

ISSUE & PITCH

20 Oct. 2025

박종현 의료기기 | alex.park@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

의료기기 (Overweight)

10월은 무비자와 함께 역대급 기대

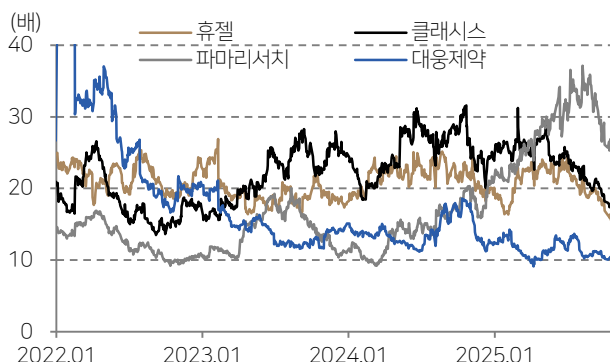
Issue

2025.10월 투자 포인트 점검

Rationale

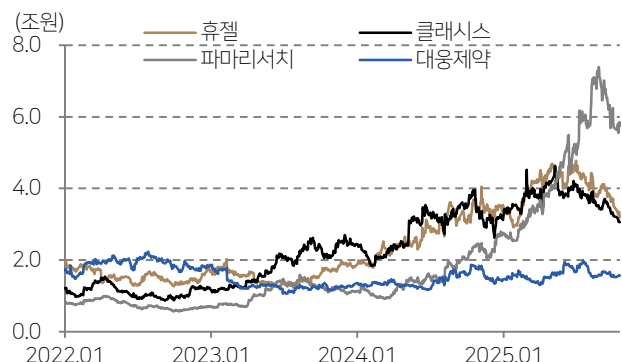
- 2025.09월 의료 관광 소비 금액은 2025.04월 이후 최대인 1,994억원으로 YoY +72%, MoM +30% 증가. 전문의 복귀에 따라 시술 현장 의료진 부족 있었으나, 2025.09월 이후 회복세 진입. **2025.10월 국경절 및 무비자 기반 역대 최대 금액 기대.** 외국인 의료 미용 성형 시술 부가가치세 환급 연장의 경우, 여당 3년, 야당 1년으로 발의
- 미국 독신 시장은 수요 둔화가 아닌 MS 변화로 파악. Allergan은 MS 감소 중이며, 대웅제약과 휴젤의 파트너사 판매 전략에 주목. Galderma는 미국 독신 중 가장 큰 매출 성장세 보이고 있음. Evolus는 D2C 기반 제품 라인업 확대. 휴젤은 메디컬 마케팅 판매 방식 채택. 10/23일 Galderma, 11/5일 Evolus 실적 발표 예정
- 인체조직이식재 ECM 필러는 기증자 동의 이슈 있었으나, 미국 조직은행연합회 AATB는 기증 목적에 'Enhancing Quality of Life by restoring form and function'을 표기. 해당 목적을 미용으로 해석하는 것이 관건. 엘앤씨바이오는 3Q25E에 연간 매출액 목표 30억원 달성 전망. ECM필러는 HA필러 대체로 포지셔닝될 전망
- 업종 12M Fwd PER은 2024년 이후 최저. 미국 독신 수요 둔화 우려 해소 및 의료 관광 성장으로 업종 주가 상승 기대. 휴젤은 신규 매니지먼트 중심 해외 시장 확대, 클래스시는 브라질 파트너사 정상화, 국내 쿼드세이 판매, 2026E 중국 볼뉴머 허가 주목. 파마리서치는 유럽 판매 본격화 주목. 미용 의료기기 업종 선호 의견 유지하며, 파마리서치 Top pick으로 적정주가 80만원 유지. 클래스시(BUY, TP 8.4만원), 휴젤(BUY, TP 44만원) 선호 의견 유지

미용 의료기기 업종 12M PER 추이



Source: Quantiwise, 다올투자증권

미용 의료기기 업종 시가총액 추이



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Evolus와 Abbvie와 독신 업종은 Evolus 실적 하회 및 Abbvie Botox Aesthetics의 매출 감소로 인하여 독신 시장 다르게 Galderma는 미국 수요 부진에 대한 우려로 주가가 하락하고 있다. 그렇다면 실제로 미국 내 독신 수요는 감소하고 있을까?

