SECTOR UPDATE

2025. 11. 28

Innovation팀

정동희 Analyst

donghee1009.jeong@samsung.com

리서치센터 리포트 바로가기

의료기기 (OVERWEIGHT)

2026년 전망-안주하지 않는 자만이 살아남는다

- 시장 변동성 강화와 함께 높아진 투자자들의 눈높이, 옥석 가리기 필요.
- 성장과 모멘텀을 동시 보유한 최선호주로 파마리서치, 클래시스, 차선호주로 대웅제약 제시하며, 넥스트바이오메디컬, 씨어스테크놀로지에 관심.

WHAT'S THE STORY?

대격변의 시기였던 2025년: 2025년 의료기기 섹터는 UPSIDE DOWN. 지난 2~3년간 섹터 시총 성장을 주도하던 대형 의료 미용 종목들이 2분기를 기점으로 실적의 성장성과 주가가 동반 하락하는 와중에 섹터의 다음 성장 주자로 인식되거나 독자적인 기술로 흑자전환을 앞둔 중소형 업체들은 비약적인 주가 성장 기록. 안정적인 성장성과 밸류에이션의 함수보다 시장 내 초기 진입자와 기술력 혹은 영업력에 기반한 독과점적 입지에 더 큰 가중치 부여하는 상황인 만큼, **2026년에는 견고한 성장과 끊임없는 모멘텀을 제시해줄 업체에 주목 필요.**

최선호주로 파마리서치, 클래시스, 차선호주로 대웅제약 제시: 파마리서치(BUY/64만원)의 리쥬란은 국내 피부과에서 고유의 입지를 구축한 제품군이 되었으며 시술 볼륨은 3분기 말 이후로 안정적 회복 중. 브랜드 인지도 상승과 함께 의료기기/화장품 수출 확대를 통해 '26E 매출 및 영업이익 33%, 43% 성장 전망. 신제품 (2H26 리쥬란 주사기능 보유 마이크로니들RF 장비) 및 신규 시장 진출 모멘텀(서유럽/중동/남미)을 통해 밸류에이션상 추가 업사이드 제공 가능. **클래시스(BUY/7.3만원)**는 합리적인 비용(인수 규모 180억원 수준)으로 연 매출 1,000억원대의 브라질 유통사 인수 진행하며 대금 회수 리스크 제거와 또 한번의 비유기적 성장 모멘텀 확보. 슈링크/볼뉴머/쿼드세이/리팟 등 핵심 장비 중심의 소모품 매출과 함께 '26E 매출 및 영업이익 29%, 35% 성장 전망. '26년 볼뉴머 중국 허가, '27년 슈링크 미국/중국 허가 모멘텀 가시화와 함께 리레이팅 계기 마련 가능. **대웅제약(BUY/24만원)**은 전통적인 제약사 포지션에서 펙수클루, 엔블로 등 자체 개발 신약에 기반한 ETC 사업부의 안정적 성장과 고마진 톡신/디지털헬스케어 사업 확대를 통해 '26E 매출 및 영업이익 8%, 13% 성장 전망하며 밸류에이션 매력까지 보유한 만큼 차선호주로 제시.

기술력을 바탕으로 흑자 경영 체제에 진입한 의료기기 업체에 관심: 의료기기 업종에서도 기술력을 앞세운 업체들이 대두 중. 넥스트바이오메디컬은 지속적인 임상 데이터 축적과 함께 넥스파우더 수출 증가하며 2Q25부터 흑자 경영 체제 진입. '26년 8월 메드트로닉 시판 후 임상 종료 및 내시경 출혈 가이드라인 등재 기대. 차세대 파이프라인인 넥스피어-F의 미국 임상('25년 9월 시작) 진전 및 1H26 중 파트너사 선정 기대. 올해 업종 내 가장 큰 화제를 불러 일으킨 씨어스테크놀로지는 입원 환자 모니터링 시스템 씽크 도입 병상 수의 가파른 성장('25년 1.2만 병상, '26년 3만 병상 설치 목표)과 함께 수익성 경영 가능한 의료AI 업체의 초석을 마련한 상황으로, '26년 국내에서의 추가 성장과 모비케어(심전도 웨어러블) 해외 진출 모멘텀 보유.

(다음 페이지에 계속)

▶ 종목 정보

파마리서치 (214450 KQ, 442,500)		
목표주가	640,000원	(44.6%)
BUY		
클래시스 (214150 KQ, 52,100)		
목표주가	73,000원	(40.1%)
BUY		
대웅제약 (069620 KS, 175,400)		
목표주가	240,000원	(36.8%)
BUY		
휴젤 (145020 KQ, 220,000)		
목표주가	310,000원	(40.9%)
BUY		
넥스트바이오메디컬 (389650 KQ, 82,400)		
목표주가	n/a	
Not Rated		
씨어스테크놀로지 (458870 KQ, 134,100)		
목표주가	n/a	
Not Rated		

커버리지 주요 카탈리스트 및 리스크

(십억원)	현재 시총	목표 시총		'25E	'26E	y-y	카탈리스트 & 리스크
파마리서치	4,364	7,381	**매출**	546	727	*33.0*	(+) 국내 스킨부스터 시장 성장 속 벤치마크 제품 확립, 아시아/동유럽 중심 수출 서유럽/미주로 확장 중
(BUY/64만원)			**영익**	227	324	*43.1*	(+) 브랜드 인지도 향상되며 톡신/화장품 실적 성장 견인, 2H26 EBD 출시, 2027 톡신 capa (6배) 확장
12MF P/E 20x			**순익**	183	273	*49.1*	(-) 내수 시장 ECM 스킨부스터 진입 및 높은 분기 성장 기저의 지속 가능성
클래시스	3,406	4,745	**매출**	344	442	*28.6*	(+) 국내외 비침습시술 확산에 따른 소모품 매출 성장, 미국(볼뉴머)/유럽(슈링크) 등 선진시장 지역 확대
(BUY/7.3만원)			**영익**	170	230	*35.3*	(+) 이루다 인수로 지역/품목 포트폴리오 확장, 브라질 파트너 인수로 남미 최대 장비 유통망 확보
12MF P/E 19x			**순익**	130	189	*45.1*	(-) 미국 EBD 시장 장비 수요 둔화 및 최대주주 오버행 이슈
휴젤	2,701	4,483	**매출**	414	473	*14.3*	(+) 국내 300유닛 출시로 점유율 회복, 미국/중국/브라질 등 대형 시장 중심 톡신 성장 본격화
(BUY/31만원)			**영익**	192	226	*17.7*	(+) 미국 톡신 시장의 수요 다변화 추세 및 Allergan 출신 글로벌 CEO 취임과 함께 침투 가속화 기대
12MF P/E 14x			**순익**	149	192	*29.1*	(-) 국내/아시아 단가 경쟁 심화, 톡신/필러 외 추가 성장 동력 부재
대웅제약	2,031	2,734	**매출**	1,585	1,709	*7.9*	(+) ETC 신약 매출 성장 및 톡신/디지털 헬스케어 신사업 성장으로 점진적인 마진 개선
(BUY/24만원)			**영익**	200	226	*13.3*	(+) 자회사 한올바이오파마 및 자체 개발(비만치료제, 특발성 폐섬유증 치료제) 파이프라인 모멘텀 보유
12MF P/E 12x			**순익**	149	195	*31.1*	(-) 업종 중 상대적으로 낮은 성장성, 국내 톡신 경쟁사와의 소송 리스크 잔존
원텍	665	1,053	**매출**	154	184	*19.2*	(+) 국내 마케팅 강화를 통해 장비 매출 정상화 및 RF 시술 확대. 직판 법인인 태국 중심 수출 가속화
(BUY/1.1만원)			**영익**	54	63	*15.5*	(+) 태국 올리지오X 출시(2025.11), 국내 신제품 출시(1H26), 미국/일본 등 법인 해외 법인 영업 강화
12MF P/E 12x			**순익**	41	53	*29.8*	(-) 장비 매출 믹스(RF/레이저)에 따른 마진 변동성, 직판 체제 확대에 따른 판관비 증가 가능성
덴티움	562	729	**매출**	336	402	*19.9*	(+) 1) 1Q26E VBP 2차 시행을 통한 볼륨 확대, 2) 국내 보험급여 범위 확대 모멘텀, 3) 주주가치제고
(BUY/8만원)			**영익**	64	105	*63.6*	(+) 행동주의 펀드 진입 이후 자사주 전량 소각 계획(3년간 22% 균등 소각) 및 IR 강화 기대
12MF P/E 10x			**순익**	43	80	*88.5*	(-) 지속적인 분기 실적 감소로 영업 레버리지 훼손,
디오	233	267	**매출**	161	198	*23.5*	(+) 1) 1Q26E VBP 2차 시행을 통한 볼륨 확대, 2) 국내 보험급여 범위 확대 모멘텀
(BUY/2.2만원)			**영익**	14	31	*흑전*	(+) 매출채권 규모 유지하며 점진적 영업 레버리지 회복 중, VBP 입찰 결과에 따라 2H26 현지 생산 목표
12MF P/E 10x			**순익**	1	22	*흑전*	(-) 보수적 영업 활동으로 인해 더딘 외형 확대 속도, 매출채권 규모 추가 축소 필요

참고: 11/27 기준, 시가총액순
자료: 삼성증권 정리

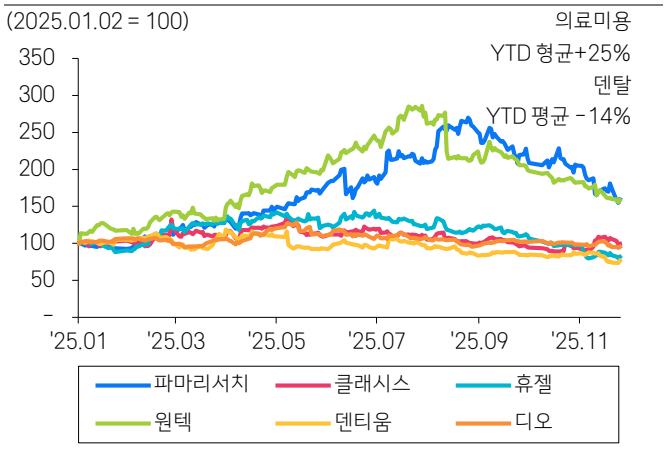
의료기기 업종 주요 이벤트

시기	기업	내용	상세 시기	비고
4Q25	뷰노	딥카스 FDA 510(k) 허가	4Q25~1Q26	허가 이후 NTAP 절차 진입 가능
	파마리서치	리쥬란 서유럽 초도 물량 선적(6개국)	12월 중	MOQ 20억원 수준
	씨어스테크놀로지	모비케어 FDA 허가	4Q25~1Q26	
	대웅제약	자회사 한올바이오파마 HL161 3상 결과 발표	4Q25~1Q26	갑상선안병증(TED)
2026	넥스트바이오메디컬	넥스피어-F 미국 판권 계약 체결	1H26	
	클래시스	메드시스템즈(JL헬스) 합병 및 연결 반영	1Q26	인수 첫 해 추가 연 매출 가이던스 약 700억원
	덴티움/디오	중국 VBP 2차 시행	1Q26	시술가 하락에 따른 3-4선 도시 확장 가능
	원텍	신규 장비 출시	레이저 장비 추정	
	파마리서치	리쥬란 서유럽 초도 물량 선적(16개국)	1H26	MOQ 100억원 수준
	대웅제약	톡신 영업비밀침해 관련 민사 2심 판결		
	넥스트바이오메디컬	넥스파우더 메드트로닉 시판 후 임상 종료	2026.08	표준치료재 등재 목표
	대웅제약	파트너사 Evolus 필러(Evolysse) 출시	1H26(유럽), 2H26(미국 안면)	
	아스테라시스	쿨소닉(HIFU) FDA 허가, 쿨페이즈(RF) 미국 출시	1H26~중순	
	클래시스	볼뉴머 중국 허가	2H26	
	파마리서치	신규 마이크로니들RF 장비 출시	2H26	리쥬란 주사 기능 탑재
	대웅제약	중국 나보타 허가	2025.09 품목허가 재신청	
2027	클래시스	슈링크 미국/중국 허가		
	파마리서치	톡신 증설 가동		Capa 6배(100만 바이알 -> 600만 바이알)로 확대

자료: 삼성증권 정리

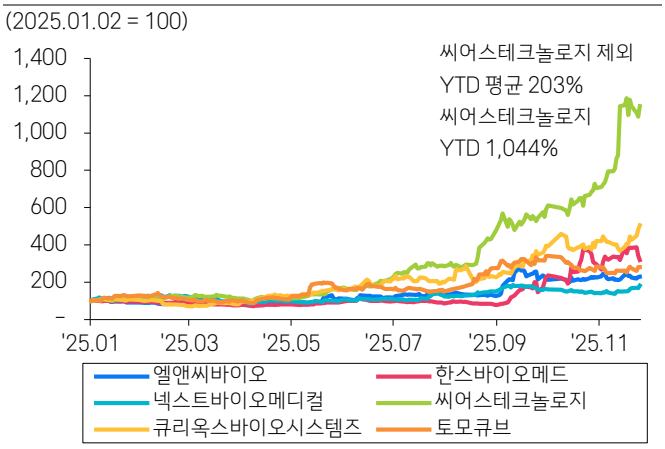
의료기기 Key Charts

커버리지 종목 2025년 YTD



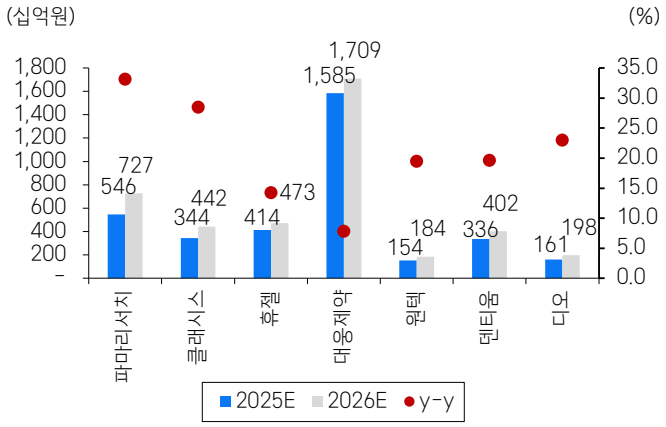
자료: Quantiwise, 삼성증권

의료기기 섹터 주요 상승 종목 2025년 YTD



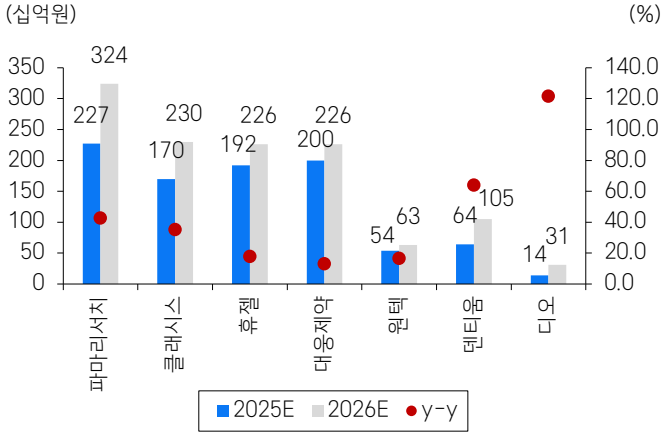
자료: Quantiwise, 삼성증권

커버리지 종목 2026년 매출 전망



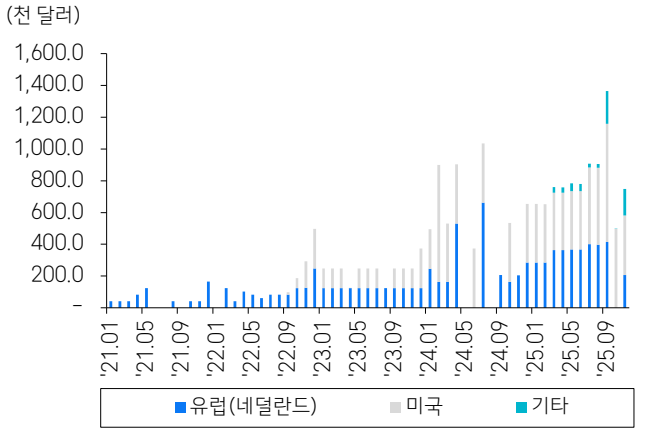
자료: 삼성증권 추정

커버리지 종목 2026년 영업이익 전망



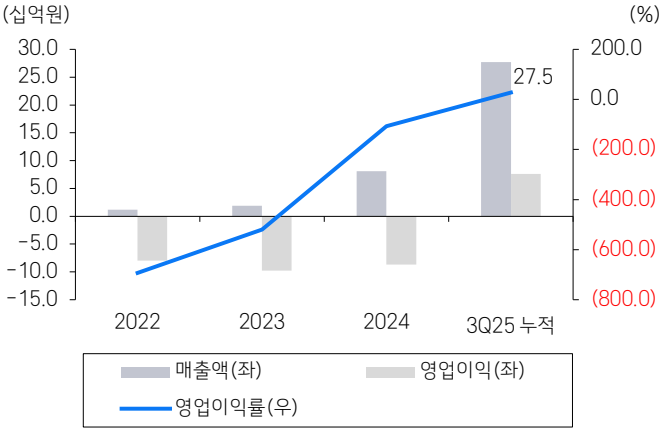
자료: 삼성증권 추정

넥스파우더 추정 수출 데이터 추이(~11/20)



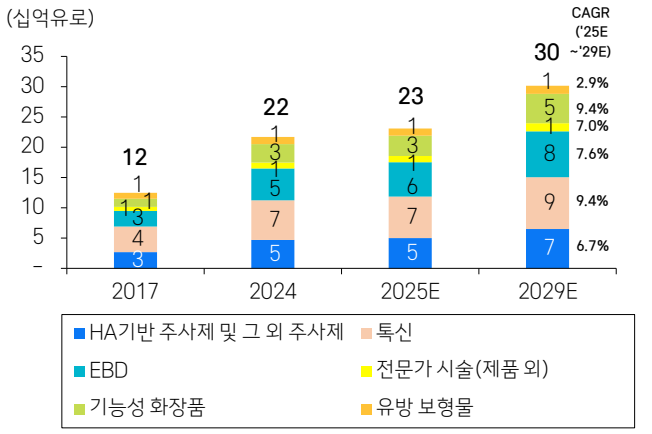
참고: HS Code 3006.10.4000, 인천 연수구, 11월은 잠정 데이터 기준. 10월 유럽 선적 감소는 패키지 변경으로 인한 일시적 공백, 2026년 변경된 패키지로 선적 예정
자료: TRASS, 삼성증권

