

ISSUE & PITCH

02 Sep. 2026

박종현 의료기기 | alex.park@daolfn.com

Companies on our radar

종목명	투자의견	적정주가 Top picks
파마리서치	BUY	55만원 ●
휴젤	BUY	43만원 ●

DAOL 다올투자증권

의료기기 (Overweight)

고진감래: 쌓이는 근거들

Issue

파마리서치/휴젤 이슈 점검

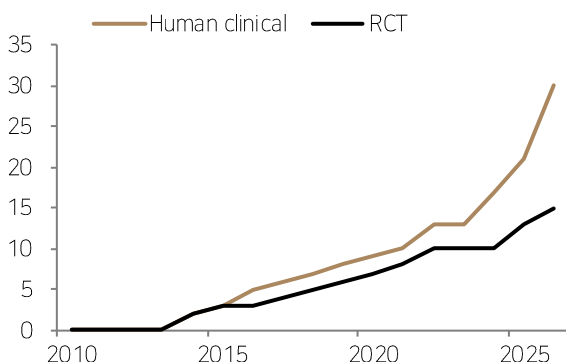
Pitch

파마리서치 2016년 임상 철회 관련 주가 하락, 본질은 PDRN/PN에 대한 임상적 근거. 동사는 2024년 이후 해당 임상적 근거 누적 중으로 미국 품목 허가의 핵심 자산으로 활용 기대. 휴젤 미국 직판 현황 점검

Rationale

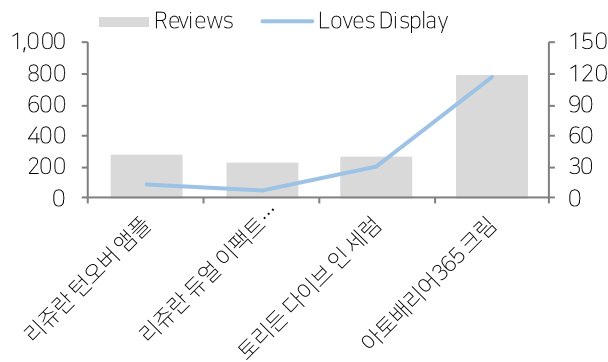
- PN/PDRN 유효 인체 임상 30편, 무작위 대조군 임상 15편 이상 확인. HA, CaHA 등 기존 원료 대비 근거 축적량은 열위이나, 2024~26년 발표 급증과 맹검, split-face 등 설계 고도화가 동반된 축적 가속 국면
- 세포라 초기 반응 고무적. 세포라 리쥬란 Turnover 리뷰 278건으로 Torriden 268건 상회하며, 브랜드 인지도 확대 국면. 가격은 두 배 이상. 다만 Loves 13.6K는 성숙 브랜드 대비 격차
- 미국 휴젤 Letybo 검색 관심도는 직판 개시 이후, 트래픽 개선 제한적. 반면 2~8월 미국 법인 신규 합류 29명, 영업 및 Strategic Accounts 45%로 영업망 집중 구축 중으로 향후 반등의 근거로 기대
- PDRN/PN에 대한 임상적 근거 확보는 파마리서치의 당면 과제임은 분명. 동사 또한 해당 이슈를 인지하며 임상적 근거 확보 중. 리쥬란 코스메틱의 경우, 올리브영 세포라 내 입점과 함께 다른 인디 브랜드와 유사한 정도의 트래픽 확보하며 브랜드 인지도 확대 국면. 동사 화장품 사업의 Upside 포인트로 기대. 휴젤은 2026.07월 직판 개시 이후 유의미한 트래픽 개선은 아직 보이지 않으나, 미국 직판 활성화를 위한 채용 현황 확인. 2026E PER 17.3배로 미국 직판 성공에 대한 기대감이 반영되어 있지 않은 밸류에이션 판단. 의료기기 업종 내 양사 최선호 의견 유지(파마리서치(BUY, TP 55만원), 휴젤(BUY, TP 43만원))

