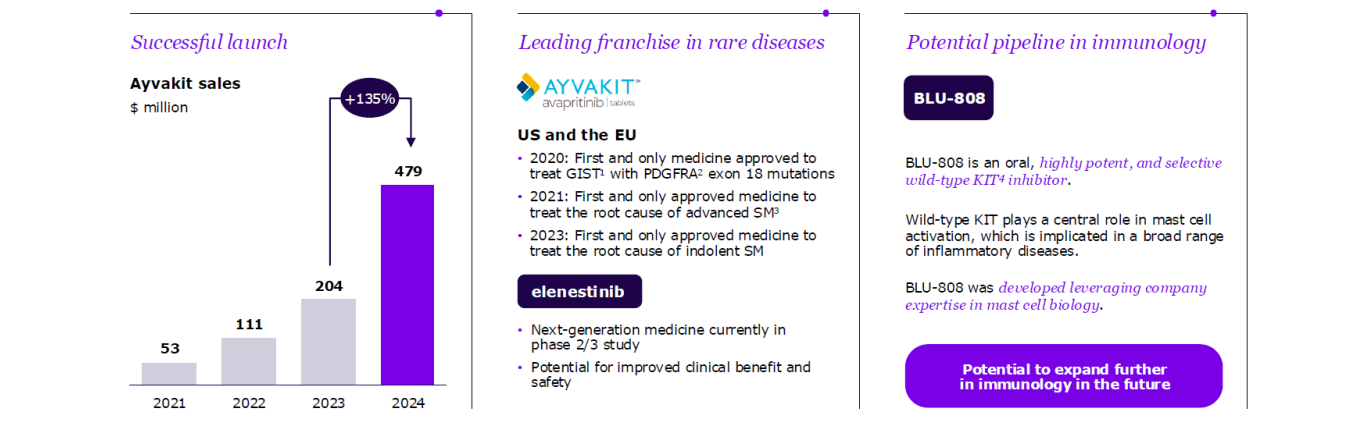
## 2. 사노피, 블루프린트 메디신스 인수

6/2, 사노피(Sanofi, SNY US)는 미국 바이오텍 블루프린트 메디신스(Blueprint Medicines, BPMC US)를 인수한다고 밝혔다. 1주당 129달러로 전일 종가 대비 +27% 프리미엄, 추가로 최대 6달러 CVR 발행 조건으로 전체 계약규모는 91억달러(+CVR 4억달러)다. 이번 M&A는 지난 2018년 사노피가 혈우병 전문 바이오버라티브를 118억달러에 인수한 이후 최대 규모 M&A다.

블루프린트의 상업화 신약은 KIT inhibitor 전신성 비만세포증(SM) 치료제 아이바킷(Ayvakit, avapritinib)으로 24년 매출액 \$478mn(+135% YoY)을 기록했다. 지난 1Q25 실적발표에서 2030년 아이바킷 매출액을 \$2bn 수준으로 예상한 바 있고, 전체 비만세포증 프랜차이즈 연간 최대 매출액이 \$4bn에 달할 것으로 예상한 바 있다. 이번 거래는 연간 최대 매출액의 x2.3 수준이다. 파이프라인에는 아이바킷 후속으로 개발중인 차세대 KIT D816V inhibitor elenstinib이 임상2/3상 중이고, 광범위한 염증성 질환 치료제 가능성을 가진 경구용 KIT inhibitor BLU-808이 초기 임상 중에 있다.

한편, 사노피는 지난 4월 소비자건강사업부 오펠라 지배 지분을 매각(\$11.4bn)하고 Bolt-on 인수를 위한 외부 성장 기회를 모색할 것으로 밝힌 바 있고, 최근 리제네론과 공동개발 중인 만성 폐쇄성 폐질환(COPD) 후보물질 이테페키맵 3상에서 실패한 바 있다.

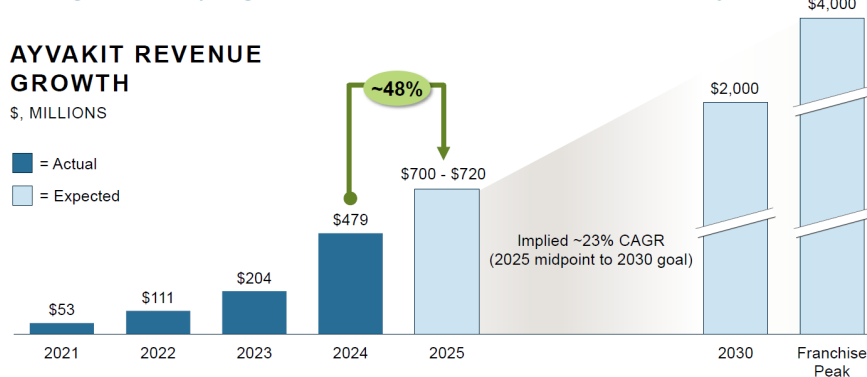
그림 5. Mastocytosis(비정상적으로 활성화된 비만세포가 체내에 과도하게 축적되어 다양한 증상을 유발하는 희귀질환) 리더 블루프린트



자료: Blueprint Medicines, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 블루프린트 메디신스 2025년 가이드스 및 장기 목표

2025 guidance progresses AYVAKIT toward \$2 billion by 2030



자료: Blueprint Medicines, 미래에셋증권 리서치센터

### 3. BMS, 바이오엔텍과 PD-L1xVEGF 이중항체 파트너십 계약

6/2, 브리스톨마이어스쿱(BMS, BMY US)은 독일 바이오텍 바이오엔텍(BNTX US)과 PD-L1xVEGF-A 이중항체 BNT327의 글로벌 공동 개발 및 상업화 파트너십 계약을 체결했다고 밝혔다. 계약금은 \$1.5bn, 28년까지 이벤트 비연동 마일스톤 \$2bn, 마일스톤 \$7.6bn으로 전체 규모 \$11bn의 대형 거래다. 개발 비용과 수익에 대해서 50:50으로 분배하는 조건이다. BNT327은 비소세포폐암(NSCLC)과 소세포폐암(SCLC) 임상3상 중이고, 올해 삼중음성유방암(TNBC) pivotal 임상을 시작할 계획이다.

BNT327은 바이오엔텍이 작년 11월 중국 바이오텍 Biotheus를 인수하며 확보한 에셋이다. 당시 거래 규모는 계약금 \$800mn, 성과 기반 마일스톤 \$150mn으로 전체 규모 \$950mn 수준이었다. 거래 직후 머크는 중국 바이오텍 LaNova의 PD-1xVEGF 이중항체에 대한 글로벌 권리를 계약금 \$588mn, 마일스톤 포함 토탈 \$3.28bn에 확보했고, 최근 화이자도 중국 바이오텍 3S Bio의 PD-1xVEGF 이중항체에 대한 권리를 계약금 \$1.25bn, 마일스톤 포함 토탈 \$6.05bn에 확보했다.

섬밧/아케소의 ivonescimab이 머크의 PD-1 키트루다(pembrolizumab)보다 우수한 데이터를 발표한 후부터 현재까지 PD-(L)1xVEGF 이중항체 임상 개발 경쟁 및 에셋 확보 경쟁이 치열하다. PD-(L)1xVEGF 이중항체는 PD-(L)1 단독 항체 또는 PD-(L)1 항체+VEGF 항체 병용요법 대비 종양미세환경 조절(PD-(L)1 타겟)과 혈관 정상화(VEGF 타겟)에 동시 작용함으로써 우월한 데이터를 도출하고 있다. 이번 파트너십으로 BMS도 PD-1 이후 면역항암제 개발 경쟁에 뛰어들었다. 현재 주요 PD-(L)1 플레이어는 머크, BMS, 아스트라제네카, 로슈 등이다.

다만, PD-1xVEGF에 대한 장밋빛 전망만 있는 건 아니다. Ivonescimab의 OS 데이터에 대한 우려가 있다. 5/30, PD-1xVEGF 이중항체 선두 ivonescimab의 첫번째 글로벌 임상 3상(HARMONi) 결과가 발표되었다. 본 데이터는 키트루다를 능가했던 중국 임상시험 데이터가 실제 글로벌 임상시험에서도 재현될 수 있을지 확인할 수 있는 시험이다.

HARMONi는 이전에 3세대 EGFR TKI 치료를 받고 실패한 EGFR 변이 비소세포폐암(NSCLC) 환자 대상 ivonescimab+chemo vs. 위약+chemo 대조 임상시험으로, 임상 결과 무진행 생존기간(PFS)에 대해 통계적으로 유의하고 임상적으로 의미있는 개선 효과를 보였다(Hazard Ratio 0.52, 95% CI:0.41-0.66; p<0.00001). 그러나 전체 생존기간(OS)에 대해 긍정적인 개선 경향을 보였으나 통계적 유의성을 달성하지 못했다(Hazard Ratio 0.79, 95% CI:0.62-1.01; p=0.057). FDA 승인을 얻기 위해서 통계적으로 유의미한 OS 개선이 필요하기에 섬밧은 향후 BLA 신청 시기를 결정할 것이라 밝혔다.

한편, 지난 4월 중국 임상 HARMONi-2의 OS 데이터 분석에서도 기대 이하의 중간 결과를 도출한 바 있기에 우려는 더 컸다. HARMONi-2 중간 분석에서 PFS Hazard Ratio 0.51, p<0.0001이었으나, OS Hazard Ratio 0.777은 통계적으로 유의하지 않았다(데이터 성숙도 39%). 때문에 지난 4월 이후 현재까지 Summit의 기업가치는 약 -50% 가까이 하락했다.

그림 7. BMS와 바이오엔텍의 PD-L1xVEGF 이중항체 파트너십 개요

Anti-VEGF-A

Anti-PD-L1 VHH

**Maximizing Potential of Next-generation Immunomodulator BNT327 with Global Co-development and Co-commercialization Partnership**

- Bispecific antibody targeting PD-L1 and VEGF-A
- Over 1,000 patients treated in clinical trials
- Broad development in 10+ indications with initial registrational trials ongoing

**Potential to transform standard of care and establish new IO backbone treatment option for patients with high unmet medical needs**

자료: BMY, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. BMS와 바이오엔텍의 PD-L1xVEGF 이중항체 BNT327 개요

<p><b>&gt;1,000</b> patients enrolled</p>	<p>Clinical activity across indications</p>
<p><b>10+</b> indications studied<sup>1</sup></p>	<p>Including SCLC, NSCLC, TNBC, RCC, MPM and others</p>
<p><b>20+</b> clinical trials ongoing or planned</p>	<p>Including studies in 1L or 2L+ with SoC &amp; novel combinations</p>
<p><b>3</b> global registrational trials</p>	<p>Focus on 1L TNBC, SCLC, and NSCLC</p>

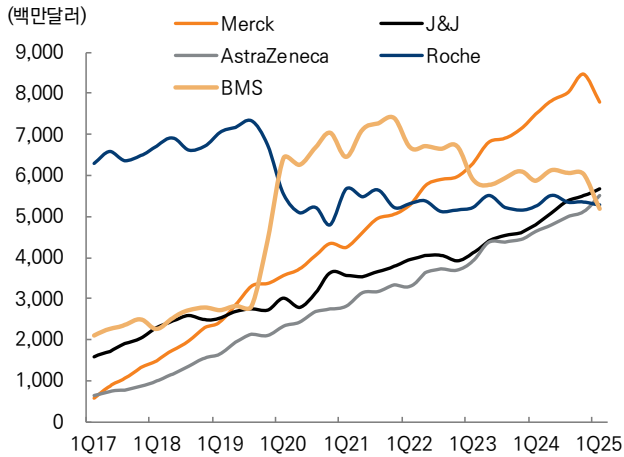
자료: BMY, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. BMS와 바이오엔텍의 PD-L1xVEGF 이중항체 BNT327 파트너십 딜 팀

<b>Co-Development</b>	<p>&gt; Cost share of joint trials 50:50 (subject to certain exceptions) BioNTech and BMS retain full rights to exploit any of its proprietary assets in combination with BNT327</p>
<b>Co-Commercialization</b>	<p>&gt; Co-commercialization in all global markets: BioNTech to book sales in the U.S. and BMS to book sales outside the U.S.</p>
<b>Financial</b>	<p>&gt; BMS will pay BioNTech \$1.5 billion in an upfront payment and \$2 billion in non-contingent anniversary payments through 2028</p>
<b>Milestones</b>	<p>&gt; Up to \$7.6 billion in future development, regulatory and commercial milestones to BioNTech</p>
<b>Profit &amp; loss sharing</b>	<p>&gt; Both companies will equally share profits and losses globally. Each company will only recognize their share of both R&amp;D and SG&amp;A</p>
<b>Operational execution</b>	<p>&gt; BioNTech is market authorization holder in US, EU, UK, China and Türkiye BMS is market authorization holder in Rest of World</p>

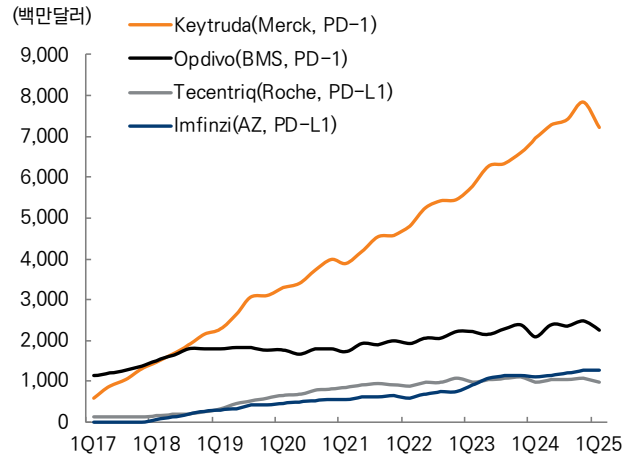
자료: BMY, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 주요 빅파마 항암제 부문 분기 매출 추이



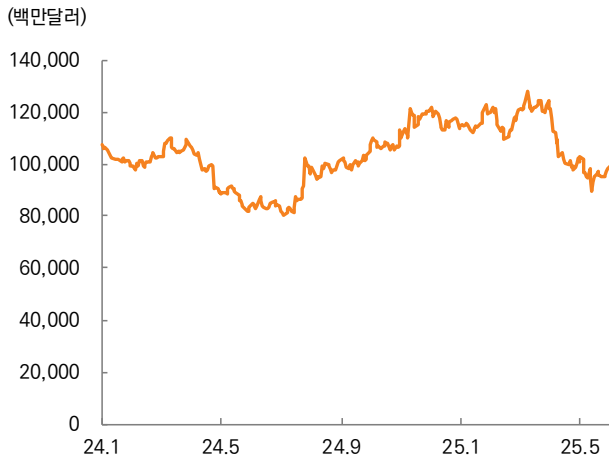
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 주요 PD-(L)1 면역항암제 분기 매출 추이



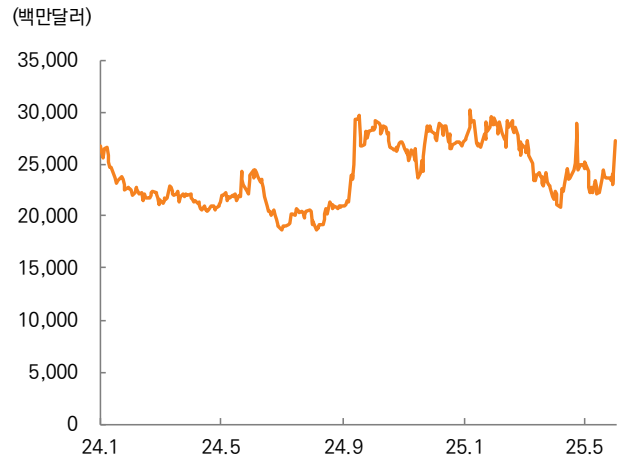
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. BMS 시가총액 추이



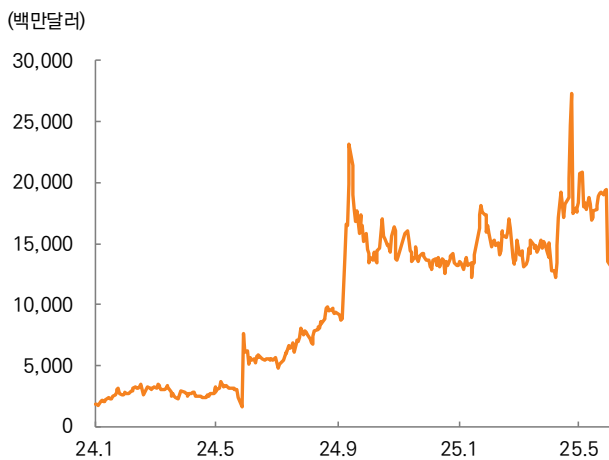
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. BioNTech 시가총액 추이



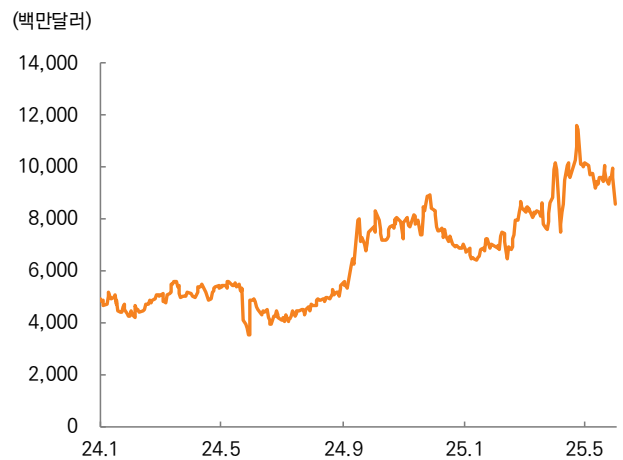
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. Summit Therapeutics 시가총액 추이



자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. Akso 시가총액 추이



자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. PD-(L)1xVEGF 이중항체 개발, 딜 및 임상현황

Project	타겟	개발사	라이선시	계약시기	계약금	전체 계약 규모	임상 현황
Ivonescimab	VEGF x PD-1	Akeso	Summit Therapeutics	2022.12	\$500mn	\$5.5bn	글로벌 임상3상 (비소세포폐암) 중국 임상3상 (고형암)
BNT327	VEGF x PD-L1	Biotheus	BioNTech/ BMS	2024.11 2025.06	Biotheus→BioNTech \$800mn BioNTech→BMS \$1.5bn	Biotheus→BioNTech \$950mn BioNTech→BMS \$11bn	글로벌 임상 3상 (비소세포폐암/소세포폐암)
SSGJ-707	VEGF x PD-1	3SBio	Pfizer	2025.05	\$1.25bn	\$6.05bn	중국 임상3상 (비소세포폐암)
SCTB14	VEGF x PD-1	Sinocelltech					중국 임상2/3상 (비소세포폐암)
AP505	VEGF x PD-L1	AP Biosciences					중국 임상2상 (고형암/대장암)
JS207	VEGF-A x PD-1	Junshi					중국 임상2상
Palverafusp alfa (IMM2510)	VEGF x PD-L1	ImmuneOnco	Instil	2024.08	\$50mn	\$2.05bn	중국 임상2상 (비소세포폐암/삼중음성유방암)
RC148	VEGF x PD-1	RemeGen					중국 임상2상 (유방암)
Sotiburafusp alfa	VEGFR1 x PD-L1	Huabo Biopharm					중국 임상2상 (신장암)
AI-081	VEGF x PD-1	OncoC4 /Acrolmmune					미국 임상1/2상 (고형암)
MHB039A	VEGF x PD-1	Minghui Pharma					중국 임상1/2상 (고형암)
MK-2010	VEGF x PD-1	LaNova	Merck	2024.11	\$588mn	\$3.28bn	중국/호주 임상1/2상 (고형암)
CVL006	VEGF x PD-L1	Convalife					중국 임상1상 (고형암)
SG1408	VEGF x PD-L1	Hangzhou Sumgen					중국 임상1상 (고형암)

자료: OncologyPipeline, 미래에셋증권 리서치센터

### 4. 리제네론, 한소의 GLP-1/GIP 이중작용제 라이선스-인

6/2, 리제네론(Regeneron, REGN US)은 중국 제약사 한소제약(Hansoh, 3692 HK)의 GLP-1/GIP 이중작용제 HS-20094의 글로벌 라이선스 계약을 체결했다고 밝혔다. 계약금은 \$80mn, 마일스톤 포함 전체 \$2bn 규모의 계약이다. 리제네론에 따르면 HS-20094는 현재 미국에서 시판중인 GLP-1/GIP 이중작용제(릴리 켈바운드)와 잠재적으로 유사한 프로필을 가지고 있다. 한소는 HS-20094에 대해 중국에서 이미 1,000명 이상의 환자를 대상으로 연구 중이다. 현재 중국에서 비만 적응증 임상3상, 당뇨 적응증 임상2b상 중이다.

한편, 리제네론은 체중감량의 질을 향상시키는(근손실을 줄이는) 임상2상(COURAGE) 중간 결과도 공개했다. GLP-1 세마글루타이드(위고비)±Myostatin 항체 trevogrumab±Activin A 항체 garetosmab 병용요법 임상시험으로, 중간 결과 세마글루타이드(위고비)로 인한 체중 감소의 34.5%가 근육량 감소에 기인한 것으로 나타났다. 세마글루타이드+트레보그루맙 저용량/고용량 병용요법은 세마글루타이드 단독 대비 순수 근육량 보존율이 50% 이상 높았고, 세마글루타이드+트레보그루맙+가레토스맙 병용요법에서는 세마 단독 대비 80% 높았다. 다만, 3종 병용요법은 내약성 및 부작용으로 인한 중단 비율이 상당히 높았다.

한소와의 계약과 COURAGE 중간 데이터를 볼 때, 체중 감량의 질을 높이는 것이 비만치료제 시장의 중요한 성공 요소임을 알 수 있다. 로슈도 GLP-1/GIP 이중작용제와 자사의 Myostatin 항체 병용임상을 예고한 바 있다. 그럼에도, 이 영역에서도 릴리가 가장 앞서있다. 릴리는 버사니스(Versanis Bio)를 인수하며 확보한 Activin 타겟 항체 비마그루맙과 위고비/켈바운드 병용 임상 중에 있고 비마그루맙+위고비 임상2b상 데이터가 곧 발표될 예정이다. 한편, 국내 한미약품은 전임상에서 지방 감소 및 근육 증가 효과를 확인한 UCN-2 유사체 HM17321의 올 하반기 임상 진입을 앞두고 있고, GLP-1/GIP/GCG 삼중작용제 HM15275의 임상1상 중간 데이터가 ADA 2025에서 공개될 예정이다.

표 2. 리제네론 COURAGE 임상 중간 데이터

	Semaglutide (n=151)	Sema+trevogrumab lower (n=149)	Sema+trevoumab higher (n=152)	Sema+trevo+garetosmab (n=147)
<b>Lean mass</b>				
Change in lean mass (SE), in lbs	-7.9 (0.64) lbs	-3.7 (0.64) lbs	-4.2 (0.66) lbs	-2.0 (0.75) lbs
(% of total weight loss)	(-34.5%)	(-17.0%)	(-16.8%)	(-6.6%)
% preservation of lean mass (compared to semaglutide monotherapy)	---	50.80%	51.30%	80.90%
<b>Fat mass</b>				
Change in fat mass (SE), in lbs	-15.3 (0.90) lbs	-16.9 (0.90) lbs	-18.9 (0.93) lbs	-25.4 (1.06) lbs
(% of total weight loss)	(-66.3%)	(-78.1%)	(-76.3%)	(-84.4%)
% increase in fat loss (compared to semaglutide monotherapy)	---	17.80%	15.10%	27.30%
<b>Body weight</b>				
Change in body weight (SE), in lbs	-23.0 (1.12) lbs	-21.6 (1.15) lbs	-24.8 (1.15) lbs	-30.0 (1.26) lbs
(% change in body weight)	(-10.4%)	(-9.9%)	(-11.3%)	(-13.2%)
<b>Adverse Event</b>				
TEAE	64.90%	68.20%	68.20%	77.20%
Severe TEAE	2.00%	1.40%	3.30%	10.10%
TE-SAE	0.70%	0.70%	1.30%	6.70%
TEAE leading to treatment discontinuation	4.60%	4.10%	10.60%	28.30%
Treatment-related TEAE	47.00%	48.60%	56.30%	63.80%

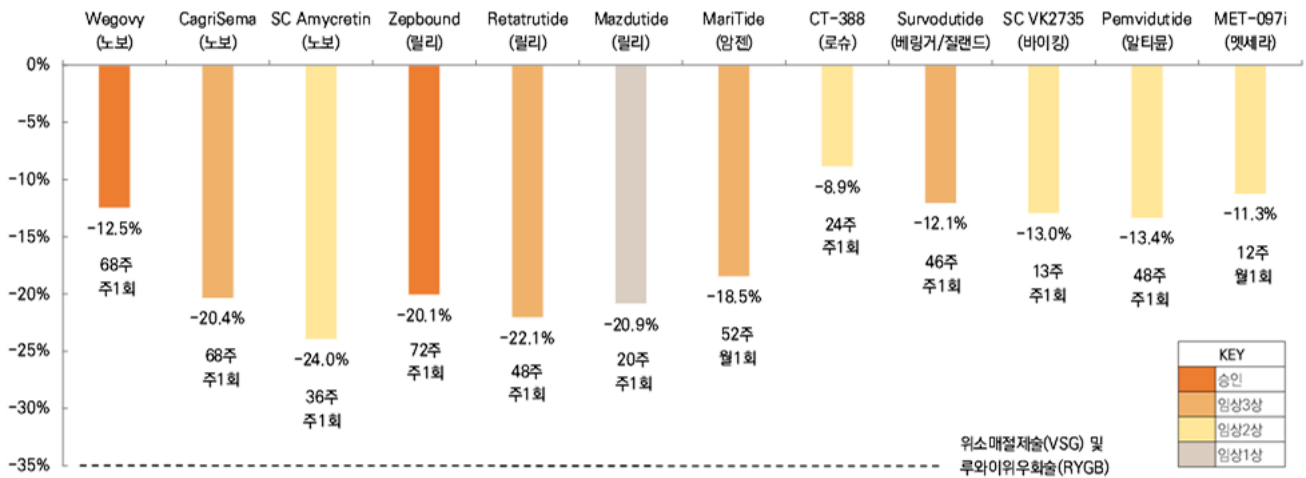
자료: 리제네론, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 비만 치료제 주요 기업 2025년 주요 이벤트

	Drug	기전	모달리티	투약	용법	2Q25	3Q25	4Q25
노보노디스크	Wegovy	GLP-1	펩타이드	SubQ	Weekly			
	Oral sema 25mg	GLP-1	펩타이드	Oral	Daily			PDUFA 허가
	Cagrisema	GLP-1/ Amylin	펩타이드	SubQ	Weekly	REDEFINE-11(3상) 시작		
	NN9542	GLP-1/GIP	-	SubQ	Weekly	임상2상 데이터		
	Oral Amycretin	GLP-1/ Amylin	펩타이드	Oral	Daily			임상1b상 데이터
	Amycretin	GLP-1/ Amylin	펩타이드	SubQ	Weekly			임상1b상/2b상 데이터
	NN9662	GLP-1/GIP/ GCG	-	SubQ	-			임상1상 탐라인 데이터
	UBT251	GLP-1/GIP/ GCG	펩타이드	SubQ	Weekly			중국 임상2상 데이터
	NN9638	Amylin	펩타이드	SubQ	-			임상1상 데이터
일라이릴리	orforglipron	GLP-1	저분자화합물	Oral	Daily	ACHIEVE-1(당뇨 3상) 데이터		
	orforglipron	GLP-1	저분자화합물	Oral	Daily		ATTAIN-1, 2 (비만 3상) 데이터	FDA 허가 신청
	bimaglumab	Actyvin	항체	IV or SubQ	Monthly	+semaglutide 임상2b상 데이터		
	eloralintide	Amylin	펩타이드	SubQ	-	임상2상 데이터		
로슈	CT-388	GLP-1/GIP	펩타이드	SubQ	Weekly			임상2상 중간 데이터
	CT-996	GLP-1	저분자화합물	Oral	Daily			임상2상 중간 데이터
화이자	Oral GLP-1	GLP-1	저분자화합물	Oral	Daily			임상 1상 데이터
아스트라제네카	AZD5004	GLP-1	저분자화합물	Oral	Daily			임상2b상 탐라인 데이터
	AZD6234	Amylin	펩타이드	IV or SubQ	-			임상2상 중간 데이터
	AZD4144	NLRP3	저분자화합물	Oral	-			임상1상 중간 데이터
암젠	maridebart cafraglutide	GLP-1/ GIP anta	펩타이드/ 항체 접합체	SubQ	Monthly	임상2상 데이터		MARITIME(임상3상) 시작
머크	MK-4082	GLP-1	저분자화합물	Oral	Daily			임상1상 시작
리제네론	trevogrumab	Mycostatin	항체	SubQ	-	임상2상 데이터		
멧세라	MET-097i	GLP-1	펩타이드	SubQ	Weekly	임상2상 데이터		임상3상 시작
	MET-097i	GLP-1	펩타이드	SubQ	Monthly			Monthly 임상2상 시작
	MET-097o/ MET224o	GLP-1	펩타이드	Oral	Daily			임상1상 개시 및 중간 데이터
	MET-233i	Amylin	펩타이드	SubQ	Monthly	임상1상 데이터		임상2상 시작
한미약품	HM15275	GLP-1/GIP/ GCG	펩타이드	SubQ	Weekly	임상1상 데이터		임상2상 시작
메타비아	DA-1726	GLP-1/GCG	펩타이드	SubQ	Weekly			임상1상 추가 데이터

자료: Clinicaltrials.gov, 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 주요 SC 제형 비만 신약/후보물질 효용성 비교



주: MET-097 제외 위약 조정 기준  
 자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 주요 SC 제형 비만 신약/후보물질 파이프라인 비교

	Wegovy (노보)	CagriSema (노보)	SC Amycretin (노보)	Zepbound (릴리)	Retatrutide (릴리)	Mazdutide (릴리)
물질 기전	GLP-1	Amylin/GLP-1	Amylin/GLP-1	GIP/GLP-1	GIP/GCGR/GLP-1	GLP-1/GCGR
물질 구분	펩타이드	펩타이드+ 펩타이드	펩타이드	펩타이드	펩타이드	펩타이드
투약 주기	주1회	주1회	주1회	주1회	주1회	주1회
현재 임상	출시 완료	임상3상	임상 1b/2a상 완료	출시 완료	임상3상	임상1상
임상명	STEP 1	REDEFINE 1	-	SURMOUNT-1	TRIUMPH	-
적응증	비만	비만	비만	비만 + MASH	비만	비만
관찰 기간	68주	68주	36주	72주	48주	20주
최대 용량	2.4mg	2.4mg+2.4mg	20mg	15mg	12mg	16mg
치료군 변화	-14.9%	-22.7%	-22.0%	-22.5%	-24.2%	-21.0%
위약군 변화	-2.4%	-2.3%	2.0%	-2.4%	-2.1%	-0.1%
치료군 중단	7.0%	-	-	6.2%	16.1%	12.5%
위약군 중단	3.1%	-	-	2.6%	0.0%	25.0%
비고		25년 상세 데이터 발표				중이노벤트 중국 내 권리 인수로 3상 완료

	MariTide (암젠)	CT-388 (로슈)	Survodutide (베링거/질렌드)	SC VK2735 (바이킹)	Pemvidutide (알타룬)	MET-097i (멧세라)
물질 기전	GIPR길항제/GLP-1	GIP/GLP-1	GCGR/GLP-1	GIPR/GLP-1	GCGR/GLP-1	GLP-1
물질 구분	항체-펩타이드	펩타이드	펩타이드	미공개	펩타이드	펩타이드
투약 주기	월1회	주1회	주1회	주1회	주1회	주1회
현재 임상	임상3상 등록	임상2상	임상3상	임상2상 완료	임상2상 완료	임상2b상
임상명	MARITIME	NCT06525935	SYNCHRONIZE	VENTURE	MOMENTUM	VESPER
적응증	비만 +/- T2D	비만 + T2D	비만 + MASH	비만 + MASH	비만 + MASH	비만
관찰 기간	52주	24주	46주	13주	48주	12주
최대 용량	420mg	12mg	4.8mg	15mg	2.4mg	1.2mg
치료군 변화	-20.0%	-18.9%	-14.9%	-14.7%	-15.6%	-11.3% (위약 조정)
위약군 변화	-1.5%	-10.0%	-2.8%	-1.7%	-2.2%	-
치료군 중단	11.0%	16.7%	24.6%	13.0%	19.6%	-
위약군 중단	-	14.3%	3.9%	14.0%	2.2%	-
비고				2Q25 임상3상 개시		25년 중반 2b상 탑라인 발표

자료: Clinical Trials, 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

### 5. ASCO 2025: 주요 초록 발표 및 하이라이트

표 5. 국내외 제약/바이오 기업 ASCO 2025 초록 주요 내용

기업명	초록 번호	타이틀	초록 주요 내용
AstraZeneca	LBA4	HR+/HER2- 진행성 유방암에서 1차 내분비요법 중 ESR1 돌연변이 발생 시 camizestrant +CDK4/6 억제제 조기 병용: ctDNA 기반 SERENA-6 3상 연구 결과	HR+/HER2- 유방암에서 1차 AI+CDK4/6 억제제 치료 중 ESR1 돌연변이 발생 시 camizestrant로 조기 전환함으로써 기존 치료 지속 대비 무진행 생존기간(mPFS 16.0개월 vs. 9.2개월)이 유의하게 개선됨을 확인. ctDNA 기반 조기 전략의 임상적 유용성을 입증한 최초의 글로벌 3상 연구.
	LBA5	절제가능한 위암/위식도접합부암(GC/GEJC)에서 durvalumab+FLOT 병용의 무사건생존율(EFS): 3상 MATTERHORN 연구 결과	D(durvalumab)+FLOT 병용은 P+FLOT 대비 무사건 생존기간(mEFS N/R vs. 32.8개월)을 유의하게 개선했으며, 전체 생존기간 중간 분석(mOS N/R vs. 47.2개월)에서도 긍정적 경향을 보였음. D+FLOT 병용요법이 글로벌 표준치료로 자리 잡을 가능성을 시사.
	LBA1008	HER2+ 진행성/전이성 유방암 1차 치료에서 trastuzumab deruxtecan(T-DXd)+pertuzumab vs taxane+trastuzumab+pertuzumab(THP): DESTINY-Breast09 중간 분석 결과	중간 분석 결과, T-DXd + pertuzumab은 THP 대비 무진행 생존기간(mPFS 40.7개월 vs. 26.9개월)을 유의하게 연장했으며, ORR과 DOR에서도 우수한 결과를 보였음. 특히, 24개월 PFS율은 70.7%를 기록(vs. THP 52.1%)했으며, 내약성도 기존 병용과 유사함을 확인.
	LBA4002	HER2+ 절제불가/전이성 위암 또는 위식도접합부 선암 환자에서 2차 치료로서 trastuzumab deruxtecan vs ramucirumab+paclitaxel: DESTINY-Gastric04 3상 주요 분석 결과	T-DXd는 기존의 2차 치료 표준요법인 RAM+PTX 대비 전체 생존기간(mOS 14.7개월 vs. 11.4개월)과 무진행 생존기간(mPFS 6.7개월 vs. 5.6개월)을 유의하게 개선했음. 특히, cORR 반응률은 44.3%를 기록(vs. 29.1%)했으며, 안전성은 기존 T-DXd 프로파일과 일치.
Gilead	511	초기 삼중음성 유방암(TNBC) 환자에서 sacituzumab govitecan+pembrolizumab 병용의 반응 기반 선행보조요법: NeoSTAR 2상 연구 결과	SG+pembro 병용요법은 초기 TNBC 환자 중 SG/P 단독 직후 수술군에서 병리학적 완전관해율(pCR) 34%를 기록했고, 전체 환자군에서 pCR 50%를 기록했음. 향후 SG/P 단독 또는 병용 전략의 최적 시기 및 지속기간에 대한 후속 연구 필요.
Gilead/Kite	2020	단일세포 전사체 분석을 통한 CD226 발현 증가 및 억제성 CNS 환경에서의 CD19-CAR-T 기능 향상 규명: 난치성 CNS 림프종 대상 연구	난치성 중추신경계 림프종(CNSL) 환자에서 axi-cel(CAR-T 세포 치료) 투여 후, 뇌척수액(CSF) 및 말초혈(PB) 샘플을 채취해 CAR-T 세포의 조직별 전사체 변화를 단일세포 수준에서 정밀 분석한 결과, 특히 CSF 내 CAR-T 세포는 T세포 억제 및 탈진 관련 유전자의 발현이 증가했음.
	7003	재발 및 불응성 B세포 림프종(BCL) 환자를 대상으로 한 KITE-363(CD19/CD20 이중 표적 CAR-T) 치료의 1상 연구	KITE-363은 CD19 escape 방지를 위한 이중 표적 CAR-T로, 고위험 R/R BCL 환자에서 Dose Level 3 기준 객관적 반응률(ORR) 87%, 완전관해(CR) 78%를 기록. 우수한 안전성을 보였으며, 기존 CAR-T 미경험 환자에서 강한 확장성 확인.
Merck/Gilead	LBA109	이전 치료 이력이 없는 PD-L1 양성 진행성 삼중음성 유방암(TNBC)에서 SG+pembro vs. 화학요법+pembro: 무작위 3상 ASCENT-04/KEYNOTE-D19 연구의 주요 결과	SG+pembro 병용은 chemo+pembro 병용 대비 무진행 생존기간(PFS 11.2개월 vs. 7.8개월)을 통계적, 임상적으로 유의하게 개선시켰으며, 반응의 지속성(DOR 16.5개월 vs. 9.2개월)이 우수했음. 새로운 안전성 이슈는 없었고, 이상반응으로 인한 치료 중단도 더 적었음을 확인. 새로운 표준 치료의 가능성을 시사.
Merck	LBA5504	고위험 국소진행 자궁경부암 환자에서 pembrolizumab 병용 동시화학방사선요법: 3상 ENGOT-cx11/GOG-3047/KEYNOTE-A18 연구의 최종 분석 결과	중양 추적기간 41.9개월 결과, pembro+CCRT(동시화학방사선요법)군은 placebo+CCRT군 대비 고위험 국소진행 자궁경부암 환자에서 전체 생존율(36개월 OS 81.8% vs. 74.4%)과 무진행 생존율(24개월 PFS 70.6% vs. 59.7%)을 유의하게 개선했음. 추가 추적 관찰에서도 새로운 표준 치료로서의 근거를 강화.
	3508	KRAS G12C 변이를 가진 진행성 대장암(CRC) 환자 대상 KRAS G12C 억제제 MK-1084의 KANDLELIT-001 연구 결과	MK-1084 단독 및 병용요법(cetuximab±mFOLFOX6)은 KRAS G12C 변이 CRC 환자에서 항종양 활성을 보였음. cetuximab 병용군은 ORR 50%로 가장 높았으며, 삼중 병용요법은 아직 초기 데이터로 낮은 반응을 기록. 이상반응은 예상 범위 내 조절 가능 수준.
	4507	HIF-2α 억제제 belzutifan의 von Hippel-Lindau(VHL) 질환 관련 종양 대상 효과: 2상 LITESPARK-004 연구의 5년 추적 결과	5년간의 장기 추적 결과, VHL 유전성 질환 관련 비전이성 신장암(RCC), 중추신경계 혈관종(CNS HB), 횡장 신경내분비종양(pNET)을 가진 환자에서 지속적인 항종양 효과와 관리 가능한 안전성을 입증. ORR은 RCC 70%, CNS HB 50%, pNET 90%였으며, 48개월 시점의 PFS 유지율은 RCC 81%, CNS HB 79%, pNET 96%으로 나타났음.
Merck/Daichi Sankyo	7005	재발 및 불응성 미만성 거대 B세포 림프종(R/R DLBCL) 환자 대상 zilovertamab vedotin+표준치료 병용의 WaveLINE-003 2/3상 연구 결과	ZV+R-GemOx 병용요법은 R/R DLBCL 환자에서 최대 57%의 ORR를 기록했으며, 1.75 mg/kg 용량에서 가장 높은 반응과 허용 가능한 독성 프로파일을 보였음. 해당 용량이 권장 2상 용량으로 확정되었으며, 현재 3상으로 확대 진행 중.
	8501	진행성 비소세포폐암(aNSCLC) 1차 치료에서 datopotamab deruxtecan(Dato-DXd)+pembrolizumab±백금기반 화학요법(Pt-CT): TROPION-Lung02 연구 결과	Dato-DXd+pembro±Pt-CT 병용요법은 진행성 비소세포폐암 1차 치료에서 ORR 55~56%와 DOR 최대 20.1개월을 기록했으며, Pt-CT를 제외한 doublet 요법에서 특히 내약성과 반응 지속성이 우수했음. triplet 요법은 더 높은 초기 반응률을 기대할 수 있으나 PFS 측면에서는 doublet 요법과 차이가 작았음.

기업명	초록 번호	타이틀	초록 주요 내용
Novartis	516	HR+/HER2- 조기 유방암(Stage II/III)에서 ribociclib(RIB)+NSAI의 유효성 및 안전성: 폐경 여부 및 연령별 NATALEE 서브분석	RIB+비스테로이드성 아로마타제 억제제(NSAI) 병용군은 폐경 여부 및 연령과 무관하게 전체 하위군에서 NSAI 단독 대비 침습성 무병생존(DFS)을 개선시켰음. 젊은 폐경 전 환자군에서 병의 악성도는 높지만 치료 유지력이 가장 높았으며, 내약성도 우수했음.
	6516	만성기 만성골수성백혈병(CML-CP) 환자에서 1차 TKI 이후 asciminib(ASC) 치료의 효과 및 안전성: 2상 ASC2ESCALATE 연구 중간 분석 결과	1차 TKI 치료 후 불충분한 반응을 보이거나 부작용으로 중단한 CML-CP 환자를 대상으로 ASC는 2차 치료로서 높은 분자반응률과 기존 데이터에 부합하는 안전성을 보여주었음. 향후 용량 증량 전략에 따른 반응 향상 여부도 추가 분석 예정.
	6501	새로 진단받은 만성기 만성골수성백혈병(CML-CP) 환자에서 asciminib vs nilotinib: ASC4START 3b상 연구의 주요 결과 - 이상반응으로 인한 치료 중단까지의 시간(TTDAE) 평가	중간 추적기간 9.7개월 시점에서 asciminib 투여군은 nilotinib 대비 AE로 인한 중단 비율이 유의하게 낮았고(5.6% vs. 12.1%), TTDAE HR(Hazard Ratio) 0.45로 내약성 측면에서 우위를 보였음. 조기 분자반응을 또한 더 높았음을 확인.
Roche	1003	PIK3CA 변이 HR+/HER2- 내분비저항성 진행성 유방암 환자 대상 1차 치료로 inavolisib 병용요법의 3상 최종 전체 생존(OS) 분석: INAVO120 연구	임상 결과, inavolisib+PALBO+FULV 병용요법은 위약군 대비 전체 생존기간(mOS 34개월 vs. 27개월) 및 객관적 반응률(ORR 62.7% vs. 28.0%)에서 임상적 유의미성과 통계적 유의성을 입증. 장기 추적에서도 새로운 안전성 이슈 없이 내약성이 유지되었음.
ImmuneOncia	2516	진행성 간세포암(HCC) 환자에서 차세대 CD47 단일클론항체 IMC-002와 lenvatinib 병용의 1b상 용량 확장 연구	최소 1차 전신 치료에 실패한 진행성 HCC 환자에서 차세대 항-CD47 단일클론항체 IMC-002+lenvatinib 병용요법은 객관적 반응률(ORR) 30%, 질병 조절률(DCR) 70%를 기록. 모든 이상반응은 Grade 1-2 수준으로 안전성도 우수했음.
LigaChem Bio/ NextCure	TPS3167	진행성 고형암 환자를 대상으로 한 B7-H4 표적 항체약물결합체 LNCB74 단독 요법의 1상 용량 탐색 및 확장 연구	MMAE 탑재 B7-H4 ADC LNCB74는 원숭이 독성 실험에서 기존 B7-H4 ADC 대비 우수한 안전성을 보였으며, 전임상에서는 강력한 항종양 효과를 보인 바 있음. 고형암 대상 임상1상에서 PK/PD, 발현량 기반 효능 확인 예정.
Onconic Therapeutics	TPS4227	진행성 췌장암 환자에서 이중 억제제 nesuparib 병용요법(mFOLFIRINOX 또는 GemAbraxane)의 안전성 평가를 위한 1b상 공개연구	차세대 PARP 억제제 nesuparib은 이전 1상에서 단독요법으로 객관적 반응률(ORR) 28.2% 및 질병 조절률(DCR) 64.1%를 기록한 바 있음. 현재 mFOLFIRINOX 또는 GemAbraxane 병용을 기반으로 한 용량 탐색 1b상 중.
	TPS5635	진행성 또는 재발성 MMR 정상형 자궁내막암 환자에서 1차 병용요법(paclitaxel/carboplatin +pembrolizumab) 이후 유지요법(pembro ± nesuparib)을 평가하는 2상 무작위 임상 연구	면역관문억제제 단독으로 효과가 제한적인 pMMR 자궁내막암에서 PARP 억제제 nesuparib 병용을 통해 유지요법 효과를 높일 수 있는 지 확인하는 것을 핵심 목표로 함. 주요 평가변수는 무진행 생존기간(PFS)으로, 지난 4Q24 임상 시작.
Tium Bio	TPS2691	담도암(BTC) 및 두경부암(HNSCC) 환자 대상 TU2218(TGFβ-R1/VEGFR-2 이중 억제제)+pembrolizumab 병용 2상 임상시험	TU2218+pembro 병용요법은 앞서 1상에서 안전성이 확인되었고, 권장 2상 용량으로 195mg/day가 설정되었음. 병용 시 객관적 반응률(ORR) 19% 및 질병 조절률(DCR) 63%를 기록한 바 있으며, 현재 BTC 및 HNSCC 환자를 대상으로 ORR을 평가하는 임상2상 진행 중.

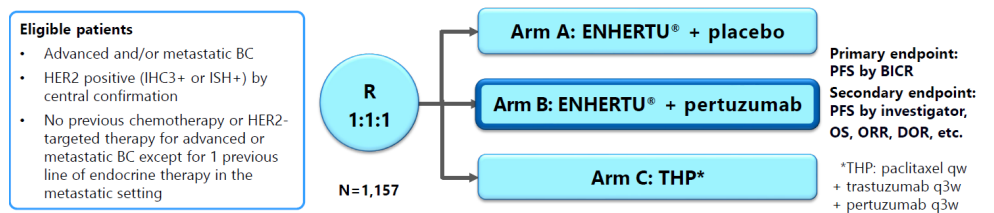
자료: ASCO 25, 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

### 1) 다이이피산교의 엔허투

엔허투의 DESTINY-Breast09 임상은 HER2 양성 유방암의 1차 치료제로써의 임상 3상 시험이다. 기존 표준치료법과 비교한 매우 중요한 임상이다. A군은 엔허투 단독요법, B군은 엔허투 + 퍼제타, C군은 표준 허셉틴 + 파클리탁셀 + 퍼제타(THP)를 투여했다.

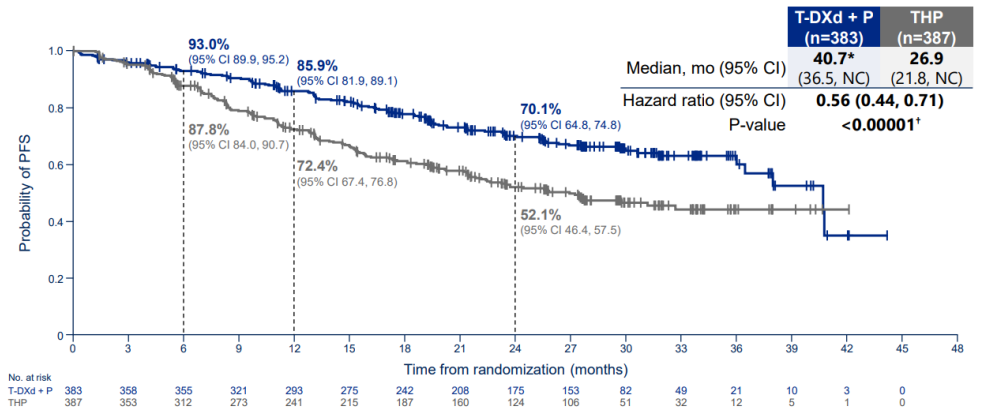
엔허투와 퍼제타 병용요법은 1차 치료에서 통계적으로 유의미하고 임상적으로 의미 있는 PFS 개선 효과를 입증했다. 엔허투 + 퍼제타 투여 시, mPFS가 40.7개월로 THP 시험군의 26.9개월보다 13.8개월 개선되었다. 2차 지표 중 ORR은 대조군 78.6% 대비 개선된 85.1%를 달성했다. 다른 2차 지표 중 OS 값은 측정 가능한 시점에 도달하지 않았다.

그림 17. DESTINY-Breaset09 임상 계획



자료: 다이이피산교, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. DESTINY-Breast09 1차 지표 개선



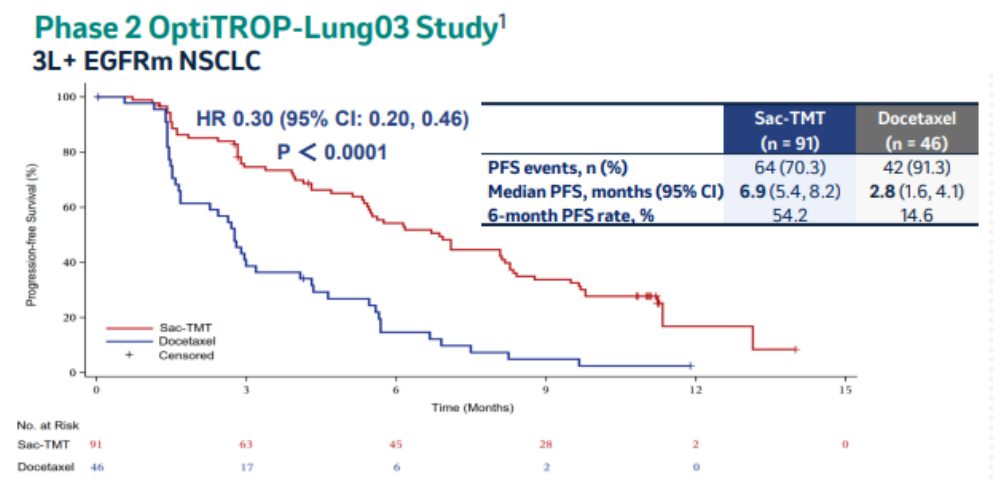
자료: 다이이피산교, 미래에셋증권 리서치센터

## 2) MSD와 켈론바이오텍의 Sac-TMT(sacituzumab tirumotecan)

머크와 공동 개발 중인 켈론의 Sac-TMT(Trop2 ADC)에 대한 결과도 발표되었다. Trop2 ADC 파이프라인을 보유한 길리어드와 다이이찌산쿄는 비소세포암에서 Trop2 ADC의 좋은 효능을 확보하고 있지 못하다.

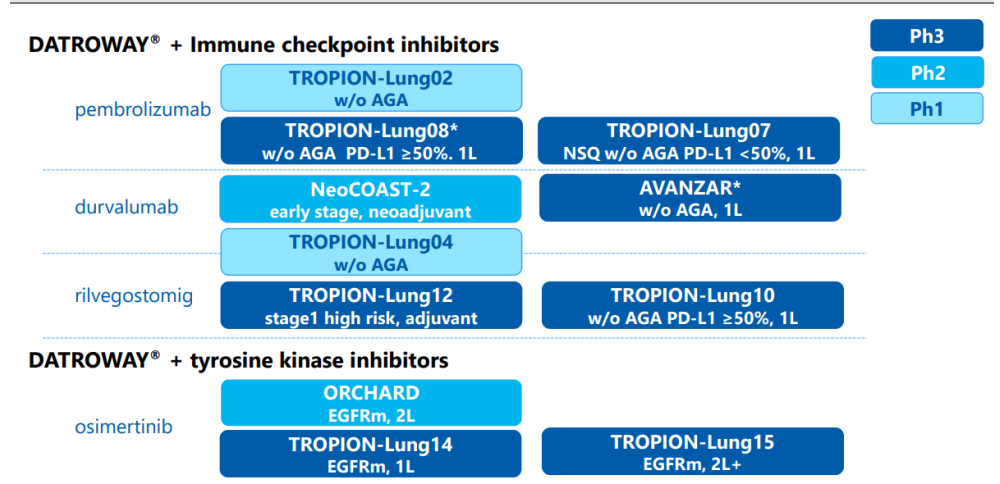
Sac-TMT(MK-2870/SKB264)는 Trop2를 타깃하며, 토포이소머라제 억제제가 결합된 ADC다. OptiTROP-Lung03 임상은 이전에 치료를 받은 진행성 EGFR 돌연변이 비소세포 폐암(NSCLC) 환자를 대상으로 하는 임상 2상이다. 플라시보는 도세탁셀(docetaxel)이다. Sac-TMT는 도세탁셀과 비교하여 통계적으로 유의미한 임상적 결과를 달성했다. 확인된 ORR은 45.1%(vs. 15.6%), PFS는 6.9개월(vs. 2.8개월)이다. OS는 두 그룹 모두 중앙값에 도달하지 않았다. 3등급 이상의 치료 관련 이상반응(TRAE)은 Sac-TMT군에서 56.0%, 도세탁셀군에서 71.7% 발생했으며, 치료 관련 중대한 이상반응(SAE)은 16.5%, 도세탁셀군에서 41.3% 발생했다. Sac-TMT는 OptiTROP-Lung03 연구 결과를 바탕으로 중국에서 폐암 치료제로 승인된 최초의 TROP2 ADC가 되었다.