씨어스테크놀로지 실적 추이



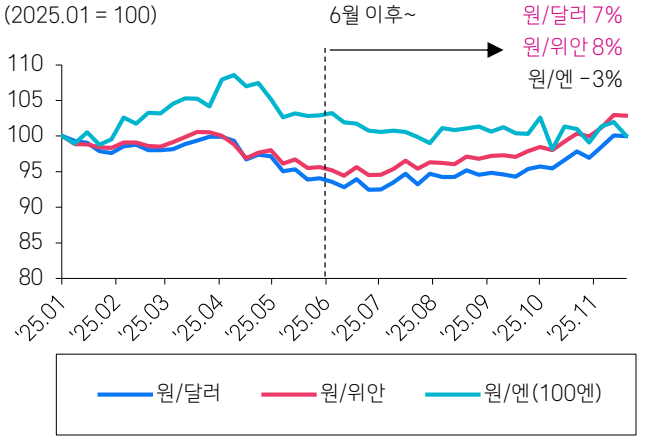
자료: 씨어스테크놀로지, 삼성증권

글로벌 의료 미용에서 주사제형과 입지가 유사해진 EBD



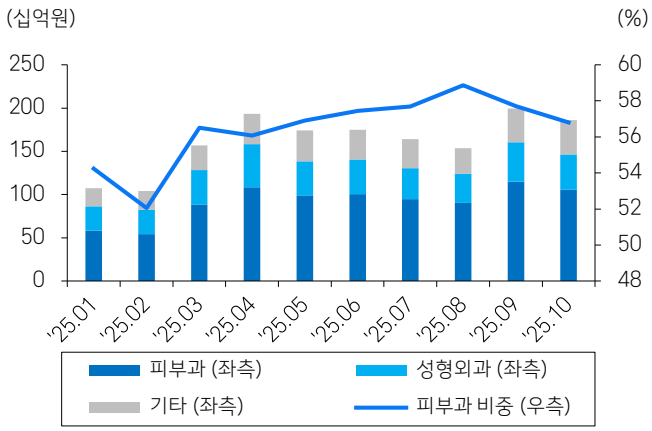
자료: IMCAS(2025), BCG, 삼성증권

하반기 이후 달러, 위안화 강세 지속 중



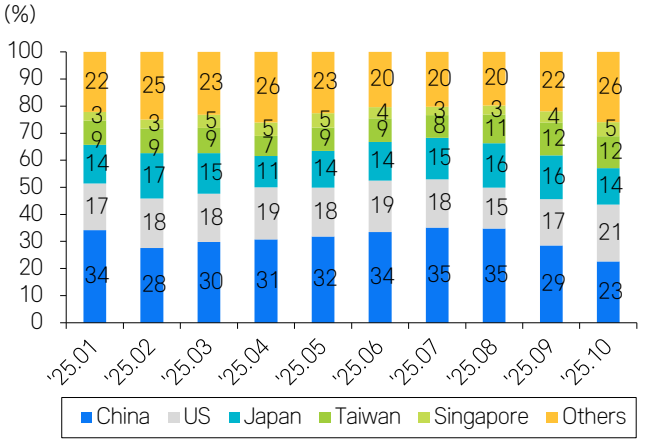
참고: 매매기준율, 일주일 간격
자료: Quantiwise, 삼성증권

피부과 지출을 중심을 상승 중인 의료관광 지출 추이



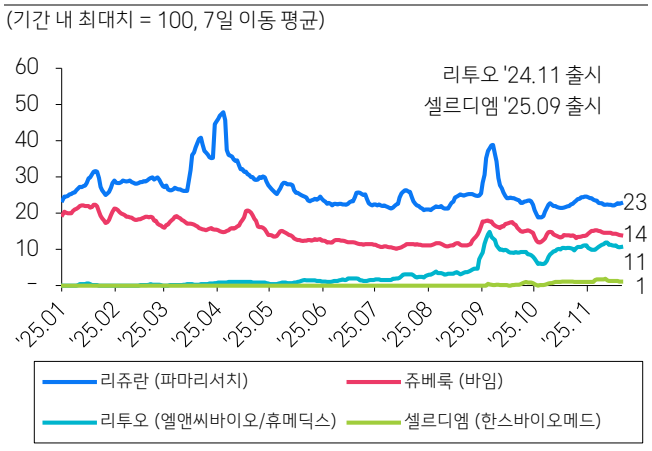
자료: 한국관광데이터랩, 삼성증권

지출 비중은 중국 관광객 중심에서 점차 다변화



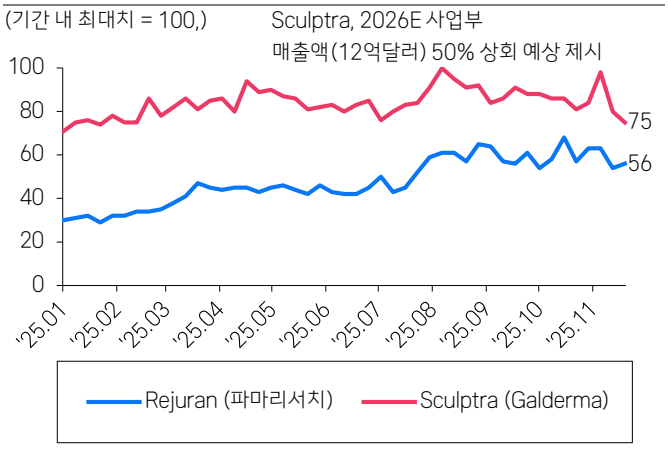
자료: 한국관광데이터랩, 삼성증권

국내 스킨부스터 관심도 점차 분산되나 선두브랜드 입지 견고



참고: 제품의 실제 핵심 소비 그룹으로 추정되는 여성 유저 한정 검색 트렌드
자료: 네이버 데이터랩, 삼성증권

리쥬란의 글로벌 인지도는 매출 6억달러대 브랜드에 근접



자료: Google Trends, 삼성증권

COMPANY UPDATE

2025. 11. 28

Innovation팀

정동희 Analyst

donghee1009.jeong@samsung.com

리서치센터 리포트 바로가기

대웅제약 (069620)

견고한 제약 사업 위 고마진 사업 성장과 R&D 모멘텀까지

- 고마진 사업(톡신/디지털헬스)+전통 제약+R&D까지 갖춘 종합 헬스케어 기업.
- 투자의견 BUY, 목표주가 24만원으로 커버리지 개시: ETC/톡신/디지털헬스케어 중심의 본업 성장과 자회사 한올바이오파마 가치 반영한 목표 시총 2.7조원 제시.

WHAT'S THE STORY?

투자의견 BUY, 목표주가 24만원으로 커버리지 개시: 대웅제약은 소화기계/심혈관/내분비 분야의 전문성을 토대로 제약 사업 성장. 펙수클루, 엔블로 등 안정적인 ETC 매출 성장과 함께 미국을 포함한 나보타의 수출 커버리지 확대(에볼러스(EOLS US) 필러 번들링 판매를 통해 가성비 포지셔닝 공고화), 씽크(thynC)로 대표되는 디지털헬스케어 사업의 가파른 국내 도입 확장이 기대되는 2026년 EBITDA 2,670억원에 국내 대표 제약사 6곳의 평균 멀티플을 적용하여 영업가치 3.2조원, 순부채 6,400억원, 핵심 자회사인 한올바이오파마를 약 1,700억원의 비영업 가치로 반영하여 목표 시가총액 2.7조원, 목표주가 24만원으로 커버리지 개시.

수익성을 책임지는 톡신/디지털헬스케어와 잠재적 R&D 모멘텀: 전통적인 제약사의 마진 10% 미만에서 톡신 사업(GPM 80% 이상)을 시작하며 영업이익률 상승 중, 디지털헬스케어 사업부 또한 기존 상품 매출의 마진은 10% 미만이나 씽크의 경우 최소 20% 이상인만큼, 양 사업부 매출 비중 상승에 따라(2025E 18% → 2026E 20%) 대웅제약 2026년 영업이익 2,265억원(+13.3% y-y), 영업이익률 13.3% 전망. 자회사인 한올바이오파마의 바토클리맙(HL161, 갑상선 안병증 3상) 및 자체 개발 중인 패치형 비만치료제 및 특발성폐섬유증 치료제 임상 및 허가 모멘텀 추가 보유.

리스크 및 재무상태: 2026년 중 톡신 균주 관련 국내 민사 2심 결과에 따라 주가 변동성 발생 가능하며, 파트너사 에볼러스(EOLS US)의 글로벌 사업은 해당 결과에 영향받지 않는다는 합의 존재. 3Q25 기준 부채비율 125%, 유동비율 115% 수준으로 최근 대규모 Capex(나보타 3공장, 마곡 C&D 사옥)를 위한 회사채 발행으로 부채 규모 커졌으나 프로젝트 완료되는 2026년 이후 재무 구조 점진적 개선 전망.

(다음 페이지에 계속)

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2024	2025E	2026E	2027E
매출액 (십억원)	1,423	1,585	1,709	1,891
영업이익 (십억원)	148	200	226	278
순이익 (십억원)	23	149	195	245
EPS (adj) (원)	2,135	12,683	16,525	20,683
EPS (adj) growth (%)	-79.7	494.1	30.3	25.2
EBITDA margin (%)	13.8	15.7	16.2	18.1
ROE (%)	3.2	17.1	18.9	19.6
P/E (adj) (배)	59.2	13.8	10.6	8.5
P/B (배)	1.8	2.2	1.8	1.5
EV/EBITDA (배)	11.0	11.2	9.5	7.0
Dividend yield (%)	0.5	0.3	0.3	0.3

자료: 대웅제약, 삼성증권 추정

▶ 종목 정보

BUY

목표주가	240,000	36.8%
현재주가	175,400원	
시가총액	2.0조원	
주식수 (유동주식 비중)	11,586,575주 (37.9%)	
52주 최저/최고	113,000원/175,400원	
60일-평균거래대금	74.6억원	

▶ 수익률

	1개월	6개월	12개월
대웅제약 (%)	25.2	21.6	39.1
Kospi 지수 대비 (%pts)	27.0	-19.6	-12.7

▶ 주요 전망치 변화

(원)	신규	기존	증감
투자의견	BUY		
목표주가	240,000		
2025E EPS	12,683		
2026E EPS	16,525		

▶ 컨센서스

커버 증권사 수	11
목표주가	211,818
추천 점수	4.0

※ 추천점수: 4 이상 → BUY, 3 → HOLD, 2 이하 → SELL

전통적인 제약사를 넘어
전천후 헬스케어 기업으로 거듭나는 중

투자의견 BUY, 목표주가 24만원으로 커버리지 개시

대웅제약은 소화기계/심혈관/내분비 질환 전문성을 토대로 전통적인 제약사업을 영위해왔으며, 자회사 한올바이오파마 및 여러 자회사를 통한 신약 개발 모멘텀 및 톡신/디지털헬스케어 사업을 통한 고마진 비즈니스로의 확장을 통해 견고한 제약사업 토대 위에서 사업을 확장해 나갈 것으로 기대된다

대웅제약은 1945년 설립, 1973년 코스피 상장, 2010년 이후 매출 CAGR 8% 수준으로 안정적인 성장을 구가해왔다. 주가 측면에서는 안정적인 제약 사업보다는 주로 신사업이었던 톡신의 허가/실적 & 성장/소송과 관련되어 변동성이 나타났으며, 2017년 경쟁사와의 소송, 2019년 FDA 허가, 2020년 미국 ITC 소송 합의, 2023년 국내 민사소송 1심 패소 등이 가장 큰 등락을 만들어낸 순간들이었다.

그 외에도 신약 출시(펙수클루, 엔블로 등)와 자회사인 한올바이오파마의 임상 결과, 2025년에는 입원환자 모니터링 시스템 씽크의 개발사인 씨어스테크놀로지의 실적과 주가의 동반 상승(YTD +970%)과 더불어서 주가가 움직이고 있다. 향후 신약 및 디지털헬스케어 사업부가 포함된 ETC 사업부 성장, 톡신의 지역 및 점유율 확대를 통해 2026년 매출 1.7조원, 영업이익 2,265억원, 영업이익률 13.3%를 달성할 것으로 전망한다. 실적뿐만 아니라 향후 주가의 핵심 트리거로는 1) 톡신(2026년 나보타 중국 허가, 국내 민사 2심 결과), 2) 펙수클루 중국 출시(2026년 중), 3) 디지털헬스케어 사업(씽크) 성장, 4) R&D 모멘텀(HL161 임상 3상 결과 발표, 패치형 비만치료제 1상 결과 등) 가 있다.

대웅제약 주가 추이 및 주요 이벤트

자료: 대웅제약, 삼성증권 정리

대웅제약 밸류에이션

(십억원)	내용	비고
12MF EBITDA (A)	267.2	4Q25E~3Q26E
Target EV/EBTIDA (배, B)	12.0	*peer 평균
영업가치 (C = AxB)	3,206.5	
비영업가치 (D)	170.9	
한올바이오파마	170.9	시총 3개월 평균 x 지분율(31.75%) x NAV 할인율 70%
순부채 (E)	643.8	
자본 가치 (C+D-E)	2,733.6	
주식 수 (천 주)	11,587	
주당 가치 (원)	235,932	
목표주가 (원)	240,000	

참고: 국내 주요 제약사(HK이노엔, 녹십자, 한미약품, 동아에스티, 종근당, 유한양행) 멀티플 중 최대/최소값 제외
자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

대웅제약 사업부별 주요 이벤트

사업부	품목	내용	시기
ETC	나보타	에볼러스(EOLS US) 필러 출시 번들링 매출 확대	1H26(유럽), 2H26(미국 안면 볼륨), 2H27(입술)
		중국 허가	2H26~1H27(미정)
		국내 민사 소송 2심 결과	1H26
	펙수클루	국내 비미란성 역류성식도염 허가	2026년 중
		국내 역류성식도염 치료 후 유지 허가	2026년 중
		중국 출시	2026년 중(2025년 9월 허가)
	엔블로	중국 허가	2026년 중
		국내 적응증 확대(인슐린 2제, 제미글로 복합제 병용)	2026년 중
	씽크	병상 수 확대	2026년 (최소 3만 병상 이상 신규 수주 가능)
R&D	패치형 비만치료제	국내 1상 결과	2026년
	IPF 치료제	환자 모집 완료	1Q26
		임상 2a 완료/결과	1Q27
		임상 2b 개시	2027
	HL161(바토클리맙)*	임상 3상 결과 발표(TED)	4Q25-1Q26
	HL161ANS*	허가용 임상 탑라인(GD)	2027년
		허가용 임상 Period 1(RA)	2026년
		PoC 임상 탑라인(CLE)	2026년

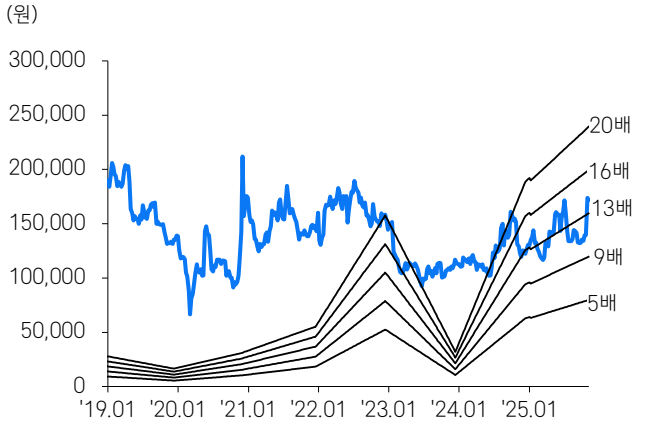
참고: *한올바이오파마, TED: 갑상선안병증, GD: 그레이브스병, RA: 류마티스관절염, CLE: 피부 루푸스
자료: 삼성증권 정리

대웅제약 실적 추이 및 추정 (연결)

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
매출액	**1,423**	**1,585**	**1,709**	**1,891**	**356**	**405**	**412**	**411**	**387**	**422**	**449**	**451**
ETC	**861**	**886**	**907**	**968**	**219**	**220**	**225**	**222**	**220**	**222**	**228**	**238**
제품	346	354	377	405	89	86	89	90	91	94	96	97
펙수클루	97	93	97	105	27	21	22	23	23	24	24	25
엔블로	12	13	14	15	3	3	3	3	3	3	3	4
상품	258	260	274	287	62	65	65	68	67	68	68	71
디지털헬스케어	28	52	73	93	11	12	13	15	18	16	17	21
나보타	**186**	**240**	**271**	**304**	**46**	**70**	**55**	**69**	**62**	**66**	**69**	**73**
국내	30	35	39	42	8	9	9	9	9	10	10	10
수출	156	204	233	262	37	61	47	60	53	56	60	63
OTC	**134**	**161**	**185**	**214**	**33**	**41**	**44**	**43**	**38**	**48**	**51**	**49**
우루사	89	93	100	107	19	27	24	23	20	29	26	25
건기식	22	51	66	86	9	14	15	13	12	19	19	17
글로벌	32	44	60	82	5	12	12	16	6	16	16	22
수탁 외	51	67	80	96	14	19	17	16	17	23	21	19
연결 및 기타	158	187	206	226	40	43	58	46	44	47	64	50
매출총이익	**734**	**834**	**911**	**1,017**	**183**	**215**	**214**	**221**	**203**	**225**	**239**	**244**
영업이익	**148**	**200**	**226**	**278**	**39**	**58**	**57**	**46**	**47**	**55**	**69**	**55**
세전이익	**57**	**167**	**217**	**270**	**25**	**43**	**55**	**44**	**45**	**52**	**66**	**53**
지배주주순이익	**23**	**149**	**195**	**245**	**20**	**40**	**47**	**42**	**40**	**47**	**60**	**48**
전년대비 (%)												
매출액	***3.4***	***11.4***	***7.9***	***10.6***	***6.2***	***12.5***	***14.9***	***11.7***	***8.6***	***4.0***	***9.0***	***9.8***
ETC	***-1.4***	***3.0***	***2.4***	***6.7***	***4.6***	***1.1***	***5.1***	***1.3***	***0.3***	***0.6***	***1.0***	***7.5***
제품	*18.1*	*2.4*	*6.7*	*7.2*	*12.7*	*-8.9*	*4.5*	*3.1*	*1.9*	*8.9*	*8.4*	*7.6*
펙수클루	*76.8*	*-4.0*	*3.6*	*9.0*	*49.2*	*-35.3*	*-2.6*	*-2.3*	*-14.0*	*11.1*	*10.9*	*10.4*
엔블로	*149.5*	*11.3*	*6.9*	*6.9*	*18.3*	*13.9*	*6.9*	*6.9*	*6.9*	*6.9*	*6.9*	*6.9*
상품	*-24.0*	*0.6*	*5.6*	*4.5*	*-9.3*	*4.2*	*3.1*	*4.9*	*8.4*	*5.0*	*3.9*	*5.2*
디지털헬스케어	*81.8*	*84.7*	*42.5*	*26.0*	*132.8*	*102.8*	*58.6*	*70.0*	*65.7*	*32.6*	*35.4*	*39.7*
나보타	***26.8***	***28.7***	***13.0***	***12.1***	***22.7***	***31.5***	***16.3***	***42.3***	***36.9***	***-5.4***	***25.5***	***6.0***
국내	*2.7*	*15.0*	*10.0*	*10.0*	*20.5*	*10.7*	*20.0*	*10.0*	*10.0*	*10.0*	*10.0*	*10.0*
수출	*33.0*	*30.7*	*14.2*	*12.5*	*23.2*	*35.1*	*16.4*	*49.1*	*42.8*	*-7.6*	*27.6*	*5.4*
OTC	***16.3***	***19.8***	***15.0***	***15.9***	***4.2***	***22.4***	***27.1***	***24.5***	***14.3***	***15.3***	***16.1***	***14.1***
우루사	*7.1*	*4.9*	*7.4*	*7.4*	*-11.8*	*16.3*	*6.8*	*7.4*	*7.4*	*7.4*	*7.4*	*7.4*
건기식	*78.2*	*111.3*	*30.0*	*30.0*	*72.4*	*157.1*	*112.3*	*101.3*	*30.0*	*30.0*	*30.0*	*30.0*
글로벌	*26.9*	*35.9*	*36.9*	*36.9*	*-15.9*	*37.6*	*74.6*	*36.9*	*36.9*	*36.9*	*36.9*	*36.9*
수탁 외	*-0.1*	*30.2*	*20.0*	*20.0*	*8.5*	*56.3*	*37.1*	*20.0*	*20.0*	*20.0*	*20.0*	*20.0*
연결 및 기타	*-3.5*	*18.3*	*10.0*	*10.0*	*2.8*	*23.2*	*36.6*	*10.0*	*10.0*	*10.0*	*10.0*	*10.0*
매출총이익	*6.7*	*13.5*	*9.3*	*11.7*	*7.1*	*12.5*	*33.4*	*31.3*	*11.0*	*4.5*	*11.5*	*10.3*
영업이익	*20.7*	*35.1*	*13.3*	*22.6*	*30.5*	*36.7*	*38.3*	*11.1*	*22.7*	*-5.0*	*21.1*	*18.9*
세전이익	*-53.6*	*194.8*	*29.9*	*24.8*	*118.3*	*57.2*	*78.7*	*흑전*	*81.4*	*20.6*	*21.4*	*20.6*
지배주주순이익	*-80.5*	*538.1*	*31.1*	*25.2*	*149.8*	*흑전*	*48.1*	*흑전*	*100.9*	*18.3*	*26.7*	*15.4*
마진 (%)												
매출총이익률	**51.6**	**52.6**	**53.3**	**53.8**	**51.4**	**53.0**	**52.0**	**53.9**	**52.5**	**53.3**	**53.2**	**54.1**
영업이익률	**10.4**	**12.6**	**13.3**	**14.7**	**10.9**	**14.3**	**13.8**	**11.3**	**12.3**	**13.0**	**15.4**	**12.2**
세전이익률	**4.0**	**10.5**	**12.7**	**14.3**	**6.9**	**10.7**	**13.3**	**10.7**	**11.6**	**12.4**	**14.8**	**11.7**
지배순이익률	**1.6**	**9.4**	**11.4**	**12.9**	**5.5**	**9.9**	**11.5**	**10.2**	**10.3**	**11.3**	**13.4**	**10.7**