PDRN/PN 임상 및 무작위 대조군 임상 누적 건수



Source: 다올투자증권

세포라 리쥬란/토리든 리뷰/즐거찾기 비교



Source: 다올투자증권

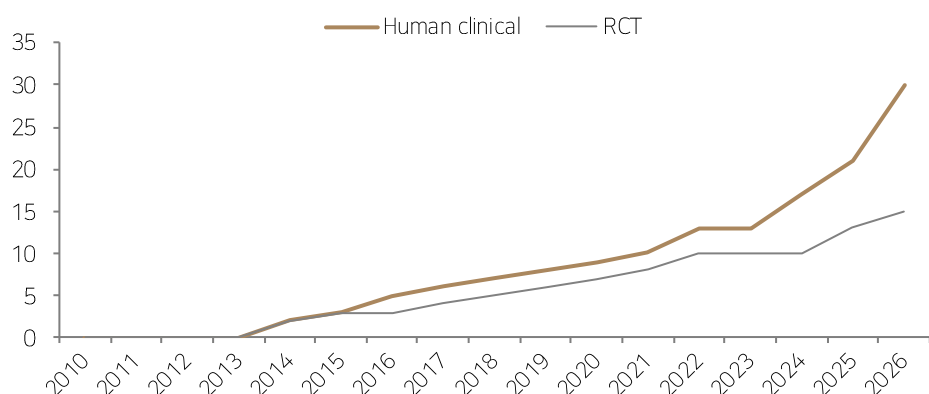
I. 파마리서치 이슈 점검

I-1. 고진감래: 많은 임상과 사례가 필요하다

PN/PDRN의 임상근거 추이를 점검하면, 2010~2024년 미용 목적 PN만 대상으로 한 systematic review에서는 9편, 219명이 확인됐고, 2026년 1월까지 피부재생·수술 후 흉터·창상치유 영역에서 RCT만 엄격하게 선별한 review에서는 7편, 183명이 포함됐다. 두 숫자 모두 PN/PDRN 전체 임상을 의미하는 것이 아니라 각각의 검색 범위와 선정 기준을 통과한 subset이다. 피부·미용뿐 아니라 탈모, 흉터, 창상 영역까지 원본 human clinical study를 넓혀 다시 집계한 결과, 2010년 이후 확인되는 유효 임상은 최소 30편, 이 가운데 RCT는 15편 이상으로 파악된다. 일부 철회 논문은 집계에서 제외했으며, 따라서 이 숫자는 현재 확인 가능한 최소치에 가깝다.

임상근거의 축적 속도는 최근 들어 확실히 빨라지는 모습이다. 2010년대에는 당뇨병성 족부궤양, 욕창, 수술 후 흉터 등 PDRN의 창상·재생 영역에서 임상이 먼저 축적됐고, 이후 피부재생과 미용 영역으로 연구 범위가 확대됐다. 특히 2024~2026년에는 Rejuran 및 PN/PDRN 관련 신규 human clinical study가 연속적으로 발표되고 있다. 모공, 입술, 여드름 흉터, 수술 흉터, 창상, 안면 홍반 등으로 적용 영역이 넓어졌고, 연구설계 역시 단순 증례나 단일군 연구에서 전향적, 다기관, 무작위 배정, 평가자 맹검, split-face, 3D 객관평가가 방식으로 점차 고도화되고 있다. 2026년에는 Rejuran Healer를 사용한 n=30 randomized evaluator-blinded split-face 임상과 n=40 prospective split-face 연구 등이 확인됐다. 다만 최근 연구의 상당수가 여전히 수십 명 규모이며, Rejuran의 효능을 HA나 placebo 등과 직접 비교하는 대규모 pivotal급 RCT가 충분히 축적된 단계는 아니다.