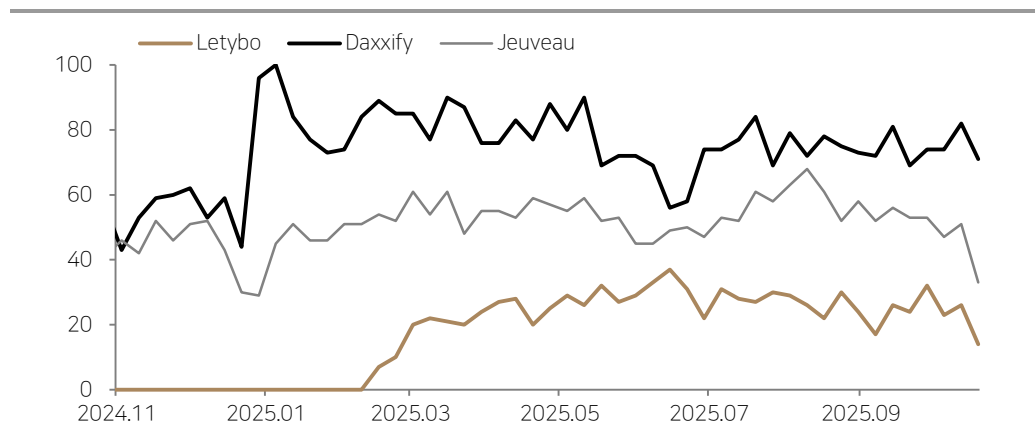
Galderma는 2Q25 실적 발표에서 미국에서의 성장을 기반으로 독신 매출액이 YoY +10% 성장하였으며, 시장 수요 둔화에 대한 우려를 체감하지 못하고 있다고 밝혔다. Galderma는 Ipsen Dysport의 아시아를 제외한 판권을 보유하고 있다. 따라서 이는 수요 둔화라기보다는 미국 시장내 판매 전략에 따른 MS 변화가 나타나고 있다고 해석할 수 있다. **Galderma 3Q25 실적 발표를 통해 시장 수요 둔화에 대한 우려가 불식되며 업종 주가 상승을 기대할 수 있다.**

Fig. 1: 커버리지 밸류에이션 테이블

(백만달러)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
Evolus	59.3	66.9	61.1	78.9	68.5	69.4	67.8	91.0	202.1	266.3	296.9	373.4
YoY	42%	36%	22%	29%	16%	4%	11%	15%	36%	32%	12%	26%
Galderma												
독신	263.0	359.0	304.0	359.0	311.0	396.0	311.9	408.9	2,127.9	2,299.0	2,493.3	2,816.7
YoY	21%	13%	-2%	13%	18%	10%	3%	14%	7%	8%	8%	13%
미국	411.0	514.0	420.0	465.0	432.0	607.0	514.7	707.7	1,810.5	1,810.0	2,089.9	2,449.1
YoY	6%	3%	-2%	-7%	5%	18%	23%	52%	4%	0%	15%	17%
Abbvie												
미국 독신	389.0	450.0	414.0	429.0	295.0	410.0	399.9	437.9	1,670.0	1,682.0	1,542.8	1,639.5
YoY	-5%	7%	7%	-5%	-24%	-9%	-3%	2%	1%	1%	-8%	6%
ex-미국 독신	244.0	279.0	257.0	258.0	261.0	282.0	270.4	280.0	1,012.0	1,038.0	1,094.2	1,166.0
YoY	-2%	5%	11%	-3%	7%	1%	5%	9%	5%	3%	5%	7%

