EARNINGS PREVIEW

9 Jan. 2023

박종현

의료기기 I alex.park@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

의료기기 (Overweight)

새해 소원을 빌어보자

Issue

4분기 성수기에 따른 업종별 실적 프리뷰 및 투자포인트 점검

Pitch

VBP 실행에 따른 국내 임플란트 기업 중국 매출 확대 전망. 2023E 중국 리오프닝에 따른 국내 독신 업종 매출 확대도 기대. 국내 미용 의료기기 기업은 신제품 및 지역 확장에 따른 선별적 접근 필요

Rationale

- 휴젤: 중국 매출 인식 이연되나 유럽 매출 증가로 컨센서스 부합. 리오프닝에 따른 실질적 수혜주. 4월 6일 레티보 FDA 품목 허가 기대. 목표 주가 상향
- 대웅제약: 북미 매출 QoQ 감소 및 펙수클루 관련 판관비 집행으로 컨센서스 하회. 2023E 매출 확대 위한 선제적 비용 집행. 연초 중국 파트너사 계약 및 품목 허가 기대
- 오스템임플란트: ROW 매출 호조로 컨센서스 부합. VBP를 통해 중국 지배력 다시금 확인. 환기 종목 해제 기대되며 CAPA 확장을 통한 중장기 매출 동력 확보. 목표 주가 상향
- 덴티움: VBP 재고 이슈 등으로 컨센서스 하회. 중저가 중심의 판매 라인업으로 VBP 제도에 최대 수혜 기대
- 제이시스메디칼: 리니어Z 판매 호조 및 카트리지 매출 증가로 컨센서스 부합. 2023E 국내 비침습 RF 출시 및 중국 포텐자 출시 예정. 국내 미용 의료기기 업종 중 중국 리오프닝 수혜 기대

(단위: 원, 십억원, %, %p)

		변경 후	변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
		2022.12(E)	2022.12(E)	vs Chg	2022.12(E)	vs Con	2021.12(A)	YoY	2022.09(A)	QoQ
휴젤(145020)	매출액	75.7	78.4	(3.5)	74.3	1.8	64.5	17.4	70.7	7.0
BUY	영업이익	23.7	24.6	(3.8)	22.6	4.9	20.2	17.3	24.8	(4.4)
180,000(상향)	지배주주순이익	16.8	17.4	(3.9)	14.3	17.2	3.9	326.3	25.8	(34.9)
선호주	OPM	31.3%	31.4%	-0.1%p	30.4%	0.9%p	31.3%	0.0%p	35.0%	-3.8%p
	NIM	22.2%	22.2%	-0.1%p	19.2%	2.9%p	6.1%	16.1%p	36.4%	-14.3%p
대웅제약(069620)	매출액	306.0	312.4	(2.0)	312.2	(2.0)	275.3	11.2	301.5	1.5
BUY	영업이익	23.4	32.4	(27.7)	32.0	(26.9)	24.7	(5.2)	30.3	(22.8)
220,000	지배주주순이익	25.8	34.8	(25.7)	25.2	2.4	30.2	(14.6)	21.5	20.0
선호주	OPM	7.6%	10.4%	-2.7%p	10.2%	-2.6%p	9.0%	-1.3%p	10.0%	-2.4%p
	NIM	8.4%	11.1%	-2.7%p	8.1%	0.4%p	11.0%	-2.5%p	7.1%	1.3%p
오스템임플란트(048260)	매출액	287.7	284.0	1.3	282.7	1.8	238.3	20.7	279.6	2.9
BUY	영업이익	56.0	59.0	(5.0)	57.5	(2.6)	48.1	16.5	56.5	(0.8)
170,000(상향)	지배주주순이익	32.8	38.6	(15.2)	40.7	(19.4)	(50.0)	흑전	40.5	(19.1)
	OPM	19.5%	20.8%	-1.3%p	20.3%	-0.9%p	20.2%	-0.7%p	20.2%	-0.7%p
	NIM	11.4%	13.6%	-2.2%p	14.4%	-3.0%p	-21.0%	32.4%p	14.5%	-3.1%p

Note: K-IFRS 연결 기준/ 대웅제약 별도 기준
Source: 다올투자증권

(단위: 원, 십억원, %, %p)

		변경 후	변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
		2022.09(E)	2022.09(E)	vs Chg	2022.09(E)	vs Con	2021.09(A)	YoY	2022.06(A)	QoQ
덴티움(145720)	매출액	94.2	107.2	(12.1)	102.9	(8.4)	94.1	0.2	90.7	4.0
BUY(하향)	영업이익	32.8	39.4	(16.7)	35.8	(8.2)	27.3	20.5	33.7	(2.6)
130,000	지배주주순이익	25.8	30.8	(16.3)	25.6	0.7	18.5	39.2	24.5	5.1
	OPM	34.9%	36.8%	-1.9%p	34.8%	0.1%p	29.0%	5.9%p	37.2%	-2.3%p
	NIM	27.4%	28.7%	-1.4%p	24.9%	2.5%p	19.7%	7.7%p	27.1%	0.3%p
제이시스메디칼(287410)	매출액	29.8	29.8	0.0	30.4	(1.9)	24.4	22.0	28.6	4.0
BUY	영업이익	8.7	8.5	2.4	8.6	1.4	6.6	31.9	7.7	13.0
12,000(상향)	지배주주순이익	7.4	6.7	11.2	7.2	3.7	8.1	(8.2)	7.2	2.8
	OPM	29.3%	28.6%	0.7%p	28.3%	0.9%p	27.1%	2.2%p	26.9%	2.3%p
	NIM	24.9%	22.4%	2.5%p	23.6%	1.3%p	33.1%	-8.2%p	25.2%	-0.3%p

Note: K-IFRS 연결
Source: 다올투자증권

업종별 투자포인트 점검

1) 톡신: 중국 리오프닝에 따른 국내 업체들에 대한 매출 영향이 관건이다. 현재 휴젤이 중국에서 4번째로 품목 허가를 획득하여 판매 개시하였으나, 현지 재고 이슈 및 락다운으로 2022E 중국 톡신 매출 성장률이 YoY +10%를 하회할 전망이다. **중국 내 확진자 수가 Peak를 지나고 춘절 이후, 중국 내수 소비가 회복되기 시작할 시점 휴젤 중국 톡신 매출 확대가 기대**된다. 파트너사인 사환제약의 전체 매출액에서 미용 의료 비중이 10% 수준으로 매출 비중이 작지만, 사환제약은 현지 직원을 채용하고 영업망을 확대하고 있어 2023E 리오프닝에 따른 매출 확대가 기대된다. 추가적으로 HA필러 브랜드 더채움의 정식 출시 또한 2월 예고되어 있어 필러와 톡신 간의 번들링에 따른 매출 확대가 기대된다. 대웅제약 역시 2023E초 파트너사 계약 체결 및 중국 나보타 품목 허가 예정이다. 예정대로 **품목 허가가 진행된다면 2H23E 판매 개시가 기대된다.** 여전히 중국 정부가 불법 제품보다는 정식 제품을 통한 톡신 시술을 권고하고 있다는 점에서 정식 품목 허가를 획득한 업체들에 대한 선별적인 접근이 필요하다.

2) 임플란트: 1/11일 VBP 입찰이 마감된다. 발표된 가이드라인에 따르면 국내 업체들은 794위안 수준의 가격에서 예정된 수요량을 확보할 수 있을 예정이며 이번 정책을 통해 타격을 입는 업체는 유럽 업체들로 판단된다. VBP를 기반으로 한 국공립 병원에서의 점유율 확대 및 리오프닝에 이은 추가적인 수요를 통해 국내 임플란트 업체들의 매출 확대가 기대된다. 하이오센 같은 고가 브랜드 없이 중저가 라인업 위주로 판매한 덴티움이 VBP 정책에 따른 수혜가 커보이지만, 국내 업체들의 중국 시장 내 지배력을 확인했다는 점에서 부정적으로만 평가한 VBP 정책을 최소 중립 이상의 결과로 판단하며 국내 업체들에 대한 리레이팅이 기대된다.

3) 미용 의료기기: 2023년에도 국내 업체들의 국내 시장 점유율 확대 및 해외 시장 매출 확대를 위한 한 해가 될 것이다. 주목해야 될 점은 **1) 국내 비침습 RF 시장의 판도 변화, 2) 국내 업체들의 중국 시장 진출 여부, 그리고 3) 2024년 이후 진행될 미국 HIFU 시장 침투**이다. 국내 비침습 RF는 원텍의 올리지오가 써마지에 이은 비침습 RF이자 첫 중저가형 제품으로 출시했으나, 4Q22E 클래시스의 볼뉴머 출시, 2Q23E 제이시스메디칼의 제품 출시에 따른 국내 시장에서의 판도 변화를 확인할 필요가 있다. 당사는 슈링크 유니버스와의 시너지를 기반으로 한 볼뉴머의 2023년 점유율 확대를 기대한다. 국내 업체들 중 유의미한 중국 매출을 발생한 기업은 아직 없다. 다만 제이시스메디칼의 포텐자, 원텍의 올리지오, 그리고 비올의 실펌X가 중국내 품목 허가를 기대하고 있다. 각 사는 Cynosure, 아오위안, 사환제약을 파트너사로 두고 있으며 제이시스메디칼은 기존 제품은 인트라셀의 품목 허가를 보유하고 있어 포텐자의 품목 허가가 용이할 것으로 판단, 상반기 중 품목 허가를 받아 하반기 출시가 기대된다. 미국 HIFU의 경우, 제이시스메디칼이 2024년 출시를 예고하고 있으며 클래시스 또한 슈링크 유니버스를 기반으로 2025년 이후 출시를 예고하고 있다.

Fig. 1: 업종별 모멘텀

업종	기업	내용
톡신	휴젤	1) 2023.04.06 레티보 FDA 품목 허가
		2) 중국 리오프닝에 따른 매출 확대
		3) 캐나다 및 호주 매출 호조
		4) 2H23E 미국 출시
	대웅제약	1) 1Q23E 중국 파트너사 계약 및 품목 허가
		2) 엔블로 약가 결정 후, 출시
		3) 펙수클루 매출 확대
미용 의료기기	클래시스	1) 볼뉴머 국내 매출 확대
		2) 슈링크 유니버스 브라질, 태국 중심으로 매출 확대
		3) 중국 임상 진입
	제이시스메디칼	1) 2Q23E 국내 비침습 RF 출시
		2) 2H23E 중국 포텐자 출시
		3) 2024E 미국 HIFU 출시
	루트로닉	1) 미국 매출 확대
		2) 2H23E 신제품 출시
	파마리서치	1) 콘쥬란, 관절염 치료제 시장 점유율 확대
		2) 리쥬란, 의료 관광 재개와 함께 중국 내 매출 확대
덴탈	오스템임플란트	1) 2023.03월 환기 종목 해제
		2) 2Q23E VBP 실행으로 국공립 매출 비중 확대
	덴티움	1) 2Q23E VBP 실행으로 국공립 매출 비중 확대
	레이	1) 1Q23E 1차 유증 납입 완료
		2) 중국 제조 시설 착공
	디오	1) DSO향 매출 본격화
신약	한올바이오파마	1) 1Q23E 중국 MG 3상 결과 확인
		2) 2H23E 미국 IMVT-1402 임상 1상 결과 확인

Source: 다올투자증권

Fig. 2: 2023년 타임라인

	기업	내용	중요도	업종
1Q23	레이	1차 유증 납입		덴탈
	제이시스메디칼	국내 비침습 RF 품목 허가		미용 의료
	제이시스메디칼	중국 포텐자 품목 허가	★★★	미용 의료
	대웅제약	중국 파트너사 계약 및 품목 허가	★★★	톡신
	한올바이오파마	중국 MG 3상 결과 발표	★★★	신약
	한올바이오파마	미국 TED 3상 마일스톤 수령		신약
2023.01월	Inmode	잠정 실적 발표	★★	미용 의료
2023.01.11		VBP 입찰 마감		덴탈
2023.02월	Evolus	잠정 실적 발표	★★	톡신
2023.02.01	대웅제약	민사 1사 선고 기일		톡신
2023.02.10	휴젤	상장 폐지 보도 관련 재공시		톡신
2023.03월	오스템임플란트	환기 종목 해제	★★	덴탈
2Q23		VBP 시행		덴탈
	Revance	Daxxify 정식 출시		톡신
2023.04.06	휴젤	레티보 FDA 품목 허가	★★★	톡신
2023.04.07	대웅제약	포시가 물질특허 만료		톡신
1H23	Evolus	독일 및 오스트리아 출시		톡신
	메디톡스	MT10109L FDA 품목 허가 신청		톡신
	메디톡스	뉴럭스 국내 품목 허가		톡신
2H23	휴젤	미국 레티보 출시	★★★	톡신
	제이시스메디칼	중국 포텐자 출시	★★	미용 의료
	제이시스메디칼	미국 HIFU 품목 허가	★★★	미용 의료
	루트로닉	신제품 출시	★★	미용 의료
	한올바이오파마	IMVT-1402 1상 결과 발표	★★	신약

Source: 다올투자증권

VBP 영향에 따른 매출 시나리오 분석

가격 입찰을 통해 로컬 업체 MS를 확대하려는 중국 정부의 목적이 있었으나, 국내 업체와 중국 업체 간 가격 차이는 시장 조사 결과 나타나지 않았다. 해당 제도 실행을 통해 가장 타격을 입는 것은 유럽 업체(Straumann, Dentsply)로 판단된다.

국내 업체인 오스템임플란트와 덴티움은 시장 조사 결과 44%의 시장 점유율을 확인했으며 해당 입찰 결과를 통해 국공립 매출 비중 확대가 가능하다. 다만, 중장기적으로 중국 업체 점유율 확대는 불가피하지만, 중국 임플란트 식립률은 0.1%로 한국 5%, 선진국 1~2% 대비 저조하다. 현재 시장 규모에서 5배 수준으로 성장 가능하다고 판단한다. VBP 이슈로는 하이오센이 입찰 품목에 제외된 오스템임플란트 대비 덴티움의 수혜를 클 전망이다.

VBP 가이드라인에 따르면 국내 업체들은 입찰 상한가 794위안을 써낼 경우, 구매 예정 수량의 100%를 확보 가능하며 그에 따른 오스템임플란트와 덴티움의 기대 매출액은 각각 800억원과 657억원이다. VBP 입찰에 포함된 민간 업체들의 비중을 확인할 필요 있으나, 업체별로 최대 500억원과 456억원의 매출액 증분이 기대된다.

Fig. 3: VBP 시나리오

	민간	국공립
비중	8	2
시술(만개)	400	100
VBP 입찰 수량(만개)	+a	+(250-a)

	오스템임플란트	덴티움
구매 예정 수량(세트)	545,656	448,541
시장 조사 가격(위안)	957	957
최대 입찰 가격(위안)	794	794
최대 입찰 가격(원)	146,545	146,545
기대 매출액(백만위안)	433	356
기대 매출액(십억원)	**80.0**	**65.7**
22E 전체 매출액(십억원)	1063.1	369
22E 중국 매출액(십억원)	305.9	200.5
22E 국공립 중국(십억원)	30.6	20.1

Source: 다올투자증권

톡신 매트릭스

미용 톡신 시장 규모는 6조원. 미국 3조원, 유럽 1조원, 중국 8천억원 수준이다. 미국은 국내 업체들이 중저가 제품을 출시하며 신규 시장을 개척하고 있다. 또한, 중국은 그레이 마켓의 화이트 마켓 전환을 통해 시장이 성장 중이다. 추가적으로 중국 내 리오프닝으로 인한 이연 수요가 발생할 예정이다. 국내 업체 중 미국 및 중국 시장을 공략하거나 공략 예정인 기업은 대웅제약과 휴젤이 있다. 2023E 품목 허가 혹은 리오프닝에 따른 두 업체들의 매출 확대가 기대된다.

Fig. 4: 국내 3개사 해외 진출 현황

국가	시장규모(조원)	특징	대웅제약	휴젤	메디톡스
미국	3.0	Allergan MS 70%로 고가 시술. 중저가 시술 확대를 통한 시장 성장률 상회	19년 출시, Evolus 판매(1.5억 달러) 대웅제약향 매출은 750억원	23.04.06 **FDA 품목허가 기대**	23E FDA 품목 허가 신청
유럽	1.0	각 국가별로 시장이 나뉘어져 있어 시장 규모 대비 매출 신장 속도는 느릴 것	22년 출시. Evolus가 판매	22년 출시 22E 가이던스 50억원 상회 기대	-
중국	0.8	그레이 마켓의 화이트 마켓 전환으로 인한 빠른 시장 성장. 리오프닝 기대	23E초 **파트너사 계약 및 출시 기대**	20년말 출시 21년 270억원 22E 300억원(YoY +10%) 23E **리오프닝에 따른 매출 확대 기대**	-
2023E PER			18.0	21.4	16.4

Source: 다올투자증권

Fig. 5: 분기별 품목별 수출 데이터

(천달러)	4Q22	4Q21	YoY(%)	3Q22	QoQ(%)	주요 판매 기업
톡신	82,548	66,856	23.5	84,365	-2.2	
미국/캐나다	10,204	10,977	-7.0	16,470	-38.0	대웅제약
중국	11,779	24,595	-52.1	11,535	2.1	휴젤
홍콩	9,920	7,454	33.1	7,766	27.7	
임플란트	187,071	166,576	12.3	175,730	6.5	
중국	71,121	67,394	5.5	78,734	-9.7	덴티움, 오스템
미국	**11,719**	**11,251**	**4.2**	**8,245**	**42.1**	**디오**
러시아	18,323	23,407	-21.7	18,040	1.6	덴티움, 오스템
미용 의료기기	220,387	207,660	6.1	202,674	8.7	
미국	34,618	36,255	-4.5	31,668	9.3	루트로닉, 제이시스
중국	12,614	20,544	-38.6	10,500	20.1	
일본	21,618	22,300	-3.1	20,821	3.8	제이시스
브라질	**12,423**	**7,119**	**74.5**	**11,596**	**7.1**	**클래시스**
치과영상장비	65,633	71,111	-7.7	67,749	-3.1	바텍
중국	3,767	12,591	-70.1	7,541	-50.0	
미국	**23,326**	**16,485**	**41.5**	**16,335**	**42.8**	
콘택트렌즈	63,943	61,168	4.5	61,457	4.0	인터로조

Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 6: 월별 품목별 수출 데이터

(천달러)	2022.12월	2021.12월	YoY(%)	2022.11월	MoM(%)	주요 판매 기업
톡신	32,536	23,482	38.6	27,316	19.1	
미국/캐나다	2,852	2,771	2.9	4,644	-38.6	대웅제약
중국	**8,189**	**9,573**	**-14.5**	**2,164**	**278.4**	**휴젤**
홍콩	2,579	3,132	-17.7	3,909	-34.0	
임플란트	71,881	62,549	14.9	63,144	13.8	
중국	18,882	23,371	-19.2	28,839	-34.5	덴티움, 오스템
미국	5,320	2,479	114.6	2,964	79.5	디오
러시아	**9,212**	**8,342**	**10.4**	**4,656**	**97.8**	**덴티움, 오스템**
미용 의료기기	75,420	77,768	-3.0	73,897	2.1	
미국	9,654	15,628	-38.2	13,216	-27.0	루트로닉, 제이시스
중국	4,680	7,598	-38.4	4,387	6.7	
일본	**9,190**	**7,405**	**24.1**	**6,943**	**32.4**	**제이시스**
브라질	2,985	1,491	100.2	4,502	-33.7	클래시스
치과영상장비	17,984	23,154	-22.3	23,480	-23.4	바텍
중국	907	4,093	-77.8	1,299	-30.2	
미국	4,861	4,000	21.5	9,418	-48.4	
콘택트렌즈	**30,952**	**25,842**	**19.8**	**16,769**	**84.6**	**인터로조**