그림 19. OptiTROP-Lung03 PFS 결과



자료: MSD, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. 다트로웨이를 이용한 폐암 적응증 임상 계획



자료: 다이이찌산쿄, 미래에셋증권 리서치센터

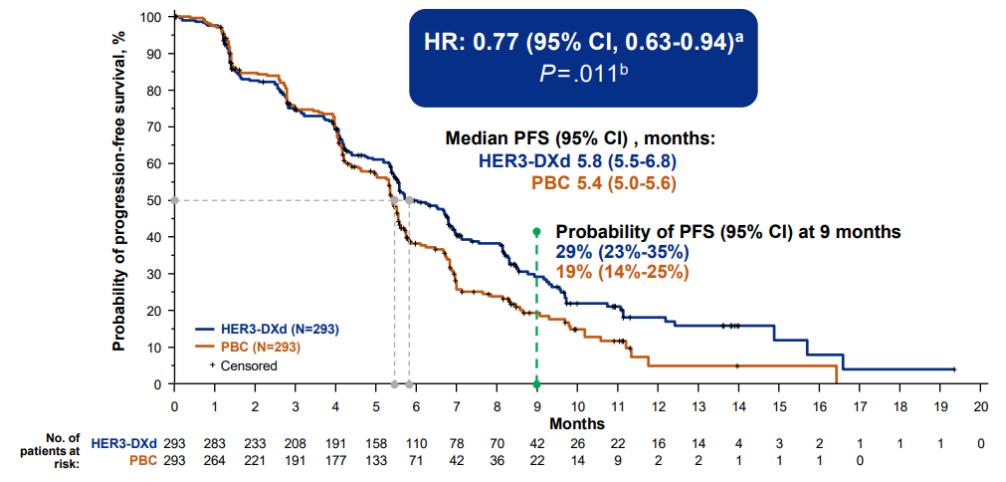
### 3) MSD와 다이이찌산쿄의 HER3-DXd(Patritumab Deruxtecan)

HER3-DXd(Patritumab Deruxtecan)는 HER3를 타겟하는 ADC로 토포아이스머라아제 저해제를 페이로드로 가지고 있다. 2023년 MSD가 다이이찌산쿄로부터 도입한 3가지 ADC 파이프라인 중 가장 임상이 앞서있는 파이프라인이다. 하지만 24년 6월, CRL을 수령했다. 이는 제3자 제조 현장을 조사한 결과로 인한 것이며 약물에 대한 이슈는 아닌 것으로 소통했다. 하지만 지난 5월 29일 BLA를 자발적으로 철회했다.

BLA를 신청했던 임상은 HERTHENA-Lung01으로 국소 진행성 또는 전이성 EGFR 변이 비소세포폐암 환자에 대한 임상이다. BLA 철회 결정은 통계적 유의성을 충족하지 못한 확장적 HERTHENA-Lung02 3상 임상시험의 전체 생존율(OS) 결과 때문이다.

HERTHENA-Lung02는 3세대 EGFR TKI(예: 오시머티닙, 레이저티닙, 오몰러티닙, 알플루티닙) 치료 실패 후 EGFR 활성화 돌연변이(엑손 19 결손 또는 L858R)가 있는 전이성 또는 국소 진행성 비소세포폐암 환자를 대상으로 HER3-DXd(3주마다 5.6mg/kg) 단독 요법과 페메트렉시드와 백금계 항암화학요법(4주기)의 효능 및 안전성을 평가하는 3상 시험이다. HERTHENA-Lung02의 1차 평가변수는 BICR에서 평가한 무진행 생존율(PFS)이다. mPFS는 시험군에서 5.8개월, 대조군 5.4개월로 0.4개월의 차이가 확인되었다.

그림 21. HERTHENA-Lung02 PFS 결과



자료: 다이이찌산쿄, 미래에셋증권 리서치센터

#### 4) 리가캠바이오의 LNCB74(B7-H4 ADC)

리가캠바이오의 파트너사 넥스큐어(NextCure)는 ASCO에서 LNCB74의 임상 계획에 대해 발표했다. LNCB74는 B7-H4 타겟에 MMAE 페이로드를 결합한 ADC 후보물질이다. 넥스큐어와 리가캠바이오가 공동개발 파트너십을 체결하고 개발 중인 파이프라인이다.

리가캠바이오와 파트너사 넥스큐어는 LNCB74(B7-H4 ADC) 임상 1상을 진행 중이다. 25년 1월 용량 증대 시험이 개시되었다. 4개 용량 코호트가 진행되며, 2번째 코호트가 완료되었고, 3번째 코호트를 여러 암종에 투여 중(25년 4월 기준)이다. 2025년 하반기 10개의 본연구 기관과 3개의 추가 연구 기관이 참여하여 Backfill 코호트를 시작할 계획이다. 26년 상반기 유방암, 난소암, 자궁내막암 환자에서 PoC 데이터를 기대할 수 있다.

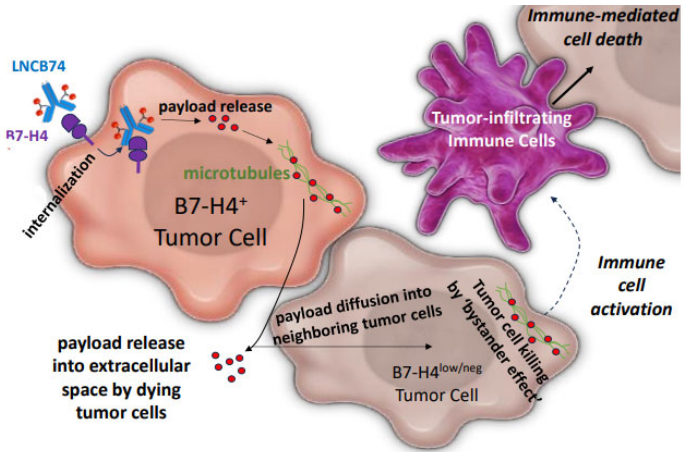
LNCB74 임상 1상의 목적은 안전성 및 내약성을 확인, 최대 내약 용량 및/또는 권장 2상 용량을 정의, 약동학(PK) 및 약력학(PD)을 분석해 LNCB74로 치료받은 전이성 고형암 환자에서 예비 효능을 평가하는 것이다. 종양 유형에는 난소암, 유방암, 자궁내막암, 담도암, 편평상피세포암이 포함된다.

B7-H4는 면역조절 단백질 B7 계열의 막관통 수용체로, 이 단백질의 발현은 난소암 및 유방암의 임상적 예후 불량과 관련이 있다. 다양한 종양 유형에서 높은 발현을 보이지만 정상 조직에서는 발현이 제한적이기 때문에 B7-H4는 항체 약물 접합체(ADC) 치료제의 좋은 타겟이다.

B7-H4는 ADC 임상 후보물질의 타겟 중 4번째로 많이 연구되는 타겟이다. 하지만 임상이 앞선 B7-H4 ADC 파이프라인의 결과가 좋지 않다. 25년 1월 머사나의 XMT-166은 임상 1상 데이터 발표에서 중간 용량 투여 시, ORR 23%를 발표했다. 기대보다 낮은 효과로 당일 주가는 45% 하락했다. 하지만 추가 임상은 지속적으로 진행 중이다. 2025년에 용량 증량 및 Backfill 코호트에서 얻은 추가적인 1상 임상 데이터를 발표할 계획이다.

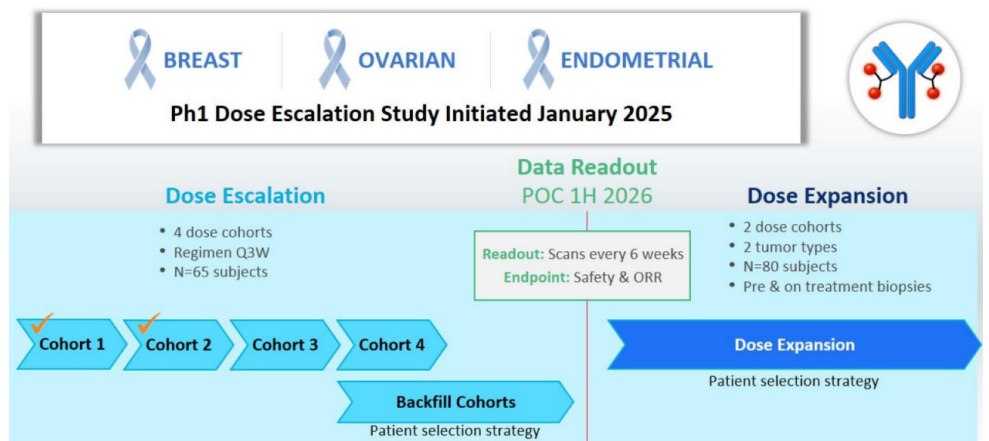
25년 2월에는 화이자가 B7H4V의 임상을 중단했다. 내부적으로 임상 데이터를 분석한 결과, 삼중음성유방암(TNBC)을 포함한 진행성 고형암 환자에서 기존 치료 대비 의미 있는 개선을 기대하기 어렵다는 결론을 내린 것으로 보인다. B7-H4의 경우 관심이 높은 타겟임에도 불구하고 아직 좋은 데이터를 확보한 파이프라인이 없어 LNCB74의 PoC 확보 및 효능 입증 이후 의미 있는 수준의 딜도 가능할 것으로 보인다. 참고로, 23년 GSK가 한소제약으로부터 임상 1상 단계의 TOP1 페이로드 기반 B7-H4 ADC를 16억 달러에 기술이전 받은 바 있다.

그림 22. B7-H4 ADC의 작용기전



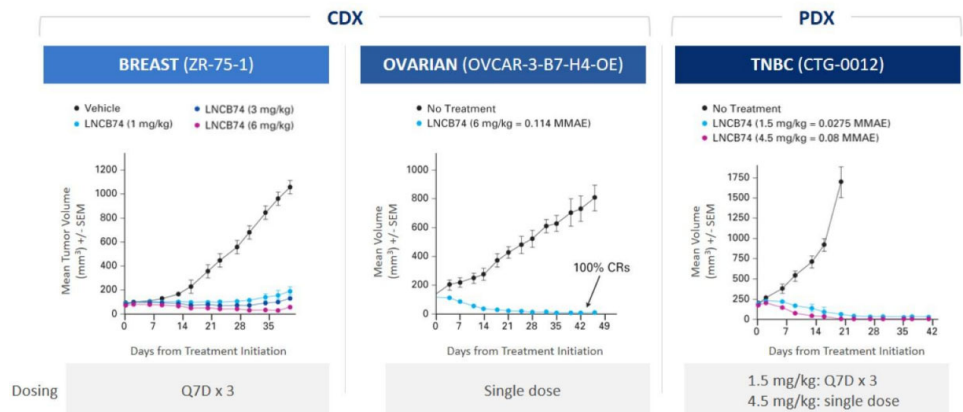
자료: 넥스큐어, 미래에셋증권 리서치센터

그림 23. LNCB74 임상 1상 계획



자료: 넥스큐어, 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. CDX, PDX 모델에서의 항종양 반응 결과



자료: 넥스큐어, 미래에셋증권 리서치센터

그림 25. B7-H4 ADC 경쟁구도

	<b>NextCure LCB</b>	<b>Mersana</b>	<b>HANSONH GSK</b>	<b>AstraZeneca</b>	<b>DuoflyBio beiGene</b>
<b>Key Features</b>	<b>LNCB74</b>	XMT-1660	HS-20089	AZD8205	DB-1312 / BG-C9074
<b>ADC Design</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>B7-H4 mAb</li> <li>Glucuronidase cleavable linker</li> <li>Monomethyl Auristatin E (MMAE)</li> <li>DAR 4</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>B7-H4 mAb</li> <li>Protease cleavable linker</li> <li>Auristatin F-HPA (Dolasthynen)</li> <li>DAR 6</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>B7-H4 mAb</li> <li>Protease cleavable linker</li> <li>TOPO1 inhibitor (Exatecan)</li> <li>DAR 6</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>B7-H4 mAb</li> <li>Pegylated Val-Ala cleavable linker</li> <li>TOPO1 inhibitor (Proprietary)</li> <li>DAR 8</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>B7-H4 mAb</li> <li>GGFG cleavable linker</li> <li>Non-Pgp substrate payload</li> <li>DAR 6</li> </ul>
<b>DLT</b>	Safe and tolerable up to 10 mg/kg (HNSTD cyno tox)	115 mg/m <sup>2</sup> (N=2)	7.2 mg/kg (N=2)	3.2 mg/kg (N=2)	TBD
<b>Common AEs</b>	No major toxicity observed in NHPS	AST increase, Fatigue, Proteinuria, Nausea, Decreased appetite and Anemia	Leukopenia, Neutropenia, Nausea, Anemia, Vomiting, Fatigue, Thrombocytopenia, Increased ALT and AST, Anorexia and Hyponatremia	Nausea, Neutropenia, Thrombocytopenia, Anemia and WBC decrease	TBD
<b>RESPONSES</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ph1 study initiated Q1 2025</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>All tumor types: 8 PR (N=26)</li> <li>TNBC: 3 PR (N=13; high B7-H4 expression)</li> <li>TNBC: 2 PR (N=7; 54 prior lines)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>TNBC: 6 PR (N=16)</li> <li>Ovarian: 2 PR (N=3)</li> <li>Trial in progress poster (cohort 1-PROC and cohort 2-EC) presented during AACR 2025, primary completion 2026</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ovarian 3 PR (N=7)</li> <li>Breast 3 PR (N=17)</li> <li>Endometrial 3 PR (N=12)</li> </ul>	TBD
<b>Data Source</b>	<b>AACR 2024</b>	<b>ESMO BREAST CANCER 2025</b>	<b>ESMO 2023 AACR 2025</b>	<b>ESMO 2024</b>	<b>Initial data anticipated 2H 2025</b>

자료: 넥스큐어, 미래에셋증권 리서치센터

표 6. B7-H4 ADC 임상 현황

제품명	회사	임상단계	비고
AZD8205	AstraZeneca	임상 2상	
GEN1047	Genmab	임상 2상	
HS-20089	Jiangsu Hansoh Pharmaceutical	임상 2상	w/ GSK L.O. (글로벌 1상)
XMT-1660(Emitatug Ledadotin)	Mersana Therapeutics	임상 1상	
ABL103	ABL Bio	임상 1상	
CLN-418	Harbour BioMed	임상 1상	w/ Cullinan L.O. (글로벌1상)
LNCB74	NextCure/ LigaChem Biosciences	임상 1상	
XKH002	Kanova Biopharma	임상 1상	
EVOLVE-106	EvolveImmune Therapeutics	전임상	

자료: 이벨류에이트파마, 미래에셋증권 리서치센터

### 6. 삼성바이오로직스 인적분할 발표 및 수주 공시

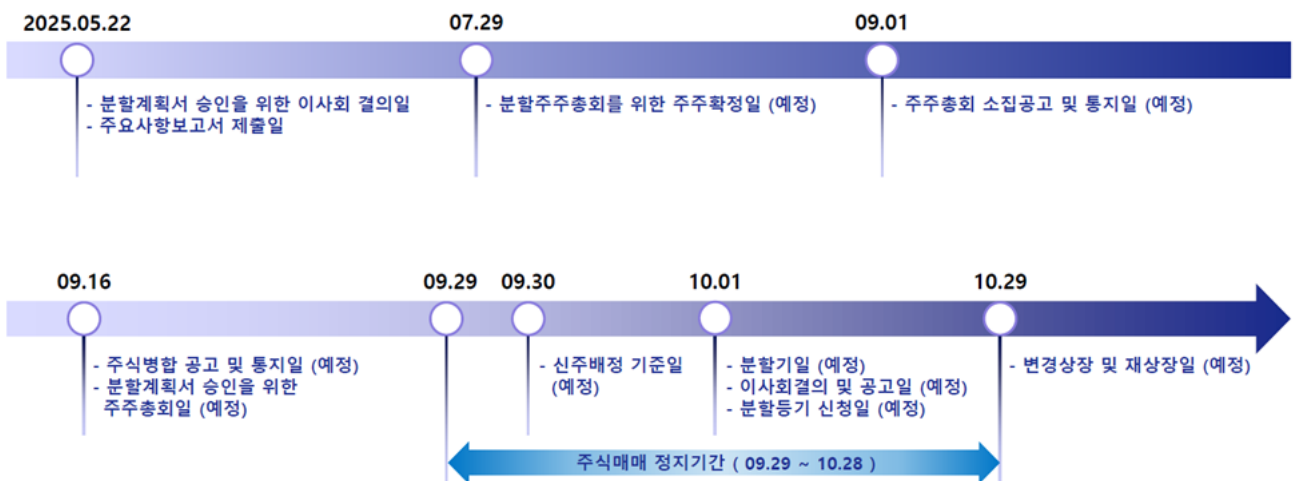
5/22, 삼성바이오로직스는 이사회 결의를 통해 CDMO 사업과 투자부문을 분리하는 인적 분할을 결정했다. 이에 따라 존속법인 삼성바이오로직스는 CDMO 사업부문을 전담하고, 분할 신설법인 삼성에피스홀딩스(가칭)는 삼성바이오에피스를 비롯한 자회사 관리 및 신규 투자에 집중할 예정이다. 발표된 분할 비율은 순자산 장부가액 기준 65:35이며, 분할 기일은 10월 1일, 변경상장 및 재상장일은 10월 29일로 예정되어 있다.

이번 분할 발표의 주요 배경은 CDMO와 바이오시밀러 사업 간의 구조적 차이에서 비롯된 고객사와의 신뢰 이슈이다. 삼성바이오로직스(CDMO)는 기존에 100% 자회사인 에피스와 Firewall 운영을 해왔음에도 불구하고, 일부 고객사들로부터 제품 경쟁 가능성에 대한 우려가 제기되어 온 바 있다. CDMO 사업은 장기적 신뢰와 수주 경쟁력이 핵심인 만큼 향후 사업의 빠른 확대에 전반적인 리스크로 부각될 수 있다고 판단, Pure-play CDMO로서 이러한 근원적 리스크를 해소하고자 이번 분할이 결정되었다.

신설법인 삼성에피스홀딩스는 바이오투자지주회사로서 자회사 에피스를 지원할 예정이며, 중장기적 성장을 위해 차세대 기술 분야 발굴과 기술 투자에도 집중할 계획이다. 이에 따라 회사 가치를 온전히 평가받을 수 있도록 하는 것이 그 목적이다. 또한, 중복상장 우려 해소를 위해 삼성바이오에피스는 향후 5년간 상장하지 않을 것이라 밝혔으며, 이번 인적분할이 삼성그룹 지배구조 개편과는 무관하다고 언급했다.

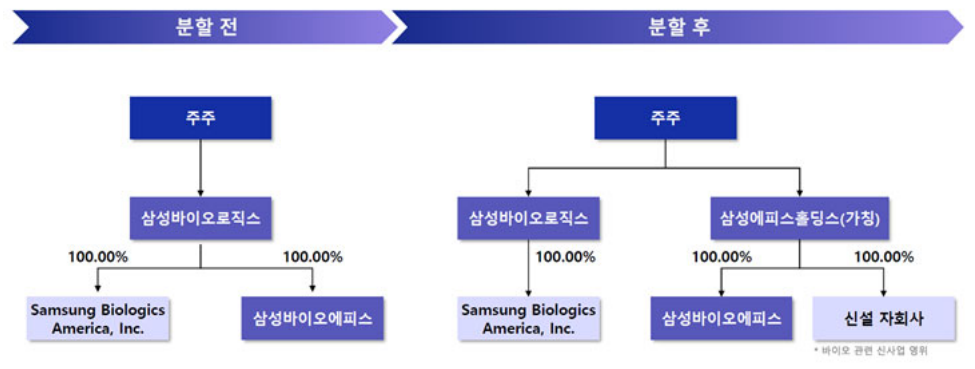
한편, 5/26 삼성바이오로직스는 공시를 통해 유럽 및 아시아 소재 제약사와 총 4,405억원 규모의 위탁생산계약 2건을 체결했다고 밝혔다. 이에 따라 5개월 만에 전년도 연간 수주 금액의 60%를 넘어서는 수주 실적을 기록했다. 지난 4월 5공장 가동을 시작하며 총 78만 4천 리터의 능력을 확보한 바, 향후 수주 경쟁력을 높일 전망이다.

그림 26. 분할 일정



자료: 삼성바이오로직스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 27. 분할 전/후 지배 구조



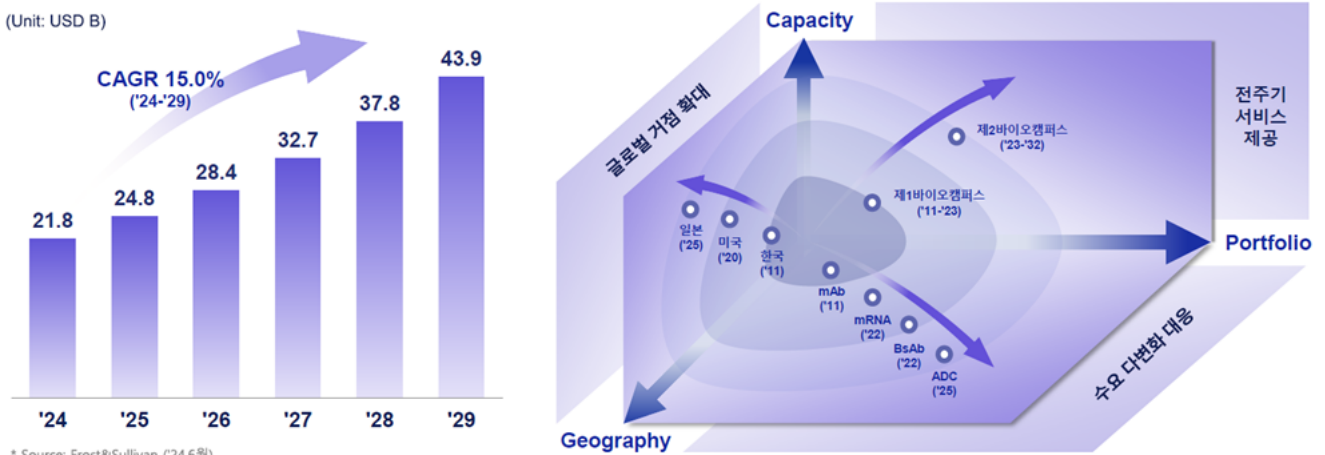
주: 1Q25 기준 주요 주주 - 삼성물산 43.06% 및 삼성전자 31.22% 등  
 자료: 삼성바이오로직스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 28. 분할 전/후 재무 구조



자료: 삼성바이오로직스, 미래에셋증권 리서치센터

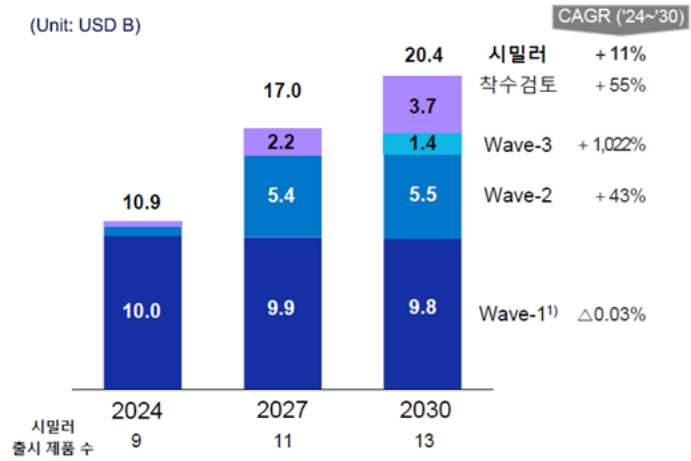
그림 29. CDMO 시장 전망 및 삼성바이오로직스 성장 전략



\* Source: Frost&Sullivan ('24.6월)

자료: 삼성바이오로직스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 30. 항체 바이오시밀러 시장 전망



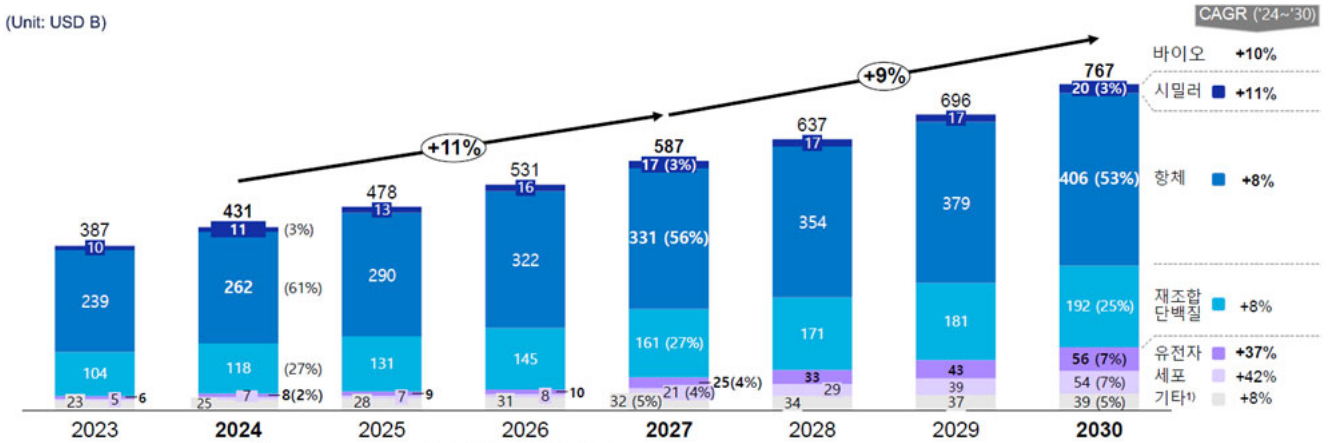
자료: 삼성바이오로직스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 31. 신사업 진출 전략



자료: 삼성바이오로직스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. 바이오 의약품 시장 전망



\* Source: SGR, Evaluate Pharma ('24. 3월), Internal Analysis, (\*1) 기타: 혈장지표/천연추출물 등

자료: 삼성바이오로직스, 미래에셋증권 리서치센터

표 7. 삼성바이오로직스 공급계약체결 내역

(백만원)

계약상대	계약일/정정일	시작일	종료일	계약금액	내용
아시아 소재 제약사	2025-05-26	2025-05-23	2033-12-31	198,528	의약품 위탁생산계약
유럽 소재 제약사	2025-05-26	2025-05-23	2030-12-31	241,973	의약품 위탁생산계약
미국 소재 제약사	2025-04-28	2025-04-28	2031-12-31	737,327	의약품 위탁생산계약
유럽 소재 제약사	2025-01-14	2024-12-13	2030-12-31	2,074,695	의약품 위탁생산계약
미국 소재 제약사	2024-12-17	2024-12-17	2030-10-02	111,268	의약품 위탁생산계약
유럽 소재 제약사	2024-11-20	2024-11-14	2031-12-31	177,967	의약품 위탁생산계약
유럽 소재 제약사	2024-11-20	2024-11-14	2031-12-31	752,432	의약품 위탁생산계약
아시아 소재 제약사	2024-10-22	2024-10-22	2037-12-31	1,702,804	의약품 위탁생산계약
아시아 소재 제약사	2024-09-13	2023-06-02	2028-12-31	119,113	2023-06-02 계약 최초 체결 시 공시기준 금액 미달로 금번 신규공시
Merck Sharp & Dohme	2024-03-12	2024-03-01	2032-12-31	92,769	의약품 위탁생산계약
	2024-04-04			247,343	고객사 제품의 상업화 성공에 따른 금액 변경
아시아 소재 제약사	2023-11-28	2019-08-01	-	588,782	기존 체결 계약의 생산물량 추가 건
SWORDS LABORATORIES	2023-09-17	2023-09-17	2030-12-31	321,261	의약품 위탁생산계약
	2023-09-25			359,296	계약금액 변경
Pfizer Ireland Pharmaceuticals	2023-06-07			535,005	의향서 체결
	2023-07-03	2023-06-30	2029-12-31	922,747	본계약 체결
미국 소재 제약사	2023-06-03			147,284	의향서 체결
	2024-07-02	2024-06-27	2030-12-31	1,463,679	본계약 체결
Kiniksa Pharmaceuticals	2023-05-30			107,514	의향서 체결
	2024-06-25	2024-06-21	2031-12-31	211,468	본계약 체결
Pfizer Ireland Pharmaceuticals	2023-02-28	2023-02-20	2029-12-31	240,993	의약품 위탁생산계약
	2023-07-04			495,278	계약금액 변경
GlaxoSmithKline Trading Service	2022-10-20	2022-10-11	2030-12-31	420,667	의약품 위탁생산계약
Novartis Pharma AG	2022-06-07			100,529	의향서 체결
	2023-07-07	2023-01-01	2028-12-31	511,058	본계약 체결
Eli Lilly Kinsale	2022-03-28	2019-12-20	2029-12-31	112,134	2019-12-20 계약 최초 체결
	2023-03-06			327,826	계약금액 변경
	2024-05-08			584,071	계약금액 변경
MSD International Business GmbH	2021-09-29			49,065	의향서 체결
	2022-07-02	2022-07-01	2028-12-31	276,829	본계약 체결
	2022-10-31		2030-12-31	341,171	계약금액 증가
FibroGen	2020-09-18			-	기술이전 계약
	2020-11-09	2020-09-18	2022-12-31	57,859	본계약 체결
AstraZeneca UK	2020-06-23			380,976	의향서 체결
	2020-09-21	2020-06-23	2028-12-31	366,327	의약품 위탁생산계약
AstraZeneca AB	2021-05-13			439,308	수주물량 증가 및 계약상대 변경에 따른 정정
F.Hoffmann-La Roche	2020-06-08			246,233	의향서 체결
	2021-01-15	2020-06-01	2024-12-31	222,548	본계약 체결
	2023-06-05		2027-12-31	234,433	계약금액 및 계약기간 변경
	2024-11-18		2028-12-31	241,384	계약금액 및 계약기간 변경
	2020-06-06			43,254	의향서 체결
	2021-01-15	2020-06-01	2024-12-31	39,094	본계약 체결
	2021-09-26			234,199	수주물량 증가에 따른 정정
	2021-09-28			444,356	수주물량 증가에 따른 정정
	2021-12-15			605,330	수주물량 증가에 따른 정정
2024-11-18		2025-12-31	605,330	계약기간 변경	

계약상대	계약일/정정일	시작일	종료일	계약금액	내용
미국 소재 제약사	2020-05-22			184,170	의향서 체결
	2020-07-27	2020-07-21	-	179,490	본계약 체결
Eli Lilly and Company	2020-10-28			179,490	계약상대 공개에 따른 정정
	2021-11-17		2026-08-30	321,108	수주물량 증가에 따른 정정
GlaxoSmithKline Trading Services	2020-04-21			48,472	의향서 체결
	2020-05-21	2020-05-21	2027-12-31	283,931	본계약 체결
	2020-12-22			318,678	수주물량 증가에 따른 정정
	2021-11-22		2028-12-31	508,742	계약물량 변동
	2022-02-08			620,496	계약물량 변동
	2023-02-06			666,686	계약금액 변경
	2023-04-26			706,024	계약금액 변경
Vir Biotechnology	2020-04-09			441,829	의향서 체결
	2020-08-05			441,829	의향서 정정(생산제품 계약주체 변경에 따른 계약상대 정정)
GlaxoSmithKline Trading Services	2020-04-09	2020-04-09	2022-12-31	439,371	본계약 체결
	2021-11-22			254,617	계약물량 변동(변동 금액은 고객사와의 다른 계약금액 증가로 대체)
	2022-02-08			232,311	계약물량 변동(변동 금액은 고객사와의 다른 계약금액 증가로 대체)
	2022-03-15		2023-12-31	270,765	계약물량 변동
	2023-02-06		2024-12-31	257,732	계약물량 변동(변동 금액은 고객사와의 다른 계약금액 증가로 대체)
	2023-04-26			219,492	계약물량 변동(변동 금액은 고객사와의 다른 계약금액 증가로 대체)
미국 소재 제약사	2020-03-31			-	의향서 체결
	2020-11-03	2020-10-28	2030-12-31	18,281	본계약 체결
	2023-12-26			32,528	계약금액 변경
스위스 소재 제약사	2019-12-24	2019-12-24	2020-12-31	52,331	의약품 위탁생산계약
미국 소재 제약사	2019-12-03	2019-12-03	-	55,193	의약품 위탁생산계약
	2020-11-10		2024-12-31	68,698	수주물량 증가에 따른 정정
아시아 소재 제약사	2024-12-18		2026-12-31	68,698	계약기간 연장
	2019-11-28	2019-11-28	-	22,497	의약품 위탁생산계약
H. Lundbeck A/S	2023-11-28			64,732	계약금액 변경
	2019-09-27	2019-09-27	-	19,280	의약품 위탁생산계약
유럽 소재 제약사	2021-12-02		2031-12-31	33,604	수주물량 증가
	2019-05-17	2019-05-17	-	40,251	의약품 위탁생산계약
UCB	2019-08-30			40,251	계약상대 공개에 따른 정정
아시아 소재 제약사	2019-05-14	2019-05-14	-	35,221	의약품 위탁생산계약
	2023-11-28			50,525	계약금액 변경
아시아 소재 제약사	2019-04-26	2019-04-26	-	19,863	의약품 위탁생산계약
	2023-11-28			48,948	계약금액 변경
아시아 소재 제약사	2019-04-26	2019-04-26	-	37,061	의약품 위탁생산계약
	2023-11-28			122,405	계약금액 변경
미국 소재 제약사	2019-04-01	2019-04-01	2027-12-31	35,531	의약품 위탁생산계약
Cytodyn	2019-04-02			35,531	계약상대 공개에 따른 정정
	2020-07-27			57,060	계약조건 변경에 따른 확정 계약금액 증가
	2024-01-08		2024-01-05	57,060	계약 서비스 이행 완료에 따른 조기 종료
미국 소재 제약사	2018-12-18	2018-12-18	2021-12-31	22,519	포괄계약 형태의 Master Development Services Agreement 체결
	2020-08-04			27,518	수주물량 증가에 따른 정정
미국 소재 제약사의 스위스 자회사	2021-05-06		2023-12-31	40,464	수주물량 증가에 따른 정정 및 추가계약에 대한 계약상대방 변경
Immunovant Sciences	2021-11-17		2029-12-31	51,923	수주물량 증가에 따른 정정
	2021-11-30			51,923	계약상대 공개

계약상대	계약일/정정일	시작일	종료일	계약금액	내용
Immunomedics	2018-09-11	2018-09-11	2025-12-31	34,558	의약품 위탁생산계약
	2020-04-23			184,460	고객사 계약제품의 개발 성공에 따른 계약확정금액 증가
Gilead Sciences	2021-06-07			300,587	인수완료에 따른 계약상대방 변경 및 물량 증가에 따른 계약금액 변경
아시아 소재 제약사	2018-08-14	2018-08-14	-	144,610	의약품 위탁생산계약
글로벌 제약사의 스위스 소재 자회사	2018-04-30	2018-04-30	-	411,044	의약품 위탁생산계약
	2021-01-20		2025-12-31	483,671	수주물량 증가에 따른 정정
	2023-08-29		2027-12-31	491,976	계약금액 및 계약기간 변경
미국 소재 제약사	2018-02-21	2018-02-21	-	17,859	의약품 위탁생산계약
	2018-08-20			19,950	변경계약에 따른 계약금액 증가
	2019-02-12			24,133	변경계약에 따른 계약금액 증가
TG Therapeutics	2021-04-26		2026-12-31	54,102	수주물량 증가에 따른 정정
아시아 소재 제약사	2018-02-01	2018-02-01	2018-12-31	112,431	의약품 위탁생산계약
미국 소재 제약사	2017-11-08	2017-11-08	-	8,018	의약품 위탁생산계약
Checkpoint Therapeutics	2020-10-06		2022-11-09	8,018	추가생산 계약 체결에 따른 계약상대 및 기간 공개
	2020-10-06	2020-10-02	2030-10-02	22,934	추가생산 계약 체결건
	2024-12-17		2024-12-17	22,934	계약 이행 완료에 따른 계약 종료일 변경
유럽 소재 제약사	2017-09-06			10,529	의향서 체결
	2018-06-01	2017-09-05	-	10,018	본계약 체결, Master Service Agreement 체결에 따른 첫 제품
Ichnos Sciences	2019-11-05			16,251	추가생산 계약에 따른 계약금액 변경 및 계약상대 공개에 따른 정정
유럽 소재 제약사	2017-07-20	2017-07-20	-	15,731	의약품 위탁생산계약
미국 소재 제약사	2018-07-13			16,811	고객사의 생산 제품권리 이전에 따른 계약상대 및 계약금액 변경
Baxter Healthcare Corporation	2024-06-18		2034-12-31	250,866	계약금액 변경
Sun Pharma Global FZE	2017-07-04	2017-07-04	-	63,563	의약품 위탁생산계약
유럽 소재 제약사	2017-05-04			47,098	의향서 체결
	2017-12-21	2017-12-21	-	45,107	본계약 체결
UCB	2019-08-30			45,107	계약상대 공개에 따른 정정
	2024-03-06		2030-12-31	427,003	계약금액 변경
스위스 소재 제약사	2017-01-25	2016-12-20	2018-12-31	8,581	의약품 위탁생산계약
Cilag GmbH International	2016-11-15	2016-11-15	-	306,636	의약품 위탁생산계약
	2020-07-06			341,042	계약 변경에 따른 확정 계약금액 증가
	2022-07-19			436,018	계약금액 증가
	2025-03-31		2025-03-31	436,018	계약이행 완료에 따른 계약 종료일 공개

주: 24-25년 공시 하이라이트 및 의향서 체결 음영  
 자료: Dart, 미래에셋증권 리서치센터

## 7. 에스티팜 NDR 후기

### 1분기 실적 리뷰 및 연간 실적전망

에스티팜 1Q25 매출액은 524억원(+1.3% YoY), 영업이익 10억원(-46.8% YoY)이다. 매출은 전년 대비 1.3% 증가하였으나, 전년 동기 대비 연구개발비 5억원, 사내근로복지기금 9억원이 증가하며, 전체 판관비가 11억원 증가했다. 전년 동기 대비 증가한 판관비로 영업이익은 9억원 감소했다.

2분기 실적 반등이 기대된다. 6월말까지 심혈관질환 치료제의 PPQ 배치 납품이 예정되어 있기 때문이다. PPQ 배치는 마진이 좋아 2Q25 이익개선이 기대된다. 1,300~1,350원 환율 기준 연간 매출액 가이던스는 3,200억원이다. 매출은 올해도 4분기에 집중되며, 4분기 환율의 민감도가 높을 것으로 보인다.

### CDMO 사업 현황

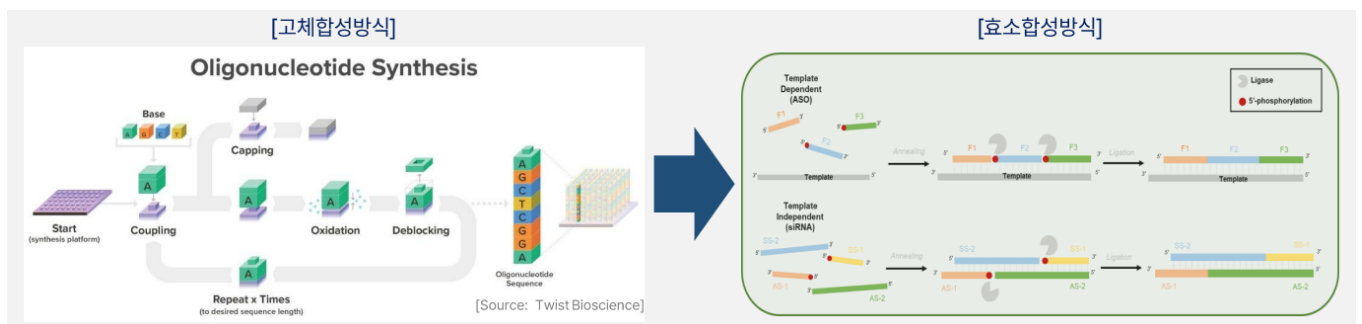
mRNA, 올리고, 저분자화합물 전 영역에서 고르게 수주가 증가하고 있다. mRNA의 경우 1분기 6억원의 매출이 발생하였으며, 연간 35억원의 수주잔고가 남아있다. 올리고뉴클레오타이드는 약 3,300억원, 저분자화합물은 400억원의 수주잔고를 보유 중이다. 23년, 24년 연간 수주 규모가 가장 컸던 고지혈증 치료제의 수주는 아직 체결되지 않아 수주 기대감은 유효하다.

에스티팜은 RNA 치료제 3대 구성요소(LNP, mRNA, guide RNA) 모두 생산이 가능하며, RNA 편집 기반 치료제에 대응하기 위한 효소 기반 라이게이션 기술(글로벌 기업과 공동연구)을 보유하고 있다.

### 파이프라인 및 R&D 이벤트

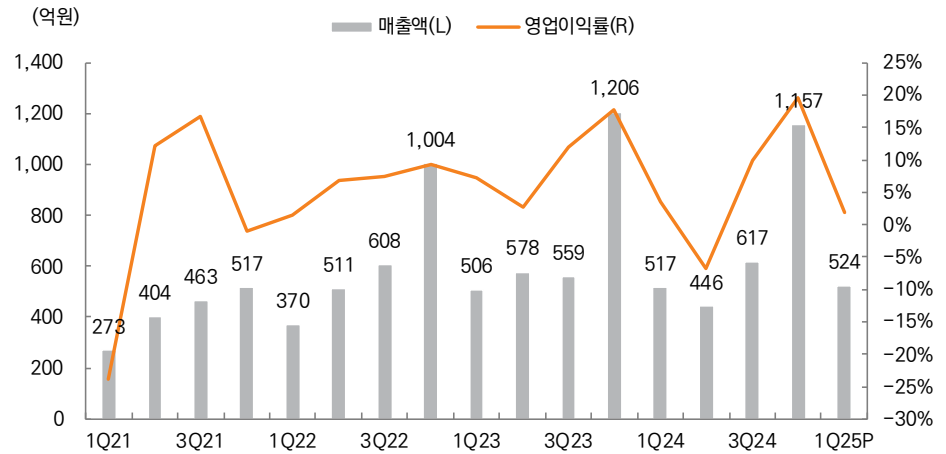
유전성 혈관부종 치료제, 미토콘드리아 결핍 치료제는 3Q25 신약 승인이 기대된다. HIV 치료제 STP0404의 임상 2a상 중간분석을 위한 대상자가 모집 완료되었다. 이에 따라 STP0404의 2a상 중간결과는 3Q25 발표될 것으로 예상된다. 중증 고중성지방혈증(sHTG) 치료를 위한 올레자르센의 효과를 평가하는 주요 3상 CORE 및 CORE2 연구의 데이터도 3Q25에 나올 것으로 예상된다. 최근 데이터 발표에서 위약과 비교하여 통계적으로 유의미하게 중성지방을 감소시키며 1차 지표를 충족했다.

그림 33. 효소합성방식 생산으로 전환 중



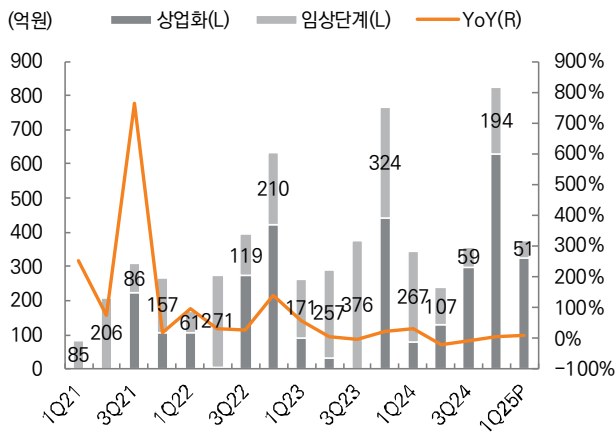
자료: 에스티팜, 미래셋증권 리서치센터

그림 34. 에스티팜 실적 추이



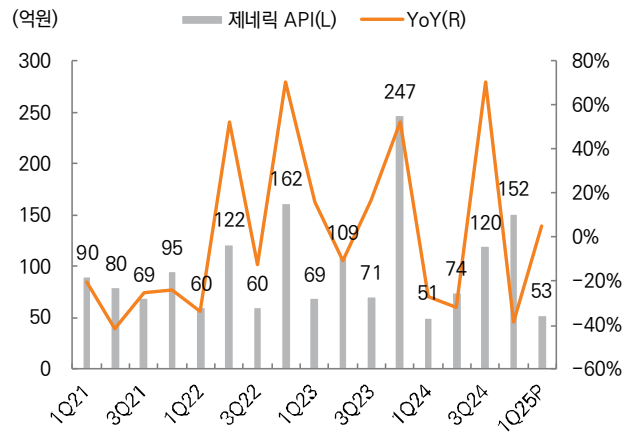
자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 35. 올리고뉴클레오타이드 CDMO 매출 추이



자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

그림 36. 제네릭의약품 CDMO 매출 추이



자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

표 8. 에스티팜 올리고 수주 파이프라인(일부)

파트너사	적응증	임상단계
글로벌제약사A	고지혈증	상업화
글로벌제약사B	척수성근위축증	상업화
글로벌바이오텍C	MDS/MF/AML	상업화
글로벌바이오텍D	심혈관 질환	상업화
글로벌바이오텍D	유전성혈관부종	PDUFA date 8월 21일
글로벌제약사A	동맥경화증	임상 3상
글로벌제약사E	만성 B형 간염	임상 3상
글로벌바이오텍D	혈전증	임상 2상
글로벌제약사F	만성 B형 간염	임상 2상
글로벌제약사G	황반변성	임상 2상
글로벌제약사G	만성 B형 간염	임상 2상

자료: 에스티팜, 미래에셋증권 리서치센터

## 8. 주요 카탈리스트

표 9. 국내 주요 기업 카탈리스트

기업	파이프라인명	적응증	진행단계	1H24	2H24	2025
셀트리온	침펜트라SC(Infliximab)	궤양성 대장염/크론병	허가 완료(美)	2/29 미국 출시 美 3대 PBM 중 1곳 처방집 등재	美 3대 PBM 등재 완료 시그나 등재 계약 체결	DDW 25 글로벌 3상 사후분석 결과 공개
HLB	Rivoceranib+Camrelizumab	간암 1차	CRL 수령	5월 CRL 수령	9/20 재심사 서류 제출 11월 BIMO 실사 통과	3월 2차 CRL 수령 FDA와 후속 논의 중
알테오젠	키트루다SC(Pembrolizumab +Hyaluronidase SC)	NSCLC(비소세포폐암)	임상3상 완료		MSD 3상 탑라인 발표 (SC vs. IV)	MSD 임상3상 발표 PDUFA date 9월 23일
SK바이오팜	엑스코프리(Cenobamate)	뇌전증	허가 완료(美) 임상3상(아시아)			
		PGTC Seizures	임상3상		美 AES(뇌전증확화) 동북아 3상 결과 발표	아시아 NDA 제출 소아 환자 모집 딜레이 임상3상 결과
유한양행	Lazertinib+Amivantamab	EGFR돌연변이 비소세포폐암	임상3상 완료	2월 FDA Priority Review	8/20 FDA 허가	3/26 MARIPOSA 3상 OS 'Not Reached'
한미약품	GLP-1/GCG (Efinopegdutide)	MASH	임상2b상			임상2b상 결과
	GLP-1/GIP/GCG Triple (Efocipeptrutide)	MASH	임상2상			임상2상 결과
	LA-GLP/GIP/GCG (HM15275)	비만	임상1상	임상 1상 IND 제출	4Q24 1상 파트B 진입	임상1상 결과 2H25 2상 진입 계획
녹십자	알리글로	면역 결핍	허가 완료		7월 미국 판매 개시 美 3대 PBM 등재 완료	
	CRV-101	대상포진	임상2상	2상 탑라인 결과 발표		임상2상 확장 연구 첫 환자 등록
	LA-GLA	파브리병	임상1/2상		미국 1/2상 IND 승인	국내 1/2상 IND 승인 글로벌 첫 환자 투여
	GC1130A	산필리포증후군 A형	임상1상		FDA 패스트트랙 지정 미국 첫 환자 투여	World Symposium 25 전임상 포스터 발표
종근당	CKD-510(HDAC6)	희귀질환(CMT)/ 심장질환	임상1상			노바티스 IND 제출 및 마일스톤 수령
동아에스티	DA-1241(GPR119)	MASH/제2형 당뇨병	임상2상	임상2상 파트2 개시	임상2상 탑라인 발표	임상2상 결과 발표
	DA-1726(GLP1R/GCGR)	비만	임상1상	1월 미국 임상1상 IND 승인	1상 파트2 진행 ADA 24 전임상 발표	메타비아 1상 파트2 탑라인 데이터 발표
에스티팜	STP0404	에이즈	임상2a상	임상2a상 IND 변경승인		임상2a상 중간 분석 환자모집 완료
리가캠바이오	LCB84(Trop2-MMAE)	고형암	임상1상			임상1상 종료 및 임상2상 시작
	LCB14(HER2-MMAF)	유방암	임상3상(중국)			1H25 유방암 3차 치료 조건부 허가 신청 예정
		고형암	임상1a상(글로벌)			2H25 임상1a상 결과
	LCB71(ROR1-pPBD)	고형암/혈액암	임상1상		글로벌 1b상 환자 등록	임상2상 진입 예정
LCB73(CD19-pPBD)	혈액암	임상1상		임상1b상 개시	임상1상 결과	
한울 바이오파마	바토클리맙(IMVT-1401)	그레이브스병	임상2상		2상 데이터 발표 IMVT-1402로 변경	
		만성 염성 탈수초성 다발성신경병증	임상2b상			임상2b상 유효성 입증
		중증근무력증	임상3상	중국 BLA 제출		임상3상 유효성 입증
		갑상선 안병증	임상3상			2H25 임상3상 결과
	IMVT-1402	그레이브스병 류마티스 관절염	- -			1Q25 3상 개시 예정 환자 등록 예정
	자가면역질환	임상1상			4-5개 프로그램 개시	

주: 업데이트 내용은 하이라이트 표시  
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

표 10. 글로벌 주요 기업 카탈리스트

기업	파이프라인명	적응증	진행단계	1H24	2H24	2025	
다이이피산코	Enhertu	유방암, 위암, 비소세포폐암, 다양한 고형암	허가 완료	DESTINY-Breast06 결과		1월 FDA 허가 (HER2-low/ultralow)	
	HER3-DXd	비소세포폐암, 유방암	신청 철회	FDA CRL 발행		BLA 제출 철회	
	Dato-DXd	비소세포폐암, 유방암	허가 완료 (유방암)		11월 BLA 재제출 (비소세포폐암)	1월 FDA 허가 (HR+/HER2-)	
이뮤노반트	바토클리맵 (IMVT-1401)	만성 염성 탈수초성 다발성신경병증	임상2b상			임상2b상 유효성 입증	
		중증근무력증	임상3상	중국 BLA 제출		임상3상 유효성 입증	
		갑상선 안병증	임상3상			2H25 임상3상 결과	
	IMVT-1402	그레이브스병 자가면역질환	- 임상1상			1Q25 3상 개시 예정 4-5개 프로그램 개시	
엘나일람	Vutrisiran	아밀로이드성 심근병증	허가 완료	임상3상 결과 발표	sNDA 제출	3월 FDA 허가 6월 EMA 최종 결정	
	ALN-TTRsc04	아밀로이드성 심근병증	임상1상		1상 연구 추가 결과 발표	임상3상 개시	
	Zilebesiran	고혈압	임상2상	KARDIA-3 임상2상 진행		임상2상 종료 예상 임상3상 연구 계획 공개	
	ALN-APP	알츠하이머	임상1상			임상1b상 다중투여 결과 임상2상 개시	
		대뇌 아밀로이드 맥관병증	임상1상	임상2상 개시			
	Fitusiran	혈우병	허가 완료	NDA 제출		3월 FDA 허가	
Elebsiran	만성 B/D형 바이러스 감염	임상2상	임상2상 결과(2Q, 4Q)				
머크	Winrevar (Sotatercept)	폐동맥고혈압(PAH)	허가 완료	FDA 허가	고위험 환자 대상 3상 ZENITH 조기 종료	임상3상 HYPERION 조기 종료(25년 말 발표)	
아르젠엑스	Vyvgart (Efgartigimod)	일차성 쇼그렌 증후군	임상2상		임상3상 개시		
		근염	임상2/3상		임상2/3상 ALKIVIA 2상 부분 주요 결과 분석		
모더나	mRNA-1010	독감	임상3상	임상3상 결과 발표		임상3상 중간 데이터 확보	
	mRNA-1345	호흡기세포융합바이러스(RSV)	허가 신청		8월 EMA 허가	PDUFA date 6월 12일	
	mRNA-1647	거대세포바이러스(CMV)	임상3상			FDA 허가	
	mRNA-1083	독감+코로나	신청 철회		임상3상 결과 발표	BLA 제출 철회	
아이오니스	Wainua	아밀로이드성 심근병증	임상3상			임상 3상 결과	
	Olezarsen	가족성 킬로미크론혈증 증후군	임상3상		12월 FDA 허가		
		중증 고중성지방혈증	임상3상			임상 3상 결과	
Donidalorsen	유전성 혈관부종	임상3상		NDA 제출	PDUFA date 8월 21일		
화이자	Danuglipron	비만	임상2상		용량 최적화 연구	개발 중단 발표	
	Vepdegestrant	유방암	임상3상		임상3상 데이터 공개	2H25 NDA 제출	
로슈	Crovalimab	발작성 야간 혈색소뇨증	허가 완료	FDA 허가			
	Inavolisib	유방암	허가 완료	혁신 치료제 지정	10월 FDA 허가 (HR+/HER2-)	PIK3CA 변이 및 전이성 임상3상 3건	
	Elevidys	듀시엔형 근이영양증	허가 완료	FDA 허가			
	CT-996	비만	임상1상			임상2상 시작	
노보노디스크	NN1436 (insulin icodec)	1/2형 당뇨병	허가 신청		CRL 발행		
	Oral Semaglutide	2형 당뇨병	임상3상		임상3상 결과 발표	25mg 용량 NDA 제출	
	Semaglutide	비만	허가 신청	FDA 허가(CVOT)	11/1 MASH 데이터 발표 (ESSENCE 파트1)	Alzheimers 데이터 MASH 허가 신청 계획	
일라이릴리	Donanemab	알츠하이머	허가 완료		7월 FDA 허가		
	Tirzepatide	비만	허가 완료			CVOT 데이터 vs. Wegovy H2H 데이터	
		수면 무호흡증(OSA)	허가 완료	OSA 데이터 발표	12월 FDA 허가		
암젠	MariTide (AMG-133)	비만	임상2상		임상2상 탐라인 발표	3상 MARITIME 등록 중	