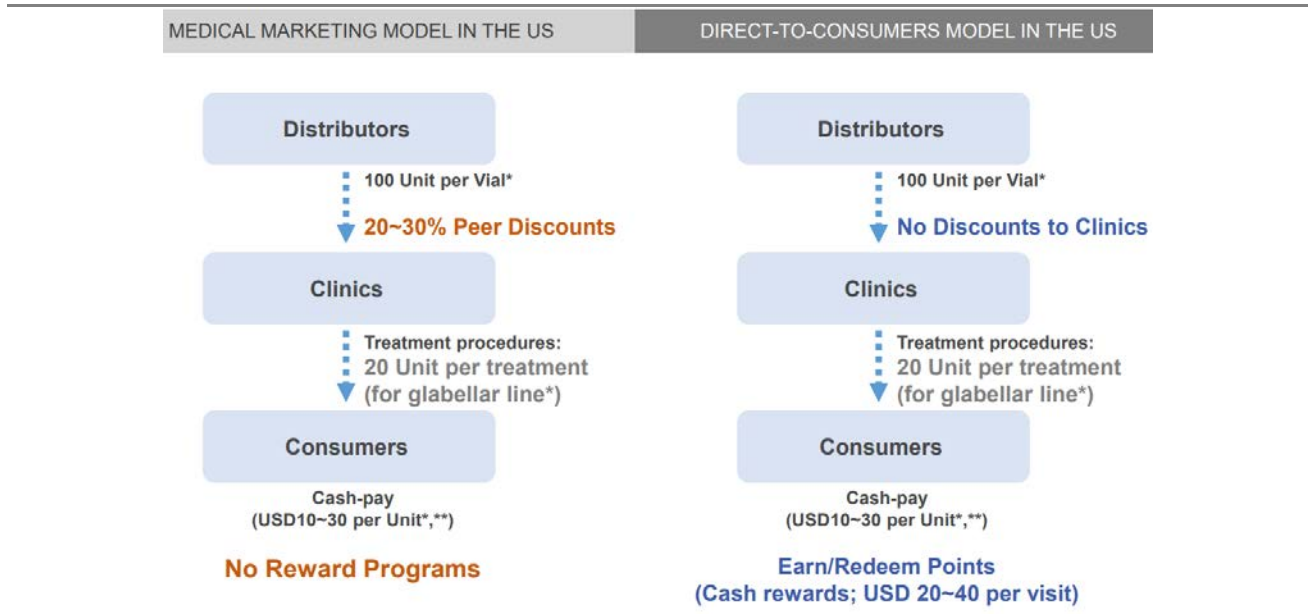
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 2: 독신 3사 구글 트렌드



Source: Google Trends, 다올투자증권

Fig. 3: 미국 시장 내 휴젤 판매 구조



Source: 휴젤, 다올투자증권

Fig. 4: 클래스시스 브라질 파트너사 공지문

COMUNICADO AO MERCADO
PARCERIA GRUPO MEDSYSTEMS & CLASSYS
 OUTUBRO DE 2025

O Grupo MedSystems **reafirma sua parceria sólida e de longa data com a Classys**, fabricante das tecnologias Ultraformer e Volnewmer, entre outras, relação que há mais de uma década tem gerado resultados consistentes e impulsionado o avanço do mercado de tecnologias médicas e estéticas no Brasil.

Ao longo desses 10 anos de colaboração, construímos uma trajetória marcada por inovação, confiança e crescimento conjunto. **Neste ano, enfrentamos pontualmente contratempos logísticos na importação de cartuchos — uma situação excepcional, já completamente solucionada.**

Reforçamos que a parceria entre MedSystems e Classys segue firme, produtiva e voltada ao futuro, com foco contínuo em inovação, novas tecnologias e protocolos que elevam o padrão da dermatologia e estética de alta performance no país.