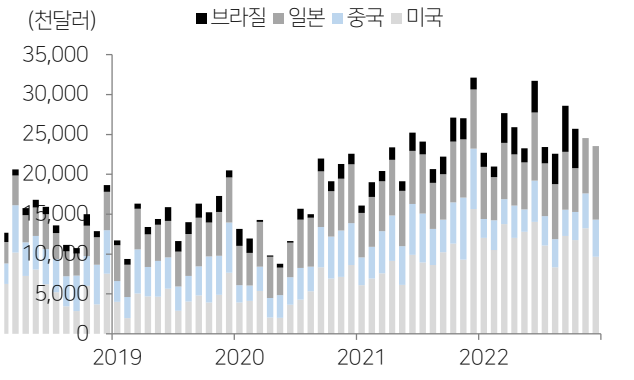
Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 7: 미용의료기기 수출 데이터

(천달러)			주요 국가				주요 지역		
	전체	YOY(%)	미국	중국	일본	브라질	강남구	금천구	고양시
1Q21	152,359	15.4	20,649	12,740	18,062	4,063	15,990	20,667	20,674
2Q21	178,368	113.3	25,223	16,903	20,563	5,024	22,052	24,815	30,588
3Q21	166,467	29.1	27,796	14,750	18,852	5,571	21,173	23,185	26,550
4Q21	207,660	32.8	36,255	20,544	22,300	7,119	19,258	28,931	34,713
1Q22	189,138	32.8	25,775	9,267	18,972	6,823	19,017	29,645	38,176
2Q22	202,093	13.3	38,845	12,043	20,836	9,125	19,635	29,281	34,961
3Q22	202,674	21.8	31,668	10,500	20,821	11,596	17,002	25,295	33,472
4Q22	220,387	6.1	34,618	12,614	21,618	12,423			
Jan-21	44,597	15.0	6,112	3,473	5,571	931	5,032	7,004	6,430
Feb-21	47,193	7.4	6,951	3,975	6,241	1,840	4,773	6,796	6,000
Mar-21	60,569	23.0	7,586	5,292	6,250	1,292	6,185	6,867	8,244
Apr-21	60,711	128.5	9,156	5,691	6,954	1,587	6,552	9,352	10,335
May-21	54,747	146.8	6,147	4,841	6,945	1,186	7,413	7,709	9,511
Jun-21	62,910	80.4	9,920	6,371	6,664	2,251	8,087	7,754	10,742
Jul-21	57,441	47.5	8,954	6,131	7,399	1,599	9,943	8,195	8,085
Aug-21	49,002	29.5	8,605	4,552	5,750	1,758	4,211	7,362	8,714
Sep-21	60,024	15.1	10,237	4,066	5,703	2,214	7,019	7,628	9,751
Oct-21	64,769	31.7	11,307	5,187	7,608	2,987	7,630	9,756	10,240
Nov-21	65,123	28.2	9,320	7,759	7,287	2,641	5,758	9,376	10,752
Dec-21	77,768	37.9	15,628	7,598	7,405	1,491	5,870	9,799	13,721
Jan-22	55,335	24.1	12,013	2,394	6,519	1,753	6,412	8,587	10,494
Feb-22	62,390	32.2	6	3,731	5,394	1,349	5,992	9,521	13,808
Mar-22	71,413	17.9	13,756	3,142	7,059	3,721	6,613	11,537	13,874
Apr-22	68,038	12.1	12,042	4,053	6,382	3,430	5,492	9,813	11,475
May-22	59,468	8.6	12,776	2,820	5,896	1,749	7,494	6,811	8,753
Jun-22	74,587	18.6	14,027	5,170	8,557	3,946	6,649	12,657	14,733
Jul-22	64,380	12.1	11,054	3,692	6,643	2,044	5,067	7,971	8,708
Aug-22	64,517	31.7	8,343	3,508	6,914	3,813	4,618	8,333	9,399
Sep-22	73,777	22.9	12,271	3,300	7,264	5,739	7,317	8,991	15,365
Oct-22	71,070	9.7	11,748	3,547	5,485	4,936	6,895	6,714	15,569
Nov-22	73,897	13.5	13,216	4,387	6,943	4,502	6,942	9,506	15,775
Dec-22	75,420	-3.0	9,654	4,680	9,190	2,985	5,529		

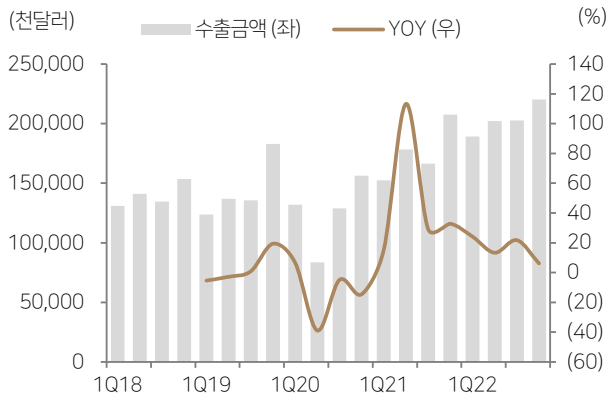
Note: HS Code: 9018.90
Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 8: 미용의료기기 주요 국가 월별 수출 데이터



Note: HS Code: 9018.90
Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 9: 미용의료기기 분기별 수출 데이터



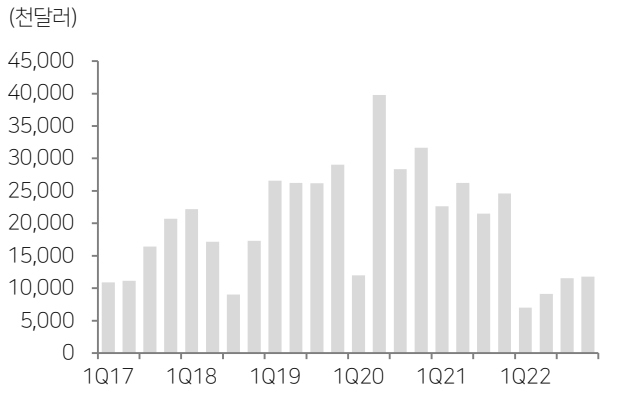
Note: HS Code: 9018.90
Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 10: 톡신 수출 데이터

			주요 국가							주요 지역	
	전체	YOY(%)	미국	캐나다	중국	태국	홍콩	브라질	일본	화성시	춘천시
1Q21	51,699	43.5	5,749	0	22,642	4,238	1,109	6,520	2,045	6,913	14,496
2Q21	65,633	27.2	8,384	2,387	26,224	4,050	1,639	4,183	2,377	12,762	13,304
3Q21	55,436	3.5	8,736	0	21,484	2,553	3,177	4,592	3,610	10,267	12,240
4Q21	66,856	4.2	10,977	0	24,595	5,154	7,454	4,325	3,820	14,563	10,320
1Q22	56,670	9.6	15,096	2,370	7,021	3,240	5,394	4,691	2,356	18,774	10,187
2Q22	75,456	15.0	16,596	0	9,103	6,542	7,107	8,630	3,778	23,610	14,971
3Q22	84,365	52.2	14,085	2,385	11,535	5,723	7,766	10,744	3,324	25,581	18,608
4Q22	82,548	23.5	7,929	2,274	11,779	5,624	9,920	9,719	3,424		
Jan-21	15,162	90.6	84	0	7,960	1,156	351	2,272	468	444	4,605
Feb-21	8,991	-7.3	113	0	3,438	1,087	300	1,368	358	827	1,489
Mar-21	27,545	50.0	5,552	0	11,244	1,995	458	2,880	1,219	5,642	8,402
Apr-21	19,052	27.2	42	0	9,621	1,223	874	1,805	554	897	2,168
May-21	20,396	-6.5	2,781	2,387	8,954	473	482	0	566	5,569	5,049
Jun-21	26,186	76.6	5,561	0	7,649	2,354	283	2,378	1,257	6,296	6,087
Jul-21	16,665	-1.8	2,871	0	6,036	524	26	1,092	1,077	5,039	1,238
Aug-21	13,676	-10.1	2,952	0	3,517	484	130	2,014	2,068	3,348	1,284
Sep-21	25,095	17.4	2,913	0	11,932	1,545	3,021	1,486	465	1,880	9,718
Oct-21	17,868	-10.5	2,768	0	8,082	740	740	1,445	1,335	3,871	716
Nov-21	25,507	15.3	5,438	0	6,940	1,550	3,582	2,334	1,459	6,877	4,294
Dec-21	23,482	6.3	2,771	0	9,573	2,864	3,132	546	1,026	3,815	5,310
Jan-22	22,078	45.6	8,718	0	4,563	1,378	1,362	728	431	8,304	5,496
Feb-22	13,713	52.5	2,479	0	1,221	705	814	2,360	1,178	3,635	2,063
Mar-22	20,879	-24.2	3,898	2,370	1,237	1,157	3,218	1,603	747	6,835	2,628
Apr-22	26,164	37.3	5,520	0	2,711	3,391	2,028	2,549	1,071	8,088	3,348
May-22	21,794	6.9	5,560	0	604	1,053	3,162	3,227	1,740	7,358	3,009
Jun-22	27,497	5.0	5,515	0	5,789	2,097	1,917	2,854	967	8,164	8,614
Jul-22	25,781	54.7	8,386	2,385	1,754	962	1,639	2,623	1,426	13,584	1,694
Aug-22	20,428	49.4	87	0	1,029	2,311	2,391	3,735	438	3,083	5,220
Sep-22	38,157	52.0	5,612	0	8,752	2,450	3,736	4,387	1,460	8,914	11,694
Oct-22	22,696	27.0	2,700	2	1,426	2,020	3,432	4,449	677	6,424	4,212
Nov-22	27,316	7.1	2,377	2,267	2,164	1,764	3,909	3,148	2,050	6,785	5,678
Dec-22	32,536	38.6	2,852	5	8,189	1,841	2,579	2,122	697		

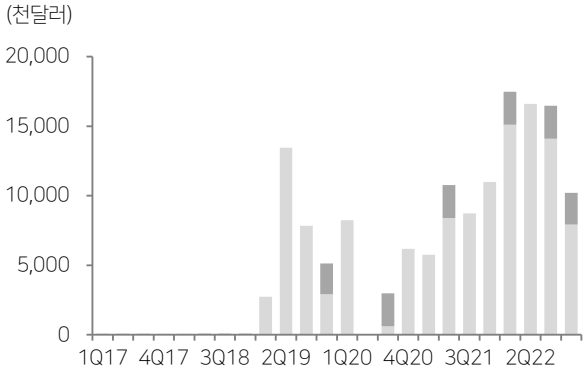
Note: HS Code: 3002.49.1000 및 3002.90.9000 합산
Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 11: 중국 톡신 분기별 수출 데이터



Note: HS Code: 3002.49.1000 및 3002.90.9000 합산
Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 12: 북미 톡신 분기별 수출 데이터



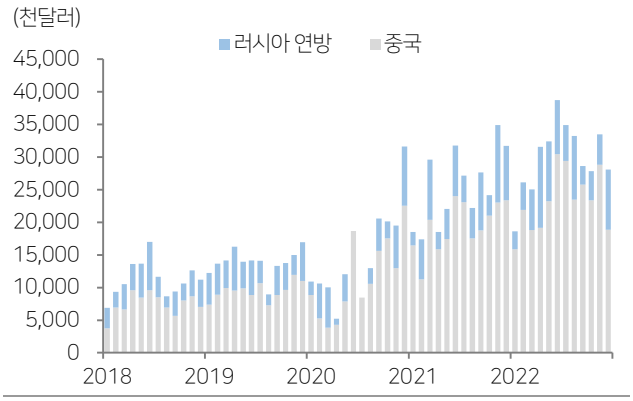
Note: HS Code: 3002.49.1000 및 3002.90.9000 합산
Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 13: 치과용 임플란트 수출 데이터

(천달러)			주요 국가						주요 지역		
	전체	YOY(%)	중국	미국	러시아	독일	이란	UAE	강서구	수원시	해운대구
1Q21	115,372	39.3	48,152	6,551	17,389	1,612	1,852	1,419	32,081	31,121	7,080
2Q21	139,084	94.9	57,312	8,166	15,020	1,618	4,246	2,049	37,108	34,324	10,249
3Q21	140,313	62.7	59,364	11,370	17,623	1,542	3,057	1,699	37,611	30,483	10,681
4Q21	166,576	26.5	67,394	11,251	23,407	404	4,809	1,435	42,078	37,919	12,722
1Q22	145,510	26.1	56,647	8,297	13,156	1,291	6,136	3,259	38,130	32,168	13,820
2Q22	190,993	37.3	72,808	11,801	29,885	882	8,236	3,535	55,595	45,975	15,128
3Q22	175,730	25.2	78,734	8,245	18,040	1,432	1,189	3,190	56,856	31,944	9,704
4Q22	187,071	12.3	71,121	11,719	18,323	1,935	2,486	2,727			
Jan-21	32,465	21.5	16,481	1,765	2,055	449	26	267	8,100	10,383	878
Feb-21	33,666	23.6	11,264	1,987	6,141	753	190	788	10,082	7,850	1,331
Mar-21	49,241	70.5	20,407	2,799	9,193	410	1,636	364	13,899	12,888	4,871
Apr-21	38,848	306.2	15,868	2,528	2,646	492	294	421	10,031	9,342	872
May-21	40,989	65.9	17,439	2,468	4,621	547	390	591	11,242	11,576	1,587
Jun-21	59,247	59.7	24,005	3,170	7,753	579	3,562	1,037	15,835	13,406	7,790
Jul-21	46,347	89.6	23,074	4,125	4,060	366	372	818	13,353	10,608	1,780
Aug-21	42,601	87.2	17,516	4,066	4,688	408	428	537	11,686	9,510	1,778
Sep-21	51,365	31.6	18,774	3,179	8,874	768	2,256	344	12,572	10,365	7,123
Oct-21	46,095	24.1	20,999	4,963	3,166	63	81	562	13,723	10,043	2,272
Nov-21	57,932	36.3	23,024	3,809	11,899	218	1,146	342	13,449	17,039	3,450
Dec-21	62,549	20.2	23,371	2,479	8,342	123	3,582	531	14,906	10,837	7,000
Jan-22	39,382	21.3	15,888	2,287	2,716	159	903	592	10,750	7,969	2,967
Feb-22	49,132	45.9	21,924	2,943	4,212	894	358	822	13,362	12,659	3,705
Mar-22	56,996	15.7	18,835	3,067	6,229	238	4,876	1,845	14,018	11,540	7,148
Apr-22	55,934	44.0	19,145	3,617	12,429	319	489	716	16,035	17,657	1,890
May-22	63,565	55.1	23,210	5,418	9,194	290	2,205	741	19,995	10,941	4,868
Jun-22	71,494	20.7	30,453	2,766	8,263	273	5,542	2,078	19,565	17,377	8,370
Jul-22	59,613	28.6	29,435	3,593	5,463	906	397	1,273	21,756	11,166	1,615
Aug-22	57,190	34.2	23,493	2,200	9,760	370	367	1,215	17,362	13,645	1,361
Sep-22	58,927	14.7	25,806	2,452	2,817	156	425	702	17,738	7,133	6,728
Oct-22	52,047	12.9	23,400	3,436	4,456	286	449	701	16,024	9,676	2,602
Nov-22	63,144	9.0	28,839	2,964	4,656	397	871	859	21,426	11,011	2,234
Dec-22	71,881	14.9	18,882	5,320	9,212	1,252	1,166	1,167			

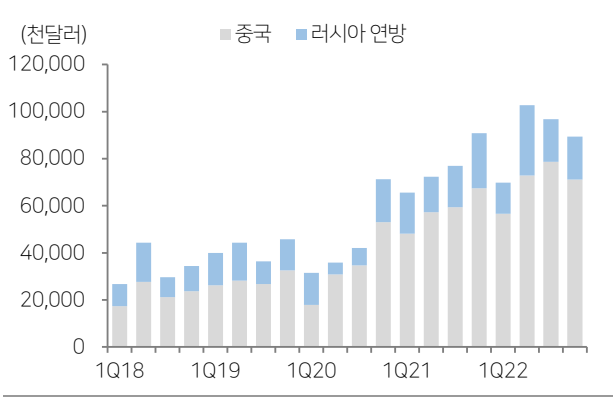
Note: HS Code 9021.29.0000
Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 14: 주요 국가 월별 수출 데이터



Note: HS Code: 9021.29.0000
Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 15: 주요 국가 분기별 수출 데이터



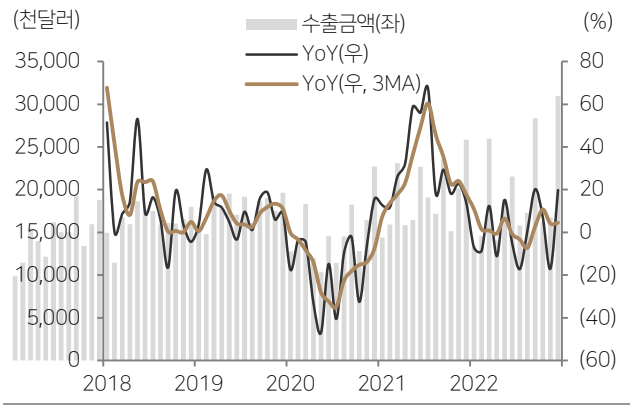
Note: HS Code: 9021.29.0000
Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 16: 콘택트렌즈 수출 데이터

(천달러)			주요 국가						주요 지역
	전체	YOY(%)	미국	중국	태국	홍콩	사우디	일본	평택시
1Q21	53,454	17.8	1,064	17,111	3,893	1,304	4,086	10,058	15,533
2Q21	54,946	49.1	1,065	18,640	2,988	1,628	2,265	9,609	16,645
3Q21	59,836	35.5	1,716	18,618	1,764	2,566	2,619	15,253	18,444
4Q21	61,168	17.7	1,406	19,998	1,820	3,648	2,976	12,664	19,621
1Q22	53,930	0.9	1,124	13,273	2,884	1,762	3,608	11,641	17,982
2Q22	54,524	-0.8	702	9,700	4,220	2,428	2,966	12,139	17,838
3Q22	61,457	2.7	927	14,468	3,725	2,297	1,920	15,791	19,402
4Q22	63,943	4.5	582	13,105	3,953	2,189	5,668	16,541	
Jan-21	14,415	12.8	372	5,450	1,301	221	801	2,654	2,732
Feb-21	15,931	11.6	334	4,800	1,192	506	2,164	2,892	3,794
Mar-21	23,108	26.2	358	6,861	1,400	577	1,121	4,512	9,007
Apr-21	15,826	32.2	125	5,314	1,260	451	1,439	2,218	2,829
May-21	16,436	58.8	389	5,644	664	540	191	3,932	4,387
Jun-21	22,684	56.1	551	7,682	1,064	637	635	3,459	9,429
Jul-21	19,086	67.4	752	6,329	810	1,340	1,722	3,577	3,671
Aug-21	17,159	18.2	512	5,102	559	729	189	4,162	5,324
Sep-21	23,591	29.4	452	7,187	395	497	708	7,514	9,449
Oct-21	15,153	18.1	281	7,394	186	1,134	301	1,352	2,698
Nov-21	20,173	22.8	391	7,290	420	1,799	667	4,314	5,559
Dec-21	25,842	13.8	734	5,314	1,214	715	2,008	6,998	11,364
Jan-22	13,404	-7.0	380	4,182	801	770	708	2,332	2,436
Feb-22	14,555	-8.6	203	5,474	833	433	205	3,197	3,835
Mar-22	25,971	12.4	541	3,617	1,250	559	2,695	6,112	11,711
Apr-22	14,058	-11.2	236	2,139	1,137	498	1,014	2,508	3,214
May-22	18,925	15.1	263	4,652	1,652	1,225	874	3,874	4,789
Jun-22	21,541	-5.0	203	2,909	1,431	705	1,077	5,757	9,835
Jul-22	15,806	-17.2	304	3,936	1,304	810	939	2,303	2,546
Aug-22	17,301	0.8	307	4,009	1,039	837	542	3,761	4,385
Sep-22	28,350	20.2	316	6,523	1,382	650	439	9,727	12,471
Oct-22	16,253	7.3	158	5,262	1,180	560	1,197	2,362	2,619
Nov-22	16,739	-17.0	141	3,894	859	821	653	4,266	4,126
Dec-22	30,952	19.8	283	3,949	1,914	808	3,818	9,913	

