02 Mar. 2023

의료기기 (Overweight)

의료기기 모의고사

홀수형

성명	박종현	의료기기	alex.park@daolfn.com

○ 본 자료는 **국내 의료기기 인수합병 및 최대주주 변경** 사례에 대한 케이스 스터디 분석 자료를 담고 있습니다.

○ 추가적으로 **미국 및 중국 미용 의료 시술 시장**에 대한 내용을 담고 있습니다.

○ **의료기기 섹터 선호(Overweight) 의견**을 유지하며, Top pick 루트로닉(BUY, TP 3.4만원)과 제이시스메디칼(BUY, TP 1.2만원) 제시합니다.

○ 다음 페이지에 5가지 객관식 문항이 제시됩니다. 답을 정확히 표시하세요.

※ 시험이 시작되기 전까지 표지를 넘기지 마시오.

DAOL 다올투자증권

이 페이지는 편집상 공백입니다

1.

오스템임플란트에 지분 공시를 했던 KCGI 펀드와 MBK 파트너스가 투자한 목적으로 적절치 않은 것을 고르시오.

① 중국 시장의 성장성이 둔화된다
② 회사의 이익률 개선 여지가 있다
③ M&A를 통해 글로벌 덴티스트리 회사로 발돋움할 수 있다
④ 밸류 세그먼트는 프리미엄 세그먼트를 상회하는 성장률을 보여주었다

2.

다음 제시된 회사 중 경영 참여형 사모펀드가 지분을 보유하고 있지 않은 회사를 고르시오.(다수)

① 오스템임플란트
② 휴젤
③ 클래시스
④ 제이시스메디칼
⑤ 루트로닉

다음 제시문을 읽고, 질문에 답하시오.

2019년 12월 유니슨캐피탈은 치과용 3D 스케너 제조 업체 메디트의 경영권 인수를 마무리하였다. 유니슨 캐피탈의 메디트 지분 50%+1주로 거래 가격은 3,200억원이었다. 잔여 지분은 창업자이자 대표인 장민호 교수와 장진호 교수 등이 보유하게 되었다. 유니슨캐피탈은 블라인드 펀드에서 1,000억원을 투입하였으며, NH투자증권으로부터 600억원을 조달하였으며, 나머지 1,600억원을 블라인드 펀드의 기존 LP로부터 공동투자펀드를 조성하여 유치하였다. 2021년 매출액 1,906억원과 EBITDA 1,039억원을 기록한 메디트는 디지털 덴티스트리 보급 확대를 기반으로 2022년 매출액 2,700억원, EBITDA 1,500억원을 기록한 것으로 추정된다. 이에 따라 GS컨소시엄 등 다양한 투자자들이 입찰에 참여하였으나, MBK 파트너스가 유니슨캐피탈 등을 포함한 지분 99.5%를 2조4,500억원에 인수하였다. 창업자인 장민호 교수 및 특수관계인은 MBK파트너스와 공동 창업자로 남을 예정이며, 해당 보유 지분 35%는 MBK 파트너스에 매각 후, 매각대금 대부분을 재투자할 예정이다. 이에 따라 MBK 파트너스가 지분 70% 확보하며, 장민호 교수와 특수관계인은 잔여 30%를 보유한다.

3.

NH 브릿지 600억원을 조기에 상환하였으며, 배당금과 오스템임플란트 재투자 금액을 제외한 유니슨 캐피탈의 수익률을 계산하시오.

① 180%
② 280%
③ 380%
④ 480%
⑤ 580%

4.

인수합병 시기를 시기순으로 나열하시오.

가) 오스템임플란트 - MBK파트너스/유니슨캐피탈 컨소시엄
나) 휴젤 - IMM컨소시엄
다) 메디트 - 유니슨캐피탈
라) 휴젤 - 베인캐피탈
마) 클래시스 – 베인캐피탈

5.

향후 국내 의료기기 업체들 간에 인수합병이 활발해질지에 대한 본인의 생각을 서술하시오.

*정답과 해설은 35p에 있습니다.

CONTENTS

05 Summary & Focus Chart

08 **II. 의료기기 M&A 사례 분석**
II -1. CDMO 및 바이오텍 대비 메리트
II -2. 국내 상장 지분 인수 사례_클래시스
II -3. 국내 상장 지분 인수 사례_휴젤
II -4. 오스템임플란트: 중국 성장이 담보된 임플란트
II -5. 왜 의료기기였는가?
II -6. 앞으로도 의료기기일까?

21 **III. 미용 의료기기 시장 점검**
III-1. 미국 미용 의료기기 시장 규모 예측
III-2. 중국 미용 의료기기 시장 규모 예측
III-3. 기타 미용 의료기기 시장 규모 예측
III-4. 미국 미용 의료기기 합종연횡 혹은 파트너십에 답이 있다

33 **IV. 2023.02월 수출 데이터**

35 **V. 종목별 투자의견**
루트로닉 (085370)
제이시스메디칼 (287410)
덴티움 (145720)
레이 (228670)

I. Summary & Focus Chart

오스템임플란트 최대주주 변경이 마무리되었다. 상장 폐지 여부는 향후 결정될 예정이다. 2022년 12월 21일 5% 지분 공시를 통해 KCGI 펀드가 오스템임플란트 지분 신고를 하였다. KCGI 펀드는 주주서한을 통해 오스템임플란트 주주가치 제고에 대한 내용을 담았고, 최규옥 최대주주는 MBK파트너스에게 지분 매각 및 공개매수로 답변하였다. 그렇게 2022년초 있었던 오스템임플란트 횡령 사건은 MBK 파트너스로의 최대주주 변경으로 마무리하게 되었다. 단편적인 사건으로 본다면, 거버넌스가 좋지 않게 비춰진 한 기업의 최대주주 변경 사례로 읽혀지지만 의료기기 산업으로 확대한다면, **1세대 창업주들의 퇴장의 한 장면**으로 비춰진다.

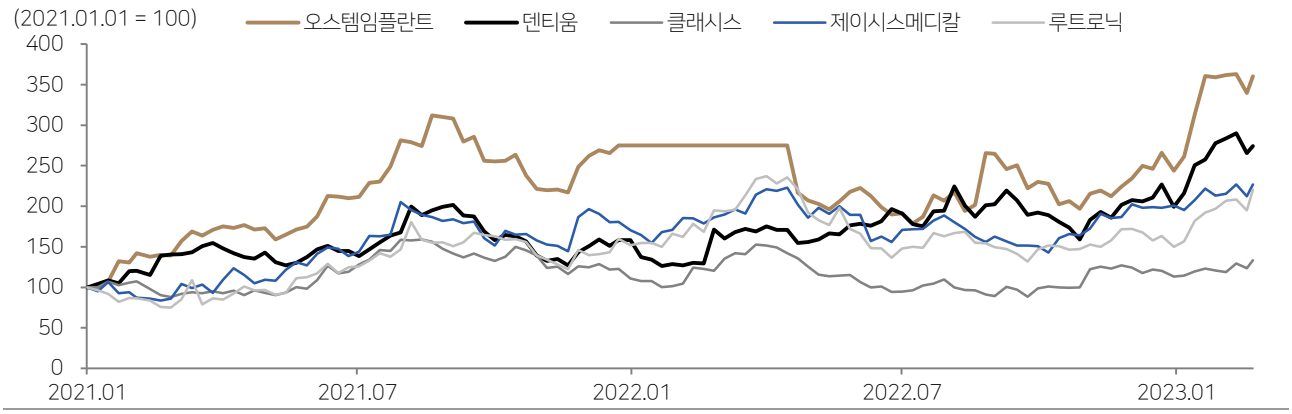
이번 최대주주 변경은 2가지의 함의가 있다. **1) 중국 임플란트 시장에서 높은 점유율을 보여준 국내 임플란트 업체의 잠재 기업 가치는 여전히 높다라는 점, 2) 국내 의료기기 M&A 기회는 여전히 열려있다**는 점이다.

또한 2023년 의료기기 상장사들에 대한 투자 포인트 분석도 함께 다루었다. PEF사들의 주요 타겟이 되는 사유는 성장성과 이익률이다. 헬스케어 업종 안에 다른 선택지인 바이오텍 기업들이 유의미한 성과를 보여주지 못했다는 점 또한 그렇다. 국내 바이오텍들의 라이선스 아웃 혹은 상업화가 진행되는 과정에서 당초 기대하던 미래 현금 흐름에 대한 추정치가 하향 조정되고 있다. 즉 바이오텍들에 대한 기대가 줄어들고 있다. 금리 인하가 이루어지면 바이오텍에 대한 투심이 개선될 수 있으나, 의료기기 업체들은 그와 별개로 안정적인 실적 성장 흐름을 보여줄 전망이다. 2017년 베인 캐피탈의 휴젤 인수와 2019년 유니슨 캐피탈의 메디트 인수가 한국 의료기기 업계 인수합병의 시초가 되었다면, **2022년과 2023년은 한국 의료기기 인수합병이 본격화**되는 한 해로 기억될 것이다. 2023년 이후로도 한국 의료기기 업체들간의 합종연횡은 이어질 전망이며, 국내 의료기기 업체들에 대한 기업 가치를 점검하고자 한다.

마지막으로 **국내 미용 의료기기 업체들이 진출하려 하는 해외 시장성 점검** 자료를 담았다. 미국은 전세계에서 가장 큰 미용 의료 시술 시장으로 Abbvie 같은 대형 업체들이 B2B2C 플랫폼을 구축하여 과점 체제를 구축하고 있다. 이에 따라 국내 업체들의 미국 진출은 파트너십을 통한 진출이 필수적이다. 중국은 불법 의료 시술 규제 그리고 1인당 GDP 증가 추세에 따라 정식 품목 허가 화이트 마켓이 커져나가고 있으며 특히나 다운타임이 짧은 비수술 시술에 대한 수요가 빠르게 늘어나고 있다. 중국 내수 경기 회복에 따라 각광받은 중국 미용 의료 시장에 주목한다.

덴탈 업종에서 덴티움(BUY, TP 16만원), 레이(BUY, TP 3.5만원), 미용 의료기기 업종에서는 제이시스메디칼(BUY, TP 1.2만원), 루트로닉(BUY, TP 3.4만원)을 주목한다.

Focus Chart 1 의료기기 업체 상대주가 추이



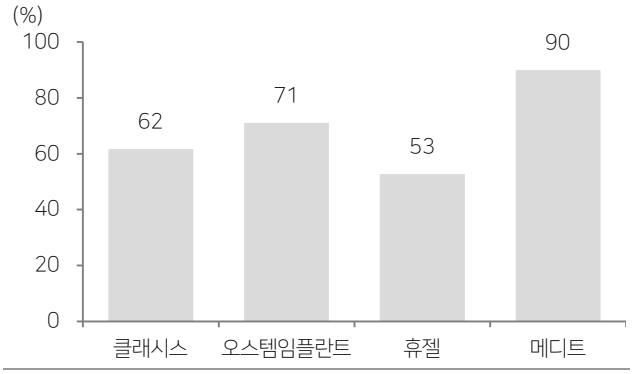
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Focus Chart 2 최대 주주 변경 사례 요약

	오스템임플란트	휴젤(베인)	휴젤(GS)	클래시스
인수시기	2023.02.28	2017.07.14	2022.04.29	2022.04.04
인수 당시 기업가치	2.8조원	2.0조원	2.5조원	1.1조원
매각가격	최규옥 지분(10.3%) 및 덴티스트리인베스트먼트 (78.4%) 주당 190,000원	신주 주당 360,000원, 총 45.32% 구주인수, CB, 유증 포함 9천억원	주당 280,000원 지분율 43.24%, 전환사채 포함 1.7조원	주당 17,000원 지분율 60.84%
전년도 매출액 성장률	31%	91%	16%	32%
투자포인트	1) 중국 임플란트 시장 성장 2) GPM 개선	Top 3 국가 인허가 획득	Top 3 국가 진출 통한 매출 확대	미국 및 중국 시장 진출

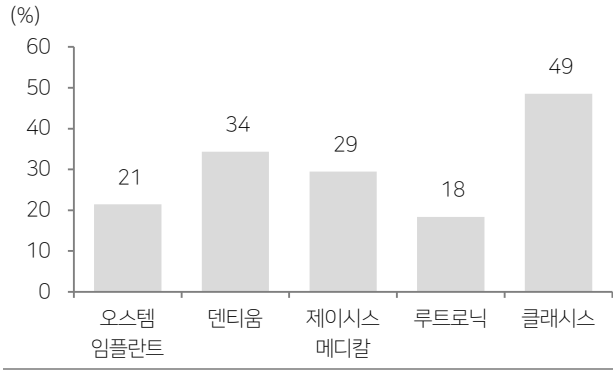
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Focus Chart 3 2022년 업체별 해외 매출 비중



Source: 다올투자증권

Focus Chart 4 2022년 영업이익률



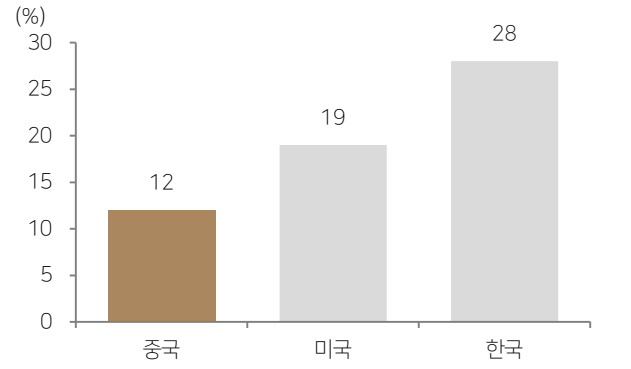
Source: 다올투자증권

Focus Chart 5 Summary 테이블

기업		루트로닉	제이시스메디칼	레이	덴티움
2023E 모멘텀		1. 미국 매출 확대 2. 2H23E 신제품 출시	1. 2Q23E 국내 비침습 RF 출시 2. 2H23E 중국 포텐자 출시 3. 2024E 미국 HIFU 출시	1. 신제품 기반 공급 계약 확대 2. 중국 제조 시설 착공	1. 2Q23E VBP 실행으로 국공립 매출 비중 확대
매출액 (십억원)	21	173.6	81.3	90.3	291.5
	22P	264.2	116.5	129.0	355.9
	23E	317.3	143.0	164.6	422.2
매출액 성장률(%)	21	50.3	60.2	63.6	26.9
	22P	52.1	43.4	42.8	22.1
	23E	20.1	22.7	27.6	18.6
영업이익 (십억원)	21	29.8	23.6	3.4	69.9
	22P	55.8	34.3	16.2	124.4
	23E	64.6	45.8	30.2	138.1
영업이익률 (%)	21	17.2	29.0	3.7	24.0
	22P	21.1	29.4	12.5	35.0
	23E	20.4	32.1	18.4	32.7
PER (배)	21	18.3	40.8	n/a	13.9
	22P	15.4	25.5	42.4	15.7
	23E	14.4	19.7	18.0	13.4

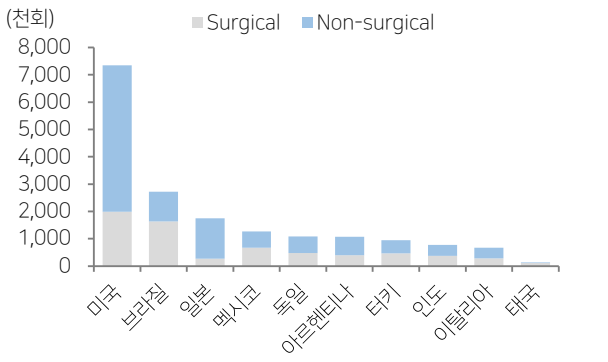
Source: 다올투자증권

Focus Chart 6 중국 미용 시술 침투율



Source: Deloitte, 다올투자증권

Focus Chart 7 2021년 상위 10개국 국가별 시술 통계



Source: ISAPS, 다올투자증권

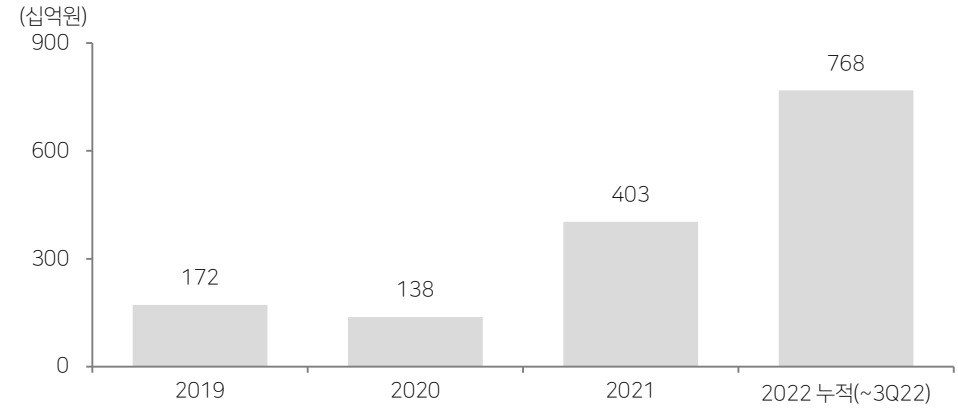
II. 의료기기 M&A 사례 분석

II-1. CDMO 및 바이오텍 대비 메리트

CDMO 및 바이오텍 대비 의료기기 기업의 메리트는 상대적으로 짧은 투자 회수기간과 작은 CAPEX 규모에 기인한다. 삼성바이오로직스의 2019년부터 3년간 유형자산 취득액은 각각 1,720억원, 1,380억원, 4,030억원이다. 항체 치료제 중심의 대형 CDMO 사업에서는 대규모 CAPEX가 불가피하다. 세포/유전자 치료제 CDMO의 경우, 다품종 소량 생산을 표방하기에 상대적으로 CAPEX 규모가 작을 수 있으나, 항체 치료제에 비해 시장이 작다. 신약 개발 기업들의 경우, 신약 개발 기간이 길어 PEF의 투자보다는 글로벌 제약사에게 라이선스 아웃을 하는 비즈니스 모델이 통용되고 있다. 따라서 국내 PEF 투자는 CDMO와 바이오텍보다는 의료기기 업체 투자에 집중되고 있다.

한국 의료기기 1세대 인수합병의 대표적인 기업은 삼성메디슨 사례를 들 수 있다. 초음파 진단기 제조업체였던 메디슨은 2010년 당시 글로벌 시장 점유율 6.7%, 국내 시장 점유율 35%를 차지하고 있었다. 삼성전자는 헬스케어 사업 확장을 목표로 메디슨을 인수하였다. 이와 더불어 2010년 09월 삼성전자는 치과 및 메디컬, 산업용 엑스레이 장비를 생산하는 **레이**를 인수하였다. 2015년 레이는 외부투자를 유치하면서 덴탈 CT 사업으로 분사하였으며 2019년 코스닥 시장에 상장하였다. 반면 삼성메디슨은 인수 이후 PMI에 우여곡절이 있었으나, 삼성메디슨의 2022년 3분기 누적 매출액 3,671억원을 달성하였으며, 영업이익 또한 731억원을 기록하였다.

Fig. 1: 삼성바이오로직스 연간 CAPEX 추이



Source: Quantiwise, 다올투자증권

2017년 이후, 4번의 최대주주 변경 사례가 있었다. 휴젤 2건, 오스템임플란트와 클래시스다. 해당 사례 모두 1세대 창업주가 경영 1선에서 퇴장하며 PEF에 경영권을 넘기게 되었다. 해당 투자건들은 베인캐피탈의 휴젤 인수건 외에는 아직 PEF가 지분을 들고 있어 인수의 성공 여부를 확인하기는 어렵지만 각 사례들의 공통된 투자 포인트가 비교적 명확하다. 해외 진출을 가속화하고 이익률을 개선하는 것이다.

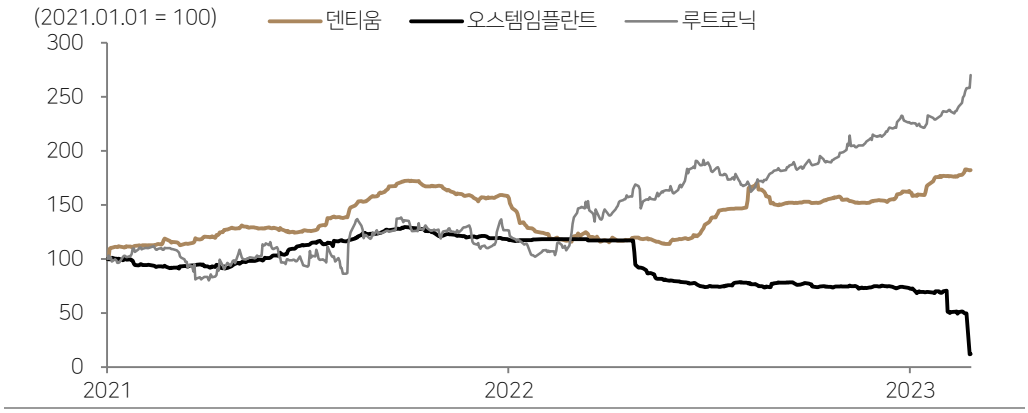
비록 인수가 되지 않았지만 경쟁사들의 외국인 지분율은 2022년을 기점으로 상승하고 있는 추세다. PEF뿐만 아니라 유통 시장 참여자들 또한 높은 매출액 성장률과 이익률을 보이고 있는 국내 의료기기 업체들에 대한 관심도가 높아지고 있다.

Fig. 2: 최대 주주 변경 사례 요약

	오스템임플란트	휴젤(베인)	휴젤(GS)	클래시스
인수시기	2023.02.28	2017.07.14	2022.04.29	2022.04.04
인수 당시 기업가치	2.8조원	2.0조원	2.5조원	1.1조원
매각가격	최규옥 지분(10.3%) 및 덴티스트리인베스트먼트 (78.4%) 주당 190,000원	신주 주당 360,000원, 총 45.32% 구주인수, CB, 유증 포함 9천억원	주당 280,000원 지분율 43.24%, 전환사채 포함 1.7조원	주당 17,000원 지분율 60.84%
전년도 매출액 성장률	31%	91%	16%	32%
투자포인트	1) 중국 임플란트 시장 성장 2) GPM 개선	Top 3 국가 인허가 획득	Top 3 국가 진출 통한 매출 확대	미국 및 중국 시장 진출

Source: 다올투자증권

Fig. 3: 3개사 상대 외국인 지분율 추이(2021.01.01 = 100)



Source: Quantiwise, 다올투자증권

II-2. 국내 상장 지분 인수 사례_클래시스

왜: 북미/중국 진출을 통한 매출 확대

2022년 1월27일 클래시스 최대주주가 정성재 대표에서 베인캐피탈(BCPE)로 변경되었다. 인수가액은 주당 17,000원으로 시가총액 1.1조원에 양수대금은 약 6,700억원(지분 60.84%)이다.

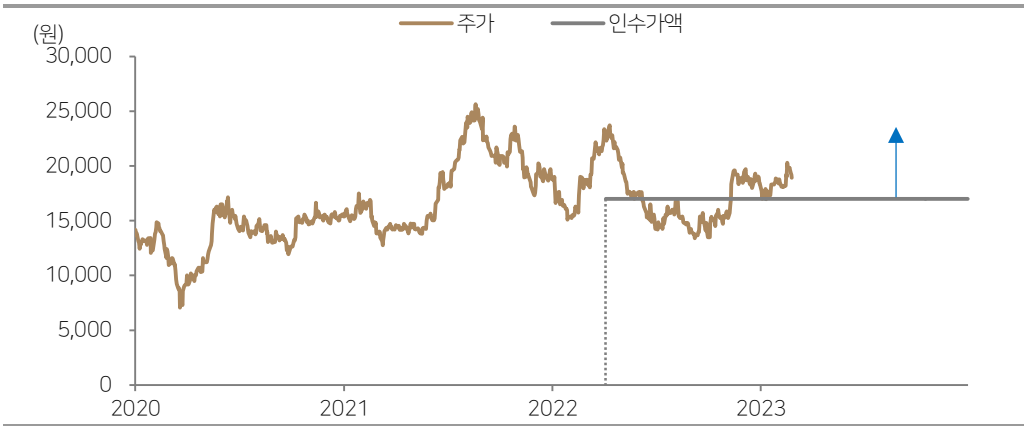
HOW: 휴젤 톡신 제품 인허가 경험/인력/인프라 활용

기존 클래시스의 주요 매출처는 국내 및 브라질을 포함한 ROW 국가였다. 미용 의료 시술 품질에 대한 민감도가 높은 국내 시장과 브라질 시장을 공략했다는 점에서 클래시스의 제품력을 인정받았다 할 수 있으나, 클래시스의 슈링크는 FDA 품목 허가를 획득하지 않았으며, 중국에서 NMPA의 허가를 획득하지 못했다. 특히나 중국은 HIFU 미용 의료기기에 대한 품목 허가 절차가 없다고 알려져 있다.

과거 2017년 베인캐피탈이 휴젤을 인수하여 보툴렉스의 중국 NMPA의 승인을 이끌어낸 만큼 금번 최대주주 변경을 통해 클래시스의 미국과 중국 시장진출에 대한 본격적인 논의가 이루어질 전망이다. 클래시스는 중국 임상 진입을 위한 CRO 계약을 앞두고 있으며 2026년 미국과 중국 시장에 품목 허가를 획득할 계획이다. 향후 베인캐피탈의 EXIT 시점을 예측하기는 어렵지만 과거 휴젤 사례에 적용한다면, 2026년 미국과 중국의 인허가를 획득하여 판매가 개시될 시점에 재매각이 진행될 가능성 또한 배제할 수 없다.