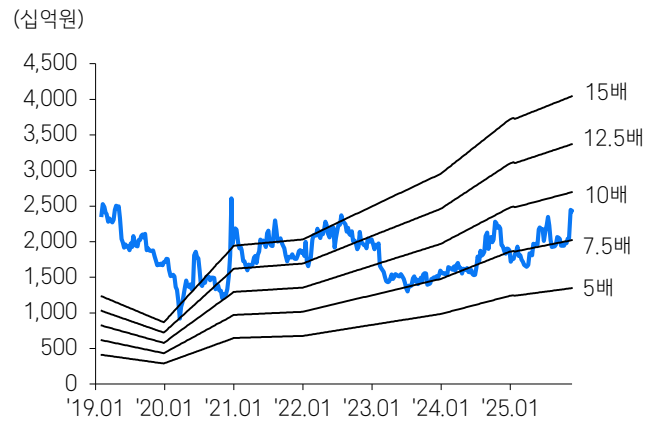
자료: 대웅제약, 삼성증권 추정

대웅제약 Forward P/E



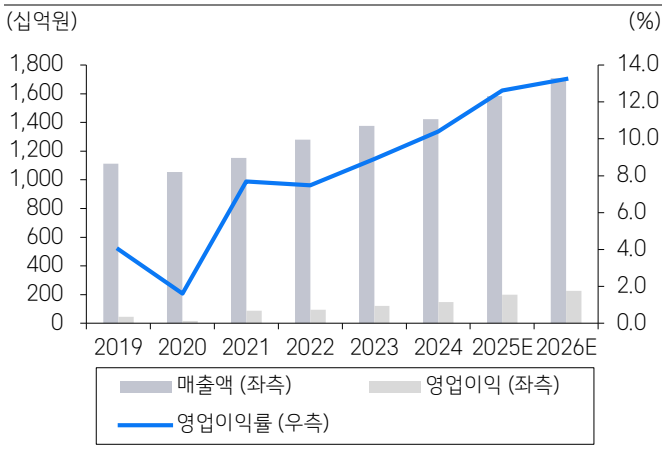
자료: Quantiwise, 삼성증권 추정

대웅제약 Forward EV/EBITDA



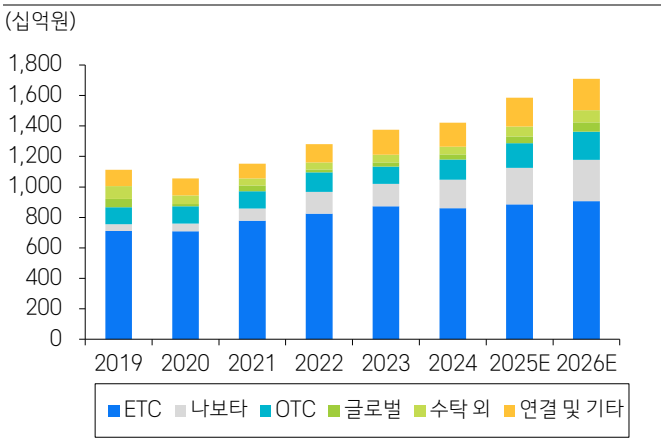
자료: Quantiwise, 삼성증권 추정

대웅제약 실적 추이 및 전망



자료: 대웅제약, 삼성증권 추정

대웅제약 사업부문별 실적 추이 및 전망

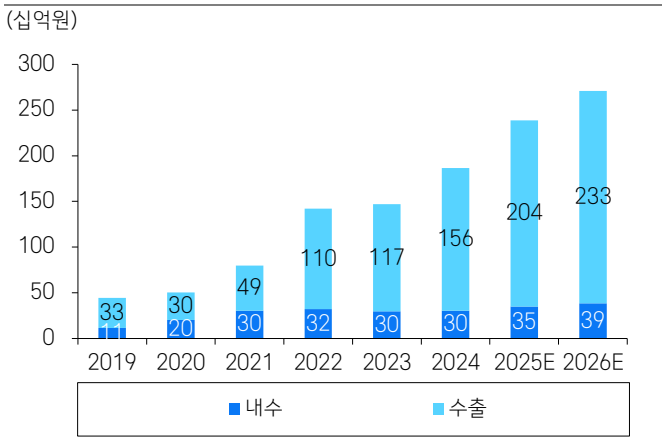


자료: 대웅제약, 삼성증권 추정

결국 대웅제약 성장과 마진의 핵심은 나보타 (톡신)

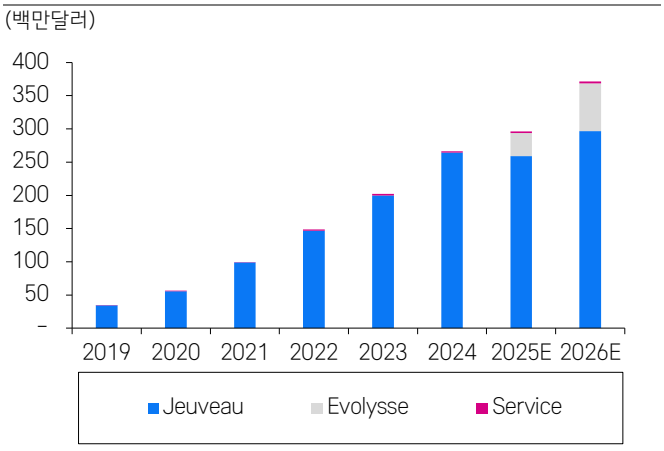
대웅제약의 수익성을 가장 최전선에서 견인하고 있는 것이 바로 나보타(보툴리눔톡신) 사업부이다. 2013년 국내 출시, 2019년 국내 기업 중 최초로 미국 FDA 허가를 획득한 이후 본격적으로 시장이 확대되며 2019년 445억원에서 2024년 1,864억원까지 비약적인 매출 성장을 실현하였다. 글로벌 파트너사인 에볼러스(EOLS US)의 경우에도 2019년 미국에서 Jeuveau 라는 이름으로 해당 제품을 출시한 이후 2019년 매출 3,500만달러에서 2024년 2.6억달러까지 상승하며 볼륨 기준 미국 현지 톡신 시장 점유율 13%를 달성한 상황으로, 현지에서는 오리지널 제품이라고 할 수 있는 Botox와 비교했을 때 빠른 발현 시간(Onset time)과 70~80% 수준의 지속기간(Duration)을 내세워 20~30대 젊은 세대를 타겟한 제품으로 안착했다는 평가를 받고 있다.

나보타 매출 추이 및 전망 (내수/수출)



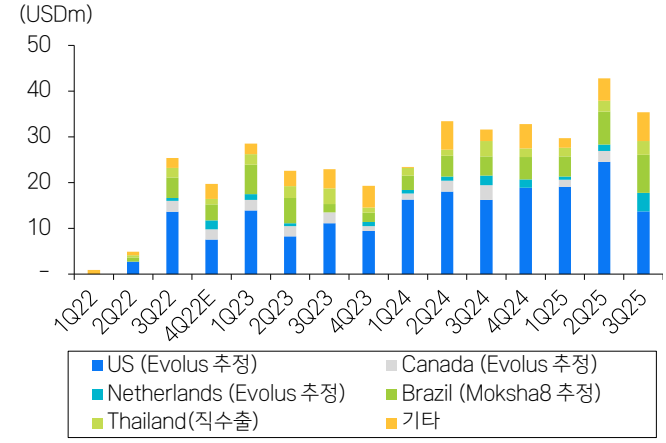
자료: 대웅제약, 삼성증권 추정

에볼러스(EOLS US) 매출 추이 및 전망



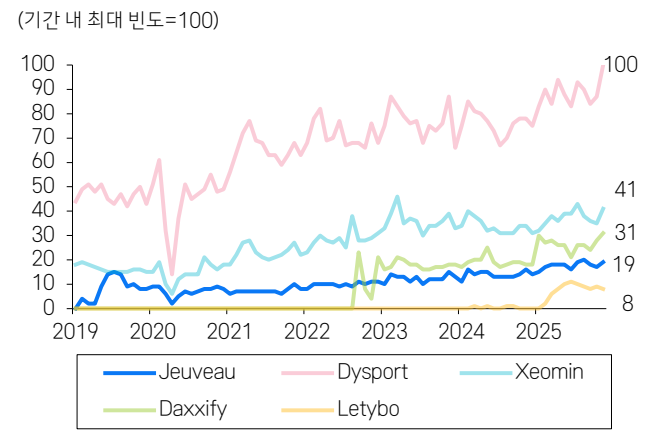
자료: Bloomberg, 삼성증권

경기 화성시 톡신 수출 데이터 추이(HS Code 3002.49.1000)



자료: TRASS, 삼성증권

미국 톡신 브랜드별 검색어 빈도 추이



자료: Google Trends, 삼성증권

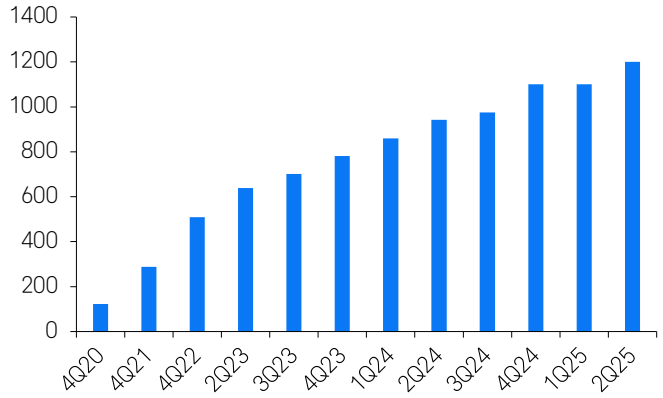
다가오는 4분기에는 10월 에볼러스(EOLS US)향 재고 물량이 선적되며 3분기 대비 성장이 기대되며, 기존에 톡신 한 품목만을 취급하던 것에서 지난 4월 18일 HA필러 브랜드 Evolysse(유럽 판매명 Estyme)를 런칭하면서 톡신-필러로 이어지는 마케팅 측면에서의 시너지 효과를 기대할 수 있는 상황이다. 에볼러스(EOLS US)의 조사에 따르면 70%의 톡신 소비자가 필러 시술 또한 받으며, 전체 37%의 소비자는

톡신/필러 시술을 동시에 받기를 희망하는 것으로 나타났다. 가장 기초적인 시술인 만큼 두 제품을 동시에 공급할 수 있다는 점에서 피부과, 메드스파 등 고객처 확보에도 유리한 지위를 확보할 수 있다.

에볼러스(EOLS US)가 진행하는 멤버십 프로그램은 현금성 마케팅(환급 제도)으로 고비용이지만, 그만큼 직접적인 효과가 커 후발주자의 공격적인 확장 정책에 적합한 것으로 판단된다. 원 제조사인 대웅제약 입장에서는 관련된 비용 지출이 없는 상황에서 시장 점유율 확보가 가능한 만큼 수익성이 좋은 사업 모델이라고 볼 수 있다. 에볼러스(EOLS US)는 지난 3분기 실적 컨콜에서 자사 로열티 프로그램의 이용자 수가 전년대비 34% 증가한 130만명이며, 70%의 재이용률을 통해 높은 고객 충성도를 언급한 바 있다. 새로 출시한 필러 에볼리스(Evolyesse)의 경우, 전통적인 '필러(Filler)'라는 품목명 대신, Evolysse Form, Evolysse Smooth 등으로 체내 천연성분으로써의 히알루론산을 강조하며 빠른 초기 침투율을 보이고 있는데, 이는 결국 기존 톡신 고객처의 확장성과 충성도 제고에 기여할 것으로 전망된다. 메드스파에서 가장 높은 수익성을 가진 시술이 톡신/필러(GPM 70~85% 수준)이기 때문이다.

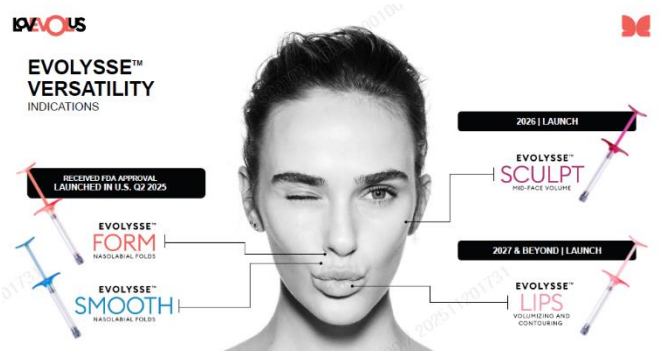
에볼러스(EOLS US) 프로그램 가입자수 추이

(천 명)



자료: 에볼러스(EOLS US), 삼성증권

Estyme 런칭과 함께 번들링 매출 상승 가능



자료: 에볼러스(EOLS US)

다만 국내 경쟁사와의 소송전이 오랜 기간 관련 비용 부담 및 주가에 악영향을 미쳐왔는데, 현재 진행 중인 건은 국내 민사 2심 소송으로, 지난 2023년 2월 1심에서 패소한 이후 즉시 항소하여 2심 진행 중이다. 소송의 결과 혹은 시기에 대해 예측하기는 어려우나 2026년 중 결과가 나온다고 했을 때 결과와 무관하게 원고 혹은 피고측에서의 상고 가능성이 크며 그렇게 될 경우 최종 심결은 다시 2026년 이후로 넘어갈 가능성이 크다. 최악의 경우를 상정하더라도 최소 1~2년간의 영업에의 영향은 매우 제한적이라고 볼 수 있다. 또한 과거 진행하던 미국 ITC 소송은 대웅제약이 아닌 파트너사 에볼러스(EOLS US)가 포함된 3자 합의(메디톡스-애브비-에볼러스(EOLS US))의 형태로 마무리되었으며, 당시 합의 내용 중 국내 소송 결과가 에볼러스(EOLS US) 사업에의 미치는 영향은 없다는 내용이 포함되어 있다. 또한 극단적인 결과로 기존 톡신 판매가 어려워질 상황을 대비하여 대웅제약은 신규 톡신 파이프라인 DWP712을 개발 중이며, 지난 5월 국내임상 3상 승인 완료한 상황이다.

2025년 금액 기준 미국 시장 점유율 11.4%, 2026년 점유율 12.4% 추정에 기반하여 수출은 각각 2,038억원, 2,327억원, 2026년 중순 나보타 3공장 가동(총 Capa 500만 바이알 → 1,300만 바이알)과 및 의료관광 활성화에 힘입은 내수의 안정적 성장까지 고려했을 때 나보타 전체 매출은 2025년 2,399억원(+28.7% y-y), 2026년 2,712억원(+13.0% y-y)으로 전망한다.

국내 톡신 영업비밀침해 관련 소송 진행 상황

소송당사자	진행상황
원고 메디톡스	2017.10.30. 소장 접수
	2023.02.10. 판결선고기일(원고일부승)
피고 대웅제약/대웅	2023.02.15. 1심 원고 일부 승, 피고 항소
	2023.05.31. 항소이유서 제출기간 연장신청서 제출
	2023.07.28. 원고 소송대리인 의견서 제출
	2024.04.04. 항소이유서 제출
	2024.04.05. 법원 석명준비명령
	2024.12.19. 변론기일
	2025.02.20. 변론기일
	2025.04.24. 변론기일
	2025.12.18 변론기일 (예정)

자료: DART, 삼성증권

에볼러스-메디톡스-엘러간 3자 합의

일자	내용
2021년 2월	에볼러스-메디톡스-엘러간 3자 합의 1) 라이선스 수수료 선불금 에볼러스(EOLS US) 2년 분할로 $35m을 엘러간, 메디톡스에 분할 지급(완료) 2-1) 21개월간(2020.12.16~2022.09.16) 미국 내 판매 바이알당 특정 로열티 지급 (LSD 수준, 완료) 2-2) 21개월 이후(2022.09.17~2032.09.16) 전세계 매출 로열티 지급 (MSD)
2021년 3월	대웅제약 에볼러스 협약 대웅제약 -) 에볼러스 $25.5m 지급 & 미국 순판매량에 비례한 지원금 제공 (완료) 3) 메디톡스 에볼러스 지분 확보 (16.7%) -) 3Q25 기준 2.6%)
현재	대웅제약 -> 에볼러스 지급 금액 없음

자료: 삼성증권 정리

개발 중인 신규 톡신 DWP712 (국내 3상)

자료: 보건복지부

국내 소송 결과가 에볼러스 사업에 미치는 영향 없을 것을 합의

Additionally, if Medytox fails to comply with the terms of the Medytox Settlement Agreements and comply with the covenants and agreements under the Medytox Settlement Agreements, it could materially and adversely affect our ability to generate revenue from Jeuveau , to carry out our business, and to continue as a going concern. For example, as required by the Medytox Settlement Agreements, in February 2021 Medytox filed a document with the Korean court that its litigation with Daewoong would not affect our right to have Jeuveau manufactured by Daewoong or exported to us. If Medytox were to breach the Medytox Settlement Agreements and rescind this filing and the Korean court issued a ruling against Daewoong, our supply of Jeuveau could be hindered. We would also be required to engage in costly and time-consuming litigation in order to enforce our rights under the Medytox Settlement Agreements.

자료: SEC filings, 삼성증권 정리

최근에는 톡신 뿐만 아니라 2021년 식약처 허가를 획득한 지방분해주사제(의약품) '브이올렛'의 확산 또한 의료미용 분야의 신규 수익원으로 기대되고 있다. 체내에서 분비되는 소화효소의 일종인 DCA(Deoxycholic Acid)를 원료로 하는 브이올렛은, 지방 세포막을 물리적으로 파괴하여 용해를 일으키는 기전을 가지고 있으며, 기존 허가 적응증인 중등증~중증 턱밑 지방 개선뿐만 아니라, 상완피하지방(팔뚝) 개선에도 효과가 확인되면서 용처 확산이 가능한 상황이다. 글로벌 경쟁 제품인 엘러간의 '벨카이라'가 연간 매출 약 2,500억원~3,000억원 수준으로 추정되고 있으며, 대웅제약의 브이올렛은 2024년 기준 약 50억원의 매출을 기록한 것으로 알려졌다. 아직 절대적인 매출 규모는 크지 않지만 지난 해 12월 필리핀 허가, 올해 11월 중국에서 임상 사례를 첫 공개하는 등 아시아를 시작으로 해외 매출 확보를 위한 준비 중인 만큼 이익 측면에서 추가적인 기여가 기대된다.

효자 사업으로 부상 중인 디지털헬스케어(장비 유통/씨어스테크놀로지) 사업

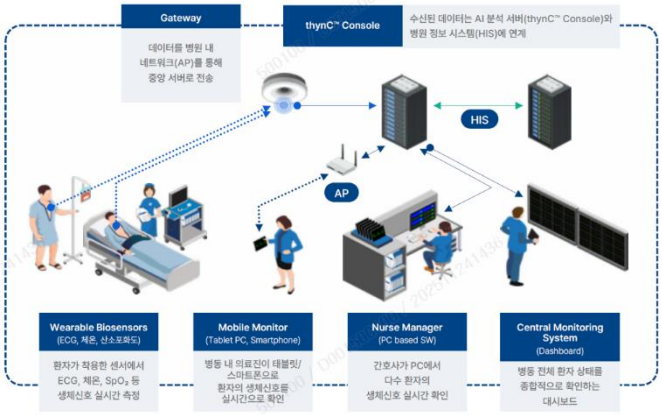
대웅제약은 전국적인 병원 영업망을 토대로 제약사업과 시너지를 발휘할 수 있는 고마진 신사업 확장 또한 진행 중이다. 프리스타일 리브레, 카트비피(반지형 혈압 측정장비) 유통과 씨어스테크놀로지(1H25말 기준 2.64%)의 모비케어/thynC(이하 '씽크') 유통 사업이 대표적인 사례다.