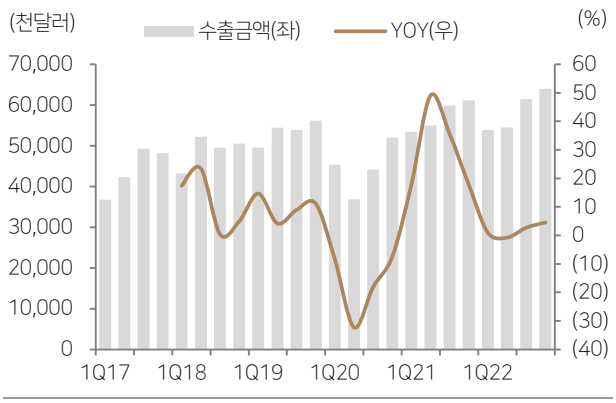
Note: HS Code: 9001.30.0000
Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 17: 콘택트렌즈 월별 수출 데이터



Note: HS Code: 9001.30.0000
Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 18: 콘택트렌즈 분기별 수출 데이터



Note: HS Code: 9001.30.0000
Source: 관세청, 다올투자증권

휴젤 (145020)

4Q22 Preview: 실마리가 풀릴 2023

Investment Point

- 4분기 연결 매출액 757억원(YoY +17.4%, QoQ +7.0%), 영업이익 237억원(YoY +17.3%, QoQ -4.4%)으로 컨센서스 부합 전망. 당초 가이던스 부합 기대했던 중국 수출은 매출 인식 이연으로 100억원 하회하여 아시아 매출은 전분기 8억원 감소한 140억원. 반면 유럽은 파트너사인 크로마의 번들링 판매로 당사 추정치 10억원 상회한 40억원 매출 전망. 영업 비용 면에서는 ITC 소송 비용이 전분기 대비 10억원 증가한 55억원 수준으로 추정

- 2023년 매출액 3,256억원(YoY +16.8%), 영업이익 1,063억원(YoY +11.9%) 전망. **1) 리오프닝에 따른 중국 매출 확대 기대.** 중국 현지 확진자 증가 추세로 직접적인 매출 확대는 확인되지 않지만, 2Q23E 이후 본격적인 리오프닝 진입에 따른 본격적인 매출 확대 기대. 2023.02월 중국 품목허가 받은 HA필러 '더채움' 정식 출시 예정. 휴젤이 국내 MS 1위를 달성했던 번들링 전략을 재현하여 중국내 매출 확대 가능할 전망. **2) 2023.04.06 PDUFA date으로 레티보의 미국 품목 허가 결과 확인.** 2H23E 직판을 통해 판매 개시 예정. 3) 미국 진출 전, 판매 전략을 점검할 수 있는 **캐나다와 호주에서의 판매 성과 주목.** 4) 추가적으로 당초 보수적으로 추정했던 유럽 지역의 판매 또한 Tier 2 국가 품목 허가 및 크로마사의 번들링 판매 전략에 따라 매출 확대 기대. 지역별 판매 성과에 따라 추정치 상향 가능

- 목표주가는 2023E EPS에 Target PER 30.0배 적용한 18만원 상향. 2016년 이후 휴젤 12M Fwd PER의 하단은 20배인 점을 감안한다면 현 주가는 2023년 모멘텀이 평가되지 않은 저평가 구간. 핵심은 중국 수요 회복과 미국 사업 개시. ITC 예비 판결은 2024.01월이며 최종 판결은 2024.05월

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
목표주가	180,000	160,000	상향
Earnings			유지

Stock Information	
현재가(1/6)	132,600원
예상 주가상승률	35.7%
시가총액	16,423억원
외국인 지분율	60.6%
주요주주지분율(%)	
Aphrodite (외 1인)	43.2
MFSC (외 1인)	7.0
자사주신탁 (외 1인)	3.2

Valuation wide	2021	2022E	2023E
PER(배)	32.9	22.3	21.4
PBR(배)	3.3	2.7	2.4
EV/EBITDA(배)	13.3	10.6	8.9
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Fig. 19: 휴젤 4Q22 Preview (단위: 십억원, %, %p)

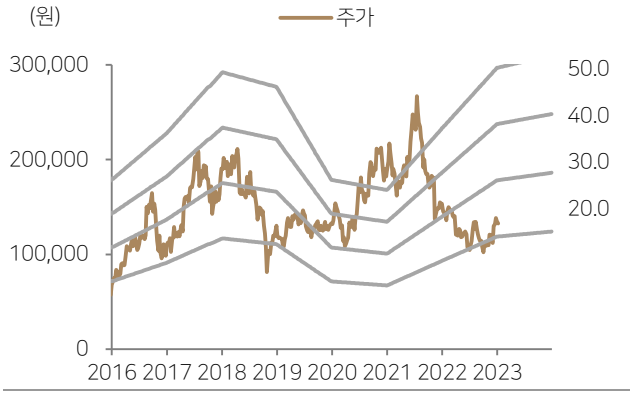
	변경 후	변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2022.12(E)	2022.12(E)	vs Chg	2022.12(E)	vs Con	2021.12(A)	YoY	2022.09(A)	QoQ
매출액	75.7	78.4	(3.5)	74.3	1.8	64.5	17.4	70.7	7.0
영업이익	23.7	24.6	(3.8)	22.6	4.9	20.2	17.3	24.8	(4.4)
지배주주순이익	16.8	17.4	(3.9)	14.3	17.2	3.9	326.3	25.8	(34.9)
OPM	31.3%	31.4%	-0.1%p	30.4%	0.9%p	31.3%	0.0%p	35.0%	-3.8%p
NIM	22.2%	22.2%	-0.1%p	19.2%	2.9%p	6.1%	16.1%p	36.4%	-14.3%p

Fig. 20: 휴젤 실적변경 (단위: 십억원, %, %p)

	변경전				변경후				차이(%,%P)			
	2022.12	2023.03	2023.06	2023.09	2022.12	2023.03	2023.06	2023.09	2022.12	2023.03	2023.06	2023.09
매출액	78.4	79.2	77.3	78.9	75.7	78.9	78.4	81.6	(3.5)	(0.3)	1.5	3.4
영업이익	24.6	27.1	25.3	25.3	23.7	26.1	25.6	28.2	(3.8)	(3.8)	1.2	11.5
영업이익률	31.4	34.3	32.7	32.1	31.3	33.1	32.6	34.6	(0.1)	(1.2)	(0.1)	2.5
EBITDA	29.2	31.9	30.2	30.4	28.4	30.9	30.5	33.3	(2.9)	(3.0)	1.1	9.6
EBITDA이익률	37.3	40.3	39.1	38.5	37.5	39.2	38.9	40.8	0.2	(1.1)	(0.1)	2.3
지배주주순이익	17.4	19.2	17.9	18.0	16.8	18.5	18.1	20.1	(3.9)	(3.8)	1.3	11.7

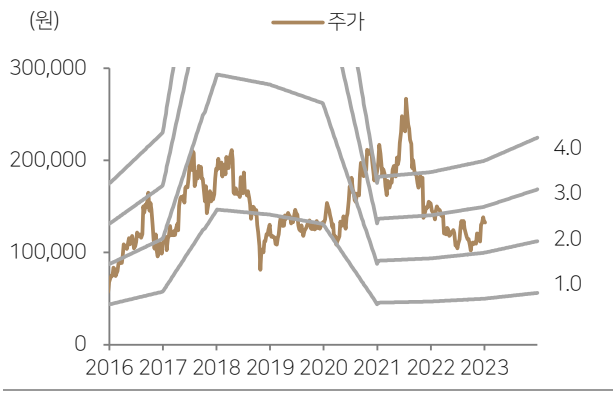
Note: K-IFRS 연결
Source: 휴젤, 다올투자증권

Fig. 21: 휴젤 PER 밴드



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 22: 휴젤 PBR 밴드



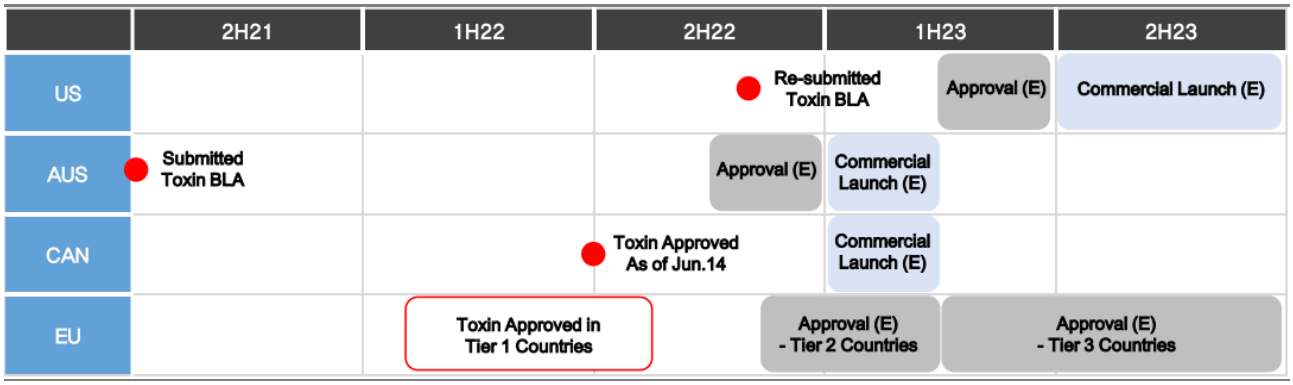
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 23: 휴젤 실적 추정

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	63.8	64.5	55.8	61.0	64.9	67.4	70.7	75.7	245.2	278.6	325.6
YoY(%)	*55%*	*34%*	*3%*	*-10%*	*2%*	*4%*	*27%*	*24%*	*16%*	*14%*	*17%*
톡신	37.3	35.3	25.1	27.7	31.5	36.9	41.9	44.6	125.3	154.9	193.8
YoY(%)	*107%*	*32%*	*-11%*	*-24%*	*-15%*	*5%*	*67%*	*61%*	*14%*	*24%*	*25%*
수출	15.9	13.3	13.3	11.8	9.7	17.7	22.3	24.7	54.4	74.4	109.8
아시아	12.1	11.1	10.6	9.3	6.1	11.1	14.8	14.0	43.1	46.1	68.6
남미	3.8	2.1	2.6	2.5	3.5	5.6	6.6	6.7	11.0	22.5	29.9
유럽	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.9	0.8	4.0	0.2	5.8	11.3
국내	21.3	22.0	11.8	15.9	21.8	19.2	19.6	19.8	71.0	80.5	84.1
필러	18.1	21.3	21.4	23.4	22.8	19.9	21.2	22.6	84.2	86.5	98.2
YoY(%)	*26%*	*58%*	*20%*	*6%*	*26%*	*-7%*	*-1%*	*-3%*	*24%*	*3%*	*13%*
수출	12.7	15.5	14.4	16.2	16.1	15.7	17.9	18.3	58.7	67.9	77.3
국내	5.5	5.8	7.0	7.2	6.7	4.2	3.3	4.3	25.5	18.6	20.8
화장품	3.2	2.7	4.2	4.3	5.4	4.3	4.9	5.2	14.5	19.7	21.7
의료기기	4.4	4.2	4.5	4.3	4.3	5.0	1.6	1.6	17.5	12.5	6.9
휴젤 아메리카	0.7	1.0	0.6	1.3	0.9	1.3	1.1	1.7	3.6	5.0	5.0
매출비중											
톡신	58%	55%	45%	45%	49%	55%	59%	59%	51%	56%	60%
필러	28%	33%	38%	38%	35%	30%	30%	30%	34%	31%	30%
영업이익	29.5	26.6	21.4	19.8	25.0	22.3	24.0	23.7	97.2	95.0	106.3
YoY(%)	*139%*	*59%*	*1%*	*-29%*	*-15%*	*-16%*	*13%*	*20%*	*24%*	*-2%*	*12%*
ITC 소송비용						3.5	4.5	5.5		13.5	24.0
OPM	46%	41%	38%	32%	39%	33%	34%	31%	40%	34%	33%
소송비 제외 OPM	-	-	-	-	-	41%	40%	39%	-	39%	40%
지배주주 순이익	18.6	14.7	20.5	3.9	15.0	14.8	25.8	16.8	57.7	72.3	75.4
YoY(%)	*210%*	*2%*	*108%*	*-67%*	*-20%*	*1%*	*26%*	*326%*	*37%*	*25%*	*4%*
NPM	*29%*	*23%*	*37%*	*6%*	*23%*	*22%*	*36%*	*22%*	*24%*	*26%*	*23%*

Source: 다올투자증권

Fig. 24: 톡신 허가 타임라인



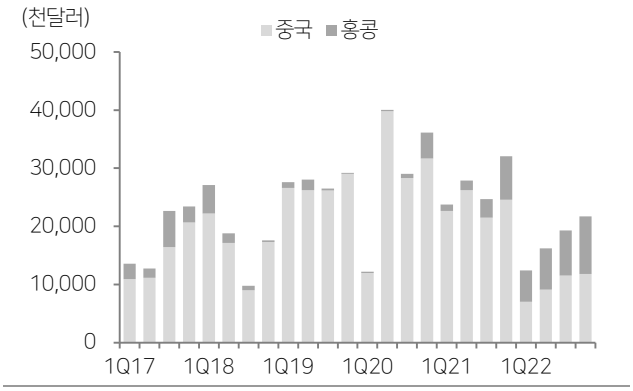
Source: 다올투자증권

Fig. 25: 보툴리눔 톡신 FDA 품목 허가 경과

휴젤	단계	소요개월
2021.03월	FDA BLA 신청	
2022.03월	CRL	
2022.08월	Type A 미팅 완료	
2022.09월	BLA 재신청	
2023.04.06	PDUFA date	
2H23E	출시	
대웅제약	단계	소요개월
2017.07월	FDA BLA 신청	10개월
2018.05월	CRL	3개월
2018.08월	BLA 재신청	7개월
2019.02월	품목허가	> 총 20개월
레방스(RVNC US)	단계	소요개월
2020.02월	FDA BLA 신청	20개월
2021.10월	CRL	5개월
2022.03월	BLA 재신청	
2022.07월	제조설비 재조사 완료	
2022.09.08	품목 허가	> 총 30개월

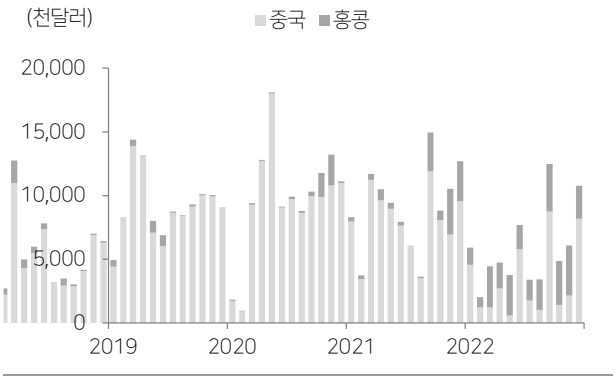
Source: 각 사, 다올투자증권

Fig. 26: 중국 톡신 분기별 수출 데이터



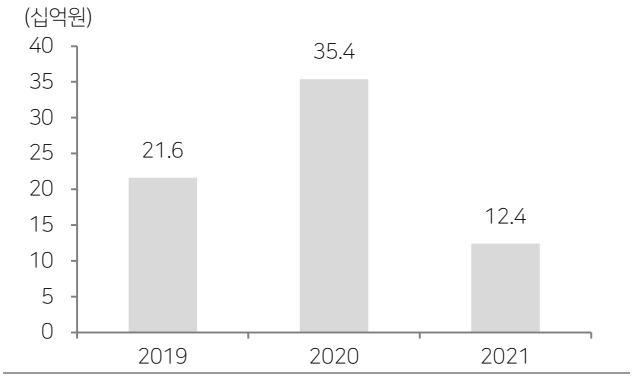
Note: HS Code: 3002.49.1000 및 3002.90.9000 합산
Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 27: 중국 톡신 월별 수출 데이터



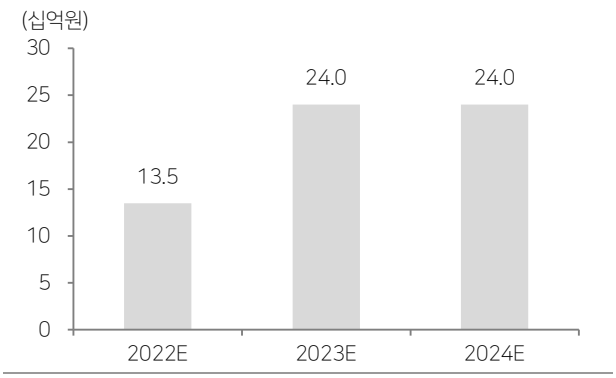
Note: HS Code: 3002.49.1000 및 3002.90.9000 합산
Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 28: 대웅제약 연간 소송비용 추이



Source: 대웅제약, 다올투자증권

Fig. 29: 휴젤 연간 ITC 소송비용 전망



Source: 휴젤, 다올투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	668.4	616.1	681.6	743.2	813.6
현금성자산	526.7	540.9	576.2	625.0	681.3
매출채권	30.8	29.8	52.4	60.0	68.3
재고자산	23.2	27.4	34.8	39.8	45.4
비유동자산	287.9	393.6	408.9	427.0	447.5
투자자산	41.2	100.6	73.3	76.3	79.3
유형자산	76.9	95.7	117.8	134.2	152.9
무형자산	169.8	197.4	217.9	216.6	215.3
자산총계	956.3	1,009.7	1,090.5	1,170.2	1,261.1
유동부채	43.8	54.0	165.5	169.6	174.0
매입채무	15.7	22.6	27.6	31.6	36.0
유동성이자부채	1.3	6.4	98.0	98.0	98.0
비유동부채	118.5	126.5	31.4	31.7	32.0
비유동이자부채	112.4	115.3	24.9	24.9	24.9
부채총계	162.3	180.6	197.0	201.3	206.0
자본금	6.4	6.3	6.3	6.3	6.3
자본잉여금	327.2	327.3	327.3	327.3	327.3
이익잉여금	808.5	841.3	913.5	988.9	1,075.1
자본조정	(395.4)	(397.8)	(413.0)	(413.0)	(413.0)
자기주식	(52.6)	(51.9)	(92.0)	(92.0)	(92.0)
자본총계	794.1	829.2	893.5	968.9	1,055.1
투하자본	348.1	323.3	373.5	397.4	424.5
순차입금	(413.0)	(419.1)	(453.4)	(502.1)	(558.4)
ROA	4.9	6.1	7.2	7.0	7.5
ROE	6.3	7.9	9.4	9.1	9.5
ROIC	16.9	19.6	21.0	20.9	22.4