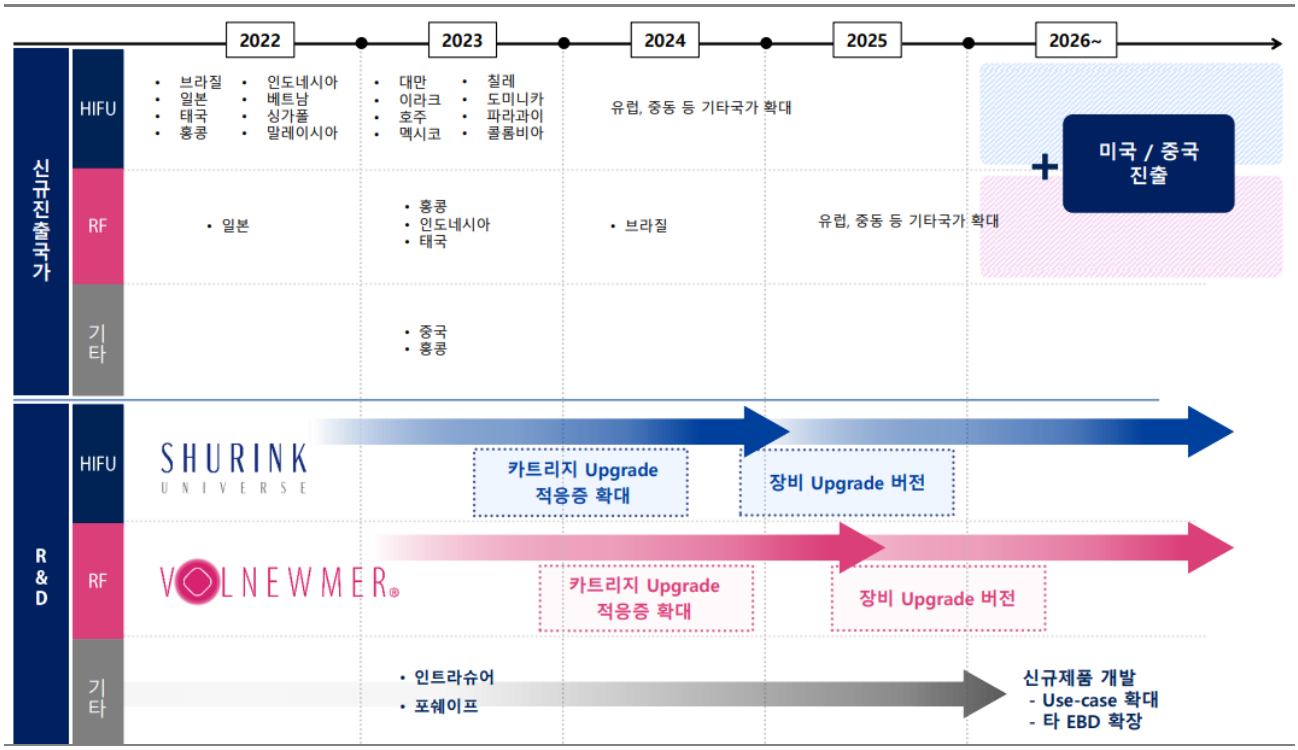
2022.10월 출시한 볼뉴머의 경우, 최대주주 변경 전 이미 진행되고 있던 제품이기에 2023년 미국과 중국 지역에 대한 판매 및 출시 계획 구체화가 향후 클래시스 기업 가치 상승의 관건이 될 전망이다. **다만, 후발주자로 판단했던 원텍의 올리지오가 2022년 이미 FDA 품목허가를 획득하였고, 제이시스메디칼이 HIFU 제품에 대한 2024E 미국 진출에 대한 계획을 밝히고 있는 만큼 클래시스와 베인캐피탈의 행보에 주목할 필요**가 있다.

Fig. 4: 클래시스 주가 추이



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 5: 향후 5년간 제품 출시 계획



Source: 클래시스, 다올투자증권

Fig. 6: 전문경영진 체제 구축



Source: 클래시스, 다올투자증권

II-3. 국내 상장 지분 인수 사례_휴젤

휴젤은 2017년 이후 최대주주가 2번이나 변경되었다. 2017년 베인캐피탈이 최대주주 지분 인수(4,277억원) 및 유증(3,547억원), CB 발행(1,000억원)을 통해 최대주주에 올랐다(총 9,274억원). 2017년 베인 캐피탈이 인수하고 휴젤의 기업 가치가 상승할 수 있었던 이유는 **1) 해외 지역 판권 회수 및 정리, 2) 해외 인허가 획득**으로 정리된다.

휴젤은 2021년 중국, 2022년 유럽, 2023E 미국에서 톡신 제품인 레티보의 품목 허가를 획득하거나 획득 예정이다. 중국 품목 허가는 경쟁사 대비 신청이 늦었음에도 국내 톡신 업체 중에서는 첫번째로 품목 허가를 획득하였다. 또한 유럽에서는 2022년말 기준 Tier 1 11개국에 대한 품목 허가를 완료, 약 유럽 20개국에서 품목 허가를 완료하였으며, 2023.04.06일에 미국 FDA 품목 허가를 획득할 예정이다.

2018년 휴젤은 JV인 휴젤 아메리카를 설립하여 유럽 파트너사였던 크로마가 보유하고 있던 미국 판권을 휴젤 아메리카로 이전하였다. 남미에서는 유통사 블라우와 계약을 체결하며 LATAM 판매를 가속화하고, 태국/대만에서도 MS 1, 2위를 달성할 수 있었다.

베인캐피탈은 해외 지역 진출을 위한 영업망 정비 및 인허가를 통해 휴젤의 기업 가치를 상승시켰고, 2022년 최대주주가 IMM과 GS가 참여한 컨소시엄으로 변경되었다. 특히나 컨소시엄에 참여한 CBC 그룹은 글로벌 헬스케어 사모펀드로 휴젤의 글로벌 사업 확장에 주목하여 지분 참여하였다. 현재 메디톡스와 ITC 소송이 진행되고 있으나, 미국 FDA 품목 허가를 기반으로 휴젤은 톡신 Top3 시장에 대한 인허가를 모두 획득하게 되어 사업 확장이 가능한 국면이며, 필러와의 번들링이나 M&A를 통한 제품 확장 또한 기대할 수 있다.

Fig. 7: 휴젤 주가 추이



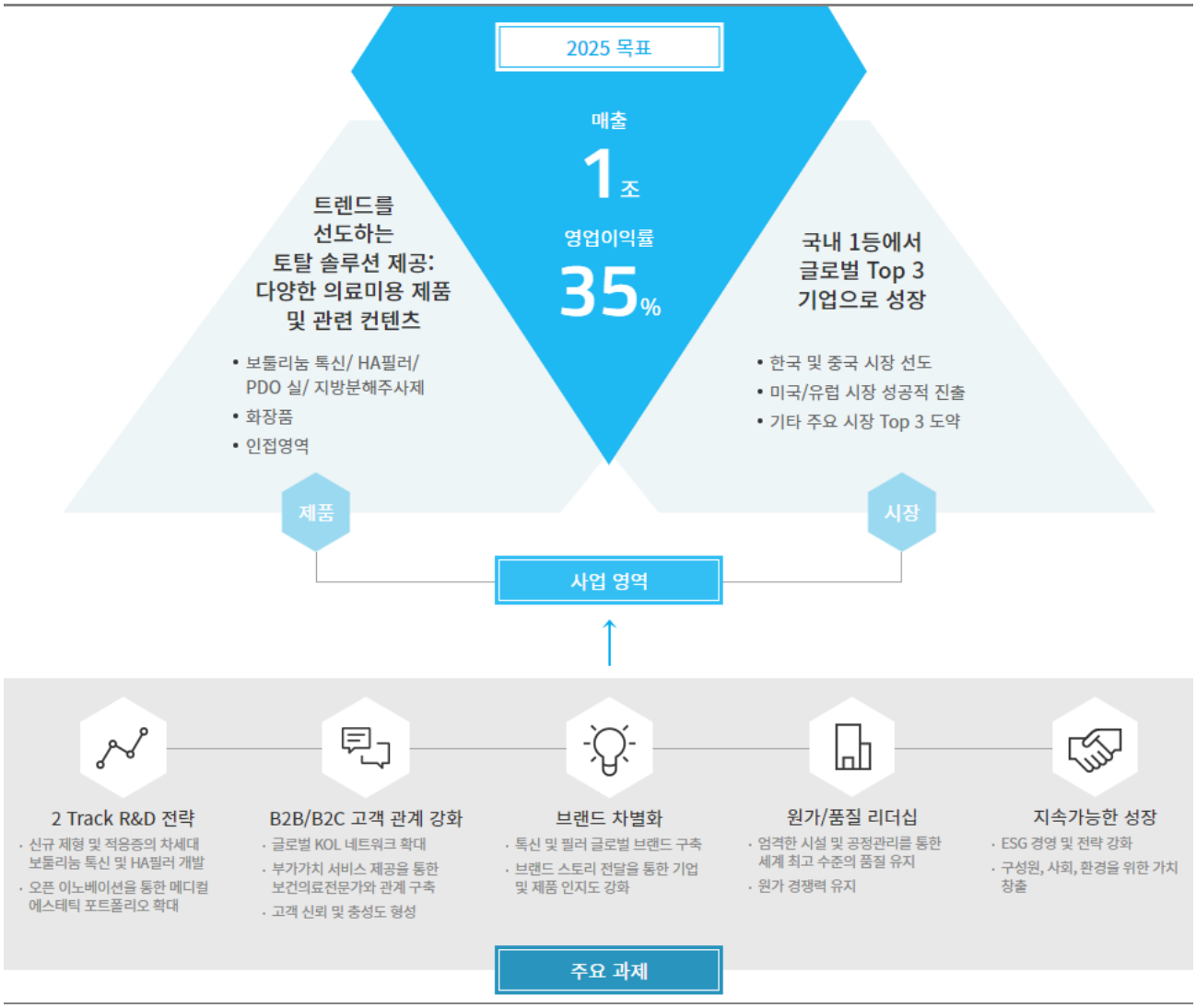
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 8: 휴젤 포트폴리오

	Non-clinical	Phase I	Phase II	Phase III
Botulinum toxin & Filler & Adjacent areas	HG101 CH (Benign masseteric hypertrophy)	HG105 KR (Liquid pure)	HG102 KR (Lidocaine-containing liquid toxin)	Lifting thread BZ
	Revolax SUB-Q CH		HG301 KR/US (Lipolysis injectable)	Volume lidocaine US
	Revolax DEEP CH			
	BYRYZN CH (Skin Booster)			

Source: 휴젤, 다올투자증권

Fig. 9: 휴젤 비전



Source: 휴젤, 다올투자증권

II-4. 오스템임플란트: 중국 성장이 담보된 임플란트

2022년초부터 이슈가 되었던 오스템임플란트 거버넌스에 대한 이슈가 2/28일 공시를 통해 일단락되었다. MBK파트너스는 공개매수를 통해 9.5백만주를 매수하였다. **이번 공개매수에 따라 최대주주는 보통주 및 전환사채를 포함하여 12,982,103주를 획득하여 지분 83.3%를 확보하였다. (자사주 제외 시 88.7%)**

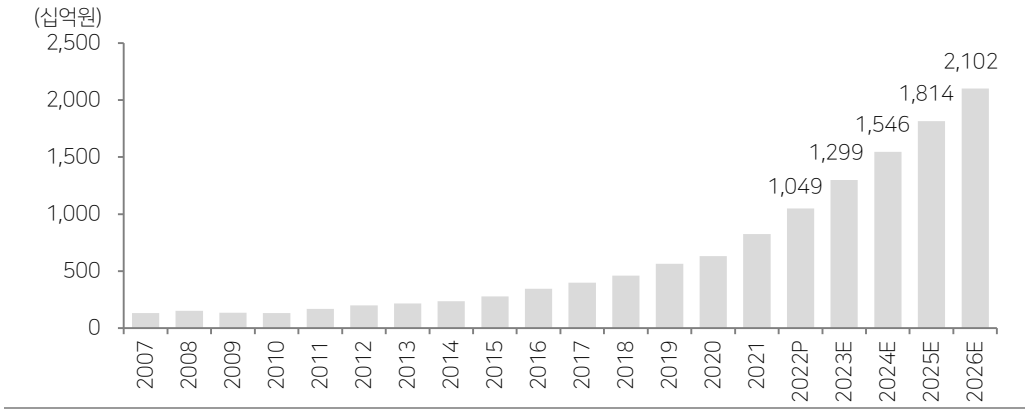
MBK파트너스와 유니슨캐피탈이 공개매수에 앞장선 이유는 메디트의 인수 또한 영향을 주었다고 판단한다. 해당 공개매수에 앞서 유니슨캐피탈은 2019년에 인수한 메디트 지분을 MBK파트너스에 기업 가치 2.4조원에 인수하였다. 2022년 추정 매출액 2,700억원, EBITDA 1,500억원 수준으로 EV/EBITDA가 16.0배에 불과하지만, 2019년 인수 당시 기업 가치가 6,400억원에 불과하였다는 점을 감안하면 기업 가치는 4배 가까이 커졌다. 이런 높은 가격에 유니슨캐피탈이 MBK파트너스에 메디트를 매각할 수 있던 이유는 오스템임플란트 공개매수에 양사가 함께 참여할 수 있었다는 점에 기인한다. 유니슨캐피탈은 메디트 지분을 매각함으로써 차익 실현을 함과 동시에 오스템임플란트 지분 참여를 함으로써 후속 투자를 유치할 수 있었다.

Fig. 10: 오스템임플란트 주가



Source: Quantiwise, 다올투자증권

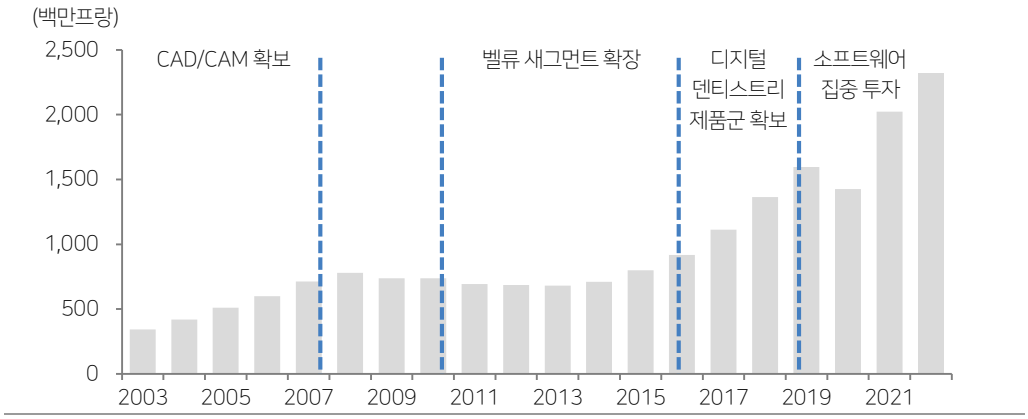
Fig. 11: 오스템임플란트 매출액 추이 및 전망



Source: 다올투자증권

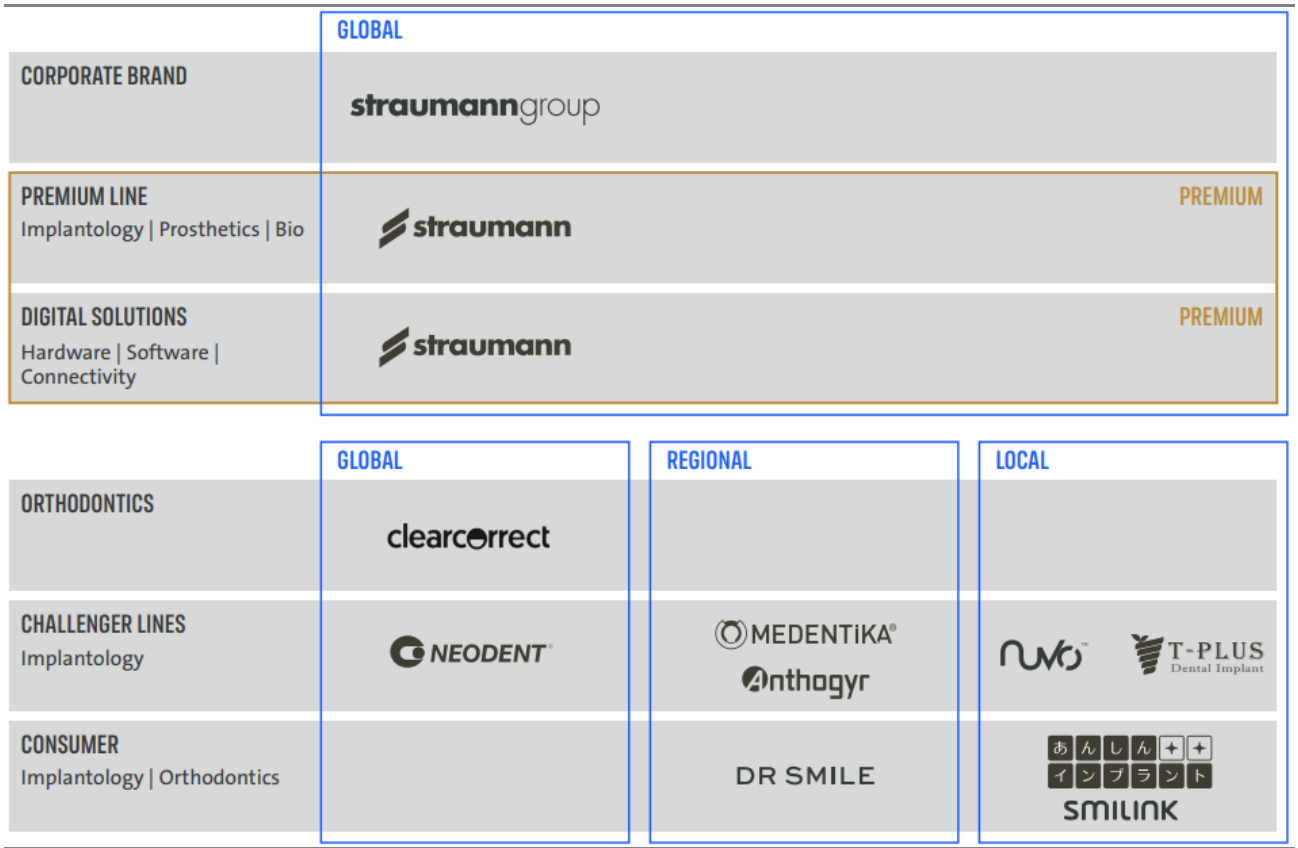
Straumann의 성장 전략은 M&A를 통한 성장이었다. 초창기 프리미엄 세그먼트인 Straumann 임플란트를 판매하던 동사는 CAD/CAM 소프트웨어 인수에 주력하였으며 2011년부터는 밸류 세그먼트 브랜드 인수에 추진하여 프리미엄과 밸류 세그먼트로 제품 라인업을 확보하였다. 특히나 2015년 이후로는 디지털 덴티스트리 제품군을 확보하였으며 DTC 플랫폼 등에 대한 투자도 진행하여 임플란트를 기반으로 한 디지털 덴티스트리 기업으로 탈바꿈하였다. 오스템임플란트의 향후 성장 전략도 이와 동일할 전망이다. 국내에서 밸류 세그먼트 제품군으로 출발한 오스템임플란트는 미국 내 공장을 설립하여 하이오센 브랜드를 확보하여, 미드-하이앤드 제품군을 확보하였다. 2021년 Kavo 브랜드 인수에 실패한 이후, 2023년 최대주주 MBK 파트너스를 맞이한 오스템임플란트는 구강스캐너 제조업체인 메디트와 한 지붕 아래에 있게 되었다.

Fig. 12: Straumann 매출액 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 13: Straumann 라인업



Source: Straumann, 다올투자증권

유니슨캐피탈과 MBK파트너스의 공개매수에 앞서 점검해봐야 하는 내용은 KCGI 펀드가 보낸 주주서한의 함의다. 오스템임플란트의 내부적인 거버넌스를 제외하였을 때도 여전히 대외적인 변수는 투자 포인트로 유효하였다는 점이다. 1) 오스템임플란트와 덴티움의 중국 점유율은 1, 2위를 달성하였다. 2) 오스템임플란트는 기존 임플란트 외에도 디지털 덴티스트리 확장을 위한 투자를 이어가고 있었다. 결국, 오스템임플란트의 투자 포인트는 중국을 기반으로 한 높은 성장률과 디지털 덴티스트리로의 확장 가능성이다.

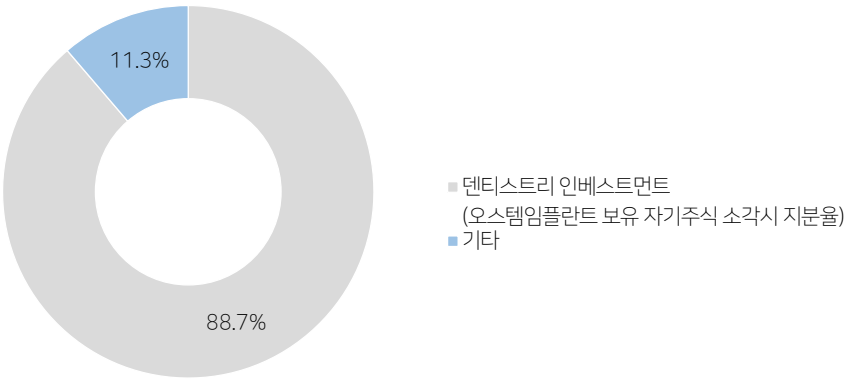
향후 오스템임플란트의 방향은 크게 두 가지 시나리오다. 1) 상장 폐지 혹은 2) 상장 유지다. 결국 MBK파트너스 및 UCK는 오스템임플란트와 메디트의 EXIT에 대한 방법을 고민할 것이다.

2023.02.28일 기준 오스템임플란트 최대주주 지분율은 88.7%(자사주 제외)이다. 추가 자사주 매입을 통해 90% 달성 시, 상장 폐지 요건을 갖추게 된다. 다만, 오스템임플란트는 “관리종목 또는 투자주의환기종목의 경영권 변동”으로 인하여 상장적격성 실질심사에 따른 상장폐지 또한 우려되어 매매거래가 정지되었다. 오스템임플란트는 03.02일부터 상장적격성 실질심사 대상여부에 관한 결정일까지 매매거래가 정지될 예정이다.

오스템임플란트와 메디트 간의 합병을 고민할 경우, 1) 비상장간의 합병을 진행할 것인지, 2) 상장-비상장 합병을 진행할지에 따른 결정이 필요하다. 비상장간의 합병이 진행될 경우, 합병 비율 결정에 있어 이점이 있다. 재상장이 될 경우, 관련 절차나 비용이 발생한다. 상장-비상장 간의 합병을 진행할 경우, 오스템임플란트가 상장되어 있다는 점이 EXIT에 이점으로 작용하나 합병 비율 산정에 이슈가 있을 수 있다.

오스템임플란트가 상장 폐지될 경우, 국내 상장 업체 중 투자 대안으로 덴티움과 레이를 제시한다. 덴티움은 오스템임플란트에 이어 중국내 MS 2위를 기록하고 있는 업체로서 밸류 세그먼트 임플란트 중심의 판매를 하고 있다. VBP 정책에 따른 임플란트 시술 확대에 따라 매출 성장이 기대된다. 레이는 국내 디지털 덴티스트리 사업의 선두주자다. 레이는 CBCT와 구강스캐너, 밀링기, 3D프린터 등 디지털 덴티스트리 도입 확대에 수혜를 입을 업체로 판단하며, 2024년 내 중국 내 증설을 기반으로 중국 MS 확대 또한 기대된다.

Fig. 14: 오스템임플란트 지분율

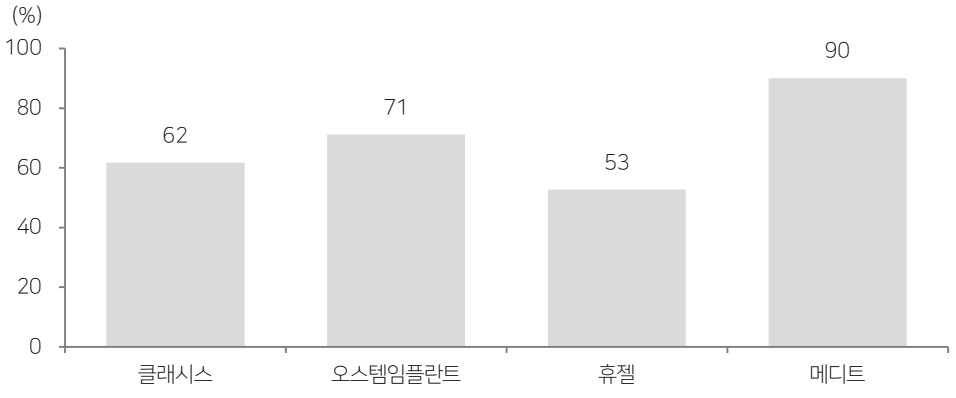


Source: DART, 다올투자증권

II-5. 왜 의료기기였는가?

앞서 살펴본 사례들의 공통점이 있다. 첫번째로 **국내에서 쌓은 레퍼런스를 기반으로 해외 공략을 이어나가면서 높은 매출 성장세**를 보이고 있다는 점이다. 오스템임플란트, 메디트, 클래시스 사례에서 모두 오리지널 제품을 모방한 중저가 제품을 출시하며 국내에서 피드백을 받아 최종적으로는 오리지널보다 좋은 퀄리티의 제품을 개발하였다. 따라서 해당 기업들은 설립 초기 국내 매출 비중이 높았지만, 현재 50% 넘는 매출이 해외에서 발생하고 있다.