Grupo MedSystems

CANAL DE ATENDIMENTO
 11 5180-5050

GRUPO MEDSYSTEMS CLASSYS

Source: Medsystems, 다올투자증권

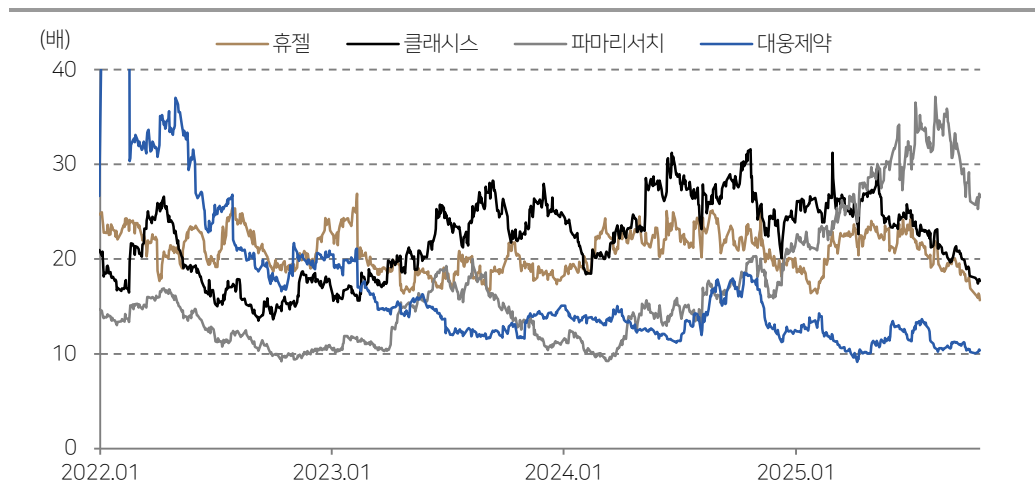
1H25 의료 관광에 대한 기대감과 함께 시장 기대치를 상회하는 실적으로 업종 주가가 상승하였으나, 2H25E 국내 독신 시장 경쟁 심화 및 전문의 파업 종료, 파트너사 매출 채권 이슈 등으로 업종 주가가 하락하였다. 클래스리스와 휴젤은 2024년 이후 12M Fwd PER이 20배를 하회하고 있으며, 파마리서치 또한 20배 중반으로 밸류에이션이 고점 대비 30% 가량 할인되고 있다. 3Q25 실적 발표와 함께 미국 독신 시장 수요 둔화 우려 해소 및 의료 관광 중심 내수 성장을 통해 주가 상승 기대한다.

Fig. 5: 커버리지 밸류에이션 테이블

분류		시가총액 (십억원)	PER		PBR		1W	1M	3M	6M	1YR	YTD
			25E	26E	25E	26E	%	%	%	%	%	%
덴탈	덴티움	609	9.8	9.5	1.0	0.9	(1.3)	(6.0)	(19.0)	(28.7)	(29.7)	(11.6)
	디오	242	50.5	9.8	1.1	1.0	(4.2)	(4.4)	(12.6)	(7.9)	(1.4)	4.5
	바텍	319	6.7	5.4	0.6	0.8	(6.1)	(7.5)	(3.4)	1.7	(8.7)	13.9
	뷰웁스	190	11.4	7.8	0.7	0.8	(2.5)	(3.4)	(8.8)	(18.4)	(24.8)	(8.0)
메디컬 에스테틱	클래스리스	3,053	22.3	16.7	7.3	4.9	(4.5)	(14.8)	(21.6)	(26.6)	(24.6)	(2.2)
	파마리서치	5,735	33.0	23.8	9.5	7.1	1.9	(10.8)	(4.5)	52.3	145.3	110.3
	대웅제약	1,569	10.1	9.5	2.9	2.4	2.3	(3.4)	(19.9)	4.1	(14.3)	7.1
	휴젤	3,187	20.3	16.4	4.3	3.5	(5.8)	(15.4)	(27.0)	(24.4)	(11.6)	(7.7)
	원텍	763	17.8	16.4	4.6	3.7	(6.2)	(16.0)	(33.0)	(0.1)	39.2	93.0
	아스테라시스	555	43.0	26.0	12.1	8.7	24.1	21.8	30.5	57.8	-	-
	동방메디컬	211	18.1	10.0	1.7	1.5	(0.7)	(6.7)	(18.0)	(9.5)	-	-
	메디톡스	859	27.2	18.9	1.7	1.6	(0.8)	(4.5)	(27.4)	(28.7)	(34.8)	(5.7)
	제테마	203	-	-	-	-	(7.1)	(9.6)	(20.2)	(25.8)	(44.9)	(27.1)
	휴메딕스	542	13.2	11.3	2.0	1.7	(4.5)	(27.2)	(13.5)	21.5	48.7	14.2
바이오플러스	378	13.5	11.9	2.3	1.9	(5.0)	(8.2)	(14.4)	(21.0)	16.2	(14.6)	
			24.3	18.2	6.4	4.8						
진단	씨젠	1,280	18.6	10.7	1.3	1.2	(1.8)	(5.6)	(24.7)	1.0	1.9	7.5
	아이센스	488	84.1	115.8	1.6	1.6	(10.7)	(4.7)	(9.1)	16.7	(13.7)	15.9
	에스디바이오센서	1,166	-	-	-	-	(1.8)	(7.2)	(6.2)	6.7	2.5	(6.8)
	바이오노트	576	-	-	-	-	(3.1)	(7.5)	6.2	24.2	20.9	19.8
	바디텍메드	325	-	-	-	-	(1.7)	(3.6)	(3.6)	(16.1)	1.2	(17.5)