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	211.0	245.2	271.8	325.6	371.1
증가율 (Y-Y,%)	3.2	16.2	10.9	19.8	14.0
영업이익	78.1	97.2	95.0	106.3	121.3
증가율 (Y-Y,%)	14.6	24.5	(2.2)	11.9	14.1
EBITDA	88.8	111.5	110.9	126.3	143.4
영업외손익	(8.7)	(8.2)	7.5	(1.6)	(1.6)
순이자수익	1.7	1.5	5.0	0.4	0.4
외화관련손익	3.1	(3.0)	0.2	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.4	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	69.3	89.0	102.5	104.7	119.7
당기순이익	45.3	60.4	75.3	79.4	90.7
지배기업당기순이익	42.0	57.7	72.3	75.4	86.2
증가율 (Y-Y,%)	(9.9)	33.3	24.7	5.3	14.3
NOPLAT	51.0	65.9	73.0	80.6	92.0
(+) Dep	10.7	14.3	15.9	20.0	22.1
(-) 운전자본투자	65.1	(71.6)	10.1	8.9	9.7
(-) Capex	17.0	23.9	32.1	31.7	36.1
OpFCF	(20.3)	127.9	46.7	60.0	68.2
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	5.0	10.4	9.9	15.5	14.8
영업이익증가율(3Yr)	(8.5)	17.3	11.7	10.8	7.7
EBITDA증가율(3Yr)	(6.5)	18.1	12.7	12.5	8.8
순이익증가율(3Yr)	(17.7)	(7.2)	14.4	20.5	14.5
영업이익률(%)	37.0	39.6	34.9	32.6	32.7
EBITDA마진(%)	42.1	45.5	40.8	38.8	38.7
순이익률 (%)	21.5	24.6	27.7	24.4	24.5

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금	74.3	85.9	93.8	86.8	98.9
당기순이익	45.3	60.4	75.2	79.4	90.7
자산상각비	10.7	14.3	15.9	20.0	22.1
운전자본증감	8.0	(8.0)	(8.2)	(8.9)	(9.7)
매출채권감소(증가)	6.2	(1.8)	(14.9)	(7.6)	(8.4)
재고자산감소(증가)	2.2	(5.8)	(7.2)	(5.1)	(5.6)
매입채무증가(감소)	1.3	2.1	(0.8)	4.0	4.4
투자현금	(25.3)	180.1	(221.4)	(56.4)	(61.7)
단기투자자산감소	47.0	34.0	(181.0)	(18.3)	(19.1)
장기투자증권감소	0.0	195.6	(0.7)	(2.7)	(2.8)
설비투자	(17.0)	(23.9)	(32.1)	(31.7)	(36.1)
유무형자산감소	(27.7)	(24.5)	(5.6)	(3.4)	(3.4)
재무현금	(1.8)	(36.0)	(46.5)	0.0	0.0
차입금증가	(1.8)	(1.4)	(1.4)	0.0	0.0
자본증가	0.0	(34.6)	(40.1)	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	47.1	231.8	(168.9)	30.4	37.2
총현금흐름(Gross CF)	90.9	115.2	122.7	95.7	108.6
(-) 운전자본증가(감소)	65.1	(71.6)	10.1	8.9	9.7
(-) 설비투자	17.0	23.9	32.1	31.7	36.1
(+) 자산매각	(27.7)	(24.5)	(5.6)	(3.4)	(3.4)
Free Cash Flow	73.6	287.4	(106.9)	30.4	37.2
(-) 기타투자	0.0	(195.6)	0.7	2.7	2.8
잉여현금	73.6	482.9	(107.5)	27.7	34.4

주요투자지표

(원, 배)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Per share Data					
EPS	3,363	4,661	5,836	6,087	6,960
BPS	45,530	46,801	49,754	55,948	63,013
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	55.8	32.9	22.7	21.8	19.1
PBR	4.1	3.3	2.7	2.4	2.1
EV/ EBITDA	22.2	13.3	10.7	9.0	7.6
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	25.8	16.5	13.4	17.2	15.1
PSR	11.1	7.8	6.0	5.0	4.4
재무건전성 (%)					
부채비율	20.4	21.8	22.0	20.8	19.5
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	1,527.0	1,139.9	411.7	438.3	467.6
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	1.7	1.5	1.2	1.1	1.0
자산구조					
투하자본(%)	38.0	33.5	36.5	36.2	35.8
현금+투자자산(%)	62.0	66.5	63.5	63.8	64.2
자본구조					
차입금(%)	12.5	12.8	12.1	11.3	10.4
자기자본(%)	87.5	87.2	87.9	88.7	89.6

자료: 다올투자증권

대웅제약 (069620)

4Q22 Preview: 선제적 비용 집행

Investment Point

- 4분기 별도 매출액 3,060억원(YoY +11.2%, QoQ +1.5%), 영업이익 234억원(YoY -5.2%, QoQ -22.8%)으로 당사 추정치 및 컨센서스 하회 전망. Evolus 수출 4배치 기록되었으나, ROW 매출 증가로 상쇄하여 나보타 수출 QoQ 16억원 감소한 308억원 기록. 북미 ASP가 가장 높기 때문에 Evolus 매출 감소에 따른 GPM QoQ -0.6%p 소폭 하향한 48.9%
- 컨센서스 하회의 원인은 판관비 증가. 4Q22E 영업이익률은 전분기 10.0% 대비 2.4%p 감소한 7.6% 전망. 펙수클루 발매에 따른 학술 활동 증가에 따른 광고선전비가 전분기 대비 36억원 증가한 236억원 전망. 또한 펙수클루 적응증 확대 및 엔블로 품목 허가에 따라 경상연구개발비 전분기 대비 30억원 증가한 390억원 전망
- 2023년 매출액 1.3조원(YoY +12.2%), 영업이익 1,405억원(YoY +23.1%) 기대. 4분기 본격 판매된 펙수클루는 월 매출 50억원 기록하여 2023E 매출액 500억원 기대. 포시가 제네릭 출시 시기는 물질특허(특허번호 10-1021752) 3심 결과에 따라 2023.04월 혹은 2024.01월 예정. 엔블로는 포시가 제네릭 출시에 앞서 약가 결정 후 판매 개시 예정. 1H23E까지 펙수클루 및 엔블로 판매 본격화까지 광고선전비 및 경상개발비는 매출액 대비 7.3%, 12.4% 수준 유지 전망
- **2023E초 중국 나보타 파트너사 계약 체결 및 중국 나보타 품목 허가 예정.** 2H23E 중국 나보타 출시 후 출시 초기 재고 선적을 감안한다면 100-200억원의 연간 매출액 기대

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
목표주가	220,000		유지
Earnings			하향

Stock Information

현재가(1/6)	152,000원
예상 주가상승률	44.7%
시가총액	17,612억원
외국인 지분율	7.4%
주요주주지분율(%)	
대웅 (외 6인)	57.0
국민연금공단 (외 1인)	10.9
자사주 (외 1인)	4.5

Valuation wide	2021	2022E	2023E
PER(배)	47.9	18.6	18.0
PBR(배)	3.7	3.4	3.0
EV/EBITDA(배)	16.2	13.8	11.4
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.4

Fig. 30: 대웅제약 4Q22 Preview (단위: 십억원, %, %p)

	변경 후	변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2022.12(E)	2022.12(E)	vs Chg	2022.12(E)	vs Con	2021.12(A)	YoY	2022.09(A)	QoQ
매출액	306.0	312.4	(2.0)	312.2	(2.0)	275.3	11.2	301.5	1.5
영업이익	23.4	32.4	(27.7)	32.0	(26.9)	24.7	(5.2)	30.3	(22.8)
당기순이익	25.8	34.8	(25.7)	25.2	2.4	30.2	(14.6)	21.5	20.0
OPM	7.6%	10.4%	-2.7%p	10.2%	-2.6%p	9.0%	-1.3%p	10.0%	-2.4%p
NIM	8.4%	11.1%	-2.7%p	8.1%	0.4%p	11.0%	-2.5%p	7.1%	1.3%p

Fig. 31: 대웅제약 실적변경 (단위: 십억원, %, %p)

	변경전				변경후				차이(%,%P)			
	2022.12	2023.03	2023.06	2023.09	2022.12	2023.03	2023.06	2023.09	2022.12	2023.03	2023.06	2023.09
매출액	312.4	304.6	329.2	325.6	306.0	307.5	332.6	332.4	(2.0)	0.9	1.0	2.1
영업이익	32.4	34.4	37.7	35.4	23.4	30.8	35.9	37.6	(27.7)	(10.5)	(5.0)	6.5
영업이익률	10.4	11.3	11.5	10.9	7.6	10.0	10.8	11.3	(2.7)	(1.3)	(0.7)	0.5
EBITDA	41.5	43.6	47.1	44.8	32.6	40.0	45.2	47.1	(21.5)	(8.3)	(4.0)	5.1
EBITDA이익률	13.3	14.3	14.3	13.8	10.7	13.0	13.6	14.2	(2.6)	(1.3)	(0.7)	0.4
당기순이익	34.8	19.4	18.7	16.9	25.8	16.9	17.3	18.5	(25.7)	(13.0)	(7.0)	9.5

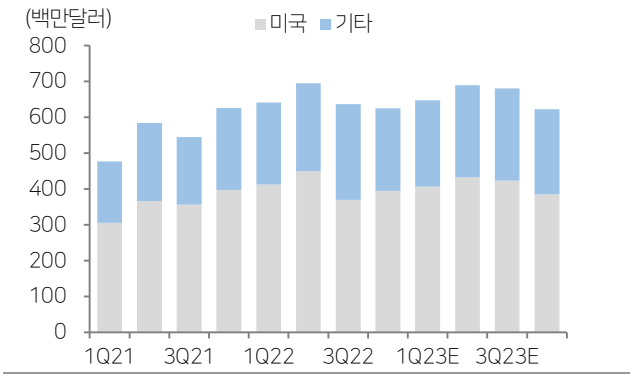
Note: K-IFRS 별도
Source: 대웅제약, 다올투자증권

Fig. 32: 나보타 실적 추정

나보타 매출 (십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E
국내	7.5	9.0	6.7	7.2	7.6	7.9	7.8	7.8	8.2	8.2	8.2	8.2
수출	7.9	14.2	14.2	12.9	22.8	29.2	32.6	30.8	34.4	38.7	40.9	43.9
Evolus향	6.0	9.2	9.5	10.1	18.0	21.1	22.6	16.8	21.8	24.8	24.8	27.8
ROW	1.9	5.0	4.7	2.8	4.8	8.1	10.0	14.0	12.6	13.9	16.1	16.1
나보타 매출 (백만달러)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E
환율(달러/원)	1,114	1,121	1,160	1,183	1,206	1,261	1,341	1,358	1,300	1,300	1,300	1,300
수출ⓐ	7.1	12.7	12.2	10.9	18.9	23.2	24.3	22.7	26.5	29.8	31.5	33.8
Evolus향ⓑ	5.4	8.2	8.2	8.5	14.9	16.7	16.9	12.4	16.8	19.1	19.1	21.4
ROW	1.7	4.5	4.1	2.4	4.0	6.4	7.5	10.3	9.7	10.7	12.4	12.4
Evolus(백만달러)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E
매출	12.2	26.1	26.7	34.7	33.9	37.2	33.9	42.7	44.2	49.3	48.5	57.4
매출원가	4.9	11.3	11.5	15.8	13.2	15.8	13.5	13.1	13.6	15.2	14.9	17.7
재고자산	3.3	3.4	3.1	3.1	3.5	12.3	21.6	18.6	18.4	18.2	18.0	17.8
재고자산 변화	0.0	0.1	-0.3	0.0	0.4	8.8	9.3	-3.0	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
매출원가+재고자산변화	4.9	11.4	11.2	15.9	13.6	24.6	22.8	10.1	13.4	15.0	14.7	17.5
Evolus향ⓑ과 괴리	0.5	-3.2	-3.0	-7.3	1.4	-7.9	-5.9	2.3	3.4	4.1	4.4	3.9
Abbvie(백만달러)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E
Botox cosmetic	477.0	584.0	545.0	626.0	641.0	695.0	637.0	625.4	647.7	689.8	680.5	623.0
미국	305.0	366.0	356.0	397.0	413.0	449.0	370.0	395.1	406.4	431.9	423.6	384.8
기타	172.0	218.0	189.0	229.0	228.0	246.0	267.0	230.3	241.3	257.9	256.9	238.2
미국 비중(%)	*63.9%*	*62.7%*	*65.3%*	*63.4%*	*64.4%*	*64.6%*	*58.1%*	*63.2%*	*62.7%*	*62.6%*	*62.2%*	*61.8%*
Allergan 대비 점유율	4.0%	7.1%	7.5%	8.7%	8.2%	8.3%	9.2%	10.8%	10.9%	11.4%	11.4%	14.9%
관세청 수출(백만달러)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E				
미국/캐나다	5.7	10.8	8.7	11.0	17.5	16.6	16.5	10.2				
Evolus향ⓑ과 괴리	-0.4	-2.6	-0.5	-2.4	-2.5	0.1	0.4	2.2				
화성시	6.9	12.8	10.3	14.6	18.8	23.6	25.6					
수출ⓐ과 괴리	0.2	-0.1	2.0	-3.7	0.1	-0.4	-1.3					

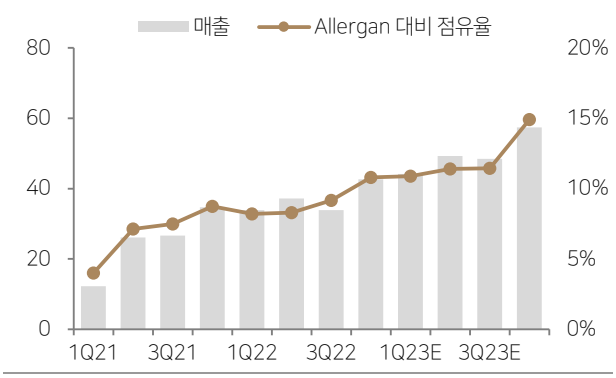
Source: 대웅제약, 관세청, Bloomberg, Abbvie, 다올투자증권

Fig. 33: Botox cosmetic 매출 추이 및 전망



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 34: Evolus 매출 추이 및 전망



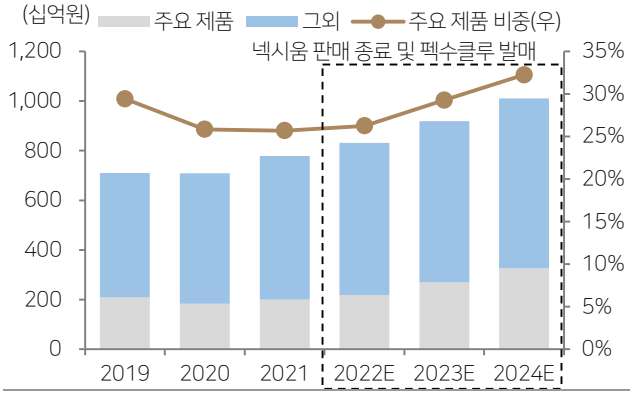
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 35: 대웅제약 실적 현황 및 전망

(억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	2,417	2,731	2,651	2,753	2,722	2,938	3,014	3,060	10,551	11,734	13,161
YoY	*6%*	*21%*	*6%*	*14%*	*13%*	*8%*	*14%*	*11%*	*12%*	*11%*	*12%*
ETC	1,810	1,951	1,967	2,052	1,976	2,058	2,095	2,178	7,780	8,307	9,189
YoY	*12%*	*9%*	*4%*	*15%*	*9%*	*5%*	*7%*	*6%*	*10%*	*7%*	*11%*
주요 제품	478	486	509	525	502	519	569	591	1,998	2,181	2,690
YoY	*15%*	*1%*	*7%*	*14%*	*5%*	*7%*	*12%*	*13%*	*9%*	*9%*	*23%*
우루사(ETC)	140	142	143	151	139	158	152	154	576	603	615
펙수클루	-	-	-	-	-	-	58	70	-	128	500
엔블로	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	70
주요 상품	790	857	866	888	797	815	826	842	3,401	3,280	3,189
YoY	*15%*	*13%*	*5%*	*15%*	*1%*	*-5%*	*-5%*	*-5%*	*12%*	*-4%*	*-3%*
포시가	166	187	199	217	211	244	245	255	769	955	875
코프로모션 수수료	124	138	99	138	130	116	135	144	499	525	536
나보타	154	232	209	201	304	371	404	386	796	1,465	1,908
나보타 내수	75	90	67	72	76	79	78	78	304	311	328
나보타 수출	79	142	142	129	228	292	326	308	492	1,154	1,580
OTC	264	286	300	292	297	343	348	342	1,142	1,330	1,405
기타	189	262	175	208	145	166	167	154	833	632	659
영업이익	202	267	239	247	268	336	303	234	955	1,141	1,405
YoY	*1514%*	*흑전*	*241%*	*171%*	*33%*	*26%*	*27%*	*-5%*	*656%*	*19%*	*23%*
OPM	8.4%	9.8%	9.0%	9.0%	9.8%	11.4%	10.1%	7.6%	9.1%	9.7%	10.7%
R&D	286	303	269	255	322	330	360	390	1,112	1,402	1,567
매출액 대비 R&D 비중	11.8%	11.1%	10.1%	9.3%	11.8%	11.2%	11.9%	12.7%	10.5%	11.9%	11.9%

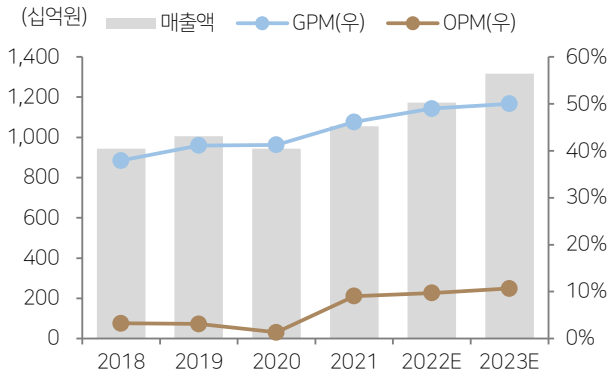
Note: K-IFRS 별도 기준 / Source: 대웅제약, 다올투자증권

Fig. 36: ETC 주요 제품 매출 비중 추이 및 전망



Source: 다올투자증권

Fig. 37: 대웅제약 매출액 및 이익률 전망



Source: 다올투자증권

Fig. 38: 대웅제약 SOTP Valuation (변경 전)

23E EBITDA (십억원) ⓐ	130.0	2023E 별도 추정 실적에서 나보타 수출 실적 제외
Target EV/EBITDA multiple (배) ⓑ	12.1	국내 제약사 2023E 평균 EV/EBITDA 적용
순차입금 (십억원) ⓒ	386.4	2022년 말 추정치
영업가치 (십억원) ① = ⓐ×ⓑ-ⓒ	1,191.8	
HL036 신약가치 (십억원) ⓓ	91.6	대웅제약과 한올바이오파마 수익배분 5:5
한올바이오파마 지분가치 (십억원) ⓔ	227.1	한올바이오파마 목표주가 21,000원에 할인율 30% 적용
비영업가치 (십억원) ② = ⓓ+ⓔ	318.7	
나보타 해외 사업가치 (십억원) ③	879.0	Evolus향과 기타 지역 합산 수출실적에 대한 FCF 합산 WACC 11.0%, Terminal Growth 2.0%
적정 시가총액 (십억원) ①+②+③	2,390	
보통주 발행주식수 (천주)	11,069	자사주 제외
목표가 (원)	220,000	