Fig. 1: PN/PDRN 임상 및 무작위 대조군 임상 누적 건수



Source: 다올투자증권

Fig. 2: PN/PDRN 임상 증거

Metric	Value
확인된 유효 Human 임상연구	30
확인된 유효 RCT	15
별도 추적 철회 논문	2
기준일	2026-09-01

Source: 다올투자증권

Fig. 3: 임상 집계 기준

집계 기준	
대상	피부·미용·탈모·흉터·창상 분야의 사람 대상 원본 임상연구
발표연도	가능한 경우 최초 온라인 공개(Epub) 연도 기준
제외	리뷰·컨센서스·설문·전임상·철회 논문
RCT 정의	무작위 배정이 명시되거나 무작위 임상시험으로 색인된 연구
유의사항	현재 확인 가능한 최소치이며, 추가 검색 시 논문이 더 확인될 수 있음

Source: 다올투자증권

기존 injectable과 비교하면 PN/PDRN의 위치도 보다 명확해진다. HA filler는 오랜 허가
와 사용 역사를 바탕으로 적응증별 다수의 RCT와 수천 명 규모의 임상 데이터가 축적돼
있다. CaHA는 systematic review 기준 controlled clinical trial 13편, 1,171명이 확인되고,
PLLA 역시 facial aesthetics 영역에서 RCT 11편이 집계될 정도로 비교적 성숙한
evidence base를 보유하고 있다. PCL은 CaHA나 PLLA보다는 근거량이 제한적이지만 일
정 수준의 controlled clinical evidence가 존재한다. 따라서 PN/PDRN의 현재 강점을 기
존 원료 대비 절대적인 논문 수의 우위에서 찾기는 어렵다. 다만 HA·CaHA·PLLA가 장기
간의 허가 및 임상 사용을 통해 근거가 축적된 원료라는 점을 감안하면, PN/PDRN은 상대
적으로 짧은 기간에 임상근거가 빠르게 쌓이고 있다는 점에 의미가 있다.

동사 관점에서는 “임상근거가 부족하다”는 표현보다 “상업적 확산이 선행된 이후 clinical
evidence가 빠르게 뒤따라 축적되는 단계”라는 해석이 더 적절해 보인다. Rejuran은 이미
아시아를 중심으로 높은 상업적 adoption을 확보한 상태에서 최근 임상 논문의 수, 적응
증의 폭, 연구설계의 질이 동시에 개선되고 있다. 향후에는 충분한 환자 수를 확보한 다기
관 active-comparator RCT와 객관적 primary endpoint, 미국·유럽 허가 목적의 임상개
발이 이어지는지가 중요하다. 이러한 근거가 추가로 축적될 경우 Rejuran의 경쟁력은 현재
의 상업적·브랜드 기반 우위에서 scientific·regulatory evidence까지 확장될 가능성이 있
다.

Fig. 4: 스킨부스터/필러 원료별 논문 누적 추이

원료	임상근거 참고치	근거 축적 수준	해석
HA filler	적응증별 RCT 다수, 수천 명 규모	매우 성숙	오랜 허가·사용 역사 기반의 대규모 임상 데이터 축적
CaHA	Controlled clinical trial 13 편 / 1,171 명	성숙	비교 임상 및 장기 사용 데이터가 상대적으로 풍부
PLLA	Systematic review 기준 RCT 11 편	성숙	다수 무작위 임상 축적. 다만 일부 연구의 bias risk 존재
PCL	Facial aesthetic 연구 14 편, 이 중 clinical trial 5 편	중간	CaHA·PLLA 대비 근거량은 제한적이거나 controlled evidence 존재
PN/PDRN	당사 확인 Human clinical 30 편+, 이 중 유효 RCT 15 편+	축적 가속	기존 근거 stock은 상대적으로 작으나 2024~26년 임상 발표 증가 및 연구설계 고도화 확인

Source: Sephora, 다올투자증권

I-2. 세포라 미국 고무적, 유럽은 반등 기대

미국 Sephora 내 K-뷰티 7개 제품을 점검한 결과, 리쥬란은 신규 입점 브랜드로서는 비교적 빠르게 소비자 참여 지표를 확보한 것으로 판단된다. 2026년 8월 31일 기준 Turnover Ampoule은 가격 52달러, 평점 4.5점, 리뷰 278건, Loves 13.6K를 기록했으며, Dual Effect Ampoule은 55달러, 평점 4.5점, 리뷰 234건, Loves 7.2K를 기록했다. 두 제품을 합산하면 리뷰 512건, Loves 환산값 2.08만 건이다. 특히 Turnover Ampoule의 리뷰 수는 성숙 비교군인 Torriden DIVE IN Serum의 268건을 이미 10건 상회했다. 리쥬란 제품 가격이 Torriden 24달러, WELLAG 21달러, BIOHEAL BOH 34달러보다 상당히 높다는 점을 고려하면 절대적인 초기 반응은 고무적인 수준으로 평가된다.