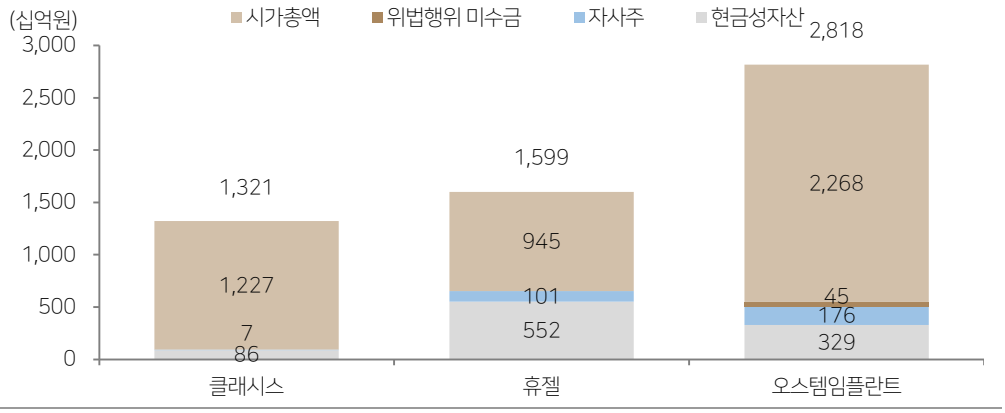
Fig. 15: 2022년 업체별 해외 매출 비중



Note: 메디트는 당사 추정
Source: 다올투자증권

두번째는 **현금 회수율**이다. 미용 의료기기와 톡신 업체는 기본적으로 B2B 비즈니스이지만, B2C적인 성격을 띄기도 한다. 또한, 고객들이 대형 고객들도 있지만, 중소형 병원을 대상으로 판매를 하고 있기 때문에 현금 회수율이 높고 매출 채권 비중이 낮다. 휴젤 같은 경우, 2022년 현금 및 현금성 자산이 6,000억원 수준이며, 클래시스의 매출 채권은 3Q22말 기준 86억원이다. 따라서 확보한 현금을 기반으로 1) 배당 2) M&A를 위한 추가 제원으로 활용 가능하다는 장점을 가지고 있다.

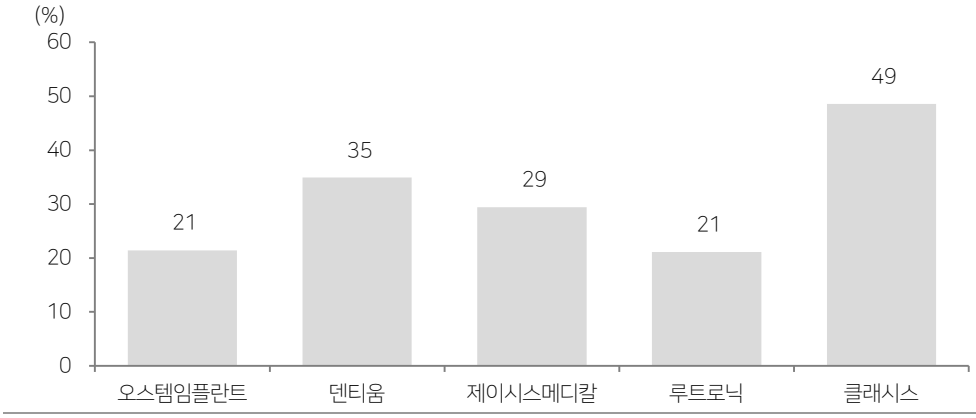
Fig. 16: 높은 현금 여력



Source: Quantiwise, DART, 다올투자증권

마지막으로 **높은 이익률**이다. 미용 의료기기 업종과 임플란트 업종 모두 20%를 상회하는 영업이익률을 달성하고 있다. 서두에 밝힌 바와 같이 대규모 CAPEX가 필요 없으며 높은 영업이익률을 달성할 수 있다. 또한, 의료기기는 B2B적인 성격을 띄고 있으며 그들의 고객인 병원과 의사들은 제품에 대한 엄격한 기준을 가지고 있다. 한번 제품 공급이 개시되면 제품을 바꾸지 않는다. 따라서, 판매가 개시되면 지속적인 매출 발생이 가능하다고 판단한다. 또한 의료기기 제품 인허가에 대한 허들이 존재하여 후발주자에 대한 견제 또한 가능한 구조다.

Fig. 17: 2022년 기준 영업이익률



Source: 다올투자증권

II-6. 앞으로도 의료기기일까?

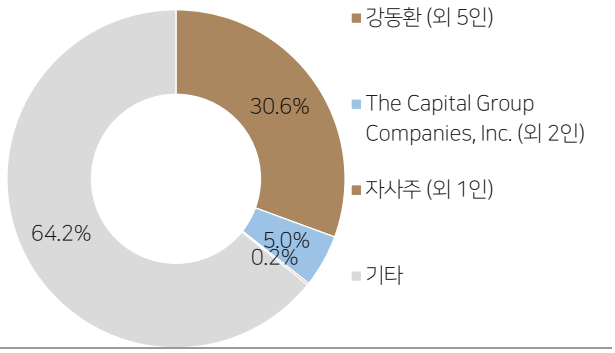
결국 상장/비상장 의료기기 업체들의 인수합병 혹은 투자사례는 더욱 증가할 전망이다. 그렇다면 우리가 낼 수 있는 결론은 성장이 귀해지는 시기에 여전히 높은 성장성과 준수한 이익률을 보여주고 있는 의료기기 업종 전반적인 선호 의견을 유지한다는 것이다. 특히, 북미에서 영업확장이 끝나면 영업이익률 개선이 기대되는 루트로닉(BUY, TP 3.4만원)과 중국으로 시장 진출이 예정되어 있는 제이시스메디칼(BUY, TP 1.2만원)을 Top-pick으로 제시한다.

Fig. 18: Summary 테이블

기업		루트로닉	제이시스메디칼	레이	덴티움
2023E 모멘텀		1. 미국 매출 확대 2. 2H23E 신제품 출시	1. 2Q23E 국내 비침습 RF 출시 2. 2H23E 중국 포텐자 출시 3. 2024E 미국 HIFU 출시	1. 신제품 기반 공급 계약 확대 2. 중국 제조 시설 착공	1. 2Q23E VBP 실행으로 국공립 매출 비중 확대
매출액 (십억원)	21	173.6	81.3	90.3	291.5
	22P	264.2	116.5	129.0	355.9
	23E	317.3	143.0	164.6	422.2
매출액 성장률(%)	21	50.3	60.2	63.6	26.9
	22P	52.1	43.4	42.8	22.1
	23E	20.1	22.7	27.6	18.6
영업이익 (십억원)	21	29.8	23.6	3.4	69.9
	22P	55.8	34.3	16.2	124.4
	23E	64.6	45.8	30.2	138.1
영업이익률 (%)	21	17.2	29.0	3.7	24.0
	22P	21.1	29.4	12.5	35.0
	23E	20.4	32.1	18.4	32.7
PER (배)	21	18.3	40.8	n/a	13.9
	22P	15.4	25.5	42.4	15.7
	23E	14.4	19.7	18.0	13.4

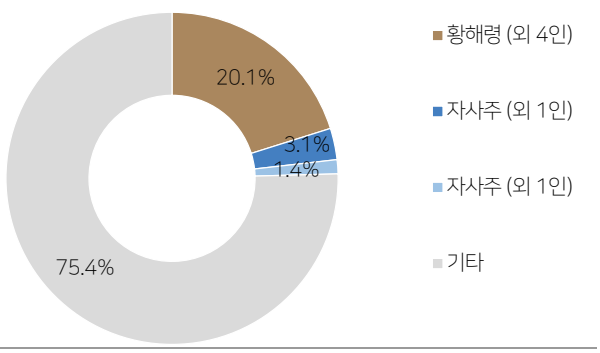
Source: 다올투자증권

Fig. 19: 제이시스메디칼 지분율



Source: 전자공시, 다올투자증권

Fig. 20: 루트로닉 지분율



Source: 전자공시, 다올투자증권

글로벌 의료기기 업체들 또한 M&A에 대한 내용을 언급하고 있다. Abbvie는 4Q22 실적 발표를 통해 M&A에 대한 내용을 업데이트하였는데 2030년까지 High-single로 성장함에 있어 M&A를 우선적으로 고려하고 있는 4개 부문에 Aesthetic 부문을 포함하였다. (Immunology, Oncology, Neuroscience, Aesthetics) 과거 Abbvie는 Allergan 630억 달러 인수에 따라 2022년까지 연간 20억 달러 M&A 상한선이 설정되었으나, CEO Richard Gonzalez 인터뷰에 따르면 최근 M&A 캡이 사라졌다고 밝혔다. Inmode 또한 4Q22 실적 발표 컨퍼런스콜에서 M&A에 대한 잠재 후보군이 있음을 언급하였다.

Fig. 21: Allergan과 Abbvie 인수 합병 사례

연도	인수기업	피인수기업	인수가액(백만달러)
2010	Syneron	Candela	65
2013	Fosun Pharma	Alma Lasers	240
2014	Merz	Ultratherapy	600
2015	XIO group	Lumenis	510
2017	Allergan	Zeltiq	2,470
2017	Hologic	Cynosure	1,650
2017	Apax Partners	Syneron Candela	397
2018	Syneron Candela	Ellipse	미공개
2019	Baring Private Equity	Lumenis	1,000
2019	CD&R	Cynosure	205
2020	Abbvie	Allergan	63,000
2021	Abbvie	Soliton	550

Source: 다올투자증권

III. 미용 의료기기 시장 점검

III-1. 미국 미용 의료기기 시장 규모 예측

국내 미용 의료 시술 상장사 중 미국 시장에 진출한 기업은 대웅제약과 루트로닉, 제이시스메디칼이 있다. 또한, 클래시스와 휴젤, 원텍 같은 후발주자 또한 미국 시장 진출에 대한 논의를 진행하고 있다. 다만, 미용 의료 시술 시장에 대한 시장성 분석 자료가 부족한 관계로 통계 자료 등을 통해 글로벌과 미국 미용 의료 시장에 대한 시장성 분석을 하고자 한다. **현재 Core 피부과 시장 규모는 리프팅 시술 0.8조원, 톡신 3조원에 불과하지만 1) 밀레니얼 세대 출현 및 침투율 증가, 2) Medspa 등 Non-core 시장의 확대로 현재 수준에서 시장은 2~5배 수준으로 확대 가능 하다.**

미국 성형 외과 협회(ASAPS)는 매년 성형외과 시술에 대한 통계를 발표하고 있다. 2021년 통계에 따르면 수술적 시술과 비수술적 시술은 각각 YoY +54%, +44% 증가하였다. 특히나, 톡신과 필러 시술은 YoY +40% 증가하였다. ASAPS 기준 2021년 톡신 시술 횟수는 약 365만회였으며 Skin Tightening 시술은 해당 시술 규모의 25% 수준이다. **미국 톡신 시장은 약 3조원 수준으로 타이트닝 시장의 규모는 약 7,500억원 수준으로 추산된다.**

Fig. 22: 2021년 비수술적 시술 통계

시술구분	2021 시술횟수	비수술 매출 비중
Neurotoxins	3,651,223	33%
Dermal Fillers	1,857,339	32%
Skin Treatment(Chemical Peels, Hydrofacials, etc)	1,390,149	6%
Hair Removal	54,954	2%
Skin Treatment(Combination Lasers)	31,485	4%
Skin Tightening	91,855	7%

Source: ASAPS, 다올투자증권

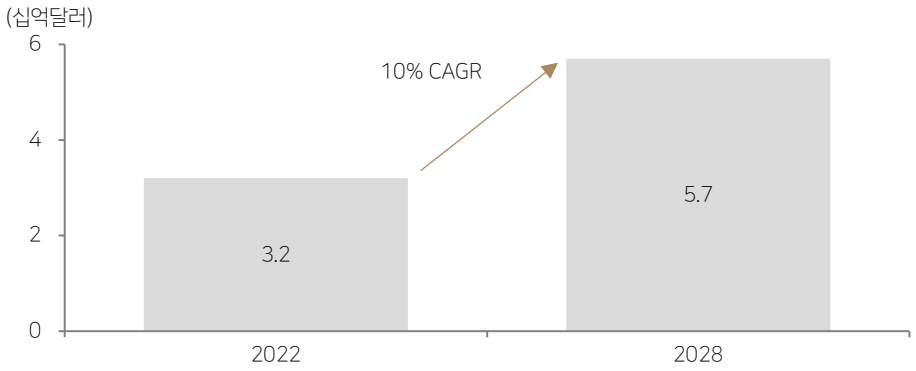
Fig. 23: 2021 비수술적 시술별 통계(톡신/필러 제외)

시술구분	2021 시술횟수	2020 시술횟수	YoY (%)	2021 매출액 (백만달러)	2020 매출액 (백만달러)	YoY (%)
Fat Reduction	217,277	137,119	58%	377	241	57%
Hari Removal	545,954	268,934	69%	76	44	72%
Muscle Tightening/Tone	14,491	10,231	42%	5	6	-5%
Skin Rejuvenation	44,579	38,085	17%	28	30	-7%
Skin Resurfacing	165,328	115,633	43%	198	139	43%
Skin Tightening	391,855	196,105	100%	298	180	66%
Skin Tightening and Fat Reduction	55,603	24,430	128%	92	41	125%
Skin Treatment(Combination Lasers)	431,485	278,310	55%	171	108	59%
Skin Treatment(Chemical Peels, etc.)	1,390,149	1,016,230	37%	272	202	35%
Tattoo Placement(Placement of Pigment)	28,752	28,125	2%	12	12	-1%
Vaginal Rejuvenation	18,437	16,307	13%	22	21	5%
Vascular Problems(Scierotherapy)	10,753	8,644	24%	4	3	29%

Source: 관세청, 다올투자증권

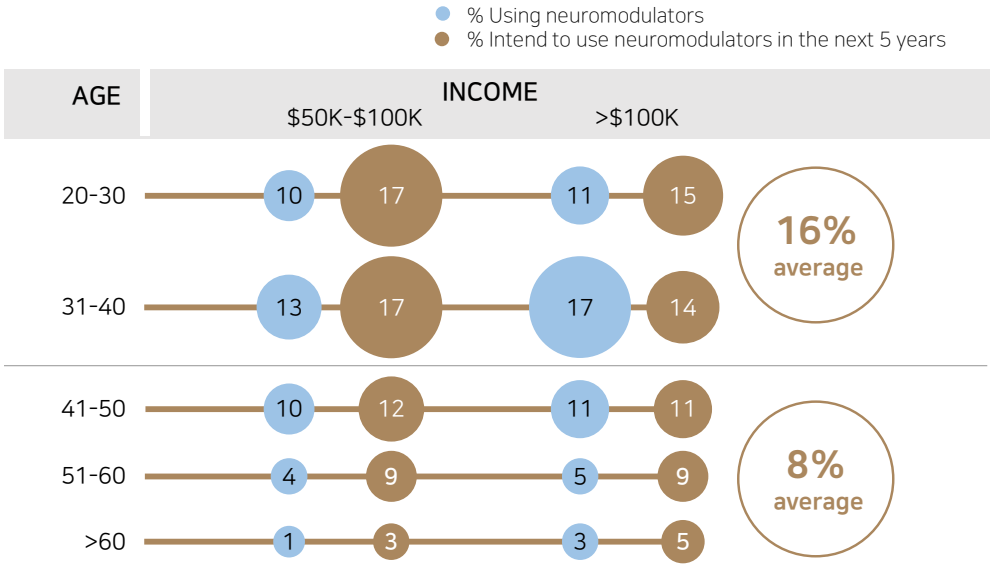
Evolus가 판매하고 있는 4개 지역(미국/유럽/캐나다/호주)의 시장 규모는 32억 달러 수준이며 CAGR로 약 10%로 성장한다. 또한, 밀레니얼 세대에서 시술에 대한 선호도가 더 크다는 점을 감안하면 해당 시장의 성장은 더욱 가속화될 전망이다.

Fig. 24: Evolus TAM



Source: Evolus, 다올투자증권

Fig. 25: 저연령층에서 톡신 시술에 대한 수요가 크다

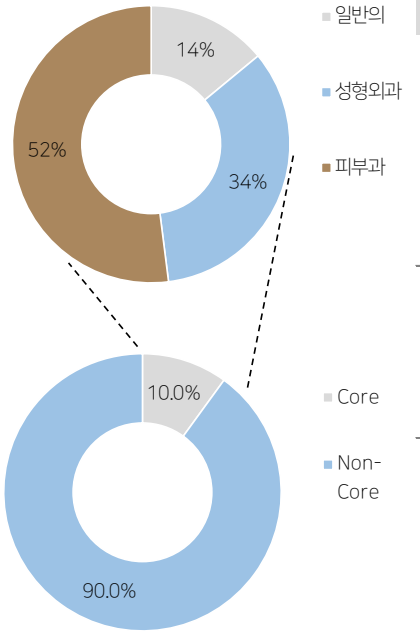


Source: The future of Aesthetics Injectables, 다올투자증권

Cutera IR 자료에 따르면 **글로벌 미용 의료 기기 시장은 약 139억달러 수준이며 연간 1억 회 정도의 시술이 이루어진다고 알려져 있다.** 또한 해당 시장은 향후 5년간 CAGR 11%로 성장할 예정이다. 특히나, Gen Z 세대의 출현이나 Med-Spa와 같은 제반 시설들의 증가로 미용 의료 시장의 성장이 가속화될 전망이다.

특히나, 주목할 시장은 Non-core 시장이다. 미국 내 피부과 의사 및 성형외과 의사는 약 2만명 수준이나, Medspa나 일반의, 치과 등으로 시장 확장이 가능하다면 현재 수준에서 약 10배 수준의 TAM을 확보할 수 있을 전망이다. 특히나, Medspa 등의 성장을 통해 피부 미용 시술의 침투율 확대는 더욱 가속화될 전망이다. 2022년 국내외 4개상장사의 미국 매출은 다음과 같다.

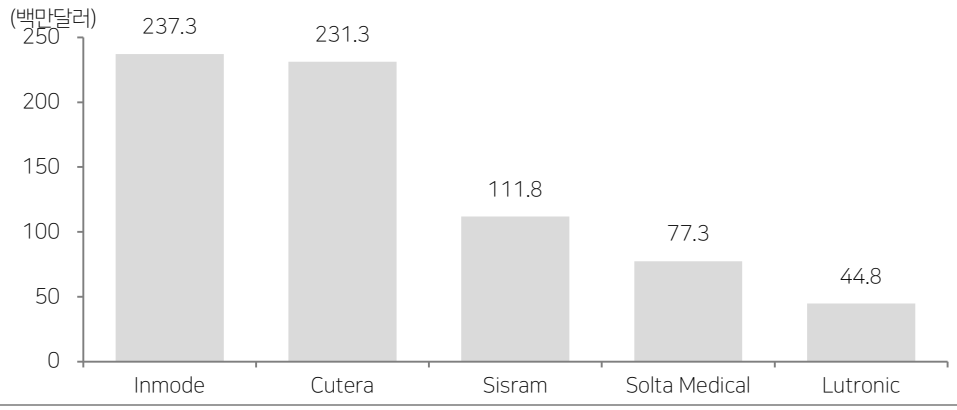
Fig. 26: 미국 내 잠재 미용 의료기기 시장



	Practice Type	Approx. # Providers	Participation by Application		
			Acne	Body	Aesthetics
Core	Medical Derm.	~ 12,500	○	○	○
	Aesthetic Derm.		○	○	○
	Plastic Surgeons	~ 8,300	X	○	○
	Aesthetic Practice (non-Dermatologist)	~ 3,340	○	○	○
Non-Core	Med-Spa	53,874	X	○	○
	OB-GYN	42,720	○	X	○
	Family Medicine/GP	118,198	○	X	X
Adjacent Opp.	Dentistry	200,419	X	X	○
	Optometry	162,791	X	X	○
	Physical Medicine and Rehabilitation	9,767	X	○	X
	Sports Medicine	5,800	X	○	X

Source: Cutera, 다올투자증권

Fig. 27: 2022년 국내외 미용 의료기기 상장사 미국 매출



Source: 각 사, 다올투자증권

미국 내 피부미용 레이저 시술 장비 설치 대수는 4 ~ 5만 대 수준으로 추정되며, 미국 Inmode의 누적 설치 대수는 7,300대 수준(3Q22 기준)으로 알려져 있다. 또한 미국 내에는 약 12,500명 수준의 피부과 의사가 있는 것으로 알려져 있다. Inmode의 2022년 미국 매출액은 2.8억 달러 수준이었으며, **미국 피부 미용 레이저 장비의 교체주기를 7년으로 가정 시, 연 시장 규모는 약 6.0억 ~ 9.0억 달러 수준이다.** 해당 추정은 Non-레이저 시술은 제외한 수치로 전체 EBD 시장은 더 클 전망이다.

따라서, 산출 방법에 따라 다르지만 타이트닝 및 리프팅 시장 규모는 약 8억 달러 수준, 레이저 시술 시장은 약 6~9억 달러 수준이며, 해당 시술은 Core 시장을 기준으로 삼은 시장 규모라면 Med-spa 등 배후 시장 규모까지 고려할 시 현재 수준에서 약 2~5배 수준으로 시장이 확대될 여력을 가지고 있다.

Fig. 28: 미국 미용 의료시장 전망 시나리오 (백만달러)

1) 레이저 기기 40,000대

CAGR/교체주기	5년	6년	7년	8년
5%	840.0	700.0	600.0	525.0
7%	856.0	**713.3**	**611.4**	535.0
9%	872.0	**726.7**	**622.9**	545.0
11%	888.0	740.0	634.3	555.0

2) 레이저 기기 50,000대

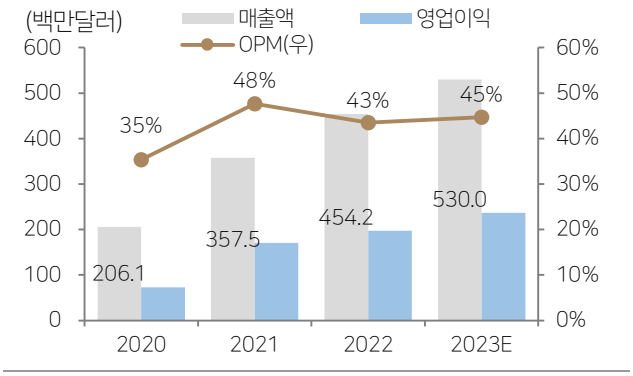
CAGR/교체주기	5년	6년	7년	8년
5%	1,050.0	875.0	750.0	656.3
7%	1,070.0	**891.7**	**764.3**	668.8
9%	1,090.0	**908.3**	**778.6**	681.3
11%	1,110.0	925.0	792.9	693.8

Source: Inmode, 다올투자증권

2022년 Inmode는 매출액 4.5억 달러를 기록하였다. 2020년 COVID19 펜데믹 이후, 화상 회의 도입률 확대 등으로 리프팅 등 미용 시술에 대한 수요와 관심도가 커졌고 2021년 3.5억 달러를 달성한 Inmode는 2022년에도 27%에 가까운 성장률을 기록하였다. 특히 2020년 2.0억 달러에 불과했던 매출 2년간 2배가 넘는 매출 성장을 달성했다.

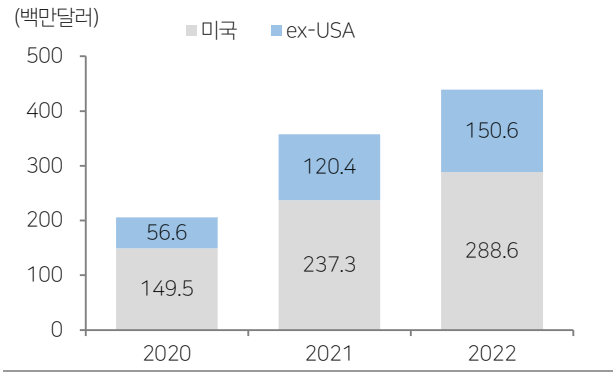
Inmode 컨퍼런스콜에서 주목해야 할 2023년의 관전 포인트는 **1) 수요 둔화에 대한 우려와 2) 중국 시장의 잠재력**이다. Inmode는 2023년 매출액 성장률 가이던스를 15 – 16%로 제시하였다. 2021년과 2022년와 동일하게 Inmode는 연초에 보수적인 가이던스를 제시했다. 다만, Inmode는 컨퍼런스콜에서 해당 가이던스는 극단적인 경제 상황을 제외한 경우, 달성 가능한 최소한의 매출이라고 밝힘에 따라 수요 둔화에 대한 우려에도 여전히 견조한 성장이 가능하다고 밝혔다. 두번째로는 중국에서 Inmode는 분기 2-3백만달러 수준의 매출을 기록하고 있으나, 리오프닝 재개에 따른 영업 확대로 중국 내 매출 확대 또한 기대한다고 밝혔다.

Fig. 29: Inmode 실적 추이 및 전망



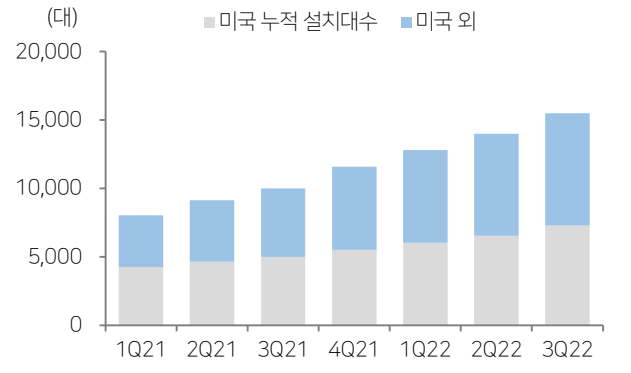
Source: Inmode, 다올투자증권

Fig. 30: Inmode 지역별 매출 비중



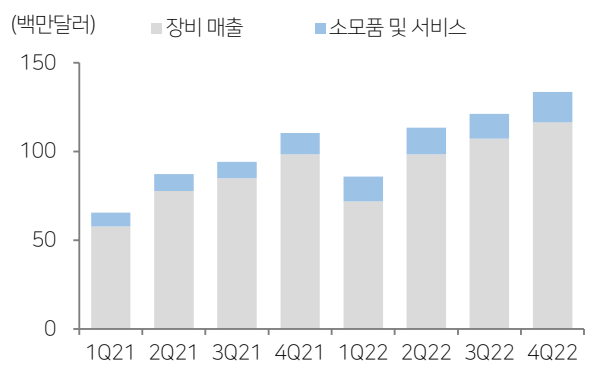
Source: Inmode, 다올투자증권

Fig. 31: Inmode 제품 설치 추이



Source: Inmode, 다올투자증권

Fig. 32: Inmode 매출 추이



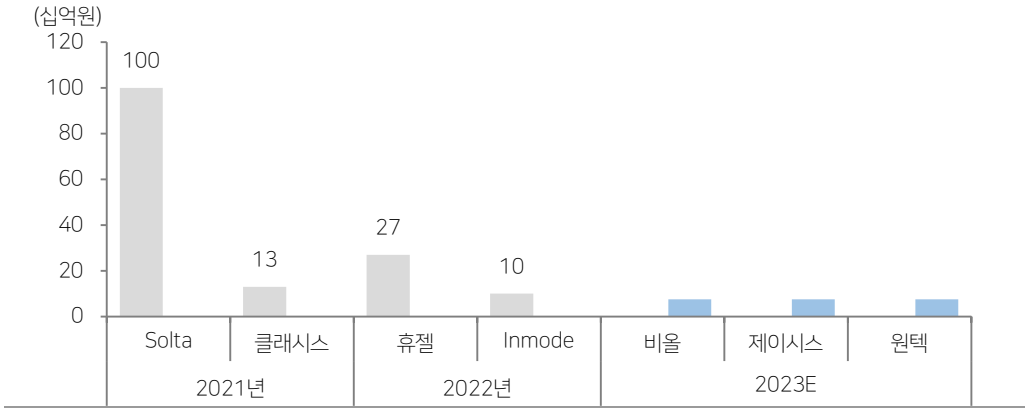
Source: Inmode, 다올투자증권

III-2. 중국 미용 의료기기 시장 규모 예측

중국은 레이저를 제외한 Energy-based 시술에 대한 침투율이 낮다. 가장 매출액이 컸던 장비는 2021년 Solta Medical의 Thermage다. 2021년 한해 매출액이 1,000억원 발생했다. 2020년 이후 품목 허가를 받은 EBD 장비는 2개로 알려져있다. 2020년에는 Inmode Pro가 중국 NMPA를 획득하였으며, Peninsula사의 Ultra Power라는 HIFU 제품 또한 중국 NMPA 허가를 획득하였다. 뒤이어 국내 3개사가 제품 품목 허가를 예고하고 있다. 경쟁이 심화되고 있는 필러 제품의 경우, 레스틸렌/주베덤 등 2020년 이후로 약 14개 제품이 인허가를 획득하였으며, 보툴리눔 톡신의 경우, Ipsen의 디스포트와 휴젤의 레티보가 허가를 획득하였다.