Source: 다올투자증권

Fig. 6: 컨센서스 12M PER 추이: 휴젤과 클래스리스는 2024년 이후 최저



Source: Quantwise, 다올투자증권

2025년내 기대되는 모멘텀은 엘앤씨바이오의 신규 리투오 2종 출시 및 넥스트바이오메디컬의 넥스피어F 공급계약 체결이 있다. 또한, 2025.11월 씨어스테크놀로지의 UAE와 미국 사업 진출 방안이 구체화될 예정이다.

Fig. 7: 의료기기 업종 모멘텀

	기업	국가	내용	중요도
2H25	엘앤씨바이오	국내	리투오 2종 추가 출시	★★★★
	클래시스	미국	쿼드세이 미국 파트너십 체결	★★
	파마리서치	유럽	리쥬란 초도 물량 선적	★
	넥스트바이오메디컬	미국	넥스피어F 공급계약 체결	★★★★
	파마리서치	국내	EBD 품목 허가	★
	씨어스테크놀로지	중동	모비케어 출시	★★★★
	씨어스테크놀로지	미국	FDA 품목 허가(모비케어)	★★★★
2025년	메디톡스	미국	FDA 품목 허가 재신청	★★
	엘앤씨바이오	중국	메가덤 플러스 선적 예정	★
	Galderma	미국	Relfydess(액상형) FDA BLA 재제출	★★★★
2026년	임플란트	중국	VBP 2회차 시행	★
	대웅제약	중국	나보타 품목허가	★★
	클래시스	중국	볼뉴머 품목 허가	★★★★
	휴메딕스	국내	벨피엔(PN) 품목 허가	★
	아이센스	국내	케어센스 에어2 품목 허가	★★★★
	파마리서치	국내	톡신 제2공장 증설	★
	대웅제약/메디톡스	국내	민사 2심판결	★
	쓰리빌리언	미국	미국 사업 본격화	★
	아스테라시스	미국	쿨소닉(HIFU) 출시	★★★★
	Allergan	미국	BoNT/E(속효형 톡신) FDA 품목 허가	★★★★
	바이오다인/Roche	미국	벤탐나SP400 품목 허가	★★★★
	Evolus	미국	Evolysse Sculpt 출시	★
2027년	클래시스	미국	슈링크 허가	★★★★
	루닛	미국	SCOPE 동반진단 허가	★★★★
	에이피알	국내	PN 스킨부스터 출시	★★★★
	파마리서치	국내	재조합 콜라겐 제품 출시	★★★★