Source: 다올투자증권

Fig. 39: 대웅제약 SOTP Valuation

23E EBITDA (십억원) ⓐ	128.3	2023E 별도 추정 실적에서 나보타 수출 실적 제외
Target EV/EBITDA multiple (배) ⓑ	12.1	국내 제약사 2023E 평균 EV/EBITDA 적용
순차입금 (십억원) ⓒ	368.8	2023년 말 추정치
영업가치 (십억원) ① = ⓐ×ⓑ-ⓒ	1,183.3	
HL036 신약가치 (십억원) ⓓ	91.6	대웅제약과 한올바이오파마 수익배분 5:5
한올바이오파마 지분가치 (십억원) ⓔ	227.1	한올바이오파마 목표주가 21,000원에 할인율 30% 적용
비영업가치 (십억원) ② = ⓓ+ⓔ	318.7	
나보타 해외 사업가치 (십억원) ③	879.0	Evolus향과 기타 지역 합산 수출실적에 대한 FCF 합산 WACC 11.0%, Terminal Growth 2.0%
적정 시가총액 (십억원) ①+②+③	2,381	
보통주 발행주식수 (천주)	11,069	자사주 제외
목표가 (원)	220,000	
종가 (원)	152,000	
상승여력	44.7%	

Note: 국내 제약사 23E EV/EBITDA 평균은 종근당, 동아에스티, 보령, 녹십자, 한미약품 컨센서스 기준
Source: 다올투자증권

재무제표 (K-IFRS 별도)

대차대조표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	374.9	371.2	405.8	471.7	549.8
현금성자산	76.2	68.7	50.3	74.2	125.0
매출채권	137.5	149.6	160.8	180.6	193.3
재고자산	141.5	142.9	174.1	195.5	209.2
비유동자산	811.9	888.5	957.8	1,003.6	1,051.1
투자자산	404.5	440.3	459.5	478.1	497.5
유형자산	304.5	301.1	322.2	320.1	320.4
무형자산	102.9	147.2	176.2	205.4	233.1
자산총계	1,186.7	1,259.7	1,363.6	1,475.4	1,600.9
유동부채	291.3	436.9	408.2	429.0	442.5
매입채무	126.3	136.2	167.7	188.3	201.5
유동성이자부채	142.5	252.7	192.2	192.2	192.2
비유동부채	319.4	208.5	272.0	272.6	273.2
비유동이자부채	295.9	185.8	250.8	250.8	250.8
부채총계	610.7	645.4	680.1	701.6	715.7
자본금	29.0	29.0	29.0	29.0	29.0
자본잉여금	111.2	133.2	133.8	133.8	133.8
이익잉여금	471.7	501.1	580.0	670.3	781.6
자본조정	(35.9)	(49.0)	(59.3)	(59.3)	(59.3)
자기주식	(29.2)	(18.4)	(18.4)	(18.4)	(18.4)
자본총계	576.0	614.3	683.5	773.8	885.1
투하자본	658.9	686.6	745.9	798.8	845.5
순차입금	362.2	369.8	392.7	368.8	318.0
ROA	0.3	2.9	6.5	6.8	7.7
ROE	0.6	6.0	13.2	13.3	14.2
ROIC	1.3	10.3	14.1	16.7	18.2

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	944.8	1,055.2	1,173.4	1,316.1	1,439.3
증가율 (Y-Y,%)	(6.0)	11.7	11.2	12.2	9.4
영업이익	12.6	95.5	114.1	146.1	175.2
증가율 (Y-Y,%)	(59.8)	656.4	19.4	28.1	19.9
EBITDA	45.6	128.4	147.2	183.7	214.2
영업외손익	(20.4)	(70.0)	(17.4)	(36.5)	(36.7)
순이자수익	(8.5)	(7.7)	(7.5)	(18.4)	(18.4)
외화관련손익	(6.7)	3.0	2.1	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	(7.8)	25.5	96.6	109.5	138.5
당기순이익	3.1	35.8	85.6	96.9	118.0
증가율 (Y-Y,%)	(84.5)	1,040.4	139.0	13.3	21.8
NOPLAT	9.2	69.2	101.0	129.2	149.3
(+) Dep	33.0	32.9	33.1	37.6	39.1
(-) 운전자본투자	(65.8)	(31.7)	21.4	21.1	13.8
(-) Capex	21.1	20.2	34.2	25.2	27.5
OpFCF	86.8	113.7	78.5	120.5	147.0
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	2.9	3.8	5.3	11.7	10.9
영업이익증가율(3Yr)	(34.4)	41.4	53.6	126.2	22.4
EBITDA증가율(3Yr)	(15.8)	19.1	32.6	59.1	18.6
순이익증가율(3Yr)	(56.0)	189.1	61.7	213.7	48.8
매출총이익율 (%)	41.3	46.2	49.0	50.0	50.7
영업이익률(%)	1.3	9.1	9.7	11.1	12.2
EBITDA마진(%)	4.8	12.2	12.5	14.0	14.9
순이익률 (%)	0.3	3.4	7.3	7.4	8.2

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금	98.4	48.0	78.2	114.0	143.9
당기순이익	3.1	35.8	85.6	96.9	118.0
자산상각비	33.0	32.9	33.1	37.6	39.1
운전자본증감	37.1	(18.8)	(38.9)	(21.1)	(13.8)
매출채권감소(증가)	58.1	(23.5)	(8.8)	(19.8)	(12.7)
재고자산감소(증가)	(10.8)	(12.7)	(37.6)	(21.4)	(13.7)
매입채무증가(감소)	6.7	11.4	24.4	20.6	13.2
투자현금	(136.4)	(100.2)	(64.4)	(83.8)	(87.0)
단기투자자산감소	(92.7)	(28.4)	26.0	(0.4)	(0.4)
장기투자증권감소	(15.5)	(10.5)	(16.8)	(13.4)	(14.0)
설비투자	(21.1)	(20.2)	(34.2)	(25.2)	(27.5)
유무형자산감소	(25.9)	(41.1)	(36.7)	(39.6)	(39.6)
재무현금	70.4	32.9	(8.3)	(6.6)	(6.6)
차입금증가	46.7	(0.6)	(1.7)	0.0	0.0
자본증가	23.7	33.4	(6.6)	(6.6)	(6.6)
배당금지급	(6.2)	(6.5)	6.6	6.6	6.6
현금 증감	32.4	(19.0)	6.6	23.5	50.3
총현금흐름(Gross CF)	71.9	78.6	131.5	135.2	157.7
(-) 운전자본증가(감소)	(65.8)	(31.7)	21.4	21.1	13.8
(-) 설비투자	21.1	20.2	34.2	25.2	27.5
(+) 자산매각	(25.9)	(41.1)	(36.7)	(39.6)	(39.6)
Free Cash Flow	(27.5)	(40.4)	28.3	30.2	56.9
(-) 기타투자	15.5	10.5	16.8	13.4	14.0
잉여현금	(42.9)	(51.0)	11.5	16.8	43.0

주요투자지표

(원, 배)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Per share Data					
EPS	271	3,089	7,385	8,365	10,186
BPS	40,834	40,314	43,785	49,054	56,274
DPS	600	600	600	600	600
Multiples(x,%)					
PER	609.1	47.9	20.6	18.2	14.9
PBR	4.0	3.7	3.5	3.1	2.7
EV/ EBITDA	49.8	16.2	14.6	11.6	9.7
배당수익율	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
PCR	26.6	21.8	13.4	13.0	11.2
PSR	2.0	1.6	1.5	1.3	1.2
재무건전성 (%)					
부채비율	106.0	105.1	99.5	90.7	80.9
Net debt/Equity	62.9	60.2	57.5	47.7	35.9
Net debt/EBITDA	793.8	287.9	266.9	200.8	148.4
유동비율	128.7	84.9	99.4	110.0	124.2
이자보상배율	1.5	12.3	15.2	7.9	9.5
이자비용/매출액	1.1	0.9	0.8	1.4	1.3
자산구조					
투하자본(%)	57.8	57.4	59.4	59.1	57.6
현금+투자자산(%)	42.2	42.6	40.6	40.9	42.4
자본구조					
차입금(%)	43.2	41.7	39.3	36.4	33.4
자기자본(%)	56.8	58.3	60.7	63.6	66.6

자료: 다올투자증권

오스템임플란트 (048260)

4Q22 Preview: 호재만 남았다

Investment Point

- 4분기 연결 매출액 2,877억원(YoY +20.7%, QoQ +2.9%), 영업이익 560억원(YoY +16.5%, QoQ -0.8%) 전망하여 컨센서스 부합 예정. 100% 직판 체제로 운영되고 있어 VBP 앞둔 재고 이슈에 상대적으로 자유로움. 관세청 수출 데이터 상으로 중국 수출 QoQ 10% 감소했으나, 러시아, 튀르기예, 인도는 QoQ +2%, 33%, 28% 증가. 밸류 세그먼트 수요도 높은 ROW 국가 성장이 동사 성장 기여
- 2023E 매출액 1.3조원(YoY +21.7%), 영업이익 2,590억원(YoY +17.7%) 전망. VBP 시행 품목에 하이오센 포함되지 못했다는 점, 중국 법인 이익률 일부 하락 우려되어 2023E 영업이익률은 전년 대비 0.7%p 하락한 19.9% 전망
- 2024년까지 예정 CAPEX 규모는 약 900억원 수준으로 가동률 100%에 달하던 부산 공장 및 미국 법인 설비 확장 예정. 미국 생산본부는 장부가액 8백만달러이며 연간 CAPA는 2백만 세트, 부산 공장 CAPA는 16백만세트
- 목표주가는 2023E EPS 12,271원에 Target PER 13.6배 적용한 17만원 상향. Target PER은 해외 임플란트 7개사 2023E PER 평균 21.4배 할인률 45% 적용
- 1/6일 NMPA는 동사가 상품으로 판매 중인 Kavo사의 임플란트 수술용 엔진의 신형 제품의 매뉴얼 오기로 5,000만원 과징금 배상 결정. 장중 중국 사업에 중대한 영향을 끼치는 이슈로 알려져 낙폭 컸으나 중국 사업 이슈 없이 진행 중
- 2022.03월 내부회계관리제도 비적정 등으로 투자주의환기종목 지정. 2023.03월 감사 보고서 제출 시, 내부회계관리 제도 적정이면 다음 거래일부터 투자주의환기종목 해제. 동사는 분기마다 경영투명성 확보를 위한 경영개선계획 이행 현황을 공시 중으로 투자주의 환기종목 해제 기대

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
목표주가	170,000	150,000	상향
Earnings			유지

Stock Information	
현재가(1/6)	126,500원
예상 주가상승률	34.4%
시가총액	18,853억원
외국인 지분율	27.1%
주요주주지분율(%)	
최규옥 (외 3인)	19.8
Lazard (외 24인)	6.9
에프리컷홀딩스 (외 1인)	6.4

Valuation wide	2021	2022E	2023E
PER(배)	81.5	13.5	10.3
PBR(배)	10.2	7.4	4.3
EV/EBITDA(배)	12.7	8.2	6.7
배당수익률(%)	0.2	0.2	0.2

Fig. 40: 오스템임플란트 4Q22 Preview (단위: 십억원, %, %p)

	변경 후	변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2022.12(E)	2022.12(E)	vs Chg	2022.12(E)	vs Con	2021.12(A)	YoY	2022.08(A)	QoQ
매출액	287.7	284.0	1.3	282.7	1.8	238.3	20.7	279.6	2.9
영업이익	56.0	59.0	(5.0)	57.5	(2.6)	48.1	16.5	56.5	(0.8)
지배주주순이익	32.8	38.6	(15.2)	40.7	(19.4)	(50.0)	흑전	40.5	(19.1)
OPM	19.5%	20.8%	-1.3%p	20.3%	-0.9%p	20.2%	-0.7%p	20.2%	-0.7%p
NIM	11.4%	13.6%	-2.2%p	14.4%	-3.0%p	-21.0%	32.4%p	14.5%	-3.1%p

Fig. 41: 오스템임플란트 실적변경 (단위: 십억원, %, %p)

	변경전				변경후				차이(%,%P)			
	2022.12	2023.03	2023.06	2023.09	2022.12	2023.03	2023.06	2023.09	2022.12	2023.03	2023.06	2023.09
매출액	284.0	296.3	329.6	338.9	287.7	296.3	329.6	338.9	1.3	0.0	0.0	0.0
영업이익	59.0	66.2	77.1	68.9	56.0	64.2	71.9	63.4	(5.0)	(3.2)	(6.8)	(8.1)
영업이익률	20.8	22.4	23.4	20.3	19.5	21.7	21.8	18.7	(1.3)	(0.7)	(1.6)	(1.6)
EBITDA	68.6	76.0	87.1	79.1	65.8	74.0	81.9	73.6	(4.1)	(2.6)	(5.9)	(6.9)
EBITDA이익률	24.2	25.7	26.4	23.3	22.9	25.0	24.9	21.7	(1.3)	(0.7)	(1.6)	(1.6)
지배주주순이익	38.6	47.7	50.7	46.3	32.8	42.2	45.7	42.7	(15.2)	(11.5)	(9.8)	(7.7)

Note: K-IFRS 연결
Source: 오스템임플란트, 다올투자증권

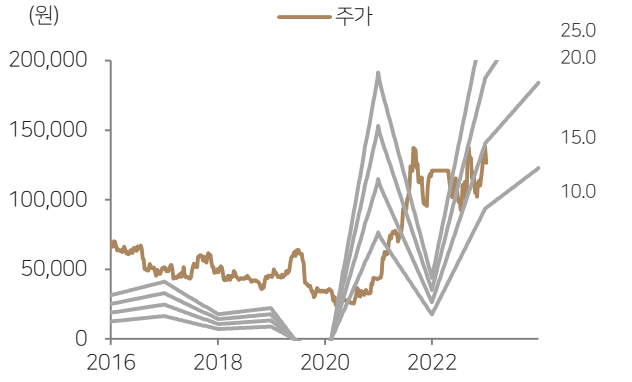
Fig. 42: Valuation (원, 배수)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
EPS(원)	708	888	-1,138	7,493	1,751	9,372	12,271
YOY	*-57%*	*26%*	*적전*	*흑전*	*-77%*	*435%*	*31%*
PER(고)	43.8	57.5	-	10.3	20.0		
PER(저)	38.6	33.2	-	9.1	18.5		
타겟 PER(배)							13.6
적정주가(원)							170,000

목표주가(원)	170,000
종가(원)	126,500
상승여력	34%

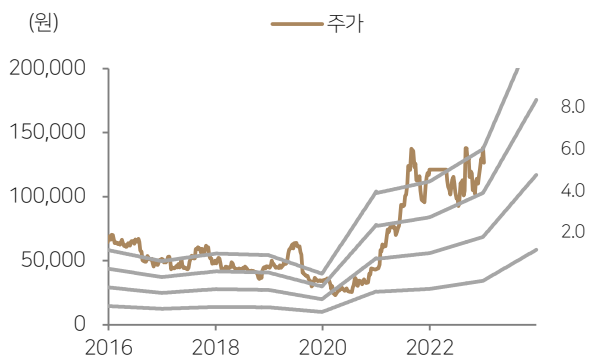
Note: 글로벌 Peer 평균 PER 45% 할인된 13.6배 적용
Source: 다올투자증권

Fig. 43: 12M Fwd PER



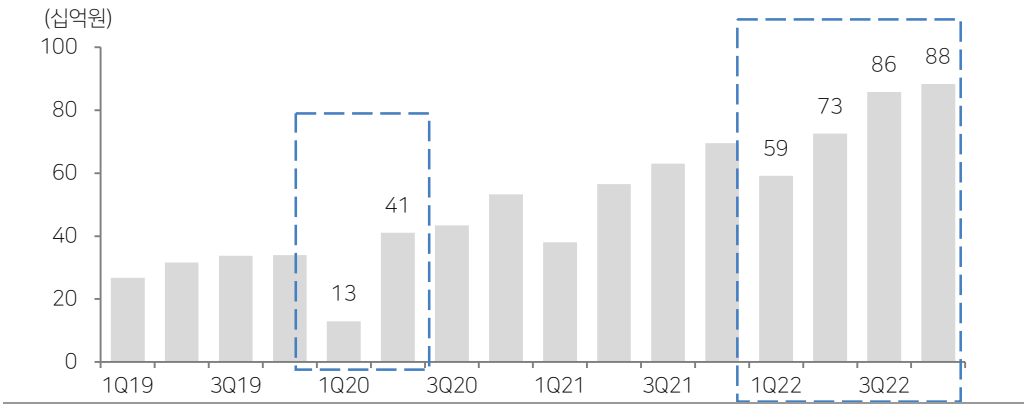
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 44: 12M Fwd PBR



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 45: 오스템임플란트 중국 매출 추이



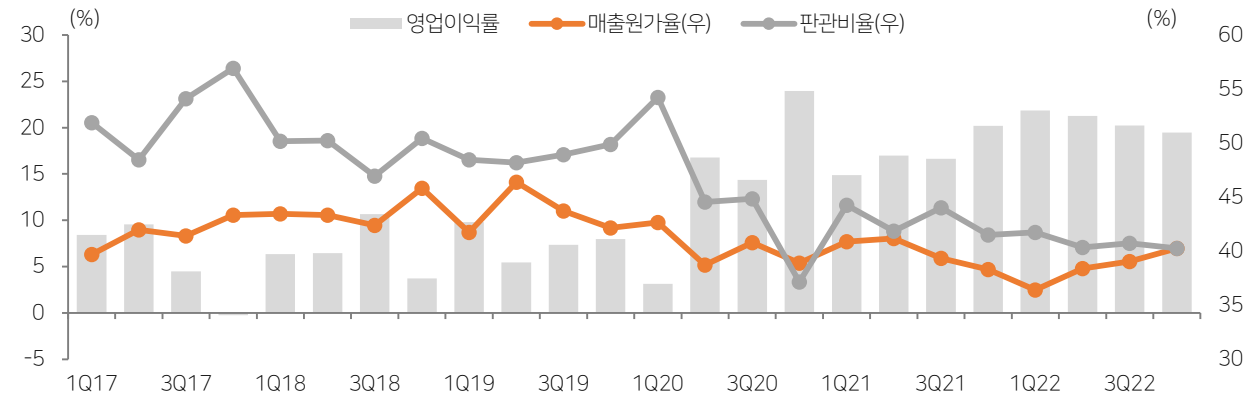
Source: 다올투자증권

Fig. 46: 오스템임플란트 실적 추정

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	171.5	201.5	213.3	238.3	234.1	265.4	279.6	287.7	824.6	1,066.8	1,298.7
YoY	*31%*	*43%*	*29%*	*22%*	*37%*	*32%*	*31%*	*21%*	*31%*	*29%*	*22%*
해외	106.4	135.2	156.8	155.1	168.0	192.4	203.7	212.2	553.5	776.2	977.5
중국	38.1	56.6	63.0	69.5	59.2	72.6	85.9	88.3	227.2	305.9	382.3
미국	22.4	27.9	31.0	34.2	39.4	41.3	39.8	40.6	115.6	161.1	203.5
러시아	11.0	14.6	13.4	16.3	17.5	24.3	22.9	25.4	55.2	90.0	115.2
기타	34.9	36.1	49.4	35.1	51.9	54.3	55.1	57.9	155.6	219.3	276.5
국내	69.0	74.2	74.0	86.0	80.3	88.6	88.6	88.1	303.2	345.6	385.3
OP	25.5	34.2	35.5	48.1	51.2	56.4	56.5	56.0	143.3	220.1	259.0
YoY	*524%*	*45%*	*50%*	*3%*	*100%*	*65%*	*59%*	*16%*	*46%*	*54%*	*18%*
대손상각비	*0.3*	*-0.3*	*1.5*	*1.5*	*3.7*	*0.0*	*1.2*	*0.6*	*3.1*	*5.4*	*3.6*
매출원가율	40.9%	41.2%	39.3%	38.3%	36.4%	38.4%	39.1%	40.3%	39.8%	38.6%	39.8%
판관비율	44.2%	41.8%	44.0%	41.5%	41.7%	40.3%	40.7%	40.3%	42.8%	40.7%	40.2%
OPM	14.9%	17.0%	16.6%	20.2%	21.9%	21.3%	20.2%	19.5%	17.4%	20.6%	19.9%