2023년에는 국내에서 비올, 제이시스메디칼과 원텍 3개 업체가 중국 내 품목허가를 획득할 예정이며 해당 업체들이 품목 허가를 획득하였을 때, 단일 제품을 통해 낼 수 있는 매출액 수준은 연간 50-100억원 수준으로 추정된다. 각 업체별 매출액 가이던스 및 추정치는 비올 450억원, 제이시스메디칼 1,400억원, 원텍 1,200억원임을 감안하면 중국 시장 진출에 따른 매출액 증가폭이 크다.

Fig. 33: 기업별 중국 매출

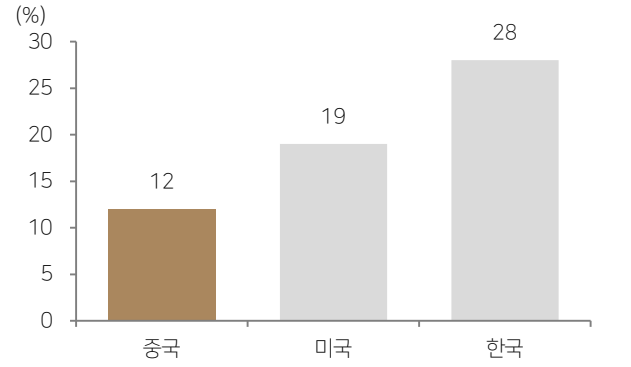


Source: 각 사, 다올투자증권

중국에서 미용 의료 시술에 대한 관심도는 높아지고 있다. 2014년부터 2017년까지 미용 의료 시술 어플리케이션 등이 등장하여 시술에 대한 대중화가 이루어졌다. 다만, 2017년부터 중국은 불법 의료 시술에 대한 규제를 강화하면서 시술 시장의 성장성에 대한 우려가 있으나, 중국 내 정식 품목 허가를 받은 화이트 시장에서의 성장은 가속화될 전망이다.

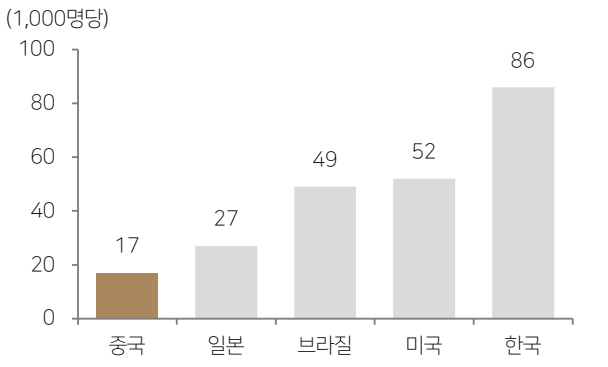
중국에서의 미용 의료 시술 침투율은 아직 미국, 일본 그리고 한국 대비해서도 낮은 수준이며, 향후 화이트 마켓으로의 전환, 인프라 확대, 1인당 GDP 증가를 통해 침투율은 점진적으로 증가할 예정이다. 또한, 아직까지 미용 의료 시술이 1선 도시 위주로 시술이 이루어졌다면 COVDI9 재확산이 끝난 리오프닝 시기에 맞추어 2, 3선 도시에서도 시술이 확대될 예정이다.

Fig. 34: 중국 미용시술 침투율



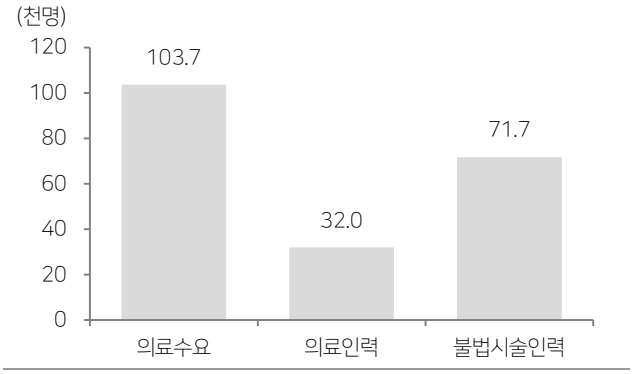
Source: Deloitte, 다올투자증권

Fig. 35: 1,000명 당 의료 시술 경험 횟수



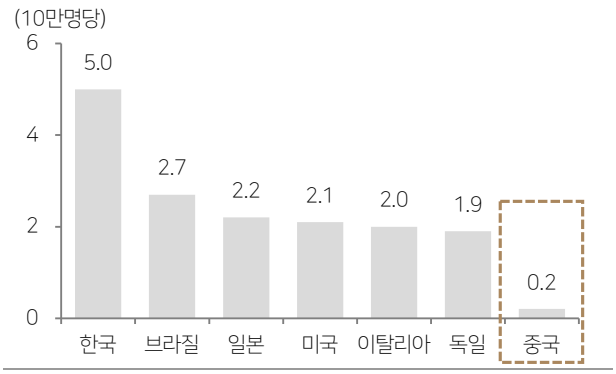
Source: Deloitte, 다올투자증권

Fig. 36: 중국 의료시술 인력부족



Source: Deloitte, 다올투자증권

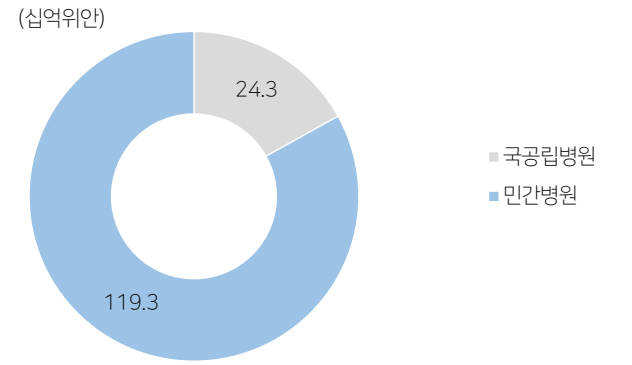
Fig. 37: 2021년 비수술 시술 비중(횟수 기준)



Source: Deloitte, 다올투자증권

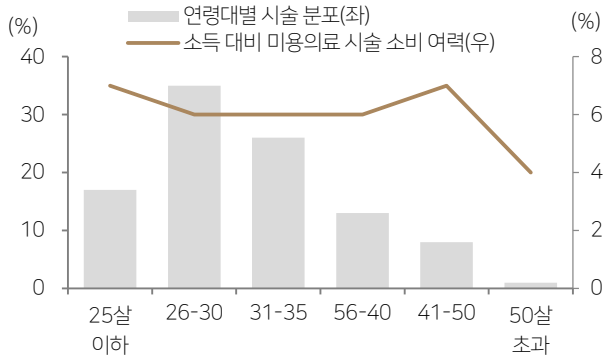
중국 미용 의료 시장이 성장하는 과정에서 20~30대에서 시술에 대한 수요가 가장 크게 나타나고 있으나, 남성들의 시술 수요 증가 등에 더불어 전연령에서 미용 의료 시술에 대한 수요가 크게 늘어나고 있다. 특히나, 비수술 시술에 대한 수요가 크게 나타나고 있는데, 수술에 비해 가격적으로 메리트가 있다는 점과 다운타임이 짧아 일상 생활로의 복귀가 빠르다는 점이 장점이다. 이러한 장점을 기반으로 톡신과 필러를 중심으로 한 비수술 시술에 대한 수요가 빠르게 나타나고 있으며 안티에이징 시술에 대한 관심도가 높아지고 있다.

Fig. 38: 중국 미용 시술 병원별 비중



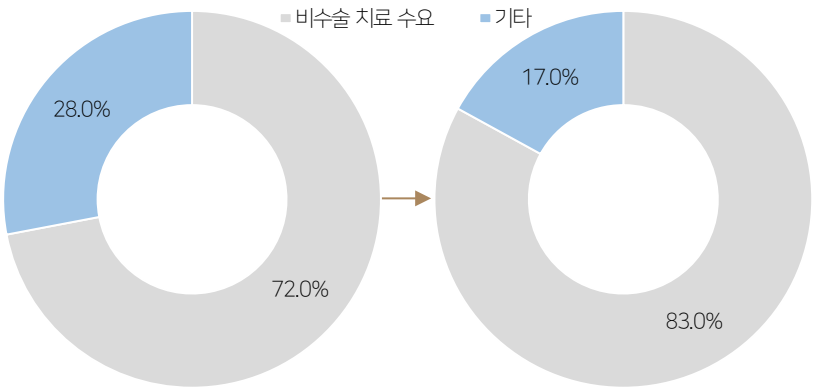
Source: Deloitte, 다올투자증권

Fig. 39: 중국 연령대별 시술 분포 및 지불여력



Source: Deloitte, 다올투자증권

Fig. 40: 중국 비수술 시술에 대한 수요도는 지속적으로 증가



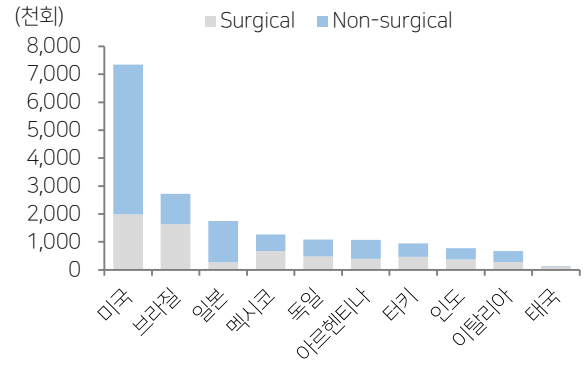
Source: Deloitte, 다올투자증권

III-3. 기타 미용 의료기기 시장 규모 예측

2021년 ISAPS(국제 미용 성형 수술 협회) 통계에 따르면 국가별 시술 통계를 확인할 수 있다. 2021년 전체 시술(수술/비수술) 횟수는 약 3,000만건 진행되었으며 수술 시술 1,200만건, 비수술 시술이 약 1,800만건이다. 시술이 가장 많이 진행된 국가는 미국으로 약 700만건 시술이 진행되어 전체 시술 중 약 24%가 미국에서 진행되었다.

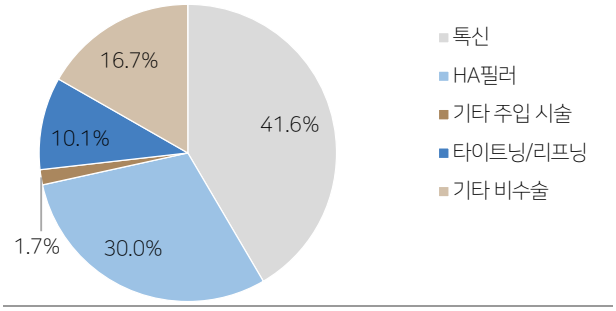
미국에 이어 시술 횟수가 많았던 국가는 브라질/일본/멕시코/독일 순으로 국내 미용 의료기기 업체들의 매출 비중이 유독 높았던 **브라질의 경우, 미국 다음으로 미용 시술이 많이 진행된 국가임을 확인할 수 있다.** 브라질의 연간 시술 횟수는 약 270만건으로 미국의 1/3 수준임을 확인할 수 있다.

Fig. 41: 2021년 상위 10개국 국가별 시술 통계



Source: ISAPS, 다올투자증권

Fig. 42: 2021년 비수술 시술 비중(횟수 기준)



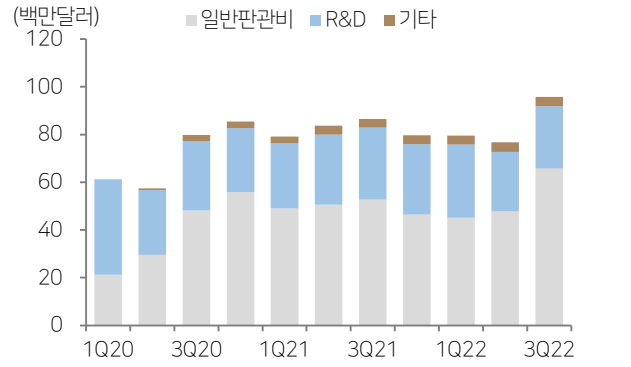
Source: ISAPS, 다올투자증권

III-4. 미국 미용 의료기기 시장 진출: 합종연횡 혹은 파트너십에 답이 있다

국내 의료기기 업체들의 미국 시장 진출을 위해서는 파트너십이 필수적이라 판단한다. Abbvie나 Revance, Galderma 같은 업체들 모두 미국 시장 내에서 자체적인 로열티 프로그램을 운영하고 있어 고객들의 재구매율을 높이기 위한 전략을 택하고 있다. Abbvie 같은 경우, Botox와 Juvederm을 포함한 미용 의료 시술의 포트폴리오를 확보하고 있어 제품 간 교차 판매, 번들링이 가능한 구조를 확보하고 있다.

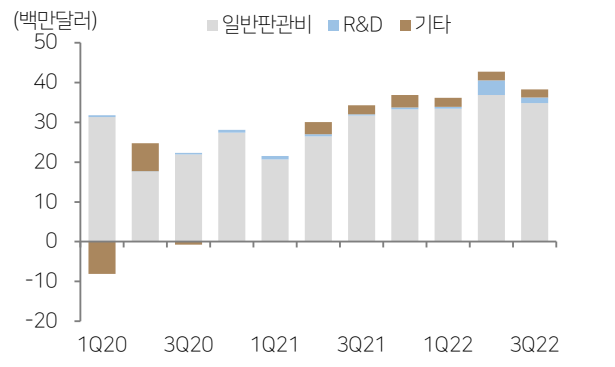
국내 미용 의료기기 업체 중 아직까지 주입시술부터 EBD까지 전 부문의 포트폴리오를 확보한 업체는 없다. 루트로닉은 레이저 시술에 특화되어 있으며, 제이시스메디칼, 클래시스는 타이트닝/리프팅에 특화되어 있다. 휴젤은 주입 시술에 특화되어 있으며 대웅제약의 파트너사인 Evolus는 나보타 단일 제품만을 판매하고 있다. 따라서 단기간 매출 확대를 위해서는 미국내 유통사나 현지 제조사와의 파트너십이 필수적이라 판단한다. Revance와 Evolus 사례처럼 국내 미용 의료기기 업체가 미국에 직접 판매 시, 마케팅 비용 집행으로 인한 마진 희석이 불가피하다.

Fig. 43: Revance 판매관리비 추이



Source: Revance, 다올투자증권

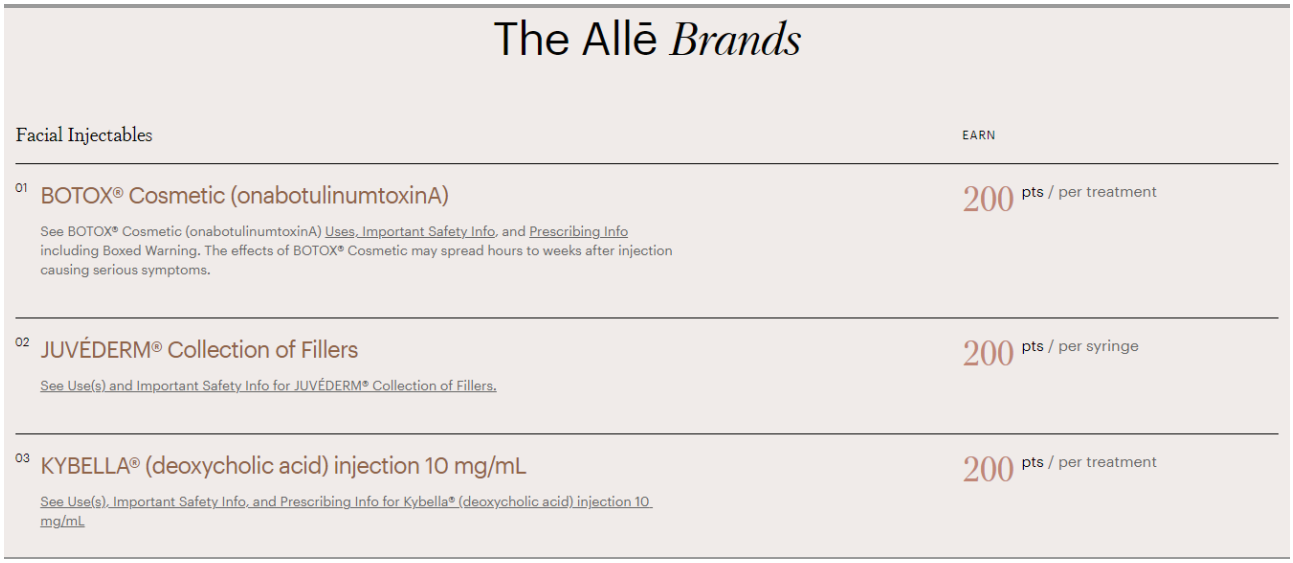
Fig. 44: Evolus 판매관리비 추이(ITC 일회성 제거)



Source: Evolus, 다올투자증권

2020.12월은 Allergan(현 Abbvie)는 기존에 운영하던 로열티 프로그램 Brilliant Distinctions의 이름은 Alle로 변경하며 프로그램을 전면 재편하였다. 로열티 프로그램 Alle의 운영 사례는 다음과 같다. Alle 프로그램을 제공하는 클리닉이나 스파에서 Botox나 Juvederm과 같은 시술을 이용하면 시술 혹은 실린지 당 200포인트(100 포인트 당 10달러)를 적립하게 된다. 따라서, Abbvie 브랜드 내 다른 시술을 받을 시 포인트를 적립하거나 사용할 수 있다는 점에서 장점을 가지고 있다.

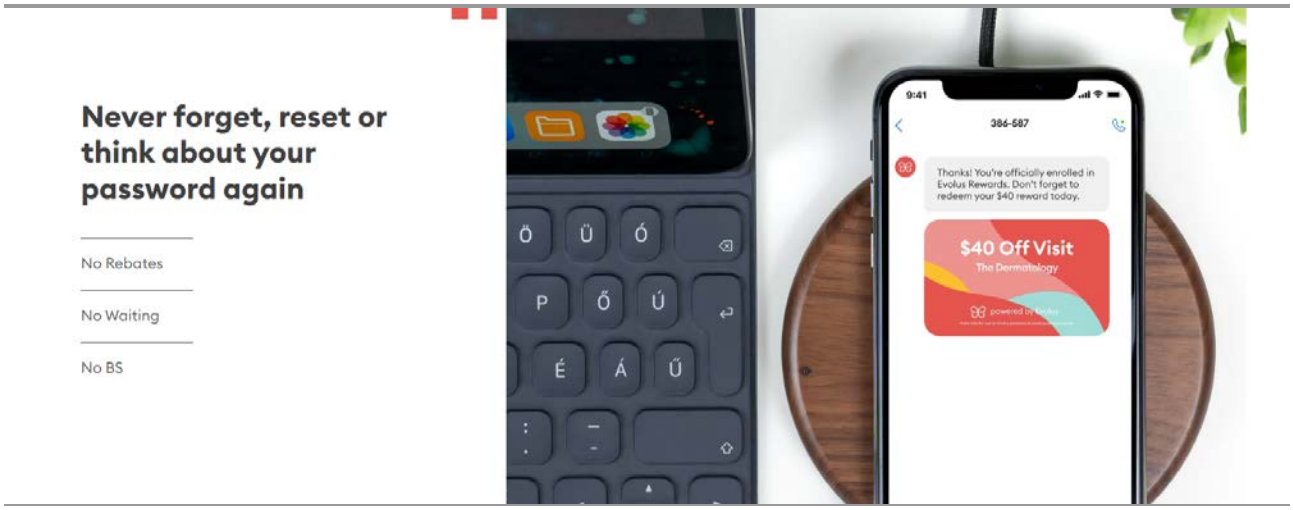
Fig. 45: Abbvie Alle 프로그램



Source: Abbvie, 다올투자증권

Evolus는 판매하고 있는 단일 제품 Jeuveau에 대한 프로모션만을 진행하고 있다. Botox가 Alle 프로모션을 통해 약 20달러 포인트를 지급하고 있는 것에 비해 Evolus는 약 40달러의 프로모션을 진행하고 있어 실제 환자들의 시술 가격 차이는 기존의 30% 보다 더 큰 편이며, 또한 Evolus가 GPM 65% 이상을 달성함에도 영업적자를 지속하고 있던 사유는 해당 프로모션과 같은 과도한 마케팅 비용으로 판단된다. 따라서, 단일 품목을 통한 판매로 성공을 하기 위해서는 높은 마케팅 비용이 필연적이다.

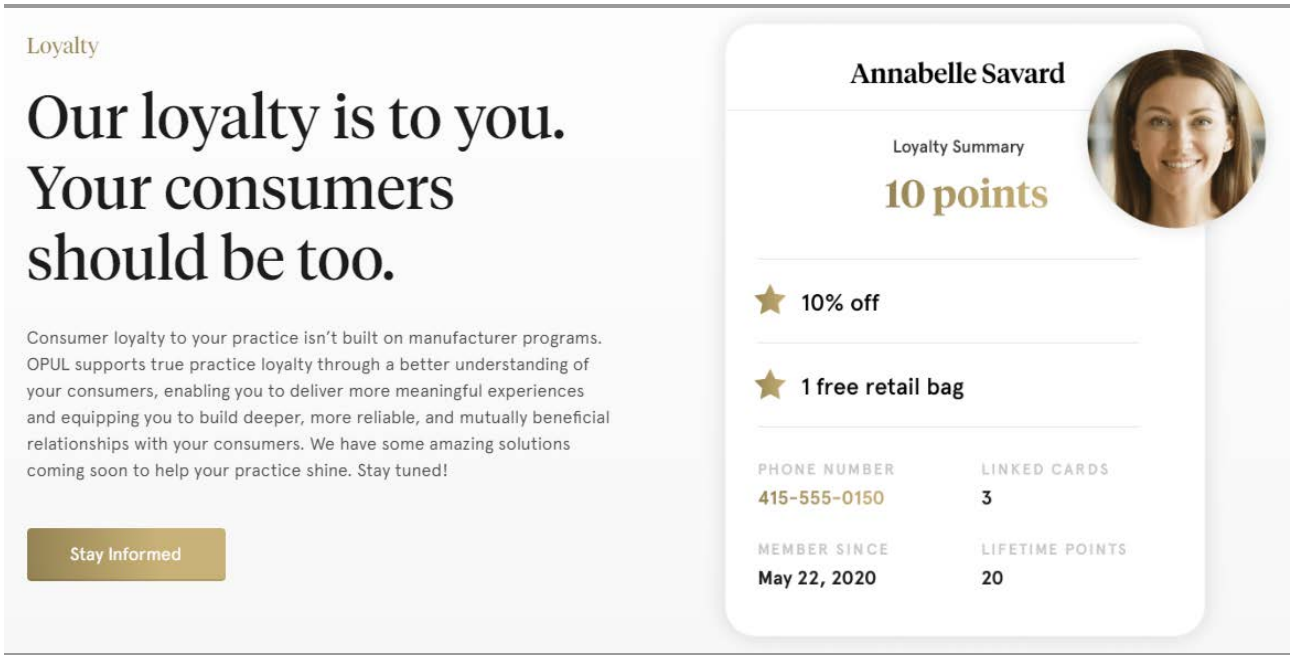
Fig. 46: Evolus 프로모션



Source: Evolus, 다올투자증권

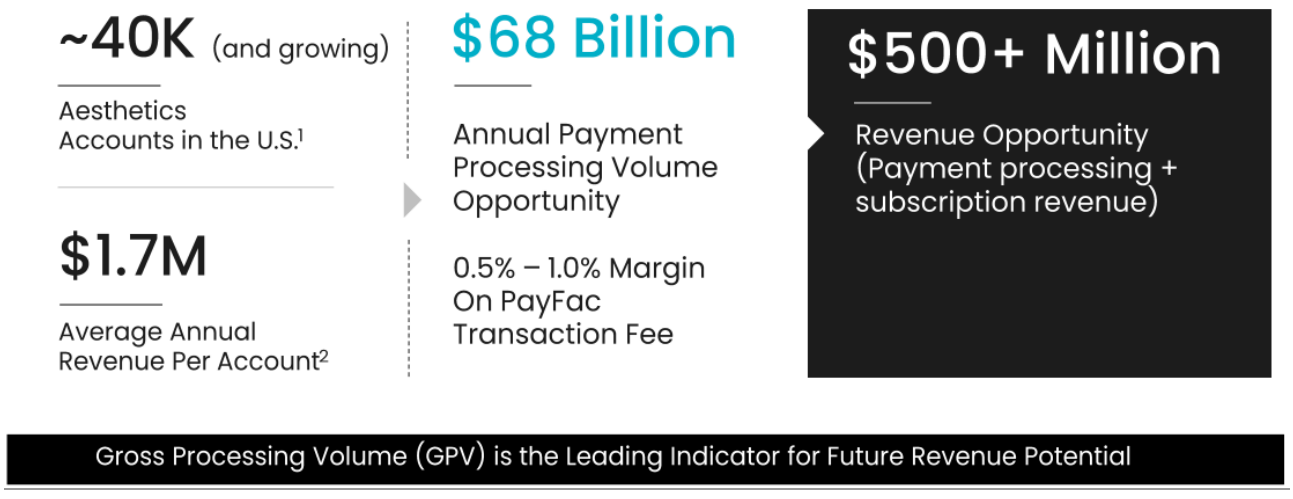
Revance 또한, OPUL이라는 플랫폼을 운영하고 있다. 해당 플랫폼은 기존 Alle와 다르게 Abbvie의 미용 포트폴리오에 제한적으로 사용되는 것이 아니라 다른 시술 및 브랜드에 대한 리포팅 또한 제공해준다. 해당 제품은 약 7,000여개로 알려져 있다. Revance는 타사 제품을 종합적으로 취급함으로써 GPV에 따른 매출 확대 또한 모색하고 있다.