주: 업데이트 내용은 하이라이트 표시  
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

### 9. 2025 글로벌 제약/바이오 주요 딜 질병/모달리티 구분

표 11. 2025년 4~5월 주요 딜 리스트 (3억 달러 이상)

발표일	헤드라인	딜 구분	선금금 (백만 달러)	총 금액 (백만 달러)	내용	질병	모달리티
2025-04-02	Sanofi, Nurix Therapeutics와 자가면역 치료제 프로그램에 대한 독점 라이선스 계약 체결	라이선스 계약	15	480	Nurix와의 기존 협력 하에 DEL-AI 플랫폼을 통해 도출한 자가면역질환 표적단백질분해(TPD) 프로그램의 라이선스를 확보.	면역/염증	Degrader
2025-04-03	Eli Lilly, Sangamo Therapeutics와 BBB 투과 AAV 캡시드에 대한 라이선스 및 옵션딜 체결	라이선스 계약	18	1,418	Sangamo의 혈뇌장벽 투과 AAV 캡시드 플랫폼 STAC-BBB 기술을 독점적으로 기술이전하는 계약을 체결.	CNS	유전자 치료제
2025-04-07	GSK, ABL Bio와 Grabody-B 플랫폼 기반 CNS 치료제 개발 위한 글로벌 라이선스 계약 체결	라이선스 계약	50	2,500	ABL Bio의 BBB 전달 플랫폼 Grabody-B를 기반으로 한 다중 프로그램 글로벌 라이선스 계약. Grabody-B는 다양한 모달리티에 적용 가능.	CNS	
2025-04-15	Merck, Cyprumed GmbH의 경구 펩타이드 제형화 기술에 대한 비독점 라이선스 및 옵션딜 체결	라이선스 계약	비공개	493	Cyprumed의 경구 펩타이드 전달 플랫폼을 활용해 MSD의 의약품용 경구 제형으로 개발할 계획. 복수 타겟에 대한 권리를 확보.		펩타이드
2025-04-17	Sanofi, Earendil Labs와 이종항체 기반 면역/염증 치료제 글로벌 라이선스 권리 확보	라이선스 계약	125	1,845	자가면역 및 염증성 장질환 치료를 위한 HXN-1002, HXN-1003 이종항체 후보물질의 글로벌 독점 개발 및 상업화 권리 확보.	면역/염증	이종항체
2025-04-17	Ollin Biosciences, VelaVigo Bio로부터 이종항체 VBS-102에 대한 중국 외 독점 개발 라이선스 확보	라이선스 계약	비공개	440	VBS-102는 VelaVigo의 플랫폼에서 발굴한 first-in-class 이종항체로, Ollin은 중국, 홍콩, 마카오, 대만 외 글로벌 시장 권리를 보유.	항암	이종항체
2025-04-23	Genentech, Repertoire Immune Medicines와 면역치료제 개발 위한 협력 계약 체결	라이선스 계약	35	765	Repertoire의 DECODE 플랫폼을 활용해 T세포 기반 면역치료제 타겟을 발굴하고, Genentech는 개발 및 상업화를 주도할 계획.	면역/염증	세포 치료제
2025-04-23	Boehringer Ingelheim, Tessellate Bio와 ALT+ 암 타겟 정밀 치료제 개발 목적의 라이선스 계약 체결	라이선스 계약	비공개	572	ALT 메커니즘은 전체 암종의 10~15%에서 발견되며, 양사는 ALT+ 암세포를 타겟으로 하는 first-in-class 경구용 정밀 치료제 개발에 협력.	항암	
2025-04-24	Caldera Therapeutics, Qyuns Therapeutics의 이종항체 후보물질에 대한 글로벌 라이선스 확보	라이선스 계약	10	555	면역질환 치료를 위한 장기 지속형 이종항체 후보물질 OX030N의 글로벌 독점 개발 및 상업화 권리 확보. 현재 전임상단계.	면역/염증	이종항체
2025-04-28	Merck KGaA, 희귀종양 포트폴리오 강화를 위해 SpringWorks Therapeutics 인수	100% 인수 계약		3,900	희귀종양 및 중증 질환 치료제 개발 전문기업 SpringWorks는 희귀종양 분야 상업화 제품 OGSIVEO, GOMEKLI를 보유 중.	Rare	
2025-04-29	Eli Lilly, Creyon Bio와 RNA 타겟 올리고 치료제 개발을 위한 딜 체결	라이선스 계약	13	1,013	Creyon은 AI 기반 올리고 설계 엔진을 활용해 릴리의 타겟에 대해 신규 후보물질을 신속하게 설계 및 최적화할 계획.	Multi	RNA
2025-04-29	Sandoz, Henlius와 ipilimumab 바이오시밀러의 글로벌 상업화 라이선스 계약 체결	라이선스 계약	31	301	Henlius는 항암제 ipilimumab(Yervoy 바이오시밀러)의 개발 및 제조를, Sandoz는 글로벌 주요 시장에서의 허가 및 상업화를 담당.	항암	바이오 시밀러
2025-04-30	Novartis, Regulus Therapeutics 및 ADPKD 치료제 farabursen 인수 합의	100% 인수 계약	800	1,700	mRNA 기반 치료제를 개발 중인 Regulus 인수. 주요 자산은 상염색체우성 다낭신질환(ADPKD) 치료제 farabursen이며, 1b상 완료.	신장	RNA
2025-04-30	Amicus, Dimerix의 CCR2 저해제 DMX-200의 미국 내 상업화 독점 권리 확보	라이선스 계약	30	590	DMX-200은 국소 분절 사구체 경화증(FSGS) 치료제로 개발 중인 CCR2 억제제 저분자화합물로 현재 3상 pivotal 임상 중.	신장	저분자 화합물
2025-05-06	Eli Lilly, Alchemab Therapeutics와 신경퇴행질환 항체 프로그램 라이선스 계약 체결	라이선스 계약	비공개	415	Lilly는 Alchemab으로부터 근위축성 측삭경화증(ALS) 및 기타 신경퇴행성 질환을 타겟으로 하는 전임상 프로그램 ATLX-1282 도입.	CNS	항체
2025-05-08	Shionogi, Japan Tobacco 자회사 Torii Pharmaceutical 인수	100% 인수 계약		1,100	Torii는 만성 신장질환, 피부질환, 알레르기 질환 등을 중심으로 치료제를 개발 중인 일본의 중견 제약사.	Multi	
2025-05-14	Novo Nordisk, Septerna와 GPCR 타겟 경구용 저분자 대사질환 치료제 개발 위한 협업 체결	공동개발 파트너십	200	2,200	Septerna의 GPCR(지단백질결합수용체) 기반 약물 발굴 역량과 Novo의 전문성을 결합해 심혈관 및 대사질환 경구 치료제를 개발할 계획.	대사질환	저분자 화합물
2025-05-14	GSK, Boston Pharmaceuticals로부터 지방간질환 치료제 후보물질 efinosfermin 인수	자산 인수	1,200	2,000	FGF21 작용제 계열 후보물질 efinosfermin alfa는 MASH 및 ALD(알코올성 간질환)를 적응증으로 하며, 3상 진입 준비 중. 29년 출시 목표.	간질환	펩타이드

발표일	헤드라인	딜 구분	선금금 (백만 달러)	총 금액 (백만 달러)	내용	질병	모달리티
2025-05-14	AbbVie, ADARx Pharmaceuticals와 차세대 siRNA 치료제 개발 위한 협업 및 라이선스 옵션 계약 체결	라이선스 계약	335	비공개 (335+)	신경과학, 면역학, 항암 분야 등에서 차세대 siRNA 치료제를 개발할 계획. ADARx는 향후 수십억 달러의 옵션 비용 및 마일스톤 수령 가능.	Multi	RNA
2025-05-15	Eli Lilly, Rznomics와 유전성 난청질환에 대한 RNA 편집 치료제 개발 위한 라이선스 계약 체결	라이선스 계약	비공개	1,300	이번 계약은 Rznomics의 트랜스-스플라이싱 리보자임 플랫폼을 활용한 유전성 난청질환 RNA 편집 치료제의 발굴 및 개발에 초점.	청각질환	RNA
2025-05-19	Pfizer, 3SBio로부터 SSGJ-707에 대한 중국 외 글로벌 독점 라이선스 확보	라이선스 계약	1,250	6,050	SSGJ-707은 PD-1 및 VEGF를 동시 표적하는 이중항체로, 현재 중국 내 비소세포암, 전이성 대장암, 부인암 임상 중. 연내 첫 3상 진입 계획.	항암	이중항체
2025-05-20	Blueprint Medicines, VantAI와의 협업 및 라이선스 계약 확장	공동개발 파트너십		1,670	VantAI의 신규 AI 파운데이션 모델 Neo-1을 활용해 공략이 어려웠던 타깃에 대한 유도 근접성 기반 약물 설계를 가속화할 예정.	기타	AI
2025-05-21	Genentech, Orionis Biosciences와 항암제 개발 위한 두 번째 공동연구 협약 체결	공동개발 파트너십	105	2,105	Orionis의 Allo-Glue 플랫폼을 활용해 항암 분자 접착제를 개발할 계획. 양사는 23년 9월 저분자 약물 공동개발 계약을 체결한 바 있음.	항암	저분자 화합물
2025-05-21	Sanofi, Vigil Neuroscience 인수 위한 최종 합병 계약 체결	100% 인수 계약	470	600	Sanofi는 Vigil 인수를 통해 TREM2 작용제 기반 알츠하이머 경구 치료제 후보물질 VG-3927 확보. 임상2상 진입 준비 중.	CNS	저분자 화합물
2025-05-27	Eli Lilly, SiteOne Therapeutics 인수를 통해 비마약성 진통제 파이프라인 확대	100% 인수 계약		1,000	SiteOne은 통증 및 기타 신경 과흥분성 질환 치료제를 개발하는 비상장 바이오텍이며, 차세대 비마약성(non-opioid) 진통제 STC-004 보유.	통증	저분자 화합물
2025-05-27	Biogen, City Therapeutics와 차세대 RNAi 기반 치료제 개발 위한 전략적 공동연구 협약 체결	공동개발 파트너십	16	1,046	City의 RNAi 플랫폼과 Biogen의 글로벌 신약개발 역량을 결합해 중추신경계 질환 타깃을 중심으로 RNAi 기반 치료제를 개발할 계획.	CNS	RNA
2025-05-27	Angelini Pharma, GRIN Therapeutics의 radiprodi에 대한 북미 외 글로벌 독점 권리 확보	라이선스 계약	50	570	GRIN이 개발 중인 radiprodi은 GRIN 유전자 변이에 의해 발생하는 신경발달장애(GRIN-NDD) 치료제로, 3Q25 글로벌 3상 진입 예정.	CNS	저분자 화합물
2025-05-30	Astellas Pharma, Evopoint Biosciences와 CLDN18.2 표적 ADC에 대한 라이선스 계약 체결	라이선스 계약	130	1,540	CLDN18.2 표적 ADC XNW27011은 중국 내에서 고형암 환자 대상 1/2상 진행 중. Astellas는 중국, 홍콩, 마카오, 대만 외 글로벌 권리 확보.	항암	ADC
2025-06-02	Bristol Myers Squibb, BioNTech의 BNT327에 대한 공동개발 및 상업화 파트너십 체결	공동개발 파트너십	1,500	11,100	이중항체 후보물질 BNT327은 광범위기 소세포암, 비소세포암대상 글로벌 3상 진행 중이며, 10개 이상의 고형암을 적응증으로 타깃.	항암	이중항체
2025-06-02	Sanofi, 희귀 면역 질환 포트폴리오 확장 위한 Blueprint Medicines 인수 발표	100% 인수 계약	9,100	9,500	Blueprint는 전신 비만세포증 및 기타 KIT 변이 기반 질환 전문 바이오텍으로, 희귀 면역 질환 치료제 Avvakit/Avyakyt 등 파이프라인 보유.	면역/염증	저분자 화합물

주: 업데이트 내용은 하이라이트 표시  
 자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

표 12. 국내외 주요 제약/바이오 기업 주가 Performance

회사명	시가총액 (백만달러, 십억 원)	영업이익률 (%)			PER (배)			P/S (배)			ROE (%)			매출 (백만달러, 십억원)		
		24	25F	26F	24	25F	26F	24	25F	26F	24	25F	26F	24	25F	26F
Eli Lilly	725,814	28.6	40.3	44.5	50.2	35.2	25.9	15.4	12.2	10.1	84.8	95.2	75.5	45,043	59,533	71,576
J&J	368,659	23.7	32.6	33.1	17.3	14.4	13.8	3.9	4.0	3.9	20.1	33.1	33.2	88,821	91,322	95,113
AbbVie	330,918	16.2	46.6	48.7	23.0	15.4	13.5	5.6	5.5	5.1	61.9	537.5	366.1	56,334	59,912	64,902
Novo Nordisk	326,037	44.2	45.3	46.2	27.5	17.9	15.1	9.6	6.3	5.5	80.8	69.3	62.2	42,119	51,320	59,400
Roche	266,926	22.2	33.7	33.8	24.6	13.4	12.6	3.4	3.5	3.3	27.1	43.4	38.9	68,713	76,646	79,961
Novartis	248,137	28.1	39.0	38.5	16.6	13.4	13.0	3.8	4.6	4.5	26.3	29.5	27.7	51,722	53,940	55,227
AstraZeneca	226,342	18.3	32.2	33.6	28.9	16.1	14.3	3.8	3.9	3.7	17.6	28.9	29.0	54,073	57,819	61,464
Merck	196,538	31.0	41.5	42.7	14.2	8.8	8.0	3.9	3.0	2.9	40.8	42.0	39.2	64,168	65,016	68,729
Amgen	154,327	21.7	44.1	43.8	30.1	13.7	13.4	4.2	4.4	4.3	67.6	143.4	118.6	33,424	35,241	35,892
Thermo Fisher	152,379	17.1	22.4	23.2	29.8	18.1	16.3	4.6	3.5	3.3	13.2	15.5	15.5	42,879	43,681	46,343
Danaher	138,181	20.4	28.3	29.3	40.6	25.1	22.5	7.0	5.6	5.3	7.6	10.2	10.5	23,875	24,467	26,068
Gilead	135,613	5.8	45.4	46.4	15.2	13.6	12.9	4.0	4.7	4.6	2.3	43.7	39.3	28,754	28,641	29,732
Pfizer	132,981	19.5	35.0	35.3	11.5	7.8	7.6	2.4	2.1	2.1	9.1	19.4	18.6	63,627	62,339	62,193
Sanofi	122,074	16.4	27.4	27.6	21.3	10.8	9.8	2.6	2.4	2.2	7.3	12.3	12.6	47,908	51,032	54,809
Vertex	114,493	-2.1	44.4	44.8	35.2	25.1	21.8	9.4	9.6	8.6	-3.2	24.5	21.9	11,020	11,936	13,257
BMS	97,582	-15.5	36.5	35.4	8.7	7.1	7.9	2.4	2.1	2.3	-39.1	63.0	48.6	48,300	46,218	42,922
GSK	82,990	12.9	28.7	29.7	21.3	9.1	8.2	1.7	1.9	1.8	19.1	45.1	42.7	40,098	43,629	45,839
CSL	77,423	25.8	28.6	29.9	36.0	24.5	21.7	6.4	4.9	4.6	15.9	16.7	17.2	14,800	15,733	16,661
Zoetis	75,058	36.1	38.7	39.5	27.3	27.0	24.7	8.0	7.9	7.5	50.9	55.1	53.8	9,256	9,491	10,068
Regeneron	52,356	28.1	29.5	32.0	18.2	13.9	12.3	5.4	3.9	3.7	16.0	12.7	13.7	14,202	13,400	14,275
Daiichi Sankyo	49,102	13.2	17.5	19.0	45.6	23.2	18.9	5.7	3.4	3.0	12.8	17.6	19.3	11,093	14,238	16,102
Alnylam	39,809	-7.9	1.4	5.6	-	-	93.7	13.4	13.8	10.8	-	9.9	84.5	2,248	2,880	3,684
BioNTech	26,422	-47.8	-82.7	-80.4	-	-	-	9.6	10.8	10.6	-3.4	-5.7	-7.5	2,976	2,443	2,495
<b>전체 평균</b>	<b>180,007</b>	<b>15.5</b>	<b>28.5</b>	<b>29.7</b>	<b>25.9</b>	<b>16.8</b>	<b>18.5</b>	<b>5.9</b>	<b>5.4</b>	<b>4.9</b>	<b>24.3</b>	<b>59.2</b>	<b>51.3</b>			
삼성바이오로직스	73,594	29.0	30.6	30.7	62.3	53.4	44.7	14.9	13.0	11.2	10.4	11.9	12.5	4,547	5,676	6,599
셀트리온	35,699	13.8	27.2	32.1	96.1	38.0	26.8	11.4	8.2	6.9	2.5	5.2	7.0	3,557	4,330	5,211
알테오젠	20,370	24.7	64.6	80.8	-	114.8	57.2	159.8	82.0	39.9	29.5	41.6	61.9	103	249	510
유한양행	8,262	2.7	4.7	8.1	126.7	75.2	46.4	4.3	3.6	3.4	3.4	5.6	8.1	2,068	2,269	2,463
SK바이오팜	7,025	17.6	22.2	31.8	36.1	51.4	28.0	15.9	10.1	7.9	58.0	22.2	30.9	548	697	894
HLB	6,755	-	-	-	-	-	-	140.2	-	-	-16.3	-	-	68	-	-
휴젤	4,110	44.6	48.3	50.3	22.4	23.2	18.8	8.2	9.2	7.6	17.5	19.0	19.5	373	449	540
리가켄바이오	4,086	-16.6	14.0	22.9	-	71.0	65.6	29.8	20.0	15.6	2.0	8.6	10.4	126	204	262
한미약품	3,830	14.5	14.8	15.2	29.3	23.3	20.4	2.4	2.4	2.2	11.9	14.3	14.3	1,496	1,616	1,757
SK바이오사이언스	3,617	-	-10.7	-3.8	-	-	-	14.5	5.8	5.2	-3.1	-2.5	-1.1	268	622	697
삼천당제약	3,406	1.3	-	-	-	-	-	16.2	-	-	-4.5	-	-	211	-	-
한미사이언스	2,414	7.7	-	-	33.5	-	-	1.6	-	-	7.3	17.3	-	1,283	-	-
셀트리온제약	2,151	7.8	-	-	106.8	-	-	4.9	-	-	5.7	-	-	478	-	-
대웅제약	1,889	10.4	11.1	11.9	58.8	14.4	11.8	1.0	1.2	1.1	3.2	15.1	15.7	1,423	1,528	1,643
대웅	1,628	14.6	13.7	12.8	15.3	8.1	7.2	0.5	0.8	0.7	6.0	22.0	21.0	1,937	2,166	2,421
에스티팜	1,576	10.1	13.6	15.7	49.9	41.3	30.4	6.3	4.9	4.1	7.8	7.4	9.5	274	322	386
녹십자	1,502	1.9	3.8	4.8	-	51.0	31.5	1.2	0.8	0.7	-2.1	2.0	3.9	1,680	1,839	2,019
한울바이오파마	1,301	0.2	3.0	5.9	-	-	68.3	14.1	8.6	7.5	-1.0	2.0	6.8	139	152	174
종근당	1,175	6.3	6.0	6.4	10.8	-	-	0.7	0.7	0.7	12.8	-	-	1,586	1,668	1,755
종근당홀딩스	277	3.7	4.2	4.3	6.8	-	9.7	0.2	0.3	0.2	5.8	3.7	4.7	958	1,035	1,107
<b>전체 평균</b>	<b>9,233</b>	<b>10.8</b>	<b>17.0</b>	<b>20.6</b>	<b>50.4</b>	<b>47.1</b>	<b>33.3</b>	<b>22.4</b>	<b>10.7</b>	<b>7.2</b>	<b>7.8</b>	<b>12.2</b>	<b>15.0</b>			

주: 25년 6월 4일 증가 기준  
 자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

### III. 의료기기/디지털헬스 투자전략 및 Top picks

#### 1. 의료기기/디지털헬스 투자전략

**미용:** 지난 5월은 1Q25 견조한 실적과 함께 상위 미용업체들의 주가가 상당히 좋았다. 외국인 피부과 관광객 유입으로 인한 내수시장 활성화와 수출지역 다각화에 의한 수출호조가 이어지고 있어 펀더멘탈은 여전히 견고하다. 다만, 작년말부터 주가밸리를 거듭한만큼 작은 노이즈에도 이익실현 물량이 얼마든지 출회될 수 있다는 점은 기억할 필요가 있다.

**진단:** 팬더믹 기간동안 늘어난 고객 베이스에 기반한 수출호조가 이어지며 견조한 외형성장이 이어지고 있다. 이로 인해 고정비부담이 감소하며 마진 개선도 함께 진행 중이다. 2Q25는 호흡기 질환이 감소하는 계절적 비수기이나, 2Q25 실적이 견조하다면 하반기 실적 기대감이 커질 수 있다.

**디지털 헬스:** 디지털 헬스 기업들의 각자도생이 이어지고 있다. 특히 해외 진출은 이제 막 시작하는 단계로 급격한 실적개선이 일어나기보다는 이벤트 달성이 더 중요하다. 다만, 이벤트 발생 시점을 합리적으로 예측하기 어렵다는 점에서 불확실성이 존재한다.

**치과:** 치과 업황이 회복할 기미를 보이지 않고 있다. 특히 우리나라의 핵심 수출시장인 중국의 부진이 지속되고 있다. 과거에 비해 주가가 많이 조정받은 만큼 단기적인 반등이 관찰되기도 하지만, 펀더멘탈 관점에서는 주의가 필요하다.

2025년 6월 가장 기대하는 국내 기업은 유럽에서 볼뉴머 및 슈링크 유니버스 출시가 예정되어 신제품효과가 기대되는 **클래시스(214150)**다. 2025년 글로벌 시장에서는 수술로봇, PFA 등 혁신 기술로 시장을 주도하며 미국 관세정책 영향에서 상대적으로 피해를 덜 받는 기업을 주목한다. **스트라이커(SYK US)**와 **보스톤사이언티픽(BSX US)**이 주목할 만하다.

**표 13. 글로벌 주요 의료기기/디지털헬스 기업 주가 Performance** (십억달러, %)

분야	회사명	시가총액	5D	1M	3M	YTD	1Y
디지털 헬스	UnitedHealth Group	267.6	-6.6	-29.5	-37.0	-41.7	-41.9
	덱스컴	33.5	-1.9	19.1	-2.8	9.7	-33.0
	Hims & Hers	11.9	-14.4	90.0	29.1	120.7	216.1
	래드넷	4.3	-6.6	12.8	-1.6	-18.8	-3.2
	텔라닥 헬스	1.2	-3.1	-1.7	-25.5	-22.1	-38.3
수술/시술	애보트 래버러토리	231.3	-1.9	3.2	-2.2	17.5	27.9
	인튜이티브 서지컬	197.2	-2.0	6.9	-2.4	5.4	35.9
	보스턴 사이언티픽	157.1	-0.5	4.2	5.3	18.9	40.4
	스트라이커	146.7	-2.8	5.1	-1.3	6.6	14.4
	메트로닉	104.1	-6.7	-3.5	-10.5	1.6	-1.3
	에드워즈 라이프사이언스	44.7	-2.3	0.2	6.8	3.0	-13.4
	노보규어	2.1	6.8	3.7	-0.3	-35.6	-17.1
생명공학/진단	써모 피셔 사이언티픽	152.3	-2.5	-4.9	-22.9	-22.4	-30.9
	이그젝트 사이언시스	10.7	-0.7	24.4	18.3	0.7	13.5
비급여	얼라인 테크놀로지	12.9	-3.4	-2.6	-3.9	-14.4	-30.2
	Inmode	0.9	0.1	-10.4	-21.7	-12.9	-21.3

주: 2025년 5월 27일 종가  
 자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

**표 14. 국내 의료기기 및 디지털 헬스기업 주가 Performance** (%)

회사명	분야	시가총액(십억원)	5D	1M	3M	YTD	1Y
디지털 헬스	루닛	1,421	1.7	-8.4	-20.3	-23.6	-7.8
	고영	1,057	-6.6	19.7	-6.8	89.9	5.1
	아이센스	442	-4.3	2.6	0.1	4.5	-14.3
	인바디	334	4.6	4.2	5.3	6.9	-6.6
	뷰노	246	-5.1	-6.8	-25.1	-27.3	-36.7
	씨어스테크놀로지	234	18.6	51.6	39.8	77.0	-
치과	덴티움	677	-2.2	-16.5	-8.9	-1.6	-48.1
	바텍	296	0.8	-2.2	-1.7	5.5	-31.2
	디오	276	-6.4	-5.6	13.8	14.2	-8.3
	레이	126	-2.0	2.5	-5.2	39.9	-28.2
미용	파마리서치	4,719	2.0	19.4	54.3	71.0	236.8
	클래시스	3,917	2.9	-5.7	-5.2	25.5	20.8
	원텍	817	-3.4	15.1	36.2	108.0	16.1
	엘앤씨바이오	648	12.5	31.2	29.1	16.0	46.0
	비올	572	-2.9	3.8	-20.6	-9.2	-11.1
진단	씨젠	1,690	3.4	22.1	31.2	41.9	52.6
	에스디바이오센서	1,470	21.1	30.8	14.2	17.4	19.4
	바이오다인	491	-1.7	12.2	14.7	2.5	72.2
	바이오니아	418	2.3	1.1	14.9	-14.1	-47.3
	지노믹트리	311	-2.2	-12.6	-32.6	-37.7	-35.5
	랩지노믹스	205	10.2	28.1	3.0	10.8	8.2
기타	큐리옥스 바이오시스템즈	513	9.5	36.0	129.4	71.1	30.7
	넥스트바이오메디컬	346	8.4	3.1	-20.4	3.9	-
	엠아이텍	264	-3.2	1.9	-5.8	0.4	5.3
	뉴웍스	220	-2.8	-7.2	4.1	6.6	-21.3
	티앤알바이오랩	99	-12.4	-8.4	45.5	5.5	-31.3

주: 2025년 5월 27일 종가  
 자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 15. 주요 미용 의료기기 기업 실적 Preview

(십억원)

기업명	2Q24	1Q25	2Q25F				2024	2025F			2026F		
			당사예상치	컨센서스	%YoY	%QoQ		당사예상치	컨센서스	%YoY	당사예상치	%YoY	
클래시스	매출액	58.7	77.1	84.1	84.4	43.2	9.1	242.9	340.3	352.2	40.1	421.5	23.9
	영업이익	31.2	38.8	41.5	42.1	33.1	7.0	122.4	167.8	180.2	37.0	208.7	24.4
	OPM	53.1%	50.3%	49.3%	49.9%	-3.7%	-0.9%	50.4%	49.3%	51.2%	-1.1%	49.5%	0.2%
	당기순이익	26.6	29.8	35.2	34.1	32.4	18.1	97.9	139.7	145.0	42.7	180.0	28.8
파마리서치	매출액	83.1	116.9	120.6	120.6	45.1	3.2	350.1	491.4	493.7	40.4	227.0	(53.8)
	영업이익	30.8	44.7	46.0	46.7	49.5	2.8	126.1	186.5	188.5	48.0	228.0	22.3
	OPM	37.0%	38.3%	38.1%	38.7%	1.1%	-0.1%	36.0%	38.0%	38.2%	2.0%	100.4%	62.5%
	당기순이익	31.4	36.2	35.5	39.5	13.1	(1.9)	92.0	146.5	153.7	59.2	181.9	24.2
원텍	매출액	29.0	37.4	-	38.3	-	-	115.3	-	147.2	-	-	-
	영업이익	7.0	14.6	-	15.1	-	-	34.8	-	52.5	-	-	-
	OPM	24.2%	38.9%	-	39.4%	-	-	30.2%	-	35.7%	-	-	-
	당기순이익	4.4	11.9	-	10.0	-	-	29.1	-	42.1	-	-	-
비올	매출액	15.2	16.7	-	17.1	-	-	58.2	-	66.4	-	-	-
	영업이익	9.7	10.4	-	10.2	-	-	36.1	-	37.6	-	-	-
	OPM	63.7%	62.4%	-	59.6%	-	-	62.0%	-	56.6%	-	-	-
	당기순이익	8.6	9.0	-	9.2	-	-	32.6	-	33.7	-	-	-

자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

표 16. 주요 디지털헬스 기업 실적 Preview

(십억원)

기업명	2Q24	1Q25	2Q25F				2024	2025F			2026F		
			당사예상치	컨센서스	%YoY	%QoQ		당사예상치	컨센서스	%YoY	당사예상치	%YoY	
아이센스	매출	69.9	76.3	77.7	76.9	11.2	1.9	291.1	321.6	320.2	10.5	364.5	13.3
	영업이익	2.0	3.2	1.0	1.2	(49.2)	(69.1)	2.7	7.3	7.7	174.6	13.6	86.3
	OPM	2.8%	4.2%	1.3%	1.6%	-1.5%	-3.0%	0.9%	2.3%	2.4%	1.4%	3.7%	1.5%
	당기순이익	-0.0	2.6	-0.6	0.1	적지	적전	-1.8	1.8	3.8	흑전	5.9	227.8
고영	매출	52.5	51.1	61.9	58.9	18.0	21.1	202.5	240.0	232.8	18.5	276.0	15.0
	영업이익	3.2	3.2	5.3	5.3	67.7	66.3	3.3	17.7	21.0	432.8	22.4	26.6
	OPM	6.0%	6.2%	8.6%	8.9%	2.5%	2.3%	1.6%	7.4%	9.0%	5.7%	8.1%	0.7%
	당기순이익	7.3	3.2	6.9	7.0	(6.0)	115.0	21.0	23.2	25.2	10.5	29.5	27.2
인바디	매출	50.2	55.6	57.3	57.3	14.0	3.1	204.5	233.1	233.1	14.0	264.9	13.6
	영업이익	9.4	7.0	8.8	8.8	(6.5)	25.7	36.7	34.9	34.9	(5.0)	44.1	26.4
	OPM	18.7%	12.6%	15.4%	15.4%	-3.4%	2.8%	18.0%	15.0%	15.0%	-3.0%	16.6%	1.7%
	당기순이익	8.3	7.0	8.9	0.0	7.2	27.1	33.1	32.0	32.0	(3.4)	39.0	21.9
루닛	매출	12.2	19.2	-	20.4	-	-	54.2	-	85.7	-	-	-
	영업이익	-19.9	-20.7	-	-15.6	-	-	-67.7	-	-61.0	-	-	-
	OPM	-163.1%	-107.6%	-	-76.5%	-	-	-124.9%	-	-71.2%	-	-	-
	당기순이익	14.0	2.0	-	-18.0	-	-	-82.4	-	-50.9	-	-	-
씨어스 테크놀로지	매출	0.9	4.1	-	4.5	-	-	8.1	-	20.9	-	-	-
	영업이익	-2.9	-0.6	-	-0.8	-	-	-8.7	-	-1.0	-	-	-
	OPM	-327.0%	-14.5%	-	-17.8%	-	-	-107.2%	-	-4.8%	-	-	-
	당기순이익	-3.0	-0.6	-	-0.1	-	-	-8.8	-	-0.8	-	-	-
뷰노	매출	6.4	7.5	-	9.1	-	-	25.9	-	41.3	-	-	-
	영업이익	-3.1	-3.4	-	-0.2	-	-	-12.5	-	-0.1	-	-	-
	OPM	-49.2%	-45.5%	-	-2.2%	-	-	-48.1%	-	-0.2%	-	-	-
	당기순이익	-3.2	-3.3	-	-0.1	-	-	-13.0	-	0.7	-	-	-

자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

표 17. 주요 체외진단 기업 실적 Preview

(십억원)

기업명	2Q24	1Q25	2Q25F				2024	2025F			2026F		
			당사예상치	컨센서스	%YoY	%QoQ		당사예상치	컨센서스	%YoY	당사예상치	%YoY	
씨젠	매출액	100.1	116.0	114.6	115.2	14.4	(1.2)	414.3	474.1	486.5	14.4	542.2	14.4
	영업이익	-1.1	14.8	10.9	9.9	흑전	(26.6)	-16.5	55.0	54.1	흑전	80.2	45.8
	OPM	-1.1%	12.8%	9.5%	8.6%	10.6%	-3.3%	-4.0%	11.6%	11.1%	15.6%	14.8%	3.2%
	당기순이익	24.0	28.9	12.2	14.3	(49.3)	(57.8)	-20.3	71.8	80.8	흑전	79.4	10.6
에스디	매출액	167.5	185.3	185.8	187.6	11.0	0.3	694.6	749.6	751.4	7.9	823.9	9.9
	영업이익	-14.9	-14.6	-8.2	-14.0	적지	적지	-54.1	-31.6	-51.9	적지	-0.6	적지
	OPM	-8.9%	-7.9%	-4.4%	-7.5%	4.5%	3.4%	-7.8%	-4.2%	-6.9%	3.6%	-0.1%	4.1%
	당기순이익	-18.7	-18.7	-16.4	-15.1	적지	적지	-98.4	-64.6	-78.2	적지	-40.4	적지
랩지노믹스	매출액	22.2	21.9	-	-	-	-	85.9	-	-	-	-	-
	영업이익	-2.9	-5.7	-	-	-	-	-18.5	-	-	-	-	-
	OPM	-13.0%	-26.1%	-	-	-	-	-21.5%	-	-	-	-	-
	당기순이익	0.2	-5.4	-	-	-	-	-23.8	-	-	-	-	-

자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

표 18. 주요 치과 의료기기 기업 실적 Preview

(십억원)

기업명	2Q24	1Q25	2Q25F				2024	2025F			2026F		
			당사예상치	컨센서스	%YoY	%QoQ		당사예상치	컨센서스	%YoY	당사예상치	%YoY	
덴티움	매출	111.7	76.8	110.8	108.9	(0.8)	44.2	407.8	408.4	418.9	0.1	470.5	15.2
	영업이익	27.7	9.6	28.3	23.5	2.1	195.3	98.5	90.1	93.6	(8.5)	119.3	32.4
	OPM	24.8%	12.5%	25.5%	21.6%	0.7%	13.1%	24.2%	22.1%	22.4%	-2.1%	25.4%	3.3%
	당기순이익	20.6	12.6	24.6	17.3	19.2	95.0	72.7	69.0	75.7	(5.1)	85.0	23.2
바텍	매출	102.0	101.3	106.5	105.6	4.4	5.1	385.2	418.8	408.0	8.7	454.1	8.4
	영업이익	16.8	13.2	14.4	15.4	(14.5)	9.0	54.0	54.9	56.3	1.7	62.2	13.3
	OPM	16.5%	13.0%	13.5%	14.6%	-3.0%	0.5%	14.0%	13.1%	13.8%	-0.9%	13.7%	0.6%
	당기순이익	15.5	12.3	12.9	13.4	(16.5)	4.8	55.1	50.1	51.6	(9.1)	54.7	9.2
디오	매출	15.5	35.8	38.5	39.8	147.7	7.5	119.7	159.7	164.2	33.5	190.0	19.0
	영업이익	-47.1	1.5	4.9	5.3	흑전	222.8	-40.7	18.8	19.6	흑전	28.2	50.0
	OPM	-303.4%	4.2%	12.7%	13.3%	316.1%	8.5%	-34.0%	11.8%	11.9%	45.8%	14.8%	3.1%
	당기순이익	-47.3	0.1	4.2	4.2	흑전	3520.7	-41.3	14.9	16.7	흑전	24.0	61.1
레이	매출	24.7	24.5	29.0	30.2	17.2	18.5	79.8	115.0	116.9	44.0	137.4	19.5
	영업이익	-18.8	0.2	0.1	1.8	흑전	(53.3)	-44.3	1.8	7.5	흑전	7.9	338.9
	OPM	-75.9%	0.9%	0.3%	5.9%	76.3%	-0.5%	-55.4%	1.6%	6.4%	57.0%	5.7%	4.2%
	당기순이익	-16.8	2.5	0.5	1.2	흑전	(80.0)	-60.4	2.3	4.9	흑전	4.1	78.3

자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

표 19. Global Peer Valuation (글로벌 의료기기 및 디지털 헬스)

회사명	시가총액 (십억원)	영업이익률 (%)			P/E (배)			P/S (배)			EV/EBITDA (배)			매출(십억원)		
		24	25F	26F	24	25F	26F	24	25F	26F	24	25F	26F	24	25F	26F
유나이티드헬스 그룹	368,146	8.1	6.6	6.9	11.2	12.8	11.3	0.7	0.6	0.6	13.7	9.6	8.5	546,131	622,354	663,133
애보트 래버러토리	318,191	16.3	23.5	24.1	20.4	25.8	23.4	5.5	5.2	4.8	23.0	20.3	18.5	57,236	62,578	67,333
보스톤사이언티픽	216,085	15.5	27.6	28.0	48.1	36.4	32.2	8.9	8.1	7.3	38.8	28.7	25.4	22,849	27,322	30,281
써모 피셔 사이언티픽	209,571	17.1	23.0	23.8	22.7	18.1	16.3	3.6	3.5	3.3	20.9	16.7	15.2	58,503	60,395	64,076
스트라이커	201,770	16.3	26.3	26.4	34.3	28.7	26.1	6.3	5.9	5.5	32.0	23.2	21.0	30,828	34,705	37,612
인튜이티브 서지컬	143,932	51.9	52.8	53.5	37.7	34.8	30.5	14.2	13.3	11.9	24.0	22.7	19.9	9,666	10,790	12,084
메드트로닉	143,234	17.8	25.7	26.1	18.6	14.5	13.5	3.1	3.0	2.8	14.5	12.0	11.2	46,948	48,136	50,741
에드워즈 라이프사이언스	61,508	25.3	27.2	27.9	29.4	30.8	27.7	8.2	7.6	6.9	24.6	23.6	21.2	7,422	8,367	9,162
텍스컴	46,029	14.9	20.9	23.3	55.3	42.8	34.7	8.1	7.3	6.3	31.1	24.6	20.6	5,503	6,324	7,292
얼라인 테크놀로지	17,805	15.2	22.6	23.2	27.4	17.3	15.9	3.3	3.1	3.0	14.7	11.7	10.8	5,456	5,759	6,076
힘스 앤드 허스	16,431	4.2	8.6	10.0	75.3	49.9	41.0	6.5	5.1	4.2	47.5	36.8	28.4	2,015	3,346	4,084
이그젝트 사이언시스	14,678	(38.0)	0.7	6.1	-	-	127.7	3.7	3.4	3.1	-	28.0	20.1	3,764	4,246	4,785
라드넷	5,850	5.7	4.9	7.4	8,501	253.0	82.1	2.2	2.2	2.0	23.8	16.7	14.3	2,496	2,693	2,912
노보큐어	2,942	(28.2)	(29.7)	(28.7)	-	-	-	3.4	3.4	3.2	-	-	93.0	826	868	940
텔라닥 헬스	1,709	(39.7)	(8.2)	(5.1)	-	-	-	0.5	0.5	0.5	-	5.7	5.3	3,506	3,449	3,494
인모드	1,264	28.5	27.1	28.7	6.2	8.7	7.8	2.8	2.4	2.3	5.1	3.1	2.7	539	556	586
<b>전체 평균</b>		<b>8.2</b>	<b>16.2</b>	<b>17.6</b>	<b>683.7</b>	<b>44.1</b>	<b>35.0</b>	<b>5.1</b>	<b>4.7</b>	<b>4.2</b>	<b>24.1</b>	<b>18.9</b>	<b>21.0</b>	<b>50,230</b>	<b>56,368</b>	<b>60,287</b>
파마리서치	4,719	36.0	37.7	38.6	41.7	33.5	25.9	11.8	9.8	7.9	19.3	22.0	17.4	350	480	601
클래시스	3,917	50.4	49.7	50.9	38.3	28.1	22.6	14.4	11.3	9.3	25.1	20.5	17.1	243	346	419
씨젠	1,690	(4.0)	11.1	15.9	140.6	20.9	15.8	3.4	3.5	3.0	7.1	0.0	0.0	414	486	568
에스디바이오센서	1,470	(7.8)	-	-	-	-	-	2.1	-	-	16.0	-	-	695		
루닛	1,421	(124.9)	(64.4)	(44.5)	-	-	-	26.0	17.0	13.6	-	-	-	54	84	104
원텍	817	30.2	34.5	34.7	23.1	21.0	18.5	6.3	5.9	5.2	10.6	14.7	13.1	115	138	156
덴티움	677	24.2	23.4	24.0	5.9	7.0	6.7	1.3	1.6	1.5	6.9	7.0	6.2	408	422	464
엘앤씨바이오	648	3.5	-	-	4.5	-	-	8.7	-	-	70.7	-	-	72		
비올	572	62.0	57.6	57.9	17.5	16.7	13.9	9.8	8.4	6.8	10.4	12.6	10.1	58	68	84
아이센스	442	0.9	3.9	4.3	413.2	116.4	83.3	1.5	1.4	1.2	26.3	19.4	17.1	291	324	365
넥스트바이오메디컬	346	(37.5)	(13.6)	14.3	107.3	-	60.3	32.2	15.7	8.2	-	525.9	32.2	10	22	42
인바디	334	18.0	15.0	16.6	10.2	10.6	8.5	1.5	1.4	1.3	5.0	5.7	4.8	204	233	265
바텍	296	14.0	13.9	14.7	5.8	5.9	5.0	0.8	0.7	0.7	3.5	3.3	2.9	385	407	435
디오	276	(34.0)	14.3	16.8	-	17.3	11.5	2.2	1.7	1.5	-	9.5	7.7	120	161	185
뷰노	246	(48.1)	9.6	19.3	-	90.2	27.3	8.7	5.4	4.2	-	118.8	17.5	26	46	59
뷰웍스	220	10.0	9.8	11.1	13.3	11.7	8.4	1.0	0.9	0.8	9.1	7.7	6.4	223	238	261
레이	126	(55.4)	5.9	5.8	-	55.4	30.6	1.5	1.1	0.9	-	16.6	11.4	80	114	137
<b>전체 평균</b>		<b>-3.7</b>	<b>13.9</b>	<b>18.7</b>	<b>68.5</b>	<b>33.4</b>	<b>24.2</b>	<b>7.8</b>	<b>5.7</b>	<b>4.4</b>	<b>17.5</b>	<b>56.0</b>	<b>11.7</b>	<b>220</b>	<b>238</b>	<b>276</b>

주: 2025년 5월 27일 종가 기준  
 자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

## 2. 미용: 외국인 피부과 관광객 200만 시대를 향하여

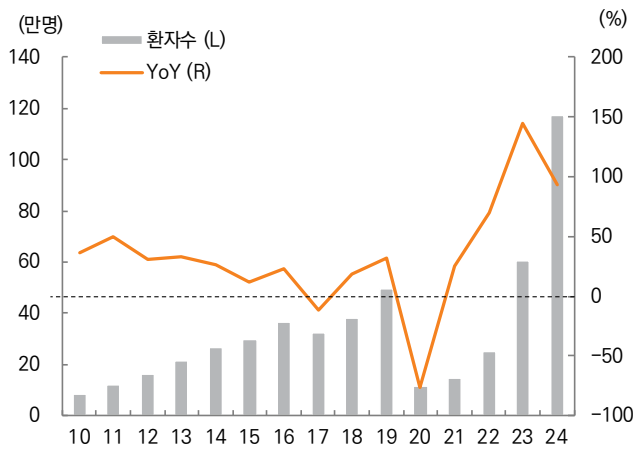
### ① 피부과가 주도하는 大 의료관광의 시대

2023년 60.6만명(실환자 기준)으로 역대 최대 외국인 의료관광 수요를 기록하며 팬더믹으로 인한 의료관광 암흑기의 종식을 선언한 대한민국은 **2024년 전년 대비 무려 93% 성장한 112만명의 외국인 환자를 유치하며 다시 한번 사상 최대 실적을 경신했다.** 전체 외국인 입국자 대비 의료관광객 비중도 팬더믹 이전이었던 2019년 2.9%에서 2023년 5.5%로 증가하더니, 2024년에는 7.2%까지 확대되었다.

의료관광 산업의 성장성을 회복한 **2023년부터 관찰되는 두드러진 특징은 피부과의 위상이 크게 상승한 것이다.** 2023년 전까지 우리나라를 대표하는 진료과는 명실공히 성형외과였다. 강남 일대에서 성형시술로 인해 마스크를 쓰거나 얼굴이 부은 채로 돌아다니는 외국인을 보는 것은 그리 어렵지 않은 일이었다.

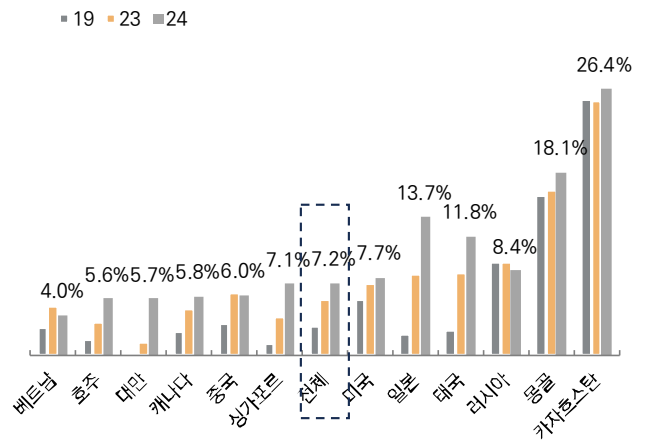
그런데 2023년 피부과 진료 환자가 24만명(전체 환자의 35%)으로 1위로 올라서더니, 2024년에는 전년보다 무려 195% 증가한 71만명을 기록하며 전체 환자의 60%까지 치솟았다. 즉, **2024년 들어 피부과 진료를 받으러 온 외국인 환자 수요가 나머지 진료과 전체를 합친 것보다 많아진 것이다.** 피부과 진료 환자를 제외한 의료관광객 수는 2024년 47만명으로 아직 팬더믹 이전 수준(2019년 51만명)을 넘어서지 못했다. 피부미용 분야로의 엄청난 쏠림현상이 발생하고 있다.

그림 37. 외국인 환자 추이



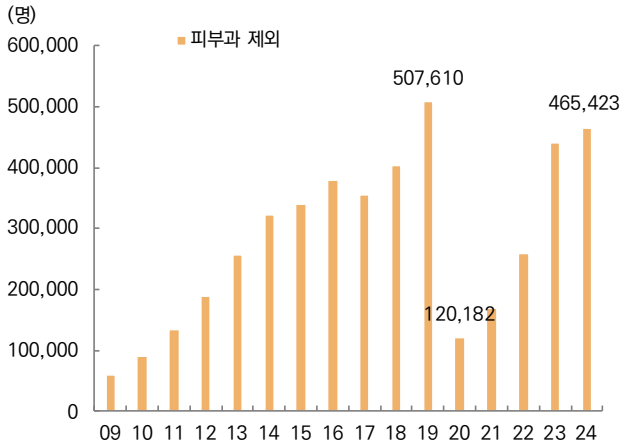
자료: 국제의료정보포털, 미래에셋증권 리서치센터

그림 38. 주요 국가별 외국인 입국자대비 의료관광객 비중 추이



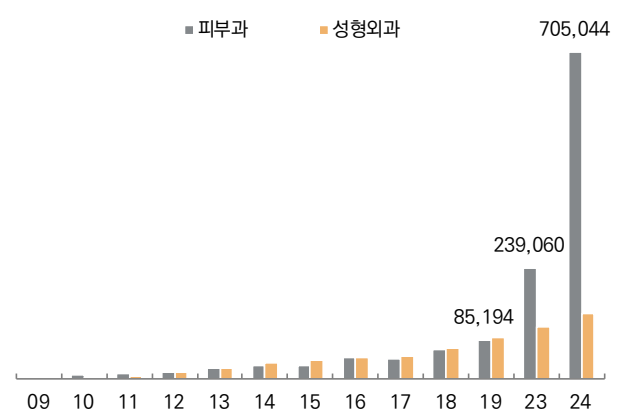
자료: 한국관광공사, 국제의료정보포털, 미래에셋증권 리서치센터

그림 39. 피부과를 제외한 외국인 진료환자 추이



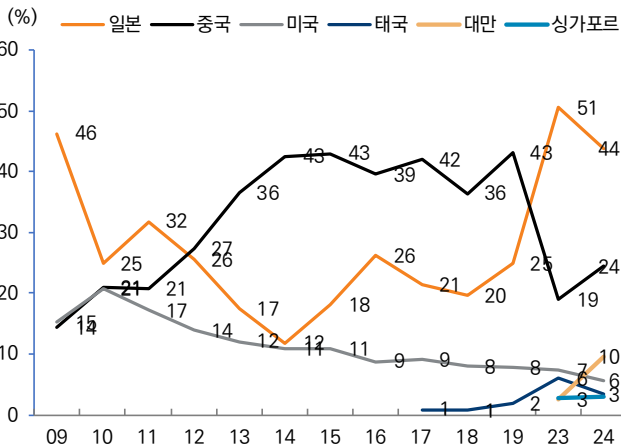
자료: 국제의료정보포털, 미래에셋증권 리서치센터

그림 40. 피부과와 성형외과 진료받은 외국인 추이



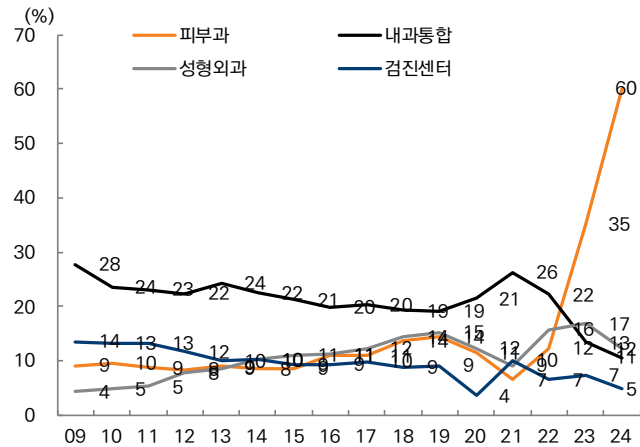
자료: 국제의료정보포털, 미래에셋증권 리서치센터

그림 41. 피부과 진료환자의 국적 비중



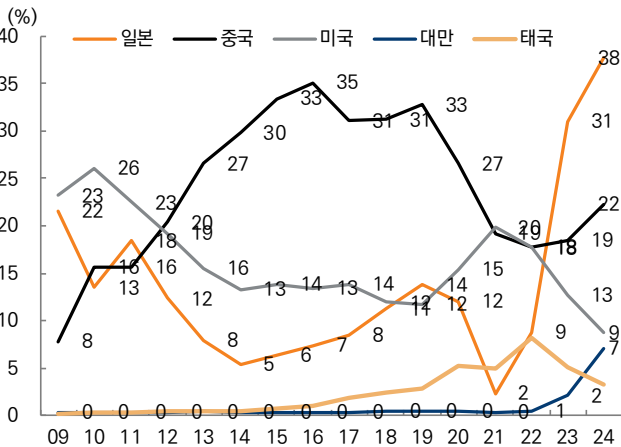
자료: 국제의료정보포털, 미래에셋증권 리서치센터

그림 42. 외국인 환자가 받는 진료과별 비중



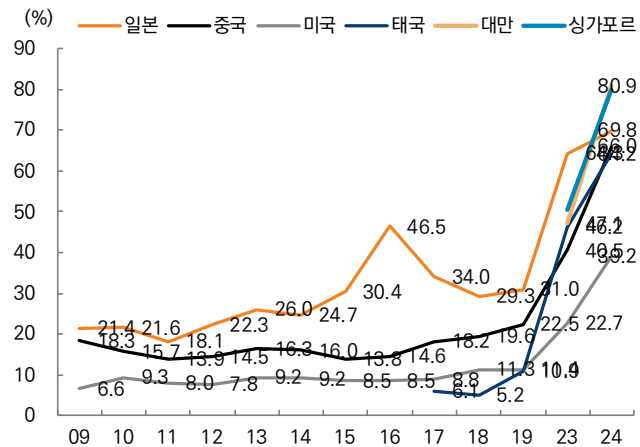
자료: 국제의료정보포털, 미래에셋증권 리서치센터

그림 43. 외국인 환자의 국적 비중 추이



자료: 국제의료정보포털, 미래에셋증권 리서치센터

그림 44. 주요 국가별 전체 진료과에서 피부과 비중 추이



자료: 국제의료정보포털, 미래에셋증권 리서치센터

② 왜 대한민국 피부과인가?