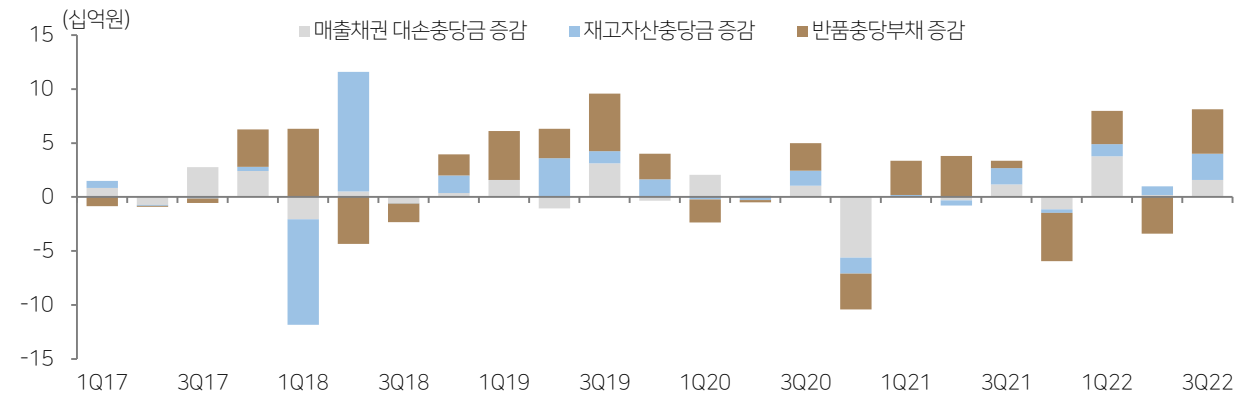
Source: 다올투자증권

Fig. 47: 오스템임플란트 이익률 및 원가율 추이



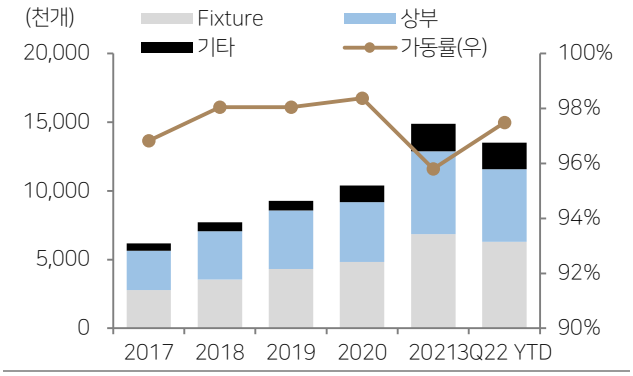
Source: 다올투자증권

Fig. 48: 오스템임플란트 충당금 증감 추이



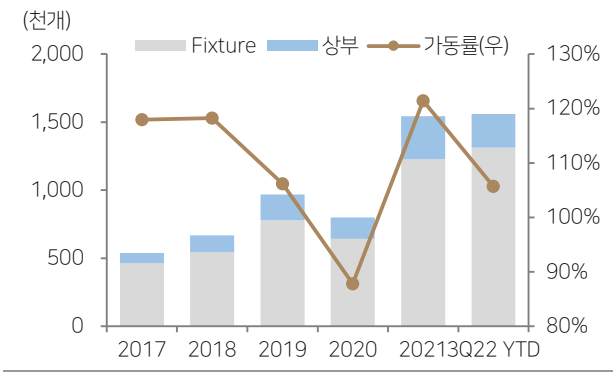
Source: 다올투자증권

Fig. 49: 부산공장 생산실적



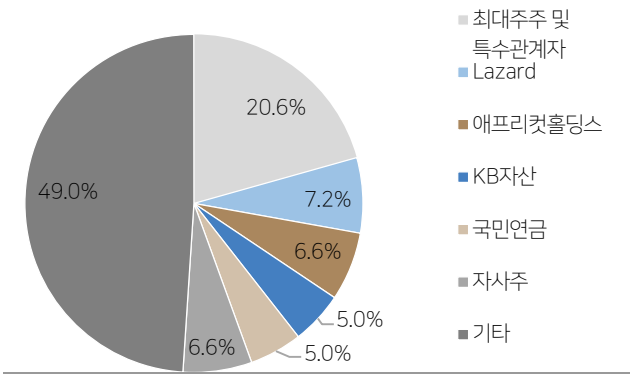
Source: 다올투자증권

Fig. 50: 미국공장 생산실적



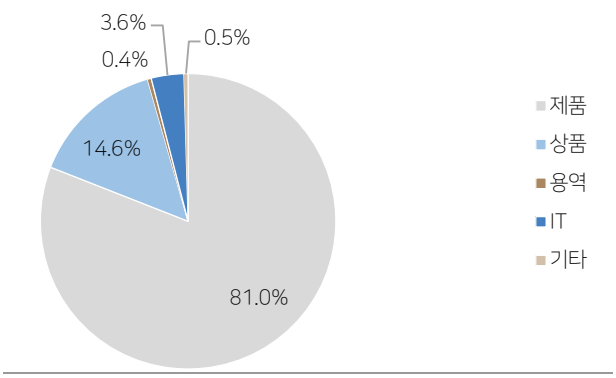
Source: 다올투자증권

Fig. 51: 지분율 현황



Source: 다올투자증권

Fig. 52: 매출액 비중(3Q22 누적)



Source: 다올투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	504.8	612.1	618.7	759.6	927.5
현금성자산	256.0	209.0	215.8	301.0	408.8
매출채권	88.8	196.0	153.2	177.9	204.5
재고자산	104.1	147.0	189.0	219.4	252.2
비유동자산	453.8	539.7	637.8	684.1	742.2
투자자산	100.6	135.2	180.3	187.6	195.3
유형자산	345.1	397.1	446.7	487.5	539.4
무형자산	8.2	7.5	10.8	8.9	7.6
자산총계	958.7	1,151.8	1,256.5	1,443.6	1,669.7
유동부채	551.8	877.2	894.9	910.5	927.1
매입채무	53.5	73.9	67.5	78.4	90.1
유동성이자부채	138.1	333.9	353.3	353.3	353.3
비유동부채	218.4	58.1	87.5	87.8	88.2
비유동이자부채	212.1	51.7	78.1	78.1	78.1
부채총계	770.2	935.4	982.5	998.4	1,015.2
자본금	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1
자본잉여금	59.0	59.0	59.0	59.0	59.0
이익잉여금	173.2	187.7	321.9	493.2	702.4
자본조정	(47.7)	(46.7)	(132.3)	(132.3)	(132.3)
자기주식	(40.3)	(40.3)	(70.2)	(70.2)	(70.2)
자본총계	188.5	216.5	274.0	445.3	654.5
투하자본	260.8	370.8	445.0	529.1	628.7
순차입금	94.2	176.6	215.6	130.4	22.6
ROA	11.8	2.2	11.4	13.1	13.9
ROE	76.2	11.7	59.2	51.7	40.7
ROIC	28.6	30.4	37.3	40.3	41.5

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	631.6	824.6	1,066.8	1,298.7	1,546.0
증가율 (Y-Y,%)	11.8	30.6	29.4	21.7	19.0
영업이익	98.1	143.3	220.1	259.0	316.7
증가율 (Y-Y,%)	128.7	46.1	53.6	17.7	22.3
EBITDA	125.2	174.4	256.1	299.6	360.5
영업외손익	5.0	(108.3)	(21.9)	(26.1)	(31.5)
순이자수익	(8.0)	(8.0)	(8.0)	(8.6)	(9.4)
외화관련손익	(9.1)	(5.3)	6.3	(4.4)	(2.6)
지분법손익	(1.2)	(1.2)	(0.3)	(0.5)	(0.7)
세전계속사업손익	103.1	35.0	198.3	232.9	285.2
당기순이익	103.5	23.4	137.0	176.6	216.2
지배기업당기순이익	107.0	25.0	133.9	175.3	213.3
증가율 (Y-Y,%)	흑전	(77.4)	485.1	28.9	22.4
NOPLAT	71.1	95.9	152.1	196.4	240.0
(+) Dep	27.1	31.1	36.0	40.5	43.8
(-) 운전자본투자	(13.4)	24.7	1.4	40.0	43.6
(-) Capex	57.6	49.5	77.4	78.0	92.8
OpFCF	54.0	52.8	109.2	118.9	147.4
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	16.7	21.5	23.6	27.2	23.3
영업이익증가율(3Yr)	65.3	66.6	72.5	38.2	30.2
EBITDA증가율(3Yr)	59.4	61.4	58.2	33.8	27.4
순이익증가율(3Yr)	163.5	55.3	n/a	19.5	109.8
영업이익률(%)	15.5	17.4	20.6	19.9	20.5
EBITDA마진(%)	19.8	21.2	24.0	23.1	23.3
순이익률 (%)	16.4	2.8	12.8	13.6	14.0

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금	107.0	189.6	59.2	176.6	214.5
당기순이익	103.5	23.4	137.0	176.6	216.2
자산상각비	27.1	31.1	36.0	40.5	43.8
운전자본증감	(5.2)	6.5	(69.1)	(40.0)	(43.6)
매출채권감소(증가)	(9.3)	(15.4)	(8.4)	(24.6)	(26.6)
재고자산감소(증가)	(3.4)	(30.3)	(21.7)	(30.4)	(32.9)
매입채무증가(감소)	(2.0)	(5.1)	(24.5)	10.9	11.7
투자현금	(56.3)	(213.6)	(54.6)	(88.0)	(103.4)
단기투자자산감소	(19.1)	19.7	(25.0)	(0.8)	(0.8)
장기투자증권감소	(0.6)	0.0	(5.7)	(2.3)	(2.6)
설비투자	(57.6)	(49.5)	(77.4)	(78.0)	(92.8)
유무형자산감소	19.0	9.7	(1.5)	(1.5)	(1.5)
재무현금	58.0	(11.2)	(5.6)	(4.1)	(4.1)
차입금증가	58.0	(9.9)	23.1	0.0	0.0
자본증가	0.0	(8.6)	(33.2)	(4.1)	(4.1)
배당금지급	0.0	8.6	3.2	4.1	4.1
현금 증감	108.5	(35.2)	0.4	84.4	107.0
총현금흐름(Gross CF)	142.6	196.7	138.7	216.6	258.1
(-) 운전자본증가(감소)	(13.4)	24.7	1.4	40.0	43.6
(-) 설비투자	57.6	49.5	77.4	78.0	92.8
(+) 자산매각	19.0	9.7	(1.5)	(1.5)	(1.5)
Free Cash Flow	81.1	(10.3)	15.0	88.5	111.0
(-) 기타투자	0.6	0.0	5.7	2.3	2.6
잉여현금	80.5	(10.3)	9.3	86.3	108.5

주요투자지표

(원, 배)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Per share Data					
EPS	7,493	1,751	9,372	12,271	14,930
BPS	12,845	13,976	17,148	29,264	44,001
DPS	630	300	300	300	300
Multiples(x,%)					
PER	6.8	81.5	13.5	10.3	8.5
PBR	4.0	10.2	7.4	4.3	2.9
EV/ EBITDA	6.6	12.7	8.2	6.7	5.3
배당수익율	1.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PCR	5.1	10.4	13.0	8.3	7.0
PSR	1.2	2.5	1.7	1.4	1.2
재무건전성 (%)					
부채비율	408.6	432.1	358.5	224.2	155.1
Net debt/Equity	50.0	81.6	78.7	29.3	3.4
Net debt/EBITDA	75.2	101.3	84.2	43.5	6.3
유동비율	91.5	69.8	69.1	83.4	100.0
이자보상배율	12.2	17.9	27.6	30.3	33.6
이자비용/매출액	1.5	1.3	1.1	0.9	0.9
자산구조					
투하자본(%)	42.2	51.9	52.9	52.0	51.0
현금+투자자산(%)	57.8	48.1	47.1	48.0	49.0
자본구조					
차입금(%)	65.0	64.0	61.2	49.2	39.7
자기자본(%)	35.0	36.0	38.8	50.8	60.3

자료: 다올투자증권

덴티움 (145720)

4Q22 Preview: VBP만 보면 더 좋다

Investment Point

- 4분기 연결 매출액 942억원(YoY +0.2%, QoQ +4.0%), 영업이익 328억원(YoY +20.5%, QoQ -2.6%) 전망하여 컨센서스 하회 전망. 중국 매출액은 480억원 수준으로 추정. VBP 앞둔 재고 영향 및 COVID19 피로도에 따른 일부 수요 감소. 러시아는 안정적인 수출 하에 80억원 수출 기록. 영업이익률은 전분기 37.2% 대비 -2.3%p 하향 조정한 34.9%로 추정. 환율 하락에 따른 일부 GPM 하락하나, 대손상각비 충당(전분기 30억원 환입 vs. 4Q22E 9억원 충당) 외 전분기와 유사한 수준의 판관비 300억원 유지
- 2023E 매출액 4,195억원(YoY +17.8%), 영업이익 1,428억원(YoY +16.9%) 전망. 1/11일 VBP 입찰 마감 예정. 입찰 마감 후, 각 지역별로 협의에 구매 개시. VBP 영향 반영된 매출액은 2Q23E부터 반영될 전망이며 입찰 상한가 794위안에 구매 예정 수량 45만 세트 반영 시 657억원 기대. 국공립 외 민간 비중에 따라 매출 영향 확인 가능. 기존 국공립 매출 비중은 10%로 약 200억원
- 2023E 영업이익률은 34.0%로 공장 가동률 80% 수준으로 CAPEX 및 영업 인력 확충에 따른 비용 증가 이슈 없음. VBP 정책 시행에 따른 이익률 영향은 덴티움 중국 법인 이익률 참고. 3Q22 누적 중국 법인 합산 영업이익률은 18.8%로 분기당 100억원 수준 달성 중. ASP 17% 감소 시, 중국 법인 영업이익률은 BEP 수준으로 감소 가능하나, Q 확대에 따른 영업 레버리지 확인 필요
- 목표주가는 2023E EPS 9,303원에 Target PER 13.6배 적용한 13만원 유지. Target PER은 해외 임플란트 7개사의 2023E PER 평균 21.4배에 할인률 45%를 적용

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	STRONG BUY	하향
목표주가	130,000		유지
Earnings			하향

Stock Information	
현재가(1/6)	87,800원
예상 주가상승률	48.1%
시가총액	9,718억원
외국인 지분율	23.4%
주요주주지분율(%)	
자사주 (외 1인)	22.1
정성민 (외 6인)	18.9
국민연금공단 (외 1인)	8.4

Valuation wide	2021	2022E	2023E
PER(배)	13.9	9.5	9.4
PBR(배)	2.7	2.5	2.0
EV/EBITDA(배)	10.8	7.7	6.6
배당수익률(%)	0.4	0.3	0.3

Fig. 53: 덴티움 4Q22 Preview (단위: 십억원, %, %p)

	변경 후	변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2022.12(E)	2022.12(E)	vs Chg	2022.12(E)	vs Con	2021.12(A)	YoY	2022.09(A)	QoQ
매출액	94.2	107.2	(12.1)	102.9	(8.4)	94.1	0.2	90.7	4.0
영업이익	32.8	39.4	(16.7)	35.8	(8.2)	27.3	20.5	33.7	(2.6)
지배주주순이익	25.8	30.8	(16.3)	25.6	0.7	18.5	39.2	24.5	5.1
OPM	34.9%	36.8%	-1.9%p	34.8%	0.1%p	29.0%	5.9%p	37.2%	-2.3%p
NIM	27.4%	28.7%	-1.4%p	24.9%	2.5%p	19.7%	7.7%p	27.1%	0.3%p

Fig. 54: 덴티움 실적변경 (단위: 십억원, %, %p)

	변경전				변경후				차이(%,%P)			
	2022.12	2023.03	2023.06	2023.09	2022.12	2023.03	2023.06	2023.09	2022.12	2023.03	2023.06	2023.09
매출액	107.2	96.7	111.4	102.1	94.2	87.8	111.4	107.1	(12.1)	(9.2)	0.0	4.9
영업이익	39.4	32.2	41.0	38.3	32.8	28.9	37.9	36.0	(16.7)	(10.1)	(7.7)	(6.0)
영업이익률	36.8	33.3	36.8	37.5	34.9	33.0	34.0	33.6	(1.9)	(0.3)	(2.9)	(3.9)
EBITDA	43.1	35.9	44.9	42.2	36.6	32.8	41.9	40.1	(15.0)	(8.7)	(6.7)	(5.0)
EBITDA이익률	40.2	37.2	40.3	41.3	38.9	37.4	37.6	37.4	(1.3)	0.2	(2.7)	(3.9)
지배주주순이익	30.8	23.4	30.4	27.9	25.8	20.2	27.3	24.7	(16.3)	(13.8)	(10.3)	(11.5)

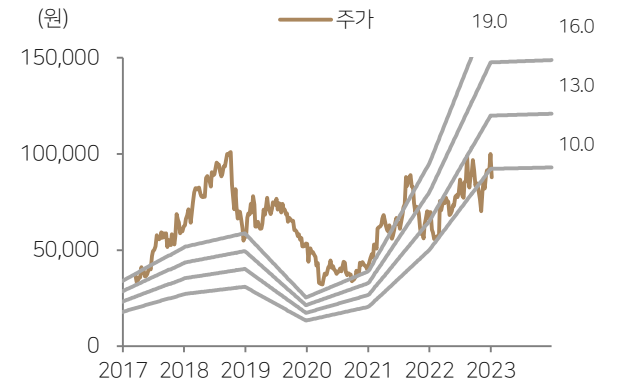
Note: K-IFRS 연결
Source: 덴티움, 다올투자증권

Fig. 55: Valuation (원, 배수)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
EPS(원)	2,716	3,095	1,336	2,037	5,013	9,228	9,303
YOY	*52%*	*14%*	*-57%*	*52%*	*146%*	*84%*	*1%*
PER(고)	24.2	18.7	20.8	21.7	16.4		
PER(저)	20.9	16.8	14.4	18.7	14.9		
타겟 PER(배)							13.6
적정주가(원)							130,000
목표주가(원)						130,000	
종가(원)						87,800	
상승여력						48.1%	

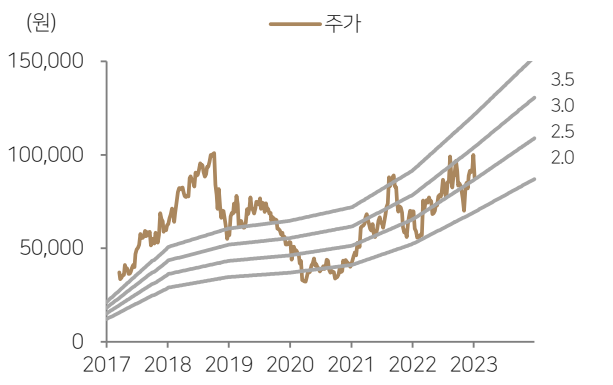
Note: 2023E 글로벌 Peer 평균 PER 45% 할인된 13.6배 적용
Source: 다올투자증권