Fig. 47: OPUL 프로그램



Source: Revance, 다올투자증권

Fig. 48: OPUL 프로그램 매출 추정



Source: Revance, 다올투자증권

IV. 2023.02월 수출 데이터

미용 의료기기: YoY 성장세를 보인 지역은 일본(YoY +42%)과 브라질(YoY +160%)이다. 클래시스는 슈링크 유니버스(브라질, 태국)와 볼뉴머(일본)의 해외 판매를 가속화하고 있다.

보툴리눔 톡신: 휴젤의 중국향 선적이 일부 이루어졌다고 판단된다. 2월 2.6백만달러 수출로 YoY +118%, MoM +181% 회복을 보여주고 있다. 대웅제약의 중국 파트너십 지연 등을 고려한다면 2023년 중국 리오프닝에 따른 미용 시술 회복에 따른 수혜는 유일하게 정식 품목 허가를 받은 휴젤이 받을 전망이다.

임플란트: VBP 개시 전 중국향 수출이 부진하다(YoY -40%). VBP 정책에 따라 임플란트 판매 가격을 100% 고시하였기 때문에 민간 시장의 가격 또한 VBP 가격대로 수렴할 전망이다. VBP 정책이 시행되는 3월말 전까지는 민간 및 국공립 시장에서의 주문이 감소할 것이다.

치과영상장비 및 콘택트렌즈의 수출 성장세 또한 견조했다. 콘택트렌즈의 경우, YoY +40%, MoM +46% 성장세를 보이며, ODM/OEM 수출 형태상 분기말에 수출이 몰리는 특징을 보이는데 2월의 경우, 중국과 일본을 중심으로 성장세가 견조했다. 치과영상 장비의 경우, 선진국 위주의 성장을 보였던 2022년과 다르게 중국을 중심으로 회복세를 보이기 시작했다.

Fig. 49: 월별 의료기기 수출 데이터 잠정치 추이 (천달러)

(천달러)	2023.02월	2022.02월	YoY(%)	2023.01월	MoM(%)	주요 판매 기업
톡신	27,266	13,713	98.8	25,128	8.5	
미국/캐나다	5,882	2,479	137.3	6,547	-10.2	대웅제약
중국	**2,656**	**1,221**	**117.5**	**944**	**181.4**	**휴젤**
홍콩	1,532	814	88.1	680	125.3	
임플란트	46,536	49,132	-5.3	42,453	9.6	
중국	13,159	21,924	-40.0	11,906	10.5	덴티움, 오스템
미국	2,904	2,943	-1.3	2,138	35.8	디오
러시아	**4,655**	**4,212**	**10.5**	**3,716**	**25.3**	**덴티움, 오스템**
미용 의료기기	63,183	62,390	1.3	57,969	9.0	
미국	9,930	10,511	-5.5	8,549	16.2	루트로닉, 제이시스
중국	2,919	3,731	-21.8	2,308	26.5	
일본	**7,670**	**5,394**	**42.2**	**5,826**	**31.7**	**제이시스**
브라질	**3,513**	**1,349**	**160.4**	**3,632**	**-3.3**	**클래시스**
치과영상장비	22,274	19,131	16.4	19,525	14.1	바텍
중국	**1,436**	**1,251**	**14.7**	**549**	**161.5**	
미국	4,243	5,101	-16.8	6,383	-33.5	
콘택트렌즈	**20,428**	**14,555**	**40.3**	**13,990**	**46.0**	**인터로조**

Source: 관세청, 다올투자증권

이 페이지는 편집상 공백입니다

〔 의료기기 모의고사 〕

정답과 해설	
1. 1	해설: VBP 정책 확대로 중국 임플란트 시장 확대가 기대되며 성장은 가속화될 예정입니다.
2. 4, 5	해설: 제이시스메디칼은 창업주인 강동환 대표와 루트로닉은 창업주인 황해령 대표가 최대주주로 있습니다
3. 출제상 오류가 있습니다. 전원 정답 처리됩니다.	
4. 라 > 다 > 나, 마 > 가	해설: 휴젤 - 베인캐피탈(2017년) 메디트 - 유니슨캐피탈(2019년) 휴젤 - IMM컨소시엄(2021.08월 계약, 2022.04월 완료) 클래시스 - 베인캐피탈(2022.01월 계약, 2022.04월 완료) 오스템임플란트 - MBK파트너스(2023.02월)
5. 정답: 의료기기 인수합병 및 최대주주 변경 사례는 더욱 활발해질 전망. 국내 의료기기들의 높은 매출 성장세와 이익률이 메리트. 헬스케어 내 CDMO 사업이나 바이오텍보다 선호될 전망. 변경된 최대주주의 전략에 따라 기업 성장세가 더욱 가속화될 예정	

V. 종목별 투자의견

루트로닉 (085370)

제이시스메디칼 (287410)

덴티움 (145720)

레이 (228670)

박종현 의료기기 I alex.park@daolfn.com

루트로닉
(085370)

—

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
적정주가	34,000	23,000	상향
Earnings			유지

Stock Information	
현재가(2/28)	26,650원
예상 주가상승률	27.6%
시가총액	7,043억원
비중(KOSDAQ내)	0.19%
발행주식수	26,428천주
52주 최저가/최고가	15,600 - 29,350원
3개월 일평균거래대금	79억원
외국인 지분율	20.3%
주요주주지분율(%)	
황해령 (외 4인)	20.1
자사주 (외 1인)	3.1
자사주 (외 1인)	1.4

Valuation wide	2021	2022E	2023E
PER(배)	18.3	15.4	14.4
PBR(배)	4.5	4.9	3.7
EV/EBITDA(배)	13.8	11.2	9.4
배당수익률(%)	1.0	0.7	0.7

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	14.6	42.1	25.7	34.9
KOSDAQ 대비 상대수익률 (%)	7.8	43.5	35.9	18.4

해외 Turnaround로 이익 확대. 데자뷰?

Issue
4Q22 Review

Pitch
4Q22P 영업이익 당사 추정치 및 컨센서스 70%/34% 상회. ASP 높은 직판 지역 특히 미국에서의 매출 확대가 호실적 견인. 판관비율은 40% 초반대로 정상화. 2023-2024년 주요 해외 직판 채널들 매출 확대되며 이익률 개선되는 구간. 투자의견 유지, 적정주가 상향

Rationale
- 4Q22P 매출액 805억원(YoY +46%, QoQ +25%), 영업이익 207억원(YoY +133%, QoQ +119%)을 달성. 미국(355억원)과 유럽 대리점(168억원) 매출이 당사 추정치 대비 상회하였으며, 미국 직판은 ASP가 가장 높은 지역으로 미국 매출 호조에 따라 GPM은 3개분기 연속 개선 추세
- 판관비는 3Q22와 유사한 330억원 집행(YoY +44%). 인건비는 180억원 수준으로 역대 최고 수준으로 집행하였으나 광고선전비 QoQ 감소 및 대손상각비 환입으로 인건비 증가를 상쇄
- 2023E 매출액 3,173억원(YoY +20%), 영업이익 646억원(YoY +16%) 전망. **2022년말 북미 영업 인력은 65명 수준이나 매년 20-30명 수준 인력 확보 예정. 신규 인력 채용에 따른 영업망 확대 효과(약 200억원), 기존 인력 영업 가속화(약 100억원)로 미국 매출액 YoY +28% 성장한 1,400억원 달성 전망**
- 2023E 영업이익률은 YoY 0.7%p 감소한 20.4% 기대. 판매에 따른 영업 성과금 지급되는 구조로 초기 영업 인력들의 러닝 커브 가속화 및 초기 고정비 제거에 따라 영업이익은 개선될 전망
- 추가적으로 2023년 하반기 레이저 장비 제품 업그레이드와 신규 에너지원 기반 장비 출시 예정
- 해외 주요 법인 매출 확대에 따라 고정비 희석되어 영업 레버리지가 발생하는 구조. 구조적 개선 이루어지고 있는 중. 적정 PER 상향에 따라 적정 주가 34,000원 상향. 투자의견 BUY 유지

4Q22 Review

(단위: 십억원, %, %p)

	회사 잠정	당사 예상		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2022.12(P)	2022.12(E)	vs Chg	2022.12(E)	vs Con	2021.12(A)	YoY	2022.09(A)	QoQ
매출액	80.5	74.0	8.7	75.1	7.2	55.0	46.4	64.3	25.1
영업이익	20.7	12.2	70.1	15.4	34.4	8.9	133.1	9.5	118.9
지배주주순이익	5.1	10.6	(52.1)	5.4	-4.8	4.3	17.5	15.4	(67.1)
OPM	25.7%	16.4%	9.3%p	20.5%	5.2%p	16.1%	9.6%p	14.%	11.0%p
NIM	6.3%	14.3%	-8.0%p	7.1%	-0.8%p	7.8%	-1.5%p	23.9%	-17.7%p

Note: K-IFRS 연결 기준
Source: 다올투자증권

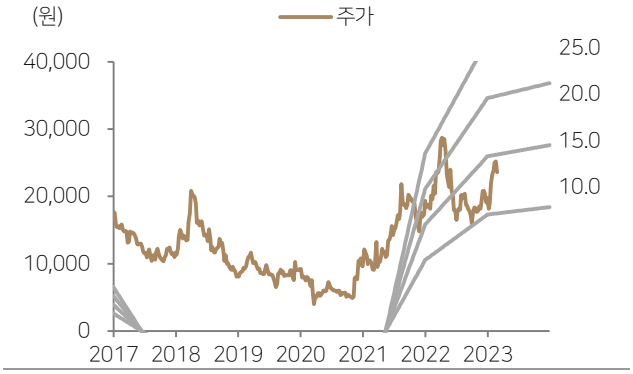
Fig. 50: Valuation

(단위: 원, 배, %)

PER Valuation	2019	2020	2021	2022P	2023E	2024E
EPS(원)	-810	-603	1,053	1,730	1,855	2,111
YOY	*적자*	*적자*	*흑전*	*64%*	*7%*	*14%*
적정 PER(배)					18.3	
적정주가(원)					34,000	
적정주가(원)					34,000	
종가(원)					26,650	
상승여력					28%	

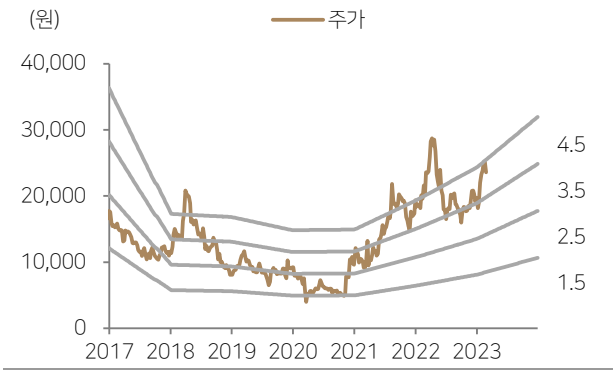
Source: 다올투자증권

Fig. 51: 12M Fwd PER 밴드 추이



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 52: 12M Fwd PBR 밴드 추이



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 53: 장비 매출 추정 (단위: 십억원)

매출액	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	2020	2021	2022P	2023E
레이저	43.8	44.3	45.5	58.6	73.4	123.2	192.2	212.4
LED	1.0	1.2	1.0	1.2	3.6	4.6	4.4	5.0
IPL	0.2	0.7	0.4	0.2	3.2	1.8	1.5	2.4
RF	4.9	6.9	7.6	9.6	12.4	21.1	28.9	31.9
EM	1.2	3.0	3.5	3.4	3.1	4.3	11.0	14.5
장비 매출	51.0	56.2	58.0	72.9	95.7	155.0	238.1	266.3

판매대수(대)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	2020	2021	2022P	2023E
레이저	693	641	581	777	1,412	2,217	2,692	2,810
LED	118	130	108	132	455	538	488	550
IPL	4	21	10	5	106	58	40	50
RF	63	80	88	117	215	325	348	390
EM	10	29	29	35	30	45	103	150
소계	888	901	816	1,066	2,218	3,183	3,671	3,950

제품단가(백만원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	2020	2021	2022P	2023E
레이저	63.1	69.2	78.4	75.4	52.0	55.6	71.4	75.6
LED	8.6	8.9	9.7	9.0	8.0	8.5	9.1	9.1
IPL	38.3	34.7	40.1	47.2	30.1	31.7	38.0	47.4
RF	77.9	86.2	86.3	81.6	57.5	65.0	83.2	81.9
EM	117.8	104.4	119.0	96.5	102.1	94.7	107.1	96.8
소계	57.5	62.3	71.1	68.4	43.1	48.7	64.9	67.4

Source: 루트로닉, 다올투자증권

Fig. 54: 루트로닉 실적 추정

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	2021	2022P	2023E
매출액	32.8	44.7	41.1	55.0	57.1	62.2	64.3	80.5	173.6	264.2	317.3
YoY(%)	*28%*	*140%*	*30%*	*38%*	*74%*	*39%*	*57%*	*46%*	*50%*	*52%*	*20%*
국내	6.0	7.5	7.9	8.5	7.2	10.1	6.5	7.6	29.8	31.3	34.8
YoY(%)	*11%*	*69%*	*26%*	*22%*	*20%*	*35%*	*-18%*	*-11%*	*30%*	*5%*	*11%*
수출	26.9	37.3	33.3	46.5	50.0	52.1	57.9	72.9	143.9	232.9	282.6
YoY(%)	*33%*	*162%*	*31%*	*42%*	*86%*	*40%*	*74%*	*57%*	*55%*	*62%*	*21%*
미국(법인)	9.3	14.5	13.9	18.3	19.0	24.3	30.5	35.5	56.0	109.3	140.1
YoY(%)	*40%*	*158%*	*65%*	*33%*	*104%*	*68%*	*120%*	*94%*	*63%*	*95%*	*28%*
독일(법인)	2.1	2.0	1.6	2.9	2.0	2.4	2.4	2.9	8.7	9.6	12.0
YoY(%)	*103%*	*28%*	*4%*	*31%*	*-7%*	*18%*	*49%*	*-1%*	*35%*	*11%*	*25%*
유럽(대리점)	4.9	8.0	6.5	10.4	15.3	7.3	8.8	16.8	29.9	48.3	53.9
YoY(%)	*26%*	*399%*	*47%*	*149%*	*210%*	*-9%*	*36%*	*61%*	*111%*	*61%*	*12%*
OP	3.2	12.1	5.6	8.9	11.4	14.3	9.5	20.7	29.8	55.8	64.6
YoY(%)	*흑전*	*흑전*	*36%*	*23%*	*254%*	*18%*	*68%*	*133%*	*380%*	*87%*	*16%*
OPM	9.8%	26.9%	13.7%	16.1%	20.0%	22.9%	14.7%	25.7%	17.2%	21.1%	20.4%
NP	2.1	11.8	9.5	4.3	10.0	15.2	15.4	5.1	27.7	45.6	48.8
YoY(%)	*45%*	*흑전*	*147%*	*흑전*	*372%*	*29%*	*62%*	*18%*	*흑전*	*65%*	*7%*
NPM	*6.4%*	*26.3%*	*23.1%*	*7.8%*	*17.4%*	*24.4%*	*23.9%*	*6.3%*	*15.9%*	*17.3%*	*15.4%*

Source: 다올투자증권

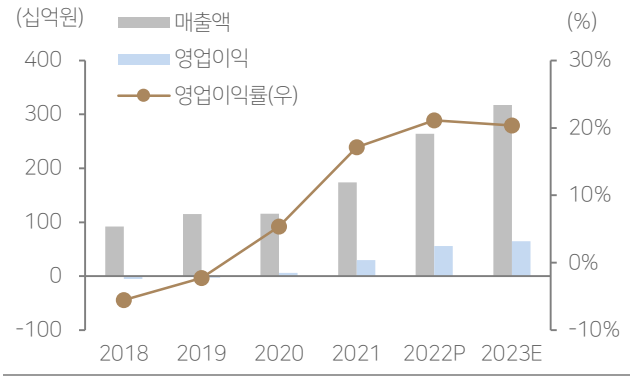
Fig. 55: 루트로닉 분기 실적 전망 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	변경전				변경후				차이			
	2023.03	2023.06	2023.09	2023.12	2023.03	2023.06	2023.09	2023.12	2023.03	2023.06	2023.09	2023.12
매출액	65.7	80.0	73.1	89.5	64.4	81.0	73.6	98.5	(2.0)	1.2	0.6	10.0
영업이익	12.2	15.7	12.8	16.5	11.5	17.3	13.5	22.4	(6.3)	10.0	5.2	36.2
영업이익률	18.6	19.7	17.5	18.4	17.8	21.4	18.3	22.8	(0.8)	1.7	0.8	4.4
EBITDA	13.8	17.3	14.3	17.9	13.1	18.8	15.0	23.9	(5.4)	9.2	4.9	33.4
EBITDA이익률	21.0	21.6	19.5	20.0	20.3	23.3	20.3	24.3	(0.7)	1.7	0.8	4.3
지배주주순이익	9.4	12.0	9.5	12.1	8.8	13.2	10.3	16.6	(6.3)	9.8	7.7	37.3

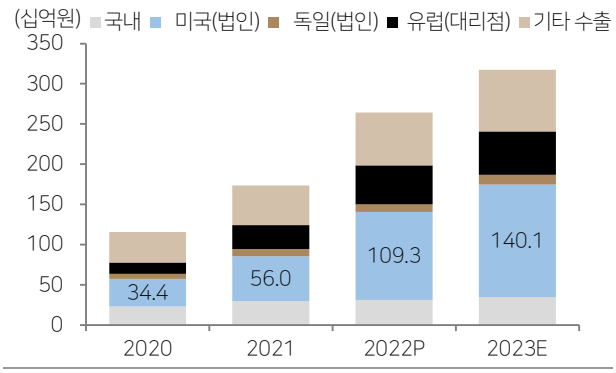
Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

Fig. 56: 루트로닉 실적 추이 및 전망



Source: 루트로닉, 다올투자증권

Fig. 57: 루트로닉 매출 비중 추이



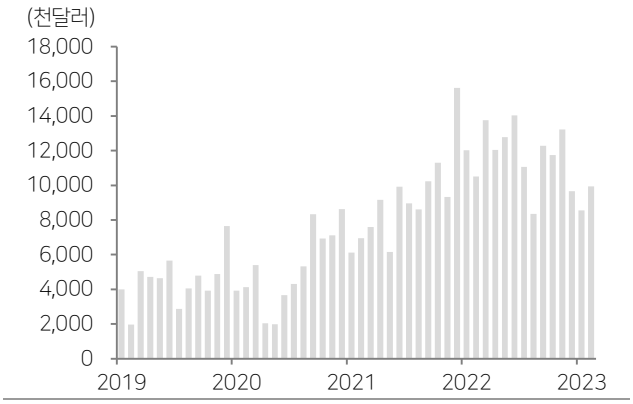
Source: 루트로닉, 다올투자증권

Fig. 58: 미용 의료기기 관세청 수출 데이터 추이 (단위: 천달러, %)

	전체	YOY(%)	미국	중국	일본	브라질	고양시
1Q21	152,359	15.4	20,649	12,740	18,062	4,063	20,674
2Q21	178,368	113.3	25,223	16,903	20,563	5,024	30,588
3Q21	166,467	29.1	27,796	14,750	18,852	5,571	26,550
4Q21	207,660	32.8	36,255	20,544	22,300	7,119	34,713
1Q22	189,138	32.8	36,280	9,267	18,972	6,823	38,176
2Q22	202,093	13.3	38,845	12,043	20,836	9,125	34,961
3Q22	202,674	21.8	31,668	10,500	20,821	11,596	33,472
4Q22	220,387	6.1	34,618	12,614	21,618	12,423	42,811
Jan-22	55,335	24.1	12,013	2,394	6,519	1,753	10,494
Feb-22	62,390	32.2	10,511	3,731	5,394	1,349	13,808
Mar-22	71,413	17.9	13,756	3,142	7,059	3,721	13,874
Apr-22	68,038	12.1	12,042	4,053	6,382	3,430	11,475
May-22	59,468	8.6	12,776	2,820	5,896	1,749	8,753
Jun-22	74,587	18.6	14,027	5,170	8,557	3,946	14,733
Jul-22	64,380	12.1	11,054	3,692	6,643	2,044	8,708
Aug-22	64,517	31.7	8,343	3,508	6,914	3,813	9,399
Sep-22	73,777	22.9	12,271	3,300	7,264	5,739	15,365
Oct-22	71,070	9.7	11,748	3,547	5,485	4,936	15,569
Nov-22	73,897	13.5	13,216	4,387	6,943	4,502	15,775
Dec-22	75,420	-3.0	9,654	4,680	9,190	2,985	11,467
Jan-23	57,969	4.8	8,549	2,308	5,826	3,632	11,222
Feb-23	63,183	1.3	9,930	2,919	7,670	3,513	

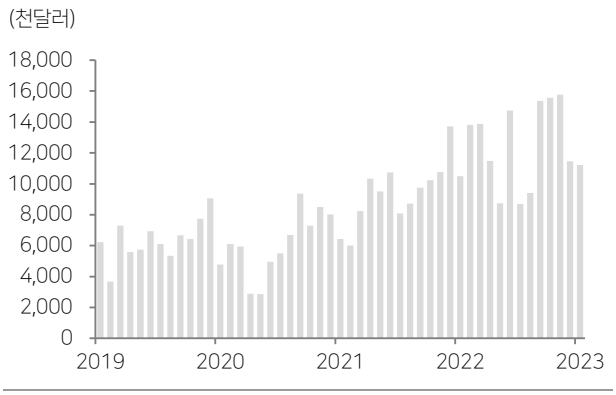
Note: HS Code: 9018.90
Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 59: 미국 수출 추이



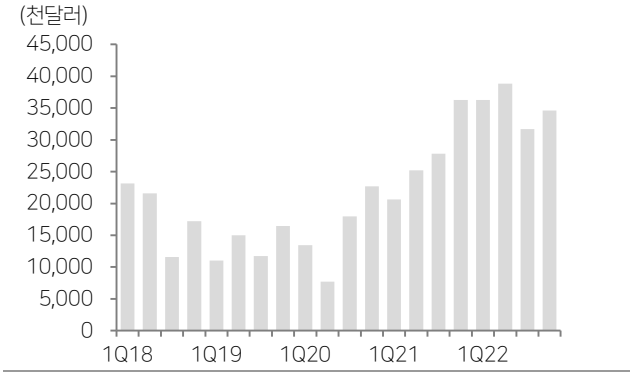
Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 60: 경기도 고양시 미용 의료기기 수출 추이



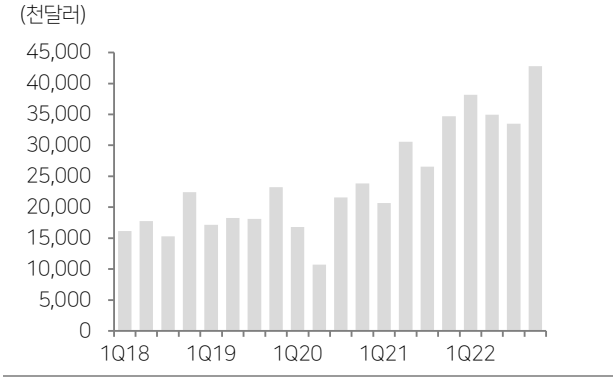
Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 61: 미국 수출 추이(분기)



Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 62: 경기도 고양시 미용 의료기기 수출 추이(분기)



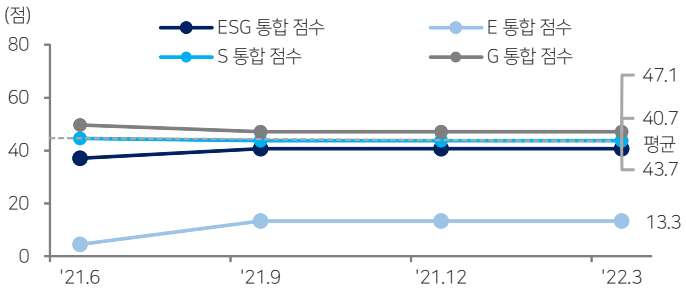
Source: 관세청, 다올투자증권

ESG 페이지



루트로닉 (085370) - 바이오 및 헬스케어

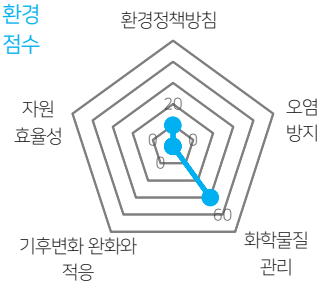
▶ ESG 통합 점수 추이



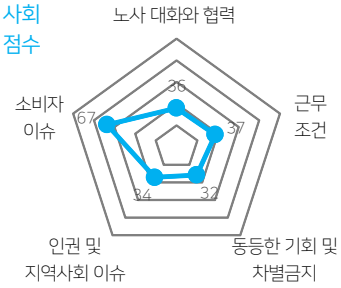
▶ ESG 성과 분석

성과분석은 기업들의 전략과 정책수준, 성과 수치 등을 나타내고 있으며, 분석을 통해 기업들의 ESG 리스크를 얼마나 잘 대비하고 있는지 알 수 있습니다.