신규 입점 비교군 가운데 WELLAG Real Hyaluronic Blue 100 Ampoule은 리뷰 2건·Loves 1.3K, BIOHEAL BOH Probioderm 3D Lifting Cream은 리뷰 67건·Loves 1.9K를 기록했다. 리쥬란은 이들 대비 리뷰와 Loves 모두 높은 수준을 형성했으나, 제품별 입점 시점과 보상·무료제품 리뷰 비중이 다르기 때문에 현재 수치만으로 자연 수요나 실제 판매량을 단정하기는 어렵다. 성숙 비교군은 Torriden이 리뷰 268건·Loves 31.2K, AESTURA가 790건·116.6K, innisfree가 728건·40K를 기록했다. 리쥬란은 리뷰 기준으로 Torriden과 유사하거나 이를 넘어섰지만, 장기간 축적된 브랜드 선호를 반영하는 Loves에서는 아직 성숙 브랜드와 격차가 존재하는 모습이다.

리뷰에서 확인되는 긍정 의견은 Turnover Ampoule의 흡수력·보습·피부결 개선, Dual Effect Ampoule의 흡수력·광채·낮은 끈적임 등이다.

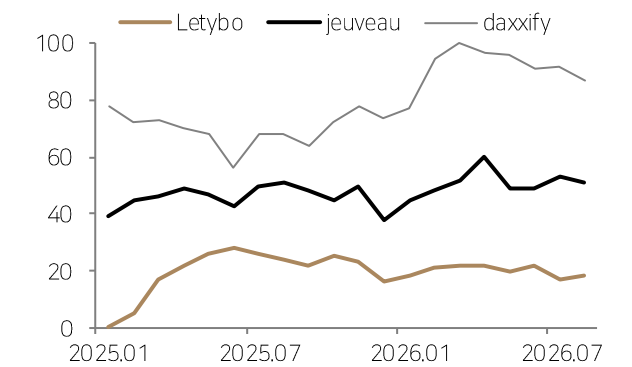
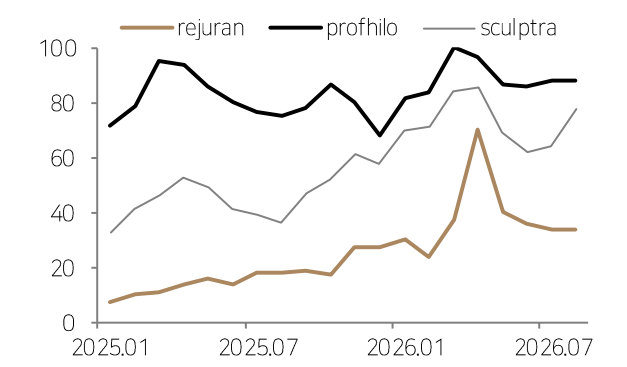
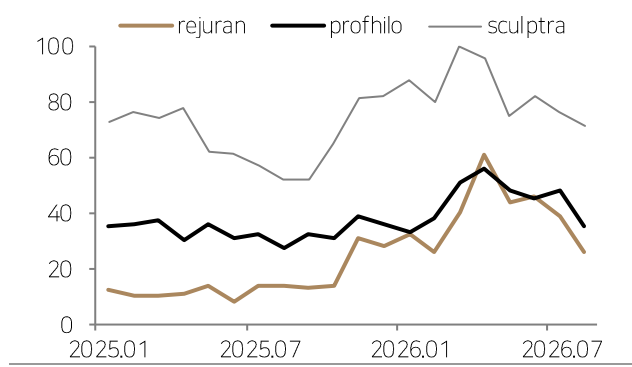
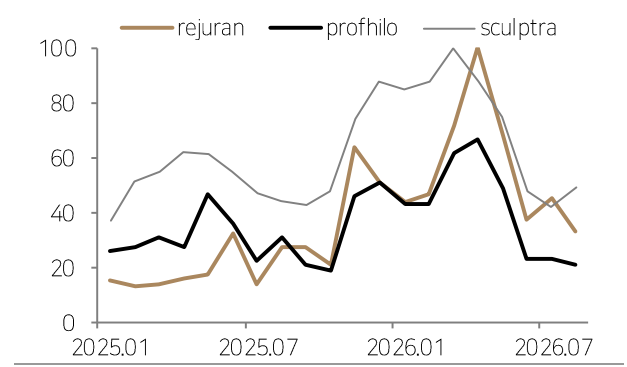
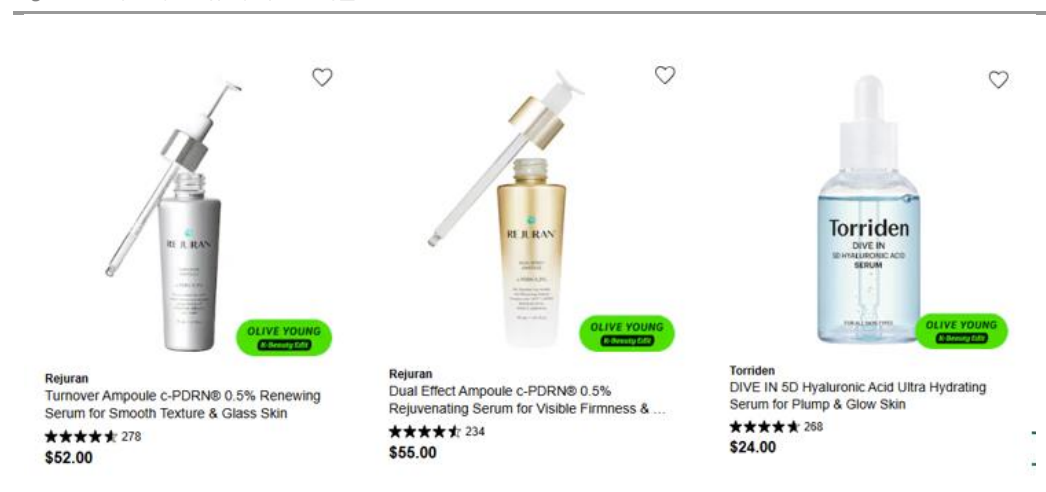