씽크는 AI 기반 의료 모니터링 시스템으로는 국내 최초로 요양 급여 획득과 함께 가파르게 보급 속도가 증가하며 1H25 3,000병상, 3Q25 6,000병상에 설치 완료되었으며, 2025년 말 기준으로는 총 1.2만 병상에 설치(누적 수주 2만 병상)가 예상된다. 대웅제약이 1차적으로 병원으로부터 대금을 지급받고(사용량 기반 청구), 유통 마진을 수취한 후 씨어스테크놀로지에 병상 당 약 3~400만원 수준의 비용을 지급하는 구조로, 내년까지 최소 5만 병상 누적 수주 확보가 가능할 것으로 판단된다. 병원에 무상으로 설치 후 사용량에 비례하여 매출이 발생할 수 있으니 보급에 용이하고, 병동 단위로 계약을 맺는 방식이기 때문에 한번 도입되고 나면 지속적으로 반복 매출이 발생할 수 있다. 병상 계약 이후 매출 인식에 약 6개월 정도가 소요되는 상황이고, 현재 디지털헬스케어 사업부 매출에서 씽크가 차지하는 비중이 약 10% 수준임을 감안할 때 향후 1~2년간 매출 비중적으로는 장비 매출이 주를 이룰 것으로 판단되나, 영업이익률 기준으로 20% 이상으로 알려진 씽크 매출의 상승에 따라 전사 마진 기여도는 높아질 것으로 전망된다. 2025년 사업부 매출 515억원(+84.7% y-y), 2026년 735억원(+42.5% y-y)을 전망한다.

디지털헬스케어 사업부 유통 의료기기

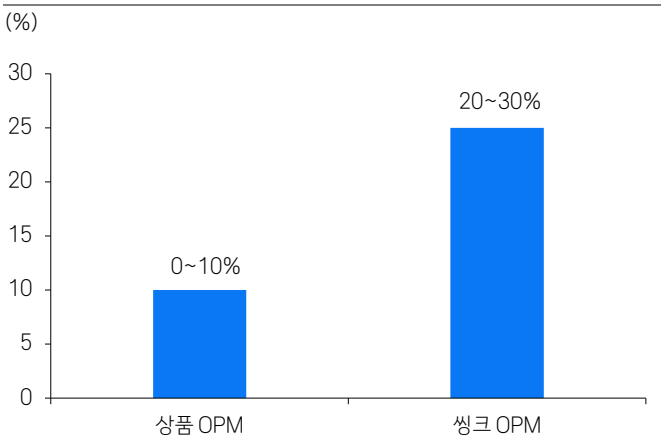
자료: 산업자료

씨어스테크놀로지 thynC



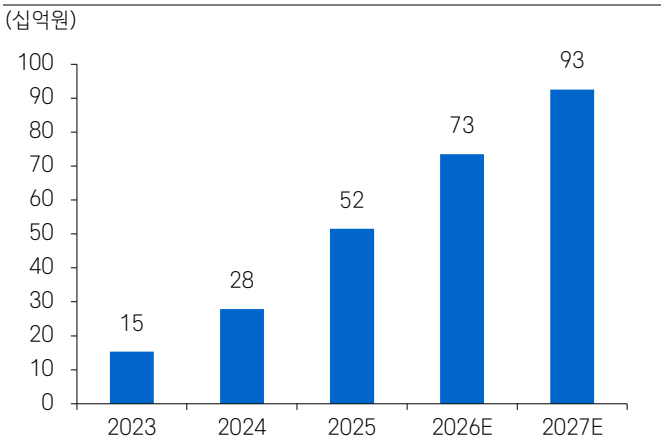
자료: 씨어스테크놀로지

디지털헬스케어 사업부 내 마진 차이



자료: 씨어스테크놀로지

디지털헬스케어 사업부 매출 추이 및 전망



자료: 대웅제약, 삼성증권 추정

추가적인 이벤트가 될 신약 R&D 모멘텀(한올바이오파마/비만치료제/특발성폐섬유증 치료제)

대웅제약의 핵심 바이오 자회사 한올바이오파마는 자가면역질환 바이오신약 개발 업체로, 2015년 대웅제약이 경영권을 인수하며 현재 31.75%의 지분을 보유 중이다. FcRn 저해제(IgG 재순환 감소시켜 자가면역질환에서 질병 유발 IgG를 감소시키는 기전)로 구성된 핵심 파이프라인은 다음과 같다:

1) 바토클리맙(중증근무력증, 갑상선 안병증, 3상): Roivant, 이뮤노반트(IMVT US)에 기술 이전되었으며, 4Q25E~1Q26E 중 갑상선 안병증(TED) 3상 탑라인 결과 발표 가능.

2) HL16ANS(IMVT-1402, 그레이브스병, 류마티스 관절염 등): 2026년 중 류마티스 관절염 임상 초기 데이터, CLE 2상 탑라인, 2027년 RA, GD, MG 3상 탑라인 발표 가능.

3) HL036(안구건조증, 3상): 2Q24 세번째 3상 개시. 기존 허가 의약품들의 경우 2회, 4회의 3상 진행한 만큼 기술이전까지의 시간 필요. 2H26E VELOS-4 탑라인 확인 가능.

지난 4월 FcRn 자가면역질환 치료제 경쟁사 Argenx(ARGX US)의 비브가르트가 FDA로부터 PFS(사전충전형 주사기) 승인을 획득하며 한올바이오파마의 바토클리맙과 직접 경쟁 관계가 된 상황이며, 전체 12월 발표될 것으로 예상되는 갑상선안병증(TED, 글로벌 치료 시장 규모 약 49억달러 추정, Mordor Intelligence)의 3상 결과에 따라 한올바이오파마 및 모회사인 대웅제약의 주가에 유의미한 변동성이 발생할 가능성이 있다.

한올바이오파마 파이프라인

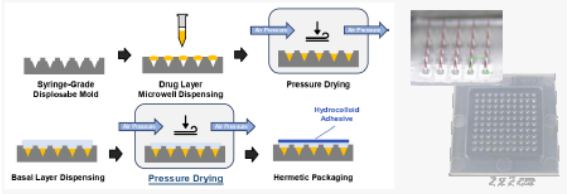
파이프라인	파트너사(지역)	질환군	단계	비고
HL161 (batoclimab)	Immunovant(IMVT-1401)	MG	3상	3상 결과 발표 (25.3), 아시아 제외 글로벌
		TED	3상	3상 결과 예상(4Q25~1Q26)
		CIDP	2상	2b상 오픈라벨 발표(25.3)
		GD	2상	2a상 성공, 장기 관해 (25.9)
	Harbour Biomed(HBM9161)	MG	3상	중국 품목허가 진행
	CSPC sub L/O	TED	2상	2/3상 진행 중
	2025.03 중국 라이선스 계약 해지 이후	iTP	2상	2상 완료
	ICC(국제상업회의소)에 권리 회수 요청	CIDP	1상	2상 준비 중
		NMOSD	2상	
	한올바이오파마 (중국 제외 아시아)	MG	3상	3상 완료. 일본 L/O 시도
		TED	3상	3상 결과 발표 이후 L/O 시도
HL161ANS (IMVT-1402)	Immunovant (아시아 제외 글로벌)	GD	허가용 임상	허가용 임상 탑라인 2027년
		RA	허가용 임상	허가용 임상 Period 1 2026년, 탑라인 2027년
		CIDP	허가용 임상	허가용 임상 탑라인 2028년
		MG	허가용 임상	허가용 임상 탑라인 2027년
		SjD	허가용 임상	허가용 임상 탑라인 2028년
		CLE	PoC	PoC 임상 탑라인 2026년
HL036 (tanfanercept)	Harbour Biomed (중국)	DED	임상 종료	임상 종료(실패)
	대웅제약(중국 제외 글로벌)	DED	3상	3-3상 개시
		DED	1상	미국 2상 예정
HL192	대웅제약/NurrOn	파킨슨병	1상	1상 성공('24.11)

참고: MG(중증근무력증), TED(갑상선안병증), CIDP(만성 염증성 탈수초성 다발신경병증), GD(그레이브스병), iTP(특발성 혈소판 감소성 자반증), NMOSD(시신경 척수염 스펙트럼 장애), RA(류미타스 관절염), SjD(쇼그렌 증후군), CLE(만성 루푸스 홍반), DED(건성 안질환)
자료: 한올바이오파마, 삼성증권

그 외에도 개발 중인 주요 파이프라인으로는 마이크로니들 패치형으로 개발 중인 비만치료제(전임상), 특발성폐섬유증(IPF) 치료제(PRS 억제제, 2상) 등이 있다. 비만치료제는 기존 GLP-1 유사체의 제형을 변경한 개량신약으로, 전임상 단계에서 동일용량 SC 제형 대비 약 50~60% 수준의 AUC(약물 혈중 농도 잔존 시간)을 확인할 수 있었으며 연내 국내 1상 개시 및 2026년 완료를 목표하고 있다. 일라이 릴리(LLY US), 노보 노디스크(NOVOB DC/NVO US)가 오리지널 시장을 지배하는 가운데 국내 업체들은 제형 기술(SC/장기지속형 플랫폼/패치 등)을 통해 새로운 기회를 확보하는 중으로, 대웅제약은 기존 주사제 대비 사용 편의성과 접근성이 높은 패치제형을 적용한 접근을 위해 계열사인 대웅테라퓨틱스(마이크로니들 약물전달 플랫폼 기술 '클로팜' 보유)와 협력 중이다.

특발성 폐섬유증(IPF) 치료제 시장의 경우 글로벌 8조원 규모의 시장으로 현재 상용화된 글로벌 제약사의 PDE4 억제제 2개(에스브리트-로슈 홀딩스, 오페브-베링거잉겔하임) 이후 지난 10월 최초의 PDE4B 억제제 자스케이드(Boehringer Ingelheim)이 FDA 승인을 획득하며 시장이 재편되고 있다. 대웅제약은 콜라겐 생성에 영향을 주는 PRS 억제제를 개발하고 있어 임상에 성공할 경우 새로운 First-in-class 신약이 될 수 있는 상황이다. 지난 2019년 FDA로부터 희귀의약품 지정 및 2022년 패스트트랙 개발 품목 지정을 통해 허가 절차에서 유리한 지점을 확보한 상황이다. 2026년 1분기 내 글로벌 2상 환자 모집 완료를 목표하며 2027년 초 결과 발표가 예상된다.

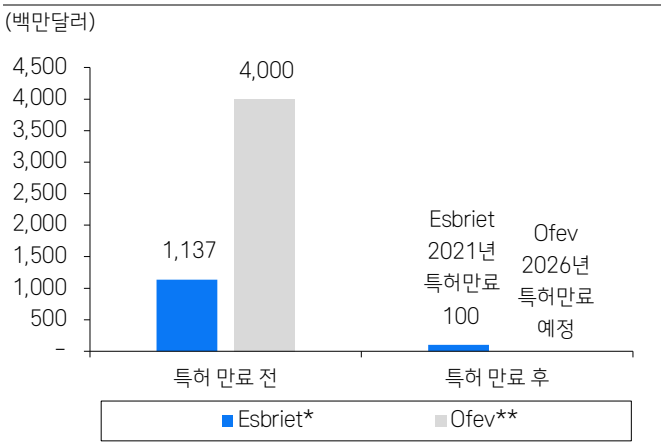
자회사 플랫폼 기술로 개발 중인 패치형 비만치료제



	Original Product (Semaglutide)		GLP-1 Microneedle Array Patch
제품	Wegovy® Ozempic®	Rybelsus®	DWRX5003
투여경로	SC	경구	경피
용량/요법	0.25~2.4mg (주 1회)	3~14mg (일 1회)	0.5 / 2.0 / 4.0mg (주 1회)
보관방법	냉장 (2~8 ℃)	실온	실온
타임라인	국내 출시	출시	국내 임상 1상 개시

자료: 대웅제약

글로벌 특발성 폐섬유증 치료제 매출 현황



참고: *로슈, 특허 만료 전은 2021년 매출, 후는 2024년 매출로, 로슈는 2025년 Legacy Pharma에 Esbriet 매각
** 베링거잉겔하임, 특허 만료 전은 2024년 매출, 후속 파이프라인 자스케이드 2025년 10월 FDA 승인
자료: 삼성증권 정리

기본 체급을 만드는 ETC 사업부, 이제 신약(펙수클루, 엔블로) 확장을 얹어 성장 전망

대웅제약은 처방액 100억원 이상의 전문의약품 13여개를 국내 제조/유통하면서 안정적인 실적을 유지하고 있다. 마진이 낮은 단순 유통 매출의 변동에 따라 전체 사업부 매출은 등락이 존재했으나, 제품군 안에서도 자체 개발 신약인 펙수클루(2023년), 엔블로(2023년) 등의 출시가 진행되며 톡신과 함께 전사 매출총이익률 성장(2022년 49.9% → 2024년 51.6%)에 기여하고 있다.

특히 2023년 국내 펙수클루 출시를 통해 P-CAB 제제 시장에 진출하며 출시 첫 해 매출 550억원, 2년차 매출 972억원을 달성하면서 기존 시장 주요 품목인 PPI 제제를 빠르게 대체해 가고 있다. P-CAB 제제는 기존 위식도역류질환 치료제인 H2RA(히스타민-2 수용체 길항제) 제제와 PPI(프로톤펌프저해제) 제제의 단점인 느린 약효 발현을 개선해 빠르고 안정적으로 위산 분비를 억제하는 것이 특징으로, 위산과 만나야만 활성화되는 PPI와 달리 스스로 활성화되기 때문에 식사 상관없이 복용 가능하며, 쉽게 분해되지 않아 지속시간이 길고, 야간 위산 분비 억제에 효과가 있어 지속적인 처방 증가가 기대된다.

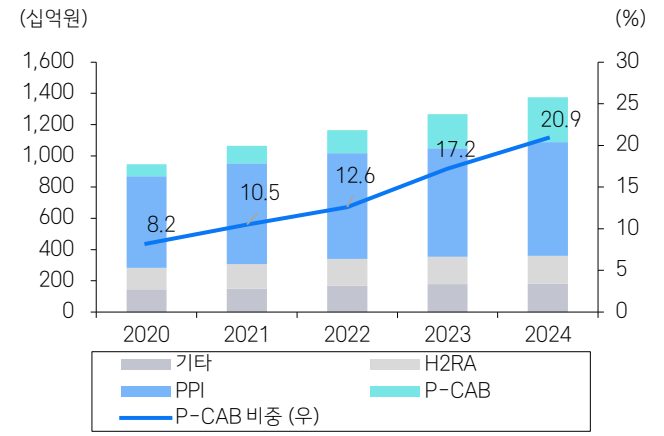
현재 시장에 국내 제약사가 출시한 P-CAB 제제는 총 3가지(HK이노엔-케이캡, 대웅제약-펙수클루, 온코닉테라퓨틱스/제일약품-자큐보)로 경쟁 심화에 대한 우려도 존재하나, 전체 소화성궤양용제 시장 내의 P-CAB 제제 침투율이 2024년 20%를 약간 상회하는 수준에서 1H25 기준 31%수준으로 상승하고 있는 만큼 아직은 경쟁 심화로 인한 매출 둔화보다는 기존 치료제의 P-CAB 제제로의 전환을 통한 성장을 바라봐야 하는 시기라고 볼 수 있다. 장기적으로는 중국, 남미, 중동 등 해외 시장에서의 매출 또한 기대할 수 있으며, 궁극적으로는 현재 다케다 제약(4502T/TAK US)의 다케캡(Takecab)만이 출시되어 있는 미국 시장 라이선스아웃도 가능하다. 2025년 약가-사용량 연동제로 인해 일시적으로 매출이 감소했지만 향후 적응증 추가 및 급여 확대 진행에 따라 2025년 매출 933억원, 2026년 967억원을 전망한다.

주요 P-CAB 제제 비교

	보신티(다케캡) (다케다)	케이캡(HK이노엔)	펙스클루(대웅제약)	자큐보(온코닉테라퓨틱스)*
성분명	Vonoprazan	Tegoprazan	Fexuprazan	Zastaprazan
일일 투여량	10/ 20mg	25/50mg & 구강붕해정	10/20/40mg	20mg & 구강붕해정
pKa	9.06	5.1	8.4	미상
Tmax (시간)	1.5(1.5-3.0)	1.0(0.5-2.0)	2.0(1.5-4.0)	1.0(0.5~1.5)
반감기 (시간)	6.9±1.6	4.1±1.4	9.1±1.2	9.24
24h 평균 위내 pH (1일차)	NA	4.1±0.7	3.6±0.9	미상
24h 평균 위내 pH (7일차)	NA	4.7±1.1	4.2±0.9	미상
pH〉4 유지시간 (1일차)	63.3±17.9	54.5±17.9	44.6±22.9	미상
pH〉4 유지시간 (7일차)	83.4±16.7	68.2±24.9	55.7±19.2	미상
비활성기 발생 여부	No	No	No	No
허가 적응증	위궤양 (10/20mg) 미란성 위식도역류질환 치료및 유지요법 (10/20mg) 비스테로이드소염진통제 투여 시 위궤양 또는 십이지장궤양 재발 방지 (10/20mg)	미란성 위식도역류질환(25/50mg) 비미란성 위식도역류질환 (25/50mg) 위궤양 (25/50mg) 소화성 궤양 및/또는 만성 위축성 위염 환자에서의 헬리코박터파일로리 제균 (25/50mg) 미란성 위식도역류질환 치료후 유지요법(25mg)	미란성 위식도역류질환 (10/40mg) 급성위염 및 만성위염의 위점막 병변 개선 (10mg) 비스테로이드진통소염제 유도성 소화성궤양의 예방 (20mg)	미란성 위식도역류질환 위궤양

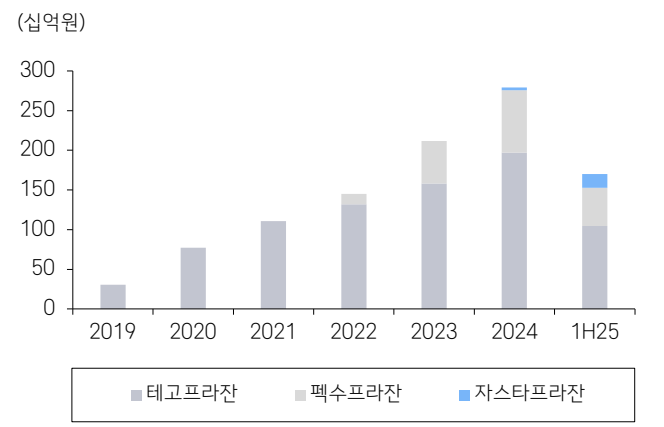
참고: *약학정보원 참고
자료: Carmelo et al., (2024), 삼성증권 정리

국내 소화성궤양용제 시장 규모



자료: 대웅제약, 삼성증권 정리

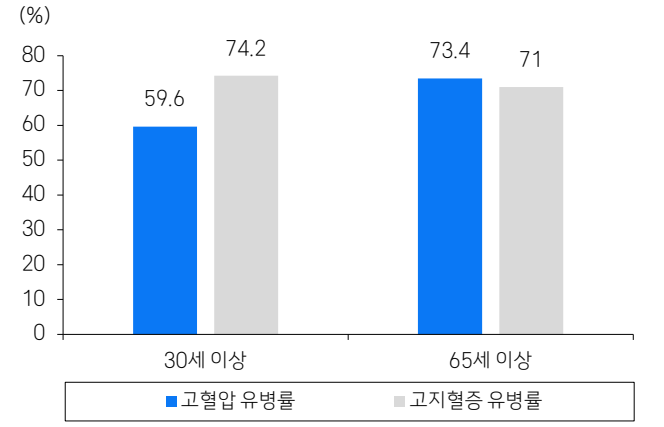
국내 주요 P-CAB 제제 처방액 추이



자료: 언론 보도 종합, 삼성증권

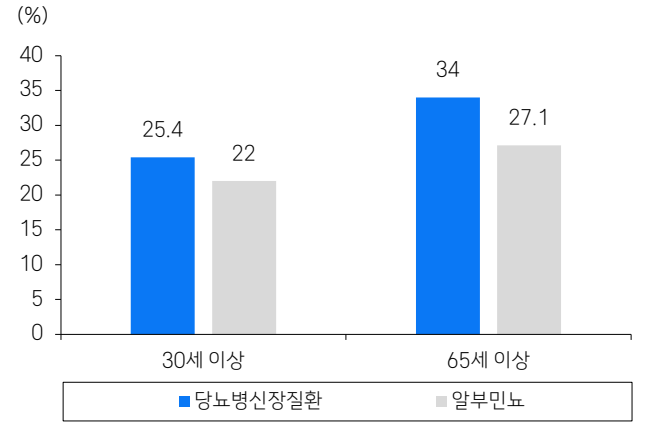
두번째 핵심 파이프라인은 2형 당뇨치료제인 엔블로(SGLT-2 억제제, 이나보글리플로진)다. 2023년 국내 출시되어 2023년 매출 46억원에서 2024년 115억원으로 가파른 성장을 보여주고 있다. 이미 국내외 제약사로부터 다수의 약품이 출시되어 있는 당뇨치료제 시장이지만, 엔블로는 단독 요법 및 단일제제 뿐만 아니라 메트포르민, DPP-4 3제 병용 적응증 확대 및 메트포르민 복합제 '엔블로멧' 출시 등 공격적으로 시장 저변을 넓혀가는 중이다. 대부분의 당뇨 환자가 심혈관 질환(30세 이상 당뇨 환자 중 고혈압 60%, 고지혈증 74%) 및 신장질환(30세 이상 당뇨환자 중 신장 질환 25%) 등의 합병증이 동반되어 있는데, 신장에서의 포도당 재흡수를 막는 기전을 보유한 SGLT-2 억제제는 다른 약품과의 병용 가능 여부가 중요하다고 볼 수 있다.