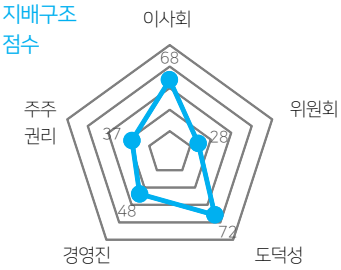
환경 점수



사회 점수

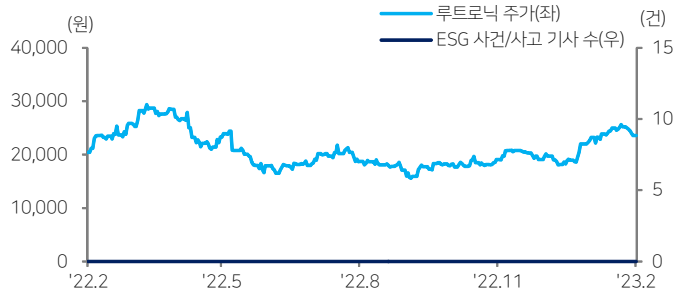


지배구조 점수



▶ 주가 & ESG 사건/사고 분석

좌측 그래프는 ESG 사건/사고의 관련기사 수를 확인 할 수 있으며 주가와 비교를 해 볼 수 있는 그래프입니다. 우측 표에서는 기업의 리스트를 산정한 점수 및 ESG 사건/사고의 분석 결과를 제공하며 데이터 트렌드를 확인하실 수 있습니다.



기간	환경 사건/사고 기사 수	사회 사건/사고 기사 수	지배구조 사건/사고 기사 수	합계
1Q22	0	0	0	0
2Q22	0	0	0	0
3Q22	0	0	0	0
4Q22	0	0	0	0

▶ 비교 분석

상대적 성과분석으로 전체 유니버스 내 순위 확인 할 수 있으며, 경쟁사와 ESG 통합 점수를 비교할 수 있습니다.

기업명	통합점수				통합순위			
	ESG	E	S	G	ESG	E	S	G
루트로닉	**49.7**	**47.8**	**47.8**	**50.0**	**57 / 124**	**102 / 124**	**77 / 124**	**61 / 124**
휴젤	48.2	48.3	50.9	48.1	77 / 124	42 / 124	45 / 124	80 / 124
클래시스	53.5	48.1	47.3	56.3	29 / 124	96 / 124	84 / 124	15 / 124
파마리서치	57.2	47.8	53.6	57.9	12 / 124	102 / 124	27 / 124	10 / 124
메디톡스	40.9	48.3	40.6	42.9	122 / 124	42 / 124	124 / 124	117 / 124

* ESG 정보는 지속가능발전소 에서 제공합니다.

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
유동자산	126.3	137.3	158.9	210.5	267.6
현금성자산	40.5	27.9	16.6	48.2	85.8
매출채권	19.8	31.3	43.3	53.0	62.3
재고자산	20.2	24.0	44.3	54.2	63.7
비유동자산	49.3	49.0	47.3	45.4	44.8
투자자산	5.6	8.6	8.8	9.1	9.5
유형자산	34.3	32.8	32.8	32.2	32.3
무형자산	10.0	7.5	5.8	4.2	3.0
자산총계	175.6	186.3	206.2	256.0	312.3
유동부채	64.7	56.6	47.6	53.3	58.7
매입채무	13.2	21.7	24.3	29.8	35.0
유동성이자부채	45.0	14.2	2.4	2.4	2.4
비유동부채	13.9	8.3	9.1	9.3	9.4
비유동이자부채	9.5	3.5	2.4	2.4	2.4
부채총계	78.6	64.8	56.7	62.5	68.1
자본금	13.2	13.3	13.3	13.3	13.3
자본잉여금	91.7	91.6	91.8	91.8	91.8
이익잉여금	(4.4)	22.6	63.3	107.3	158.0
자본조정	(3.0)	(6.2)	(19.1)	(19.1)	(19.1)
자기주식	(6.6)	(6.6)	(6.6)	(6.6)	(6.6)
자본총계	97.1	121.4	149.5	193.4	244.2
투하자본	109.7	106.1	132.5	144.7	157.6
순차입금	14.0	(10.1)	(11.8)	(43.4)	(81.0)
ROA	(8.1)	15.3	23.2	21.1	19.6
ROE	(14.5)	25.3	33.7	28.5	25.4
ROIC	3.6	20.6	35.6	35.3	37.5

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	115.6	173.6	264.2	317.3	374.2
증가율 (Y-Y,%)	0.3	50.3	52.1	20.1	17.9
영업이익	6.2	29.8	55.8	64.6	74.8
증가율 (Y-Y,%)	흑전	379.7	87.3	15.8	15.7
EBITDA	13.9	36.7	62.4	70.8	80.4
영업외손익	(21.2)	7.3	4.2	(0.3)	(1.5)
순이자수익	(0.7)	(0.1)	0.4	0.4	0.5
외화관련손익	(4.5)	6.0	4.0	(0.7)	(2.0)
지분법손익	(0.5)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	(15.0)	37.1	60.0	64.4	73.3
당기순이익	(15.4)	27.7	45.6	48.8	55.5
지배기업당기순이익	(15.4)	27.7	45.6	48.9	55.7
증가율 (Y-Y,%)	적지	흑전	64.7	7.0	13.8
NOPLAT	4.5	22.2	42.4	49.0	56.7
(+) Dep	7.7	6.9	6.6	6.1	5.6
(-) 운전자본투자	(13.6)	0.9	30.0	14.4	14.0
(-) Capex	1.2	2.1	2.5	3.9	4.6
OpFCF	24.6	26.1	16.6	36.8	43.8
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	10.4	23.5	31.8	40.0	29.2
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	118.3	35.9
EBITDA증가율(3Yr)	47.6	135.4	115.2	72.0	29.9
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	26.1
영업이익률(%)	5.4	17.2	21.1	20.4	20.0
EBITDA마진(%)	12.0	21.1	23.6	22.3	21.5
순이익률 (%)	(13.3)	15.9	17.3	15.4	14.8

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
영업현금	12.8	36.0	(40.5)	40.7	47.5
당기순이익	(15.4)	27.7	45.6	48.8	55.5
자산상각비	7.7	6.9	6.6	6.1	5.6
운전자본증감	0.1	(5.0)	(75.5)	(14.4)	(14.0)
매출채권감소(증가)	(1.3)	(10.5)	0.1	(9.7)	(9.3)
재고자산감소(증가)	(2.1)	(2.7)	(18.9)	(9.9)	(9.5)
매입채무증가(감소)	4.1	0.7	(5.8)	5.4	5.2
투자현금	12.6	(2.0)	41.1	(4.7)	(5.4)
단기투자자산감소	16.1	0.1	43.7	(0.4)	(0.4)
장기투자증권감소	(0.0)	0.0	(0.1)	(0.2)	(0.2)
설비투자	(1.2)	(2.1)	(2.5)	(3.9)	(4.6)
유무형자산감소	(2.4)	0.1	0.0	(0.0)	(0.0)
재무현금	(13.3)	(38.4)	(18.7)	(4.9)	(4.9)
차입금증가	(10.8)	(38.3)	(13.8)	0.0	0.0
자본증가	(2.5)	0.0	(4.9)	(4.9)	(4.9)
배당금지급	0.1	0.0	5.0	4.9	4.9
현금 증감	10.8	(1.9)	(10.7)	31.1	37.2
총현금흐름(Gross CF)	16.7	43.4	48.4	55.2	61.5
(-) 운전자본증가(감소)	(13.6)	0.9	30.0	14.4	14.0
(-) 설비투자	1.2	2.1	2.5	3.9	4.6
(+) 자산매각	(2.4)	0.1	0.0	(0.0)	(0.0)
Free Cash Flow	29.4	36.3	13.9	36.1	42.1
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.1	0.2	0.2
잉여현금	29.3	36.3	13.8	35.9	41.9

주요투자지표

(원, 배)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
Per share Data					
EPS	(600)	1,056	1,728	1,853	2,110
BPS	3,315	4,288	5,397	7,113	9,067
DPS	0	192	190	190	190
Multiples(x,%)					
PER	n/a	18.3	15.4	14.4	12.6
PBR	2.9	4.5	4.9	3.7	2.9
EV/ EBITDA	19.4	13.8	11.2	9.4	7.8
배당수익율	0.0	1.0	0.7	0.7	0.7
PCR	15.2	11.8	14.6	12.8	11.5
PSR	2.2	3.0	2.7	2.2	1.9
재무건전성 (%)					
부채비율	80.9	53.4	38.0	32.3	27.9
Net debt/Equity	14.4	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	100.7	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	195.4	242.7	333.7	395.3	455.7
이자보상배율	9.5	284.6	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	1.3	0.5	0.2	0.2	0.2
자산구조					
투하자본(%)	70.4	74.4	83.9	71.6	62.3
현금+투자자산(%)	29.6	25.6	16.1	28.4	37.7
자본구조					
차입금(%)	36.0	12.7	3.1	2.4	1.9
자기자본(%)	64.0	87.3	96.9	97.6	98.1

자료: 다올투자증권

제이시스메디칼
(287410)

—

BUY

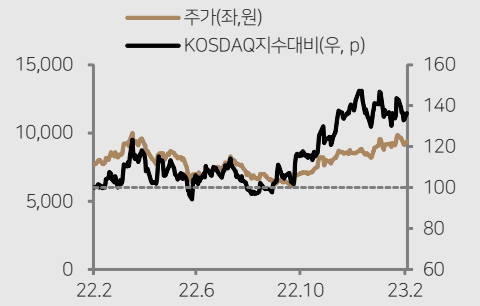
	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
적정주가	12,000		유지
Earnings			유지

Stock Information	
현재가 (2/28)	9,760원
예상 주가상승률	23.0%
시가총액	6,959억원
비중(KOSDAQ내)	0.19%
발행주식수	71,299천주
52주 최저가 / 최고가	6,050 - 10,000원
3개월 일평균거래대금	72억원
외국인 지분율	26.8%
주요주주지분율(%)	
강동환 (외 5인)	30.6
The Capital Group Companies, Inc. (외 2인)	5.0
자사주 (외 1인)	0.2

Valuation wide	2020	2022E	2023E
PER(배)	40.8	25.5	19.7
PBR(배)	12.0	9.3	6.3
EV/EBITDA(배)	20.4	17.9	12.6
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	2.3	40.0	25.4	14.6
KOSDAQ 대비 상대수익률 (%)	(4.5)	41.4	35.6	(2.0)

Price Trend



DAOL 다올투자증권

박종현 의료기기 | alex.park@daolfn.com

미국 HIFU와 중국 시장이 열리면?

Issue
기업 현황 업데이트

Pitch
국내 미용 의료기기 상장사 중 북미와 중국 진출 타임라인이 가장 앞선 회사. 2H23E 중국 진출, 2024E 미국 HIFU 진출 주목. 투자의견 BUY 및 적정주가 1.2만원 유지

Rationale
- 2023E 매출액 1,430억원(YoY +23%), 영업이익 458억원(YoY +34%) 전망. 국내/일본 비침습 RF 출시와 Cynosure향 매출 호조로 RF 매출액 453억원(YoY +44%) 전망. 신제품 리니어Z는 1Q23E부터 마케팅 채널 다변화로 점진적 매출 확대 기대(YoY +27억원). 1H23E 신제품 출시와 지역 확장, 신제품 프로모션으로 영업이익률 29.8% 전망하며, 2H23E 해당 이슈 소멸로 4.2%p 개선된 34.0% 기대
- **국내 미용 의료기기 기업 중 북미와 중국 시장에 대한 가장 빠른 타임라인 보유.** 북미 시장 HIFU 제품은 오리지널인 울쎄라 외 경쟁사 없으며, 중국 시장 또한 미용 의료기기 침투율 낮음. 제이시스메디칼은 미국 HIFU 임상 진행 중이며, 출시 예정인 비침습 RF 또한 Class II 510(k)를 통해 품목 허가 예정. 2H23E 허가, 2024E 출시
- Cynosure 포텐자 첫 MOQ 350대였으며, 3Q22 Inmode 북미 누적 설치 대수는 7,300대. 북미 시장 연간 설치 예상 규모는 첫해 350대 수준 추정하나, 판매 본격화에 따라 최대 2,000대 기대. 구체적인 북미 판매 계획은 논의 중. 중국은 기존 인트라셀 제품 NMPA 허가 보유 중으로 3Q23E 허가, 4Q23E 출시. 품목 허가 진행에 따라 목표주가 및 실적 추정치 상향 가능

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2020	2021	2022P	2023E	2024E	2025E	2026E
매출액	51	81	117	143	177	195	208
영업이익	11	24	34	46	58	64	69
EBITDA	14	26	38	51	63	69	74
지배주주순이익	8	14	27	35	45	49	53
자산총계	39	74	108	147	195	244	298
자본총계	17	48	77	112	157	206	258
순차입금	(5)	(22)	(23)	(51)	(86)	(132)	(181)
매출증가율	37.9	60.2	43.4	22.7	24.1	9.8	6.7
영업이익률	22.5	29.0	29.4	32.1	32.6	32.8	33.0
순이익률	14.9	16.7	23.4	24.7	25.1	25.2	25.4
EPS증가율	360.5	78.5	101.0	29.3	26.1	10.1	7.4
ROE	n/a	42.1	44.1	37.6	33.3	27.2	22.8

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

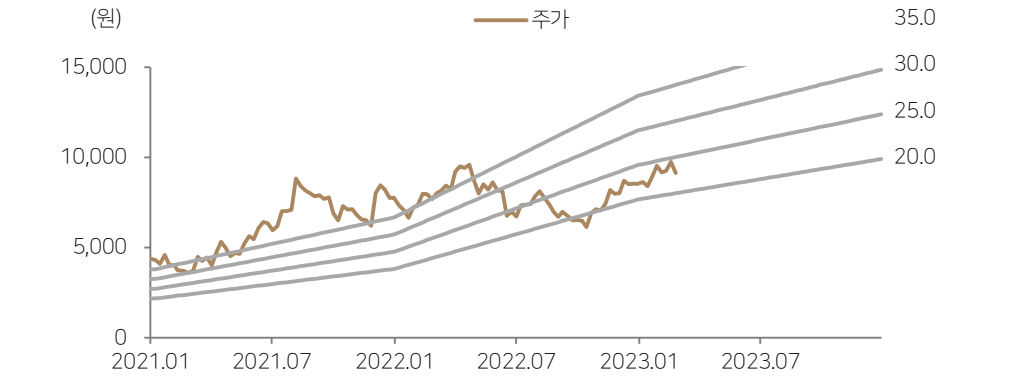
Fig. 63: Valuation (단위: 원, 배, %)

PER Valuation	2021	2022P	2023E
EPS(원)	190.6	383.1	495.5
YOY		*101%*	*29%*
PER(고)	94.7		
PER(저)	41.3		
적정 PER(배)			25.0
적정주가(원)			12,388

적정주가(원)	12,000
종가(원)	9,760
상승여력	23%

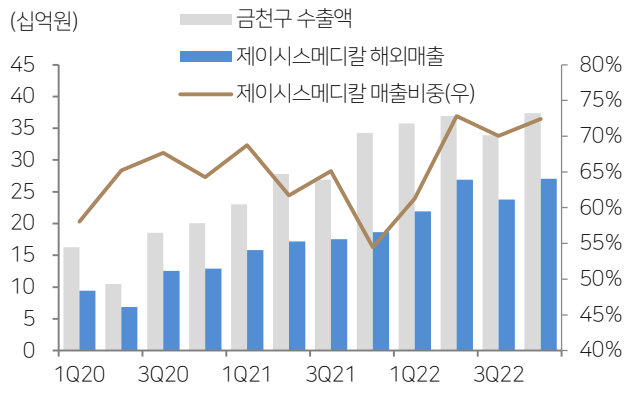
Source: 다올투자증권

Fig. 64: 12M Fwd PER 밴드 추이



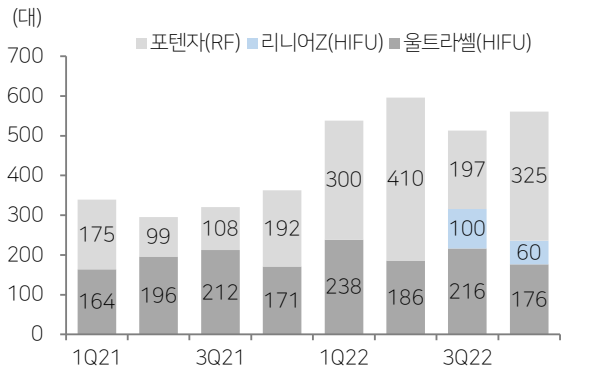
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 65: 금천구 수출액 및 제이시스메디칼 해외 매출 추이



Source: 제이시스메디칼, 다올투자증권

Fig. 66: 제이시스메디칼 장비 설치 추이 및 전망



Source: 제이시스메디칼, 다올투자증권

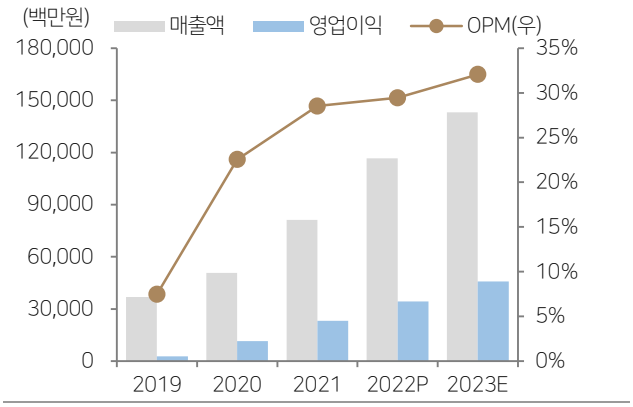
Fig. 67: 제이시스메디칼 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	2021	2022P	2023E
매출액	18.3	20.0	20.6	22.4	25.3	30.8	28.6	31.8	81.3	116.5	143.0
YoY(%)	*57%*	*132%*	*36%*	*47%*	*39%*	*54%*	*39%*	*42%*	*60%*	*43%*	*23%*
RF	4.4	3.3	3.9	5.1	7.1	9.4	5.9	9.1	16.7	31.4	45.3
HIFU	3.3	3.5	3.6	2.6	3.6	3.1	5.9	4.6	13.0	17.3	20.0
IPL	1.0	1.0	1.0	1.4	1.2	2.0	1.3	1.4	4.5	5.9	6.8
Laser	1.7	2.1	2.3	1.6	2.5	2.6	3.4	2.4	7.7	10.9	12.5
소모품	7.3	9.5	9.6	10.9	10.2	13.1	10.7	11.4	37.3	45.5	52.5
기타	0.6	0.7	0.2	0.6	0.7	0.6	1.3	2.9	2.1	5.5	5.8
장비 신규 설치											
RF	175	99	108	192	300	410	197	325	574	1,232	1,552
HIFU	164	196	212	171	238	186	316	236	743	976	1,030
매출비중											
장비	57%	49%	53%	48%	57%	55%	58%	55%	52%	56%	59%
소모품	40%	47%	47%	49%	40%	43%	37%	36%	46%	39%	37%
OP	4.7	5.7	6.1	6.7	8.5	9.0	7.7	9.1	23.2	34.3	45.8
YoY(%)	*67%*	*흑전*	*-14%*	*184%*	*81%*	*56%*	*27%*	*36%*	*103%*	*48%*	*34%*
OPM	*25.8%*	*28.6%*	*29.4%*	*29.9%*	*33.7%*	*29.1%*	*26.9%*	*28.6%*	*28.5%*	*29.4%*	*32.1%*
NP	-6.3	5.7	6.1	8.0	6.5	7.4	7.2	6.1	13.9	27.2	35.3
YoY(%)	*적전*	*흑전*	*-2%*	*438%*	*흑전*	*28%*	*17%*	*-23%*	*84%*	*96%*	*30%*
NPM	*-34.5%*	*28.6%*	*29.8%*	*35.8%*	*25.7%*	*23.9%*	*25.1%*	*19.3%*	*17.0%*	*23.3%*	*24.7%*

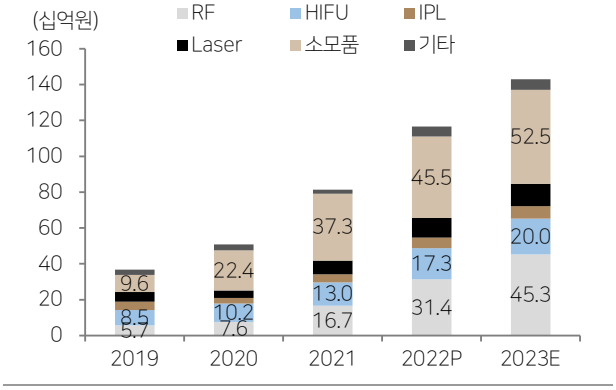
Source: 다올투자증권

Fig. 68: 제이시스메디칼 실적 추이 및 전망



Source: 제이시스메디칼, 다올투자증권

Fig. 69: 제이시스메디칼 매출 비중 추이



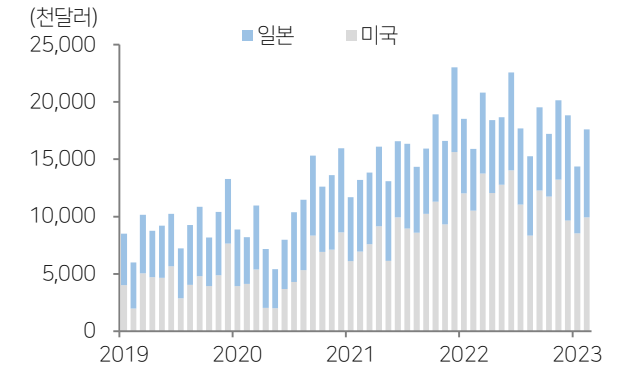
Source: 제이시스메디칼, 다올투자증권

Fig. 70: 미용 의료기기 관세청 수출 데이터 추이 (단위: 천달러, %)

	전체	YOY(%)	미국	일본	금천구
1Q21	152,359	15.4	20,649	18,062	20,674
2Q21	178,368	113.3	25,223	20,563	30,588
3Q21	166,467	29.1	27,796	18,852	26,550
4Q21	207,660	32.8	36,255	22,300	34,713
1Q22	189,138	32.8	36,280	18,972	38,176
2Q22	202,093	13.3	38,845	20,836	34,961
3Q22	202,674	21.8	31,668	20,821	33,472
4Q22	220,387	6.1	34,618	21,618	42,811
Jan-22	55,335	24.1	12,013	6,519	10,494
Feb-22	62,390	32.2	10,511	5,394	13,808
Mar-22	71,413	17.9	13,756	7,059	13,874
Apr-22	68,038	12.1	12,042	6,382	11,475
May-22	59,468	8.6	12,776	5,896	8,753
Jun-22	74,587	18.6	14,027	8,557	14,733
Jul-22	64,380	12.1	11,054	6,643	8,708
Aug-22	64,517	31.7	8,343	6,914	9,399
Sep-22	73,777	22.9	12,271	7,264	15,365
Oct-22	71,070	9.7	11,748	5,485	15,569
Nov-22	73,897	13.5	13,216	6,943	15,775
Dec-22	75,420	-3.0	9,654	9,190	11,467
Jan-23	57,969	4.8	8,549	5,826	11,222
Feb-23	63,183	1.3	9,930	7,670	

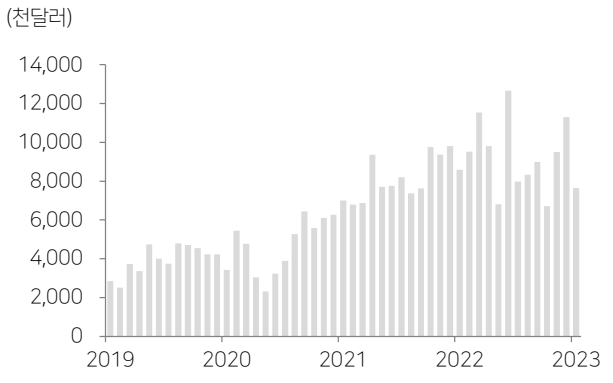
Note: HS Code: 9018.90
Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 71: 미국&일본 수출 추이



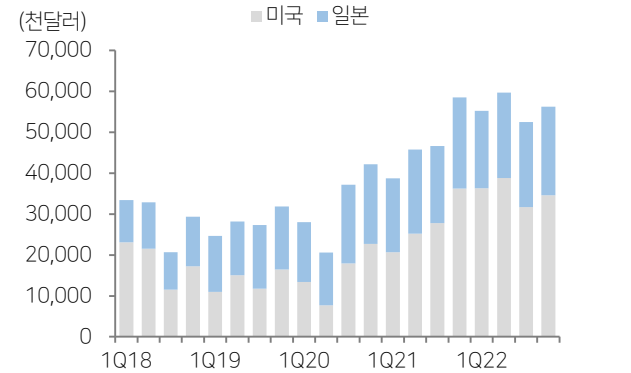
Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 72: 서울시 금천구 미용 의료기기 수출 추이



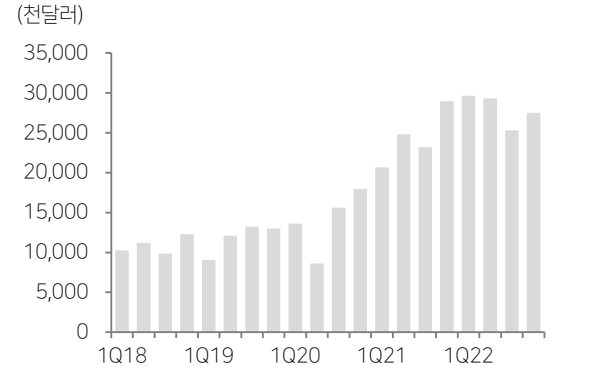
Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 73: 미국&일본 수출 추이(분기)



Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 74: 서울시 금천구 미용 의료기기 수출 추이(분기)



Source: 관세청, 다올투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
유동자산	28.3	54.2	73.1	111.5	158.6
현금성자산	17.8	34.3	37.4	65.6	100.6
매출채권	4.2	7.4	12.3	16.0	20.3
재고자산	5.8	10.6	21.5	28.0	35.7
비유동자산	10.9	19.9	35.3	35.1	36.0
투자자산	1.3	8.2	13.0	13.5	14.0
유형자산	8.8	10.8	21.0	20.3	20.6
무형자산	0.8	1.0	1.3	1.4	1.4
자산총계	39.2	74.1	108.3	146.6	194.7
유동부채	12.9	24.0	21.0	24.0	27.4
매입채무	3.8	6.4	9.5	12.3	15.7
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	31.5	34.5	38.0
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	34.2	69.5	114.1
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	76.8	112.1	156.7
투하자본	11.8	25.7	49.7	56.6	66.0
순차입금	(5.1)	(22.0)	(22.8)	(51.0)	(86.0)
ROA	22.5	23.8	29.8	27.7	26.1
ROE	na	42.1	44.1	37.6	33.3
ROIC	78.8	91.2	72.5	67.3	73.7

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	50.8	81.3	116.5	143.0	177.5
증가율 (Y-Y,%)	37.9	60.2	43.4	22.7	24.1
영업이익	11.4	23.6	34.3	45.8	57.9
증가율 (Y-Y,%)	316.6	106.3	45.4	33.6	26.4
EBITDA	13.8	26.1	37.7	51.1	63.2
영업외손익	(2.8)	(10.5)	(0.1)	(0.6)	(0.8)
순이자수익	(1.0)	(0.4)	(2.0)	0.1	(0.1)
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	34.2	45.3	57.1
당기순이익	7.5	13.5	27.2	35.3	44.6
지배기업당기순이익	7.5	13.6	27.3	35.3	44.6
증가율 (Y-Y,%)	584.5	78.9	101.6	29.9	26.1
NOPLAT	10.0	17.1	27.3	35.8	45.2
(+) Dep	2.3	2.5	3.4	5.3	5.3
(-) 운전자본투자	(5.9)	4.5	12.7	7.3	8.6
(-) Capex	2.5	2.4	12.1	4.2	5.2
OpFCF	15.8	12.7	5.9	29.6	36.6
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	n/a	46.9	41.2	29.7
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	132.1	58.8	34.9
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	105.4	54.9	34.3
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	191.2	67.3	48.9
영업이익률(%)	22.5	29.0	29.4	32.1	32.6
EBITDA마진(%)	27.1	32.1	32.3	35.8	35.6
순이익률 (%)	14.9	16.6	23.3	24.7	25.1

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
영업현금	16.1	20.3	19.3	33.3	41.2
당기순이익	7.5	13.5	27.2	35.3	44.6
자산상각비	2.3	2.5	3.4	5.3	5.3
운전자본증감	1.1	(5.5)	(16.0)	(7.3)	(8.6)
매출채권감소(증가)	0.6	(3.5)	(4.1)	(3.7)	(4.4)
재고자산감소(증가)	0.7	(5.6)	(11.0)	(6.5)	(7.7)
매입채무증가(감소)	0.2	1.1	2.3	2.9	3.4
투자현금	(3.4)	5.7	(17.4)	(5.2)	(6.2)
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)	(12.1)	(4.2)	(5.2)
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	3.1	28.2	35.0
총현금흐름(Gross CF)	15.8	27.4	36.7	40.6	49.9
(-) 운전자본증가(감소)	(5.9)	4.5	12.7	7.3	8.6
(-) 설비투자	2.5	2.4	12.1	4.2	5.2
(+) 자산매각	(0.5)	(0.4)	(0.7)	(0.4)	(0.4)
Free Cash Flow	13.6	27.6	3.4	28.2	35.0
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.0	0.2	0.2
잉여현금	13.6	27.6	3.4	28.0	34.9

주요투자지표

(원, 배)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
Per share Data					
EPS	107	191	383	496	625
BPS	2,648	647	1,051	1,546	2,170
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	41.1	40.8	25.5	19.7	15.6
PBR	1.7	12.0	9.3	6.3	4.5
EV/ EBITDA	1.0	20.4	17.9	12.6	9.6
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	19.6	20.2	18.9	17.1	14.0
PSR	6.1	6.8	6.0	4.9	3.9
재무건전성 (%)					
부채비율	130.9	55.4	41.0	30.7	24.2
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	347.3	465.0	578.2
이자보상배율	11.8	66.4	17.2	n/a	445.4
이자비용/매출액	1.9	0.5	1.2	2.2	1.0
자산구조					
투하자본(%)	38.3	37.7	49.7	41.7	36.5
현금+투자자산(%)	61.7	62.3	50.3	58.3	63.5
자본구조					
차입금(%)	42.7	20.6	16.0	11.5	8.5
자기자본(%)	57.3	79.4	84.0	88.5	91.5

자료: 다올투자증권

레이
(228670)

—

BUY

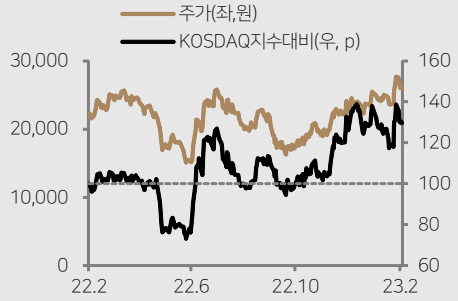
	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
적정주가	35,000	31,000	상향
Earnings			유지

Stock Information	
현재가(2/28)	26,300원
예상 주가상승률	33.1%
시가총액	3,714억원
비중(KOSDAQ내)	0.10%
발행주식수	14,120천주
52주 최저가/최고가	15,100 - 27,700원
3개월 일평균거래대금	39억원
외국인 지분율	9.3%
주요주주지분율(%)	
레이홀딩스 (외 8인)	32.0
미래에셋자산운용 (외 1인)	6.3
국민연금공단 (외 1인)	5.1

Valuation wide	2021	2022E	2023E
PER(배)	n/a	42.4	18.0
PBR(배)	4.3	4.3	3.4
EV/EBITDA(배)	44.4	18.6	9.9
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	8.0	30.2	19.5	10.0
KOSDAQ 대비 상대수익률 (%)	1.2	31.6	29.7	(6.5)

Price Trend



DAOL 다올투자증권

박종현 의료기기 | alex.park@daolfn.com

중국 덴탈 시장의 투자 대안

Issue
4Q22 Review 및 기업 현황 업데이트

Pitch
4Q22 실적 컨센서스 부합. VBP 시행으로 중국 임플란트 시술 확대 기대. 디지털 치료 솔루션 제공하는 레이는 중장기 수혜주로 부각. 적정주가 상향. 투자의견 유지

Rationale
- 4Q22 매출액 472억원(YoY +78%, QoQ +43%), 영업이익 95억원(YoY 흑전, QoQ +124%) 달성하며 당사 추정치 및 컨센서스 부합. 디지털 치료 솔루션 315억원 달성하며 역대 분기 최고 수준 매출액 달성하였으며, 중국과 미국 매출액 233억원, 미국 127억원 달성하면서 솔루션 중심의 매출이 견조

- 2023E 매출액 1,646억원(YoY +28%), 영업이익 302억원(YoY +87%) 달성 전망. **1) 2023.3월 IDS 치과기자재 전시회에서 레이페이스/구강 스캐너 등 신제품 기반 영업 확대, 2) 2022.11월 개시된 메가젠임플란트와 연간 100억원 규모의 MOQ 계약을 기반으로 매출 확대**할 전망. 신규 제품인 구강 스캐너의 경우, 경쟁사 대비 낮은 ASP로 판매 예정이며, IDS 전시회에 발맞추어 관련 인허가 획득 예정. 치료솔루션 매출 비중이 높아지며 GPM 개선 가능하나(GPM: 신제품>치료솔루션>진단시스템), 영업 인력 확충, 광고 선전비 집행 등으로 YoY +11% 증가한 513억원 판관비 발생 전망

- VBP 정책은 임플란트 시술 확대 목적. 여전히 중국 내 임플란트 식립률은 0.25%에 불과. 중국 임플란트 시술 확대에 따른 레이의 중장기 수혜 주목. 레이는 JV 설립을 통해 중국 내 제품 제조부터 유통까지 밸류 체인 확보할 예정이며 연내 2차 유증 완료 후, 1H24E 제조 시설 준공 예정. 해외 Peer 주가 상승에 따라 적정 PER 상향 조정, 적정 주가 35,000원 상향. 투자의견 BUY 유지

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2020	2021	2022P	2023E	2024E	2025E	2026E
매출액	55	90	129	165	199	232	264
영업이익	5	3	16	30	42	53	63
EBITDA	9	9	23	42	53	64	74
지배주주순이익	8	(0)	8	19	31	39	48
자산총계	89	177	226	248	283	327	379
자본총계	65	103	118	137	168	207	255
순차입금	(4)	26	62	47	30	6	(24)
매출증가율	(24.5)	63.6	42.8	27.6	20.6	16.8	13.7
영업이익률	8.3	3.7	12.5	18.4	20.9	22.8	24.1
순이익률	14.3	(0.0)	6.4	11.8	15.4	17.0	18.1
EPS증가율	(31.6)	적전	흑전	135.2	57.4	28.9	20.9
ROE	12.9	0.1	7.6	15.2	20.1	21.0	20.6

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

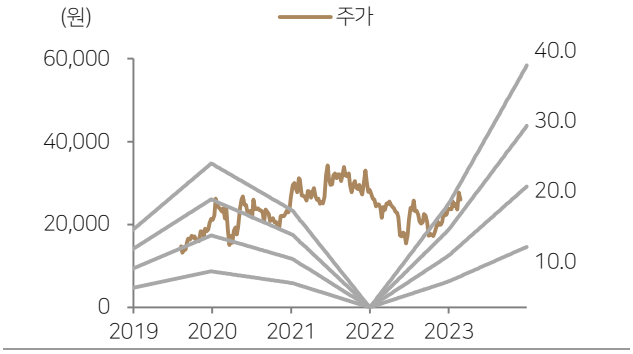
Fig. 75: Valuation (단위: 원, 배, %)

PER Valuation	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023E
EPS(원)	108	467	868	594	-1	621	1,460
YOY	*52%*	*332%*	*86%*	*-32%*	*-100%*	*흑전*	*135%*
PER(고)			25.5	56.3	30.7		
PER(저)			21.5	56.3	26.4		
적정 PER(배)							23.7
적정주가(원)							34,602

적정주가(원)	35,000
종가(원)	27,550
상승여력	27%

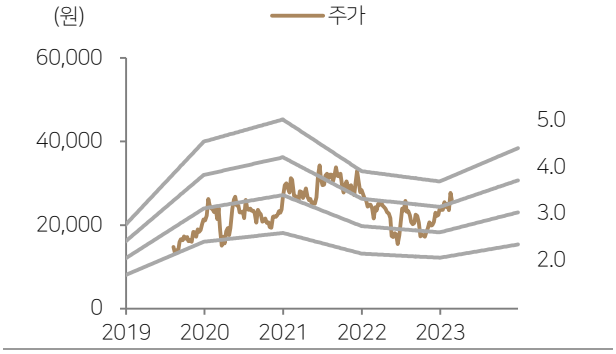
Note: 글로벌 Peer 평균 PER 30% 할인 적용한 23.7배 적용
Source: 다올투자증권

Fig. 76: 12M Fwd PER



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 77: 12M Fwd PBR



Source: Quantiwise, 다올투자증권

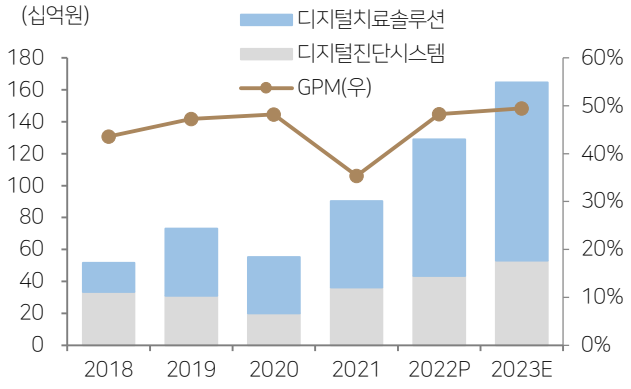
Fig. 78: 레이 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	14.9	23.7	25.2	26.6	17.6	31.2	33.0	47.2	90.3	129.0	164.6	198.6
YoY	*21%*	*204%*	*78%*	*27%*	*18%*	*32%*	*31%*	*78%*	*64%*	*43%*	*28%*	*21%*
품목별												
디지털 진단	5.2	10.4	8.8	11.8	5.5	11.3	11.0	15.7	36.1	43.5	53.0	60.8
디지털 치료	9.8	13.3	16.3	14.8	12.1	19.8	22.0	31.5	54.2	85.5	111.6	137.8
지역별												
국내	0.5	2.5	3.0	4.0	1.7	7.4	7.4	6.1	10.2	22.6	28.4	31.2
아시아	10.3	13.5	17.7	12.0	12.0	14.6	17.0	23.3	53.5	66.9	84.4	103.2
유럽	1.8	1.9	1.8	2.1	1.3	2.5	3.3	4.9	7.6	12.1	15.4	17.3
미국	2.1	4.3	4.1	7.9	2.3	5.8	5.2	12.7	18.5	25.9	35.7	46.0
GP	**7.0**	**11.0**	**11.1**	**2.9**	**8.1**	**14.0**	**16.8**	**23.4**	**32.0**	**62.3**	**81.5**	**99.8**
YoY	*17%*	*214%*	*54%*	*-71%*	*16%*	*27%*	*51%*	*719%*	*20%*	*95%*	*31%*	*23%*
OPM	*46.7%*	*46.6%*	*44.2%*	*10.8%*	*45.8%*	*44.9%*	*50.9%*	*49.6%*	*35.4%*	*48.3%*	*49.5%*	*50.3%*
OP	**0.3**	**4.9**	**4.5**	**-6.4**	**-0.9**	**3.3**	**4.2**	**9.5**	**3.4**	**16.2**	**30.2**	**41.5**
YoY	*-48%*	*흑전*	*190%*	*적전*	*적전*	*-33%*	*-6%*	*흑전*	*-26%*	*377%*	*87%*	*37%*
OPM	*2.2%*	*20.9%*	*18.0%*	*-24.1%*	*-5.3%*	*10.7%*	*12.9%*	*20.2%*	*3.7%*	*12.5%*	*18.4%*	*20.9%*
NP(지배주주)	-1.5	4.4	5.1	-8.1	-0.3	0.2	2.5	4.8	0.0	7.3	19.4	30.6
YoY	*적전*	*흑전*	*114%*	*적전*	*적지*	*흑전*	*-51%*	*흑전*	*적전*	*흑전*	*168%*	*57%*
NPM	*-10.1%*	*18.8%*	*20.4%*	*-30.4%*	*-1.4%*	*0.7%*	*7.6%*	*10.2%*	*0.0%*	*5.6%*	*11.8%*	*15.4%*

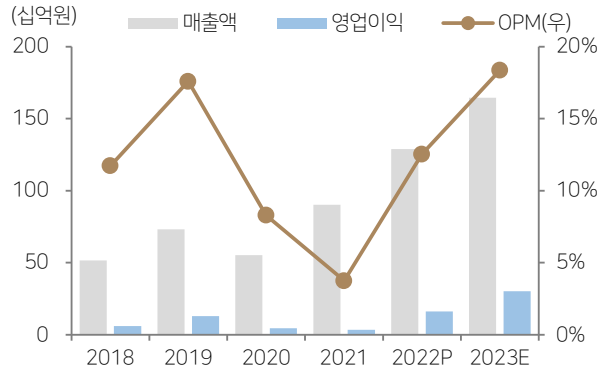
Source: 다올투자증권

Fig. 79: 디지털 치료솔루션 비중 증가로 GPM 개선



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 80: 실적 추이 및 전망



Source: Quantiwise, 다올투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2020
유동자산	63.6	118.1	105.2	127.8	161.6
현금성자산	15.0	32.4	17.0	32.2	49.3
매출채권	15.0	24.9	38.8	42.8	51.8
재고자산	17.3	11.6	33.6	37.0	44.7
비유동자산	25.6	59.2	121.1	120.2	121.6
투자자산	11.9	24.8	33.9	35.3	36.8
유형자산	8.6	28.6	57.2	58.5	61.5
무형자산	5.1	5.8	29.9	26.3	23.3
자산총계	89.2	177.3	226.3	248.0	283.2
유동부채	17.8	20.6	33.5	35.4	39.8
매입채무	6.3	7.6	18.6	20.5	24.9
유동성이자부채	10.3	10.1	11.9	11.9	11.9
비유동부채	6.1	53.3	75.1	75.4	75.7
비유동이자부채	0.9	48.8	67.2	67.2	67.2
부채총계	23.9	73.9	108.6	110.8	115.5
자본금	3.3	7.2	7.2	7.2	7.2
자본잉여금	42.1	71.9	71.9	71.9	71.9
이익잉여금	19.7	19.8	27.2	46.6	77.2
자본조정	0.1	1.9	11.4	11.4	11.4
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	65.3	103.4	117.7	137.1	167.7
투하자본	55.8	118.7	159.6	163.0	175.6
순차입금	(3.7)	26.5	62.1	46.9	29.8
ROA	9.5	0.0	4.1	8.2	11.5
ROE	12.9	0.1	7.6	15.2	20.1
ROIC	7.7	2.8	8.1	14.6	19.1

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	55.2	90.3	129.0	164.6	198.6
증가율 (Y-Y,%)	(24.5)	63.6	42.8	27.6	20.6
영업이익	4.6	3.4	16.2	30.2	41.5
증가율 (Y-Y,%)	(64.4)	(26.0)	377.4	86.9	37.4
EBITDA	9.0	9.1	23.3	42.1	52.8
영업외손익	4.3	(6.2)	(4.4)	(5.3)	(2.3)
순이자수익	(0.0)	(0.5)	(1.9)	(2.3)	(2.3)
외화관련손익	(0.5)	2.3	4.8	(3.0)	0.0
지분법손익	0.1	(0.0)	0.3	0.0	0.0
세전계속사업손익	8.9	(2.8)	11.8	24.9	39.2
당기순이익	7.9	0.1	8.3	19.4	30.6
지배기업당기순이익	7.9	(0.0)	8.3	19.4	30.6
증가율 (Y-Y,%)	(31.6)	(99.3)	14,337.2	135.2	57.4
NOPLAT	4.1	2.5	11.3	23.6	32.4
(+) Dep	4.4	5.7	7.1	11.9	11.3
(-) 운전자본투자	2.1	34.1	(8.6)	5.4	12.4
(-) Capex	4.8	21.5	31.7	8.2	9.9
OpFCF	1.5	(47.5)	(4.8)	21.8	21.4
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	18.8	20.6	20.8	43.9	30.0
영업이익증가율(3Yr)	33.0	(17.6)	7.9	87.6	130.6
EBITDA증가율(3Yr)	48.5	8.0	14.6	67.5	79.7
순이익증가율(3Yr)	89.9	(77.8)	(10.6)	34.9	711.5
영업이익률(%)	8.3	3.7	12.5	18.4	20.9
EBITDA마진(%)	16.2	10.1	18.0	25.6	26.6
순이익률 (%)	14.3	0.1	6.4	11.8	15.4

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
영업현금	2.9	11.2	(6.2)	26.2	29.8
당기순이익	7.9	0.1	8.3	19.4	30.6
자산상각비	4.4	5.7	7.1	11.9	11.3
운전자본증감	(6.0)	(13.1)	(20.2)	(5.4)	(12.4)
매출채권감소(증가)	4.0	(9.2)	(14.8)	(3.9)	(9.0)
재고자산감소(증가)	(8.2)	(1.7)	(7.2)	(3.4)	(7.7)
매입채무증가(감소)	(1.2)	(0.6)	1.4	1.9	4.3
투자현금	(5.6)	(66.1)	(26.0)	(11.0)	(12.8)
단기투자자산감소	6.4	(41.7)	28.0	(0.0)	(0.0)
장기투자증권감소	(3.5)	(2.1)	(0.1)	(0.8)	(0.9)
설비투자	(4.8)	(21.5)	(31.7)	(8.2)	(9.9)
유무형자산감소	(2.4)	(1.1)	(0.2)	(1.4)	(1.4)
재무현금	5.8	70.8	16.7	0.0	0.0
차입금증가	5.0	39.0	16.7	0.0	0.0
자본증가	0.0	31.5	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	3.0	16.6	(15.4)	15.2	17.1
총현금흐름(Gross CF)	11.0	24.0	16.3	31.6	42.2
(-) 운전자본증가(감소)	2.1	34.1	(8.6)	5.4	12.4
(-) 설비투자	4.8	21.5	31.7	8.2	9.9
(+) 자산매각	(2.4)	(1.1)	(0.2)	(1.4)	(1.4)
Free Cash Flow	(0.6)	(55.2)	(30.0)	15.2	17.1
(-) 기타투자	3.5	2.1	0.1	0.8	0.9
잉여현금	(4.0)	(57.3)	(30.1)	14.4	16.2

주요투자지표

(원, 배)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
Per share Data					
EPS	594	(1)	621	1,460	2,297
BPS	9,041	6,578	6,086	7,680	10,006
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	44.9	n/a	42.4	18.0	11.4
PBR	2.9	4.3	4.3	3.4	2.6
EV/ EBITDA	39.2	44.4	18.6	9.9	7.6
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	32.1	17.0	23.3	12.0	9.0
PSR	6.4	4.5	2.9	2.3	1.9
재무건전성 (%)					
부채비율	36.6	71.5	92.3	80.8	68.9
Net debt/Equity	n/a	25.6	52.8	34.2	17.8
Net debt/EBITDA	n/a	291.0	267.0	111.4	56.4
유동비율	356.6	574.3	314.3	360.9	406.3
이자보상배율	163.5	7.1	8.6	13.0	17.8
이자비용/매출액	0.4	1.5	2.0	1.9	1.5
자산구조					
투하자본(%)	67.5	67.5	75.8	70.7	67.1
현금+투자자산(%)	32.5	32.5	24.2	29.3	32.9
자본구조					
차입금(%)	14.7	36.3	40.2	36.6	32.1
자기자본(%)	85.3	63.7	59.8	63.4	67.9

자료: 다올투자증권

덴티움
(145720)

—

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
적정주가	160,000	120,000	상향
Earnings			상향

Stock Information	
현재가 (2/28)	121,000원
예상 주가상승률	32.2%
시가총액	13,393억원
비중(KOSPI내)	0.07%
발행주식수	11,069천주
52주 최저가 / 최고가	57,100 - 130,500원
3개월 일평균거래대금	105억원
외국인 지분율	26.9%
주요주주지분율(%)	
자사주 (외 1인)	22.1
정성민 (외 6인)	18.9
국민연금공단 (외 1인)	10.0

Valuation wide	2021	2022E	2023E
PER(배)	13.9	15.7	13.4
PBR(배)	2.7	3.7	2.9
EV/EBITDA(배)	10.8	10.3	9.4
배당수익률(%)	0.4	0.2	0.2

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	6.4	46.7	100.3	21.0
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	9.3	49.4	110.9	13.1

박종현 의료기기 I alex.park@daolfn.com

이제는 국내 넘버원 덴탈 상장사?