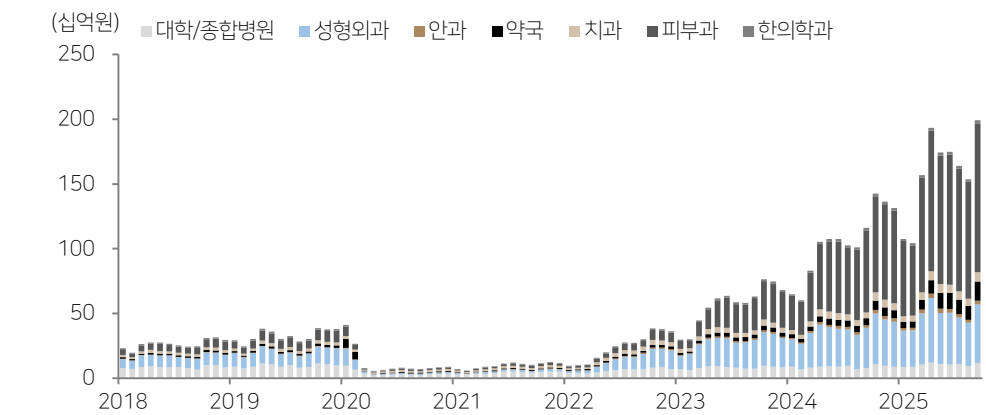
Source: 다올투자증권

2025.09월 의료 관광 소비 금액은 2025.04월 이후 최대인 1,994억원으로 YoY +72%, MoM +30% 증가하였으며, 피부과 소비 금액은 1,150억원으로 YoY +81%, MoM +27% 증가하였다.

2025.04월 중국의 노동절과 일본의 골든위크 연휴철 효과로 사상 최대의 금액을 기록했었다면 2025.09월 증가는 여행 성수기 돌입과 중국인 개별 관광객 증가와 관계되어 있다. 2025.10월에는 중국 국경절과 함께 역대 최대 금액 갱신을 기대할 수 있다.

전공의 복귀로 인해 피부 미용 시술의 부족으로 2025.08월 시술 감소를 겪었다면 2025.09월부터 의료 관광 증가 추세와 함께 시술 금액 증가를 기대할 수 있다. 이와 더불어 정부에서도 외국인 대상 미용 의료 성형 시술 부가가치세 환급 종료가 2025년말로 예정되어 있었으나, 여당이 3년, 야당이 1년 연장을 발의하면서 의료 성형 시술 부가가치세 환급 연장에 따른 효과 또한 기대된다.

Fig. 8: 의료관광 소비 금액 추이



Source: 한국관광 데이터랩, 다올투자증권

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다.

투자등급 비율

BUY : 90.9% HOLD : 9.1% SELL : 0.0%

투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미

- BUY: 추천기준일 종가대비 +15% 이상.
- HOLD: 추천기준일 종가대비 -15% 이상 ~ +15% 미만.
- SELL기준일 종가대비 -15% 미만.
- SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커진 경우, 분석 잠정적 중단. 적정주가 미제시.

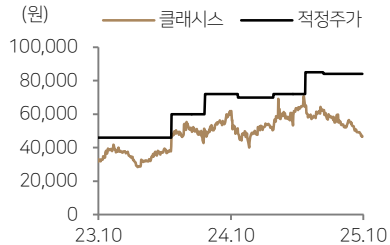
투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음

- Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상하는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

클래시스 (214150)



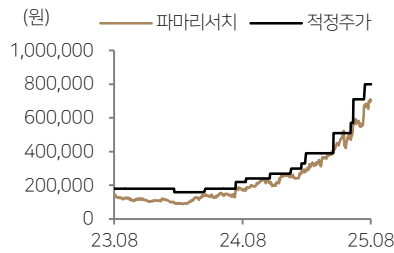
일자	2023.09.05	2024.05.09	2024.08.09	2024.12.11	2025.02.14	2025.05.13
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	46,000원	60,000원	72,000원	70,000원	72,000원	83,000원
일자	2025.05.15	2025.07.02				
투자의견	BUY	BUY				
적정주가	85,000원	84,000원				