당뇨 환자 중 심혈관 질환 비율



자료: 대한당뇨병학회(2024), 삼성증권

당뇨 환자 중 신장 질환 비율

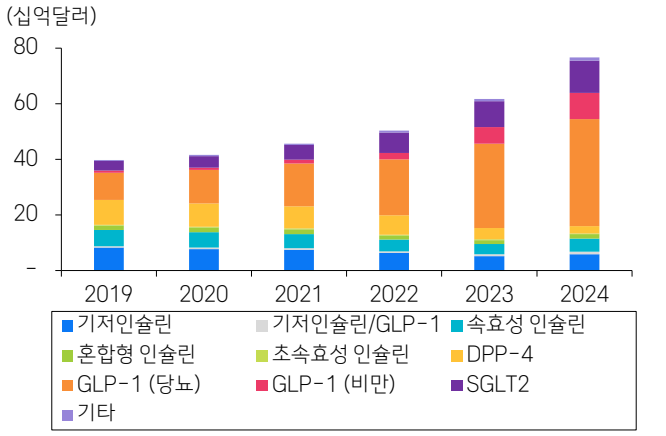


자료: 대한당뇨병학회(2023), 삼성증권

현재 비만 치료제로써의 확장으로 가장 가파르게 시장이 커지고 있는 GLP-1 수용체 작용제를 제외한다면, SGLT-2 억제제는 향후 가장 비중 있게 성장할 당뇨치료제로 전망되고 있는 상황인 만큼 대웅제약의 차기 성장 원동력이 될 것으로 전망된다. 엔블로의 개발 및 출시와 동시에 기존 유통 의약품 중 아스트라제네카(AZN LN/AZN US)의 SGLT2 억제제 포시가(다파글리플로진)가 국내에서의 특허만료와 함께 2023년을 끝으로 한국 시장에서 철수하며 일시적으로 매출 공백(2023년 매출 955억원 기록)이 발생하는 것은 아쉬우나, OPM이 5% 수준이었던 점을 고려한다면 자체 개발 품목의 매출로 대체되어 가는 만큼 전사 마진 개선에 더 기여할 수 있다.

유비스트에 따르면 2024년 주요 SGLT-2억제제 처방 규모는 약 1,600억원 수준으로, 베링거인겔하임(자디앙 등), 아스트라제네카(직듀오, 큐턴, 사다프비아)와 같은 외국계 제약사들이 처방 상위권을 점유하고 있었지만 다수 제품들의 국내 철수 이후 단일제제로는 현재 자디앙과 엔블로만이 남은 상황이다. 엔블로의 기존 포시가 복용 환자를 대상으로 전환 임상에서의 효과를 입증한 유일한 약제인 점이 경쟁력으로 손꼽히며, 병용 투약, 복합제제 출시를 다방면으로 진행 중인 만큼 빠르게 시장 지배력을 확대할 것으로 전망된다.

글로벌 당뇨병 치료제 시장 규모 추이



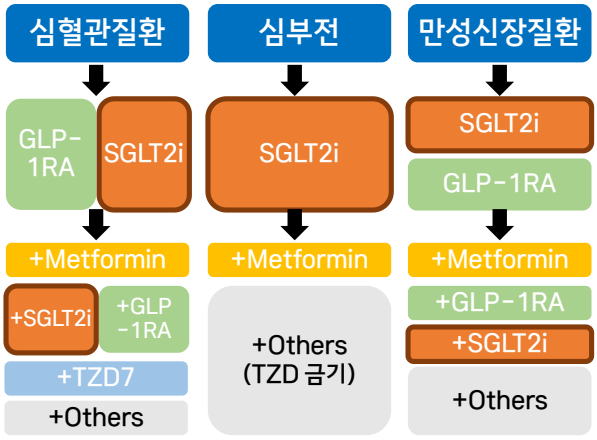
자료: Bloomberg, 삼성증권 정리

엔블로 적응증 개발 현황

	적응증	1상	2상	3상	허가/출시
당뇨	단독			국내, 에콰도르, 태국, 필리핀	
	메트포르민 병용			국내, 에콰도르, 태국, 필리핀	
				중국	
	메트포르민 +DPP4 3제 병용				국내
	인슐린 2제 병용			국내	
	메트포르민 복합제				국내
	제미글로 복합제			국내	
중등증 신장애				국내	
당뇨성 망막병증		국내			

자료: 대웅제약, 삼성증권

당뇨 합병증 대상 복합 처방 증가 추세



자료: 대웅제약, 삼성증권 정리

국내 당뇨병 치료제 급여 기준

구분		Metformin	Sulfonylurea	Meglitinide	α-glucosidase inhibitor	Thiazolidinedione	DPP-IV inhibitor	SGLT-2			
								Dapagliflozin	Ipragliflozin	Empagliflozin	Ertugliflozin
Metformin			인정	인정	인정	인정	인정	인정	인정	인정	인정
Sulfonylurea		인정		X	인정	인정	인정	인정	인정	인정	인정
Meglitinide		인정	X		인정	인정	X	X	X	X	X
α-glucosidase inhibitor		인정	인정	인정		X	X	X	X	X	X
Thiazolidinedione		인정	인정	인정	X		X	X	X	X	X
DPP-IV inhibitor		인정	인정	X	X	X		X	X	X	X
SGLT2	Dapagliflozin	인정	인정	X	X	X	X		X	X	X
	Ipragliflozin	인정	인정	X	X	X	X	X		X	X
	Empagliflozin	인정	인정	X	X	X	X	X	X		X
	Ertugliflozin	인정	인정	X	X	X	X	X	X	X	

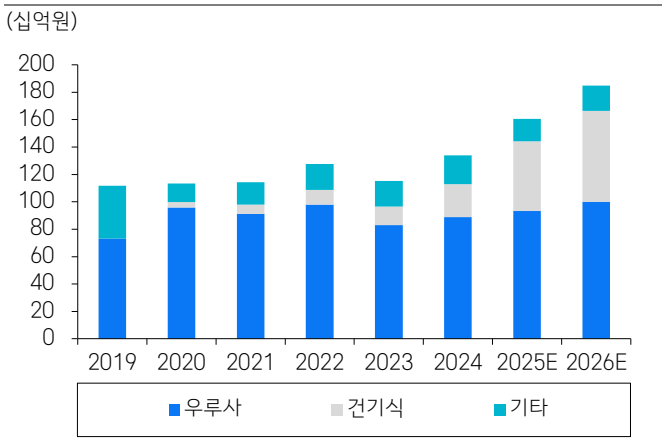
자료: 보건복지부, 삼성증권

채널 다변화를 통해 성장하는 OTC 사업부 (우루사, 건기식)

OTC 사업부는 처방의약품만큼 품목이 다양하진 않지만, 대표 제품인 우루사, 임팩타민, 베아제 등을 필두로 하여 연간 매출 800억원 이상을 기록하고 있으며, 최근에는 에너씨슬(밀크씨슬), 세노메가(오메가3) 등의 건기식 매출이 2022년 109억원, 2023년 135억원, 2024년에는 221억원으로 급격히 성장 중이다. 건기식 매출의 급속한 성장 배경에는 2024년 상반기 총 26종의 건기식을 입점시킨 대표적인 소매채널인 다이소가 있다. 위치기술/데이터 전문기업 '로플랫'의 데이터에 따르면, 2024년 다이소 방문자 수는 약 273만명으로 2023년 대비 약 59% 성장하며 국내 대표적인 소매채널로 자리 잡게 되었다.

업계에서는 기존 건기식의 주요 유통 채널이었던 약국의 경우 일반 소매 채널에서 구매 가능한, 소비자가 쉽게 고를 수 있는 '저관여 제품'보다는 약사의 적극적인 관리가 필요한 '고관여 제품'에 대해 적극 공략하면서 시장이 이원화될 것으로 전망하고 있는 만큼, 우루사와 같은 기존 핵심 제품의 경우 약국 채널, 신규 건기식들의 경우 일반 소매 채널에서의 성장을 통해 OTC 사업부문은 2025년 매출 1,606억원(+19.8% y-y), 2026년 1,847억원(+15.0% y-y)으로 성장 전망된다.

OTC 사업부문 매출 추이 및 전망



자료: 대웅제약, 삼성증권 추정

우루사, 임팩타민 & 다이소 건기식

자료: 대웅제약, 데일리팜

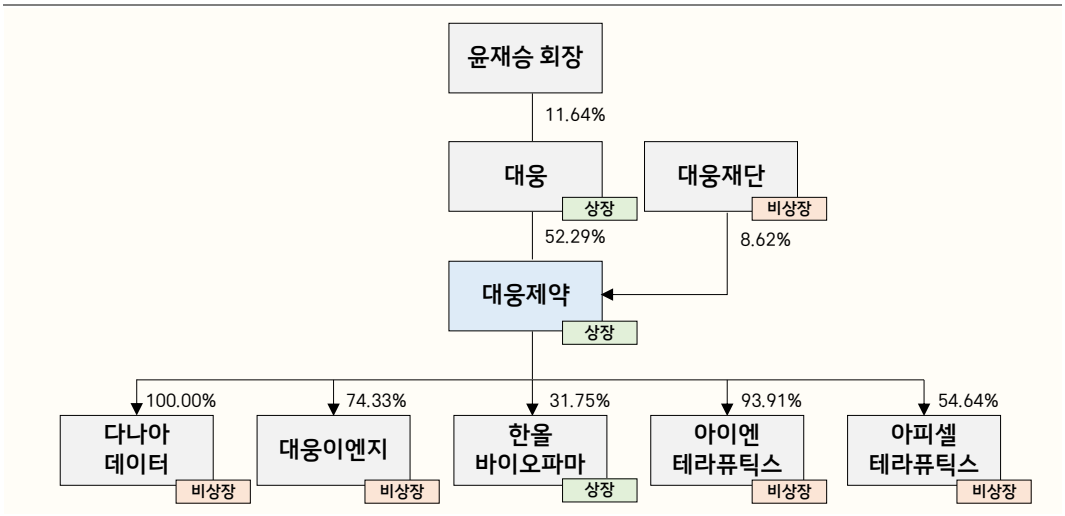
기업 개요

대웅제약은 국내 대표적인 전통제약사로, 2002 년 모회사인 대웅의 사업부문을 인적 분할하여 설립되어, 같은 해에 유가증권시장에 상장하였다. 의약품 제조 및 판매를 주요 사업으로 영위하고 있으며, 나보타, 우루사, 펙수클루, 엔블로, 임팩타민 등의 대표 제품을 보유하고 있다. 상장 이후 오랜 업력을 토대로 내수 시장에 기 허가 받은 전문의약품 판매/유통을 통해 실적을 성장시켜왔으나, 2014 년 보툴리눔톡신 나보타 출시를 통해 본격적인 고마진 수출 사업을 시작했으며, 자회사 한올바이오파마(2015 년 투자)에서는 2017 년 핵심 파이프라인 HL161 에 대한 라이선스 아웃을 진행하며 본격적인 글로벌 신약 개발 모멘텀 또한 확보했다. 자체 개발 파이프라인인 펙스클루(P-CAB 제제), 엔블로(SGLT2 억제제) 등 국내 시장에서도 신약 출시를 통해 정체되어 있던 내수 성장의 동력을 확보한 상황이다.

이는 글로벌 제약사인 애브비의 성장 궤도와 매우 유사하다. 시가총액 600 조원 수준의 대형 제약사인 애브비(ABBV US)는 애보트 래보라토리(ABT US)의 제약사업부가 스핀오프하여 2013 년 설립되었으며, 자가면역질환 치료제인 Humira 의 매출을 통해 성장을 구가하던 기업으로, 2023 년 Humira 의 특허 만료 시기가 다가오자 이를 대체할 신제품 출시뿐만 아니라 차세대 성장 동력으로 Botox, Juvederm, Coolsculpting 등의 프랜차이즈를 보유한 의료미용 기업인 엘러간을 인수(2019 년, 73 조원)하여 기존 처방의약품 시장에서 의료미용 시장으로 사업을 확장, 매출 및 밸류에이션 상승을 동시에 달성한 바 있다. 현재 전사 실적을 견인 중인 핵심 제품군(자가면역질환 치료제, 신경학) 뿐만 아니라, 비만치료제, 항암제, 안과질환 치료제 등 활발한 R&D 를 진행 중인 점 또한 유사하다고 볼 수 있다.

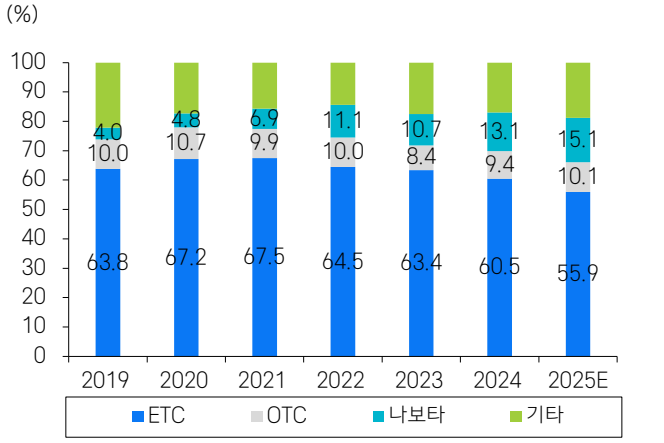
대웅제약 또한 1) 내수 시장에서의 지배적 입지(전문의약품 분야), 2) 신사업을 통한 수출 시장 확장 및 마진 상승 모멘텀, 3) 중장기 성장을 위한 R&D 모멘텀 풍부, 4) 활발한 오픈이노베이션을 통한 중장기 성장 모멘텀 확보(한올바이오파마, 씨어스테크놀로지, 인벤티지랩 등)를 통해 지속 가능한 성장을 실현 중이다.

대웅제약 지배구조(핵심 자회사 중심)



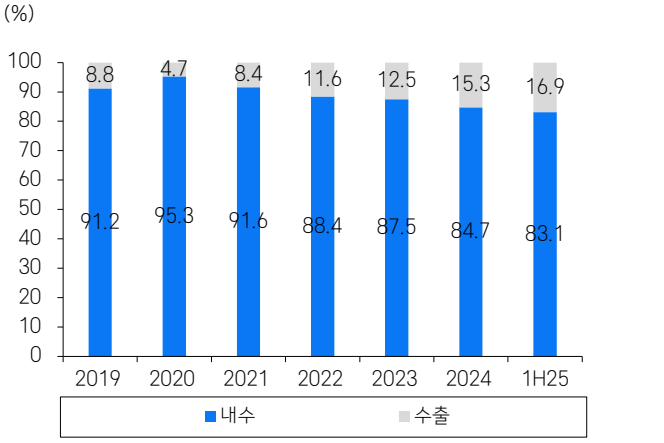
자료: 대웅제약, 삼성증권

대웅제약 사업부문별 비중 추이 및 전망



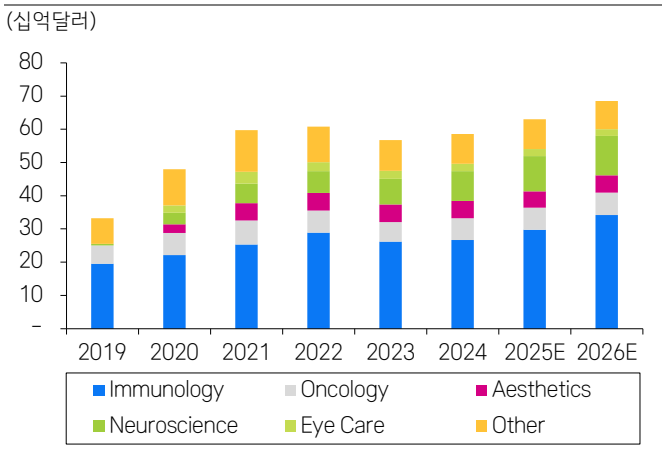
자료: 대웅제약, 삼성증권 추정

대웅제약 지역별 비중 추이



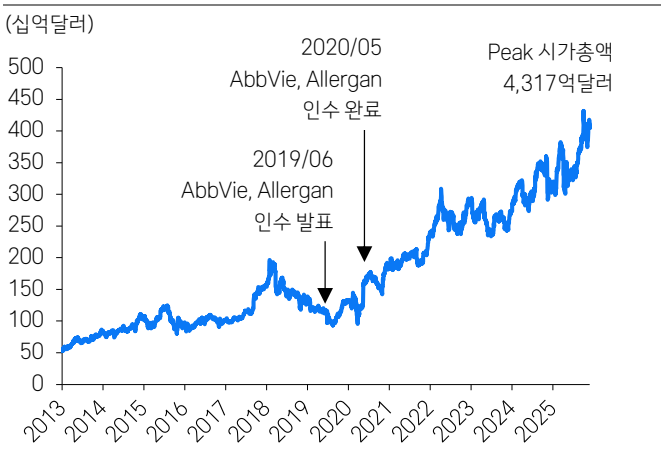
자료: 대웅제약, 삼성증권 추정

애브비 부문별 매출 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 삼성증권

애브비 시가총액 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

리스크 및 재무상태

2026년 중 톡신 균주 관련 국내 민사 2심 결과에 따라 주가 변동성 발생 가능하며, 파트너사 에볼러스(EOLS US)의 글로벌 사업은 해당 결과에 영향 받지 않는다는 합의가 존재하는 만큼 리스크 확대 가능성은 제한적이다. 재무적으로는 3Q25 기준 부채비율 125%, 유동비율 115% 수준으로 최근 2년간 대규모 Capex(나보타 3공장, 마곡 C&D 사옥)를 위해 회사채 발행 진행(2024년 1,950억원, 2025년 1,400억원)하며 부채 규모 커졌으나 2026년 모두 완공 예정인만큼 이후 영업현금흐름 상승과 회사채 발행 규모 축소 등으로 재무 구조는 점진적으로 개선될 것으로 전망된다.