Fig. 5: 백신 미국 구글 트렌드**Fig. 6:** 미용 의료기기 영국 구글 트렌드**Fig. 7:** 미용 의료기기 독일 구글 트렌드**Fig. 8:** 미용 의료기기 프랑스 구글 트렌드

Fig. 9: 세포라 K-뷰티 주간 요약

구분	브랜드	제품명	가격	할인 가격	Rating	Reviews	Loves Display	Loves Value
Rejuran	REJURAN	Turnover Ampoule	\$52.00		4.5	278	13.6K	13,600
Rejuran	REJURAN	Dual Effect Ampoule	\$55.00		4.5	234	7.2K	7,200
New entrant	WELLAGE	Real Hyaluronic Blue 100 Ampoule	\$21.00		5	2	1.3K	1,300
New entrant	BIOHEAL BOH	Probioderm 3D Lifting Cream	\$34.00		5	67	1.9K	1,900
Mature	Torriden	DIVE IN Serum	\$24.00		4.5	268	31.2K	31,200
Mature	AESTURA	ATOBARRIER365 Cream	\$32.00	\$30.40	4.5	790	116.6K	116,600
Mature	innisfree	Retinol Green Tea PDRN Firming & Smoothing Serum	\$37.00	\$35.15	5	728	40K	40,000