	일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)	2023.09.05	46,000원	35,564원	41,700원	-22.7	-9.4
	2024.05.09	60,000원	49,607원	55,300원	-17.3	-7.8
	2024.08.09	72,000원	51,602원	61,900원	-28.3	-14.0
	2024.12.11	70,000원	50,863원	54,500원	-27.3	-22.1
	2025.02.14	72,000원	60,321원	70,700원	-16.2	-1.8
	2025.05.13	83,000원	65,250원	65,400원	-21.4	-21.2
	2025.05.15	85,000원	60,228원	65,000원	-29.1	-23.5
	2025.07.02	84,000원	58,429원	62,500원	-30.4	-25.6

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(25년 10월 17일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

파마리서치 (214450)



일자	2023.08.14	2024.02.13	2024.05.13	2024.08.08	2024.09.06	2024.11.14
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	180,000원	160,000원	180,000원	220,000원	240,000원	270,000원
일자	2025.01.13	2025.02.11	2025.02.24	2025.05.14	2025.07.02	2025.07.09
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	300,000원	330,000원	390,000원	510,000원	570,000원	710,000원
일자	2025.08.11					
투자 의견	BUY					
적정주가	800,000원					

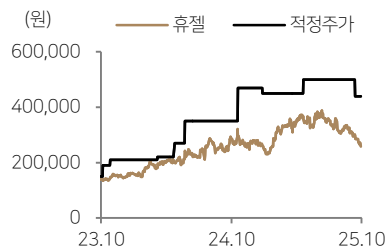
적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2023.08.14	180,000원	117,356원	146,900원	-34.8	-18.4
2024.02.13	160,000원	107,058원	143,000원	-33.1	-10.6
2024.05.13	180,000원	140,954원	166,900원	-21.7	-7.3
2024.08.08	220,000원	176,460원	188,100원	-19.8	-14.5
2024.09.06	240,000원	211,807원	235,500원	-11.8	-1.9
2024.11.14	270,000원	232,023원	266,500원	-14.1	-1.3
2025.01.13	300,000원	252,471원	273,500원	-15.8	-8.8
2025.02.11	330,000원	283,889원	294,500원	-14.0	-10.8
2025.02.24	390,000원	342,189원	401,500원	-12.3	3.0
2025.05.14	510,000원	461,152원	523,000원	-9.6	2.6
2025.07.02	570,000원	513,400원	588,000원	-9.9	3.2
2025.07.09	710,000원	570,727원	608,000원	-19.6	-14.4
2025.08.11	800,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(25년 10월 17일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

휴젤 (145020)



일자	2023.10.25	2023.11.14	2024.03.26	2024.05.13	2024.06.11	2024.11.07
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	190,000원	210,000원	220,000원	270,000원	350,000원	470,000원
일자	2025.01.13	2025.05.09	2025.10.02			
투자 의견	BUY	BUY	BUY			
적정주가	450,000원	500,000원	440,000원			
일자						
투자 의견						
적정주가						

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2023.10.25	190,000원	139,093원	142,000원	-26.8	-25.3
2023.11.14	210,000원	164,090원	209,500원	-21.9	-0.2
2024.03.26	220,000원	201,432원	221,000원	-8.4	0.5
2024.05.13	270,000원	205,684원	220,000원	-23.8	-18.5
2024.06.11	350,000원	251,175원	321,000원	-28.2	-8.3
2024.11.07	470,000원	270,477원	296,000원	-42.5	-37.0
2025.01.13	450,000원	310,395원	372,000원	-31.0	-17.3
2025.05.09	500,000원	339,790원	388,000원	-32.0	-22.4
2025.10.02	440,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(25년 10월 17일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

www.daolfn.com

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

DAOL 다올투자증권

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.