대한민국은 세계 피부미용 시장을 선도하는 가장 트렌디한 국가다. 미용 플랫폼에서 전국병원들의 시술후기와 가격들이 실시간으로 비교된다. 국내 대형 미용 플랫폼 3사의 합산 모바일 MAU(3개월 이동평균)는 2020년 1월 39만명에서 2025년 1월 52만명까지 증가했다.

이러한 토양을 바탕으로 새로운 시술법이 탄생하고, 세계로 퍼져간다. 우리는 **국내 피부미용 시장이 지난 5년간 연평균 16%의 성장을 거듭하며 2024년 약 8,835억 원 규모일 것으로 추정**한다. 이는 업계에서 통용되는 점유율을 바탕으로 추산한 것으로 정교한 수치라 보기는 어렵지만, 산업을 이해하기 위한 목적으로 활용하고자 한다.

한국 시장의 가장 큰 특징은 **시술가격이 상당히 저렴하다는 것이다**. 특신만 하더라도 일본에서는 턱에 맞는 특신 시술가격이 10~15만원으로 형성되어 있는데, 우리나라는 5만원 이하로 시술이 가능하다. 간혹 일부 병원에서 마케팅 목적으로 1만원 이하로 시술되는 경우도 있을 정도다.

게다가 **한국에서는 의료법상 모든 의료시술은 의사만 시술할 수 있다**. 미국이나 일본, 태국만 하더라도 의사가 아닌 의료인력(임상간호사, 간호사, 의사보조원, 피부관리사 등)도 의사 감독 아래 미용시술이 가능하다. 즉, 의사에게 직접 시술을 받을 수 있는데도 본인들 나라보다 훨씬 저렴하다는 것이 상당한 장점으로 부각되고 있다.

표 20. 국내 피부미용 시장 규모 추정

(십억원)

	19	20	21	22	23	24	YoY	CAGR 5년
<b>주사요법</b>	<b>221.1</b>	<b>209.0</b>	<b>267.3</b>	<b>319.0</b>	<b>364.3</b>	<b>399.6</b>	<b>9.7%</b>	<b>12.6%</b>
특신 (3개)	127.0	113.2	135.4	162.6	167.6	166.1	-0.9%	5.5%
스킨부스터 (17개)	12.2	17.5	36.3	52.4	73.5	111.9	52.1%	55.7%
필러 (3개)	44.0	43.2	50.7	54.7	72.0	70.2	-2.4%	9.8%
점유율	83%	83%	83%	85%	86%	87%		
<b>EBD</b>	<b>116.0</b>	<b>122.4</b>	<b>178.4</b>	<b>269.5</b>	<b>333.1</b>	<b>367.3</b>	<b>10.3%</b>	<b>25.9%</b>
EBD (12개)	95.1	102.8	153.4	237.2	299.7	337.9	12.7%	28.9%
점유율	82%	84%	86%	88%	90%	92%		
<b>기타</b>	<b>62.7</b>	<b>74.5</b>	<b>63.5</b>	<b>83.6</b>	<b>60.4</b>	<b>68.6</b>	<b>13.6%</b>	<b>1.8%</b>
가슴 보형물 (2개)	27.9	28.9	21.2	34.9	21.7	25.6	17.9%	-1.8%
점유율	56%	58%	60%	62%	64%	66%		
리프팅 실 (1개)	2.3	4.9	6.2	6.5	6.9	8.4	21.3%	29.5%
점유율	18%	20%	22%	24%	26%	28%		
<b>전체</b>	<b>399.8</b>	<b>405.8</b>	<b>509.2</b>	<b>672.1</b>	<b>757.7</b>	<b>835.5</b>	<b>10.3%</b>	<b>15.9%</b>

주: 괄호의 숫자는 국내 매출이 공개된 기업의 개수  
 자료: 미래에셋증권 리서치센터

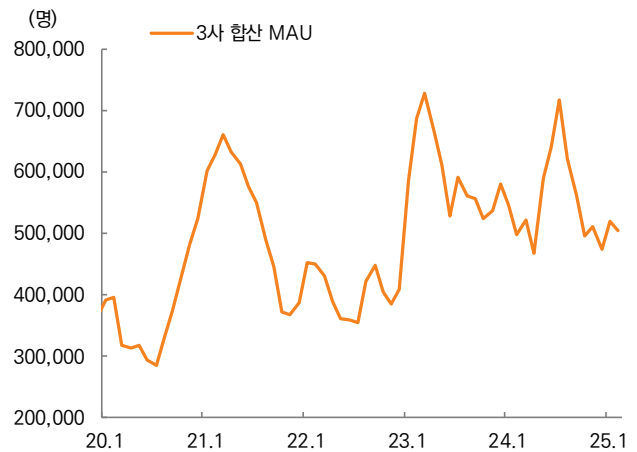
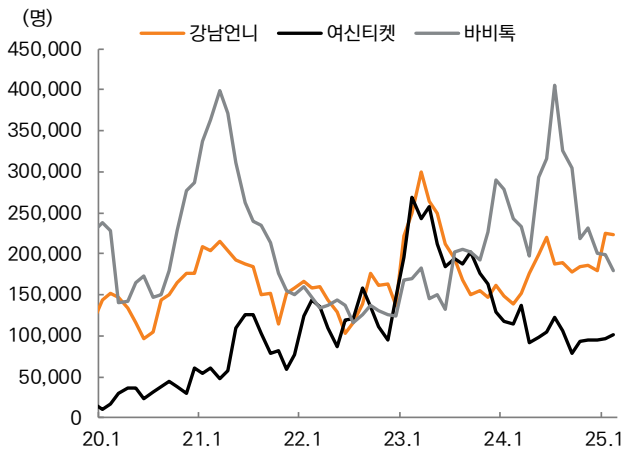
시술 가격이 빠르게 하락할 수 있는 이유는 크게 2가지로 ① **톡스엔필 같은 네트워크 병원을 중심으로 병원간의 경쟁이 심화되고 있고, ② 가격경쟁력을 갖춘 국산장비의 시장 점유율 증가하고 있는 것이다.** 전세계에서 이 두 가지를 모두 갖춘 나라는 한국이 유일하다.

특히 전세계적으로 독신이나 에너지기반 미용기기를 국산화에 성공한 국가가 많지 않다. 그러나 국내 시장은 국산화된 의약품이나 의료기기가 존재하는 것을 넘어 시장의 대부분을 국내 제품이 차지하고 있다.

**여전히 글로벌 선도기업 제품은 국내 기업에 비해 높은 가격대를 유지하고 있지만, 국내 제품의 높은 인기는 전체 시술가격을 끌어내리고 있다.** 전세계 독신 1등 브랜드인 엘러간의 보톡스의 시술가는 50유닛 기준 76만원까지도 형성되어 있는데, 한국 시술가는 약 15만원에 불과하다. 모노플라 고주파 장비의 오리지널 장비인 써마지 역시 600샷 기준 시술가격이 한국이 가장 낮게 형성되어 있다.

그림 45. 3대 미용성형 플랫폼 기업의 3개월 이동평균 MAU

그림 46. 3대 미용성형 플랫폼 기업의 3개월 이동평균 합산 MAU

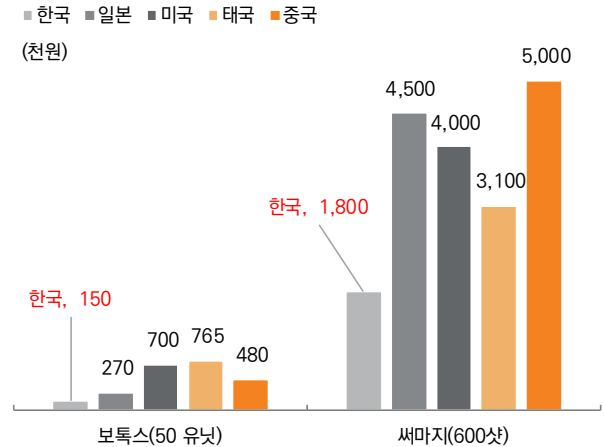
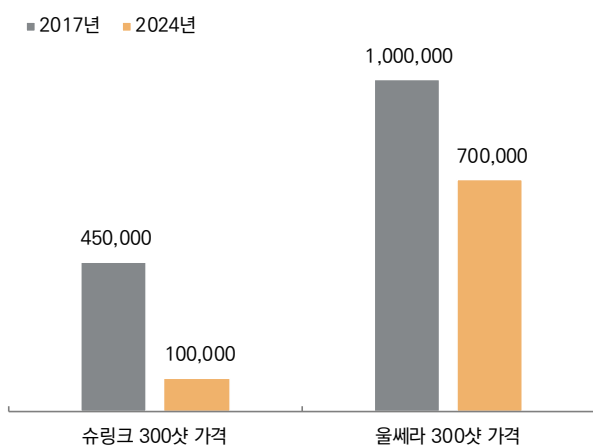


자료: 코리아클릭, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 코리아클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 47. 초음파를 활용한 미용기기의 시술가격 하락 추이

그림 48. 주요 국가별 시술 가격 비교



자료: 미래에셋증권 리서치센터

자료: 미래에셋증권 리서치센터

### ③ 주요 국가별 피부미용 관광 트렌드

1) 피부 미용 관광의 큰 손으로 부상한 일본: 우리나라 의료관광 그 중에서도 **피부과 스킨 현상의 1등공신은 명실공히 일본**이다. 2024년 일본인 의료관광객은 전년 대비 135% 증가한 44만명으로 전체 의료관광객의 38%를 차지했다. 이는 중국이 지난 2016년 기록한 35%를 처음으로 넘어선 것이다.

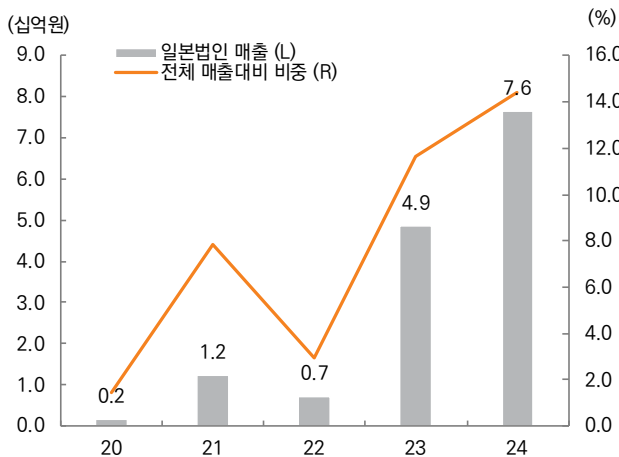
그 중 피부과 진료 환자는 31만명으로 일본 진료수요의 70%를 차지했다. **일본인 피부과 환자는 전체 외국인 피부과 환자의 44%를 차지하고 있는데, 2등인 중국(24%)과 거의 2배 가까이 차이가 난다.**

2024년 환율이 일본에게 불리했었던 점을 고려할 때 일본인의 피부과 집중현상은 의미가 크다. 그만큼 불리한 환율을 극복할 만큼 일본인에게 우리나라 시술가격은 매력적인 것이다. 일본에서 10~30만원하는 특신도 한국에서는 프로모션을 잘 활용하면 1만원도 안 되는 가격에 시술받을 수 있다. 게다가 우리나라 미용 플랫폼 서비스인 강남언니가 일본 시장에서 빠르게 성장한 것도 일본인 환자 증가의 중요한 요소다. 강남언니는 일본 시장에서 일본인 환자에게 한국 병원 및 시술 정보를 제공하여 일본인 환자 증가의 큰 역할을 하고 있다.

우리나라에 입국하는 전체 일본인 입국자는 2024년 들어 팬데믹 이전인 2019년과 유사해졌다. 그러나 전체관광객 대비 의료관광객 비중은 2023년 8.1%에서 2024년 13.7%로 상승했다. 전체 일본인 입국자가 증가할 수 있다는 점, 전체 관광객 대비 의료관광객 비중이 20%를 기록하는 국가도 있다는 점, 우리나라와 비행거리가 가깝다는 점, 최근 환율이 일본에게 더 우호적으로 변하는 점을 고려할 때 **의료관광에서 일본의 중요성은 한동안 지속될 가능성이 높아 보인다.**

다만, 한국관광공사 통계에 의하면 일본 관광객은 우리나라 외국 의료관광객 중 피부미용에 가장 적은 돈을 지출하는 국가 중 하나다. 전체 외국인 환자의 피부과 진료 1건당 평균 지출금액은 112만원 수준인데, 일본은 55만원에 불과하다. 이는 가장 많이 지출하는 중국(220만원)의 1/4 수준이다. 일본인의 객단가를 높일 수 있는 전략이 필요해 보인다.

그림 49. 힐링페이퍼(강남언니)의 일본법인 실적 추이



자료: 힐링페이퍼, 미래에셋증권 리서치센터

그림 50. 엔화 환율 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

2) 소비금액 1위인 중국: 중국인 입국자수는 작년보다 빠르게 증가하고 있으나 아직 팬데믹 이전 수준을 회복하지 못하고 있다. 그러나 **2024년 중국인 의료관광객은 작년보다 132% 증가한 26만명으로 전체 의료관광객의 22%를 차지했다.** 이는 팬데믹 이전인 2019년보다 10만명 가까이 증가한 것이다. **중국의 락다운과 경기침체 영향으로 단순관광보다는 확실한 목적성(미용)이 있는 입국자가 증가하는 것으로 보인다.**

중국의 의료관광을 견인하는 것은 피부과다. **피부과는 전년 대비 무려 279% 증가한 17만 명으로 중국 진료 수요의 66%까지 증가했다.** 국내 피부과 진료는 중국대비 신뢰성이 높고, 가격경쟁력이 높다는 장점이 있다.

한국관광공사 데이터에 따르면, **중국인의 피부과 진료 1건당 평균 지출금액은 1Q25 기준 220만원으로 전체 외국인 평균인 112만원보다 2배 가까이 높다.** 이로 인해 방문자 수에서는 일본에 뒤지지만, 전체 지출 금액에서는 오히려 중국이 일본보다 더 클 것으로 추정된다.

중국의 전체 입국자 대비 의료관광객 비율은 6% 수준으로 전체 외국인 평균(7.2%)보다 낮다는 점에서 앞으로도 중국의 의료관광 성장잠재력은 충분하다는 판단이다.

표 21. 국가별 외국인 입국자수와 의료관광 통계

국가명	외국인 입국자수				의료관광 연환자수				의료관광/전체관광		
	2019년	2024년	CAGR	YoY	2019년	2024년	CAGR	YoY	2019년	2023년	2024년
전체	17,310,254	16,334,640	-1%	49%	497,464	1,170,467	19%	93%	2.9%	5.5%	7.2%
일본	3,271,706	3,224,079	0%	39%	68,411	441,112	45%	135%	2.1%	8.1%	13.7%
중국	5,111,884	4,363,128	-3%	141%	162,868	260,641	10%	132%	3.2%	6.2%	6.0%
미국	1,044,038	1,320,108	5%	22%	58,358	101,733	12%	32%	5.6%	7.1%	7.7%
대만	1,260,493	1,473,908	3%	53%	2,353	83,456	104%	551%	0.2%	1.3%	5.7%
태국	571,610	323,856	-11%	-15%	14,162	38,152	22%	24%	2.5%	8.1%	11.8%
싱가포르	246,142	375,428	9%	8%	2,971	26,666	55%	98%	1.2%	3.9%	7.1%
몽골	113,599	141,902	5%	5%	17,918	25,731	8%	17%	15.8%	16.3%	18.1%
베트남	553,731	511,420	-2%	22%	15,133	20,382	6%	0%	2.7%	4.8%	4.0%
러시아연방	321,550	196,854	-9%	24%	29,897	16,622	-11%	13%	9.3%	9.3%	8.4%
캐나다	205,408	254,332	4%	26%	4,996	14,847	24%	58%	2.4%	4.6%	5.8%
카자흐스탄	52,966	54,893	1%	17%	13,424	14,475	2%	23%	25.3%	25.2%	26.4%
호주	173,218	244,338	7%	23%	2,676	13,783	39%	107%	1.5%	3.4%	5.6%

자료: 한국관광공사, 한국보건산업진흥원, 미래에셋증권 리서치센터

3) 미국, 절대적으로 증가세가 약해 보이나, 상대평가시 상당히 증가: 미국인 의료관광객은 중국, 일본, 태국, 대만 등 대한민국 근거리의 외국인 환자가 늘어나며 전체 외국인 환자에서 차지하는 비중은 2021년 20%에서 2024년 9%까지 하락했다. **그러나 진료 환자수를 살펴보면 팬더믹 이전인 2019년 5.8만명에서 2024년 10만명을 넘어섰다.** 우리나라에서 미국까지 비행거리가 12~15시간이 소요된다는 것을 고려하면 상당히 견조하게 성장하고 있다.

특히 우리나라는 주한미군이 주둔하고 있어, **과거 미국 외국인 진료환자의 25~30%가 주한미군에 의해 발생했는데, 이 비율이 2019년 18%로 하락하더니 2023년 11%까지 하락했다.** 미국 본토에서 우리나라로 오는 환자들이 꾸준히 증가하고 있는 것이다.

미국인 의료관광을 이끄는 진료과는 단연 피부과다. 피부과 진료 비중은 팬더믹 이전인 2019년 11%였으나 2024년 39%로 3배 이상 증가했다. 비중 증가와 함께 **2019년 6,636명이었던 피부과 진료 환자는 2024년 4만명으로 약 6배가 증가했다.**

미국은 전통적으로 교포들에 의한 내과(진료비중 30%)와 건강검진(진료비중 11%) 수요가 높았다. 그러나 내과는 팬더믹 이전인 2019년 1.8만명의 환자가 진료를 보았는데, 2023년 1.6만명, 2024년 1.7만명으로 아직 팬더믹 이전 수요를 회복하지 못했다. 건강검진은 팬더믹 이전과 유사한 비중을 기록하며 2024년 1.2만명을 기록했다.

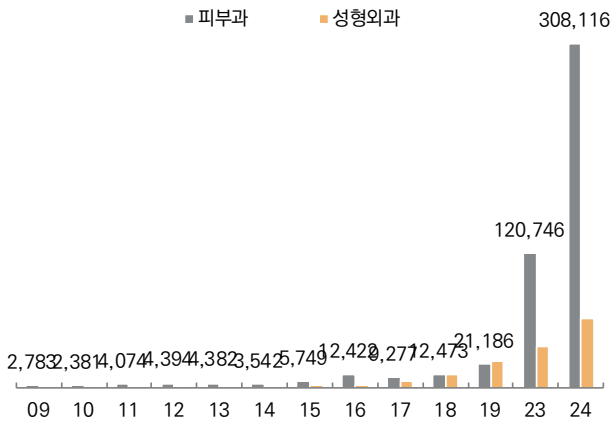
**결국 주한미군과 교포라는 특수 요인을 감안하더라도 미국 역시 다른 국가들처럼 피부과 진료를 위해 한국을 찾는 미국인이 증가하고 있는 것이다.**

4) 의료관광의 목적의 80%가 피부과인 대만과 싱가포르의 폭풍 성장: 대만의 2024년 의료관광객은 전년 대비 무려 551% 상승한 8만명으로 전체 4위에 오르는 기염을 토했다. **대만 의료관광객의 피부과 진료 비중은 81%에 달했다.** 대만의 전체 입국자 대비 의료관광객 비중은 2023년 1.3%에서 2024년 5.7%로 증가했다. 전체 외국인 입국자 대비 의료관광객 비중이 7.2%라는 점을 고려하면 앞으로도 대만에 주목할 필요가 있다.

싱가포르의 2024년 의료관광객도 전년 대비 2배에 가까운 98% 성장한 3만명으로 전체 순위가 6위로 뛰어올랐다. **대만과 마찬가지로 피부과 진료비중은 80%에 달했다.** 싱가포르의 전체 입국자 대비 의료관광객 비중은 2023년 3.9%에서 2024년 7.1%로 증가했다.

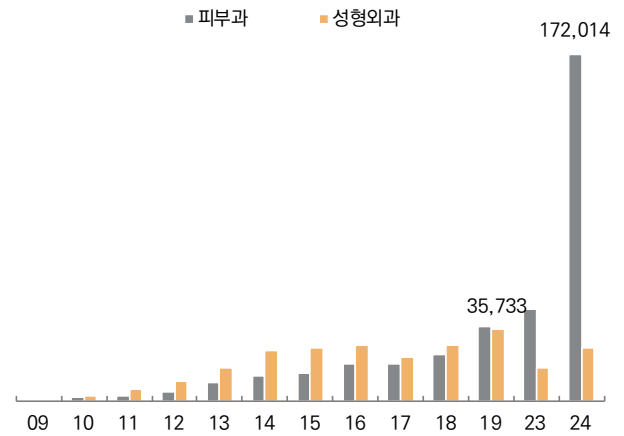
5) 의료관광은 멈추지 않는 태국: 2024년 태국인 입국자는 전년 대비 15% 감소한 32만명을 기록했다. 그러나 의료관광 목적 입국자는 전년 대비 24% 증가한 3.8만명을 기록했다. 이로 인해 전체 입국자 대비 의료관광객 비중은 2023년 8.1%에서 2024년 11.8%로 증가했다. 태국인의 의료관광을 주도하는 진료과는 역시 피부과다. **2019년 1,539명에 불과했던 태국 피부과 환자는 2023년 1.4만명으로 9배 이상 증가하더니, 2024년에는 전년 대비 72%가 증가한 2.4만명까지 늘었다.**

그림 51. 일본인 환자의 피부과 및 성형외과 진료 추이



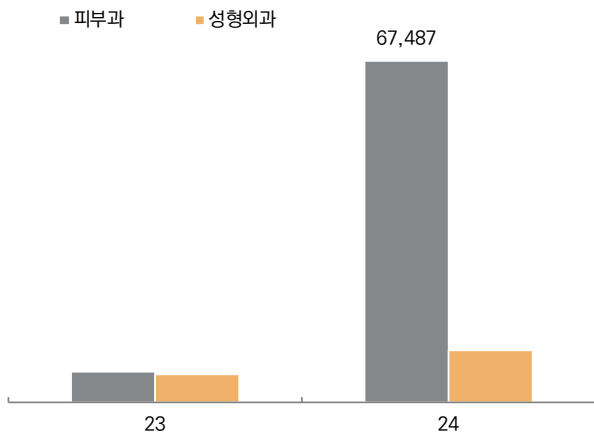
자료: 국제의료정보포털, 미래에셋증권 리서치센터

그림 52. 중국 환자의 피부과 및 성형외과 진료 추이



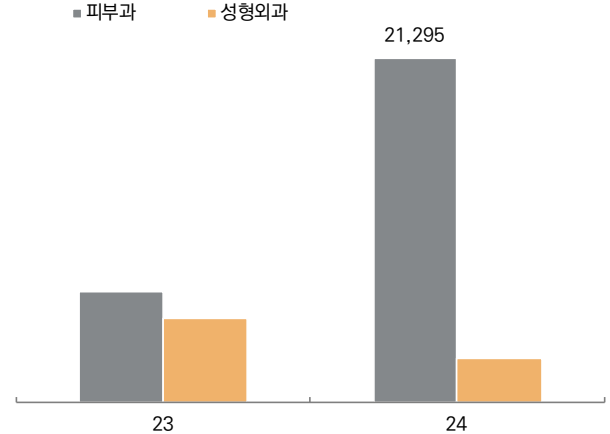
자료: 국제의료정보포털, 미래에셋증권 리서치센터

그림 53. 대만 환자의 피부과 및 성형외과 진료 추이



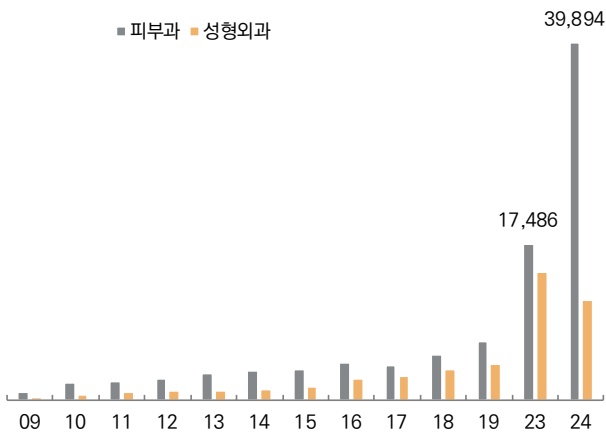
자료: 국제의료정보포털, 미래에셋증권 리서치센터

그림 54. 싱가포르 환자의 피부과 및 성형외과 진료 추이



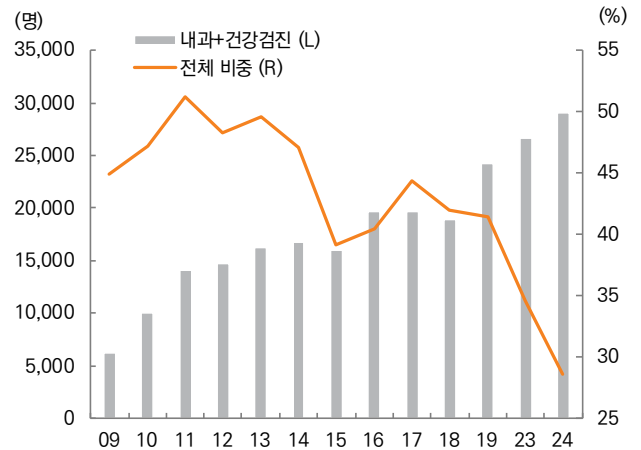
자료: 국제의료정보포털, 미래에셋증권 리서치센터

그림 55. 미국 환자의 피부과 및 성형외과 진료 추이



자료: 국제의료정보포털, 미래에셋증권 리서치센터

그림 56. 미국 환자의 내과+건강검진 진료 환자 추이



자료: 국제의료정보포털, 미래에셋증권 리서치센터

④ 수출로 연결되는 외국인 의료관광

의료관광의 중요성은 내수 시장 활성화에만 국한되지 않는다. **의료관광은 수출 증가로 이어지며, 의료관광을 주도하고 있는 피부미용기기에서 이런 현상이 관찰된다.** 한국에서의 사용자 경험과 브랜딩이 본국까지 전파되는 것이다. 대표적인 국가가 일본과 태국이다.

일본은 피부과 의료관광을 주도하는 대장국가로, 2019년 2만명에 불과했던 일본인 피부과 환자는 2024년 피부과를 방문한 외국인 환자의 44%에 해당하는 30.8만명까지 증가했다. 이런 분위기에 힘입어 **일본향 에너지기반 미용기기 수출액은 지난 5년간 연평균 16% 성장하며 2024년 1.2억 달러까지 증가했다.** 국내기업 중 제이시스메디칼은 2020년 110억 원이었던 일본 매출이 2024년 300억 원까지 상승했고, 클래시스는 2021년 58억 원의 일본 매출이 2024년 142억 원으로 상승했다.

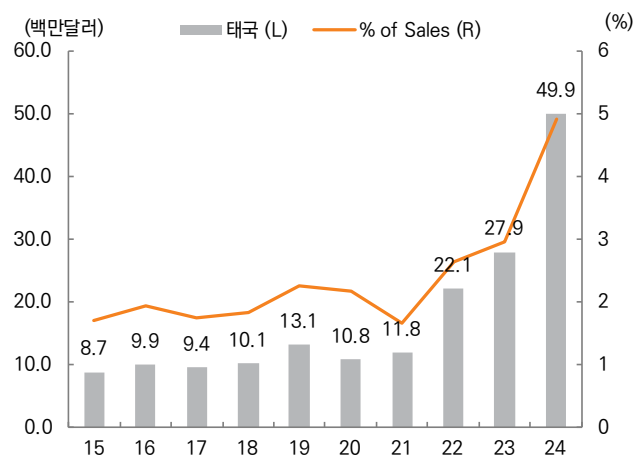
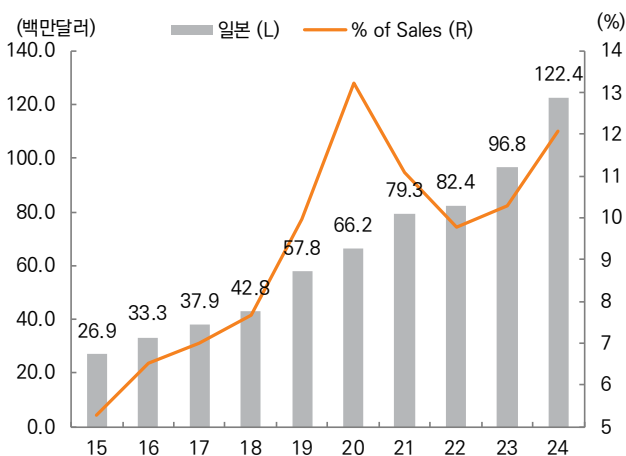
태국의 성장세도 놀라운 수준이다. 2019년 1,539명에 불과했던 태국인 피부과환자 수는 2024년 2.4만명까지 증가했다. 이 과정에서 **태국향 에너지기반 미용기기 수출액은 지난 5년간 연평균 31% 성장하며 2024년 5천만 달러까지 증가했다.** 주요 에너지기반 미용기기 기업인 원텍의 태국 매출은 2023년만 하더라도 17억 원에 불과했으나 2024년 185억 원까지 상승했다.

**그런 점에서 기대를 모으는 시장은 미국이다.** 이미 미국 시장에서 루트로닉을 비롯한 제이시스메디칼, 비올 등의 에너지기반 미용기기와 대웅제약(파트너사 Evolus)의 특신이 좋은 성과를 내고 있다. 이런 상황에서 미국인 피부과 진료환자는 2019년 6,636명에 불과했으나, 2024년에는 4만명으로 약 6배가 증가했다.

또한, **클래시스(에너지기반 미용기기)와 휴젤(특신)이 2025년부터 본격적으로 미국시장 침투를 진행 중이다.** 미국은 전세계 최대 시장임과 더불어 마케팅 측면에서 다른 국가에 미치는 파급효과가 어느 나라보다 크다. 우리가 화장품 섹터에서도 관찰했듯이 미국에서의 한국 기업들의 위상이 높아지는 것은 섹터 리레이팅으로 이어질 수 있다.

그림 57. 일본향 에너지기반 미용기기 수출 추이

그림 58. 태국향 에너지기반 미용기기 수출 추이



자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

⑤ 29년 예상 외국인 피부과 관광객 200만명 시대에 더 부각되는 브랜드 가치

2024년 우리는 117만명의 역대 최고 외국인 의료관광객 유치 실적을 달성했다. 그 중심에는 전체 진료의 60%까지 성장한 피부과가 있다. 2024년 외국인 피부과 관광객은 70.5만 명으로 팬더믹 이전인 2019년부터 연평균 53% 성장한 수치다.

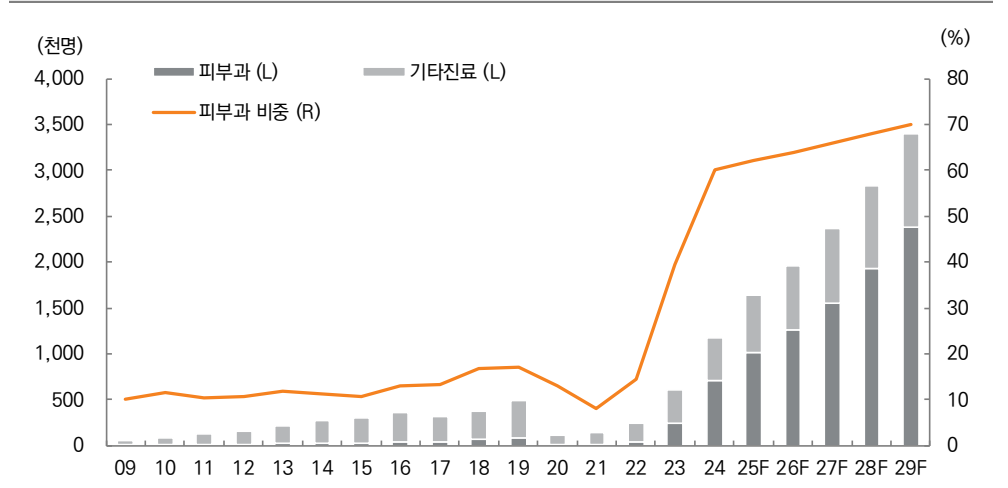
과연 외국인 피부과 관광객은 어디까지 증가할 수 있을까? 그리고 피부과는 지속해서 우리나라 의료관광의 핵심 진료과가 될 수 있을까? 결론적으로 우리는 **외국인 피부과 관광객 수요가 향후 5년간 연평균 28% 성장하며 2029년 200만명을 돌파할 가능성이 높다고 생각한다.**

우리나라 피부미용의 가장 큰 강점은 피부과 병원의 공급 증가, 국산화 장비의 부상, 강력한 미용후기 플랫폼 등으로 세계에서 가장 높은 가격경쟁력을 갖추고 있다는 것이다. 더불어 국내 의료법상 모든 시술을 간호사, 피부관리사 등 의료인력이 아닌 의사만 진행할 수 있다는 점은 우리나라 시술의 가격경쟁력을 더욱 끌어올리는 요소가 된다. 이런 점을 고려할 때 단기간에 우리나라를 대체하는 나라가 등장하기는 매우 어려우며, 우리나라가 전 세계에서 가장 가성비 좋은 시술을 받을 수 있는 국가로서의 지위를 유지할 가능성이 높아 보인다.

현재 가장 많은 피부과 진료 수요를 책임지고 있는 일본은 아직 전체 입국자 수가 팬더믹 이전을 넘어서지 못했다는 점, 전체 관광객 대비 의료관광객 비중이 20%를 기록하는 국가도 있다는 점, 우리나라와 비행거리가 가깝다는 점, 최근 환율이 일본에게 더 우호적으로 변하는 점을 고려할 때 견조한 성장을 지속할 가능성이 높다. 또한, 일본인의 진료 1건당 지출금액은 전세계에서 가장 낮은 수준인데, 객단가가 높은 진료로의 전환수요도 기대해볼만 하다.

진료 1건당 지출액이 가장 큰 중국은 전체 입국자 대비 의료관광객 비율이 6% 수준으로 전체 외국인 평균(7.2%)보다 낮다. 2023년부터 피부과를 중심으로 의료관광 수요가 견조하게 증가하고 있다는 것이 긍정적이다. 현재 피부과는 중국 전체 진료의 66%까지 성장했다. 중국 경기가 좋지 않다는 것은 부정적 요소이나, 중국인이 국내 의료관광을 오는 목적이 신뢰성과 가격경쟁력이라는 점에서 지나친 우려는 지양할 필요가 있다.

그림 59. 외국인 의료관광객 추이 및 전망



자료: 국제의료정보포털, 미래에셋증권 리서치센터

러시아는 우크라이나와 전쟁 영향으로 아직까지 의료관광 수요가 팬데믹 이전 수요를 회복하지 못한 유일한 국가다. 전쟁이 종식된다면 수요 정상화를 기대해볼 수 있다. 이외 외국인 의료관광 수요가 빠르게 상승하고 있는 미국, 캐나다, 대만, 호주 등도 전체 입국자수 대비 의료관광객 비율 상승이 충분히 가능한 국가로 볼 수 있다.

우리나라는 자연 美, 안티에이징의 피부미용 트렌드를 선도하며, 의료관광 강국으로 거듭났다. 특히 피부미용 시술은 일상생활로 복귀하는데 소용되는 시간인 다운타임(down time)이 적어 환자의 부담이 작고, 3~6개월 단위로 시술받아야 한다는 점에서 재방문을 유도할 수 있어 다른 진료과보다 수요의 지속성이 크다. 피부과 시술을 중심으로 견조한 의료관광객 수요 증가를 기대한다.

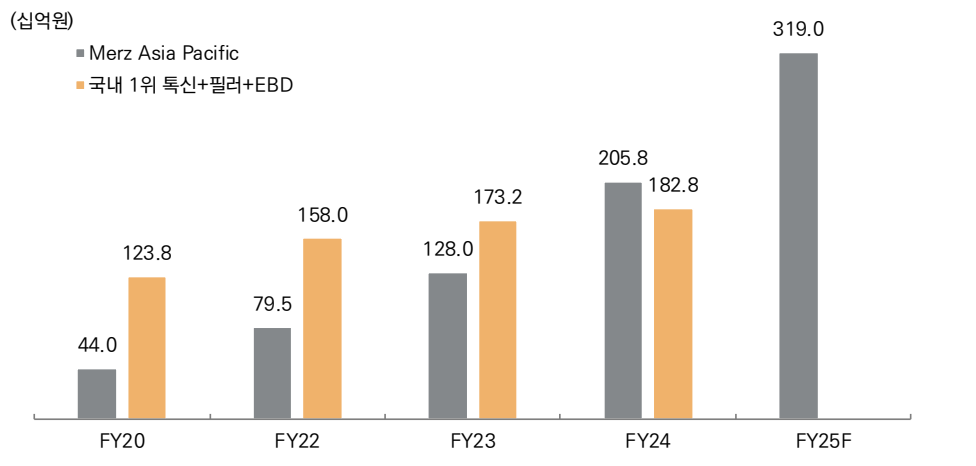
그렇다면 피부미용 시술을 받으러 오는 외국인이 증가하는 것은 국내 기업들에게 어떤 영향을 미칠까? 우리는 국내 매출을 공개하는 기업들의 연간매출을 시계열로 조사하였는데, 이과정에서 상당히 의미있는 사실을 발견하였다. 외국인 피부미용 환자들이 증가하면서 글로벌 프리미엄 시술 브랜드의 실적이 상당히 높아진 것이다.

HIFU 시술의 오리지널 장비인 울세라와 제오민(톡신), 벨로테로(필러) 등의 주사요법을 모두 취급하는 Merz Aesthetics Korea는 회계연도 2024년(6월결산) 매출이 2,058억원에 달했다. Merz Aesthetics가 6월 결산법인이고, 제품별 매출을 알 수 없다는 점에서 직접적인 비교는 어렵지만, 이는 국내 시장에서 에너지기반 미용기기(클래시스 717억원), 톡신(휴젤 820억원), 필러(휴젤 290억원) 1위 기업의 2024년 합산 매출인 1,827억원보다 크다.

언론 인터뷰에 따르면 Merz Aesthetics Korea는 회계연도 2025년에 전년대비 55% 증가한 3,190억원을 목표로 한다고 한다. 국내 1위 기업들 중 2025년 국내 시장에서 50% 이상 성장을 목표로 하는 기업이 없다는 점에서 상당히 놀랍고 폭발적인 성장세다.

또 다른 프리미엄 브랜드인 써마지를 유통하는 솔타메디칼의 2024년 매출도 국내 1위 에너지기반 미용기기 기업보다 약 1.6배 높은 1,200억원에 달한다.

**그림 60. Merz Aesthetics Korea 및 톡신/필러/EBD 국내 1위기업 합산 매출 추이**



주: Merz Asia Pacific은 6월결산, 국내 기업은 12월 결산  
 자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

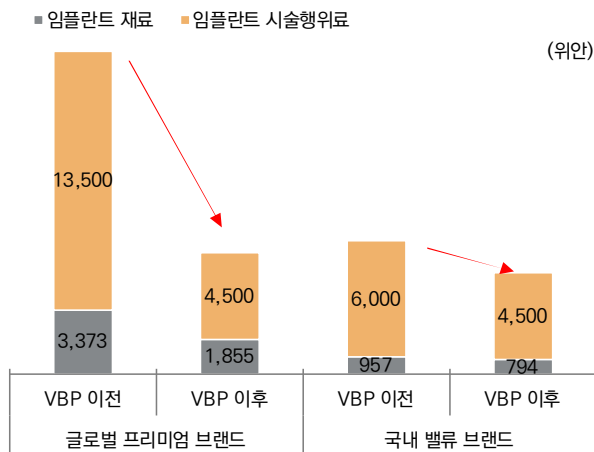
VBP 제도가 시행된 이후의 중국 치과용 임플란트 시장에서도 유사한 현상이 관찰된다. VBP는 입찰을 통과한 기업들에게 물량을 몰아주는 대신 가격을 대폭 할인하는 의료기기 및 의약품 구매 제도다. VBP 시행 1년차 성적표가 공개된 2025년초, 상당히 인상적인 결과를 확인할 수 있다.

통상 중국 치과용 임플란트 시장은 오스팀임플란트, 덴티움, Straumann 3사가 과점하는 것으로 알려져 있는데, 2024년 한 해 동안 국내 기업들이 모두 전년대비 역성장을 기록한 반면, 글로벌 기업 Straumann은 전년대비 62% 넘는 성장을 기록했다. Straumann은 중국이 아시아 지역의 성장을 주도하고 있다는 언급을 지속해서 하고 있다. 프리미엄 브랜드로 인식되던 제품의 가격이 큰 폭으로 하락하면서 수요가 몰리는 현상으로 해석할 수 있다. 소비자들은 최종 소비가격보다도 기존 시술의 위상과 브랜드를 감안한 가격 할인폭에 더 민감한 것이다.

이런 맥락을 바탕으로 바탕으로 피부미용 관련 업체들의 국내 성과를 살펴보면 재밌는 현상이 관찰된다. 기업들이 고루 성장하기보다는 기업간 격차가 커지고 있는 것이다. 특히 특정 카테고리 개척한 오리지널 제품이나 상대적으로 브랜드가 강한 제품들의 성장세가 강하다.

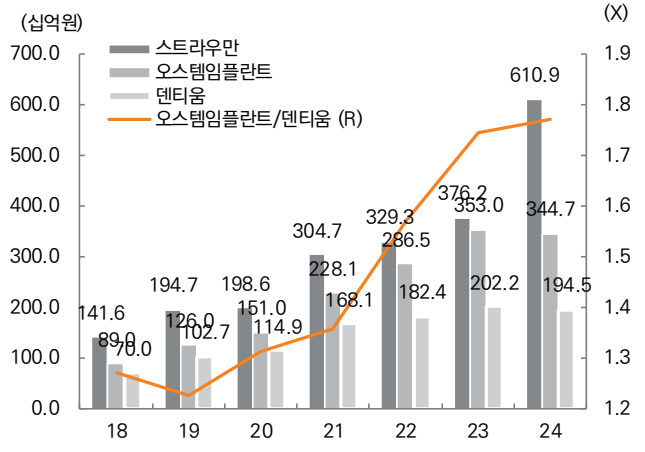
주사요법 시장에서는 특신(-1% YoY)과 필러(-2% YoY) 상위 3개 기업의 합산 매출은 2024년 전년대비 역성장을 기록했다. 특신과 필러는 이제 피부미용 시술의 필수재로 부각되면서 제품간 격차가 줄어들며 Commodity화 되고 있다. 반면 오리지널 브랜드로써 스킨부스터 카테고리를 주도하고 있는 리쥬란은 전년대비 50% 이상 성장했다.

그림 61. VBP 시행 이후 세그먼트별 임플란트 시술가격 하락



자료: 산업자료, 쓰촨성 의료보장국, 미래에셋증권 리서치센터

그림 62. 오스팀임플란트, 덴티움, 스트라우만의 중국매출 추이



자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

에너지기반 미용기기도 상위 4개 기업의 2024년 합산 매출은 전년대비 20% 성장(상위 3개 기업 성장률은 39%)했지만, 그외 10개 기업의 합산매출은 전년대비 3% 상승에 그쳤다. 국내 에너지기반 미용기기 기업은 특정 카테고리를 개척한 오리지널 제품은 없지만, 그 중에서도 브랜드 가치가 높게 형성된 제품일수록 높은 성장을 기록하고 있다.

결론적으로 외국인 환자의 유입으로 시장이 성장하는 것은 긍정적이나, 시장 성장의 수혜 정도는 기업마다 달라지게 된다. 소비자는 기존 시술의 위상과 브랜드가치를 감안하여 가격을 비교한다는 점에서 국내 피부미용 기업들은 브랜드 가치(임상데이터 확보, B2C 마케팅, 새로운 시술법 개발 등)를 높이기 위한 활동을 꾸준히 지속할 필요가 있다.

그림 63. 주사요법 관련 기업들의 국내 매출 추이

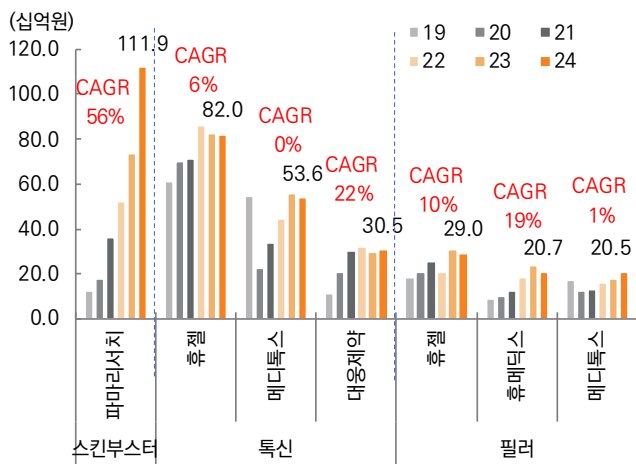
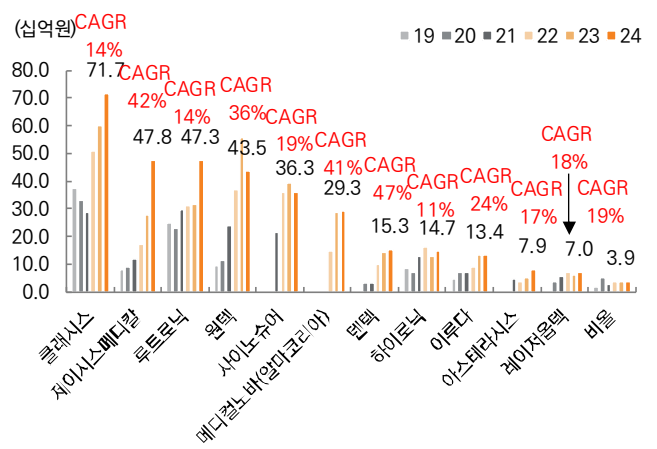


그림 64. 에너지기반 미용기기 관련 기업들의 국내 매출 추이



주: 메디컬노바는 2년, 사이노슈어와 아스테라시스는 3년, 텐텍과 레이저웍스는 4년, 나머지 기업은 5년 CAGR  
 자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

⑥ 세계 최대 시장 미국 공략의 틈이 보인다

세계 최대 시장인 미국은 거의 모든 미용 기업들이 반드시 진출하고자하는 꿈의 시장이다. 시장규모뿐 아니라 **미국에서 1등이 진짜 세계 1등이라는 상징성으로 인해 다른 국가로의 파급력이 상당하기** 때문이다. 우리나라 기업들도 미국 시장에 꾸준히 도전하고 있다.

국내 에너지 기반 미용기기에겐 팬더믹 시기를 제외하면 줄곧 미국은 수출 1위 국가였다. **2024년 에너지기반 미용기기의 미국향 수출은 1.6억 달러로 전체 수출의 16%를 차지**하고 있다. 여기엔 루트로닉이 가장 큰 기여를 하고 있다. 몇 년 전부터 마이크로니들 고주파 제품이 인기를 끌면서 비올과 제이시스메디칼의 마이크로니들 고주파 제품도 수출 증가에 큰 역할을 하고 있다.

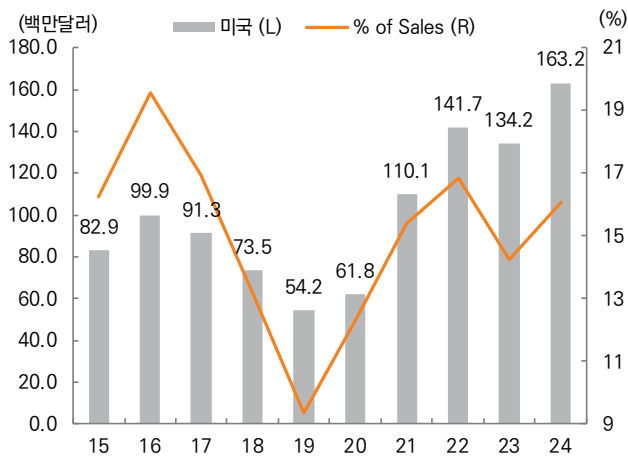
특신은 본격적인 미국 수출이 시작된 것은 지금으로부터 불과 6년전인 2019년부터이다. 특신 수출을 주도하는 것은 대웅제약으로, 대웅제약의 미국 유통사인 Evolus가 특유의 마케팅 전략을 앞세워 단기간에 시장점유율을 13%까지 끌어올렸다. **2024년 특신 수출은 사상 최대인 7,860만 달러를 기록하며 전체 수출량의 20%까지 성장**했다.

2025년에는 국내 기업들의 미국 진출은 더욱 가속화될 것으로 예상된다. 2024년 새롭게 FDA 허가를 받은 클래시스(볼뉴머)와 휴젤(레티보)이 현지 유통사와 협업하여 본격적인 영업활동에 박차를 가할 것으로 예상되기 때문이다.

**미국 시장의 성과는 밸류에이션과 실적을 모두 높힐 수 있기에 중요하다.** 직접적인 미국시장에서의 실적개선뿐 아니라, 간접적으로 다른국가에 마케팅 효과를 기대할 수 있다. 나아가 이런 성과는 우리가 화장품 섹터에서 관찰했듯이 밸류에이션 리레이팅의 근거도 될 수 있다.

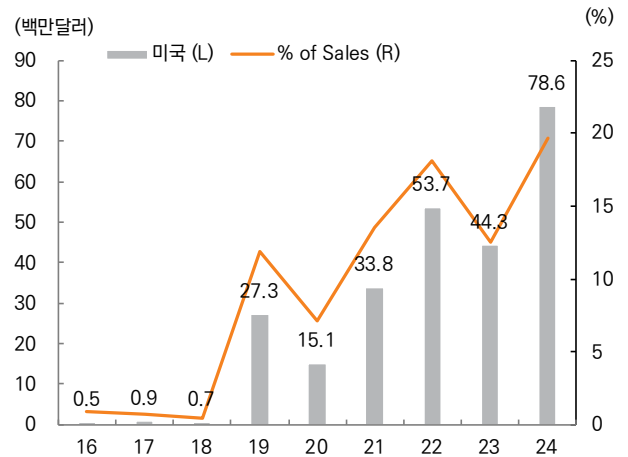
이런 상황에서 **최근 미국 피부미용시장에서 고가 시술 품목의 부진이 눈에 띄게 관찰**된다. 실제로 미국 특신시장을 지배하는 엘러간의 보톡스나 장비가격만 1.2억달러에 시술비용이 3,000~7,000달러에 달하는 Inmode가 부진한 실적을 지속하고 있다. 최소침습 지방제거술을 제공하는 Airsculpt나 Hydrfacial이라는 Dermabration(피부연마술) 시술을 서비스하는 Beauty Health 실적도 부진하다.