Source: Sephora, 다올투자증권

Fig. 10: 세포라 K-뷰티 주요 제품

Source: Sephora, 다올투자증권

II. 휴젤 이슈 점검

II-1. 아직 트래픽은 아쉬우나, 차근차근 준비 중

2026년 2~8월 Hugel Aesthetics의 공개 LinkedIn 및 웹 검색을 기준으로 확인되는 신규 합류·선임 인력은 최소 29명 수준이다. 월별로는 2월 4명, 3월 3명, 4월 1명, 5월 3명, 6월 3명에서 7월 11명으로 크게 증가한 뒤 8월 4명으로 둔화됐다. 기능별로는 영업·Strategic Accounts가 13명으로 전체의 약 45%를 차지해 가장 큰 비중을 보였고, 마케팅 4명, 메디컬·교육 3명, 운영·경영지원 3명, 규제·법무 2명, HR 2명, 전략·지역총괄 2명 순으로 확인됐다. 특히 6월 Strategic Accounts 책임자 영입 이후 7월에는 지역별 Strategic Account Manager 및 Specialist를 대거 배치하면서 미국 내 대형 병원·멀티사이트 계정 영업망을 빠르게 구축한 흐름이 두드러졌다.

채용 패턴은 단순 인력 증원보다는 Letybo 미국 상업화 조직의 단계적 확장으로 해석된다. 2~5월에는 영업·마케팅·운영·법무 등 기본 상업화 인프라를 확보하고, 6~7월에는 Strategic Accounts 중심의 현장 커버리지를 확대했으며, 8월에는 Commercial & Sales Operations, 글로벌 전략·신제품개발, 메디컬 교육 인력을 보강하는 모습이다. 이에 따라 7월의 채용 급증은 미국 사업이 초기 조직 세팅에서 실제 계정 확대와 사용량 관리 단계로 넘어가는 과정으로 판단되며, 향후 Strategic Accounts 추가 채용 및 지역 커버리지 확장 여부는 Letybo 미국 매출 성장의 선행지표로 활용 가능할 전망이다.

Fig. 11: LinkedIn 기준 휴젤 미국 법인 채용 인력

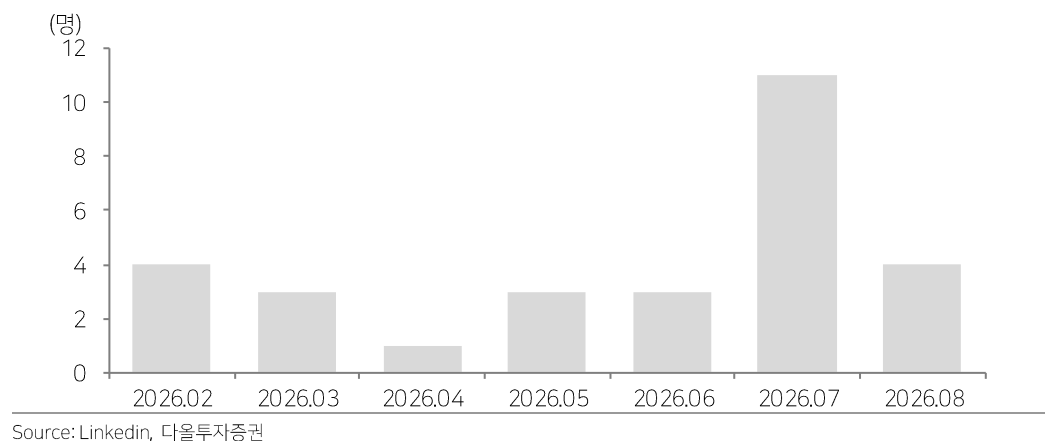
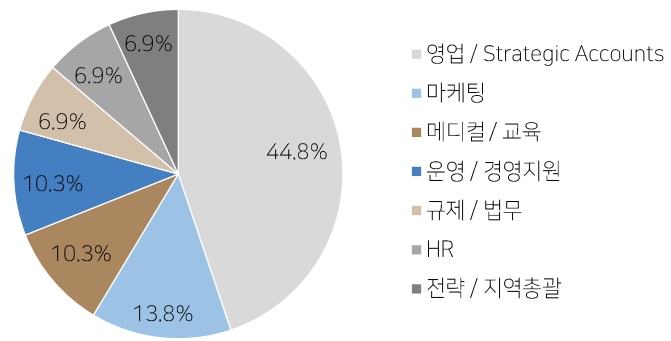