Fig. 56: 12M Fwd PER



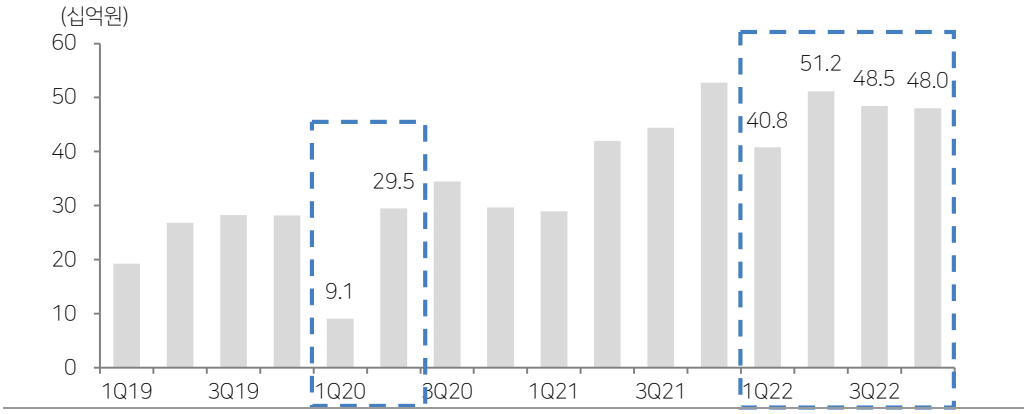
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 57: 12M Fwd PBR



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 58: 덴티움 중국 매출 추이



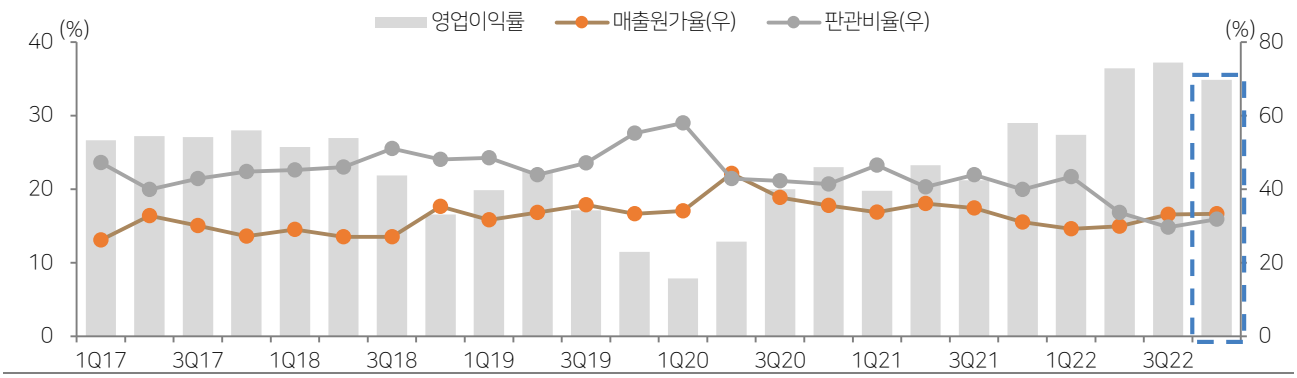
Source: 다올투자증권

Fig. 59: 덴티움 실적 추정

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	53.8	72.5	71.2	94.1	74.5	96.7	90.7	94.2	291.5	356.1	419.5
YoY	*31.9%*	*40.8%*	*14.6%*	*24.8%*	*38.5%*	*33.3%*	*27.4%*	*0.2%*	*26.9%*	*22.1%*	*17.8%*
해외	41.8	56.5	55.7	75.0	57.0	78.8	72.9	74.9	229.0	283.6	346.1
중국	29.0	42.0	44.4	52.8	40.8	51.2	48.5	48.0	168.1	188.4	226.3
아시아	4.6	5.0	3.8	8.3	7.1	10.3	11.7	11.6	21.6	40.6	54.4
유럽	6.9	7.0	6.1	13.3	6.8	16.0	10.8	13.1	33.2	46.6	55.5
기타	1.4	2.6	1.4	0.7	2.4	1.3	2.0	2.2	6.1	7.9	9.8
국내	12.0	16.0	15.5	19.0	17.5	17.9	17.7	19.3	62.5	72.5	73.4
OP	10.6	16.9	15.1	27.3	20.4	35.2	33.7	32.8	69.9	122.2	142.8
YoY	*231.9%*	*154.6%*	*21.4%*	*57.4%*	*91.7%*	*108.6%*	*123.3%*	*20.5%*	*76.5%*	*74.8%*	*16.9%*
OPM	*19.8%*	*23.3%*	*21.2%*	*29.0%*	*27.4%*	*36.4%*	*37.2%*	*34.9%*	*24.0%*	*34.3%*	*34.0%*
매출원가율	*33.7%*	*36.1%*	*34.9%*	*31.1%*	*29.2%*	*29.9%*	*33.2%*	*33.3%*	*33.7%*	*31.5%*	*33.9%*
판관비율	*46.5%*	*40.6%*	*43.9%*	*39.9%*	*43.4%*	*33.6%*	*29.7%*	*31.8%*	*42.3%*	*34.2%*	*32.1%*
대손상각비	0.4	2.2	0.8	5.2	2.0	5.7	-3.0	0.9	8.6	5.7	4.1
NP(지배)	8.6	14.3	14.1	18.5	15.7	36.1	24.5	25.8	55.5	102.1	103.0
YoY	*156.2%*	*413.5%*	*176.8%*	*63.5%*	*83.2%*	*152.1%*	*74.4%*	*39.2%*	*146.1%*	*84.1%*	*0.8%*
NPM	*15.9%*	*19.8%*	*19.8%*	*19.7%*	*21.0%*	*37.4%*	*27.1%*	*27.4%*	*19.0%*	*28.7%*	*24.5%*

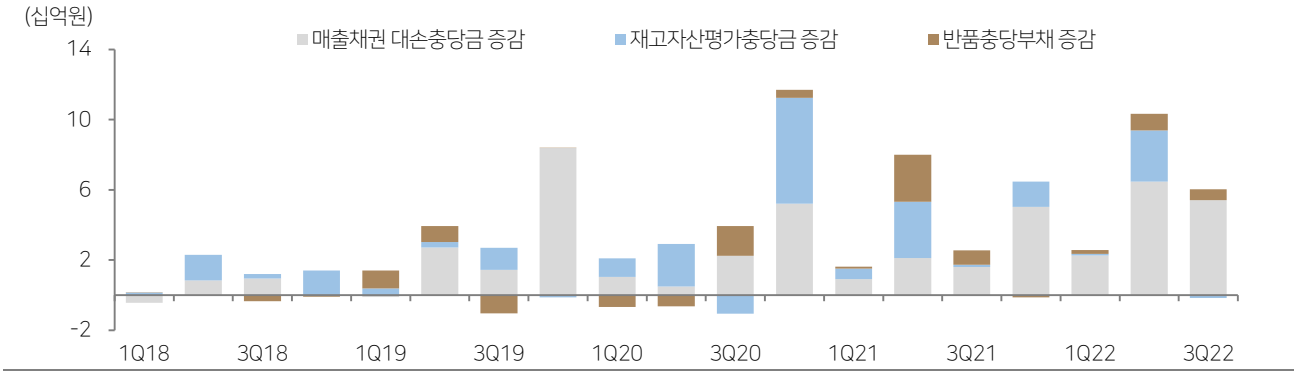
Source: 다올투자증권

Fig. 60: 덴티움 이익률 추이



Source: 다올투자증권

Fig. 61: 덴티움 충당금 추이



Source: 다올투자증권

Fig. 62: 덴티움 중국 법인 실적 추이

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	2020	2021	3Q22 YTD
중국 법인	32.7	46.9	49.4	58.0	43.0	60.8	51.5	127.7	187.0	155.3
YoY	*255.3%*	*53.9%*	*9.7%*	*34.9%*	*31.4%*	*29.7%*	*4.3%*	*24.7%*	*46.4%*	
Dentium Shanghai	16.5	22.5	22.5	29.0	20.2	23.7	25.4	57.6	90.5	69.3
Dentium China	6.0	10.1	11.8	12.8	9.3	13.3	10.4	2.4	0.8	33.0
상해 제조법인	0.4	0.0	0.0	0.3	0.3	0.0	0.4	3.0	2.6	0.7
Shanghai Spring	0.5	0.5	0.4	0.4	0.2	0.3	0.3	1.2	1.8	0.8
Dentium Hongkong	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3	0.4	0.3	1.3	0.8	1.0
Dentium Guangzhou	9.1	13.5	14.3	15.1	12.7	23.1	14.7	2.5	4.6	50.5
OP	3.4	7.9	3.3	10.3	9.0	12.0	8.2	13.2	24.8	29.1
YoY	*-423.4%*	*167.5%*	*-20.3%*	*42.0%*	*163.2%*	*52.1%*	*151.0%*	*232.0%*	*87.7%*	
OPM	*10.4%*	*16.8%*	*6.6%*	*17.7%*	*20.9%*	*19.7%*	*15.9%*	*10.4%*	*13.3%*	*18.8%*
Dentium Shanghai	1.3	3.8	1.1	5.7	4.3	4.3	4.2	4.7	11.9	12.8
Dentium China	0.3	1.9	1.5	1.1	1.5	2.2	0.7	2.6	4.8	4.4
상해 제조법인	0.2	-0.3	-0.8	0.0	0.0	-0.2	-0.2	1.1	-1.0	-0.4
Shanghai Spring	-0.1	0.0	-0.1	0.0	-0.2	-0.1	-0.1	-1.1	-0.2	-0.3
Dentium Hongkong	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.2	0.1
Dentium Guangzhou	1.7	2.4	1.5	3.5	3.4	5.7	3.5	6.0	9.2	12.6

Source: 다올투자증권

Fig. 63: Peer Valuation

구분	기업	시가총액 (십억원)	PER(배)		PSR(배)		PBR(배)		EV/EBITDA(배)	
			23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E
해외	Straumann	23,854	33.3	28.8	7.1	6.4	7.8	6.5	23.6	20.6
	Align Tech	21,633	28.0	22.6	4.6	4.1	4.2	3.6	17.9	15.1
	Henry Shein	13,877	16.4	15.1	0.9	0.8	2.4	2.1	11.5	10.8
	Dentsply	9,013	18.1	15.2	1.9	1.8	1.9	1.8	12.5	11.1
	Envista Holdings	6,715	16.4	14.6	2.0	1.9	1.3	1.2	11.2	10.2
	Patterson	3,447	12.4	11.8	0.4	0.4	2.2	1.8	9.7	9.1
	Zimvie	290	6.9	5.3	0.3	0.2	0.7	0.4	5.2	4.6
	해외 평균		24.7	21.1	4.0	3.6	4.4	3.7	16.9	15.8

Source: Bloomberg, 다올투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	195.3	240.3	314.6	392.4	484.6
현금성자산	38.5	66.9	92.1	127.0	185.1
매출채권	96.3	88.0	121.1	145.5	164.7
재고자산	55.6	76.1	92.1	110.4	125.3
비유동자산	315.0	329.9	360.7	390.5	424.1
투자자산	45.3	54.6	59.2	61.6	64.1
유형자산	267.5	273.1	298.1	324.0	354.1
무형자산	2.1	2.2	3.4	4.9	6.0
자산총계	510.2	570.2	675.3	782.9	908.7
유동부채	193.3	180.2	197.9	204.6	210.0
매입채무	22.1	29.8	30.5	36.6	41.5
유동성이자부채	136.1	97.3	113.8	113.8	113.8
비유동부채	88.3	98.9	92.0	92.1	92.2
비유동이자부채	85.2	96.1	88.7	88.7	88.7
부채총계	281.6	279.1	290.0	296.7	302.2
자본금	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2
자본잉여금	49.3	49.3	49.3	49.3	49.3
이익잉여금	195.0	247.7	347.4	448.2	568.6
자본조정	(21.1)	(11.4)	(16.7)	(16.7)	(16.7)
자기주식	(19.0)	(19.0)	(19.0)	(19.0)	(19.0)
자본총계	228.6	291.1	385.4	486.2	606.5
투하자본	411.3	417.6	495.8	561.7	624.0
순차입금	182.7	126.5	110.4	75.5	17.5
ROA	4.2	10.3	16.4	14.1	14.5
ROE	10.2	21.3	30.2	23.6	22.4
ROIC	7.8	12.5	20.4	20.5	21.1

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	229.7	291.5	356.1	419.5	475.7
증가율 (Y-Y,%)	(9.0)	26.9	22.1	17.8	13.4
영업이익	39.6	69.9	122.2	142.8	164.8
증가율 (Y-Y,%)	(11.3)	76.5	74.8	16.9	15.4
EBITDA	54.4	83.1	139.7	159.0	182.7
영업외손익	(13.5)	4.8	12.1	(6.9)	(3.1)
순이자수익	(7.8)	(5.7)	(5.9)	(6.0)	(6.0)
외화관련손익	(7.7)	8.5	13.6	(3.5)	0.0
지분법손익	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
세전계속사업손익	26.1	74.7	134.3	135.8	161.6
당기순이익	22.2	55.5	102.2	103.0	122.5
지배기업당기순이익	22.5	55.5	102.1	103.0	122.5
증가율 (Y-Y,%)	62.1	149.8	84.2	0.7	19.0
NOPLAT	33.8	51.9	93.0	108.2	124.9
(+) Dep	14.8	13.2	17.6	16.2	18.0
(-) 운전자본투자	(34.0)	(9.0)	47.9	36.2	28.8
(-) Capex	8.6	28.2	45.1	40.5	46.0
OpFCF	74.0	46.0	17.6	47.7	68.1
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	15.1	16.1	12.1	22.2	17.7
영업이익증가율(3Yr)	(1.2)	18.5	39.9	53.3	33.1
EBITDA증가율(3Yr)	5.8	21.0	34.0	43.0	30.0
순이익증가율(3Yr)	(9.8)	17.4	95.4	66.7	30.2
영업이익률(%)	17.2	24.0	34.3	34.0	34.6
EBITDA마진(%)	23.7	28.5	39.2	37.9	38.4
순이익률 (%)	9.7	19.0	28.7	24.5	25.8

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금	75.8	74.1	62.0	83.1	111.8
당기순이익	22.2	55.5	102.2	103.0	122.5
자산상각비	14.8	13.2	17.6	16.2	18.0
운전자본증감	13.5	(10.6)	(33.9)	(36.2)	(28.8)
매출채권감소(증가)	4.2	8.7	(24.3)	(24.4)	(19.2)
재고자산감소(증가)	2.7	(25.9)	(18.8)	(18.4)	(14.9)
매입채무증가(감소)	(4.2)	1.7	5.1	6.1	4.8
투자현금	(9.3)	(21.8)	(52.0)	(46.1)	(51.6)
단기투자자산감소	0.0	0.0	(0.0)	(0.1)	(0.1)
장기투자증권감소	0.7	5.2	(0.0)	(0.0)	(0.0)
설비투자	(8.6)	(28.2)	(45.1)	(40.5)	(46.0)
유무형자산감소	0.6	7.7	(2.0)	(3.1)	(3.1)
재무현금	(50.0)	(24.1)	9.3	(2.2)	(2.2)
차입금증가	(50.0)	(22.3)	11.5	0.0	0.0
자본증가	0.0	(1.7)	(2.2)	(2.2)	(2.2)
배당금지급	0.0	1.7	2.2	2.2	2.2
현금 증감	9.2	28.5	24.4	34.8	58.0
총현금흐름(Gross CF)	80.2	105.9	127.7	119.3	140.6
(-) 운전자본증가(감소)	(34.0)	(9.0)	47.9	36.2	28.8
(-) 설비투자	8.6	28.2	45.1	40.5	46.0
(+) 자산매각	0.6	7.7	(2.0)	(3.1)	(3.1)
Free Cash Flow	84.4	73.5	41.8	37.0	60.1
(-) 기타투자	(0.7)	(5.2)	0.0	0.0	0.0
잉여현금	85.1	78.6	41.8	37.0	60.1

주요투자지표

(원, 배)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Per share Data					
EPS	2,037	5,013	9,228	9,303	11,068
BPS	20,522	26,165	34,581	43,554	54,331
DPS	200	250	250	250	250
Multiples(x,%)					
PER	20.2	13.9	9.5	9.4	7.9
PBR	2.0	2.7	2.5	2.0	1.6
EV/ EBITDA	11.7	10.8	7.7	6.6	5.4
배당수익율	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
PCR	5.7	7.3	7.6	8.1	6.9
PSR	2.0	2.7	2.7	2.3	2.0
재무건전성 (%)					
부채비율	123.2	95.9	75.2	61.0	49.8
Net debt/Equity	79.9	43.5	28.7	15.5	2.9
Net debt/EBITDA	336.0	152.3	79.0	47.5	9.6
유동비율	101.0	133.3	158.9	191.8	230.8
이자보상배율	5.1	12.2	20.5	23.6	27.2
이자비용/매출액	3.5	2.1	1.8	1.6	1.4
자산구조					
투하자본(%)	83.1	77.5	76.6	74.9	71.5
현금+투자자산(%)	16.9	22.5	23.4	25.1	28.5
자본구조					
차입금(%)	49.2	39.9	34.5	29.4	25.0
자기자본(%)	50.8	60.1	65.5	70.6	75.0

자료: 다올투자증권

제이시스메디칼 (287410)

4Q22 Preview: 미용 의료기기 중국 수혜주

Investment Point

- 4분기 연결 매출액 298억원(YoY +22.0%, QoQ +4.0%), 영업이익 87억원(YoY +31.9%, QoQ +13.0%) 전망하여 당사 추정치 및 컨센서스 부합 기대. 리니어Z 매출 확대로 HIFU 매출액은 전분기 대비 17억원 증가한 76억원. 소모품 매출액 126억원 전망하며, 카트리지 매출 성장에 비해 팁 매출에는 분기별 변동성 존재. HIFU 소모품 카트리지는 신제품 리니어Z 출시에 따라 매출액 점진적 증가
- 2023E 매출액 1,436억원(YoY +25.4%), 영업이익 460억원(YoY +35.6%). 2023E초 Cynosure향 재계약 체결 예정. MOQ(최소 구매 수량) 수량은 2022년 550대 대비 소폭 감소 예정. 다만, 판가 인상을 통해 GPM 개선 가능(68.5%, YoY+0.5%p). 해당 MOQ 수량에서 중국향은 제외
- 2023년 신규 설치 RF 및 HIFU 대수는 각각 1,200대와 1,350대. 리니어Z는 국내 마케팅 통해 판매 확대에 주력할 예정이며, 기존 리니어펌은 중저가 모델로서 판매 확대. 따라서 HIFU 두 제품을 기반으로 국내 시장 점유율 확대 기대
- 목표주가는 2023E EPS 523원에 Target PER 22.6배 적용한 12,000원 상향. 2Q23E 국내 비침습 RF, 2H23E 국내 DDS, 중국 포텐자, 1H24E 미국 HIFU 출시 예정. 중국 파트너사는 Cynosure이며 미국 HIFU 판매 전략 논의 중. 중국 포텐자 품목 허가에 따른 MOQ에 따른 매출액 추정치 상향 가능. 포텐자는 중국 의료기기 허가를 획득한 인트라셀의 업그레이드 제품으로 1H23E 중 품목 허가 기대. Solta Medical의 Thergmage의 중국 매출은 연간 1,000억원 수준