그림 65. 국내 에너지기반 미용기기 기업의 수출 추이



자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 66. 국내 특신 기업의 수출 추이



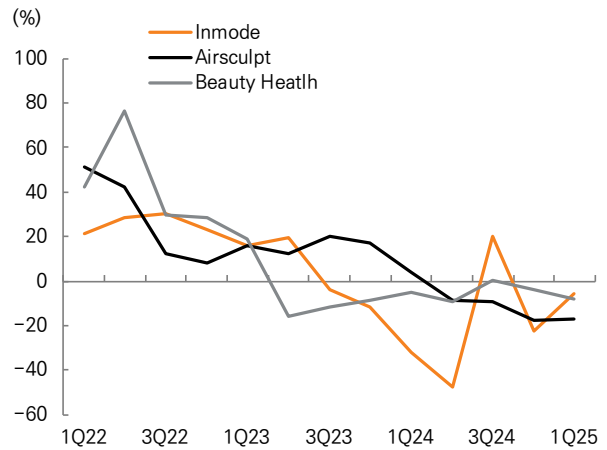
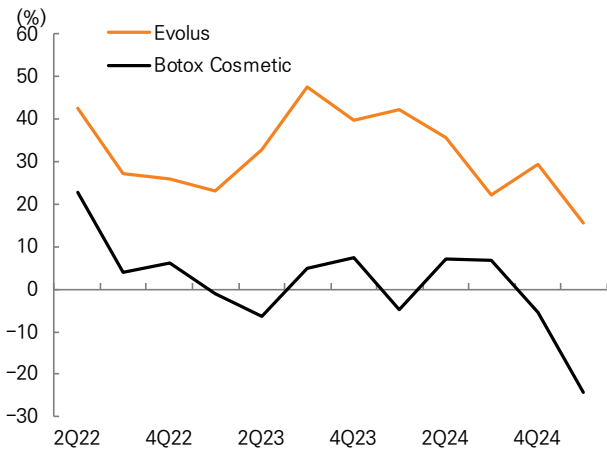
자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

반면, 중저가 품목으로 포지셔닝하고 있는 Evolus는 상대적으로 좋은 성과를 거둬고 있다. Evolus의 성과는 국내기업들이 유심히 지켜볼만하다. 미국 피부미용 시술의 핵심고객은 40대 이상의 고소득 여성이다. Evolus는 가성비 높은 제품으로 밀레니엄 고객에 집중하는 마케팅 전략을 펼치며, 출시 5년만에 미국 시장에서 시장 점유율 13%를 달성했다. 압도적 1위인 Abbvie의 Botox(미용 목적)와의 격차도 줄어들어가고 있다.

우리 기업들이 국내 시장에서 경험했듯, 국내 시장이 활성화된 가장 큰 요인은 인구통계적으로 20대 여성과 남성층이 유입되었기 때문이다. 대부분의 피부미용시장의 핵심고객은 40대 이상의 고소득여성으로 이들은 프리미엄 시술을 선호하는 경향이 강하다. 상대적으로 가성비에 관심이 높은 20대 여성과 남성층의 유입되면서 고객 수 증가로 시장이 커짐과 동시에 세그먼트화가 진행된다. 고객들의 소득 및 소비 수준이 다양해지면서 프리미엄 시장외에 Entry 시장이 형성되는 것이다. 우리나라 기업들은 이 Entry 시장에서 상당한 경쟁력을 발휘하며 펀더멘탈을 키워나갔다.

그림 67. 보톡스 및 주보의 매출성장률 추이

그림 68. Inmode, Beauty Health, Airsculpt의 매출 성장률 추이

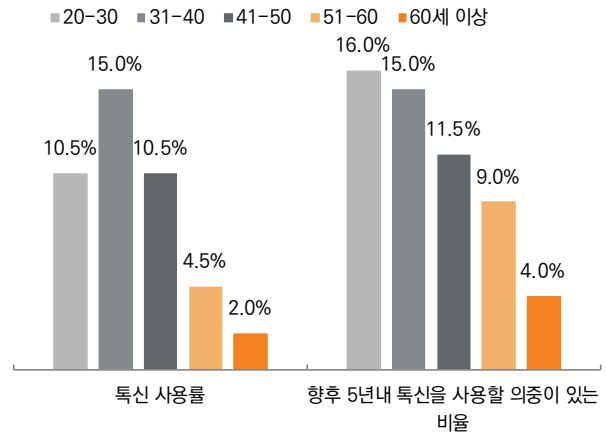
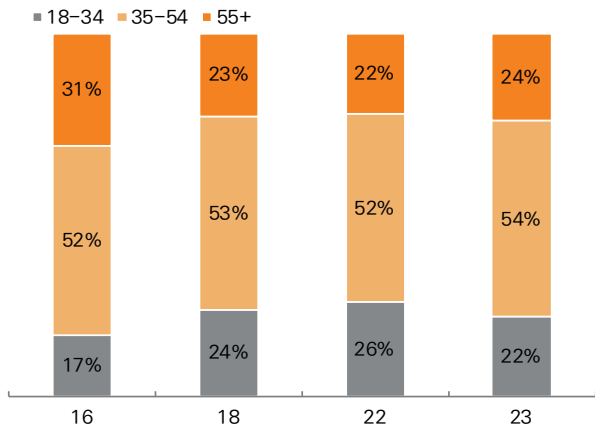


자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 69. 메드스파를 이용하는 여성고객의 연령별 비중

그림 70. 연령별 독신 시술 침투율 및 향후 독신 시술 의향 통계



자료: ISAPS, 미래에셋증권 리서치센터

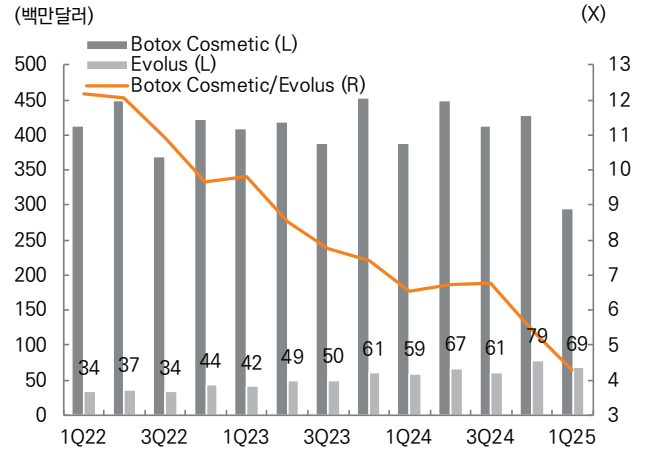
자료: Mckinsey&Co., Evolus, 미래에셋증권 리서치센터

Evolus의 선전은 단순히 경기침체로 중저가 제품을 선호하는 현상 외에 20대 인구의 피부 미용 시장으로의 유입으로도 해석할 수 있다. 이들은 우리나라 기업들이 경쟁력을 발휘할 수 있는 고객층이다. 앞으로 미국 피부미용시장에서 일어나는 거시적 변화를 유심히 관찰할 필요가 있다.

그림 71. Evolus가 타겟하는 밀레니얼 세대



그림 72. 보톡스 vs. 주보의 매출 추이



자료: Evolus, 미래에셋증권 리서치센터

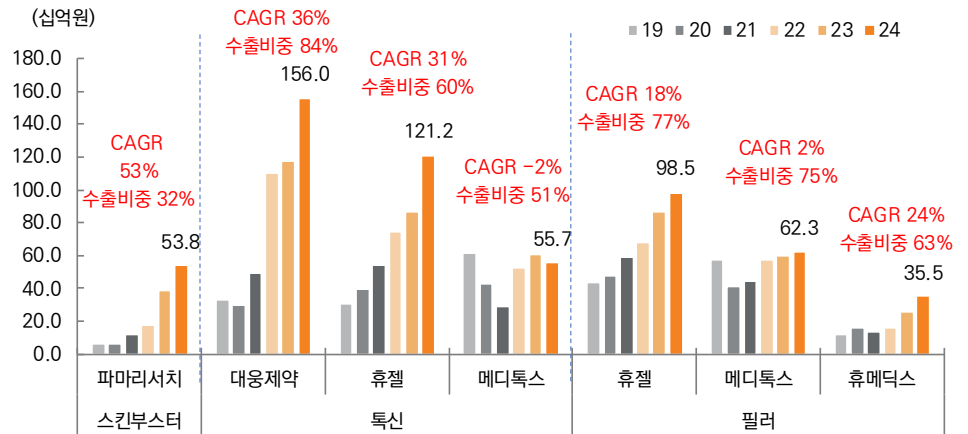
자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

표 22. 에너지기반 미용기기 기업의 광고모델의 역사

계약 연도	모델	출생년도	당시 나이	기업명	계약연도	모델	출생년도	당시 나이	기업명
2016	야노 시호	1976	40	울썬라	2022	이민호	1987	35	울썬라
2017	박지윤	1979	38	파마리서치	2023	명세빈	1975	48	텐텍
2019	수애	1979	40	파마리서치	2023	이영애	1971	52	제이시스메디칼
2020	이민정	1982	38	울썬라	2023	임지연	1990	33	클래시스
2020	안현모	1983	37	써마지	2023	차주영	1990	33	클래시스
2021	배윤경	1993	28	제이시스메디칼	2023	고민시	1995	28	클래시스
2021	서예지	1990	31	클래시스	2023	차예련	1985	38	파마리서치
2021	조보아	1991	29	아스테라시스	2023	주상욱	1978	45	파마리서치
2021	김소연	1980	41	원텍	2024	로운	1996	27	원텍
2022	이다희	1985	37	제이시스메디칼	2024	신혜선	1989	34	라메디텍
2022	이나영	1979	43	클래시스	2024	박신혜	1990	34	루트로닉
2022	김성령	1967	55	써마지	2024	하지원	1978	46	아스테라시스
2022	전소민	1986	36	울썬라	2024	설인아	1996	28	알마
2022	김하늘	1978	44	울썬라	2024	김수현	1988	36	클래시스

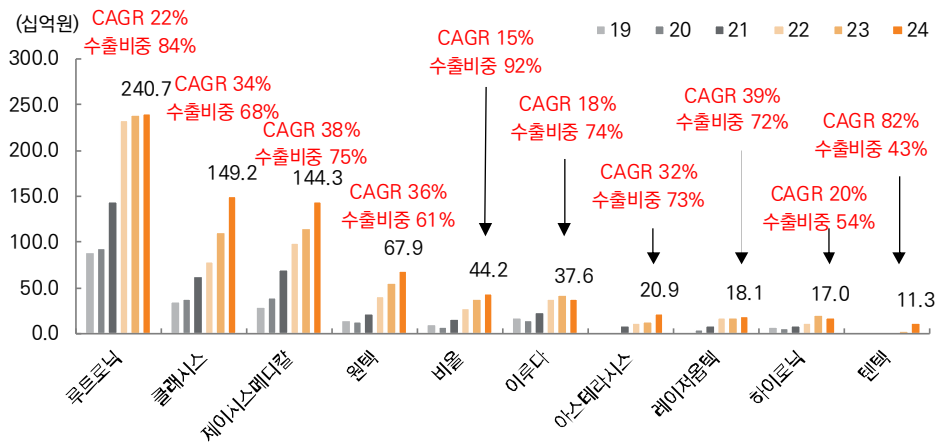
주: 빨간 테두리는 20대 목표 여성 모델, 파란 테두리는 남성 모델  
 자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 73. 주요 주사요법 관련 기업들의 수출 추이



자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 74. 주요 에너지기반 미용기기 기업의 수출 추이



주: 아스테라시스는 3년, 텐텍과 레이저웬텍은 4년, 나머지 기업은 5년 CAGR  
 자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

⑦ **클래시스(214150): 국내 최대 미용기기 기업으로 우뚝 설 2025년**

매출은 전년 대비 53% 증가한 771억원(이루다 합병효과)으로 시장기대치에 부합했다. 영업이익은 전년 대비 46% 상승한 388억원으로 시장기대치를 상회했다. 영업이익률은 전년 대비 2.3%p 감소한 50.3%를 기록했다.

품목별로 장비 매출은 전년 대비 60% 상승한 355억원, 소모품 매출은 전년 대비 53% 상승한 405억원을, 기타 매출은 전년 대비 34% 감소한 11억원을 기록했다.

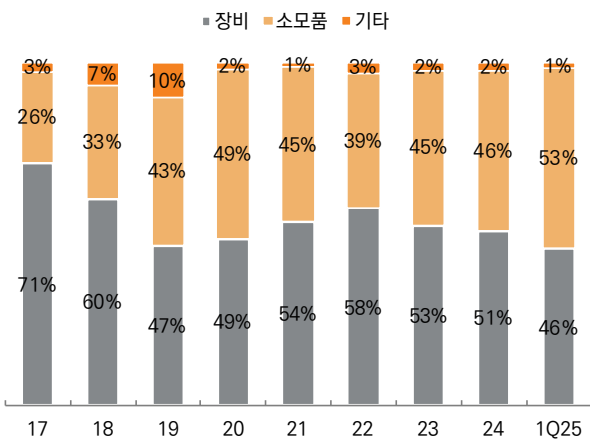
4Q24에 이어 1Q25에도 이루다와의 비용절감 시너지가 발생하며 당초 예상보다 높은 이익률을 이어가고 있다. 특히 소모품 비중이 높았던 점을 고려해도 매출총이익률이 79.5%에 달한 것은 의미가 크다. 다만, 하반기로 갈수록 신규 장비 출시 영향으로 매출총이익률은 1Q25보다 낮아질 것으로 보인다.

2025년에는 2Q25 유럽에서 볼뉴머 및 슈링크 유니버스, 3Q25 미국서 Secret Max 출시가 예정되어 있어 미국과 유럽 진출에 박차를 가할 것으로 보인다. 또한 직접영업을 본격적으로 개시하는 일본도 주목할만하다. 일본은 태국 시장만큼 성장성이 기대되는 시장으로 대형 프랜차이즈 클리닉을 대상으로 마케팅을 집중할 계획이다. 국내에서는 하반기 이루다의 Secret Max의 신제품 효과가 기대된다.

2025년 실적은 매출 3,403억원(40% YoY)으로 EBD와 주사요법 등 모든 미용 의료기기 통합 매출 1위로 올라설 것으로 기대된다. 또한 조정 EBITDA 1,900억원(43% YoY, 조정 EBITDA 마진 56%), 영업이익 1,678억원(37% YoY, OPM 49%)를 예상한다.

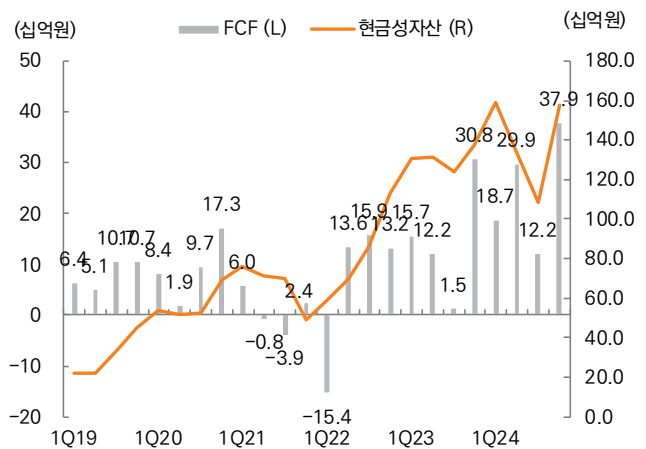
동사는 중기 재무목표로 2030년 매출 10억 달러와 영업이익률 50% 이상을 달성하는 것을 제시했다. 우리는 이러한 비전을 실현하기 위해서는 추가적인 M&A가 반드시 필요하다고 생각한다. M&A에 대한 시점과 규모 등 구체적인 상황은 예상하기 어렵지만, 추가 M&A 가능성은 동사의 중요한 투자 포인트가 될 수 있다.

그림 75. 품목별 매출 비중



자료: 클래시스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 76. 잉여현금흐름(FCF) 추이



자료: 클래시스, 미래에셋증권 리서치센터

⑧ 파마리서치(214450): 브레이크가 고장나버린 리쥬란 트럭

매출은 전년 대비 57% 증가한 1,169억원으로 시장기대치를 상회하며 10분기 연속 사상 최대 실적을 경신했다. 영업이익은 전년 대비 68% 증가한 447억원으로 시장기대치를 상회했다. 영업이익률은 전년 대비 2.6%p 증가한 38.3%를 기록했다.

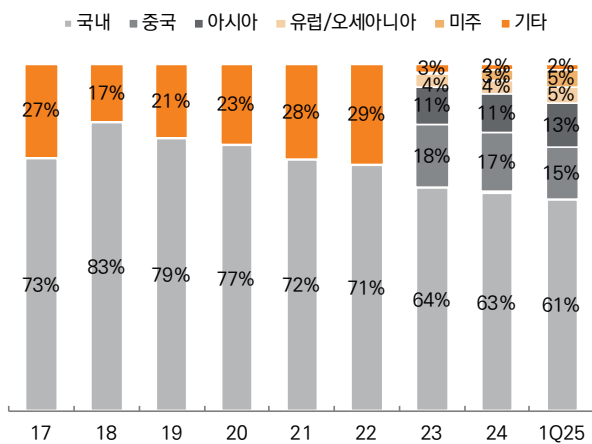
품목별로는 의약품이 전년 대비 5% 증가한 172억원, 의료기기는 전년 대비 81% 증가(국내 72% YoY, 해외 106% YoY)한 695억원, 화장품은 전년 대비 58% 증가(국내 30% YoY, 해외 82% YoY)한 279억원, 기타는 전년 대비 2% 증가한 24억원을 기록했다. 지역적으로는 내수가 전년 대비 47% 증가한 716억원, 중국이 전년대비 18% 증가한 172억원, 아시아가 전년 대비 130% 증가한 149억원, 유럽이 전년 대비 74% 증가한 54억원, 미주가 전년 대비 467% 증가한 59억원, 기타가 전년 대비 133% 증가한 18억원을 기록했다.

2024년 글로벌 1위 스킨부스터에 등극한 리쥬란이 시장의 예상을 계속 뛰어넘는 성장을 지속하고 있다. 이미 Commodity화 된 특신과 달리, 여전히 시술가 방어가 잘되는 상황에서 외국인 의료관광객의 꾸준한 유입과 광고효율성 개선으로 텃밭인 내수시장이 계속해서 황금알을 낳고 있다. 아시아 지역 중심으로 수출도 견조하다. 하반기부터는 본격적으로 CVC와 함께 유럽으로 시장을 넓혀나갈 것으로 보인다.

25년은 리쥬란을 중심으로 매출 4,914억원(40% YoY), 조정 EBITDA 2,049억원(45% YoY, 조정 EBITDA 마진 42%), 영업이익 1,865억원(48% YoY, OPM 38%)을 기록할 것으로 예상된다. 올해들어 계속된 주가밸리가 지속되고 있다. 피부 미용 업계에서 오리지널 제품이 가지는 영향력과 상징성, 그리고 점차 높아질 해외매출 비중, 포트폴리오 다각화(에너지기반 미용기기, PLLA 스킨부스터, 특신 등)을 밸류에이션에 반영해야 한다고 판단한다.

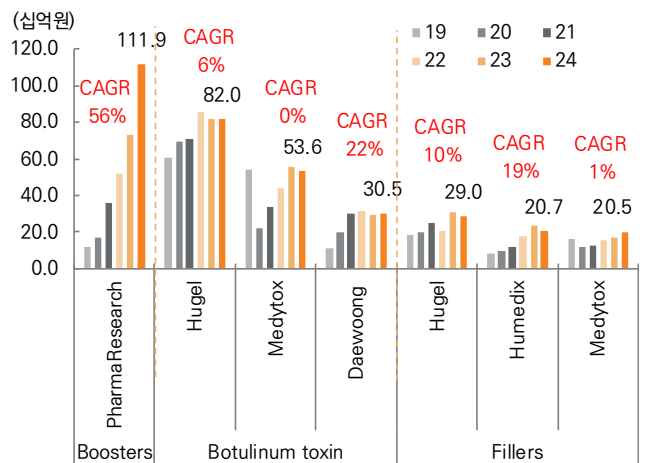
아직 시기와 타겟을 유추하긴 어렵지만, CVC를 통해 확보한 자금을 활용한 M&A 전략도 연중 기대해볼 만하다.

그림 77. 지역별 매출 비중 추이



자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

그림 78. 주사요법 관련 기업들의 국내 매출 추이



자료: 파마리서치, 미래에셋증권 리서치센터

### 3. 디지털헬스: 살아남기 위한 각자도생

#### ① 인바디(041830): 인바디는 의료기기라는 사실을 잊지말자

매출은 전년 대비 15% 증가한 556억원으로 시장기대치를 상회하며 5연속 사상 최대 실적을 경신했다. 그러나 영업이익은 전년 대비 30% 감소한 70억원으로 시장기대치를 하회했다. 영업이익률은 12.6%으로 전년 대비 8.1%p 감소했다.

제품별로는 전문가용 인바디(전문가용 인바디 + SW)가 전년 대비 13% 증가한 460억원, 가정용 인바디(인바디 다이얼+인바디 밴드)가 전년 대비 37% 증가한 64억원, 의료기기는 전년 대비 4% 증가한 32억원을 기록했다. 지역별로는 한국이 전년 대비 2% 감소한 94억원, 일본이 전년과 유사한 50억원, 북미가 전년 대비 34% 증가한 217억원, 유럽이 전년 대비 6% 증가한 64억원, 중국이 전년 대비 21% 증가한 50억원을 달성했다.

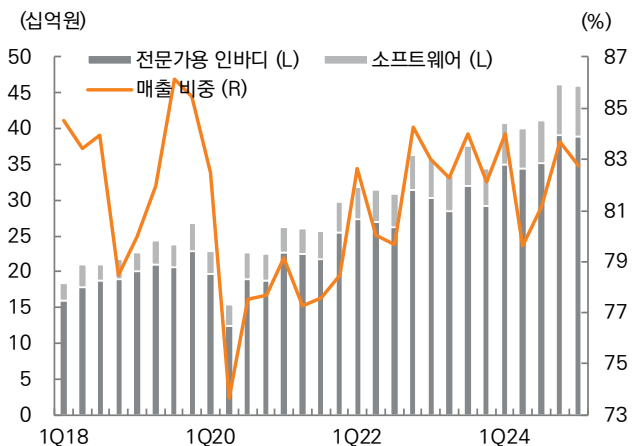
주력 시장인 북미지역에서 미군(U.S. Army) 매출이 없었음에도 미국 시장 주도로 3분기 연속으로 사상 최대 실적을 경신했다. 특히 ASP 1.5만달러 이상의 High-end 모델이 성장을 견인하는 것이 고무적이다. High-end 모델이 주로 사용되는 곳은 병원으로 현재 병원향 매출은 전체 미국 매출의 38%에 달한다.

미국 매출은 2024년 기준 644억원인데, 미국 전역으로 판매거점과 판매인력을 확대하고 있는점과 국내 시장 피크매출이 403억원이었던 점을 고려하면 향후 몇 년간 미국 시장 중심의 성장을 이어질 가능성이 높아보인다.

다만, 직접 영업강화를 위한 판매인력 충원에 의해 4Q24에 이어 1Q25에도 저조한 영업이익률을 기록한 점은 아쉽다. 동사의 임직원수는 4Q23 829명에서 1Q25 1,024명으로 증가했다. 이는 고정비 증가요소라는 점에서 부정적이나, 해외에서 체성분분석기가 여전히 낯선 개념이라는 점에서 신규 시장개척에는 딜러판매보다 효율적이다. 또한, 오스템임플란트 사례를 참고하면, 향후 영업레버리지 효과로 더 큰 이익을 기대할 수도 있다. 올해 하반기부터 영업이익률의 점진적 회복을 기대한다.

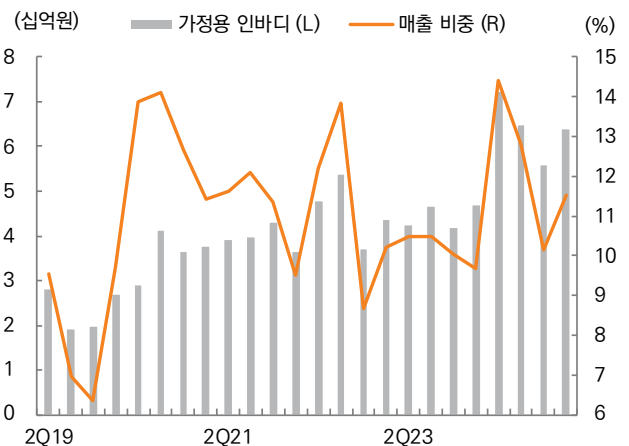
이를 반영한 동사의 25년 실적은 매출 2,331억원(14% YoY), 조정 EBITDA 454억원(2% YoY, 조정 EBITDA 마진 19.5%)을 기대한다.

그림 79. 전문가용 인바디 매출 추이



자료: 인바디, 미래에셋증권 리서치센터

그림 80. 가정용 인바디 매출 추이



자료: 인바디, 미래에셋증권 리서치센터

② **고영(098460): 글로벌 수술로봇 기업이 되기위한 3가지 전략**

① 자체 개발한 센서에 기반한 플랫폼 전략이 필요하다. 광학센서를 기반으로 다른 수술로봇으로 영역을 확장하거나 수술 네비게이션이나 광학센서 OEM/ODM 사업을 고려할 수도 있다.

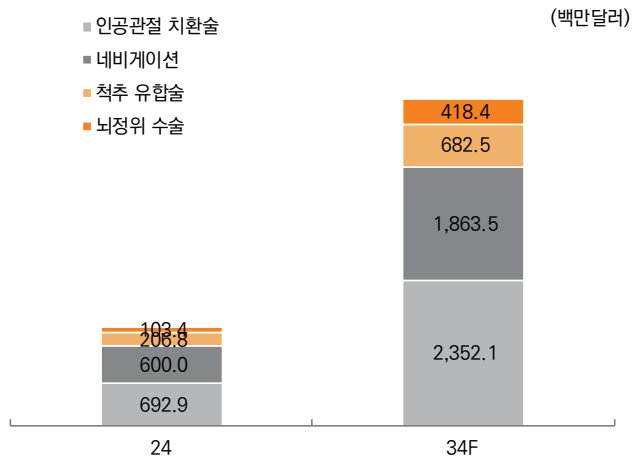
② Total Solution을 추구해야 한다. 뇌정위 수술 Workflow 전반에 활용될 수 있는 제품과 서비스를 확보하기 위해 자체개발만큼 파트너십 전략을 적절하게 활용해야 한다. 시너지 효과가 큰 뇌수술 관련 의료기기 업체들이나 의료SW기업과의 파트너십이 중요하다. 또한, 해외수출을 위한 현지 유통사와의 파트너십과 OEM/ODM 사업을 위한 로봇기업과의 파트너십도 빼놓을 수 없다.

③ 비유기적 성장전략을 위한 재무전략을 고민해야 한다. 적절한 재무전략을 통해 해외사업을 위한 투자자금을 마련하고, 시너지가 날 수 있는 기업에 대한 M&A나 지분투자를 적극적으로 모색하는 전략을 고민할 필요가 있다.

동사의 수술로봇 가치는 너무 많은 가정이 수반될 수밖에 없어 별도로 평가하지 않았다. 동사와 유사한 뇌정위 수술로봇을 개발하는 중국 비상장기업인 Sinovation Medical Technology는 마지막 자금 조달 시 약 2억 달러의 기업가치로 평가받았다. FDA와 NMPA를 허가를 받고 이제 뇌정위수술로봇 상용화를 개시한다는 점에서 참고할 만하다.

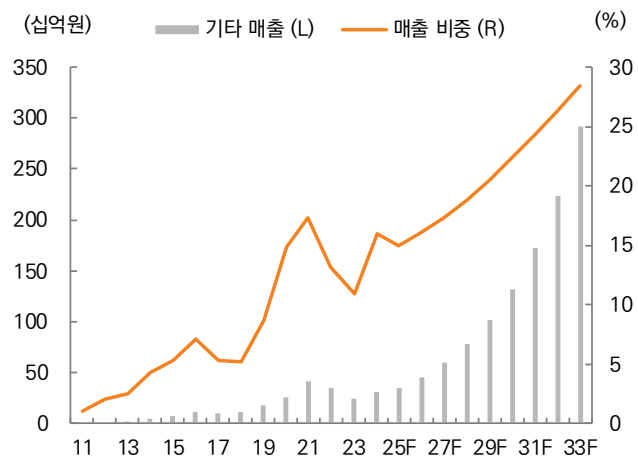
현재 동사의 주가는 수술로봇 기대감이 상당히 많이 반영되어 있다. 이제부터 본격적인 경쟁이 시작되는 만큼 장기적이며 관대한 시선이 필요해 보인다.

그림 81. 고영의 수술로봇 사업의 TAM



자료: iData, Precedence Research, 미래에셋증권 리서치센터

그림 82. 고영의 기타 매출 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

### ③ 루닛(328130): 1분기 전통적 계절성 극복한 양호한 실적

동사의 1분기 매출액은 192억원(-4% QoQ)을 기록하였다. 볼파라 매출이 전년 5월부터 연결되기 시작해 전년 동기와의 직접 비교는 어렵지만, 전분기와 비교하면 전통적인 계절적 비수기임에도 견조한 실적을 유지하였다. 1분기 영업손실은 207억원(OPM -107.6%)으로 적자가 지속되었으나, 이는 작년 대규모 인력 채용에 따른 인건비 증가와 함께 DBT 데이터 구매에 따른 일회성 비용(25억원)이 반영된 결과다.

품목별로 암 진단 사업부문의 루닛 인사이트는 66억원(+39% YoY, +3% QoQ)을, 디지털 병리 사업부문의 루닛 스코프는 9억원(+136% YoY, -66% QoQ)을 기록하였다. 루닛 인사이트는 지난 4분기 유통사 수주가 이월되어 당분기 규모 있는 해외 의료기관으로의 납품이 완성되면서 전분기대비 상승하는 모습을 보였다. 루닛 스코프는 작년 4분기 AZ와의 마스터 계약 체결로 인한 일회성 매출이 크게 발생한 후 정상 수준으로 복귀했다. 볼파라는 117억원(+6% QoQ)으로 전분기 대비 지속적으로 상승하고 있다.

지역별로 국내 매출은 13억원(+35% YoY, -40% QoQ)으로 전년 동기 대비 증가하였으나 전분기 대비 감소하였고, 해외 매출은 루닛 매출 62억원에 볼파라 매출 117억원이 더해져 180억원(+0.3% QoQ)을 기록하였다. 해외 실적은 루닛 인사이트의 중동 및 유럽 쪽에서의 성장이 긍정적으로 작용했다.

1분기 영업비용은 399억원(+3% QoQ)으로 전분기 대비 소폭 증가하였다. R&D 비용은 일회성 경비인 DBT 데이터 구매비용 25억원이 포함되며 98억원(+24% QoQ)으로 증가하였다. 인건비는 상승분이 일부 올해 1분기 반영되며 132억원(+11% QoQ)을 기록한 것도 영업비용 증가의 주요 원인이다. 비현금성 비용에서는 특히 주식보상비용이 41억원(+304% YoY, +7% QoQ)으로 가장 크게 증가했다. 기타 비용은 전분기 100억원에서 이번 분기 74억원으로 감소했는데, 이는 4분기에 반영되었던 컨퍼런스 관련 일회성 비용에 기인한다.

동사는 이번 분기 역시 글로벌 병원들과 의미있는 신규 계약을 다수 체결하였다. 주요 계약은 1) 사우디아라비아 HMG 그룹에 인사이트 CSR 공급계약 체결, 2) 아부다비 국가 유방 암검진 사업자 선정, 3) 미국 최대 의료 영상 센터인 사이먼메드에 인사이트 DBT와 볼파라 애널리틱스 동시 납품 계약 체결 등이 있다. 또한, 흉부 엑스레이 진단 솔루션 신제품인 루닛 인사이트 CXR4은 지난 달 28일 CE MDR 인증을 획득하여 유럽 시장 확장이 기대된다. 이와 같은 글로벌 고객사 기반 확대는 수출 성장세를 견인하고 외형 성장 가속화에 기여할 전망이다.

현재 동사가 보유하고 있는 현금은 524억원으로 루닛 본사가 412억원, 볼파라 72억원, 자회사들이 41억원을 보유하고 있다. 부채비율은 1분기 말 기준 141%이며, 직전 6분기 잉여현금흐름 평균은 -165억원이다.

**Q) 1분기 인사이트 매출 증가 원인?**

**루닛:** 해외 쪽 매출이 많이 증가했다. 국내도 많이 증가했지만 특히 중동쪽의 큰 계약이 주 요하게 작용했다. 유럽쪽도 증가했다. 또, 아직은 매우 크다고 보기는 어렵지만 본격적으로 미국에서 볼파라 매출이 올리는 활동을 진행하면서 인사이트 매출이 증가하고 있다.

**Q) 볼파라 매출 상황과 앞으로의 사업 방향은?**

**루닛:** 볼파라는 반복 매출이 전체 매출의 8~90%를 차지하여 변동성이 크지 않고 성장세를 지속하고 있다. 이번 분기 역시 사상 최대 매출액을 달성하였다. 4분기 환율이 워낙 좋았어 서 이 부분이 일부 반영된 것도 있다.

기준에 볼파라 흑전 26년 예상했었는데, 이보다 훨씬 영업실적이 빠르게 올라오고 있다. 특히, 이번 1분기 볼파라의 지역별 매출에서 미국이 독보적이었다. 전체 117억원 중에 96% 가 넘는 113억원이 이제 미국에서 발생한다. 볼파라 같은 경우는 캐나다, 남미, 유럽 쪽에 조금 더 세일즈 인력들을 구축을 해서 해당 지역 세일즈에 박차를 가할 예정이다. 또한, 아 마 내년 초에는 일본에서도 우리 법인을 통해서 판매를 시작할 수 있을 것 같다.

**Q) DBT 데이터 구입하는데 규제 문제는 따로 없었나?**

**루닛:** 오히려 미국 데이터는 구하기가 훨씬 더 쉬운 상황이다. 사실 데이터 규제 관련해서 는 유럽이나 국내가 훨씬 어려움이 있다. 전부는 아니지만 우리가 구입하는 데이터의 상당 부분은 미국에서 가져오고 있다. 미국 같은 경우는 HIPAA 컴플라이언스만 지킨다고 하면 그 데이터를 사고파는 데는 크게 제약이 없다.

사실 ASCO라던지 AACR 등의 컨퍼런스에 가면 우리한테 데이터를 좀 사라고 하는 의료 기관이 매우 많은 상황이다. CXR이나 MMG 같은 경우는 워낙 데이터들이 많고 볼파라를 통해서 갖고 있는 데이터도 굉장히 많아서, 추가적으로 데이터를 구입할 일은 많지 않다. 하지만, DBT 데이터의 경우는 미국에서는 많이 보급되어있긴 하지만 국내에서는 보급률이 높지 않다는 특이성이 있어서 사게 된 케이스이다.

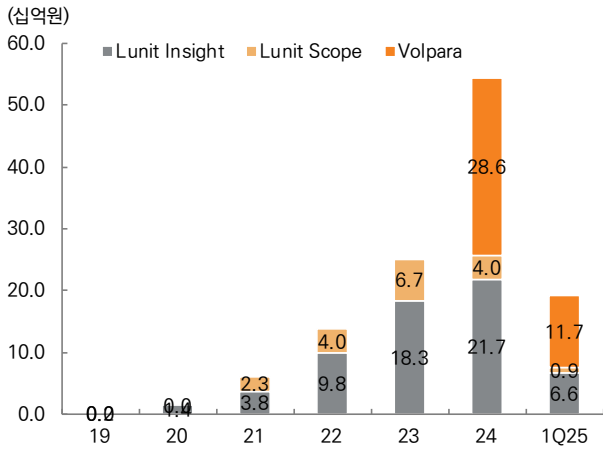
**Q) 추가적으로 M&A 관련해서 올해 검토 중인 건이 있나?**

**루닛:** 꾸준히 M&A 제안은 많이 들어오고 있긴 하다. 하지만 우리의 10주년 비전 플랜에 맞지 않는다고 하면 무리하게 인수할 계획은 없다. 전반적인 중장기 계획에 맞는 회사가 보 이면 그 때부터 검토를 시작한다. 현재로서는 검토하고 있는 건이 없어 올해 4분기 말이나 내년으로 넘어가지 않을까 싶다.

**Q) 자금조달 우려에 대한 코멘트?**

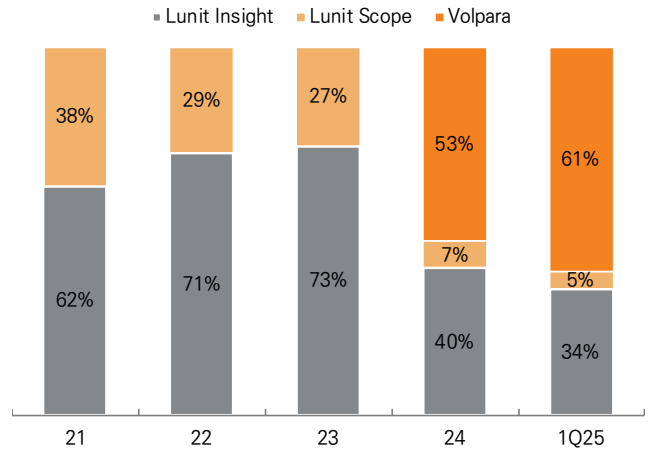
**루닛:** 현재 보유하고 있는 현금은 52억원이다. 현금상황에 대해 우려를 제기하는 분들도 있 지만 120억원 규모로 확보한 대출을 아직 사용하지 않은 것들이 있다. 유사 시에는 이를 사용하려고 준비 중이며 차입 및 추가 대출 등을 통해 현금 상황을 보다 안정화시킬 계획 이다. 지난 3월 말 주총에서 운영 자금 목적으로 유증을 하지 않겠다 발표를 했었다. 현재 상황에서 아무런 조치를 취하지 않는다면 내년 2분기경 현금이 소진될 수 있을 것 같고, 내 년 말 수준까지 운영 자금이 확보가 되면 그 뒤에는 저희 OCF 기준으로 회사 운영에 큰 무리가 없을 것으로 보인다.

그림 83. 품목별 매출 추이



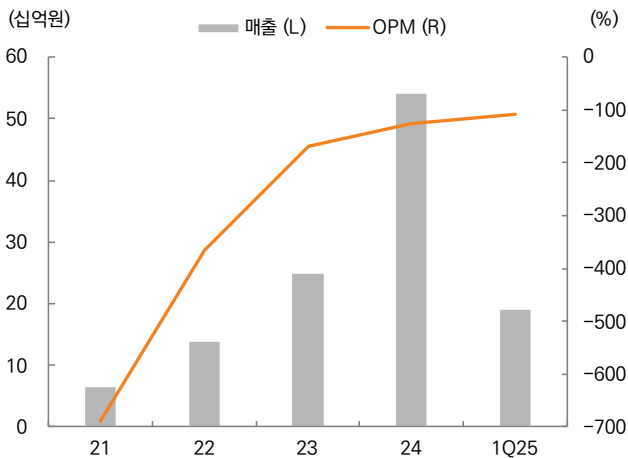
자료: 루닛, 미래에셋증권 리서치센터

그림 84. 품목별 매출 비중 추이



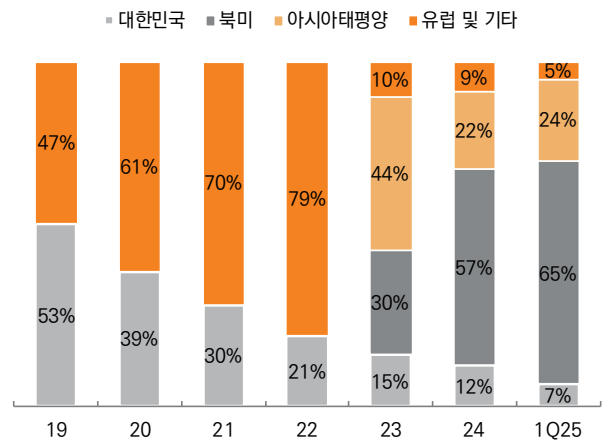
자료: 루닛, 미래에셋증권 리서치센터

그림 85. 매출 및 영업이익률 추이



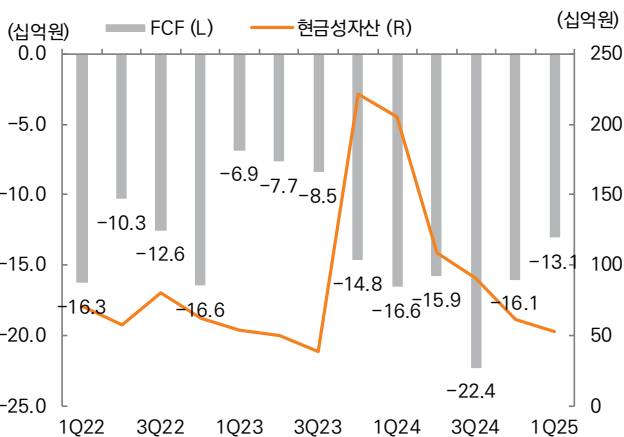
자료: 루닛, 미래에셋증권 리서치센터

그림 86. 지역별 매출 비중 추이



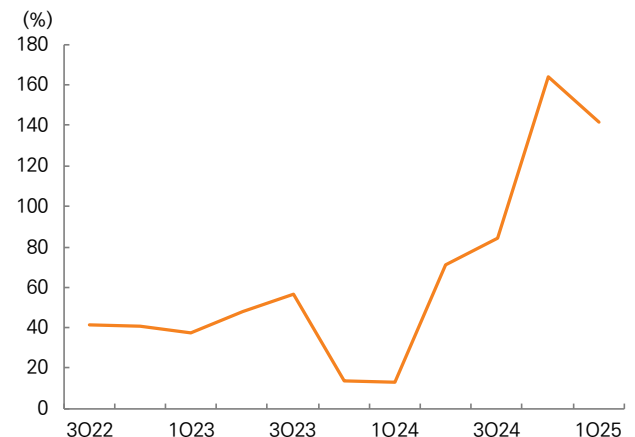
자료: 루닛, 미래에셋증권 리서치센터

그림 87. FCF 및 현금성자산 추이



자료: 루닛, 미래에셋증권 리서치센터

그림 88. 부채비율



자료: 루닛, 미래에셋증권 리서치센터

④ **뷰노(338220): 미국보다 유럽이 먼저 열린 Deep CARS**

동사의 1Q25 매출액은 75억원(+36% YoY, +7% QoQ)을 달성하며 8분기 연속 QoQ로 성장하였다. 품목별로는 3Q22 출시 후 매분기 매출이 증가 중인 심정지 예측솔루션인 딥 카스(Deep CARS)가 63억원(+41% YoY)을 기록하며 전체 외형성장을 견인했다. 국내 딥 카스 도입 병원은 현재 128개, 총 도입 병상수는 약 48,000개로 확대되었다. 이 외에는 진단솔루션이 5억원(-6% YoY), 기타 매출은 2억원을 기록했다. 지역별로 국내 매출은 73억원(+40% YoY)을, 해외 매출은 2억원(-32% YoY)을 기록했다.

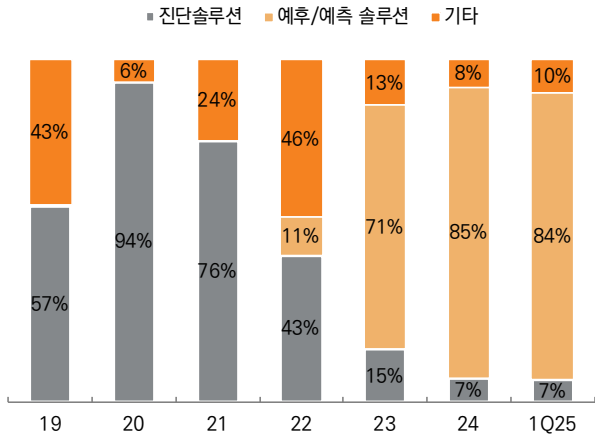
영업비용은 110억원(+17% YoY, +12% QoQ)로 증가했으며, 인건비(30억원, +29% YoY), 지급수수료 (34억원, +10% YoY), 연구개발비(18억원, +20% YoY) 상승이 주요 요인으로 작용했다. 이에 따라 영업손실은 34억원(OPM -45%)을 기록하며 적자를 지속했고, 조정 EBITDA는 -28억원을 기록했다.

동사는 당초 금번 분기 BEP 달성을 목표로 했으나, 미국 시장 진출 일정 지연 및 비용 증가 영향으로 적자폭은 오히려 전분기 대비 확대되었다. 예상 대비 선진국 시장 진출 일정이 다소 지연되면서 수익성 개선 역시 지연되고 있지만, 선진 시장 진출 모멘텀은 여전히 유효하다. 현재 동사는 딥카스의 FDA 승인에 필요한 서류 작업을 모두 완료한 상태로 올해 3분기 말쯤 FDA 승인을 획득할 것을 기대하고 있다. 승인 일정에 따라 매년 10월경 진행되는 NTAP 신청은 연내 어려울수도 있으나, 연구용 매출 발생 가능성이 있다.

유럽에서는 당초 2026년 상반기 완료 예정이었던 유럽 CE MDR 및 영국 UKCA 인증을 올해 5월 조기 획득하며 일정을 1년 이상 앞당겼다. 이에 따라 유럽 시장 진출은 올해 말이나 내년 초부터 본격화될 것으로 기대된다. 이번 인증 확보를 기반으로 중동 시장 진출 가능성도 확대되고 있다. 국가별 차이는 있지만 통상 CE MDR 또는 FDA 인증 획득이 중동 국가의 인허가 등록에도 긍정적으로 작용한다는 점에서 의미가 크다. 이에 따라 중동 역시 빠르면 올해 말이나 내년부터 시장 진출이 가능할 전망이다.

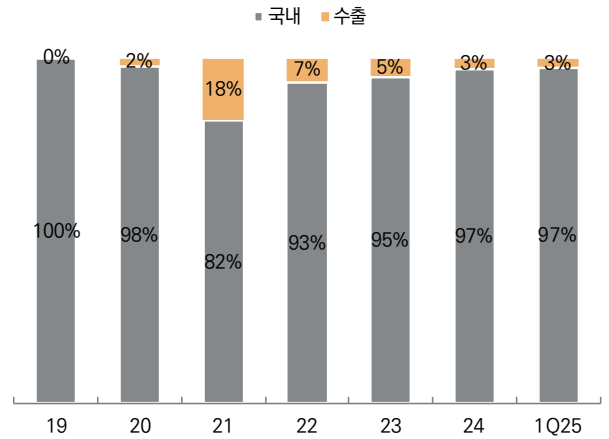
한편, 동사 매출은 현재 딥카스 단일 제품과 내수 시장에 과도하게 의존하고 있다는 점이 구조적 리스크 요인으로 작용한다. 국내 매출이 전체의 약 97%에 이르며, 이 중 딥카스 매출 비중이 80% 이상에 달한다. 딥카스의 국내 매출 성장세가 둔화하는 가운데, 해외 시장 진출 및 제품 포트폴리오 다변화가 필수적인 상황이다. 이러한 측면에서 연내 미국 및 유럽 해외 진출이 기대된다는 점은 긍정적이며, 최근 체스트 엑스레이 솔루션이 혁신의료기술로 승인되어 오는 6월부터 3년간 비급여 수가 적용이 가능해진 점도 추가적인 성장 모멘텀이 될 수 있다는 점에서 긍정적이다. 다만, 건당 수가 수준은 낮다는 한계가 있다.

그림 89. 품목별 매출 비중 추이



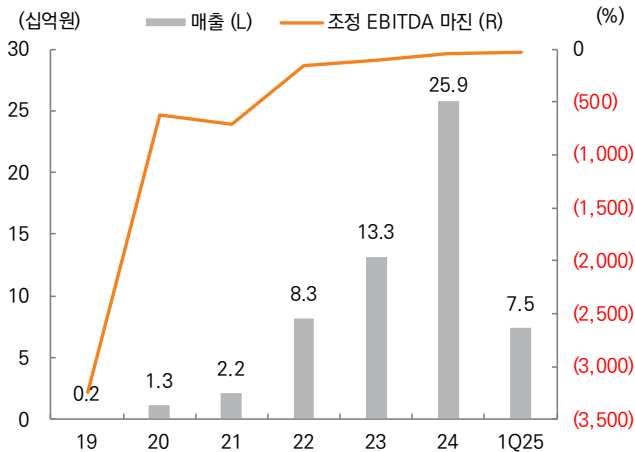
자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

그림 90. 지역별 매출 비중 추이



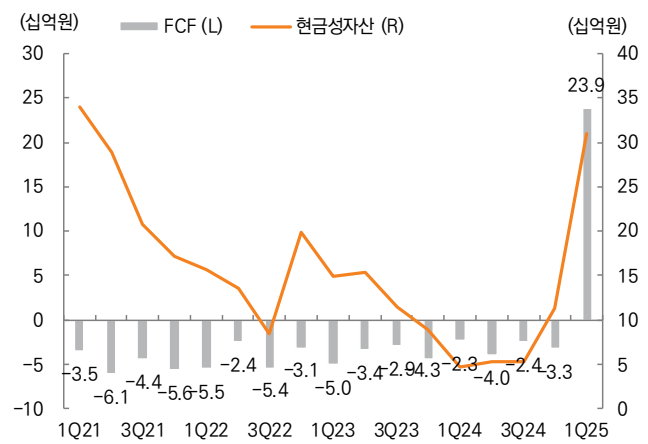
자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

그림 91. 매출 및 조정 EBITDA 마진 추이



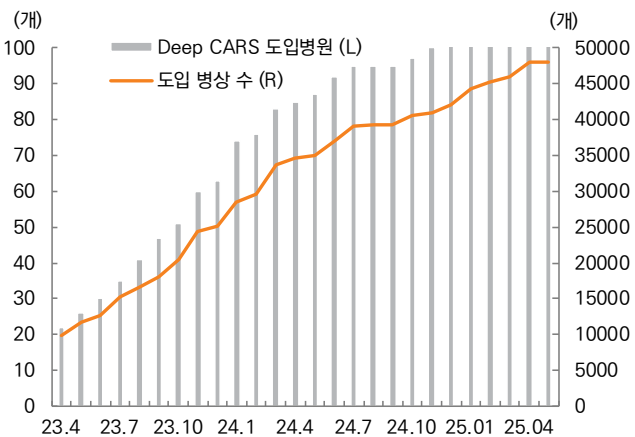
자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

그림 92. FCF 및 현금성자산 추이



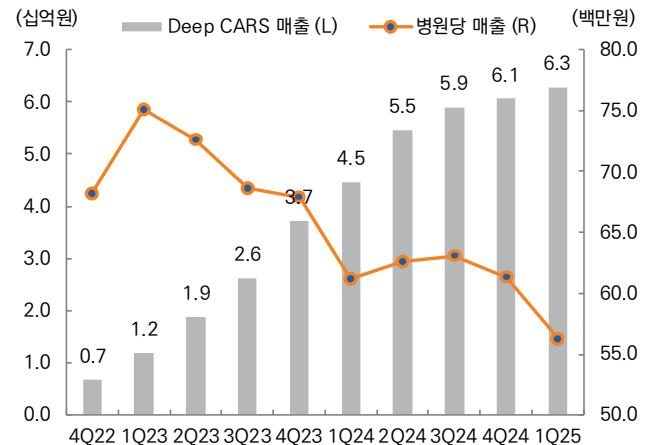
자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

그림 93. 예후/예측 솔루션(Dep CARS) 국내 고객 수 추이



자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

그림 94. 예후/예측 솔루션(Dep CARS) 매출 추이



자료: 뷰노, 미래에셋증권 리서치센터

### 4. 치과: 상위업체는 외형성장 둔화, 하위업체는 구조조정 중

#### ① 덴티움(145720): 뼈아픈 중국 시장의 부진

매출은 전년 대비 7% 감소한 768억원으로 시장기대치를 하회했다. 영업이익은 전년 대비 50% 감소한 96억원(OPM 12.5%)으로 시장기대치를 하회하였다.

임플란트는 전년 대비 8% 감소한 651억원, Digital Dentistry는 전년 대비 38% 감소한 17억원, 기타는 전년 대비 10% 증가한 99억원을 달성했다.

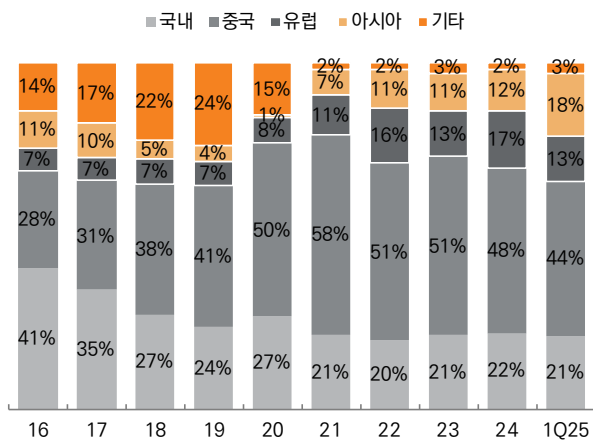
지역별로는 국내가 전년 대비 23% 감소한 163억원, 중국이 전년 대비 21% 감소한 341억원, 유럽이 전년 대비 36% 증가한 101억원, 아시아가 전년 대비 47% 증가한 140억원, 기타 지역이 전년 대비 67% 증가한 24억원을 기록했다.

중국의 부진이 4분기째 지속되고 있다. 동사는 전체 매출에서 중국비중이 50%를 넘어섰던 기업인만큼 중국의 부진은 외형성장에 치명적이다. 임플란트 비중이 낮아지면서 제품 Mix 변화로 매출총이익률이 낮아지고, 고정비부담 증가로 영업이익률도 훼손되었다. 중국시장에서 경기부양책 효과가 일부 소비재 영역에서 관찰되고 있다는 점에서 치과업황은 하반기로 갈수록 점차 개선될 가능성은 있어 보인다.

1Q25 중국을 제외한 다른 해외시장의 성과는 긍정적이다. 하지만 글로벌 치과 업황이 개선되고 있는 상황은 아니기 때문에, 결국 동사에게 가장 중요한 것은 중국의 회복이다. 이를 감안한 동사의 2025년 실적은 매출 4,084억원(0.1% YoY), 영업이익 901억원(-9% YoY, OPM 22.1%)을 예상한다.