Fig. 12: 휴젤 아메리카 사업부별 인력 비중

Source: 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 주권사로 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 : 93.5% HOLD : 6.5% SELL : 0.0%

투자등급 관련사항

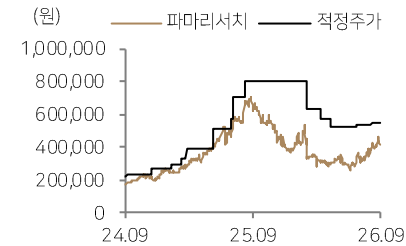
아래 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미
· BUY: 추천기준일 종가대비 +15% 이상.
· HOLD: 추천기준일 종가대비 -15% 이상 ~ +15% 미만.
· SELL: 추천기준일 종가대비 -15% 미만.

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

파마리서치 (214450)



일자	2024.09.06	2024.11.14	2025.01.13	2025.02.11	2025.02.24	2025.05.14
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	240,000원	270,000원	300,000원	330,000원	390,000원	510,000원
일자	2025.07.02	2025.07.09	2025.08.11	2026.02.05	2026.03.17	2026.04.16
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	570,000원	710,000원	800,000원	630,000원	570,000원	520,000원
일자	2026.05.11	2026.06.25	2026.08.10			
투자 의견	BUY	BUY	BUY			
적정주가	530,000원	540,000원	550,000원			

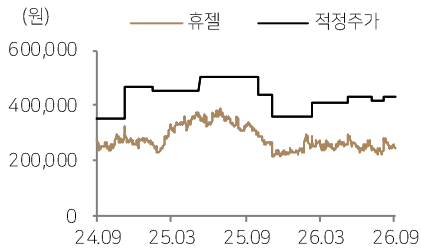
일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2024.09.06	240,000원	211,807원	235,500원	-11.8	-1.9
2024.11.14	270,000원	232,023원	266,500원	-14.1	-1.3
2025.01.13	300,000원	252,471원	273,500원	-15.8	-8.8
2025.02.11	330,000원	283,889원	294,500원	-14.0	-10.8
2025.02.24	390,000원	342,189원	401,500원	-12.3	3.0
2025.05.14	510,000원	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	574,783원	664,000원	-19.0	-6.5
2025.08.11	800,000원	516,756원	711,000원	-35.4	-11.1
2026.02.05	630,000원	333,625원	356,500원	-47.0	-43.4
2026.03.17	570,000원	304,773원	325,000원	-46.5	-43.0
2026.04.16	520,000원	320,567원	341,000원	-38.4	-34.4
2026.05.11	530,000원	299,339원	351,000원	-43.5	-33.8
2026.06.25	540,000원	348,000원	394,500원	-35.6	-26.9
2026.08.10	550,000원	416,600원	461,500원	-24.3	-16.1

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(26년 09월 01일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

휴젤 (145020)



일자	2024.11.07	2025.01.13	2025.05.09	2025.10.02	2025.11.05	2026.02.12
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	470,000원	450,000원	500,000원	440,000원	360,000원	410,000원
일자	2026.05.08	2026.07.07	2026.08.07			
투자의견	BUY	BUY	BUY			
적정주가	430,000원	420,000원	430,000원			

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)	일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
	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	339,371원	388,000원	-32.1	-22.4
	2025.10.02	440,000원	264,579원	285,500원	-39.9	-35.1
	2025.11.05	360,000원	237,456원	296,500원	-34.0	-17.6
	2026.02.12	410,000원	256,409원	271,000원	-37.5	-33.9
	2026.05.08	430,000원	257,750원	295,000원	-40.1	-31.4
	2026.07.07	420,000원	239,455원	279,000원	-43.0	-33.6
	2026.08.07	430,000원	257,344원	282,500원	-40.2	-34.3

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(26년 09월 01일)

** 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 투자 의사결정은 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.