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
목표주가	12,000	9,500	상향
Earnings			유지

Stock Information	
현재가 (1/6)	8,630원
예상 주가상승률	39.0%
시가총액	6,153억원
외국인 지분율	22.7%
주요주주지분율(%)	
강동환 (외 5인)	30.6
Capital Group (외 2인)	5.0
자사주 (외 1인)	0.2

Valuation wide	2021	2022E	2023E
PER(배)	40.8	21.5	16.5
PBR(배)	12.0	8.1	5.4
EV/EBITDA(배)	20.4	15.8	10.9
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Fig. 64: 제이시스메디칼 4Q22 Preview (단위: 십억원, %, %p)

	변경 후	변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2022.12(E)	2022.12(E)	vs Chg	2022.12(E)	vs Con	2021.12(A)	YoY	2022.12(A)	QoQ
매출액	29.8	29.8	0.0	30.4	(1.9)	24.4	22.0	28.6	4.0
영업이익	8.7	8.5	2.4	8.6	1.4	6.6	31.9	7.7	13.0
지배주주순이익	7.4	6.7	11.2	7.2	3.7	8.1	(8.2)	7.2	2.8
OPM	29.3%	28.6%	0.7%p	28.3%	0.9%p	27.1%	2.2%p	26.9%	2.3%p
NIM	24.9%	22.4%	2.5%p	23.6%	1.3%p	33.1%	-8.2%p	25.2%	-0.3%p

Fig. 65: 제이시스메디칼 실적변경 (단위: 십억원, %, %p)

	변경전				변경후				차이(%,%P)			
	2022.12	2023.03	2023.06	2023.09	2022.12	2023.03	2023.06	2023.09	2022.12	2023.03	2023.06	2023.09
매출액	29.8	34.4	41.3	35.1	29.8	30.9	39.5	36.1	0.0	(10.2)	(4.2)	3.0
영업이익	8.5	10.8	12.1	10.9	8.7	9.4	12.4	12.2	2.4	(13.1)	2.6	11.7
영업이익률	28.6	31.2	29.3	31.2	29.3	30.2	31.4	33.9	0.7	(1.0)	2.1	2.6
EBITDA	9.5	11.7	13.1	12.0	10.1	10.7	13.7	13.5	6.3	(9.0)	4.8	13.1
EBITDA이익률	31.8	34.1	31.8	34.2	33.8	34.5	34.8	37.5	2.0	0.4	3.0	3.3
지배주주순이익	6.7	8.4	9.4	8.5	7.4	7.8	10.0	9.8	11.2	(7.2)	7.1	16.0

Note: K-IFRS 연결
Source: 제이시스메디칼, 다올투자증권

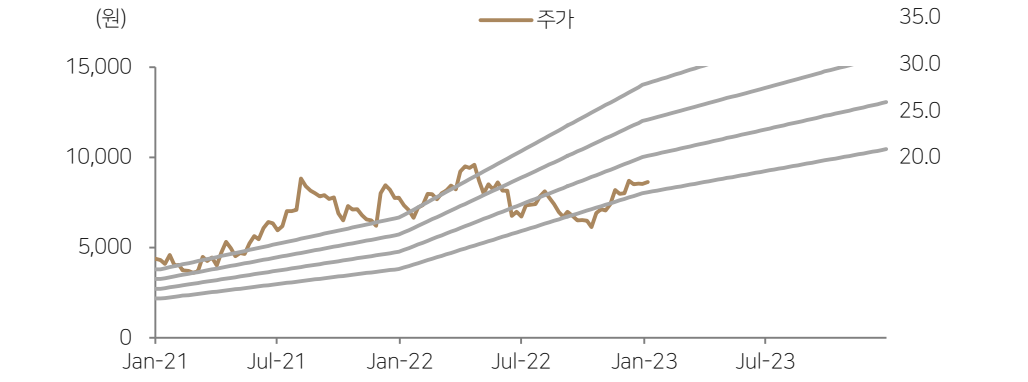
Fig. 66: Valuation (원, 배수)

PER Valuation	2021	2022E	2023E
EPS(원)	190.6	400.9	522.5
YOY		*110%*	*30%*
PER(고)	94.7		
PER(저)	41.3		
타겟 PER(배)			22.6
적정주가(원)			11,809

적정주가(원)	12,000
종가(원)	8,630
상승여력	39%

Source: 다올투자증권

Fig. 67: 12M Fwd PER 밴드 추이



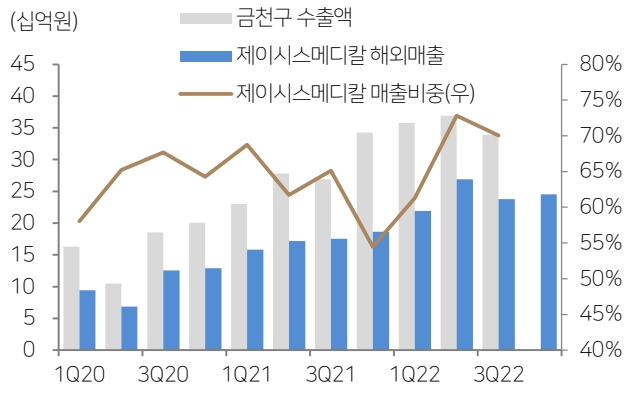
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 68: 제이시스메디칼 실적 추정

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	18.3	20.0	20.6	22.4	25.3	30.8	28.6	29.8	81.3	114.5	143.6
YoY(%)	*57%*	*132%*	*36%*	*47%*	*39%*	*54%*	*39%*	*33%*	*60%*	*41%*	*25%*
RF	4.4	3.3	3.9	5.1	7.1	9.4	5.9	5.3	16.7	27.6	36.2
HIFU	3.3	3.5	3.6	2.6	3.6	3.1	5.9	7.6	13.0	20.2	27.0
IPL	1.0	1.0	1.0	1.4	1.2	2.0	1.3	1.7	4.5	6.2	7.2
Laser	1.7	2.1	2.3	1.6	2.5	2.6	3.4	2.0	7.7	10.6	12.1
소모품	7.3	9.5	9.6	10.9	10.2	13.1	10.7	12.6	37.3	46.7	57.6
기타	0.6	0.7	0.2	0.6	0.7	0.6	1.3	0.6	2.1	3.2	3.5
장비 신규 설치											
RF	175	99	108	192	300	410	197	176	574	1,083	1,200
HIFU	164	196	212	171	238	186	316	390	743	1,130	1,350
매출비중											
장비	57%	49%	53%	48%	57%	55%	58%	56%	52%	56%	57%
소모품	40%	47%	47%	49%	40%	43%	37%	42%	46%	41%	40%
OP	4.7	5.7	6.1	6.7	8.5	9.0	7.7	8.7	23.2	33.9	46.0
YoY(%)	*67%*	*흑전*	*-14%*	*184%*	*81%*	*56%*	*27%*	*30%*	*103%*	*46%*	*36%*
OPM	*25.8%*	*28.6%*	*29.4%*	*29.9%*	*33.7%*	*29.1%*	*26.9%*	*29.3%*	*28.5%*	*29.6%*	*32.1%*
NP	-6.3	5.7	6.1	8.0	6.5	7.4	7.2	7.4	13.9	28.5	37.3
YoY(%)	적전	흑전	-2%	438%	흑전	28%	17%	-8%	84%	105%	31%
NPM	*-34.5%*	*28.6%*	*29.8%*	*35.8%*	*25.7%*	*23.9%*	*25.1%*	*24.9%*	*17.0%*	*24.9%*	*25.9%*

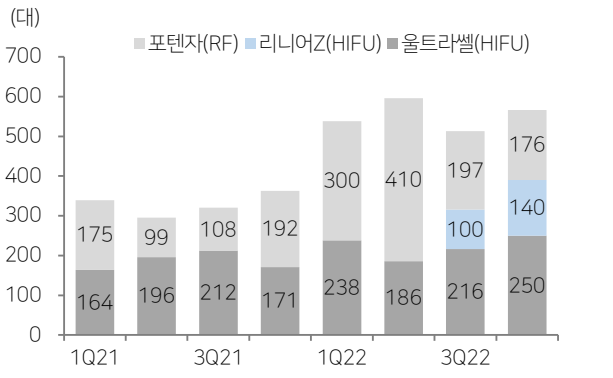
Source: 다올투자증권

Fig. 69: 금천구 수출액 및 제이시스메디칼 해외 매출 추이



Source: 제이시스메디칼, 다올투자증권

Fig. 70: 제이시스메디칼 장비 설치 추이 및 전망



Source: 제이시스메디칼, 다올투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	28.3	54.2	73.8	113.4	161.2
현금성자산	17.8	34.3	40.2	72.2	110.9
매출채권	4.2	7.4	11.5	14.3	17.6
재고자산	5.8	10.6	20.1	25.0	30.8
비유동자산	10.9	19.9	35.2	35.1	35.8
투자자산	1.3	8.2	13.0	13.5	14.0
유형자산	8.8	10.8	20.9	20.2	20.3
무형자산	0.8	1.0	1.3	1.4	1.4
자산총계	39.2	74.1	109.0	148.5	197.0
유동부채	12.9	24.0	20.4	22.7	25.3
매입채무	3.8	6.4	8.9	11.0	13.6
유동성이자부채	4.4	10.6	4.6	4.6	4.6
비유동부채	9.3	2.4	10.5	10.5	10.5
비유동이자부채	8.2	1.7	10.0	10.0	10.0
부채총계	22.2	26.4	30.9	33.2	35.8
자본금	3.0	7.1	7.1	7.1	7.1
자본잉여금	20.2	26.8	26.4	26.4	26.4
이익잉여금	(6.6)	6.9	35.4	72.7	118.5
자본조정	0.3	6.2	8.5	8.5	8.5
자기주식	0.0	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
자본총계	17.0	47.7	78.1	115.3	161.2
투하자본	11.8	25.7	48.1	53.2	60.2
순차입금	(5.1)	(22.0)	(25.7)	(57.6)	(96.3)
ROA	22.5	23.8	31.1	28.9	26.5
ROE	na	42.1	45.7	38.7	33.3
ROIC	78.8	91.2	72.0	70.9	80.3

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	50.8	81.3	114.5	143.6	169.5
증가율 (Y-Y,%)	37.9	60.2	40.9	25.4	18.0
영업이익	11.4	23.6	33.9	46.0	58.4
증가율 (Y-Y,%)	316.6	106.3	43.8	35.6	26.8
EBITDA	13.8	26.1	37.3	51.3	63.7
영업외손익	(2.8)	(10.5)	2.4	1.7	0.4
순이자수익	(1.0)	(0.4)	0.7	2.4	1.1
외화관련손익	(0.3)	0.2	1.8	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	8.6	13.1	36.4	47.8	58.8
당기순이익	7.5	13.5	28.5	37.3	45.8
지배기업당기순이익	7.5	13.6	28.6	37.3	45.8
증가율 (Y-Y,%)	584.5	78.9	111.0	30.9	23.1
NOPLAT	10.0	17.1	26.6	35.9	45.5
(+) Dep	2.3	2.5	3.4	5.3	5.3
(-) 운전자본투자	(5.9)	4.5	11.2	5.5	6.5
(-) Capex	2.5	2.4	12.0	4.2	5.0
OpFCF	15.8	12.7	6.7	31.5	39.4
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	n/a	46.0	41.4	27.7
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	131.2	59.1	35.2
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	104.7	55.1	34.7
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	195.6	70.3	50.3
영업이익률(%)	22.5	29.0	29.6	32.1	34.5
EBITDA마진(%)	27.1	32.1	32.6	35.8	37.6
순이익률 (%)	14.9	16.6	24.9	25.9	27.1

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금	16.1	20.3	22.1	37.1	44.7
당기순이익	7.5	13.5	28.5	37.3	45.8
자산상각비	2.3	2.5	3.4	5.3	5.3
운전자본증감	1.1	(5.5)	(14.4)	(5.5)	(6.5)
매출채권감소(증가)	0.6	(3.5)	(3.3)	(2.8)	(3.3)
재고자산감소(증가)	0.7	(5.6)	(9.7)	(4.9)	(5.8)
매입채무증가(감소)	0.2	1.1	1.7	2.2	2.5
투자현금	(3.4)	5.7	(17.3)	(5.2)	(6.0)
단기투자자산감소	0.1	7.2	(0.3)	(0.0)	(0.0)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.0)	(0.2)	(0.2)
설비투자	(2.5)	(2.4)	(12.0)	(4.2)	(5.0)
유무형자산감소	(0.5)	(0.4)	(0.7)	(0.4)	(0.4)
재무현금	(0.7)	(9.3)	0.4	0.0	0.0
차입금증가	(0.7)	(1.5)	0.8	0.0	0.0
자본증가	0.0	(0.3)	(0.0)	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	11.5	16.7	5.9	31.9	38.7
총현금흐름(Gross CF)	15.8	27.4	38.0	42.6	51.1
(-) 운전자본증가(감소)	(5.9)	4.5	11.2	5.5	6.5
(-) 설비투자	2.5	2.4	12.0	4.2	5.0
(+) 자산매각	(0.5)	(0.4)	(0.7)	(0.4)	(0.4)
Free Cash Flow	13.6	27.6	6.3	31.9	38.7
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.0	0.2	0.2
잉여현금	13.6	27.6	6.2	31.7	38.5

주요투자지표

(원, 배)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Per share Data					
EPS	107	191	401	523	643
BPS	2,648	647	1,068	1,591	2,233
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	41.1	40.8	21.5	16.5	13.4
PBR	1.7	12.0	8.1	5.4	3.9
EV/ EBITDA	1.0	20.4	15.8	10.9	8.2
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	19.6	20.2	16.2	14.5	12.0
PSR	6.1	6.8	5.4	4.3	3.6
재무건전성 (%)					
부채비율	130.9	55.4	39.6	28.8	22.2
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	218.8	225.5	361.1	500.5	637.8
이자보상배율	11.8	66.4	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	1.9	0.5	0.2	n/a	0.1
자산구조					
투하자본(%)	38.3	37.7	47.5	38.3	32.5
현금+투자자산(%)	61.7	62.3	52.5	61.7	67.5
자본구조					
차입금(%)	42.7	20.6	15.7	11.2	8.3
자기자본(%)	57.3	79.4	84.3	88.8	91.7

자료: 다올투자증권

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자가 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 : 93.5%	HOLD : 5.8%	SELL : 0.6%

투자등급 관련사항

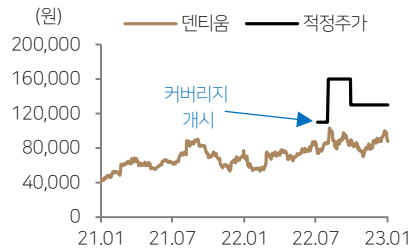
아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 적정수익률을 의미
· STRONG BUY: 추천기준일 종가대비 +50% 이상.
· BUY: 추천기준일 종가대비 +15% 이상~+50% 미만.
· HOLD: 추천기준일 종가대비 -15% 이상~ +15% 미만.
· REDUCE: 추천기준일 종가대비 -15% 미만.
· SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커진 경우, 분석 잠정적 중단. 적정이 미제시.

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 예상 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

덴티움 (145720)



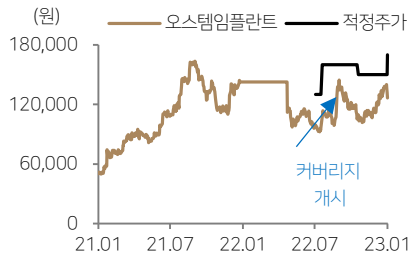
일자	2022.7.13	2022.8.9	2022.10.4	2023.1.9
투자의견	BUY	STRONG BUY	STRONG BUY	BUY
적정주가	110,000원	160,000원	130,000원	130,000원
일자				
투자의견				
적정주가				
일자				
투자의견				
적정주가				

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2022.07.13	110,000원	81,647원	86,600원	-25.8	-21.3
2022.08.09	160,000원	90,456원	103,500원	-43.5	-35.3
2022.10.04	130,000원				

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2023년 1월 6일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

오스템임플란트 (048260)



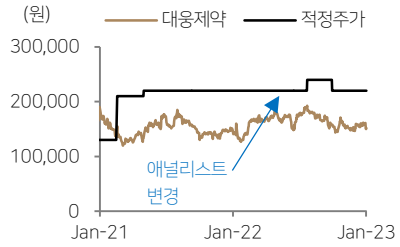
일자	2022.7.13	2022.7.26	2022.10.26	2023.1.9
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	130,000원	160,000원	150,000원	170,000원
일자				
투자의견				
적정주가				
일자				
투자의견				
적정주가				

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2022.07.13	130,000원	95,889원	107,500원	-26.2	-17.3
2022.07.26	160,000원	117,167원	144,600원	-26.8	-9.6
2022.10.26	150,000원	117,237원	140,000원	-21.8	-6.7
2022.01.09	170,000원				

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2023년 1월 6일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

대웅제약 (069620)



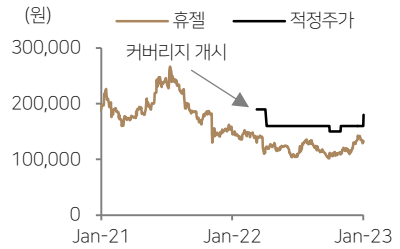
일자	2021.2.22	2021.5.7		2022.3.15	2022.7.29	2022.10.4
투자의견	BUY	BUY	애널리스트	BUY	BUY	BUY
적정주가	210,000	220,000	변경	220,000	240,000	220,000
일자						
투자의견						
적정주가						
일자						
투자의견						
적정주가						

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2021.02.22	210,000원	133,394원	155,500원	-36.5	-26.0
2021.05.07	220,000원	152,536원	185,000원	-30.7	-15.9
2022.03.15	220,000원	171,221원	192,500원	-22.2	-12.5
2022.07.29	240,000원	171,488원	183,500원	-28.6	-23.5
2022.10.04	220,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2023년 1월 6일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

휴젤 (145020)



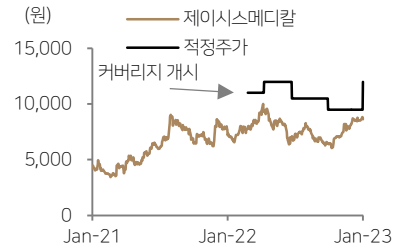
일자	2022.3.15	2022.4.11	2022.10.4	2022.11.15	2023.1.9
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	190,000원	160,000원	150,000원	160,000원	180,000원
일자					
투자의견					
적정주가					
일자					
투자의견					
적정주가					

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2022.03.15	190,000원	131,263원	142,900원	-30.9	-24.8
2022.04.11	160,000원	119,237원	136,000원	-25.5	-15.0
2022.10.04	150,000원	111,175원	120,700원	-25.9	-19.5
2022.11.15	160,000원				
2023.01.09	180,000원				

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2023년 1월 6일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

제이시스메디칼 (287410)



일자	2022.3.15	2022.4.18	2022.6.29	2022.10.4	2023.1.9
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	11,000원	12,000원	10,500원	9,500원	12,000원
일자					
투자의견					
적정주가					
일자					
투자의견					
적정주가					

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2022.03.15	11,000원	8,863원	10,000원	-19.4	-9.1
2022.04.18	12,000원	8,122원	9,590원	-32.3	-20.1
2022.06.29	10,500원	7,147원	8,280원	-31.9	-21.1
2022.10.04	9,500원	7,691원	8,830원	-19.0	-7.1
2023.01.09	12,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2023년 1월 6일)
** 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.