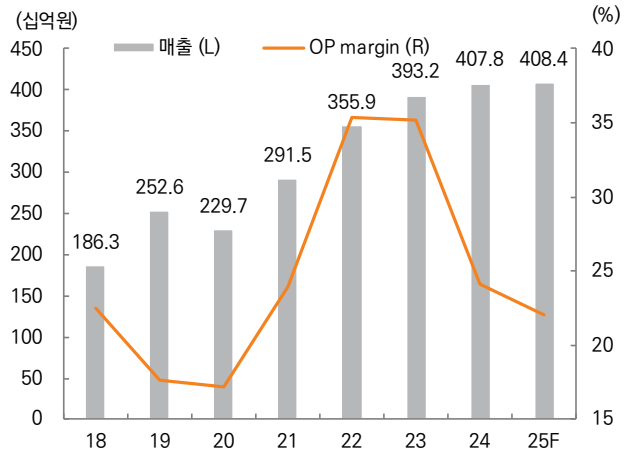
동사는 상장 이후 줄곧 높은 비중의 자사주를 유지하고 있는데, 기업가치 제고를 위해 구체적인 자사주 활용방안을 제시할 필요가 있다. 또한, 지역적 다각화에 대한 고민과 실행이 반드시 필요해보인다.

그림 95. 지역별 매출 비중



자료: 덴티움, 미래에셋증권 리서치센터

그림 96. 매출 및 영업이익률 추이



자료: 덴티움, 미래에셋증권 리서치센터

② 바텍(043150): 북미는 선방 중이나 유럽지역 회복이 필요하다

매출은 1,013억원(8% YoY), 영업이익은 132억원(-8% YoY, OPM 13.0%)으로 시장기대치를 하회했다. 조정 EBITDA는 175억원(-2% YoY, 조정 EBITDA 마진 17.3%)를 기록한 것으로 추정된다.

품목별(별도 기준) 매출은 2D 제품이 56억원(-29% YoY), 3D 제품이 363억원(-17% YoY), 기타 제품이 120억원(-8% YoY)을 기록하며 모두 전년 동기 대비 부진했다.

지역별(연결 기준) 매출은 북미 296억원(8% YoY), 국내 70억원(-11% YoY), 아시아(22% YoY), 유럽 299억원(1% YoY), 기타 148억원(14% YoY)를 기록했다.

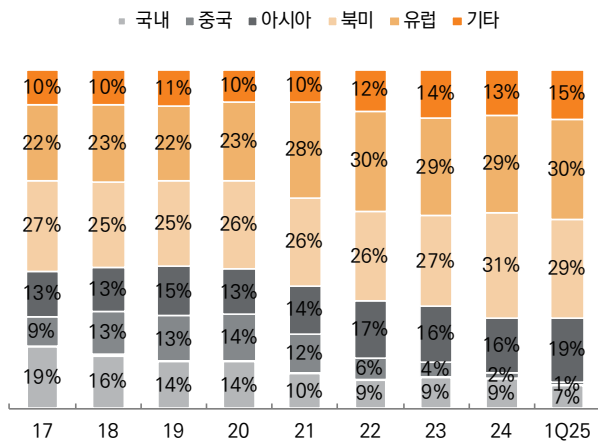
동사는 2024년 세계 최대 시장인 북미에서 달러망 강화로 1,202억원을 기록하며 사상 최대 연간 실적을 경신했다. 1Q25에도 북미시장은 견조한 외형성장을 이어갔다. 북미시장에서 3월말 신제품이 출시된만큼 올해도 견조한 성장이 예상된다.

그러나 또다른 주력시장인 유럽 지역에서 부진이 이어지고 있다. 유럽 시장의 수요둔화가 작년부터 이어지고 있다. 하반기 신제품 효과와 함께 상저하고의 실적개선이 기대된다.

이를 감안한 동사의 2025년 매출은 4,188억원(+9% YoY), 조정 EBITDA 726억원(+4% YoY, OPM 17.3%)을 기록할 것으로 예상된다.

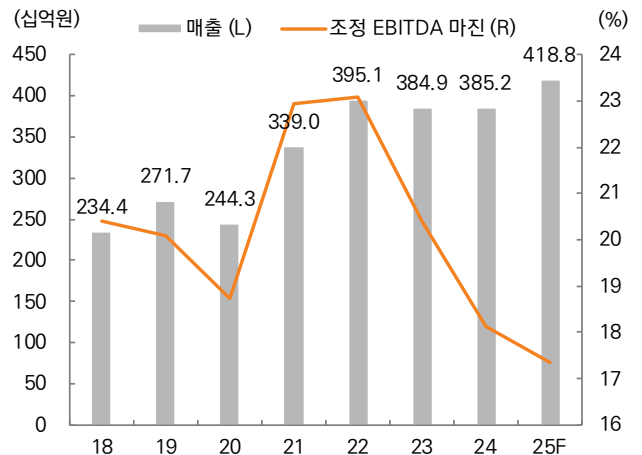
동사는 치과 회사 중 가장 낮은 밸류에이션으로 평가받고 있다. 밸류에이션 리레이팅을 위해서 성장성을 회복하거나 디지털 덴티스트리 사업의 가시성 등이 필요해 보인다.

그림 97. 지역별 매출 비중 (연결 기준)



자료: 바텍, 미래에셋증권 리서치센터

그림 98. 매출 및 조정 EBITDA 마진 추이



자료: 바텍, 미래에셋증권 리서치센터

③ 레이(228670): 이제 밑바닥부터 다시 시작해야 한다

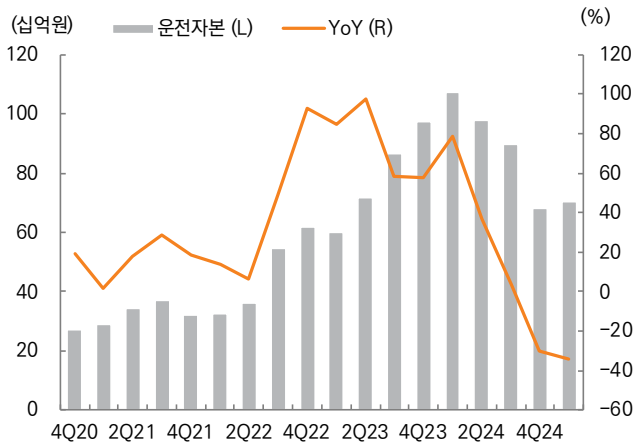
매출액은 전년 대비 41% 증가한 245억원, 영업이익은 2억원으로 전년대비 흑자전환했다. 다만, 대손상각비 37억원 환입을 감안하여 조정 EBITDA는 -10억원을 기록했다.

품목별로 디지털 치료 솔루션은 전년 대비 45% 증가한 148억원을 기록하였고, 디지털 진단 시스템은 전년 대비 36% 증가한 97억원을 기록했다.

지역별로는 한국이 전년 대비 55% 감소한 10억원을, 중국이 전년 대비 48% 증가한 37억원, 일본이 전년 대비 22% 증가한 37억원, 기타 아시아가 전년 대비 25% 증가한 82억원, 미국이 전년 대비 950% 증가한 68억원, 유럽이 전년 대비 48% 감소한 12억원을 기록했다.

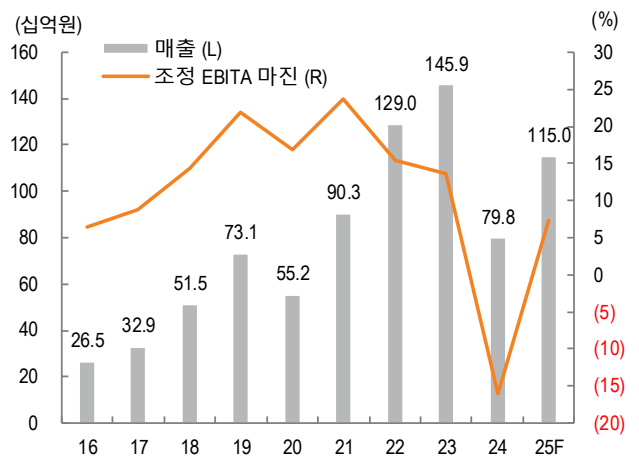
1Q25 전년대비 큰 폭의 외형성장을 달성했고, 1분기가 가장 계절적 비수기라는 점에서 2025년 매출은 전년대비 40% 이상 성장가능할 것으로 예상된다. 이로 인해 조정 EBITDA 및 영업이익 모두 흑자전환이 가능할 것으로 보이나, 과거 몇 년간 늘어난 고정비 부담으로 흑자 폭은 제한적이다. 2025년 실적은 매출 1,150억원(44% YoY), 조정 EBITDA 84억원(흑자전환)을 예상된다.

그림 99. 운전자본(매출채권+재고자산-매입채무) 추이



자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 100. 매출 및 조정 EBITDA 마진 추이



자료: 레이, 미래에셋증권 리서치센터

④ 디오(039840): 구조조정 전략 순조롭게 실행 중

매출액은 전년 대비 2% 증가한 358억원, 영업이익은 전년 대비 73% 하락한 15억원 (OPM 4.2%)을 기록했다.

지역별로 국내는 전년 대비 34% 감소한 69억원, 해외수출은 전년 대비 23% 증가한 296억원을 기록했다. 중국은 전년대비 103% 증가한 96억원, 미국은 전년 대비 4% 감소한 22억원, 포르투갈은 전년 대비 37% 증가한 22억원, 튀르키예는 전년 대비 30% 증가한 22억원, 러시아는 전년 대비 17% 증가한 17억원을 기록했다.

품목별로 의료기기는 전년 대비 8% 감소한 307억원을, 상품은 전년 대비 254% 증가한 58억원을 기록했다.

작년 하반기부터 시작된 구조조정 전략이 성과를 드러내고 있다. 매출채권은 1Q24 1,294억원까지 상승했던 매출채권은 1Q25 773억원까지 하락하며 운전자본이 크게 감소했다. 이로 인해 영업현금흐름도 개선되고 있다. 더불어 매출채권이 감소했을 뿐 아니라 수금도 개선되며 1Q25에는 사상최대 수금실적을 기록했다.

영업 측면에서도 중국(103% YoY), 인도(27% YoY), 호주(27% YoY), 튀르키예(30% YoY), 포르투갈(37% YoY), 러시아(17% YoY) 등 전략시장별 맞춤 영업전략이 성과를 드러내고 있다.

올해는 재무건전성을 강화하며 주요 국가의 영업망을 재건하는 작업이 지속될 것이다. 이를 반영한 2025년 실적은 매출 1,597억원(33% YoY), 조정 EBITDA 346억원(조정 EBITDA 마진 21.6%), 영업이익 188억원(흑자전환, OPM 11.8%)의 실적이 기대된다.

그림 101. 운전자본 추이

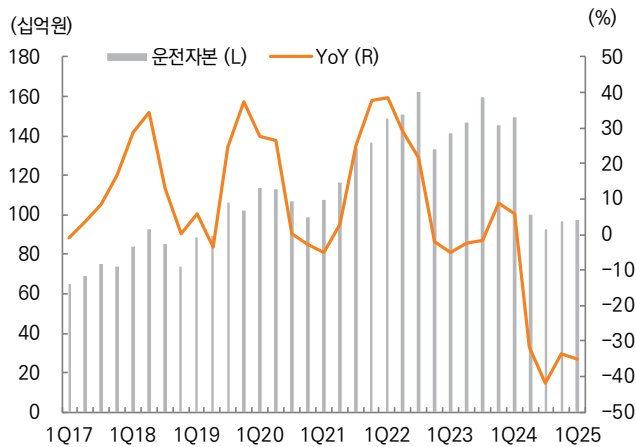
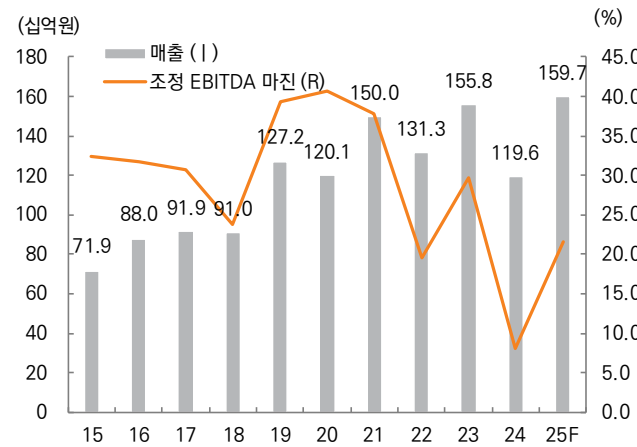


그림 102. 매출 및 조정 EBITDA 마진 추이



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 디오, 미래에셋증권 리서치센터

### 5. 진단: 섹터 내 로테이션 아이디어

#### ① 씨젠(096530): 9분기만에 두자릿수 영업이익률 달성

매출은 전년 대비 29% 성장한 1,160억원으로 시장기대치를 상회했다. 코로나 키트는 전년과 유사한 151억원, 비코로나 키트는 전년 대비 38% 증가한 792억원을, 장비 매출은 전년 대비 26% 증가한 217억원을 달성했다. 신규 증폭 장비는 115대(누적 6,279대)가 판매되었다.

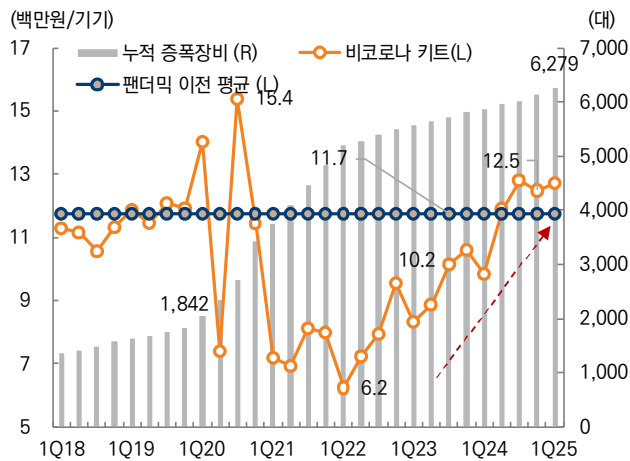
영업이익은 전년대비 흑자 전환한 148억원(OPM 12.8%)을 달성했고, 조정 EBITDA는 전년대비 193% 증가한 323억원(조정 EBITDA 마진 27.8%)으로 추정된다.

동사는 주력 제품인 호흡기(45% YoY), 소화기(35% YoY), HPV(32% YoY)의 고성장에 힘입어 1Q25 5분기 연속으로 직전분기대비 성장세를 이어갔다. 특히 고무적인 부분은 영업 레버리지 효과가 발생하며 9분기만에 두자릿수 영업이익률을 기록했다는 것이다. 4Q24 Big Bath 이후 예상대로 비용구조가 안정화되었다는 것을 확인할 수 있는 부분이다.

1Q25 증폭장비 설치대수는 6,279대로 팬데믹 이전(1,800대)보다 3배 이상 증가했다. 이런 상황에서 장비당 비코로나 매출이 12.7백만원으로 팬데믹 이전 평균(11.7백만원)을 꾸준히 넘어서고 있다. 동사의 영업지역이 넓어짐에 따라 호흡기 질환의 계절성도 약해지고 있고, 배양법을 대체하며 고성장 중인 소화기 제품과 국제 표준으로 인정받고 있는 HPV 제품의 성장도 견조하다.

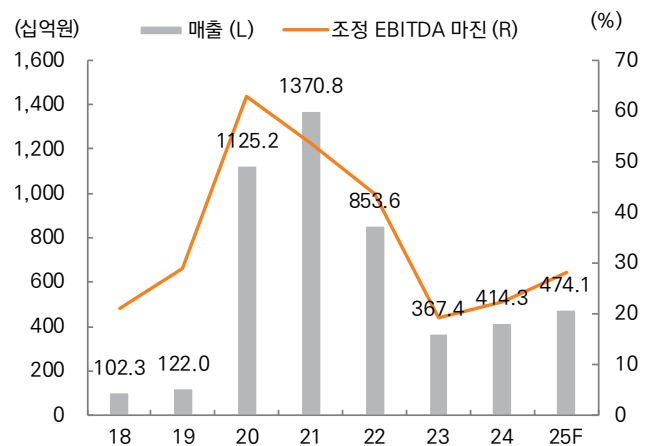
이를 반영한 2025년 실적은 매출 4,741억원(14% YoY), 조정 EBITDA 1,335억원(45% YoY, 조정 EBITDA 마진 28.2%)을 예상한다.

그림 103. 진단기기당 비코로나 진단 키트 매출 추이



자료: 씨젠, 미래에셋증권 리서치센터

그림 104. 씨젠의 조정 EBITDA 마진 추이



자료: 씨젠, 미래에셋증권 리서치센터

② 에스디바이오센서(137310) 1Q25 Review

매출은 전년대비 5% 증가한 1,853억원으로 1Q23 이후 가장 높은 실적을 기록했다. 매출 총이익률은 전년대비 0.4%p 감소하였고, 판관비가 전년대비 8% 증가하며 영업적자 146억원을 기록했다. 에스디바이오센서의 주력제품들의 FDA 허가 작업이 본격화되며 허가관련비용이 전년동기대비 48억원이 증가한 84억원까지 증가했다. 조정 EBITDA는 전년대비 7% 감소한 161억원(조정 EBITDA 마진 9%)을 달성했다.

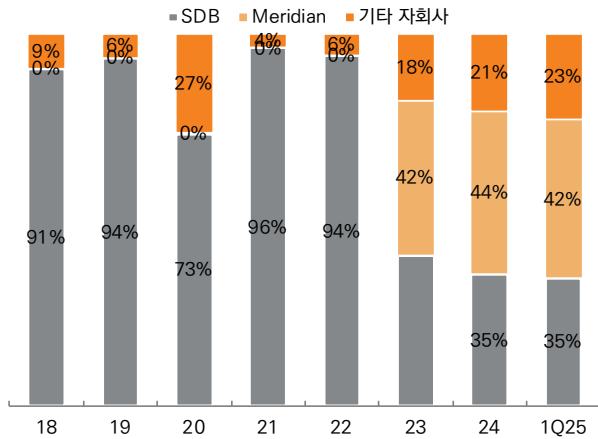
지역별로 국내 116억원(-8% YoY), 아시아 347억원(11% YoY), 유럽 459억원(-11% YoY), 미주지역 837억원(12% YoY), 아프리카 94억원(56% YoY)을 기록했다.

사업부문별로 에스디바이오센서 별도매출은 704억원으로 전년대비 4% 증가했다. 세부적으로 신속면역진단 206억원(-26% YoY), 형광면역진단 152억원(11% YoY), 분자진단 63억원(-6% YoY), 자가혈당측정 188억원(18% YoY), 기타 95억원(147% YoY)을 기록했다.

자회사 매출은 전년대비 17% 증가한 471억원을 기록했다. 주요 자회사로 인도법인이 148억원(78% YoY), 브라질 법인이 123억원(52% YoY), 이탈리아 법인 83억원(-15% YoY), 독일법인이 52억원(27% YoY)을 기록했다.

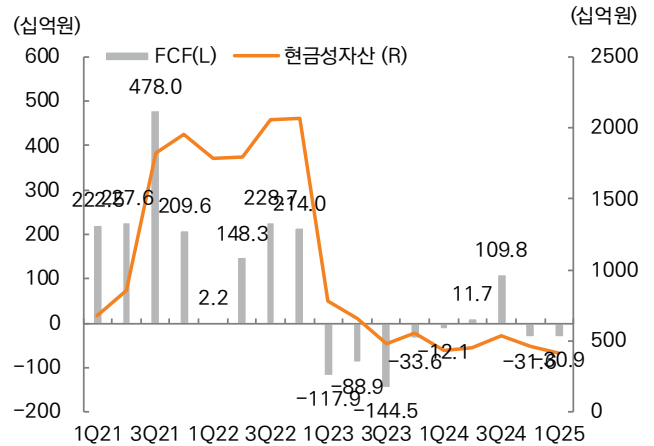
Meridian Biosciences는 진단 사업부가 588억원(7% YoY), 생명공학 사업부가 278억원(2% YoY)으로 총매출 866억원(5% YoY)을 기록했다.

그림 105. 사업부문별 매출 비중 추이



자료: 에스디바이오센서, 미래에셋증권 리서치센터

그림 106. 씨젠의 FCF 및 현금성자산 추이



자료: 에스디바이오센서, 미래에셋증권 리서치센터

### ③ 바디텍메드(206640) 1Q25 Review

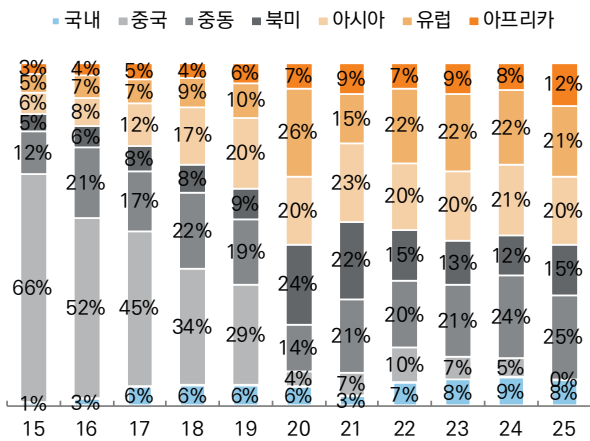
매출은 전년대비 18% 증가한 391억원으로 2022년이후 가장 높은 분기 실적을 달성했다. 신규 장비는 3,277대가 출고되었다. 영업이익은 전년대비 37% 증가한 81억원(영업이익률 20.7%), 조정 EBITDA는 전년대비 34% 증가한 106억원(조정 EBITDA 마진 27.1%)를 기록했다.

품목(연결기준)별로 면역진단 카트리지가 341억원(21% YoY), 면역진단 기기 39억원(-0.2% YoY), 헤모글로빈 진단기기 4억원(6% YoY), 기타 6억원(4% YoY)을 기록했다.

지역별(별도 기준)로 국내 28억원(11% YoY), 중동 88억원(40% YoY), 미주 53억원(97% YoY), 아시아 70억원(13% YoY), 유럽 74억원(2% YoY), 아프리카 45억원(102% YoY)을 기록했다.

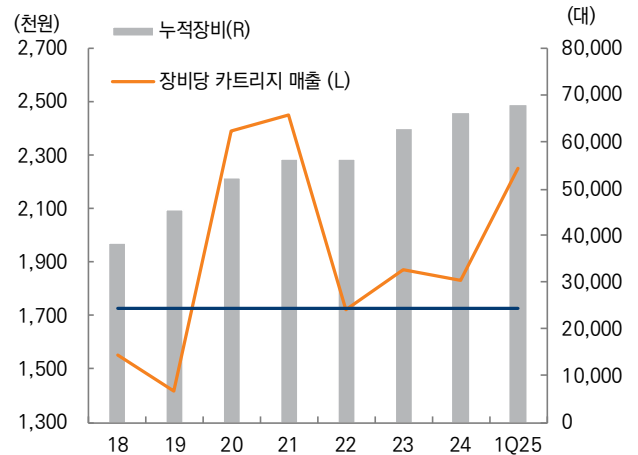
카트리지 매출(별도기준)은 감염성질환 64억원(-9% YoY), 심혈관 질환 47억원(7% YoY), 당뇨 37억원(33% YoY), 암 10억원(25% YoY), 호르몬 58억원(35% YoY), 류마티스 5억원(59% YoY), 기타 82억원(146% YoY)을 기록했다.

그림 107. 별도기준 지역별 매출 비중 추이



자료: 바디텍메드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 108. 누적 설치 장비 및 장비당 카트리지 매출 추이



자료: 바디텍메드, 미래에셋증권 리서치센터

## 6. 넥스트바이오메디컬, 넥스피어-F 미국 내 허가 가속화 전망

동사의 1Q25 매출액은 38억원(+59% YoY, +69% QoQ)을 기록하며 큰 폭으로 성장하였다. 영업손실 7억원(적자지속)을 기록하였으나, OPM-17.7%로 전년 대비 6.1%p 개선되었다.

제품별 매출은 넥스파우더 31억원(+44% YoY, +57% QoQ), 넥스피어 3억원(+74% YoY, +63% QoQ), 넥스피어-F 3억원(+743% YoY, +467% QoQ)이다. 매출 비중의 80% 이상을 차지하는 내시경 지혈재 넥스파우더가 국내/해외 모두에서 안정적으로 성장하며 매출 성장을 견인하고 있다. 한편, 관절염 통증 색전재인 넥스피어-F는 매출 비중은 아직 미미하나 성장세가 가파르다. CE 인증 획득 후 유럽 매출이 빠르게 올라오고 있다.

지역별 매출은 국내가 2억원(+40% YoY)을, 유럽 19억원(+127% YoY), 미국 16억원(+23% YoY), 기타 1억원(+338% YoY)으로 특히 유럽이 가장 많이 성장하였다. 전체 해외 매출이 36억원(+127% YoY)을 기록하며, 수출 비중은 95%로 전년 대비 3.5%p 상승하였다.

한편, 주요 비용인 연구개발비가 20억원(+57% YoY), 인건비가 5억원(+66% YoY), 지급수수료가 2억원(+116% YoY), 판관비는 31억원(+56% YoY)으로 증가했다. 매출원가와 영업비용이 증가했으나 GPM 및 OPM 등 수익성 지표가 개선되고 있다.

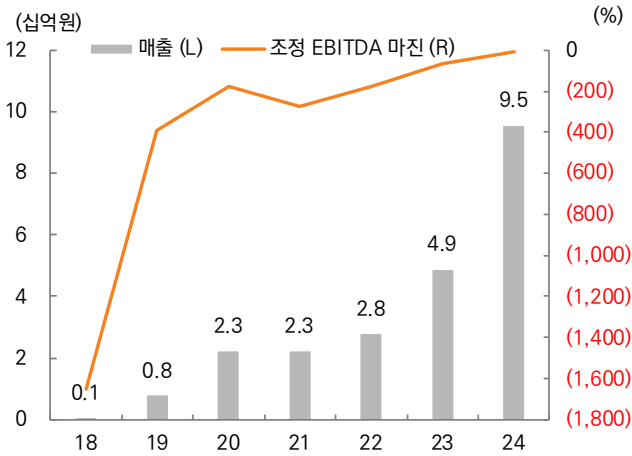
동사는 올해 2월 중순 내시경 지혈재 "넥스파우더"에 대해 일본 PMDA로부터 최종 인허가 획득 후, 3월 중순 일본 첫 출하를 마쳤다. 넥스파우더는 일본 시장 내 최초의 파우더 타입 내시경 지혈재로, 현지 유통 파트너사인 CMI가 보유한 강력한 소화기 분야 네트워크를 기반으로 빠른 시장 침투가 기대된다.

한편, 차기 주력 제품으로 주목받는 넥스피어-F는 올 3월 미국 FDA로부터 혁신의료기기(BDD)로 지정된 데 이어, 5월에는 CMS로부터 IDE Category B 승인을 획득하였다. 이에 따라 미국 내 임상시험 병원들은 치료에 필요한 대부분의 비용을 메디케어로 보상받을 수 있게 되었고, 별도 지역 심사 없이 임상에 바로 착수할 수 있어 비용 절감과 연구 참여 확대효과가 기대된다.

이와 함께, 동사는 5월 말 FDA로부터 TAP(Total Product Life Cycle Advisory Program) 참여를 제안을 받아 공식 신청을 완료했다. TAP 프로그램은 FDA가 BDD로 지정된 제품 중에서도 선별적으로 초청하는 제도로, 개발 초기부터 허가 및 보험 등재까지 전주기적 자문을 제공한다. 이를 통해 동사는 미국 내 허가 가속화는 물론, 조기 보험 적용 및 적응증 확장 전략 수립에 있어 보다 체계적인 지원을 받을 수 있을 것으로 기대되며, 이에 따라 미국 시장 진출이 가속화될 전망이다.

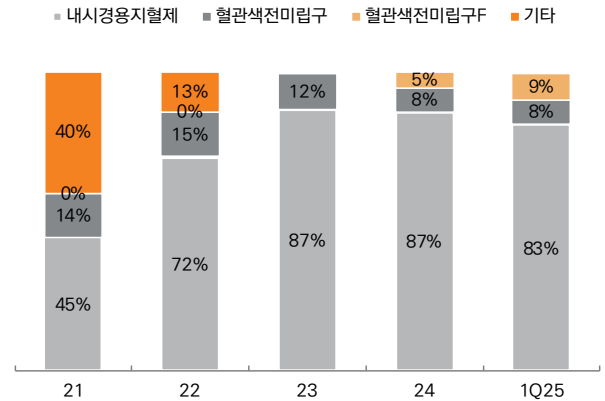
동사의 본격적인 실적 성장이 2Q25부터 가시화될 것으로 보인다. 5월 초 열렸던 DDW 2025(미국 소화기 학회)에서 넥스파우더의 "대장 출혈 예방" 목적에 대한 본격 프로모션 개시와 글로벌 마케팅이 시작되며 수요 확대가 예상되는 상황에서 메드트로닉과의 공급 계약 물량이 5월 중 확정 예정이다. 중장기적으로는 넥스파우더의 일본 시장 안착 및 넥스피어에프의 유럽 시장 확장과 미국 시장 진출이 외형 성장의 핵심 모멘텀이 될 전망이다.

그림 109. 매출 및 조정 EBITDA 마진 추이



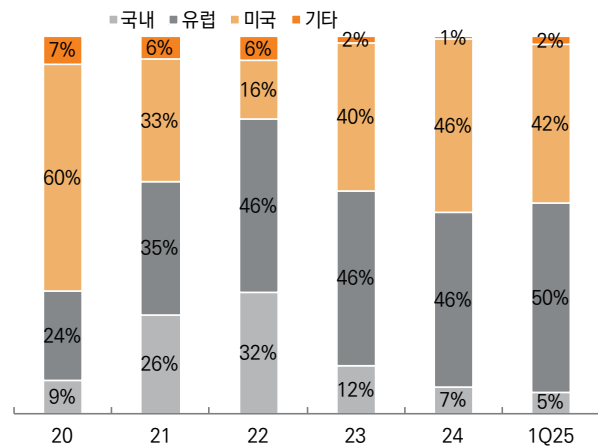
자료: 넥스트바이오메디컬, 미래에셋증권 리서치센터

그림 110. 품목별 매출 비중



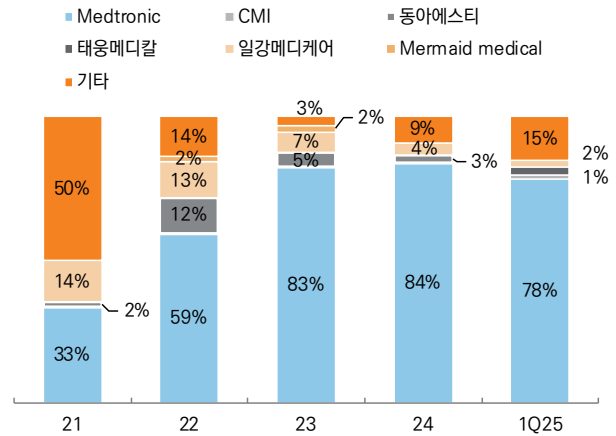
자료: 넥스트바이오메디컬, 미래에셋증권 리서치센터

그림 111. 지역별 매출 비중



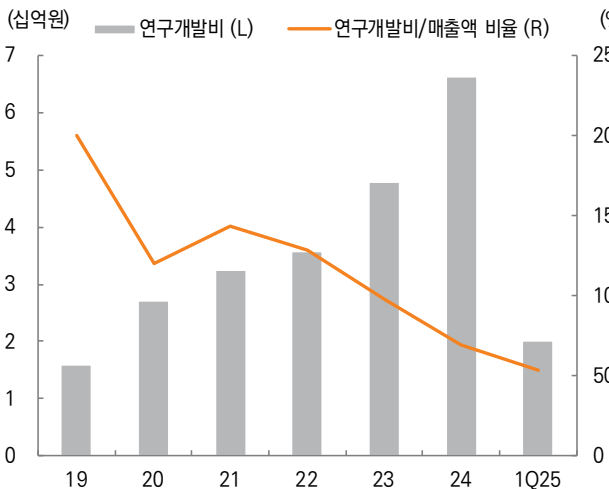
자료: 넥스트바이오메디컬, 미래에셋증권 리서치센터

그림 112. 주요 고객사의 매출 비중 (Nextent 제외)



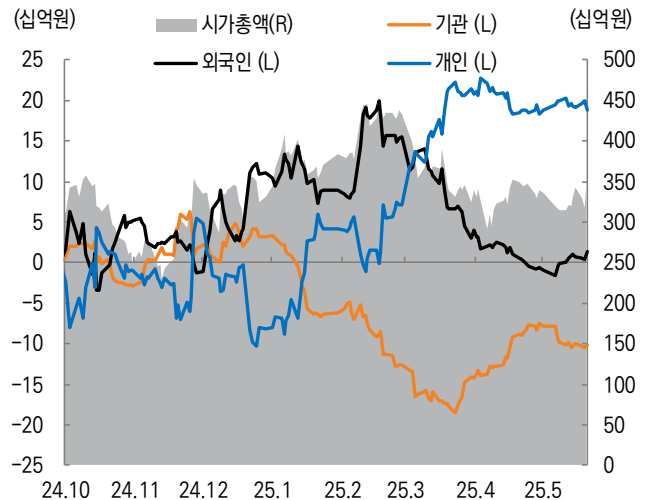
자료: 넥스트바이오메디컬, 미래에셋증권 리서치센터

그림 113. 매출액 대비 연구개발비



자료: 넥스트바이오메디컬, 미래에셋증권 리서치센터

그림 114. 시가총액 및 수급 추이



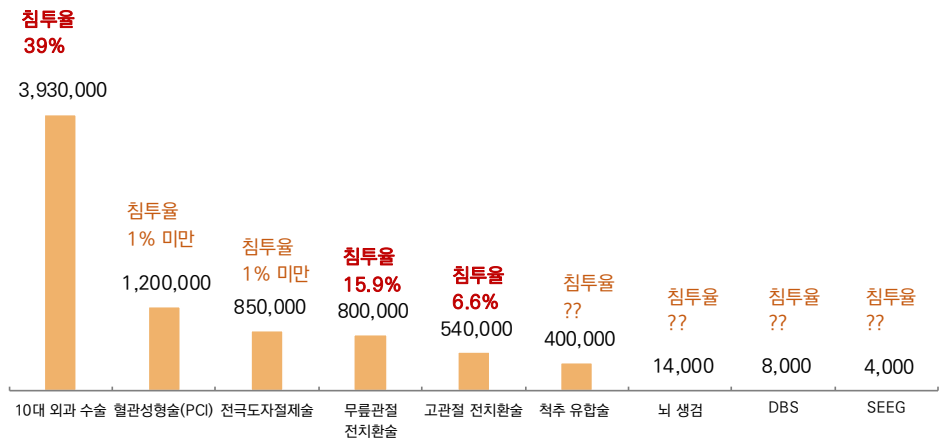
자료: 넥스트바이오메디컬, 미래에셋증권 리서치센터

### 7. 수술로봇 Case Study: 2가지 성공전략

새로운 시장에서 성과를 거두기 위한 좋은 방법 중 하나는 비슷한 영역에서 잘된 사례를 복기해보는 것이다. 우리는 수술로봇 중에서 임상현장에서 가장 널리 사용되고 있는 복강경 수술로봇과 관절 수술로봇의 사례를 살펴, 수술로봇 시장에서 성공하기 위한 전략을 도출하고자 한다.

수술로봇 사업에서는 어떤 요인들이 중요할까? 결론적으로 ① **수술로봇 사업은 가동률을 높일 수 있는 것과** ② **소모품 모델을 구현하는 것이 중요하다.**

그림 115. 미국 내 주요 수술 연간 횟수와 로봇수술 침투율



주: 10대 주요수술은 체중감량, 담낭절제, 대장, 서혜부/복벽 탈장, 신절제, 전립샘 절제, 폐절제, 자궁절제, 위장관 등  
 자료: Epilepsy&Behavior, World Neurosurgery X, ISRG, Rheumatology, The Spine Journal, BSX, Biospace, 미래에셋증권 리서치센터

### 1) 수술로봇 성공전략 (1): 가동률을 높여라

현재 수술로봇이 가장 활성화된 분야는 복강경 수술로봇이며, 이 뒤를 인공관절(주로 무릎이나 고관절) 수술로봇이 뒤따르고 있다.

복강경수술로봇 분야의 사실상 독점기업인 Intuitive Surgical(이하 ISRG)은 2024년 세계 각지에 설치된 9,902대의 수술로봇을 통해 268만건의 로봇수술을 수행했다. ISRG가 집중하고 있는 10가지 외과 수술영역의 39%가 로봇수술로 수행되고 있다는 의미다.

미국에서 무릎관절 전치환술은 연간 80만건이 수행된다. American Joint Replacement Registry에 따르면 이 중 15.9%(2023년 기준)가 로봇수술로 수행되고 있다고 한다. 선도기업인 Stryker(이하 SYK)의 수술로봇은 미국 평균보다 더 많이 활용되고 있다. SYK는 2023년 기준 약 2,000대의 수술로봇을 판매한 것으로 추정되며, 2024년 동사 전체 무릎 시술의 45%(미국은 67%)를 로봇수술로 수행했다.

그렇다면 어떤 점이 이 수술로봇들이 다른 수술로봇보다 시장에 자리를 빨리 잡을 수 있게 할 수 있었을까? 우리는 그 해답을 수술로봇의 '가동률'에서 찾고자 한다.

그림 116. 10대 복강경수술 중 증가하고 있는 로봇수술

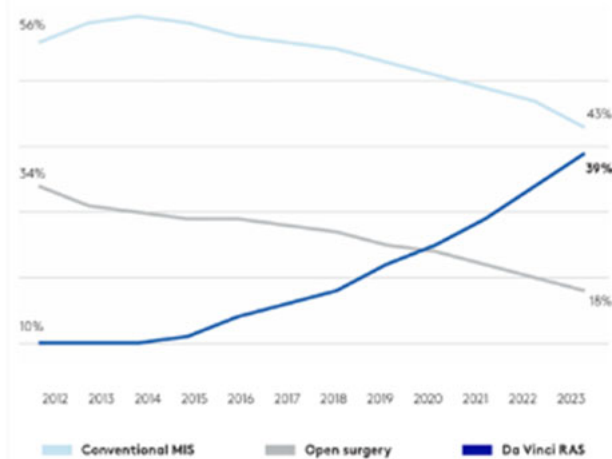
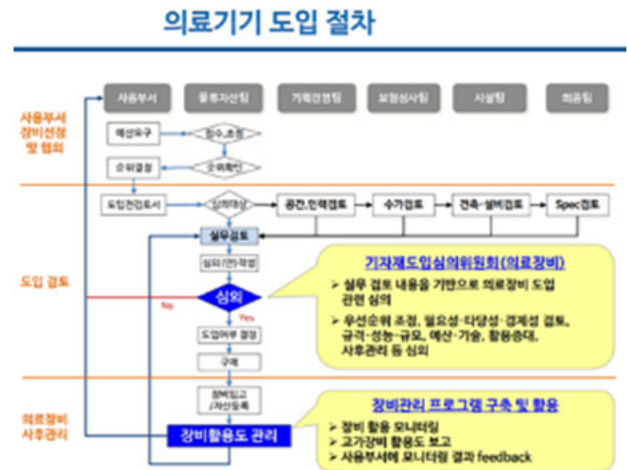


그림 117. 병원의 의료기기 도입 절차



주: 10대 주요수술은 체중감량, 담낭절제, 대장, 서혜부/복벽 탈장, 신장제, 전립샘 절제, 폐절제, 자궁절제, 위장관 등  
 자료: ISRG, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 분당서울대병원, 미래에셋증권 리서치센터

현존하는 대부분의 수술로봇은 몇 억~몇십억원을 호가하며 의료기기 중에서도 상당히 고가에 속한다. 이정도 금액대의 의료기기를 도입하기 위해서는 반드시 의료기기 도입을 위한 심의위원회를 거쳐야 한다. **의료기기 도입 심의위원회를 통과할 때 가장 중요한 요소 중 하나는 ROI(투자대비 수익률)**이다. 수술로봇 기업인 Stereotaxis는 공식 홈페이지에 ROI 계산기를 배치하여 수술로봇 도입의 ROI를 직관적으로 확인할 수 있도록 하기도 했다.

**ROI에 결정적인 영향을 주는 변수가 가동률이다.** 로봇수술에 비싼 가격을 책정하여 빠른 ROI를 달성할 수도 있겠으나, 대부분의 국가에서 로봇수술은 보험 보장이 제한적이라 비싼 가격은 고사하고 복강경수술이나 개복수술과 동일한 가격으로 책정되는 경우가 많다. 또한, 비급여나 가산수가 형태로 로봇수술 가격을 높게 책정할 수 있는 경우에도 가격탄력성을 감안하면 너무 비싼 가격을 측정하는 것은 환자의 접근성을 낮추는 역할을 할 뿐이다.

따라서 수술로봇 구입과정에 영향을 미칠 수 있는 결정적인 변수는 수술로봇 도입 후 가동률이 빠르게 높아질 수 있느냐로 볼 수 있다. 그렇다면 어떤 조건을 갖춰야 수술로봇의 가동률이 높아질 수 있을까?

수술로봇의 가동률이 높아지려면 2가지 조건이 중요하다. **로봇수술이 일반수술대비 명확한 장점이 있는 영역에서 ① 동일한 수술로봇에서 할 수 있는 수술 종류가 다양해지거나 ② 적응증을 늘리는 것이 제한적이라면 절대 수술량이 많은 적응증에 활용될 수 있어야 한다.** 이러한 2가지 조건을 고려할 때 병원 도입 후 비교적 빠른 시간 내 가동률 상승을 기대할 수 있는 수술로봇이 복강경수술로봇과 무릎관절 수술로봇이다.

그림 118. Stereotaxis의 ROI 계산기

그림 119. 수술로봇 가동률 상승을 위한 조건



자료: Stereotaxis, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 미래에셋증권 리서치센터

① 적응증 확장을 통해 수술로봇의 활용도를 높인 복강경 수술로봇: **복강경 수술로봇의 가장 큰 성공 비결 중 하나는 하나의 로봇으로 다양한 수술을 수행할 수 있다는 것이다.** 복강경수술로봇은 초기에는 비뇨기과/산부인과를 중심으로 활용되었으나, 일반수술까지 그 활용범위가 넓어졌다. 이과정에서 자연스럽게 가동률이 상승할 수 있는 환경이 조성되며 로봇수술 도입의 ROI 달성기간이 단축될 수 있게 되었다.

복강경 수술로봇이 FDA 허가를 받고 사용된 지 10년 정도된 **2010년만 하더라도 로봇수술에서 비뇨기과와 산부인과 비중은 89%에 달했다.** 그러나 **2024년에는 비뇨기과와 산부인과 비중은 44%에 불과하다.** 만약 복강경 수술로봇이 여전히 비뇨기과나 산부인과 중심으로 쓰였다면 ISRG가 지금처럼 거대한 기업으로 성장할 수 있었을까?

2021년 연세의학저널에 발표된 로봇 전립샘절제술관련 논문을 참고하면, 재미있는 사실을 발견할 수 있다. 전립샘 절제술은 로봇수술의 강점이 잘 발휘될 수 있는 영역으로 로봇수술이 도입될 때 가장 먼저 활용되는 영역 중 하나다. 전립샘은 해부학 구조상 꺾어진 좁은 공간(주먹 하나 들어갈 정도)에서 수술이 이루어져야 하는 데다가 주변에 예민한 부분이 많아 합병증으로 요실금이나 변실금이 발생할 가능성이 있다.

논문에 의하면 **대한민국의 전립샘 절제술은 로봇수술 도입이후 2007년 1,756건에서 2019년 8,475건(CAGR 14%)으로 크게 증가했다.** 전립샘 절제술 증가에 대한 로봇수술의 기여도는 89%에 달한다. 사실상 로봇수술로 인해 전체 수술량이 증가한 것이다. 현재 우리나라와 미국에서 전립샘 절제술은 대부분 로봇수술로 진행된다.

그러나 복강경 수술로봇의 도입으로 전립샘 절제술이 크게 증가한 것은 맞지만, 전립샘 절제술만으로 병원이 ROI를 달성했는가는 명확하지 않다. **수술로봇을 도입한 병원들의 월간 로봇수술건수를 살펴보면 최대 9건정도에 불과하기 때문이다.** 당시 국내에 도입된 수술로봇은 모두 Intuitive Surgical 제품인데, 수술 로봇의 도입가격(평균 150만 달러)과 소모품 가격(평균 1,800~1,900 달러)을 고려하면 빠른 시간 내 ROI를 달성하기 어려운 수치다.

그림 120. 대한민국 전립샘절제술 추이

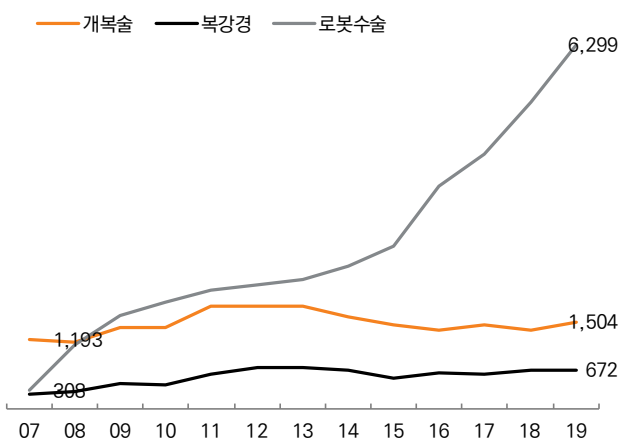
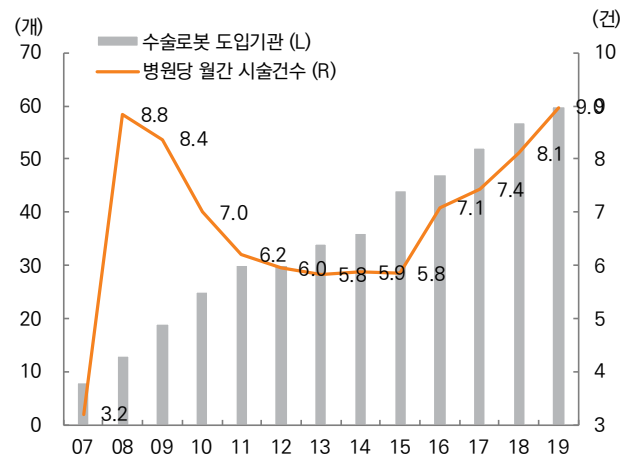


그림 121. 로봇수술 도입병원의 월간 전립샘 절제술 시술수 추이



자료: Yonsei Medical Journal(Changes in Patterns of Radical Prostatectomy due to Diffusion of Robotic Surgical System: A Nationwide Study Using Health Insurance Claims Data)

그럼에도 불구하고 **국내에서 수술로봇을 도입한 병원은 2007년 8개에서 2019년 60개까지 증가했다.** 수술로봇을 도입한 병원이 크게 증가한 이유는 비뇨기과 외에도 수술로봇을 활용할 수 있었기 때문이다.

세브란스병원의 로봇수술 통계를 살펴보면 이러한 사실을 더 잘 이해할 수 있다. 우리나라에서 로봇수술(전립샘 절제술 포함)을 가장 많이 수행하는 세브란스병원은 2023년 약 5,000건의 로봇수술을 수행한 것으로 추정된다. **세브란스 병원이 보유한 10대의 수술로봇을 고려하면 2023년 수술로봇당 월평균 41.7건의 수술을 시행하고 있다는 의미다.**

현재 세브란스병원은 전립샘 절제술 외에도 산부인과와 일반외과까지 다양한 과에서 수술로봇을 활용하고 있다. **하나의 수술로봇을 다양한 과에서 사용하면서 고정비가 낮아지고, ROI 달성기간이 짧아지는 구조가 만들어진 것이다.**

그림 122. 세브란스병원 로봇수술 통계

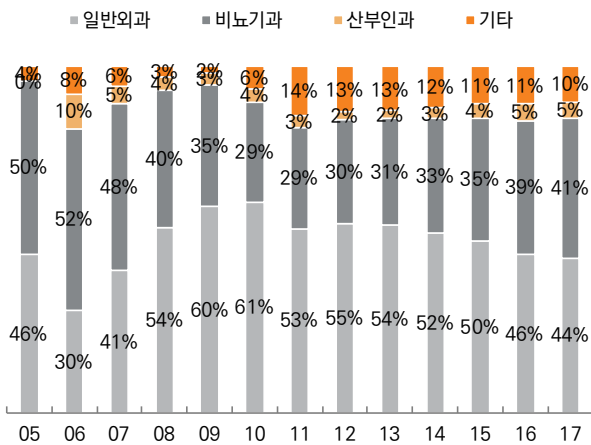
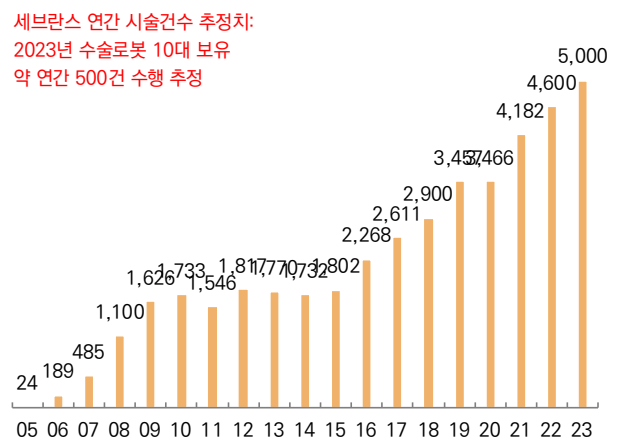


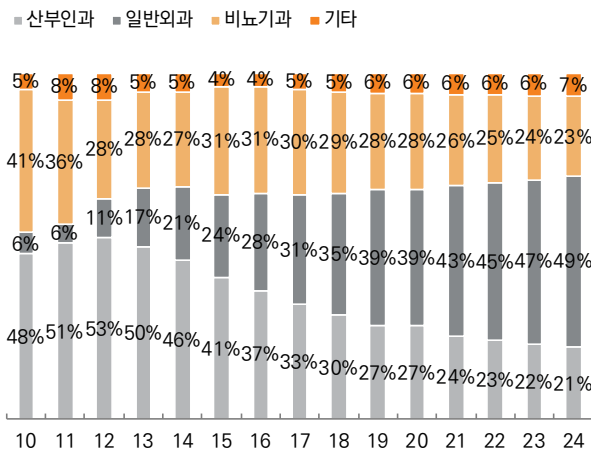
그림 123. 세브란스 병원 연간 로봇수술 추이



자료: 세브란스병원, 미래에셋증권 리서치센터

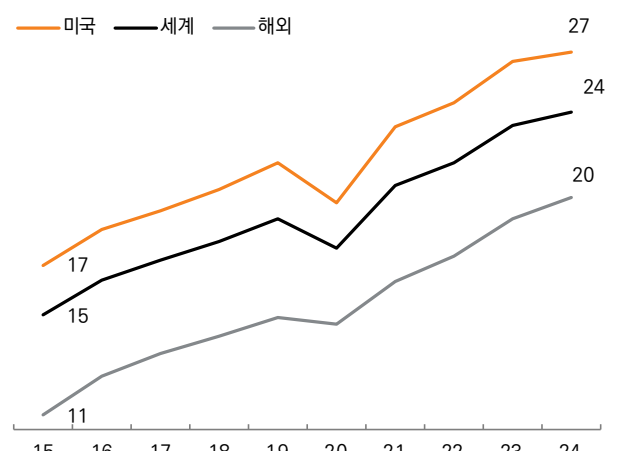
자료: 세브란스병원, 미래에셋증권 리서치센터

그림 124. Intuitive Surgical의 로봇수술 비중 추이



자료: ISRG, 미래에셋증권 리서치센터

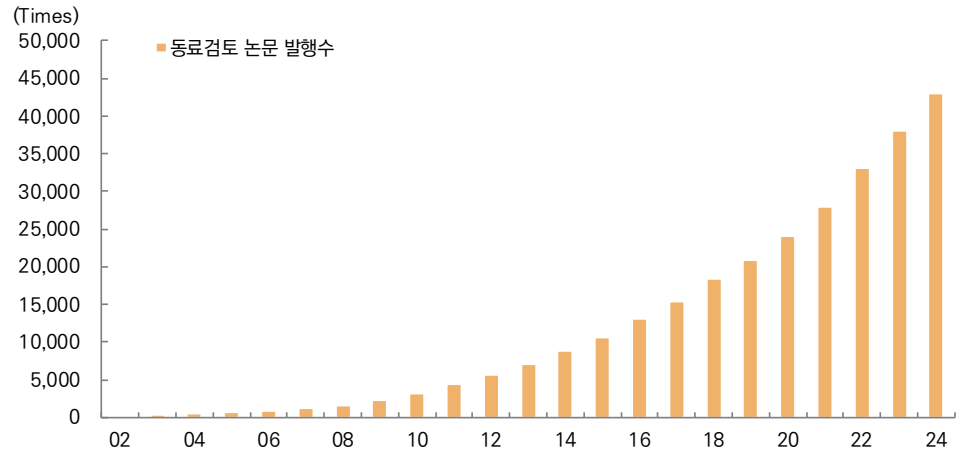
그림 125. Intuitive Surgical 수술로봇의 월평균 수술건수 추이



자료: ISRG, 미래에셋증권 리서치센터

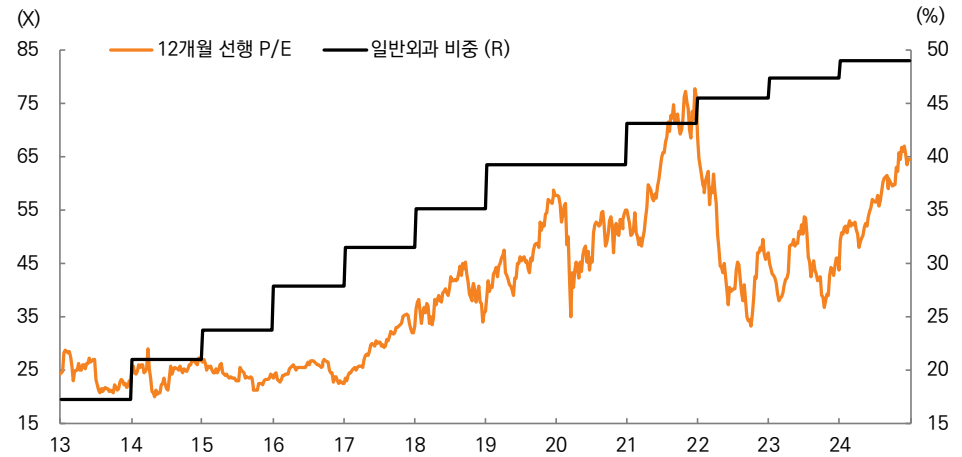
ISRG가 제공하는 로봇수술 통계를 살펴봐도 적응증 확장에 로봇수술 가동률 증가 추이는 뚜렷하다. 2015년 수술로봇당 월평균 수술건수는 15건이었으나, 2024년에는 24건으로 증가했다. 그사이 보급된 로봇은 2015년 3,597대에서 2024년 3배가까이 증가한 9,902대로 늘어났다. 수술로봇 보급 대수와 더불어 가동률 증가까지 이루어지면서 10가지 외과수술에서 로봇수술이 차지하는 비중은 2015년 9%에서 2024년 38%까지 증가했다. 이 과정에서 ISRG의 밸류에이션(12개월 선행 P/E 기준)도 20배 수준에서 70배 이상까지 높아졌다.