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**1,375**	**1,423**	**1,585**	**1,709**	**1,891**
매출원가	687	689	751	798	874
매출총이익	**688**	**734**	**834**	**911**	**1,017**
(매출총이익률, %)	50.0	51.6	52.6	53.3	53.8
판매 및 일반관리비	566	586	634	684	739
영업이익	**123**	**148**	**200**	**226**	**278**
(영업이익률, %)	8.9	10.4	12.6	13.3	14.7
영업외손익	**-1**	**-91**	**-33**	**-10**	**-8**
금융수익	13	18	11	4	8
금융비용	29	42	29	14	16
지분법손익	-2	13	-2	0	0
기타	17	-80	-14	0	0
세전이익	**122**	**57**	**167**	**217**	**270**
법인세	2	33	18	21	26
(법인세율, %)	1.6	58.7	10.6	9.8	9.5
계속사업이익	120	23	149	195	245
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	**120**	**23**	**149**	**195**	**245**
(순이익률, %)	8.7	1.6	9.4	11.4	12.9
지배주주순이익	122	25	147	191	240
비지배주주순이익	-2	-1	2	4	5
EBITDA	166	197	249	277	343
(EBITDA 이익률, %)	12.1	13.8	15.7	16.2	18.1
EPS (지배주주)	10,507	2,135	12,683	16,525	20,683
EPS (연결기준)	10,357	2,015	12,857	16,861	21,104
수정 EPS (원)*	10,507	2,135	12,683	16,525	20,683

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	**575**	**613**	**626**	**999**	**1,401**
현금 및 현금등가물	112	103	142	467	812
매출채권	138	161	162	178	198
재고자산	242	256	236	260	288
기타	84	93	86	94	104
비유동자산	**1,195**	**1,364**	**1,548**	**1,551**	**1,517**
투자자산	207	184	173	177	181
유형자산	518	656	826	840	813
무형자산	297	347	368	355	342
기타	173	177	181	181	181
자산총계	**1,770**	**1,977**	**2,174**	**2,550**	**2,918**
유동부채	**696**	**629**	**560**	**649**	**615**
매입채무	101	83	79	87	96
단기차입금	167	206	103	103	103
기타 유동부채	427	340	378	459	415
비유동부채	**162**	**421**	**568**	**666**	**831**
사채 및 장기차입금	65	324	481	571	725
기타 비유동부채	97	96	86	95	105
부채총계	**858**	**1,050**	**1,128**	**1,315**	**1,446**
지배주주지분	**767**	**795**	**921**	**1,105**	**1,338**
자본금	29	29	29	29	29
자본잉여금	149	150	149	149	149
이익잉여금	619	636	776	960	1,193
기타	-30	-20	-33	-33	-33
비지배주주지분	**145**	**132**	**125**	**129**	**134**
자본총계	**912**	**927**	**1,046**	**1,234**	**1,472**
순부채	355	576	644	472	217

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동에서의 현금흐름	**136**	**51**	**178**	**233**	**293**
당기순이익	120	23	149	195	245
현금유출입이없는 비용 및 수익	59	171	107	82	98
유형자산 감가상각비	33	36	36	38	52
무형자산 상각비	11	13	13	13	13
기타	15	122	57	31	33
영업활동 자산부채 변동	-21	-83	-53	-14	-17
투자활동에서의 현금흐름	**-166**	**-265**	**-170**	**-52**	**-28**
유형자산 증감	-108	-155	-121	-51	-26
장단기금융자산의 증감	8	-2	-6	-1	-2
기타	-66	-108	-43	-0	0
재무활동에서의 현금흐름	**39**	**201**	**102**	**148**	**84**
차입금의 증가(감소)	23	215	113	154	91
자본금의 증가(감소)	28	1	-1	0	0
배당금	-7	-8	-8	-7	-7
기타	-4	-7	-3	0	0
현금증감	9	-9	39	325	345
기초현금	103	112	103	142	467
기말현금	112	103	142	467	812
Gross cash flow	**179**	**194**	**256**	**277**	**343**
Free cash flow	**27**	**-104**	**57**	**182**	**267**

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2023	2024	2025E	2026E	2027E
증감률 (%)					
매출액	7.4	3.4	11.4	7.9	10.6
영업이익	28.0	20.7	35.1	13.3	22.6
순이익	206.4	-80.5	538.1	31.1	25.2
수정 EPS**	188.2	-79.7	494.1	30.3	25.2
주당지표					
EPS (지배주주)	10,507	2,135	12,683	16,525	20,683
EPS (연결기준)	10,357	2,015	12,857	16,861	21,104
수정 EPS**	10,507	2,135	12,683	16,525	20,683
BPS	66,686	69,061	80,025	96,065	116,292
DPS (보통주)	600	600	600	600	600
Valuations (배)					
P/E***	11.1	59.2	13.8	10.6	8.5
P/B***	1.8	1.8	2.2	1.8	1.5
EV/EBITDA	11.1	11.0	11.2	9.5	7.0
비율					
ROE (%)	17.7	3.2	17.1	18.9	19.6
ROA (%)	7.2	1.2	7.2	8.3	8.9
ROIC (%)	12.8	5.4	13.1	13.9	17.1
배당성향 (%)	5.7	27.9	4.7	3.6	2.9
배당수익률 (보통주, %)	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3
순부채비율 (%)	38.9	62.2	61.6	38.3	14.7
이자보상배율 (배)	9.0	21.2	16.5	16.2	17.6

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
*** P/E, P/B는 지배주주기준
자료: 대웅제약, 삼성증권 추정

COMPANY UPDATE

2025. 11. 28

Innovation팀

정동희 Analyst
donghee1009.jeong@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

휴젤 (145020)

바닥부터 차근차근 올라갈 2026년

- 높은 영업이익률 달성 과정에서 상실된 외형 성장성으로 주가 부진 장기화.
- 목표주가 31만원으로 하향, 투자의견 BUY 유지: 과거 규제 이슈로 내수 부진이 이어지던 멀티플 적용하여 목표주가 하향. 체급 회복과 사업 확장 모멘텀 필요.

WHAT'S THE STORY?

양날의 검으로 작용한 수익성 중심 성장 전략: 휴젤은 2022년 GS컨소시엄으로 최대주주 변경 이후 주력 품목인 톡신의 해외 대형 시장(미국/중국/유럽/브라질 등) 확장과 그에 수반되는 필러의 번들링 매출의 안정적 성장, 그리고 마케팅/R&D 비용 절감을 통해 40% 이상의 고마진 상태 유지. 그러나 2H24 미국 진출 모멘텀이 실적으로 가시화되며 밸류에이션상 추가적인 업사이드 창출을 위한 성장 동력 공백 발생, 또한 업종 내, 업종 간 수급 이동 겹치며 현재 약 5개월에 걸친 매도 추세 지속 중. 본업 성장성 회복 외에도 적극적인 사업 확장 계획이 필요한 상황.

목표주가 31만원으로 하향, 투자의견 BUY 유지: 톡신/필러 내수 매출 하향 조정 및 신규 임원(국내/글로벌 CEO) 선임과 함께 주식보상비용(분기 약 40억원)반영하여 2025E, 2026E 영업이익 추정치 각각 10.2%, 16.3% 하향, 과거 국가출하승인 지연 이슈로 내수 부진이 이어지던 시기(4Q21)의 멀티플(12MF EV/EBITDA 11x) 적용하여 목표주가 31만원으로 하향. 중장기적으로 1) 분기 200억원 수준의 내수 톡신 회복과, 2) 수출 상승에 따른 실적 안정화가 우선이며, 국내/글로벌 CEO 선임 완료된 상황에서 1H26중 3) 국내에서의 품목 확장(코프로모션, L/I 등), 해외 M&A 모멘텀 가시화가 리레이팅의 핵심이 될 것.

사업 전략 다각화 및 고환율 효과로 점진적 회복이 나타날 2026년: 3분기 저점을 기준으로 점진적인 내수 회복 및 주요 수출국(미국/중국/브라질) 선적 지속과 함께 4Q25E 매출 1,076억원, 영업이익 490억원 전망하며, 국내외 전략 구체화와 함께 수출 비중 상승(2025E 63.5% → 2026E 66.3%)으로 고환율 수혜가 지속될 2026년 매출 4,726억원(+14.2% y-y), 영업이익 2,260억원(+17.7% y-y) 전망.

(다음 페이지에 계속)

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2024	2025E	2026E	2027E
매출액 (십억원)	373	414	473	536
영업이익 (십억원)	166	192	226	262
순이익 (십억원)	143	149	192	225
EPS (adj) (원)	10,985	11,470	15,085	17,656
EPS (adj) growth (%)	46.1	4.4	31.5	17.0
EBITDA margin (%)	48.6	51.1	51.8	52.1
ROE (%)	17.5	16.4	18.0	17.7
P/E (adj) (배)	25.5	19.2	14.6	12.5
P/B (배)	3.8	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA (배)	17.6	10.5	8.3	6.4
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 휴젤, 삼성증권 추정

▶ 종목 정보

BUY

목표주가	310,000원 40.9%
현재주가	220,000원
시가총액	2.7조원
주식수 (유동주식 비중)	12,304,033주 (44.1%)
52주 최저/최고	214,000원/388,000원
60일-평균거래대금	203.3억원

▶ 수익률

	1개월	6개월	12개월
휴젤 (%)	-16.0	-39.2	-19.1
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	-13.9	-49.8	-36.4

▶ 주요 전망치 변화

(원)	신규	기존	증감
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	310,000	420,000	-26.1%
2025E EPS	11,470	12,854	-10.8%
2026E EPS	15,085	17,644	-14.5%

▶ 컨센서스

커버 증권사 수	11
목표주가	384,545
추천 점수	4.0

※ 추천점수: 4 이상 → BUY, 3 → HOLD, 2 이하 → SELL

휴젤 밸류에이션 (기존)

(십억원)	내용	비고
12MF EBITDA (A)	266.6	3Q25E~2Q26E
Target EV/EBTIDA (배, B)	14.8	
영업 가치 (C = AxB)	3,951	
순부채 (D)	-532	
자본 가치 (C-D)	4,483	
주식 수 (천 주)	10,760	
주당 가치 (원)	416,639	
목표주가 (원)	420,000	

참고: * 메디톡스/파마리서치/클래시스
Galderma사의 경우 휴젤과 12MF EV/EBITDA의 최근 3개월 상관관계가 낮아(0.1 미만) peer에서 제외
자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

휴젤 밸류에이션 (신규)

(십억원)	내용	비고
12MF EBITDA (A)	252.2	4Q25E~3Q26E
Target EV/EBTIDA (배, B)	11.0	4Q21 12MF EV/EBITDA*
영업 가치 (C = AxB)	2,774	
순부채 (D)	-518	
자본 가치 (C-D)	3,292	
주식 수 (천 주)	10,760	
주당 가치 (원)	305,972	
목표주가 (원)	310,000	

참고: * 국가출하승인 지연으로 내수 부진 지속되던 시기
자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

휴젤 실적 추이 및 추정 (연결)

(십억원)	2024	2025E	2026E	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
매출액	**373.1**	**413.7**	**472.6**	**74.3**	**95.4**	**105.1**	**98.2**	**89.8**	**110.3**	**105.9**	**107.6**	**112.0**	**117.1**	**117.4**	**126.1**
톡신	203.3	221.6	265.4	34.3	51.0	64.7	53.2	40.7	61.2	60.2	59.5	62.5	66.5	67.1	69.3
국내	82.1	69.8	71.9	17.2	20.3	22.8	21.9	19.5	19.0	14.6	16.7	16.8	18.7	17.6	18.8
수출	121.2	151.8	193.5	17.1	30.8	41.9	31.4	21.3	42.2	45.6	42.8	45.6	47.8	49.6	50.5
필러	127.6	131.1	140.0	29.3	36.5	29.9	31.9	34.4	34.1	30.2	32.3	32.6	35.9	34.2	37.4
국내	29.1	20.1	20.3	6.4	9.5	6.5	6.7	7.2	6.4	3.2	3.2	4.7	5.7	4.1	5.8
수출	98.6	111.0	119.8	22.9	27.0	23.4	25.3	27.2	27.7	27.0	29.1	27.9	30.2	30.1	31.5
화장품	36.8	56.7	62.4	9.5	6.6	9.0	11.7	13.2	13.6	14.9	15.0	15.3	13.2	15.4	18.5
기타	5.4	4.3	4.8	1.3	1.3	1.5	1.3	1.5	1.4	0.6	0.8	1.7	1.5	0.7	0.9
매출총이익	**287.2**	**320.4**	**375.2**	**57.1**	**71.5**	**82.9**	**75.7**	**69.0**	**86.6**	**81.7**	**83.1**	**88.8**	**93.1**	**93.5**	**99.8**
영업이익	**166.2**	**192.1**	**226.0**	**24.0**	**42.4**	**53.4**	**46.5**	**39.0**	**56.7**	**47.4**	**49.0**	**53.1**	**58.0**	**56.7**	**58.3**
세전이익	**165.2**	**197.2**	**242.8**	**29.4**	**47.5**	**53.0**	**35.3**	**41.1**	**53.3**	**51.1**	**52.4**	**56.7**	**61.9**	**61.1**	**63.0**
지배주주순이익	**135.8**	**142.4**	**185.6**	**20.8**	**34.8**	**40.3**	**40.0**	**29.1**	**36.4**	**36.8**	**40.1**	**43.4**	**47.4**	**46.7**	**48.2**
전년 대비 (%)															
매출액	***16.7***	***10.9***	***14.2***	***15.4***	***17.0***	***23.9***	***10.5***	***20.9***	***15.5***	***0.8***	***9.6***	***24.7***	***6.2***	***10.9***	***17.1***
톡신	*20.2*	*9.0*	*19.7*	*10.7*	*17.6*	*41.0*	*9.0*	*18.8*	*20.0*	*-7.0*	*11.8*	*53.4*	*8.6*	*11.5*	*16.5*
국내	*-0.2*	*-15.0*	*3.0*	*7.0*	*-16.9*	*5.3*	*8.3*	*13.2*	*-6.0*	*-36.1*	*-23.5*	*-13.5*	*-1.9*	*20.6*	*12.6*
수출	*39.6*	*25.3*	*27.4*	*14.6*	*62.0*	*72.9*	*9.6*	*24.4*	*37.1*	*8.9*	*36.3*	*114.6*	*13.3*	*8.7*	*18.0*
필러	*8.3*	*2.7*	*6.9*	*12.1*	*20.0*	*-4.4*	*6.4*	*17.5*	*-6.5*	*1.1*	*1.1*	*-5.4*	*5.1*	*13.2*	*15.7*
국내	*-5.6*	*-31.0*	*1.0*	*-5.5*	*12.0*	*-19.2*	*-11.2*	*12.6*	*-32.1*	*-50.3*	*-52.4*	*-35.3*	*-11.7*	*26.2*	*83.2*
수출	*13.3*	*12.6*	*7.9*	*18.2*	*23.1*	*0.7*	*12.3*	*18.9*	*2.5*	*15.4*	*15.2*	*2.5*	*9.1*	*11.7*	*8.4*
화장품	*37.3*	*54.1*	*10.0*	*50.8*	*10.0*	*36.4*	*48.1*	*38.9*	*106.1*	*65.6*	*28.3*	*16.1*	*-2.9*	*3.4*	*22.9*
기타	*-10.8*	*-20.0*	*10.0*	*32.9*	*-26.9*	*36.4*	*-40.9*	*15.4*	*7.7*	*-60.0*	*-36.9*	*10.0*	*10.0*	*10.0*	*10.0*
매출총이익	*16.7*	*11.6*	*17.1*	*14.0*	*13.7*	*25.2*	*13.0*	*20.9*	*21.2*	*-1.4*	*9.8*	*28.6*	*7.4*	*14.5*	*20.1*
영업이익	*41.1*	*15.5*	*17.7*	*29.5*	*51.6*	*54.5*	*26.4*	*62.6*	*33.6*	*-11.2*	*5.6*	*36.2*	*2.3*	*19.6*	*18.9*
세전이익	*23.9*	*19.4*	*23.1*	*21.1*	*53.8*	*-1.2*	*44.2*	*39.7*	*12.2*	*-3.6*	*48.5*	*38.1*	*16.3*	*19.5*	*20.2*
지배주주순이익	*45.9*	*4.8*	*30.4*	*27.1*	*64.7*	*2.2*	*146.7*	*39.7*	*4.7*	*-8.6*	*0.3*	*49.2*	*30.0*	*26.9*	*20.2*
마진 (%)															
매출총이익률	**77.0**	**77.4**	**79.4**	**76.8**	**74.9**	**78.8**	**77.1**	**76.8**	**78.6**	**77.1**	**77.2**	**79.3**	**79.5**	**79.7**	**79.2**
영업이익률	**44.6**	**46.4**	**47.8**	**32.2**	**44.5**	**50.8**	**47.3**	**43.4**	**51.4**	**44.8**	**45.6**	**47.4**	**49.5**	**48.3**	**46.3**
세전이익률	**44.3**	**47.7**	**51.4**	**39.6**	**49.8**	**50.4**	**35.9**	**45.7**	**48.3**	**48.3**	**48.7**	**50.6**	**52.9**	**52.0**	**50.0**
지배순이익률	**36.4**	**34.4**	**39.3**	**28.0**	**36.4**	**38.3**	**40.7**	**32.4**	**33.0**	**34.8**	**37.2**	**38.7**	**40.4**	**39.8**	**38.2**

자료: 휴젤, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**320**	**373**	**414**	**473**	**536**
매출원가	74	86	93	97	108
매출총이익	**246**	**287**	**320**	**375**	**427**
(매출총이익률, %)	77.0	77.0	77.5	79.4	79.8
판매 및 일반관리비	128	121	128	149	166
영업이익	**118**	**166**	**192**	**226**	**262**
(영업이익률, %)	36.8	44.6	46.4	47.8	48.8
영업외손익	**15**	**-1**	**5**	**17**	**23**
금융수익	42	25	15	18	24
금융비용	15	5	7	1	1
지분법손익	-0	-0	0	0	0
기타	-12	-21	-3	0	0
세전이익	**133**	**165**	**197**	**243**	**284**
법인세	36	22	49	51	60
(법인세율, %)	26.7	13.3	25.0	21.0	21.0
계속사업이익	98	143	149	192	225
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	**98**	**143**	**149**	**192**	**225**
(순이익률, %)	30.5	38.4	35.9	40.6	41.9
지배주주순이익	93	136	142	186	217
비지배주주순이익	5	7	6	6	7
EBITDA	132	181	211	245	279
(EBITDA 이익률, %)	41.2	48.6	51.1	51.8	52.1
EPS (지배주주)	7,517	10,985	11,470	15,085	17,656
EPS (연결기준)	7,887	11,578	11,968	15,590	18,246
수정 EPS (원)*	7,517	10,985	11,470	15,085	17,656

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	**568**	**523**	**680**	**902**	**1,151**
현금 및 현금등가물	106	130	559	762	999
매출채권	44	48	53	62	68
재고자산	34	43	47	55	60
기타	383	302	22	23	24
비유동자산	**361**	**417**	**400**	**383**	**367**
투자자산	23	30	24	26	28
유형자산	135	151	145	132	120
무형자산	182	196	191	186	181
기타	21	40	39	39	39
자산총계	**929**	**939**	**1,080**	**1,285**	**1,518**
유동부채	**57**	**61**	**75**	**88**	**97**
매입채무	3	4	5	6	7
단기차입금	0	0	0	0	0
기타 유동부채	54	57	70	82	90
비유동부채	**92**	**38**	**38**	**39**	**39**
사채 및 장기차입금	89	25	25	25	25
기타 비유동부채	3	13	13	14	14
부채총계	**150**	**99**	**113**	**127**	**136**
지배주주지분	**747**	**804**	**936**	**1,122**	**1,339**
자본금	6	7	7	7	7
자본잉여금	327	394	437	437	437
이익잉여금	936	1,071	1,162	1,348	1,565
기타	-523	-668	-669	-669	-669
비지배주주지분	**32**	**37**	**30**	**36**	**43**
자본총계	**780**	**841**	**966**	**1,158**	**1,382**
순부채	-386	-377	-518	-720	-956