그림 126. Intuitive Surgical 관련 동료 검토 논문 발행 수



자료: ISRG, 미래에셋증권 리서치센터

그림 127. Intuitive Surgical의 일반외과 비중 vs. 12개월 선행 P/E 추이



자료: ISRG, 미래에셋증권 리서치센터

② 절대 수술량이 많은 무릎관절 수술로봇: 인공관절 수술로봇은 무릎을 중심으로 빠르게 성장하고 있다. 특히 미국에서 로봇수술 도입은 상당히 빠르다. **American Joint Replacement Registry에 따르면 2023년 미국 인공관절 치환술의 15.9%가 로봇수술로 수행**되었다. 선도기업인 Stryker(이하 SYK)는 수술로봇을 산업평균보다 더 많이 활용하고 있는데, 2024년 SYK의 인공관절로 수행된 관절치환술 중 무릎은 45%(미국 67%), 고관절은 20%(미국 33%)가 로봇수술로 진행되었다.

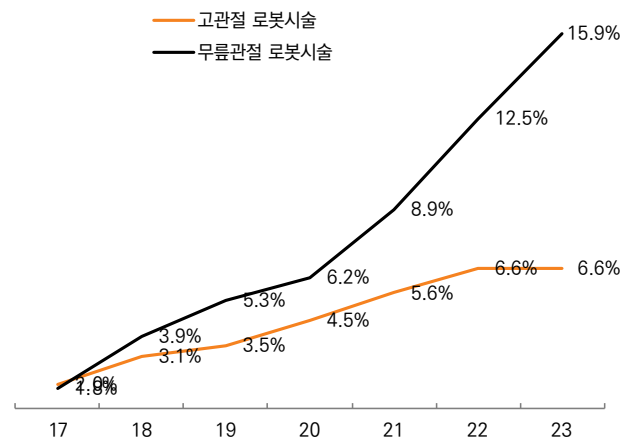
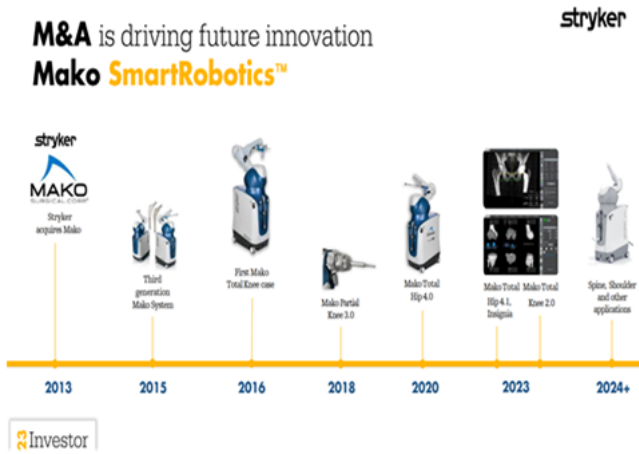
우리나라도 2023년기준 8.7만건의 무릎 전치환술이 수행되었는데 이중 21.5%가 로봇수술로 수행될 정도로 로봇수술이 활성화되어 있다.

그렇다면 인공관절 수술로봇의 가동률은 어떠할까? 복강경수술로봇과 달리 인공관절 수술로봇 기업들은 수술로봇 설치대수나 보급대수를 좀처럼 공개하지 않아 이를 계산해보는 것은 쉽지 않다. 그래도 국내 주요 정형외과 병원과 수술로봇기업들의 보도자료를 종합하면 어느정도 감을 잡을 정도 수준의 계산은 가능하다.

언론보도에 따르면 SYK의 수술로봇 Mako는 국내 수술로봇 시장의 60%를 점유하고 있는 것으로 알려져 있고, 국내에는 2023년 약 40대의 Mako로봇이 설치된 것으로 추정된다. 이를 바탕으로 **단순 계산시 국내에서 Mako는 월평균 24회의 로봇수술을 수행**하고 있다고 볼 수 있다. ISRG의 글로벌 가동률에 대비해도 떨어지지 않는 높은 수준의 가동률이다.

그림 128. Stryker의 수술로봇 Mako의 발전사

그림 129. 미국 관절 수술에서 로봇수술 활용률 추이



자료: SYK, 미래에셋증권 리서치센터

자료: AJRR, 미래에셋증권 리서치센터

이러한 높은 가동률이 달성 가능한 가장 큰 이유는 고령화로 인해 인공관절 수요가 꾸준히 증가하고 있기 때문이다. 고령화가 진행될수록 퇴행성 관절염의 유병률은 높아질 수밖에 없는데, 퇴행성질환 그 자체를 치료하는 의약품이 아직 없기 때문에 상태가 심각할 경우 인공관절 치환술이 사실상 유일한 대안이 된다. 관절 상태를 구분하는 ‘켈그렌-로렌스 분류법’(Kellgren Lawrence)상 3~4등급 환자에게는 인공관절 치환술이 권유된다.

국내 시장에서도 무릎관절증 관련 환자 수는 꾸준히 증가하고 있고, 2022년 기준 관련 비용으로 2.8조원이 지출되고 있다. 또한, 미국에서는 2019년 메디케어 환자에서 74만건의 관절 치환술이 수행되었는데, 2030년에는 122만건까지 증가할 것으로 예상된다.

그림 130. 관절염의 켈그렌-로렌스 분류법



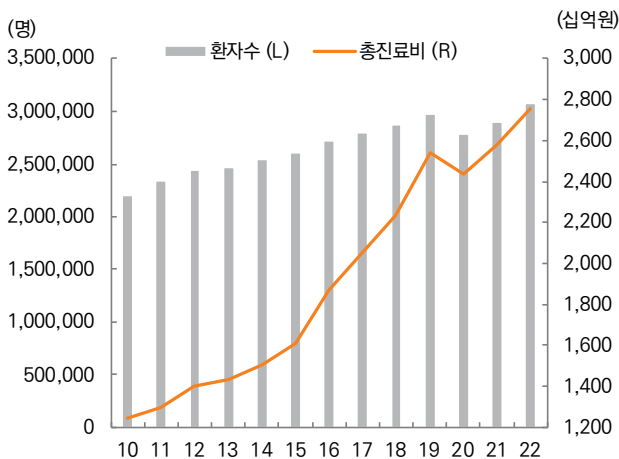
자료: 대한류마티스학회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 131. 무릎 인공관절



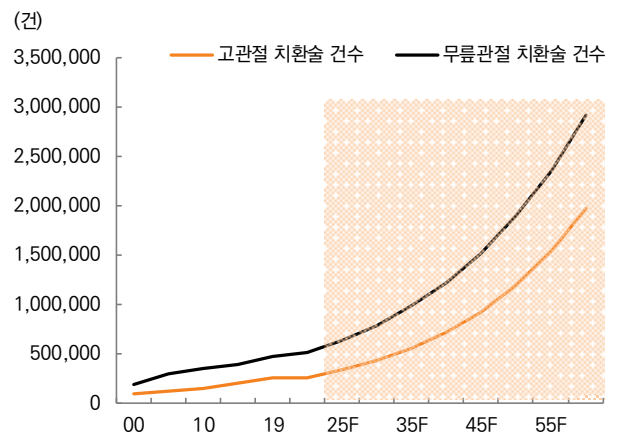
자료: Stryker, 미래에셋증권 리서치센터

그림 132. 국내 무릎관절증 관련 환자수와 총진료비 추이(코드:M17)



자료: HIRA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 133. 미국 메디케어 환자의 관절치환술 추이 예상



자료: Projections and Epidemiology of Primary Hip and Knee Arthroplasty in Medicare Patients to 2040-2060, 미래에셋증권 리서치센터

또한 수술로봇 업체들은 병원들이 수술로봇을 도입하여 다양한 적응증에 활용할 수 있도록 수술로봇을 플랫폼화하고 있다. 수술로봇의 선도 로봇인 Mako와 Rosa는 본체에 부착된 로봇 팔에 다양한 수술도구를 교체하여 무릎 관절 전치환술, 무릎 관절 부분치환술, 고관절 치환술, 어깨 치환술, 척추 유합술, 뇌정위 수술 등 다양한 수술에 대응할 수 있다.

Zimmer Biomet은 2016년 M&A(1.3억 달러)로 확보한 신경외과(뇌수술+척추수술) 시술에 사용되는 Rosa 플랫폼을, 2019년 무릎 전치환술, 2021년 무릎 부분치환술과 고관절, 2024년 어깨로 확장했다. Stryker는 2013년 무릎 부분치환술에 사용가능한 Mako를 인수(17억 달러)한 이후 2015년 고관절과 무릎 전치환술, 2024년 어깨로 확장했다.

보통 병원에서는 수요가 가장 큰 무릎 치환술에 수술로봇을 활용하다가 다른 적응증으로 확대하는 경우가 많다.

그림 134. Zimmer Biomet의 수술로봇 플랫폼, Rosa



자료: ZBH, 미래에셋증권 리서치센터

그림 135. Stryker의 수술로봇 플랫폼 Mako

**Mako 4**

One system. **More procedures.**

The latest advancement in SmartRobotics™ is here. Our fourth generation Mako System is a single system that delivers more - more capabilities and more applications - and is designed to offer a premium clinical and operational experience when compared to manual surgery across Mako Total Hip, Total Knee, Partial Knee and Spine.

**Get more with Mako 4.**



자료: SYK, 미래에셋증권 리서치센터

## 2) 수술로봇 성공전략 (2): 소모품 모델을 구축하라

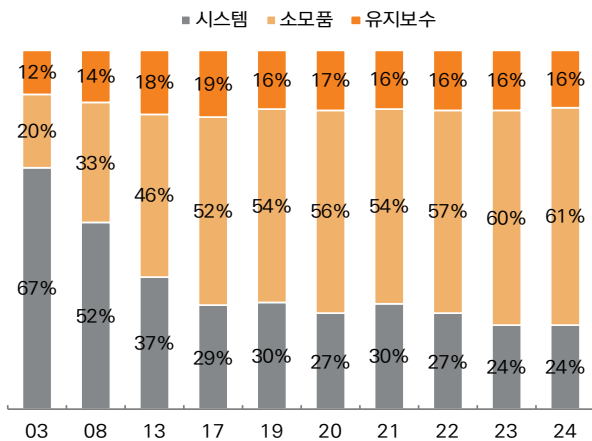
의료기기 기업에 있어 소모품은 중요하다. **소모품이 구현되어 있어야 수술 수 증가로 인한 수혜를 병원과 동시에 받을 수 있기 때문이다.** 이는 최근 크게 주목받고 있는 미용기기 업체에서 관찰할 수 있는데, 과거 레이저나 IPL처럼 소모품이 없는 장비가 대세일 때는 미용기기 회사들이 크게 주목받지 못했다. 시술수요가 증가해도 장비에 대한 신규 혹은 교체 수요가 발생해야만 미용기기 회사가 이득을 볼 수 있기 때문이다.

그러나 팁이나 카트리지처럼 소모품이 필요한 고주파/초음파관련 장비들이 인기를 끌면서 **시술 수요가 증가할수록 미용기기 기업도 함께 성장하는 구조로 변환되었다.** 특히 소모품은 원가구조상 마진(GPM 70~90%)이 높기 때문에 소모품 매출이 증가할수록 이익률이 향상되는 효과를 동반한다.

**수술로봇 기업 중 가장 성공한 기업인 인튜이티브 서지컬(ISRG)도 수술관련 도구(Stapler, Energy 등)를 소모품화** 시켰다. ISRG는 자사의 수술도구에 use-counter라는 메모리칩을 내장하여 수술횟수를 카운트한다. 10~12번을 사용하게 되면 수술로봇 시스템에서 수술도구를 인식하지 못해 새로운 수술도구로 교체해야 한다. 동사의 소모품 매출비중은 2013년 46%로 수술로봇 매출비중을 초과한 후 2024년 61%까지 증가했다.

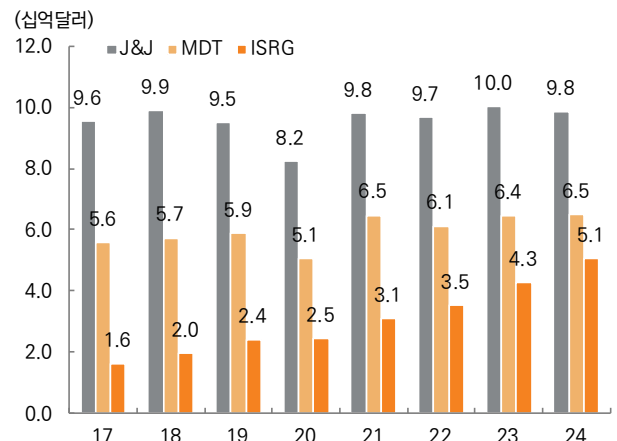
이 과정에서 ISRG의 수술도구 매출은 Medtronic과 J&J의 수술도구 사업을 위협할 정도로 성장했다. ISRG의 미국 수술도구 매출은 이미 Medtronic을 추월했다. 이러한 비즈니스 모델은 ISRG가 높은 프리미엄으로 평가되는 중요한 요소 중 하나다.

그림 136. Intuitive Surgical의 품목별 매출 비중 추이



자료: ISRG, 미래에셋증권 리서치센터

그림 137. 주요 의료기기 기업의 수술도구 매출 추이



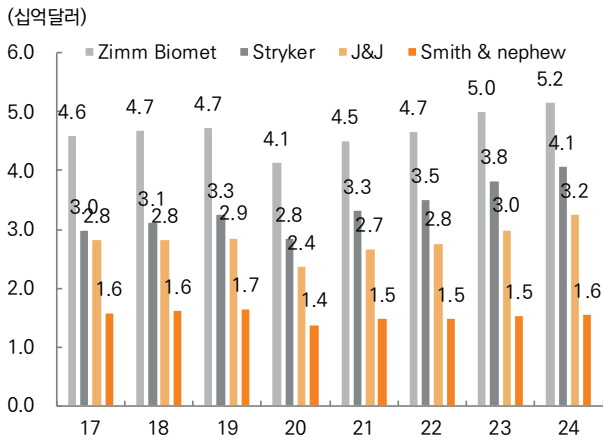
자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

그렇다면 다른 수술로봇 업체들은 어떻게? 다른 기업들도 나름의 방식으로 소모품 모델을 구현하고 있다. **관절 및 척추 수술로봇은 관절 치환술 혹은 척추 유합술에 쓰이는 인공관절이나 고정나사가 소모품 역할을 대신한다.** 관절 및 척추 수술로봇 기업의 대부분이 대형 글로벌 의료기기 기업이라는 점은 곱씹어볼만한 점이 많다.

대부분 관절 및 척추 수술로봇업체들은 자사의 로봇에 자사의 제품만 쓸 수 있는 폐쇄형 구조를 채택하고 있다. 적어도 병원이 구입한 수술로봇의 감가상각과 ROI 달성을 위해 수술로봇을 사용하는 기간 동안은 자사의 의료기기를 사용을 유지하도록 유도할 수 있다.

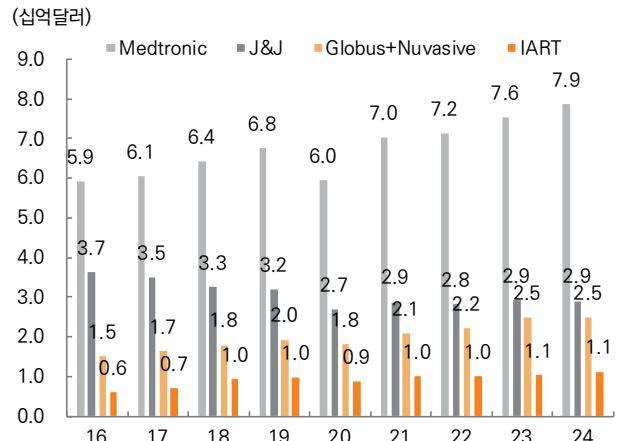
상위 4개기업(2024년 기준)의 고관절/슬관절 매출은 연간 141억 달러, 신경외과(척추 및 뇌수술)관련 매출은 145억 달러(2024년 기준)에 달한다는 점에서 병원에서의 점유율을 유지 혹은 증가시키는 것만으로도 상당한 시너지가 발휘되는 것이다.

그림 138. 주요 의료기기 기업의 고관절 및 슬관절 매출 추이



자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 139. 주요 의료기기 기업의 신경외과 관련 매출



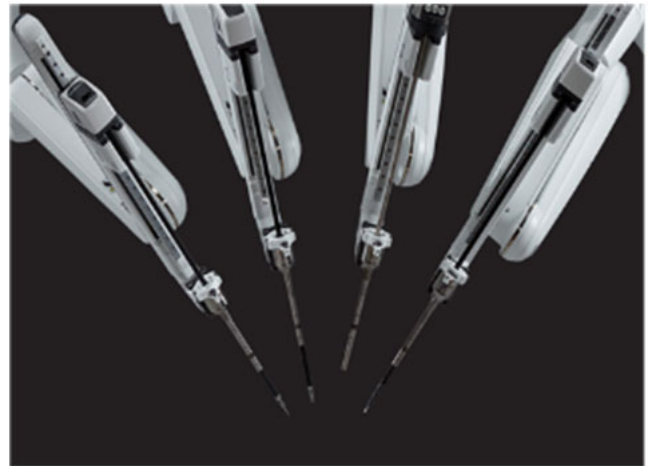
자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 140. Stryker의 수술로봇과 인공관절



자료: SYK, 미래에셋증권 리서치센터

그림 141. ISRG의 수술로봇에 장착되는 수술도구



자료: ISRG, 미래에셋증권 리서치센터

### 8. 글로벌 의료기기/디지털 헬스 기업 1Q25 실적 Review

#### ① Dexcom(DXCM US): 불확실성이 확실히 줄어들고 있다

매출은 전년 대비 12% 증가한 10.4억 달러로 시장기대치에 부합했다. 영업이익은 전년 대비 32% 증가한 1.3억 달러를 기록하며 영업이익률은 13%를 기록했고, 조정 EBITDA는 전년 대비 4% 증가한 2.3억 달러(조정 EBITDA 마진 22%)를 기록하며 시장기대치를 하회했다.

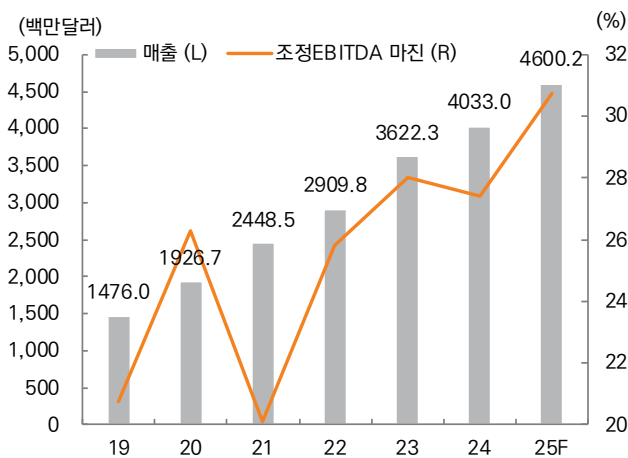
동사는 2025년 연간 가이드스를 매출 46억 달러, 영업이익률 21%과 조정 EBITDA 마진 30%는 유지하였으나, 매출총이익률은 62%(이전 64~65%)로 하향했다. 재고 축적을 위한 물류비 증가(1%p)와 1Q25 실적(0.75%p) 및 관세영향(0.5%p), 그리고 환율효과(-0.25%p)가 반영되었다.

동사는 2025년 외형성장 가이드스를 유지했는데, 그만큼 견조한 성장세가 전망된다. 주력 시장인 미국에서 3개 연속분기 사상최대 신규고객 유치기록을 경신하며 안정적인 성장을 이어가고 있다. 주력인 인슐린 집중치료시장은 물론이고 2형당뇨 시장까지 영역이 확대되고 있다.

특히 하반기에는 2형 당뇨 시장으로 영역확대가 더욱 본격화될 것으로 예상된다. 3Q25 이후 미국 3대 PBM 모두가 모든 당뇨환자에게 동사의 G7에 대한 보험보장을 시작한다. 또한, 하반기부터 15일 센서 출시도 예정되어 있다. 일반인까지 시장을 넓히기 위한 신제품인 Stelo는 올해 9천만~1.3억 달러의 매출이 목표다.

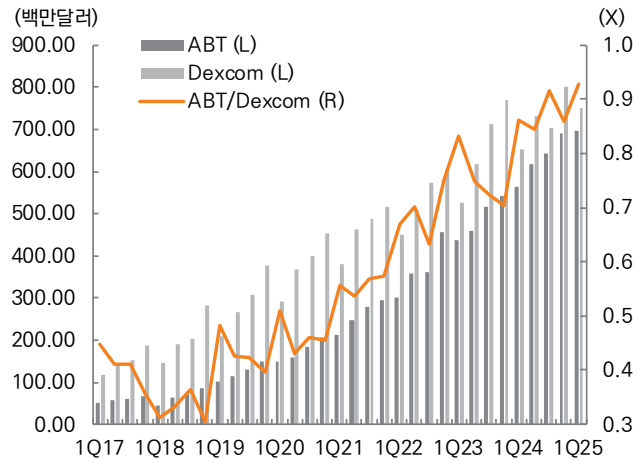
지난 4Q24까지 11분기 연속으로 사상최대 실적을 경신했던 해외시장 매출이 1Q25에는 전분기 대비 감소했으나, 크게 우려할 사항은 아니다. 해외시장은 2025년에도 견조하게 성장할 것으로 예상된다. 이를 반영한 2025년 실적은 매출 46억 달러(14% YoY), 조정 EBITDA 14.1억 달러(28% YoY, 조정 EBITDA 마진 30.8%)를 예상한다.

그림 142. 매출 및 조정 EBITDA 마진 추이



자료: DXCM, 미래에셋증권 리서치센터

그림 143. 미국 시장에서의 Dexcom vs. ABT 매출 추이



자료: DXCM, 미래에셋증권 리서치센터

② Stryker(SYK US) 1Q25 Review

매출은 전년 대비 12% 증가한 58.7억 달러로 시장기대치에 부합했다. 미국시장은 전년 대비 13% 증가한 44.4억 달러를 기록했다. 해외시장은 전년 대비 7% 증가한 14.2억 달러를 기록했다. 영업이익은 전년 대비 14% 감소한 8.4억 달러(OPM 14.3%)를 기록했다. 조정순이익은 10.9억 달러로 시장기대치에 부합했다. 동사는 Inari Medical 인수와 척추 임플란트 사업부 매각을 완료하였다.

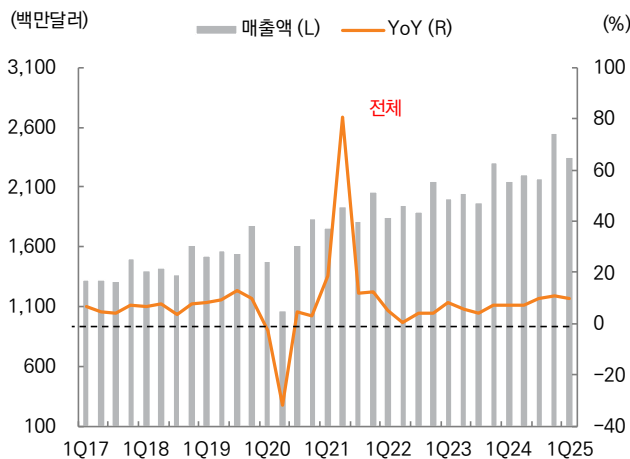
동사는 2025년 가이드선으로 유기성 성장을 전년 대비 8~9%로 유지했으나, 연간 조정 EPS는 13.2~13.45달러(이전 13.45 ~13.7달러)로 하향했다. 미국정부의 관세정책 영향은 2억 달러로 제시했다.

동사의 1Q25 실적은 정형외과부문에서 전년대비 9%, 수술도구 및 신경과학 부문에서 전년대비 11% 유기적 성장을 기록하며 전사업부에서 균형잡힌 성장을 이어가고 있다. 동사의 핵심 성장동력인 관절수술로봇 플랫폼인 Mako 활용률은 미국을 중심으로 꾸준히 증가하고 있다. Mako는 폐쇄형 플랫폼이라는 점에서 인공관절과 패키지 판매 효과도 크다. 2024년 기준으로 동사의 무릎 시술의 45%, 엉덩이의 20%가 Mako 플랫폼을 통해 이루어지고 있다. 특히 미국에서는 무릎시술의 67%과 엉덩이 시술의 33%에 육박한다.

또한, Pangea(외상 부문), LifePak 35(의료용품), Mako Shoulder & Spine 등 향후 몇 년의 성장을 책임질 주요 파이프라인이 출시된 지 얼마 안됐거나 출시 준비 중이다. 동사의 2025년 매출은 전년 대비 12% 성장한 253억 달러를, 영업이익은 전년 대비 28% 증가한 47.1억 달러를 예상한다. 정형외과 사업부문은 전년 대비 12% 성장한 101.6억 달러를, 수술도구 및 신경과학 사업부문은 전년 대비 12% 증가한 151.4억 달러를 기록할 것으로 전망한다.

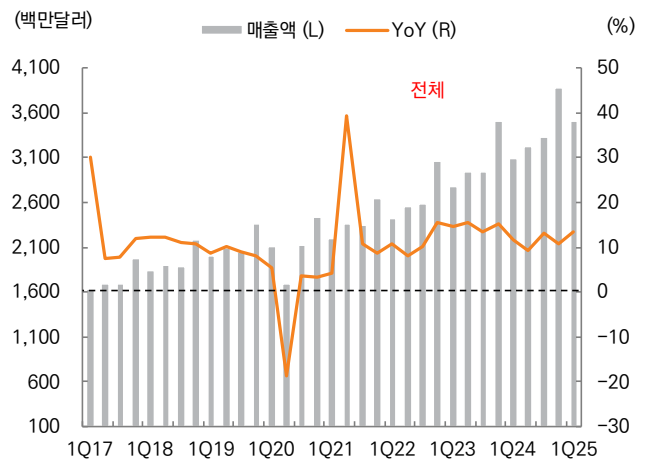
동사는 부족한 포트폴리오를 M&A를 통해 보완하여 외형성장과 마진 개선을 꾸준히 이어가며 글로벌 대형 의료기기 기업이 어떻게 성장해야하는지를 교과서적으로 보여주고 있는 기업이다.

그림 144. 관절 사업부문 매출 추이



자료: SYK, 미래에셋증권 리서치센터

그림 145. 수술도구 및 신경과학 사업 매출 추이



자료: SYK, 미래에셋증권 리서치센터

③ Exact Sciences(EXAS US): 선별검사 부문의 든든한 3대 모멘텀

1Q25 매출은 전년대비 11% 증가한 7.1억달러로 시장기대치에 부합했다. 선별검사 사업은 전년 대비 14% 성장한 5.4억 달러를 기록했다. 정밀진단 사업은 전년 대비 2% 성장한 1.7억 달러를 기록했다.

지역별로는 미국이 전년 대비 11% 상승한 6.6억 달러를 기록했고, 해외는 전년 대비 16% 증가한 51.6백만 달러를 기록했다. 조정 EBITDA는 전년 대비 61% 증가한 63.3백만 달러(조정 EBITDA 마진 9%)를 기록했다.

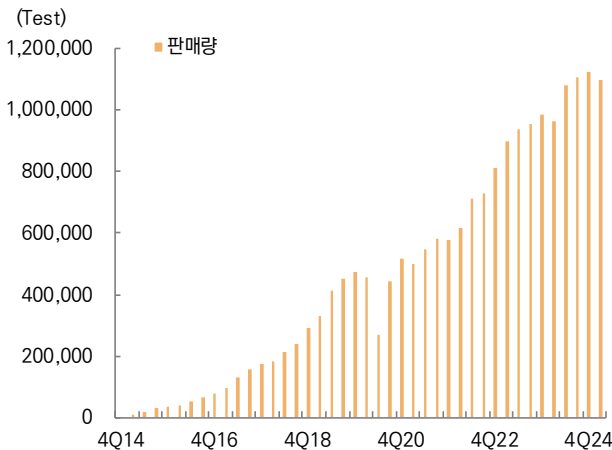
동사는 연간 가이드선으로 매출 30.7억~31.2억 달러(선별검사 23.9억~24.25억 달러, 정밀진단 6.8억~6.95억 달러)와 조정 EBITDA 4.25억~4.55억 달러를 제시했다. 동사의 장기 재무목표는 2027년까지 연평균 15% 외형성장과 매출총이익률 80%, 조정 EBITDA 마진 20%를 달성하는 것이다.

동사는 1Q25 그간의 성장성 둔화 우려를 불식시키는 호실적을 발표하며 연간 가이드선을 상향했다. 동사의 주력인 스크리닝 사업부문은 실적은 3년 재검사 수요(전체 매출의 25%), 견조한 Care Gap 사업, Cologuard Plus 출시 모멘텀에 힘입어 올해 내내 성장할 것으로 기대된다. 2024년 160만명이었던 3년주기 도래 고객은 2025년에는 200만명으로 증가한다. Cologuard Plus는 판매가격이 2%p 상승하며 테스트당 비용이 기존 Cologuard보다 5~6%p 이상 낮다. Care Gap 프로그램은 2024년 세자릿수로 성장하였으며, 2025년에도 두자릿수의 견조한 성장이 예상된다.

동사는 암진단 전 주기 포트폴리오를 구축해가는 전세계 유일한 암 진단기업이다. MRD 검사 (예후진단), 다중암 선별검사, 혈액기반 대장암 선별검사 등 다수의 파이프라인을 보유하고 있으며, 개발 완료 시 접근가능시장은 약 580억 달러 (대장암 선별검사 180억 달러 + MRD검사 250억 달러 + 다중암 검사 150억 달러)로 확대될 수 있다.

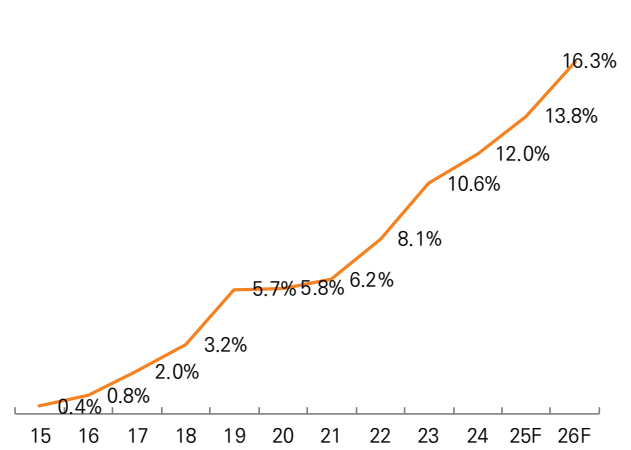
2025년에는 혈액기반 대장암 검사 데이터 발표(25년 여름), Oncodetect 메디케어 보험 적용(2Q25), CancerGuard 출시(2H25) 등 다양한 파이프라인 이벤트가 예정되어 있다.

그림 146. Cologuard 판매량 추이



자료: EXAS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 147. Cologuard 침투율 추이



자료: EXAS, 미래에셋증권 리서치센터

④ Hims & Hers(HIMS US) 1Q25 Review

동사의 매출액은 주력인 온라인 매출이 전년대비 115% 상승함에 따라 전년 대비 111% 상승한 5.9억 달러를 기록했다. 조정 EBITDA는 전년대비 182% 증가한 9,110만 달러로 조정 EBITDA 마진은 15.5%를 달성했다.

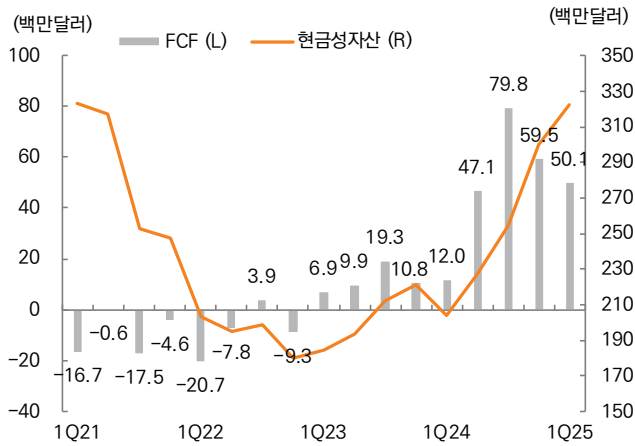
구독자는 전년대비 38% 증가한 237만명(개인 맞춤형 구독자 140만명), 구독자당 월간 온라인 매출은 전년대비 53% 증가한 84달러, 평균 주문 가치는 전년대비 1% 증가한 110달러를 기록했다.

동사는 FDA가 GLP-1기반 비만 치료제의 공급부족 해소를 선언하면서, 합성 GLP-1 기반 치료제 생산에 제약을 받게 됨에 따라 주가가 급락했다. 그러나 Wegovy 제조사인 Novo Nordisk와 파트너십을 체결하면서 빠르게 주가가 회복하는 모습이다. 구체적인 파트너십 방식은 공개되지 않았다.

현재 Wegovy는 Novo Nordisk의 온라인 약국에서 월 499달러에 구매 가능하나, 동사는 해당 여기에 24시간 디지털 케어, 영양 지침 등을 제공하여 월 599달러에 Wegovy를 서비스하고 있다.

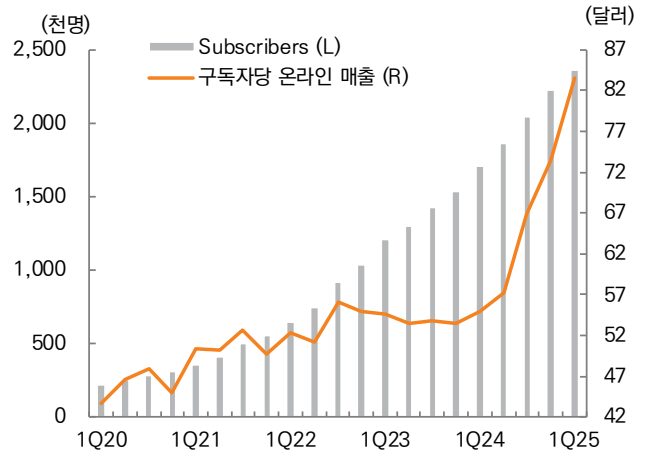
동사는 2025년 가이던스로 매출은 23억~24억 달러, 조정 EBITDA 2.95억~3.35억 달러(조정 EBITDA 마진 13~14%)를 제시했다. 2030년 재무 목표는 매출 65억달러, 조정 EBITDA 13억달러다.

그림 148. FCF 및 현금성자산 추이



자료: HIMS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 149. 구독자 및 구독자당 온라인 매출 추이



자료: HIMS, 미래에셋증권 리서치센터

⑤ Evolus(EOLS US) 1Q25 Review

동사의 매출은 전년대비 16% 증가한 6,850만 달러, 매출총이익률은 전년대비 2.6%p 감소한 68.1%, 조정 EBITDA 마진은 전년대비 7%p 감소한 -8.1%를 기록했다.

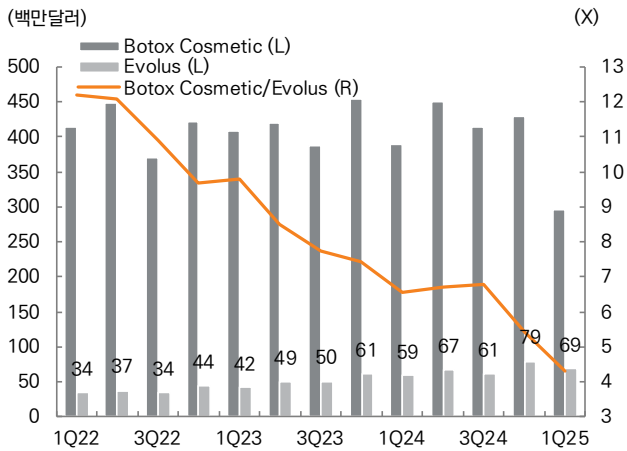
1Q25 동사의 특신 브랜드 Jeuveau를 구매한 고객이 675개 증가하여 출시이후 구매한 고객수가 1.6만명을 넘어섰다. 이로써 미국 침투율은 50%를 넘어섰으며 고객의 재주문률은 70%대를 유지하고 있다.

동사의 고객 리텐션 프로그램인 Evolus Reward 회원은 전년대비 8만명(39% YoY)이 증가한 110만 명이 되었다. Evolus Rewards 사용건수는 사상최대인 22만건을 돌파하였으며, 기존고객이 반복치료를 받는 비율은 65%를 기록했다.

동사는 2025년 4월부터 필러인 Evolysse를 출시했다. 실질적인 매출 기여도는 2025년 하반기부터로 예상된다.

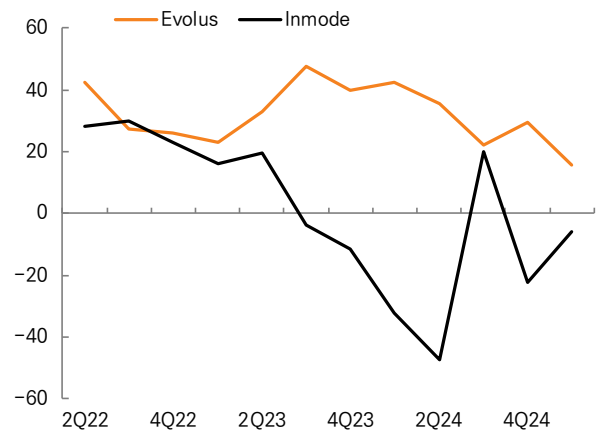
동사는 2025년 가이던스로 6년 연속 30% 이상 성장을 목표로 하는 매출 3.45억~3.55억 달러(필러 비중 8~10%)로 제시했다. 동사의 장기 재무목표는 2028년 매출 7억 달러, 영업이익률 20%다.

그림 150. Botox Cosmetics의 미국 매출 vs. Evolus 매출



자료: EOLS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 151. Inmode 미국 매출 성장률 및 Evolus의 매출성장률 비교



자료: EOLS, 미래에셋증권 리서치센터

⑥ Medtronic(MDT US): 당뇨관리 사업 분사 결정

매출은 신경조절치료, 당뇨관리, 구조적심장, CRM 등의 견조한 성장에 힘입어 89.3억 달러(+4% YoY)로 시장기대치에 부합했다. 영업이익은 14.4억 달러(+36% YoY, OPM 16.1%)를, 조정 순이익은 20.8억 달러(+8% YoY, NPM 23.3%)를 기록하며 시장기대치에 부합했다.

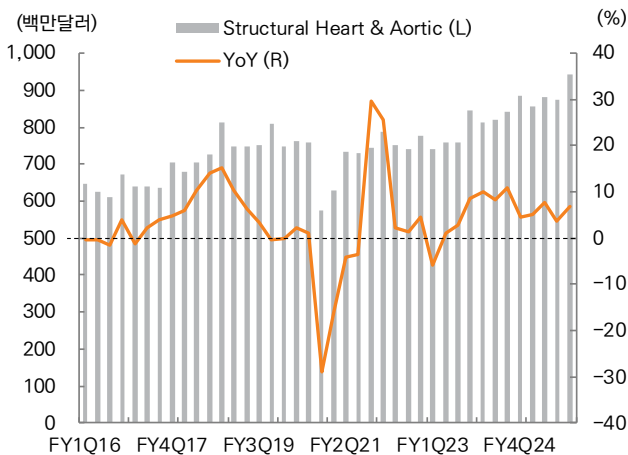
동사는 FY26 연간 가이드언스를 유기적 매출 성장률 5%, 연간 EPS 5.5~5.6달러로 제시했다. FY27에는 당뇨관리 사업부 분사 이후 EPS 성장률이 높은 한 자릿수로 회복될 것으로 제시했다.

심장절제술루션은 30% 성장, 당뇨관리 및 신경조절치료는 두자릿수 성장, 미국 척추사업부는 높은 한자릿수 성장 등 많은 사업부문에서 견조한 성장을 거듭하고 있다. 특히 심장절제술루션은 다른 10개 사업부문과 함께 연매출 10억달러에 도달했다. 기존 사업부문의 성장세가 견조한 가운데 2026년 회계연도에는 수술로봇인 Hugo, 신장신경계거술 기기인 Symplicity가 가세한다. 다만, 관세정책 영향과 신규 파이프라인의 마케팅 투자로 조정 EPS 가이드언스는 하향했다.

동사는 당뇨관리 사업부를 분사한다는 계획을 발표했다. 당뇨관리 사업부 분사는 18개월 이내로 IPO나 주식교환 형태로 진행될 가능성이 높아보인다. 향후 동사는 PFA나 신장신경차단술과 같은 고마진 성장 시장에 더욱 집중한다는 복안이다.

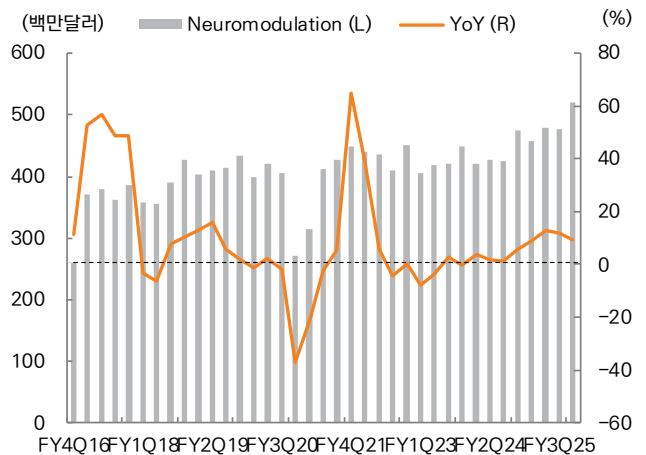
분사의 이유로 당뇨 관리 사업부문이 최근 고성장하고 있으나, 다른 사업부문에 비해 이익률이 낮고, B2C 사업 특성상 대부분 B2B 형태인 다른 사업부문과 시너지를 발휘되기 어렵기 때문이라고 밝혔다. 동사는 당뇨관리 사업부문 분사시 매출총이익률과 영업이익률이 각각 0.5%p, 1%p 개선될 것으로 제시했다. 분사된 당뇨관리 사업부는 인슐린 집중 치료환자를 위한 생태계를 모두 갖춘 유일한 당뇨관리 기업이 될 것이다.

그림 152. 심장판막 사업부 매출 추이(TAVR)



자료: MDT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 153. 신경조절치료 사업부문



자료: MDT, 미래에셋증권 리서치센터

⑦ Radnet(RDNT US) 1Q25 Review

매출은 전년대비 9% 증가한 4.7억 달러, 조정 EBITDA는 전년대비 21% 감소한 4,640만 달러(조정 EBITDA 마진 9.8%)를 기록했다.

영상검진센터 사업부문은 전년대비 9% 증가한 4.6억달러, 조정 EBITDA는 전년대비 22% 감소한 4,270만 달러(조정 EBITDA 마진 9%)를 기록했다. 사보험은 전년대비 9%, Medicare는 전년대비 16% 증가했고, 인두제는 전년대비 7% 감소했다.

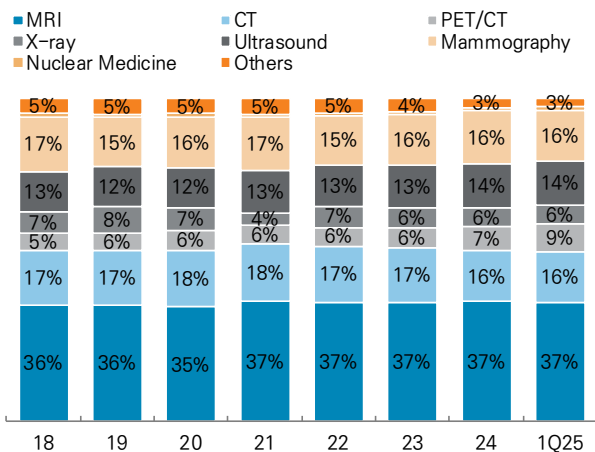
영상 촬영건수는 전년대비 4% 증가한 274만건(PET/CT 20% YoY)을, ASP는 Mix 변화(MRI, CT, PET 등 고가 영상 증가)로 전년대비 5% 증가한 168달러를 기록했다. 동사가 보유한 영상센터는 401개(JV 154개 포함)로 전년대비 7% 증가했다.

Digital Health 사업부문은 전년대비 31% 증가한 1,920만 달러, 조정 EBITDA는 전년대비 5% 증가한 370만 달러(조정 EBITDA 마진 19%)를 기록했다. AI기반 유방암 진단 프로그램은 미국에서 40% 이상 도입률을 기록하고 있으며 1Q25 매출 400만 달러(33% YoY)를 기록했다. 현재 EBCD에 대한 수가 인상에 대해 보험사들과 협의가 진행 중이며, 연말까지 지속적으로 보험사들의 보험보장이 확대될 것으로 예상된다.

TechLive 원격 영상 촬영 기능을 동사가 보유한 400대의 MRI 중 255대에 설치했고, 초음파 장비에서도 해당 기술도입을 위한 테스트를 진행 중이다. 또한, 동사는 지난 4월 AI기반 유방암 진단 기업인 iCAD 인수 계약을 발표했다. iCAD는 50개 이상 국가의 1,500개 의료기관에서 연간 800만건의 유방촬영술을 실시하고 있다.

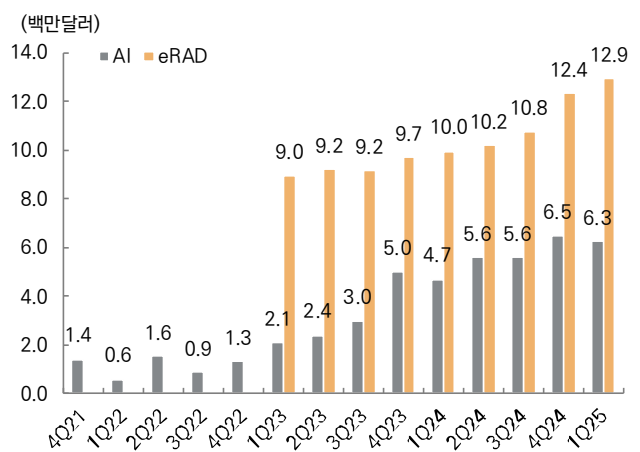
동사는 2025년 가이던스로 영상검진센터 사업은 매출 18.35억~18.85억 달러, 조정 EBITDA 2.68억~2.76억달러로 상향했고, Digital Health 사업은 매출 8천만~9천만달러, 조정 EBITDA 1,500만~1,700만 달러로 유지했다.

그림 154. Modality별 매출 비중 추이



자료: Radnet, 미래에셋증권 리서치센터

그림 155. Digital Health 사업부문 매출 추이



자료: Radnet, 미래에셋증권 리서치센터

## 9. 주요 Catalyst

표 23. 국내 의료기기/디지털 기업 주요 Catalyst

분야	회사명	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	미정
디지털헬스	아이센스	- 무보정 CGM 식약처 허가변경 승인(완료) - 영국서 CGM 보험 등재(완료)	- 무보정 CGM 국내 출시(완료)	- 무보정 CGM 유럽 허가 및 출시	- CGM 글로벌 파트너십 - BGM 신규 OEM 출시	- CGM 버전 2 식약처 허가
	인바디					
	루닛	- 사우디 HMG에 루닛 인사이트 CXR 공급계약 체결 (완료)	- 루닛 CXR4 CE MDR 인증 획득(완료)			- 루닛 스킵 글로벌 빅파마와 추가 계약
	씨어스 테크놀로지	- MDSAP 인증 획득(완료)	- mobiCARE 미국 FDA 승인 및 현지 법인 설립	- 미국, UAE mobiCARE 분석센터 설립	- 태국 thynC 판매	
	뷰노	-하티브 CE MDR 및 UKCA 인증 획득 (완료) -코어라인소프트에 LungCT 양도계약(완료)	- Deep CARS CE MDR/ UKCA 인증 획득(완료) - Chest X-ray 비급여 시장 진입	- Deep CARS FDA 허가		- Deep CARS 미국 메디케어 입원환자 가산수가(NTAP) 신청
치과	덴티움					
	디오					
	바텍					
	레이					
미용	클래시스		- 슈링크 유니버스 및 볼뉴머 CE 허가	- 시크릿 맥스 미국 출시		
	파마리서치					- M&A
진단	씨젠					
	에스디바이오센서					
	바이오다인	- 자궁경부세포 자가채취 브러쉬 FDA 승인(완료)	- 자궁경부세포 자가채취 브러쉬 CE 승인 신청 및 특허 등록			- 로슈 LBC 장비 출시
	지노믹트리		- 얼리텍 B 미국 판매 개시			
	랩지노믹스					
기타	엠아이텍					
	넥스트바이오메디컬	- Nexpowder 일본시장 PMDA 품목승인 및 일본 CMI 유통계약(완료) - Nexsphere-F, FDA BDD 지정(완료)	- Nexsphere-F IDE 승인 획득(완료) - Nexsphere-F FDA TAP 프로그램 신청(완료)	- 미국 Nexsphere-F 임상 개시		- 미국/유럽 Nexpowder 시판후임상 종료

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

표 24. 글로벌 의료기기/디지털 기업 주요 Catalyst

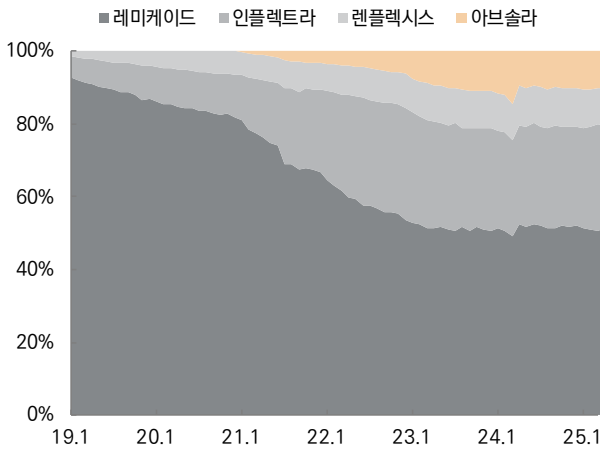
분야	회사명	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	미정
디지털 헬스	United Health Group					
	Teladoc					
	Hims & Hers					
	Dexcom	- Stelo 아마존 유통 개시(완료)	- 15일 사용 센서 FDA 승인(완료)	- 2형당뇨 환자 대상 무작위임상 시험 개시		
시술/수술	Abbott Laboratories		- PFA 카테터 Volt 유럽 CE 승인(완료)	- 미숙아용 영양제품 판결 확정		- PFA 카테터 Volt 미국 FDA 승인
	Medtronic	- 신장신경제거술 장비 출시 (완료)	- SMART 데이터 공개(완료)	- 차세대 PFA 카테터 출시 - 780G, 2형당뇨 적응증 확장을 위한 FDA 허가 - Symplicity 메디케어 전국 보장 개시		
	Edwards Lifesciences		- Sapien M3 CE허가(완료) - TAVR, 무증상 환자로 적응증 확장 FDA 승인(완료)	- JenaValve 인수완료 - Sapien M3 유럽 출시	- Encircle 임상시험 결과 발표	- Sapien M3 FDA 허가
	Stryker		- Mako Shoulder 한정 출시(완료)	- Pangea 해외 출시 - Mako Spine 정식 출시	- LifePak 35 해외 출시	- Mako Shoulder 정식 출시
	Boston Scientific			- Acurate Neo 2 미국 런칭	- Advantage AF 결과 발표 - Farapulse의 지속성 심방세동 치료로의 FDA 적응증 확장 허가	
	Intuitive Surgical					
비급여 시술	Align Technologies					
	Inmode					
생명공학	Thermo Fisher					
	Exact Sciences	- 대장암 MRD 임상데이터 발표(완료)	- Cologuard Plus 출시(완료) - 대장암 MRD 제품 미국 출시 (OncoDetect) (완료)	- MCED 제품(Cancerguard) 미국 LDT 출시 - 혈액기반 대장암 선별 검사 데이터 발표		
	Novocure					- TRIDENT 임상시험

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

# IV. 글로벌 산업 데이터

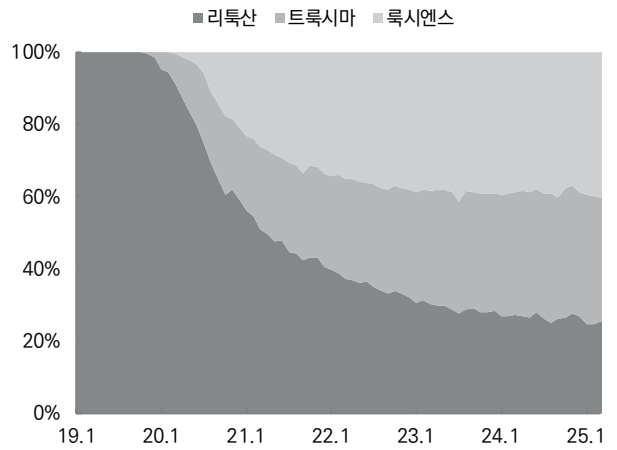
## 주요 의약품 처방 데이터

그림 156. 레미케이드 바이오시밀러 점유율 추이



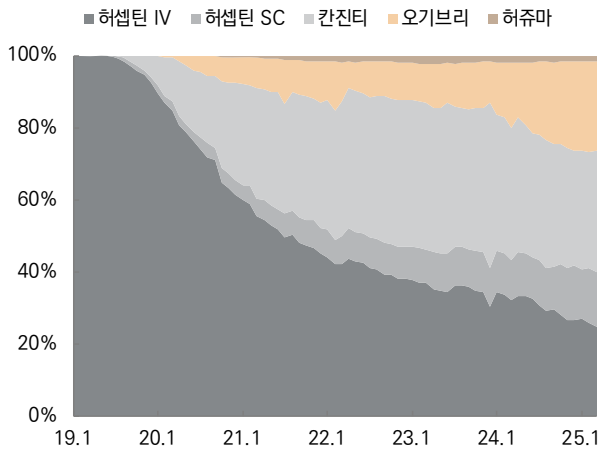
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 157. 리툭산 시밀러 점유율 추이



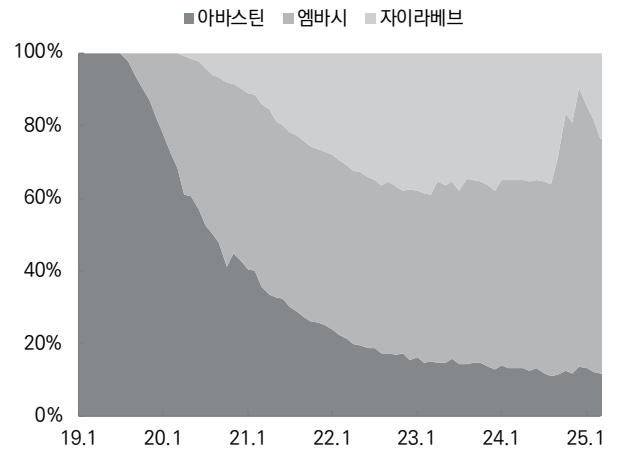
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 158. 허셉틴 시밀러 점유율 추이



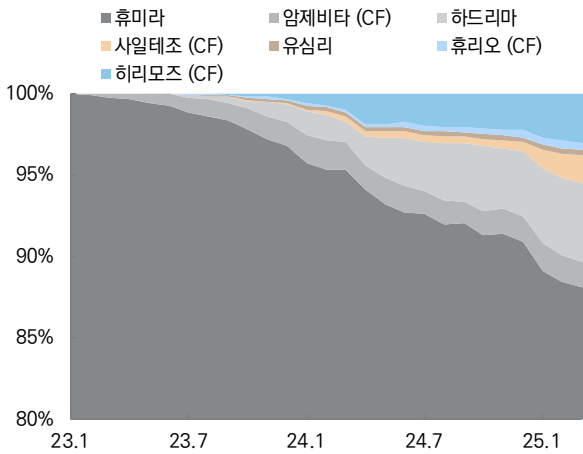
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 159. 아바스틴 시밀러 점유율 추이



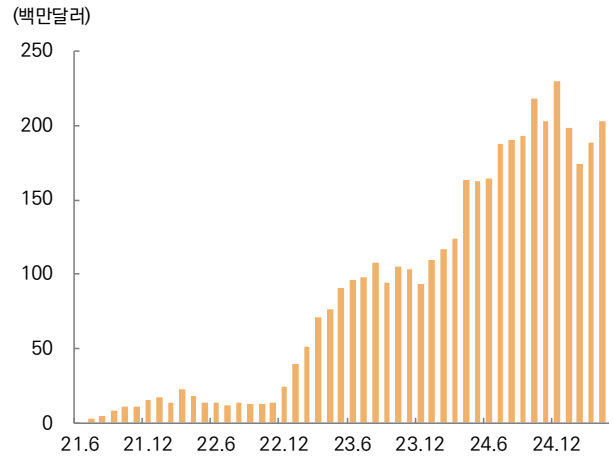
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 160. 휴미라 시밀러 점유율 추이



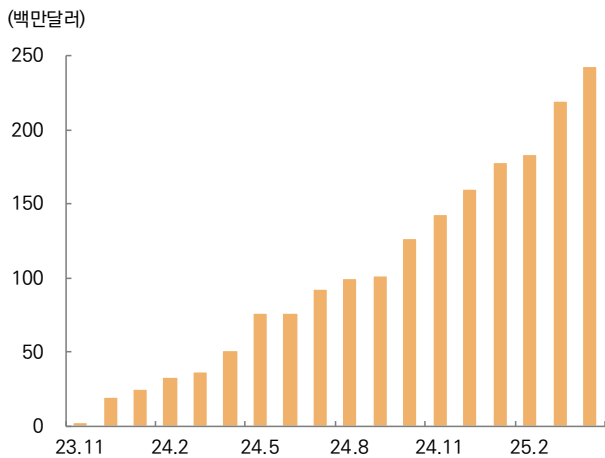
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 161. 위고비 처방액 추이



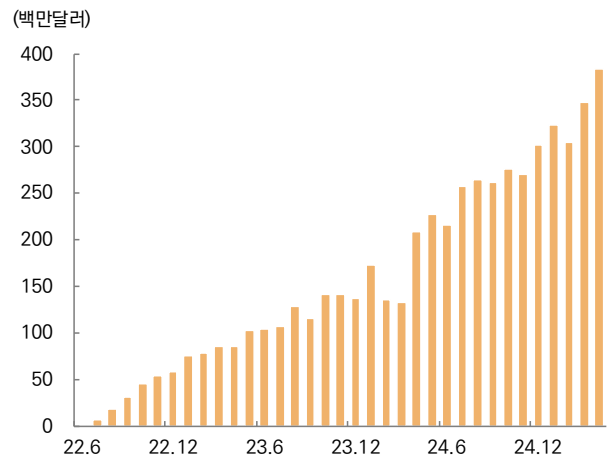
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 162. 쥘바운드 처방액 추이



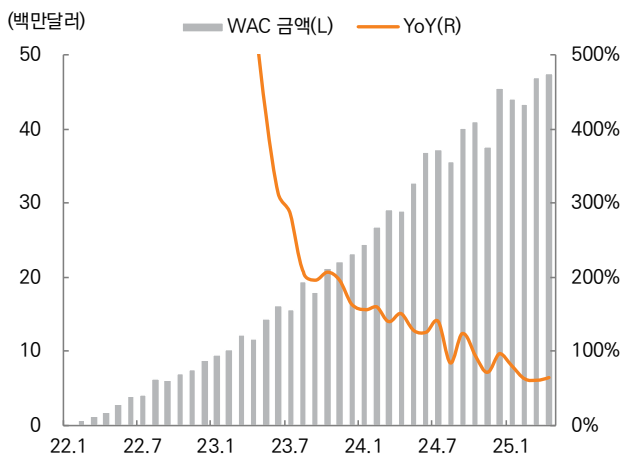
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 163. 마운자로 처방액 추이



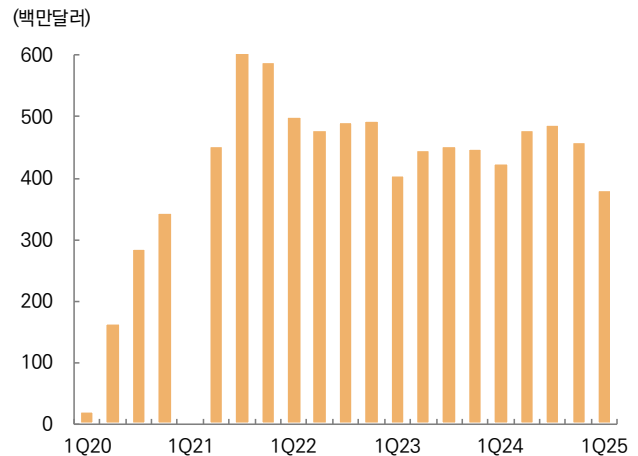
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 164. 렉비오 처방액 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

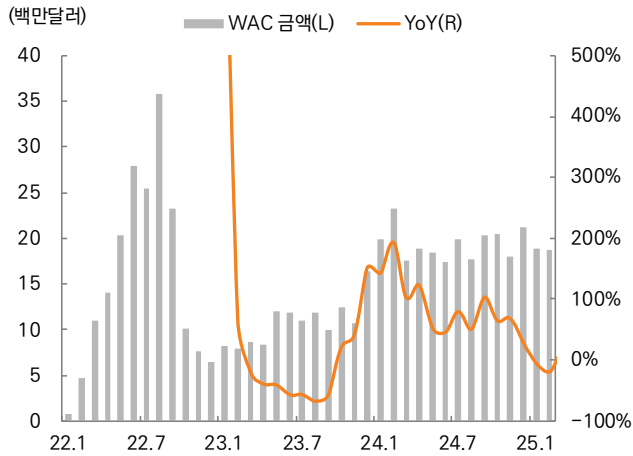
그림 165. 분기별 테페자 매출액 추이



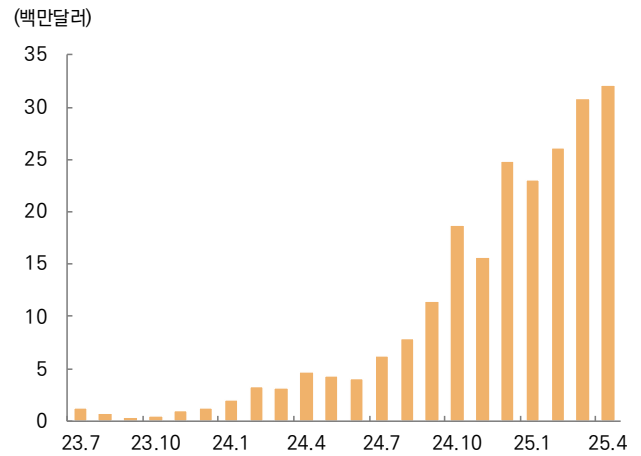
자료: Amgen, 미래에셋증권 리서치센터

그림 166. 비브가르트 처방액 추이

그림 167. 비브가르트SC 처방액 추이



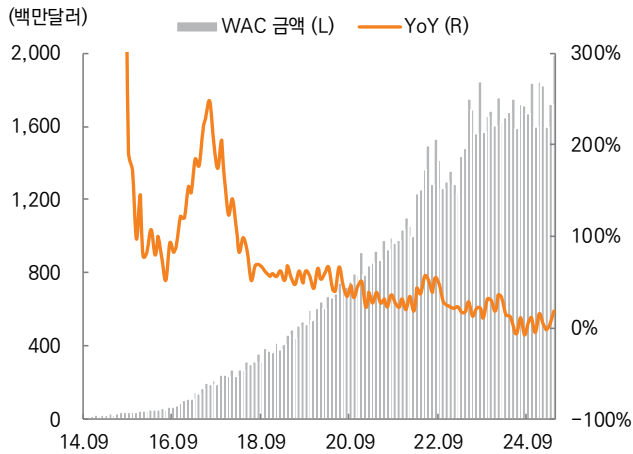
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터



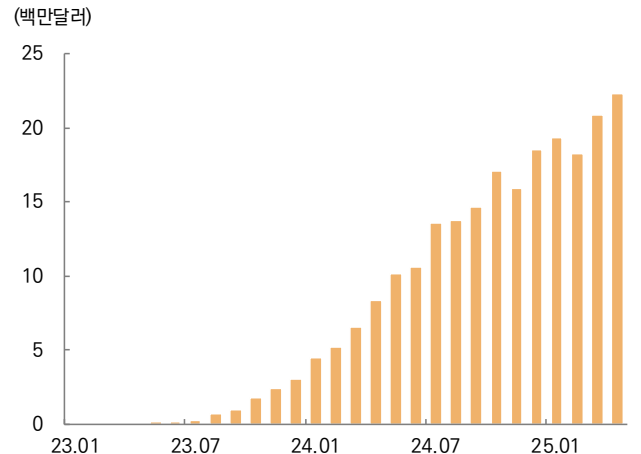
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 168. 키트루다 처방액 추이

그림 169. 레캠비 처방액 추이



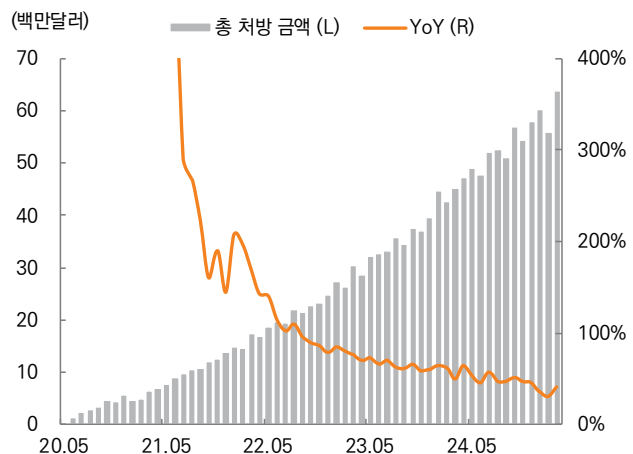
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터



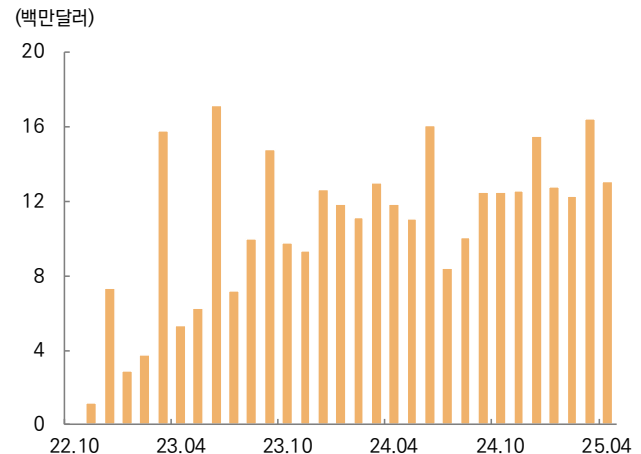
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 170. 엑스코프리 처방액 추이

그림 171. 롤베돈 처방액 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터



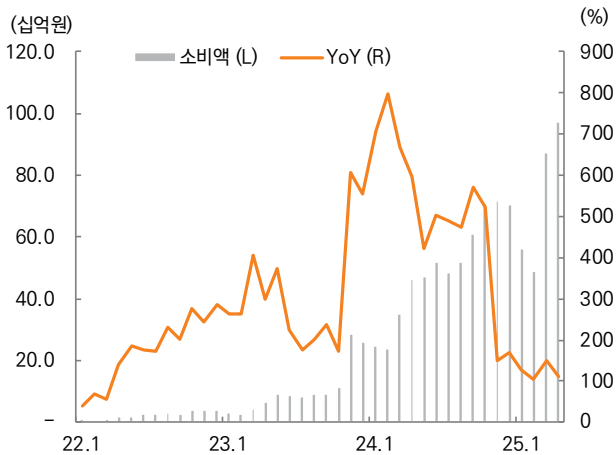
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

### 외국인 의료관광객 피부미용관련 지출 통계

25년 4월 외국인 의료관광객 피부과 지출금액은 전년대비 110% 증가한 973억원으로 사상 최대 실적을 경신했다. 이는 전체 외국인 의료관광객 지출액의 51.8%에 해당한다. 중국인은 전년대비 83.7%, 일본인은 48.5%, 태국인은 76%, 미국인은 97.4% 증가했다.

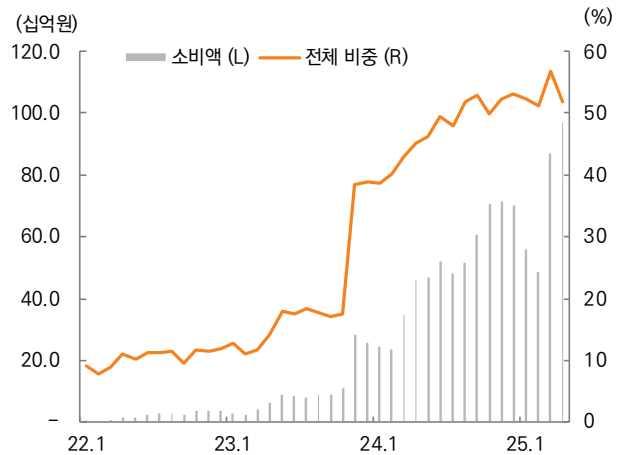
피부과 진료건당 지출액은 전년대비 27.8% 증가한 117만원을 기록했다. 중국인 건당 지출액은 전년대비 46.5%, 일본인은 15.7%, 태국인은 36.3%, 미국인은 35.9% 증가했다.

그림 172. 피부과 소비액 및 전년대비 성장률



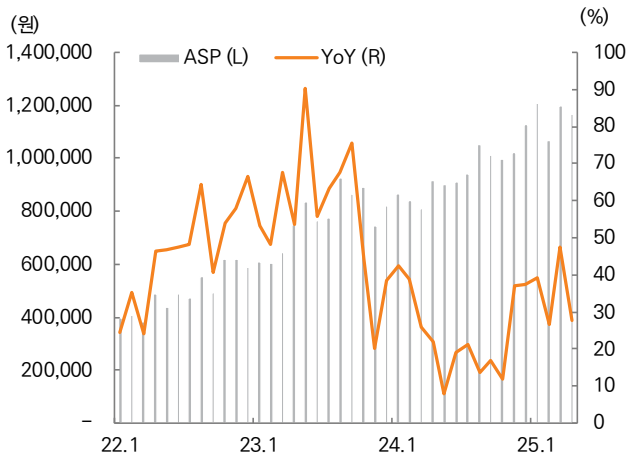
자료: 한국관광데이터랩, 미래에셋증권 리서치센터

그림 173. 전체 외국인 의료관광 지출액 중 피부과 소비액 비중



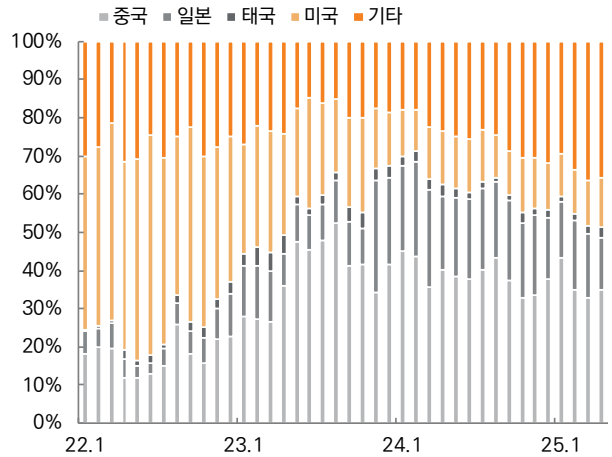
자료: 한국관광데이터랩, 미래에셋증권 리서치센터

그림 174. 외국인 의료관광객 피부과 지출 ASP 추이



자료: 한국관광데이터랩, 미래에셋증권 리서치센터

그림 175. 외국인 의료관광객의 피부과 지출액 국가별 비중 추이



자료: 한국관광데이터랩, 미래에셋증권 리서치센터

## 관세청 수출 데이터

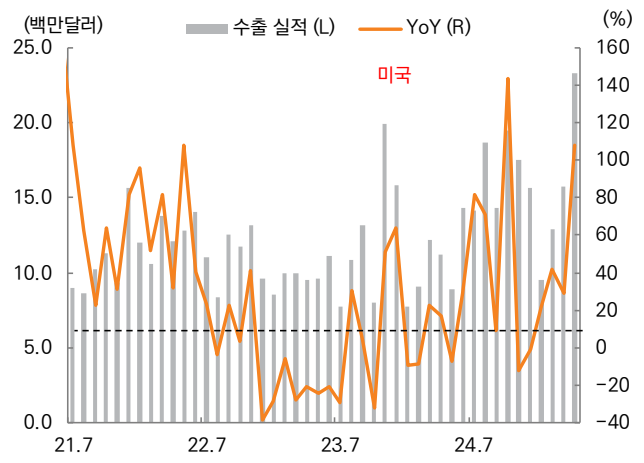
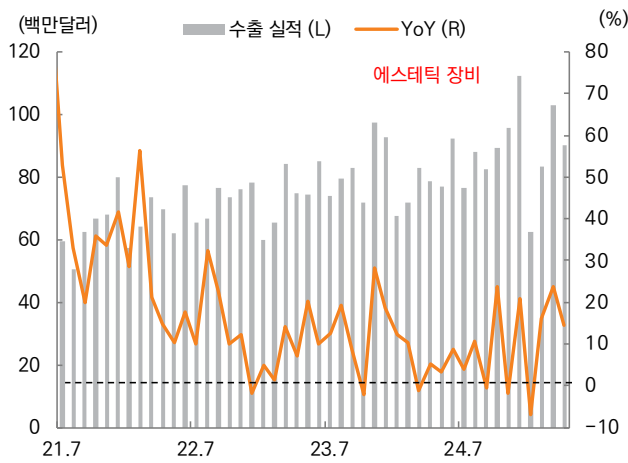
### 미용기기

미용기기의 25년 4월 수출금액은 전년 대비 15% 증가한 90.0백만 달러를 기록했다. 지역 별로는 미국은 전년 대비 108% 증가했고, 브라질은 전년 대비 48% 감소했고, 태국이 전년과 유사하고, 일본은 전년 대비 2% 감소했다.

국내 지역으로는 강남구는 전년 대비 8% 감소하였으며, 고양시 수출액이 전년 대비 52% 증가하였고, 금천구는 전년 대비 1% 증가하였으며, 유성구는 전년 대비 21% 증가하였다.

그림 176. 미용기기 전체 (HS Code: 901890)

그림 177. 미용기기 미국 (HS Code: 901890)

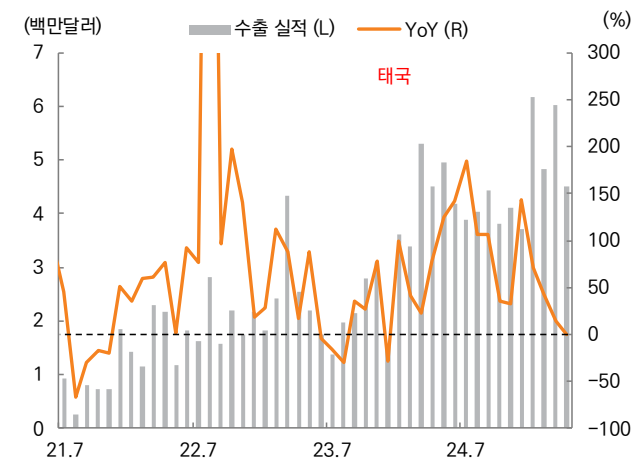
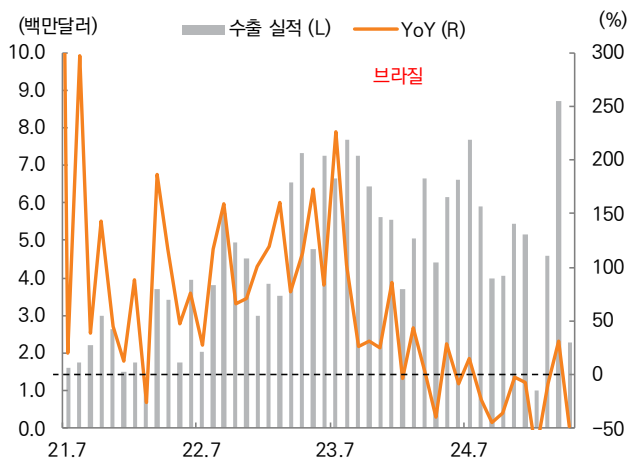


자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 178. 미용기기 브라질 (HS Code: 901890)

그림 179. 미용기기 태국 (HS Code: 901890)



자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

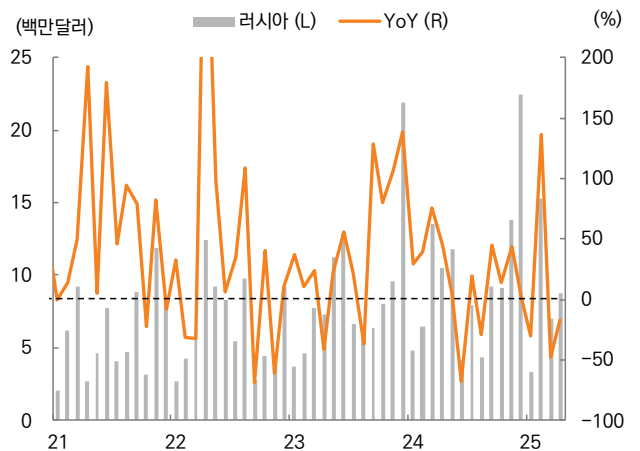
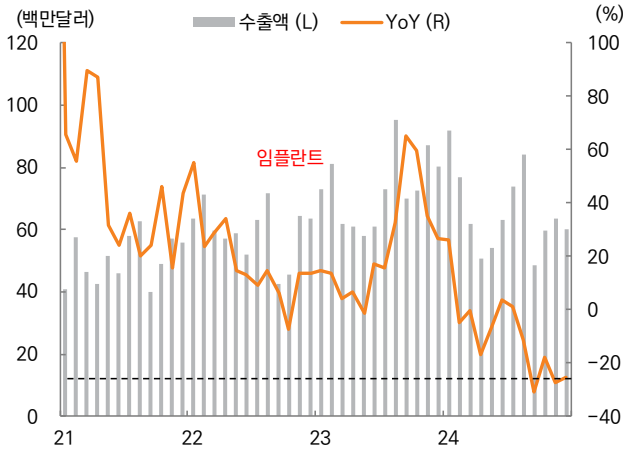
### 치과용 임플란트

치과용 임플란트 25년 4월 수출금액은 전년 대비 25% 감소한 60.0백만 달러를 기록했다. 지역별로 중국은 전년 대비 50% 감소, 러시아는 전년 대비 17% 감소했다. 중국 수출물량은 전년 대비 30% 감소한 32.3kg를 기록했고, 평균 수출금액은 전년 대비 27% 감소한 1kg당 573달러를 기록했다.

국내 지역별로 강서구는 전년 대비 26% 감소했고, 수원시는 전년 대비 51% 감소했고, 해운대구는 전년 대비 21% 감소했다.

그림 180. 치과용 임플란트 전체 (HS Code: 902129)

그림 181. 치과용 임플란트 러시아 (HS Code: 902129)

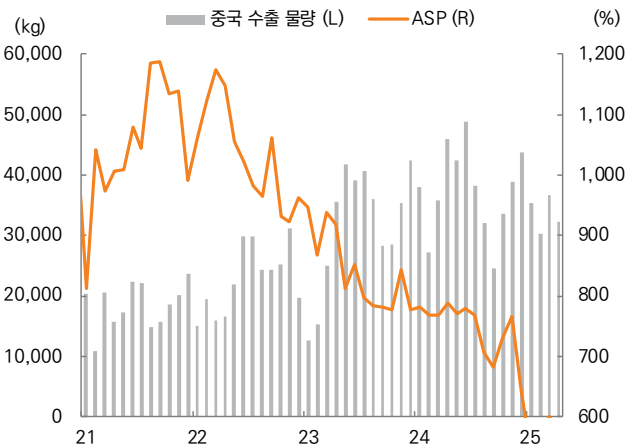
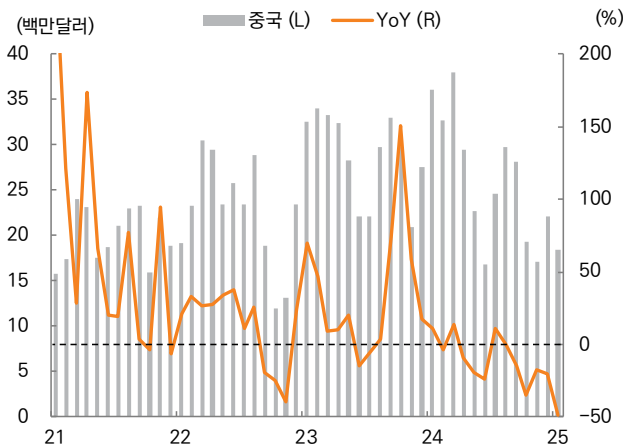


자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 182. 치과용 임플란트 중국 (HS Code: 902129)

그림 183. 치과용 임플란트 중국 물량 및 ASP 추이



자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

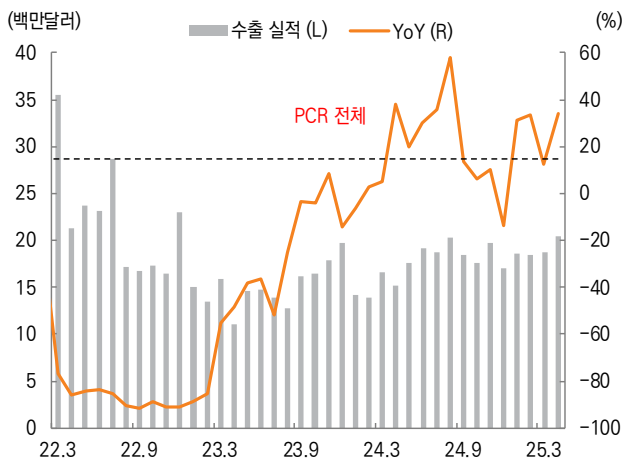
### 체외진단

PCR의 25년 4월 수출금액은 전년 대비 34% 증가한 20.4백만 달러를 기록했다. 서울시 송파구는 전년 대비 30% 증가했다. 면역진단은 전년 대비 5% 증가한 16.0백만 달러를 기록했다. 경기 수원시(+충북 청주시)는 전년 대비 51% 증가했다.

### 치과용 CBCT

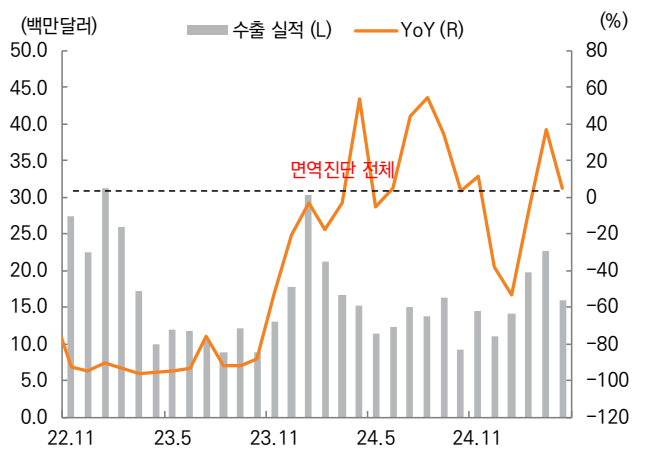
치과용 CBCT의 25년 4월 수출금액은 전년 대비 10% 감소한 19.6백만 달러를 기록했다. 특히, 중국향 수출은 발생하지 않았다. 국내 지역별로는 화성시가 전년 대비 39%, 성남시가 전년 대비 217% 증가했다.

그림 184. PCR 전체 (HS Code: 3822192020)



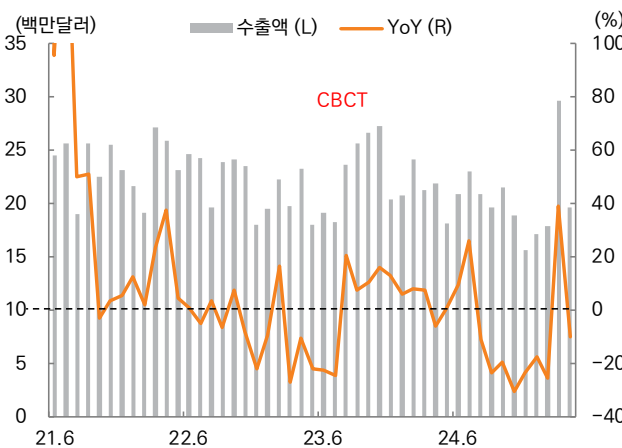
자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 185. 면역진단 전체 (HS Code: 3822191000)



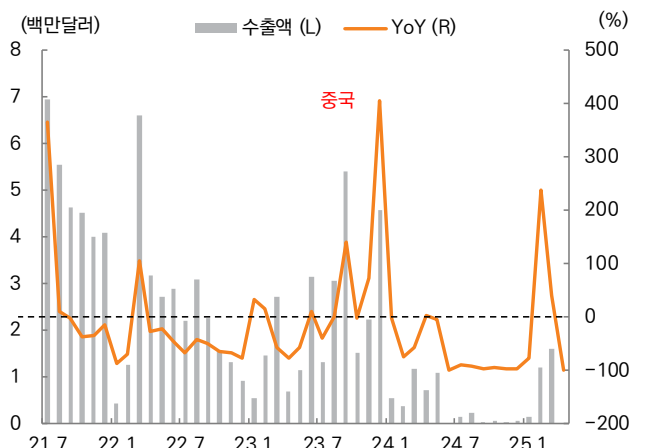
자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 186. 치과용 CBCT 전체 (HS Code: 902213)



자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

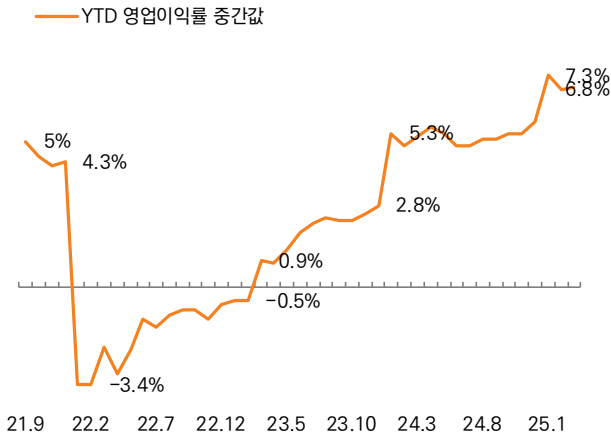
그림 187. 치과용 CBCT 중국 (HS Code: 902213)



자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

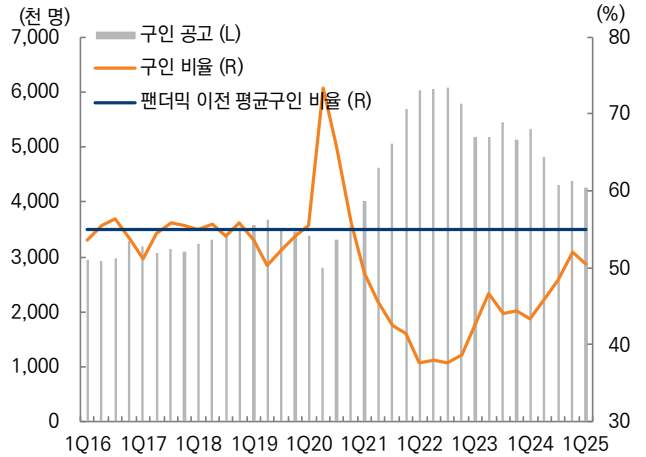
글로벌 의료서비스 관련 데이터

그림 188. 미국 1,300개 이상 병원의 영업이익률 YTD 중간값



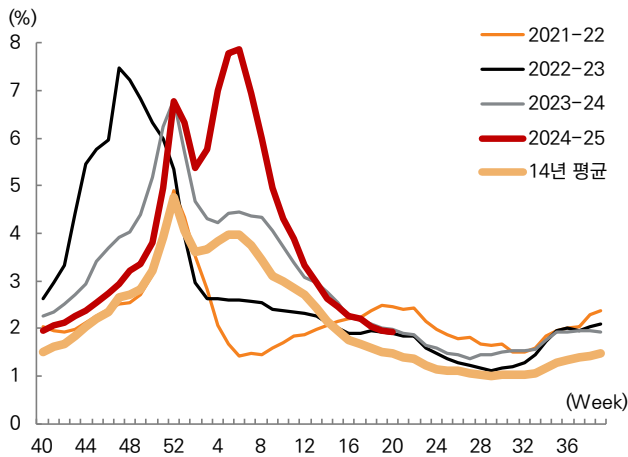
자료: kaufmanHall, 미래에셋증권 리서치센터

그림 189. 미국 헬스케어 구인공고 대비 구인비용 추이



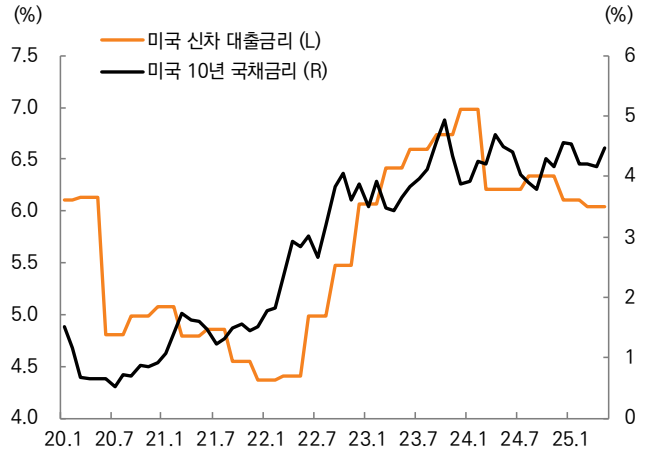
자료: JOLT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 190. 미국 외래환자 중 독감유사질환 환자 비중 추이



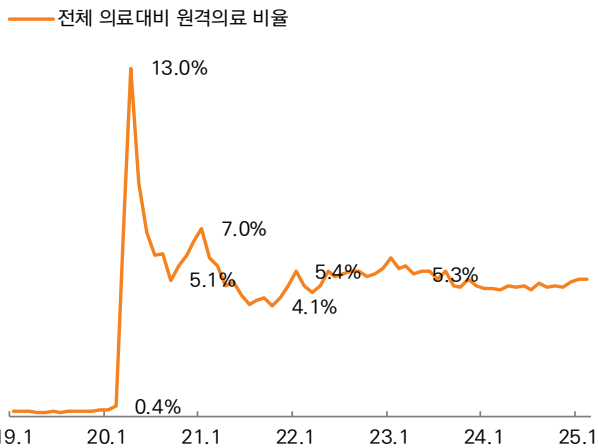
자료: CDC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 191. 미국 10년 국채금리 vs. 대출 금리 추이



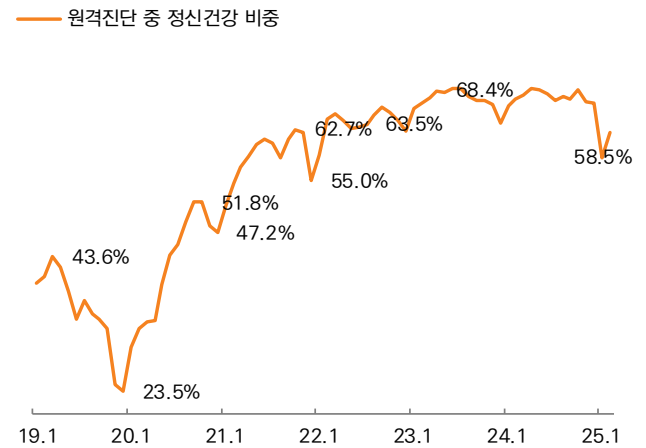
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 192. 미국 전체 의료대비 원격의료 비중 추이



자료: Fairhealth.org, 미래에셋증권 리서치센터

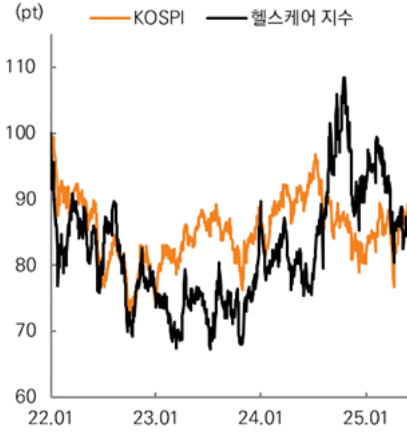
그림 193. 미국 원격의료 중 정신질환 진료 비중



자료: Fairhealth.org, 미래에셋증권 리서치센터

## V. 글로벌 주가 Performance

그림 194. 한국 헬스케어 Performance



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 195. 헬스케어 3개월 평균 매매대금 추이



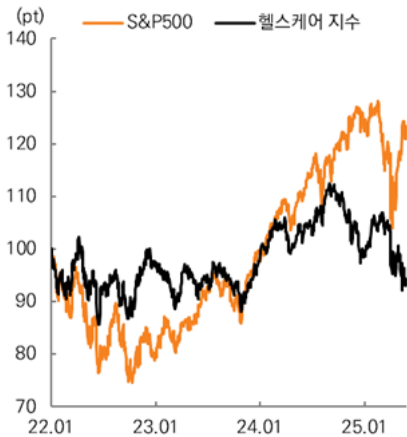
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 196. 제약바이오 vs. 의료기기 매매대금 비중 추이(3개월)



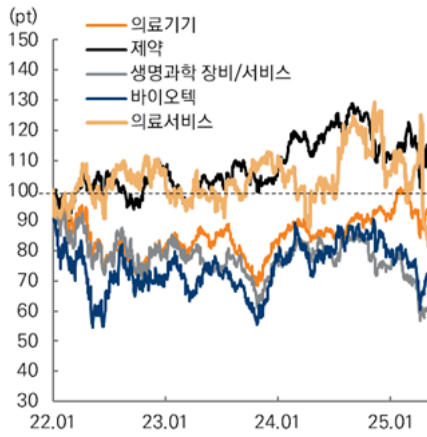
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 197. 미국 헬스케어 Performance



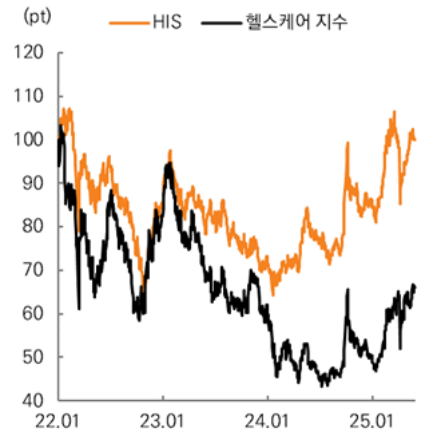
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 198. 미국 헬스케어 세부섹터별 Performance



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 199. 중국 헬스케어 Performance

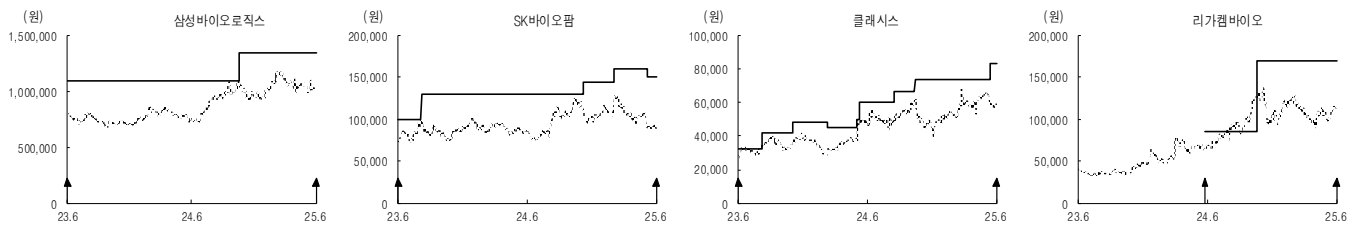


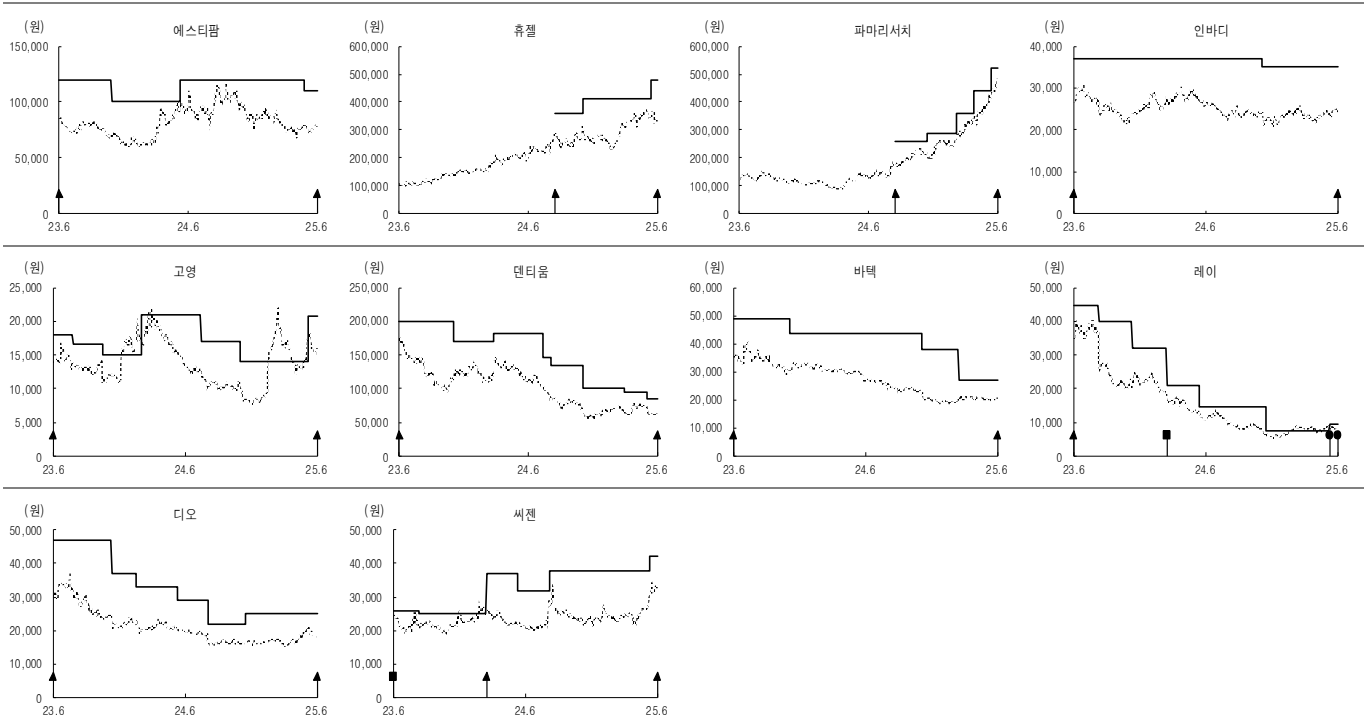
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
삼성바이오로직스 (207940)					2025.05.12	매수	20,800	-	-
2024.10.22	매수	1,350,000	-	-	2024.11.04	매수	14,000	-8.60	57.86
2024.01.30	1년 경과 이후	1,100,000	-22.26	-0.82	2024.07.19	매수	17,000	-37.75	-29.24
2023.01.30	매수	1,100,000	-30.95	-25.18	2024.02.05	매수	21,000	-22.42	4.29
SK바이오팜 (326030)					2023.10.23	매수	15,000	-4.63	40.33
2025.05.12	매수	150,000	-	-	2023.07.31	매수	16,600	-21.19	-13.43
2025.02.07	매수	160,000	-32.48	-20.13	2023.04.19	매수	18,000	-22.16	-6.83
2024.11.11	매수	145,000	-26.87	-12.41	덴티움 (145720)				
2024.08.11	1년 경과 이후	130,000	-14.20	-3.15	2025.05.09	매수	85,000	-	-
2023.08.11	매수	130,000	-33.27	-20.08	2025.03.06	매수	95,000	-26.04	-16.84
2023.05.31	매수	100,000	-17.79	-0.30	2024.11.08	매수	100,000	-35.30	-25.00
클래시스 (214150)					2024.08.09	매수	135,000	-41.89	-34.59
2025.05.20	매수	83,000	-	-	2024.07.19	매수	147,000	-37.18	-33.20
2024.10.18	매수	74,000	-26.11	-4.46	2024.02.29	매수	183,000	-32.79	-19.78
2024.08.22	매수	67,000	-17.88	-7.76	2023.11.09	매수	170,000	-27.69	-16.76
2024.05.13	매수	60,000	-17.30	-7.83	2023.05.10	매수	200,000	-32.79	-11.85
2024.05.08	매수	50,000	-4.00	-3.00	바텍 (043150)				
2024.02.15	매수	45,000	-21.32	-12.22	2025.02.18	매수	27,000	-	-
2023.11.08	매수	48,000	-25.02	-13.13	2024.11.08	매수	38,000	-48.38	-43.16
2023.08.14	매수	42,000	-15.72	-3.57	2023.11.10	매수	44,000	-35.64	-23.41
2023.05.25	매수	32,000	-3.67	9.06	2023.02.01	매수	49,000	-29.46	-10.82
리가캠바이오 (141080)					레이 (228670)				
2024.10.25	매수	170,000	-	-	2025.05.14	중립	9,300	-	-
2024.05.29	매수	86,000	2.96	52.33	2024.11.20	Trading Buy	7,400	-0.60	24.73
에스티팜 (237690)					2024.05.20	Trading Buy	14,700	-32.49	-7.69
2025.04.30	매수	110,000	-	-	2024.02.19	Trading Buy	21,000	-27.17	-16.57
2024.05.13	매수	120,000	-24.82	-2.50	2023.11.15	매수	32,000	-31.36	-22.50
2023.11.02	매수	100,000	-28.25	-0.20	2023.08.14	매수	40,000	-41.74	-29.75
2023.03.20	매수	120,000	-34.13	-23.50	2023.05.15	매수	45,000	-16.83	-10.22
휴젤 (145020)					디오 (039840)				
2025.05.20	매수	480,000	-	-	2024.11.20	매수	25,000	-	-
2024.11.07	매수	410,000	-27.16	-9.27	2024.08.08	매수	21,800	-25.11	-20.46
2024.08.22	매수	360,000	-26.58	-10.83	2024.05.17	매수	29,000	-33.26	-30.17
파마리서치 (214450)					2024.01.22	매수	33,000	-35.89	-29.39
2025.05.20	매수	520,000	-	-	2023.11.15	매수	37,000	-40.53	-35.41
2025.03.31	매수	440,000	-15.71	-3.75	2023.04.12	매수	47,000	-38.02	-21.70
2025.02.11	매수	360,000	-14.25	-6.25	씨젠 (096530)				
2024.11.20	매수	290,000	-16.78	-5.69	2025.05.15	매수	42,000	-	-
2024.08.22	매수	260,000	-21.19	-9.42	2024.08.12	매수	38,000	-35.45	-9.34
인바디 (041830)					2024.05.16	매수	32,000	-33.07	-9.38
2024.11.08	매수	35,000	-	-	2024.02.19	매수	37,000	-36.39	-29.46
2024.02.27	1년 경과 이후	37,000	-30.41	-18.51	2023.08.17	Trading Buy	25,000	-10.27	16.00
2023.02.27	매수	37,000	-28.00	-13.51	2023.05.15	Trading Buy	25,800	-13.26	-1.94
고영 (098460)									

\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함





**투자 의견 분류 및 적용 기준**

기업		산업	
매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

\* 2025년 5월 12일 기준으로 투자 의견 분류 기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

\* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

**투자 의견 비율**

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.98%	6.63%	8.84%	0.55%

\* 2025년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**Compliance Notice**

- 당사는 자료 작성일 현재 삼성바이오로직스 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 리가캠바이오 의 자기주식 취득 및 처분을 위한 신탁 업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.