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동에서의 현금흐름	**118**	**149**	**159**	**205**	**238**
당기순이익	98	143	149	192	225
현금유출입이없는 비용 및 수익	43	48	66	53	54
유형자산 감가상각비	9	10	14	13	12
무형자산 상각비	4	5	6	6	5
기타	29	33	47	34	37
영업활동 자산부채 변동	-2	-19	-17	-6	-4
투자활동에서의 현금흐름	**43**	**42**	**276**	**-1**	**-1**
유형자산 증감	-24	-12	-6	0	0
장단기금융자산의 증감	47	82	287	-1	-1
기타	20	-28	-5	0	0
재무활동에서의 현금흐름	**-187**	**-172**	**-4**	**1**	**1**
차입금의 증가(감소)	-27	-53	0	1	1
자본금의 증가(감소)	-0	67	43	0	0
배당금	-0	0	0	0	0
기타	-160	-186	-46	0	0
현금증감	-26	24	428	203	237
기초현금	132	106	130	559	762
기말현금	106	130	559	762	999
Gross cash flow	**141**	**191**	**215**	**245**	**279**
Free cash flow	**94**	**137**	**153**	**205**	**238**

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2023	2024	2025E	2026E	2027E
증감률 (%)					
매출액	13.5	16.7	10.9	14.3	13.3
영업이익	16.2	41.1	15.5	17.7	15.7
순이익	60.9	46.6	3.8	29.1	17.0
수정 EPS**	62.4	46.1	4.4	31.5	17.0
주당지표					
EPS (지배주주)	7,517	10,985	11,470	15,085	17,656
EPS (연결기준)	7,887	11,578	11,968	15,590	18,246
수정 EPS**	7,517	10,985	11,470	15,085	17,656
BPS	70,885	74,668	86,707	103,898	124,018
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	19.9	25.5	19.2	14.6	12.5
P/B***	2.1	3.8	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA	11.4	17.6	10.5	8.3	6.4
비율					
ROE (%)	12.1	17.5	16.4	18.0	17.7
ROA (%)	9.9	15.3	14.7	16.2	16.0
ROIC (%)	25.1	38.5	37.2	47.7	57.1
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율 (%)	-49.5	-44.9	-53.6	-62.2	-69.2
이자보상배율 (배)	40.1	141.1	181.4	158.0	177.4

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
*** P/E, P/B는 지배주주기준
자료: 휴젤, 삼성증권 추정

COMPANY UPDATE

2025. 11. 28

Innovation팀

정동희 Analyst
donghee1009.jeong@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

넥스트바이오메디컬 (389650)

실적은 실적대로, 모멘텀은 모멘텀대로

- 넥스파우더를 통한 수익성 경영 전환 및 차세대 파이프라인인 넥스피어-F와 넥스피어 개발 순항하며 지속적인 모멘텀 창출 중.

WHAT'S THE STORY?

순항 중인 넥스파우더: 내시경 출혈 지혈재 넥스파우더의 수출 성장과 함께(3Q25 43억원, +151.3% y-y, +24.6 % q-q) 전사 매출 49억원(+125.1% y-y, +24.2% y-y), 영업이익 4억원(흑전 y-y) 기록하며 지난 2분기 최초 흑자전환 이후 수익성 경영 기조 지속. 메드트로닉을 통해 미국/유럽에서 각각 월 40~50만달러 수준의 선적이 지속되고 있으며, 지난 9월부터는 보험급여 등재된 일본에서도 정식 판매 중. 메드트로닉 최근 2Q FY2026 실적발표에서는 내시경 부문에서 넥스파우더로 인한 사업부 매출의 HSD 성장 최초 언급한 바 있으며, 2024년부터 진행 중인 시판 후 임상(미국, 278명)은 2026년 8월 종료 및 해당 임상 결과를 통해 주요 내시경 출혈 시 표준치료법 가이드라인 등재 기대.

안주하지 않고 차세대 파이프라인 개발까지: 지난 10월 속분해성 관절염 색전 치료재 넥스피어-F의 미국 임상 첫 환자 등록 시작, 지난 3월 FDA BDD(혁신의료기기 지정), 5월 CMS IDE Category B 승인 및 FDA TAP(제품 전 생애주기 자문 프로그램) 승인으로 임상 참여 병원 비용 절약 및 임상 허가-상용화-보험 등재 전 과정 단축되어 1H26E 중 환자 모집, 2027E 허가 목표하며 환자 모집이 완료되는 시기까지 미국 파트너사 선정 완료 목표. 이미 허가 획득한 국내와 유럽에서는 시판 후 임상 진행하며 관절염 통증 완화 효과 입증 중으로 임상 데이터 발표에 따른 사용처 확대 가능. 이외에도 기존 국내 판매 중인 간암 및 자궁근종 색전 치료제 넥스피어는 FDA pre-sub(허가 신청 전 사전 협의)상태로, 동등성 평가 가능 시 4Q25E 중 FDA 510(k) 허가 신청 및 2026E 허가 목표.

재무 상태: 2025년 3분기말 기준 보유 현금성 자산 약 350억원으로, 넥스파우더 미국 임상 비용 및 넥스피어-F 유럽 임상 비용은 기존 보유 현금으로 충당 가능.

(다음 페이지에 계속)

▶ 종목 정보

Not Rated

목표주가	n/a
현재주가	**82,800원**
시가총액	6,792.8억원
주식수 (유동주식 비중)	8,203,886주 (69.5%)
52주 최저/최고	35,500원/82,800원
60일-평균거래대금	87.1억원

▶ 수익률

	1개월	6개월	12개월
넥스트바이오메디컬 (%)	32.3	94.4	122.6
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	35.7	60.6	75.0

▶ 컨센서스

커버 증권사 수	3
목표주가	84,000
추천 점수	4.0

※ 추천점수: 4 이상 → BUY, 3 → HOLD, 2 이하 → SELL

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2021	2022	2023	2024
매출액 (십억원)	2	3	5	10
영업이익 (십억원)	-7	-6	-5	-4
순이익 (십억원)	-17	-6	-8	3
EPS (adj) (원)	-2,525	-838	-1,089	386
EPS (adj) growth (%)	적지	적지	적지	흑전
EBITDA margin (%)	-288.3	-189.8	-97.5	-32.3
ROE (%)	-201.5	-237.4	244.4	14.6
P/E (adj) (배)	n/a	n/a	n/a	106.1
P/B (배)	n/a	n/a	n/a	7.3
EV/EBITDA (배)	n/a	n/a	n/a	n/a
Dividend yield (%)	n/a	n/a	n/a	0.0

자료: 넥스트바이오메디컬, 삼성증권

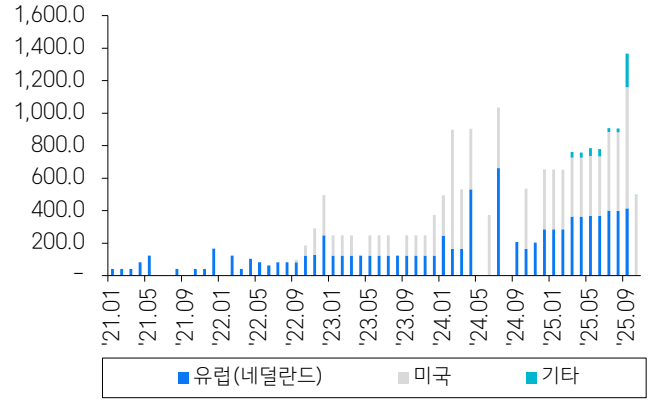
넥스트바이오메디컬 실적 추이 및 추정치 컨센서스

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E
매출액	**4.9**	**9.5**	**18.1**	**29.4**	**2.4**	**2.8**	**2.2**	**2.2**	**3.8**	**4.0**	**4.9**	**5.4**
넥스파우더	4.3	8.3			2.1	2.3	1.7	2.0	3.1	3.4	*4.3*	
넥스피어	0.6	0.8							0.3	0.3	*0.3*	
넥스피어-F	0.0	0.5							0.3	0.2	*0.3*	
기타	0.0	0.0			0.3	0.5	0.5	0.2	0.0	0.0	*0.1*	
매출총이익	**2.1**	**5.8**			**1.4**	**1.7**	**1.3**	**1.3**	**2.4**	**2.8**	**3.6**	
영업이익	**-5.2**	**-3.6**	**-0.8**	**4.5**	**-0.6**	**-0.9**	**-1.0**	**-1.1**	**-0.7**	**0.0**	**0.4**	**-0.6**
지배주주순이익	**-7.5**	**2.9**	**-1.3**	**5.1**	**-0.4**	**-0.7**	**3.8**	**0.1**	**-0.4**	**-0.9**	**1.1**	**0.0**
전년대비 (%)												
매출액		*95.5*	*89.3*	*62.5*					*59.2*	*44.2*	*125.1*	*144.0*
넥스파우더		*93.4*							*48.4*	*49.0*	*151.3*	
넥스피어		*34.0*										
넥스피어-F		*3337.7*										
기타		*-16.0*							*-94.7*	*-90.4*	*-89.4*	
매출총이익		*176.1*							*71.3*	*63.7*	*165.0*	
영업이익		*-31.6*	*-76.7*	*-640.0*					*18.5*	*-102.3*	*흑전*	*-46.1*
지배주주순이익		*-138.0*	*-143.7*	*-504.0*					*18.5*	*32.2*	*흑전*	*-100.0*
마진 (%)												
매출총이익	**43.2**	**61.0**	**0.0**	**0.0**	*60.3*	*62.8*	*61.5*	*59.1*	**64.9**	**71.3**	**72.5**	*0.0*
영업이익	**-107.1**	**-37.5**	**-4.6**	**15.3**	*-23.8*	*-32.3*	*-46.0*	*-50.0*	**-17.7**	**0.5**	**7.5**	**-11.0**
지배주주순이익	**-154.1**	**30.0**	**-6.9**	**17.2**	*-15.0*	*-24.8*	*171.3*	*6.4*	**-11.1**	**-22.7**	**21.5**	**0.0**

참고: 추정치는 컨센서스 기준
자료: Quantiwise, 삼성증권 정리

넥스파우더 추정 수출 데이터 추이(~11/20)

(천 달러)



참고: HS Code 3006.10.4000, 인천 연수구, 11월은 잠정 데이터 기준. 10월 유럽 선적 감소는 패키지 변경으로 인한 일시적 공백, 2026년 변경된 패키지로 선적 예정
자료: TRASS, 삼성증권

넥스트바이오메디컬 주요 제품별 임상 현황

	주요 임상	비고
Nexpowder (내시경 지혈)	시판 후 임상 2건 진행 중 1) 1차 치료 목적(미국, 278명) NCT06188585 2) 대장 예방 목적(유럽, 304명) NCT05247515	Medtronic 주도하며, 1)의 경우 내시경 출혈 표준치료법 등재 목표 (2026.08 종료 예정)
Nexsphere-F (관절염)	허가용 임상 중(2025.09) (RESORB, 미국 126명) NCT06872567 유럽 대규모 시판 후 임상 예정 (1H26E 중, 500명)	1H26E 중 미국 파트너 확보 스포츠 관절염 등 적응증 확대 목표 2025.03 FDA BDD 지정 2025.05 CMS IDE Category B 지정 2025.05 FDA TAP (허가 기술 자문 및 전략적 지원)
Nexsphere (자궁근종/간암)	추가 임상 필요 시 2026E 예정	FDA 510(k) 4Q25E 중 신청 예정 2026E 허가 목표

자료: 삼성증권 정리

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	**2**	**2**	**3**	**5**	**10**
매출원가	2	3	3	3	4
매출총이익	**0**	**-1**	**0**	**2**	**6**
(매출총이익률, %)	0.9	-27.6	10.2	43.2	61.0
판매 및 일반관리비	5	6	6	7	9
영업이익	**-5**	**-7**	**-6**	**-5**	**-4**
(영업이익률, %)	-205.1	-307.4	-206.4	-107.1	-37.5
영업외손익	**-0**	**-10**	**0**	**-2**	**6**
금융수익	0	0	1	1	7
금융비용	0	10	0	3	1
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	-0	0	-1	0	0
세전이익	**-5**	**-17**	**-6**	**-8**	**3**
법인세	0	0	0	0	0
(법인세율, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
계속사업이익	-5	-17	-6	-8	3
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	**-5**	**-17**	**-6**	**-8**	**3**
(순이익률, %)	-215.1	-734.1	-205.1	-154.1	30.0
지배주주순이익	-5	-17	-6	-8	3
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	-4	-7	-5	-5	-3
(EBITDA 이익률, %)	-187.9	-288.3	-189.8	-97.5	-32.3
EPS (지배주주)	-783	-2,525	-838	-1,089	386
EPS (연결기준)	-783	-2,525	-838	-1,089	386
수정 EPS (원)*	-783	-2,525	-838	-1,089	386

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	**9**	**24**	**18**	**18**	**47**
현금 및 현금등가물	7	22	3	4	5
매출채권	0	0	0	1	2
재고자산	2	1	2	2	3
기타	0	0	12	11	38
비유동자산	**15**	**16**	**15**	**12**	**12**
투자자산	3	4	3	0	0
유형자산	12	12	12	11	11
무형자산	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
자산총계	**24**	**40**	**32**	**30**	**59**
유동부채	**12**	**13**	**31**	**34**	**12**
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	4	6	6	6	6
기타 유동부채	8	7	25	28	6
비유동부채	**1**	**22**	**1**	**2**	**2**
사채 및 장기차입금	0	0	1	1	1
기타 비유동부채	1	22	1	1	1
부채총계	**13**	**35**	**32**	**36**	**14**
지배주주지분	**11**	**5**	**-0**	**-6**	**45**
자본금	1	3	3	3	4
자본잉여금	23	61	61	62	107
이익잉여금	-13	-60	-65	-73	-70
기타	-0	1	1	2	4
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**11**	**5**	**-0**	**-6**	**45**
순부채	3	10	16	20	-15

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동에서의 현금흐름	**-3**	**-5**	**-8**	**-4**	**-1**
당기순이익	-5	-17	-6	-8	3
현금유출입이없는 비용 및 수익	1	11	0	4	-4
유형자산 감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
기타	1	10	-0	4	-4
영업활동 자산부채 변동	0	0	-2	-1	-1
투자활동에서의 현금흐름	**-4**	**-1**	**-11**	**4**	**-26**
유형자산 증감	-1	-0	-0	-0	-0
장단기금융자산의 증감	-3	2	-12	2	-10
기타	-0	-3	1	2	-16
재무활동에서의 현금흐름	**3**	**22**	**0**	**1**	**28**
차입금의 증가(감소)	3	22	-1	3	-23
자본금의 증가(감소)	0	40	0	1	46
배당금	0	0	0	0	0
기타	-0	-40	1	-3	5
현금증감	-4	15	-19	1	1
기초현금	11	7	22	3	4
기말현금	7	22	3	4	5
Gross cash flow	**-3**	**-6**	**-6**	**-3**	**-1**
Free cash flow	**-4**	**-6**	**-8**	**-4**	**-2**

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2020	2021	2022	2023	2024
증감률 (%)					
매출액	182.3	0.3	23.3	74.7	95.5
영업이익	적지	적지	적지	적지	적지
순이익	적지	적지	적지	적지	흑전
수정 EPS**	적지	적지	적지	적지	흑전
주당지표					
EPS (지배주주)	-783	-2,525	-838	-1,089	386
EPS (연결기준)	-783	-2,525	-838	-1,089	386
수정 EPS**	-783	-2,525	-838	-1,089	386
BPS	1,841	743	-37	-846	5,588
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	n/a	n/a	n/a	n/a	106.1
P/B***	n/a	n/a	n/a	n/a	7.3
EV/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
비율					
ROE (%)	-35.2	-201.5	-237.4	244.4	14.6
ROA (%)	-19.5	-51.9	-16.0	-24.3	6.5
ROIC (%)	-37.6	-58.3	-44.6	-36.6	-23.8
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	n/a	n/a	n/a	n/a	0.0
순부채비율 (%)	28.8	191.5	-6,361.3	-331.9	-32.7
이자보상배율 (배)	-19.3	-4.9	-16.0	-9.1	-6.9

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
*** P/E, P/B는 지배주주기준
자료: 넥스트바이오메디컬, 삼성증권

COMPANY UPDATE

2025. 11. 28

Innovation팀

정동희 Analyst

donghee1009.jeong@samsung.com

리서치센터 리포트 바로가기

씨어스테크놀로지 (458870)

씽크가 끌고, 모비케어가 따라올 2026년

- 분기 씽크 설치 병상 수 증가와 함께 가속 성장 중, 2026년 3만 병상 설치 목표.
- 심전도 웨어러블 장비 모비케어 FDA 인허가 및 중동/미국 상업화 모멘텀 보유.

WHAT'S THE STORY?

씽크의 성장은 이제 시작: 입원 환자 모니터링 시스템 씽크(thynC)는 1H25 중 누적 3,000병상 설치 이후 3Q25 3,000병상 추가 설치 완료되었으며 그에 따라 전사 매출은 1Q~3Q까지 각각 41억원, 80억, 157억원으로 성장. 4Q25 중에는 서울 대형 병원 중심으로 약 6,000병상 추가 설치 목표(11월 중순 기준 누적 수주 병상수는 약 1.7만 병상이며 연말 기준 2만 병상 수주 목표). 대웅제약이 사전에 제품 패키지(게이트웨이 및 웨어러블 장비)를 발주하면서 씨어스테크놀로지는 즉각적으로 350~400만원의 매출(원가율 30% 미만)을 인식하고, 이후 실제 설치 과정에서 용역 매출(약 70만원 수준)을 추가로 인식하는 구조. 2026년에는 연간 3만 병상 설치 목표하며, 1Q26E 내 중앙관제시스템 확보 이후 운영 안정화 이후 병상 설치 가속화 가능.

해외 진출 모멘텀은 모비케어부터: 씽크 패키지의 핵심 구성 요소이자 씨어스테크놀로지의 심전도 측정 웨어러블 장비인 모비케어는 12월 중 FDA로부터 인허가 여부가 결정될 것으로 예상되며, 허가될 경우 비급여 및 미국 내 메디컬 컨시어지 시장(고객 맞춤형 프리미엄 의료 지원 서비스) 중심으로 1Q26E 진출 예정. 현지 심전도 장비 1위 업체 아이리듬 테크놀로지스(IRTC US)는 미국 공보험 급여 적용되어 병원과의 수가 분배를 통해 연 매출 5.9억달러(2024) 기록 중으로, 모비케어는 실증 사례 축적 이후 수가 신청 진행 예정. 미국뿐만 아니라 지난 1월부터 외래 시장 진출한 UAE 포함하여 2026년 모비케어 매출 규모 약 150억원 목표.

재무상태 및 리스크: 2025년 3분기 말 보유 현금 약 100억원 수준으로, 직전 4개분기 판관비(150억원) 대비 작으나, 분기 실적 증가하며 잉여현금흐름 BEP 달성하였으며, 향후 판관비는 영업 레버리지 지속 가능한 수준에서 관리 예정. 웨어러블 기반 모니터링 시장 일부 경쟁사 진입 중이나 동사는 통신 장비 기술 보유 관점 우위 유지.

(다음 페이지에 계속)

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2021	2022	2023	2024
매출액 (십억원)	1	1	2	8
영업이익 (십억원)	(4)	(8)	(10)	(9)
순이익 (십억원)	(4)	(8)	(10)	(9)
EPS (adj) (원)	(476)	(741)	(905)	(752)
EPS (adj) growth (%)	적지	적지	적지	적지
EBITDA margin (%)	(292.9)	(648.7)	(467.6)	(93.3)
ROE (%)	(37.6)	(43.4)	(75.9)	(60.1)
P/E (adj) (배)	0.0	0.0	0.0	(14.0)
P/B (배)	0.0	0.0	0.0	6.2
EV/EBITDA (배)	4.7	1.2	(0.2)	(16.4)
Dividend yield (%)	n/a	n/a	n/a	0.0

자료: 씨어스테크놀지, 삼성증권

▶ 종목 정보

Not Rated

목표주가	n/a
현재주가	134,100원
시가총액	1.7조원
주식수 (유동주식 비중)	12,665,880주 (71.7%)
52주 최저/최고	8,580원/134,900원
60일-평균거래대금	171.0억원

▶ 수익률

	1개월	6개월	12개월
씨어스테크놀로지 (%)	76.7	621.0	1,182.0
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	81.2	495.7	908.1

▶ 컨센서스

커버 증권사 수	2
목표주가	160,000
추천 점수	4.0

※ 추천점수: 4 이상 → BUY, 3 → HOLD, 2 이하 → SELL

삼성증권

수도권 대형 병원/지방 모두에서 성장 중인 씽크, 그에 힘입어 가파르게 보급 중인 모비케어

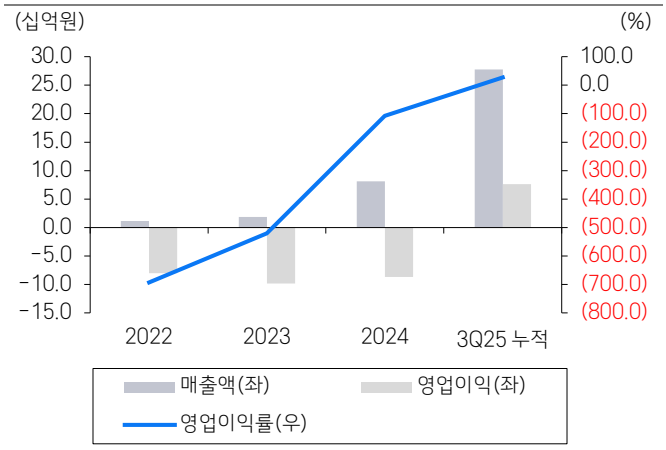
자료: 씨어스테크놀로지

씨어스테크놀로지 실적 추이 및 추정치 컨센서스

(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E
매출액	1.2	1.9	8.1	35.7	62.0	0.7	0.9	1.0	5.5	4.1	8.0	15.7	15.6
thynC	0.5	0.3	4.2			0.1	0.1	0.0	4.0	3.1	6.7	*14.2*	
mobiCARE	0.6	1.4	3.7			0.7	0.7	1.0	1.3	1.0	1.2	*1.4*	
기타	0.1	0.1	0.2			0.0	0.1	0.0	0.2	0.0	0.0	*0.2*	
매출총이익	-0.6	-0.8	3.4			0.0	-0.1	0.0	3.6	2.6	5.7	11.1	
영업이익	-8.0	-9.8	-8.7	7.0	17.5	-2.6	-2.9	-3.5	0.3	-0.6	1.5	6.7	4.4
지배주주순이익	-8.0	-9.9	-8.9	6.5	15.6	-2.7	-3.0	-3.5	0.3	-0.6	1.5	6.7	3.5
전년대비 (%)													
매출액	-	*63.5*	*329.7*	*341.0*	*73.6*	-	-	-	-	*445.1*	*799.5*	*1,499.1*	*184.4*
thynC	-	*-37.3*	*1,135.5*			-	-	-	-	*3,625.3*	*8,300.0*	*n/a*	
mobiCARE	-	*155.0*	*157.0*			-	-	-	-	*43.5*	*65.4*	*38.9*	
기타	-	*120.8*	*110.2*			-	-	-	-	*3,059.5*	*-84.0*	*-628.9*	
매출총이익	-	*49.6*	*-516.7*			-	-	-	-	*흑전*	*흑전*	*nm*	
영업이익	-	*22.7*	*-11.4*	*-180.9*	*149.3*	-	-	-	-	*적지*	*흑전*	*흑전*	*1,224.5*
지배주주순이익	-	*24.1*	*-10.5*	*-173.0*	*140.7*	-	-	-	-	*적지*	*흑전*	*흑전*	*1,146.5*
마진 (%)													
매출총이익	n/a	n/a	42.4			-	-	-	-	64.7	72.2	70.5	
영업이익	n/a	n/a	n/a	19.7	28.2	-	-	-	-	n/a	18.8	42.7	27.9
지배주주순이익	n/a	n/a	n/a	18.1	25.2	-	-	-	-	n/a	18.9	42.8	22.4

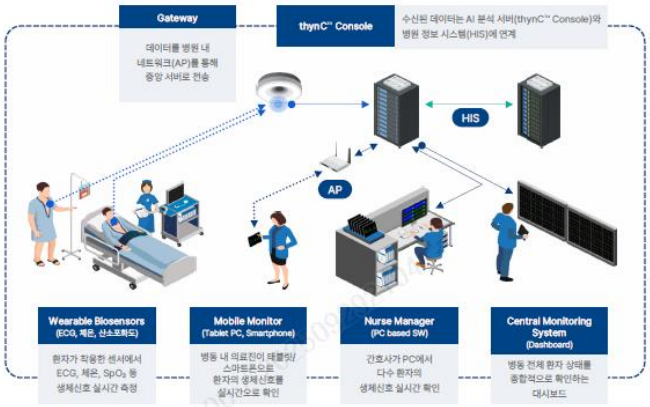
참고: 추정치는 컨센서스 기준
자료: Quantiwise, 삼성증권 정리

씨어스테크놀로지 실적 추이 (~3Q25)



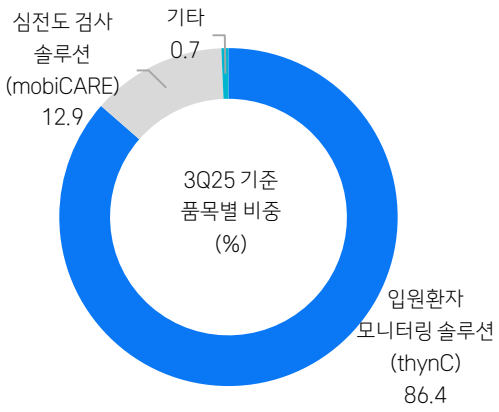
자료: 씨어스테크놀로지, 삼성증권

웨어러블 장비와 통신장비, 소프트웨어로 구성된 솔루션 thynC



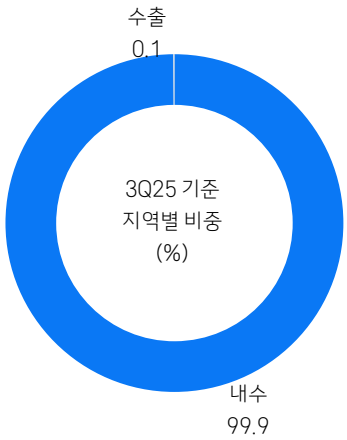
자료: 씨어스테크놀로지, 삼성증권

품목별 매출 비중 (3Q25 누적 기준)



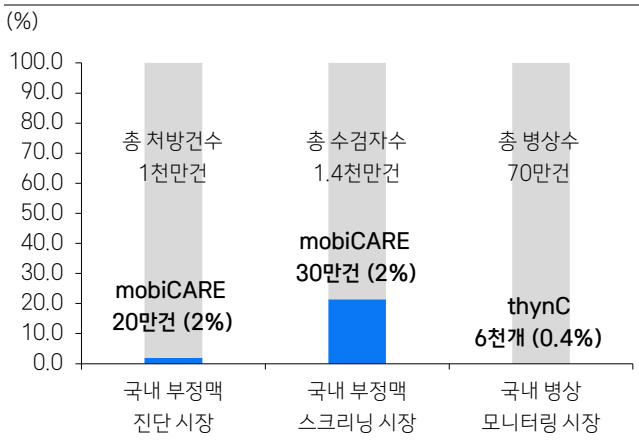
자료: 씨어스테크놀로지, 삼성증권

지역별 매출 비중 (3Q25 누적 기준)



자료: 씨어스테크놀로지, 삼성증권

국내 타겟 시장 대비 침투율 (3Q25 누적 기준)



자료: Quantiwise, 삼성증권

씨어스테크놀로지 보호예수 현황

반환예정일	보호예수기간	예수주식수	비중(%)	비고
2026.06.18	2년	198,000	1.6	특수관계인
2027.06.18	3년	3,386,280	26.9	최대 주주(대표이사)

참고: 3분기말 기준
자료: DART, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	**1**	**1**	**1**	**2**	**8**
매출원가	1	2	2	3	5
매출총이익	**(0)**	**(0)**	**(1)**	**(1)**	**3**
(매출총이익률, %)	(6.8)	(10.3)	(47.8)	(43.7)	42.4
판매 및 일반관리비	3	4	7	9	12
영업이익	**(3)**	**(4)**	**(8)**	**(10)**	**(9)**
(영업이익률, %)	(487.3)	(316.6)	(693.0)	(520.1)	(107.2)
영업외손익	**(0)**	**(0)**	**0**	**(0)**	**(0)**
금융수익	0	0	0	0	0
금융비용	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	(0)	0	0	0	0
세전이익	**(3)**	**(4)**	**(8)**	**(10)**	**(9)**
법인세	0	0	0	0	0
(법인세율, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	(1.1)
계속사업이익	(3)	(4)	(8)	(10)	(9)
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	**(3)**	**(4)**	**(8)**	**(10)**	**(9)**
(순이익률, %)	(524.8)	(319.6)	(692.9)	(526.1)	(109.5)
지배주주순이익	(3)	(4)	(8)	(10)	(9)
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	(3)	(4)	(7)	(9)	(8)
(EBITDA 이익률, %)	(462.8)	(292.9)	(648.7)	(467.6)	(93.3)
EPS (지배주주)	(416)	(476)	(741)	(905)	(752)
EPS (연결기준)	(416)	(476)	(741)	(905)	(752)
수정 EPS (원)*	(416)	(476)	(741)	(905)	(752)

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	**10**	**23**	**12**	**6**	**16**
현금 및 현금등가물	10	21	10	4	11
매출채권	0	0	1	1	4
재고자산	0	1	1	1	1
기타	0	0	0	0	0
비유동자산	**1**	**1**	**9**	**11**	**12**
투자자산	0	0	0	0	1
유형자산	0	1	9	11	10
무형자산	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
자산총계	**11**	**24**	**21**	**17**	**28**
유동부채	**4**	**3**	**3**	**7**	**4**
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	1	0	0	5	2
기타 유동부채	3	3	3	2	2
비유동부채	**2**	**1**	**1**	**2**	**3**
사채 및 장기차입금	1	0	0	0	0
기타 비유동부채	1	1	1	2	3
부채총계	**6**	**5**	**3**	**9**	**7**
지배주주지분	**5**	**19**	**18**	**8**	**21**
자본금	1	1	1	5	6
자본잉여금	17	35	42	38	60
이익잉여금	(14)	(18)	(26)	(36)	(45)
기타	0	0	0	0	0
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**5**	**19**	**18**	**8**	**21**
순부채	(6)	(19)	(9)	2	(8)

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동에서의 현금흐름	**(2)**	**(4)**	**(9)**	**(8)**	**(11)**
당기순이익	(3)	(4)	(8)	(10)	(9)
현금유출입이없는 비용 및 수익	1	1	1	1	2
유형자산 감가상각비	0	0	0	1	1
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
기타	0	0	1	0	1
영업활동 자산부채 변동	1	(0)	(2)	1	(4)
투자활동에서의 현금흐름	**(0)**	**(0)**	**(9)**	**(1)**	**(1)**
유형자산 증감	(0)	(0)	(9)	(1)	(0)
장단기금융자산의 증감	0	0	0	0	0
기타	(0)	0	(0)	(0)	(1)
재무활동에서의 현금흐름	**11**	**16**	**6**	**3**	**19**
차입금의 증가(감소)	(1)	(2)	(1)	5	(3)
자본금의 증가(감소)	12	18	7	(0)	23
배당금	0	0	0	0	0
기타	(0)	(0)	(0)	(2)	(0)
현금증감	9	12	(11)	(6)	7
기초현금	1	10	21	10	4
기말현금	10	21	10	4	11
Gross cash flow	**(3)**	**(4)**	**(7)**	**(8)**	**(7)**
Free cash flow	**(3)**	**(5)**	**(17)**	**(9)**	**(11)**

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2020	2021	2022	2023	2024
증감률 (%)					
매출액	(54.2)	116.8	(16.8)	63.5	329.7
영업이익	적지	적지	적지	적지	적지
순이익	적지	적지	적지	적지	적지
수정 EPS**	적지	적지	적지	적지	적지
주당지표					
EPS (지배주주)	(416)	(476)	(741)	(905)	(752)
EPS (연결기준)	(416)	(476)	(741)	(905)	(752)
수정 EPS**	(416)	(476)	(741)	(905)	(752)
BPS	514	1,794	1,644	740	1,705
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	0.0	0.0	0.0	0.0	(14.0)
P/B***	0.0	0.0	0.0	0.0	6.2
EV/EBITDA	1.9	4.7	1.2	(0.2)	(16.4)
비율 (%)					
ROE	(860.4)	(37.6)	(43.4)	(75.9)	(60.1)
ROA	(53.9)	(25.9)	(35.6)	(51.6)	(39.2)
ROIC	(937.3)	(771.8)	(145.2)	(92.7)	(68.6)
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주)	n/a	n/a	n/a	n/a	0.0
순부채비율	(118.1)	(100.9)	(47.8)	26.5	(36.2)
이자보상배율 (배)	(19.6)	(33.3)	(85.6)	(46.6)	(22.2)

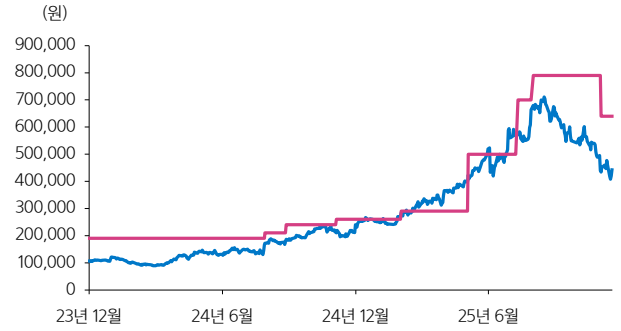
참고: * 일회성 수익(비용) 제외
** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
*** P/E, P/B는 지배주주 기준
자료: 씨어스테크놀로지, 삼성증권

Compliance notice

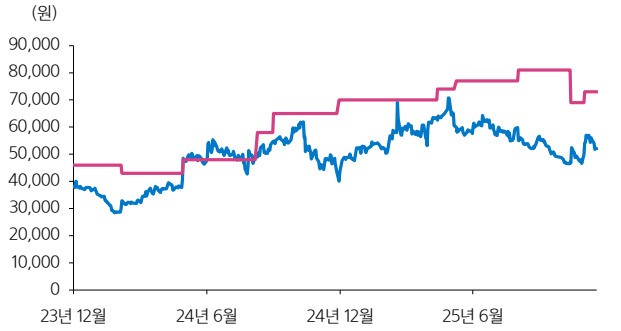
- 본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 금융투자분석사 정동희는 2024년 05월 29일 대웅제약 향남공장 탐방에 대웅제약의 비용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다.
- 당사는 2025년 11월 27일 현재 클래시스, 원텍의 자기주식 취득 또는 처분을 위한 계약체결기관으로 지정되어 있습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2025년 11월 27일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2025년 11월 27일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이

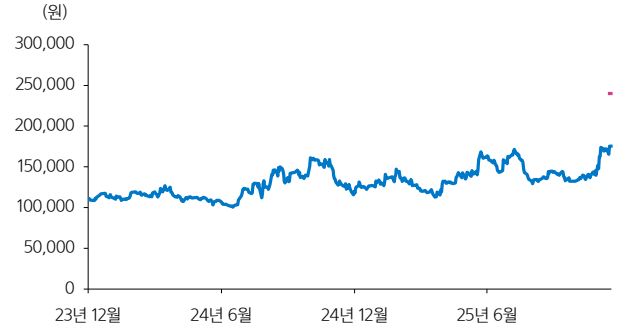
파마리서치



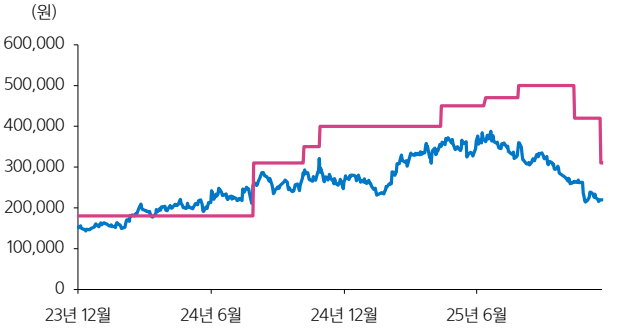
클래시스



대웅제약

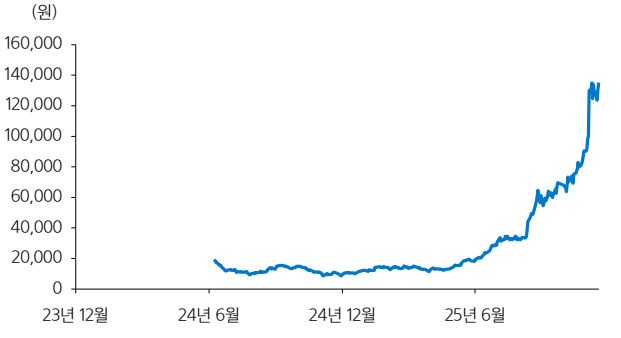


휴젤



넥스트바이오메디컬

씨어스테크놀로지



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

파마리서치

일 자	2023/9/25	2024/8/8	9/6	11/14	2025/2/11	5/14	7/21	8/11	11/12
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	190000	210000	240000	260000	290000	500000	700000	790000	640000
괴리율 (평균)	-37.31	-15.85	-11.50	-8.18	15.36	-18.00	-55.71	-24.23	
괴리율 (최대or최소)	-12.16	-10.43	-1.88	5.19	38.45	-18.00	-15.14	-10.00	

클래시스

일 자	2023/9/25	2024/2/15	5/9	8/19	9/10	12/9	2025/4/23	5/13	5/19	8/12	10/23	11/11
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	46000	43000	48000	58000	65000	70000	74000	74000	77000	81000	69000	73000
괴리율 (평균)	-23.32	-17.44	3.21	-10.98	-19.69	-38.07	-27.29	-14.14	-23.03	-35.70	-29.01	
괴리율 (최대or최소)	-9.35	-5.47	-11.15	-5.86	-4.77	-38.07	-6.62	-12.03	-16.49	-42.59	-24.06	

대웅제약

일 자	2025/11/28
투자의견	BUY
TP (원)	240000
괴리율 (평균)	
괴리율 (최대or최소)	

휴젤

일 자	2023/11/14	2024/8/8	10/16	11/7	2025/4/23	6/23	8/7	10/23	11/28
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	180000	310000	350000	400000	450000	470000	500000	420000	310000
괴리율 (평균)	5.96	-16.20	-19.89	-27.40	-21.15	-21.70	-39.07	-43.73	
괴리율 (최대or최소)	41.67	-7.58	-8.29	-10.50	-14.67	-21.70	-22.40	-36.07	

넥스트바이오메디컬

일 자	2025/11/28
투자의견	Not Rated
TP (원)	n/a
괴리율 (평균)	
괴리율 (최대or최소)	

씨어스테크놀로지

일 자	2025/11/28
투자의견	Not Rated
TP (원)	n/a
괴리율 (평균)	
괴리율 (최대or최소)	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.
*2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업

BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상
그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외
SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
NEUTRAL (중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
UNDERWEIGHT (비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2025.09.30 기준
매수(83.5%)·중립(16.5%)·매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

Member of
Dow Jones
Sustainability Indices
Powered by the S&P Global CSA