Issue
4Q22 Review

Pitch
4Q22 매출액 당사추정치 및 시장 컨센서스 부합. 재고평가손실 환입으로 인해 영업이익은 각각 7%/10% 상회. VBP 우려에도 2023E 중국 및 러시아를 중심으로 20%대 성장률 보여줄 전망. 영업이익 측면에서도 CAPEX나 인력 채용 계획되어 있지 않아 30% 이익률 유지 가능. VBP 결과를 통해 확인한 중국내 2등 임플란트 업체. 해외 Peer 기업 가치 상승으로 적정 주가 16만원 상향. 투자의견 BUY 유지

Rationale
- 4Q22 매출액 940억원(YoY flat, QoQ +4%), 영업이익 351억원(YoY +29%, QoQ +4%)을 기록. 중국 내 COVID19 재확산에 따라 중국 매출액 QoQ 65억원 감소한 420억원. 다만, 러시아 및 독일에서 견조한 매출(유럽 224억원) 발생. 재고평가손실 환입에 따라 GPM 80%로 분기 사상 최대 이익률 달성. 다만, 대손상각비 72억원 충당으로 판관비 396억원 기록(판관비율 42.1%)
- 2023E 매출액 4,222억원(YoY +19%), 영업이익 1,381억원(YoY +11%) 달성 전망. 1월 중국향 수출 YoY -25% 감소하여 VBP를 앞둔 수출 감소에 대한 우려가 있었으나, VBP는 2분기부터 개시되며 중국 실적 회복 전망. 러시아는 전쟁 이슈에도 불구하고 분기당 100억원 대 매출 달성 기대(YoY +17%)
- 2023E OPM YoY 2.3% 감소한 33% 전망. 중국 VBP 시행에 따른 ASP 감소로 GPM YoY 3.9% 감소 전망. 온오프라인 행사 병행 등을 통해 분기당 40억원대의 낮은 광고선전비 유지할 전망이며, 별도의 CAPEX나 대규모 인력 확충 예정되어 있지 않아 판관비율은 전년 대비 1.6% 개선된 35.3% 기대
- 오스템임플란트 상장 폐지 시, 중국 임플란트 시장 성장의 유일한 직접 수혜주. VBP에 따라 중국 밸류 세그먼트 시장은 YoY +25~35% 대 성장 가능. 해외 Peer 기업 가치 상승에 따라 적정 주가 16만원 상향. 투자의견 BUY 유지. VBP 순차 시행에 따라 수출 데이터 동향 및 실적을 통해 기업 가치 확인할 전망

4Q22 Review (단위: 십억원, %, %p)

	회사 잠정	당사 예상		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2022.12(P)	2022.12(E)	vs Chg	2022.12(E)	vs Con	2021.12(A)	YoY	2022.09(A)	QoQ
매출액	94.0	94.2	(0.2)	94.2	(0.1)	94.1	(0.1)	90.7	3.7
영업이익	35.1	32.8	6.8	31.9	9.9	27.3	28.6	33.7	4.0
지배주주순이익	8.8	25.8	(65.9)	25.6	(65.6)	18.5	(52.5)	24.5	(64.1)
OPM	37.3%	34.9%	2.4%p	33.9%	3.4%p	29.0%	8.3%p	37.2%	0.1%p
NIM	9.4%	27.4%	-18.0%p	27.2%	-17.8%p	19.7%	-10.3%p	27.1%	-17.7%p

Note: K-IFRS 연결 기준
Source: 다올투자증권

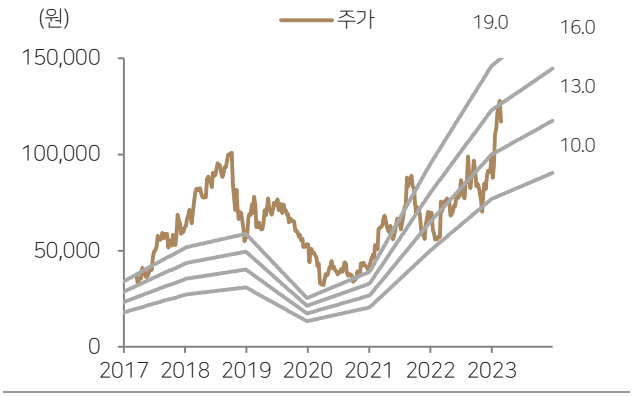
Fig. 81: Valuation (단위: 원, 배, %)

PER Valuation	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023E
EPS(원)	2,716	3,095	1,336	2,037	5,013	7,693	9,048
YOY	*52%*	*14%*	*-57%*	*52%*	*146%*	*53%*	*18%*
PER(고)	24.2	18.7	20.8	21.7	16.4		
PER(저)	20.9	16.8	14.4	18.7	14.9		
적정 PER(배)							18.2
적정주가(원)							160,000

적정주가(원)	160,000
종가(원)	121,000
상승여력	32.2%

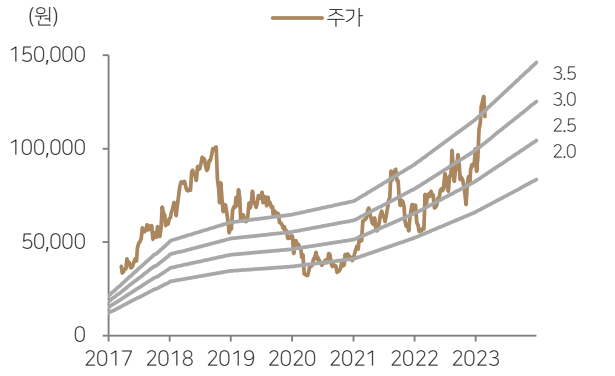
Source: 다올투자증권

Fig. 82: 12M Fwd PER



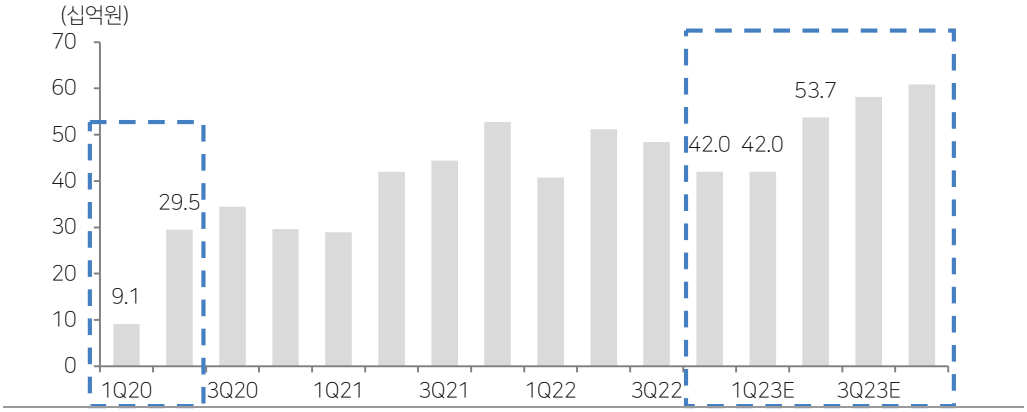
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 83: 12M Fwd PBR



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 84: 덴티움 중국 매출 추이 및 전망



Source: 다올투자증권

Fig. 85: 덴티움 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	2021	2022P	2023E
매출액	53.8	72.5	71.2	94.1	74.5	96.7	90.7	94.0	291.5	355.9	422.2
YoY	*31.9%*	*40.8%*	*14.6%*	*24.8%*	*38.5%*	*33.3%*	*27.4%*	*-0.1%*	*26.9%*	*22.1%*	*18.6%*
해외	41.8	56.5	55.7	75.0	57.0	78.8	72.9	75.8	229.0	284.5	338.9
중국	29.0	42.0	44.4	52.8	40.8	51.2	48.5	42.0	168.1	182.4	214.7
아시아	4.6	5.0	3.8	8.3	7.1	10.3	11.7	9.3	21.6	38.4	49.2
유럽	6.9	7.0	6.1	13.3	6.8	16.0	10.8	22.4	33.2	55.9	65.2
기타	1.4	2.6	1.4	0.7	2.4	1.3	2.0	2.1	6.1	7.8	9.7
국내	12.0	16.0	15.5	19.0	17.5	17.9	17.7	18.2	62.5	71.4	83.3
OP	10.6	16.9	15.1	27.3	20.4	35.2	33.7	35.1	69.9	124.4	138.1
YoY	*231.9%*	*154.6%*	*21.4%*	*57.4%*	*91.7%*	*108.6%*	*123.3%*	*28.6%*	*76.5%*	*78.0%*	*11.0%*
OPM	*19.8%*	*23.3%*	*21.2%*	*29.0%*	*27.4%*	*36.4%*	*37.2%*	*37.3%*	*24.0%*	*35.0%*	*32.7%*
매출원가율	*33.7%*	*36.1%*	*34.9%*	*31.1%*	*29.2%*	*29.9%*	*33.2%*	*20.6%*	*33.7%*	*28.1%*	*32.0%*
판관비율	*46.5%*	*40.6%*	*43.9%*	*39.9%*	*43.4%*	*33.6%*	*29.7%*	*42.1%*	*42.3%*	*36.9%*	*35.3%*
NP(지배)	8.6	14.3	14.1	18.5	15.7	36.1	24.5	8.8	55.5	85.1	100.2
YoY	*156.2%*	*413.5%*	*176.8%*	*63.5%*	*83.2%*	*152.1%*	*74.4%*	*-52.5%*	*146.1%*	*53.5%*	*17.6%*
NPM	*15.9%*	*19.8%*	*19.8%*	*19.7%*	*21.0%*	*37.4%*	*27.1%*	*9.4%*	*19.0%*	*23.9%*	*23.7%*

Source: 다올투자증권

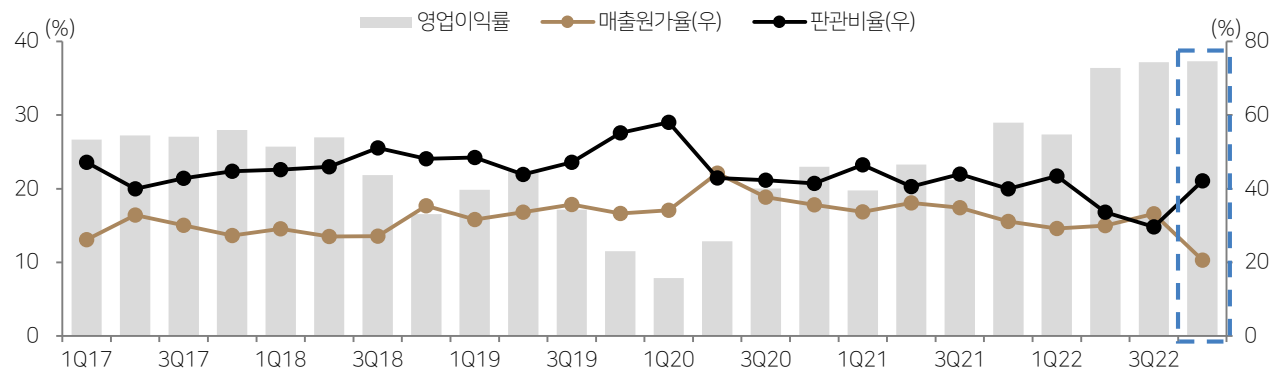
Fig. 86: 덴티움 분기 실적 전망 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	변경전				변경후				차이			
	2022.03	2023.06	2023.09	2023.12	2022.03	2023.06	2023.09	2023.12	2022.03	2023.06	2023.09	2023.12
매출액	87.8	111.4	107.1	113.2	88.0	107.8	108.4	117.9	0.3	(3.3)	1.3	4.2
영업이익	28.9	37.9	36.0	40.0	31.1	34.0	34.6	38.3	7.6	(10.0)	(3.9)	(4.1)
영업이익률	33.0	34.0	33.6	35.3	35.4	31.6	31.9	32.5	2.4	(2.4)	(1.7)	(2.8)
EBITDA	32.8	41.9	40.1	44.2	35.0	38.0	38.7	42.6	6.7	(9.1)	(3.5)	(3.7)
EBITDA이익률	37.4	37.6	37.4	39.1	39.8	35.3	35.7	36.1	2.4	(2.3)	(1.8)	(3.0)
지배주주순이익	20.2	27.3	24.7	30.8	22.0	24.6	23.8	29.7	9.2	(9.9)	(3.6)	(3.5)

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

Fig. 87: 덴티움 이익률 및 원가율 추이



Source: 다올투자증권

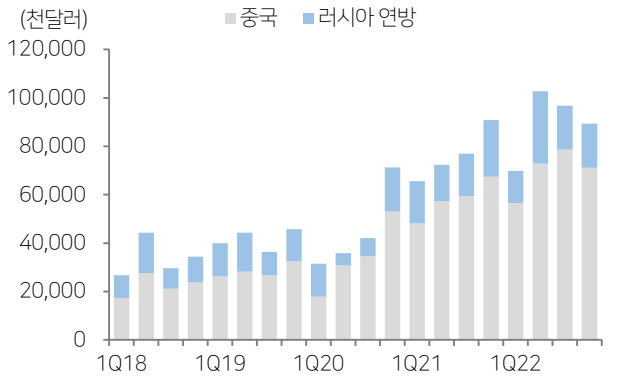
Fig. 88: 임플란트 관세청 수출 데이터 추이

(단위: 천달러, %)

	전체	YOY(%)	중국	미국	러시아	인도	독일	수원시
1Q21	115,372	39.3	48,152	6,551	17,389	1,728	1,612	31,121
2Q21	139,084	94.9	57,312	8,166	15,020	994	1,618	34,324
3Q21	140,313	62.7	59,364	11,370	17,623	1,882	1,542	30,483
4Q21	166,576	26.5	67,394	11,251	23,407	4,536	404	37,919
1Q22	145,510	26.1	56,647	8,297	13,156	1,946	1,291	32,168
2Q22	190,993	37.3	72,808	11,801	29,885	4,277	882	45,975
3Q22	175,730	25.2	78,734	8,245	18,040	2,908	1,432	31,944
4Q22	187,071	12.3	71,121	11,719	18,323	3,723	1,935	42,546
Jan-22	39,382	21.3	15,888	2,287	2,716	418	159	7,969
Feb-22	49,132	45.9	21,924	2,943	4,212	959	894	12,659
Mar-22	56,996	15.7	18,835	3,067	6,229	569	238	11,540
Apr-22	55,934	44.0	19,145	3,617	12,429	1,231	319	17,657
May-22	63,565	55.1	23,210	5,418	9,194	1,273	290	10,941
Jun-22	71,494	20.7	30,453	2,766	8,263	1,773	273	17,377
Jul-22	59,613	28.6	29,435	3,593	5,463	364	906	11,166
Aug-22	57,190	34.2	23,493	2,200	9,760	1,022	370	13,645
Sep-22	58,927	14.7	25,806	2,452	2,817	1,522	156	7,133
Oct-22	52,047	12.9	23,400	3,436	4,456	1,010	286	9,676
Nov-22	63,144	9.0	28,839	2,964	4,656	1,363	397	11,011
Dec-22	71,881	14.9	18,882	5,320	9,212	1,350	1,252	21,859
Jan-23	42,453	7.8	11,906	2,138	3,716	2,425	267	10,789
Feb-23	46,536	-5.3	13,159	2,904	4,655	255	172	

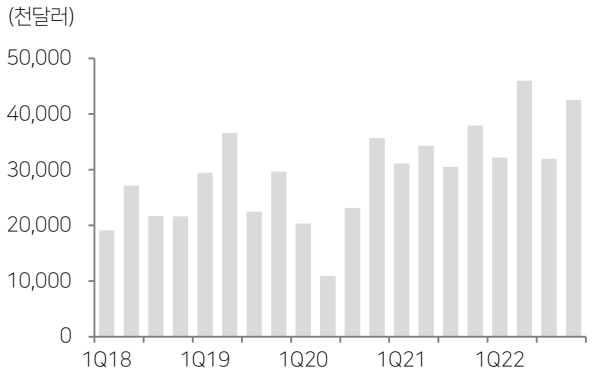
Note: HS Code: 9021.29.0000
Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 89: 임플란트 국가별 수출 추이



Note: HS Code: 9021.29.0000
Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 90: 경기도 수원시 임플란트 수출 추이



Note: HS Code: 9021.29.0000
Source: 관세청, 다올투자증권

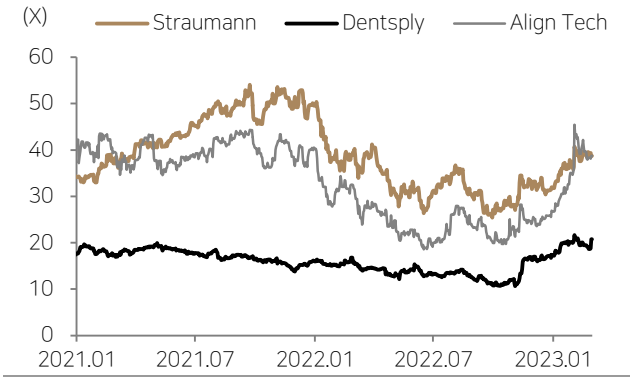
Fig. 91: Peer Valuation

(단위: 십억원, 배)

구분	기업	시가총액 (십억원)	PER(배)		PSR(배)		PBR(배)		EV/EBITDA(배)	
			23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E
해외	Align Tech	30,874	38.1	31.9	6.1	5.4	6.2	5.5	25.8	22.1
	Straumann	28,348	39.0	33.5	8.2	7.3	9.1	7.6	27.0	23.4
	Henry Shein	13,609	15.1	13.8	0.8	0.8	2.4	2.1	10.9	10.2
	Dentsply	9,823	18.8	16.0	1.9	1.9	1.9	1.8	12.9	11.4
	Envista Holdings	8,206	19.9	17.4	2.3	2.2	1.4	1.4	12.9	11.6
	Patterson	3,457	11.8	11.2	0.4	0.4	2.2	1.7	9.4	8.8
	Zimvie	377	8.5	6.6	0.5	0.5	0.8	0.5	5.6	5.0
	해외 평균		30.4	26.0	5.0	4.5	5.5	4.7	20.9	15.8

Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 92: 덴탈 3사 12M Fwd PER 추이



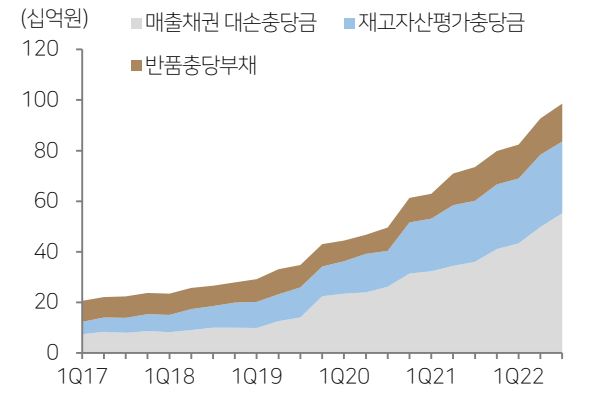
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 93: Straumann 컨센서스 영업이익 추이



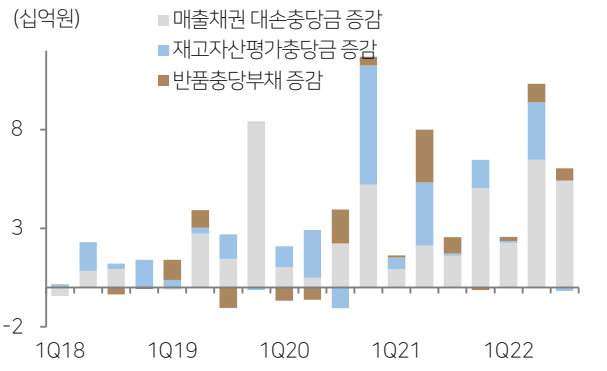
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 94: 덴티움 충당금 추이



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 95: 덴티움 충당금 증감 추이



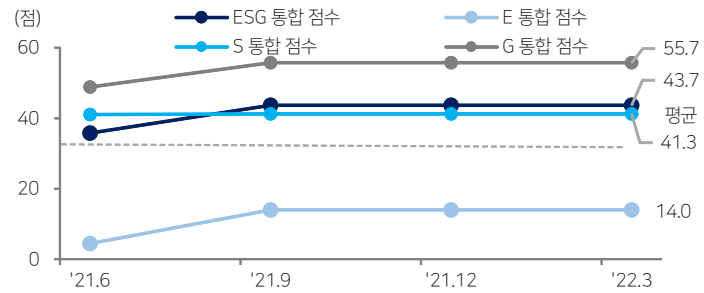
Source: Quantiwise, 다올투자증권

ESG 페이지



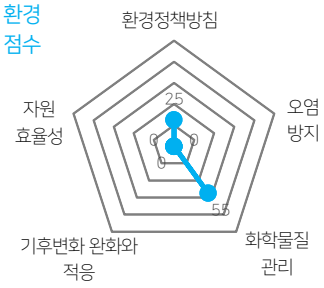
덴티움 (145720) - 바이오 및 헬스케어

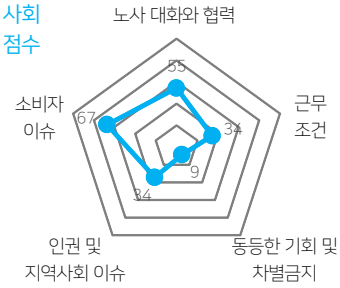
▶ ESG 통합 점수 추이

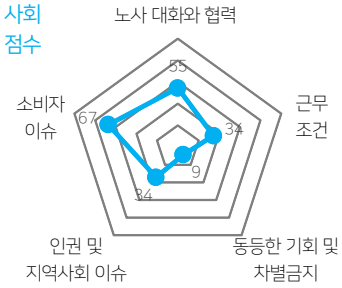


▶ ESG 성과 분석

성과분석은 기업들의 전략과 정책수준, 성과 수치 등을 나타내고 있으며, 분석을 통해 기업들의 ESG 리스크를 얼마나 잘 대비하고 있는지 알 수 있습니다.







▶ 주가 & ESG 사건/사고 분석

좌측 그래프는 ESG 사건/사고의 관련기사 수를 확인 할 수 있으며 주가와 비교를 해 볼 수 있는 그래프입니다. 우측 표에서는 기업의 리스트를 산정한 점수 및 ESG 사건/사고의 분석 결과를 제공하며 데이터 트렌드를 확인하실 수 있습니다.



기간	환경 사건/사고 기사 수	사회 사건/사고 기사 수	지배구조 사건/사고 기사 수	합계
1Q22	0	0	0	0
2Q22	0	0	0	0
3Q22	0	0	0	0
4Q22	0	0	0	0

▶ 비교 분석

상대적 성과분석으로 전체 유니버스 내 순위 확인 할 수 있으며, 경쟁사와 ESG 통합 점수를 비교할 수 있습니다.

기업명	통합점수				통합순위			
	ESG	E	S	G	ESG	E	S	G
덴티움	**53.0**	**48.5**	**50.9**	**53.3**	**26 / 132**	**52 / 132**	**46 / 132**	**34 / 132**
오스템임플란트	41.2	46.6	43.5	41.9	131 / 132	131 / 132	122 / 132	129 / 132
디오	48.5	47.9	46.1	49.2	78 / 132	108 / 132	108 / 132	65 / 132

* ESG 정보는 지속가능발전소 에서 제공합니다.

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
유동자산	195.3	240.3	297.6	373.8	461.7
현금성자산	38.5	66.9	75.6	97.9	157.4
매출채권	96.3	88.0	120.8	151.5	167.4
재고자산	55.6	76.1	91.9	115.0	127.4
비유동자산	315.0	329.9	360.7	390.8	425.0
투자자산	45.3	54.6	59.2	61.6	64.1
유형자산	267.5	273.1	298.1	324.3	355.0
무형자산	2.1	2.2	3.4	4.9	6.0
자산총계	510.2	570.2	658.3	764.6	886.7
유동부채	193.3	180.2	197.9	206.1	210.7
매입채무	22.1	29.8	30.4	38.2	42.2
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	289.9	298.2	302.9
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	330.4	428.4	545.9
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	368.4	466.4	583.9
투하자본	411.3	417.6	495.3	571.0	629.0
순차입금	182.7	126.5	127.0	104.7	45.2
ROA	4.2	10.3	13.9	14.1	14.5
ROE	10.2	21.3	25.8	24.0	22.7
ROIC	7.8	12.5	19.8	19.6	20.3

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	229.7	291.5	355.9	422.2	482.9
증가율 (Y-Y,%)	(9.0)	26.9	22.1	18.6	14.4
영업이익	39.6	69.9	124.4	138.1	161.0
증가율 (Y-Y,%)	(11.3)	76.5	78.0	11.0	16.6
EBITDA	54.4	83.1	141.9	154.3	179.0
영업외손익	(13.5)	4.8	(6.9)	(6.0)	(3.1)
순이자수익	(7.8)	(5.7)	(5.9)	(6.0)	(6.0)
외화관련손익	(7.7)	8.5	(5.4)	(2.6)	0.0
지분법손익	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
세전계속사업손익	26.1	74.7	117.5	132.1	157.8
당기순이익	22.2	55.5	85.2	100.2	119.6
지배기업당기순이익	22.5	55.5	85.1	100.2	119.6
증가율 (Y-Y,%)	62.1	149.8	53.6	17.5	19.5
NOPLAT	33.8	51.9	90.2	104.7	122.0
(+) Dep	14.8	13.2	17.6	16.2	18.0
(-) 운전자본투자	(34.0)	(9.0)	47.4	45.7	23.8
(-) Capex	8.6	28.2	45.1	40.8	46.7
OpFCF	74.0	46.0	15.3	34.4	69.5
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	15.1	16.1	12.1	22.5	18.3
영업이익증가율(3Yr)	(1.2)	18.5	40.7	51.7	32.1
EBITDA증가율(3Yr)	5.8	21.0	34.7	41.6	29.2
순이익증가율(3Yr)	(9.8)	17.4	83.9	65.2	29.2
영업이익률(%)	17.2	24.0	35.0	32.7	33.3
EBITDA마진(%)	23.7	28.5	39.9	36.6	37.1
순이익률 (%)	9.7	19.0	23.9	23.7	24.8

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
영업현금	75.8	74.1	45.4	70.7	113.9
당기순이익	22.2	55.5	85.2	100.2	119.6
자산상각비	14.8	13.2	17.6	16.2	18.0
운전자본증감	13.5	(10.6)	(33.5)	(45.7)	(23.8)
매출채권감소(증가)	4.2	8.7	(24.0)	(30.7)	(15.9)
재고자산감소(증가)	2.7	(25.9)	(18.6)	(23.2)	(12.3)
매입채무증가(감소)	(4.2)	1.7	5.0	7.7	4.0
투자현금	(9.3)	(21.8)	(51.9)	(46.4)	(52.3)
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)	(40.8)	(46.7)
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	7.9	22.2	59.4
총현금흐름(Gross CF)	80.2	105.9	110.7	116.4	137.8
(-) 운전자본증가(감소)	(34.0)	(9.0)	47.4	45.7	23.8
(-) 설비투자	8.6	28.2	45.1	40.8	46.7
(+) 자산매각	0.6	7.7	(2.0)	(3.1)	(3.1)
Free Cash Flow	84.4	73.5	25.3	24.4	61.6
(-) 기타투자	(0.7)	(5.2)	0.0	0.0	0.0
잉여현금	85.1	78.6	25.3	24.4	61.6

주요투자지표

(원, 배)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
Per share Data					
EPS	2,037	5,013	7,693	9,048	10,810
BPS	20,522	26,165	33,046	41,764	52,284
DPS	200	250	250	250	250
Multiples(x,%)					
PER	20.2	13.9	15.7	13.4	11.2
PBR	2.0	2.7	3.7	2.9	2.3
EV/ EBITDA	11.7	10.8	10.3	9.4	7.7
배당수익율	0.5	0.4	0.2	0.2	0.2
PCR	5.7	7.3	12.1	11.5	9.7
PSR	2.0	2.7	3.8	3.2	2.8
재무건전성 (%)					
부채비율	123.2	95.9	78.7	63.9	51.9
Net debt/Equity	79.9	43.5	34.5	22.4	7.7
Net debt/EBITDA	336.0	152.3	89.5	67.8	25.2
유동비율	101.0	133.3	150.4	181.4	219.1
이자보상배율	5.1	12.2	20.9	22.9	26.6
이자비용/매출액	3.5	2.1	1.8	1.6	1.4
자산구조					
투하자본(%)	83.1	77.5	78.6	78.2	74.0
현금+투자자산(%)	16.9	22.5	21.4	21.8	26.0
자본구조					
차입금(%)	49.2	39.9	35.5	30.3	25.8
자기자본(%)	50.8	60.1	64.5	69.7	74.2

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 : 95.1%	HOLD : 4.9%	SELL : 0.0%

투자등급 관련사항

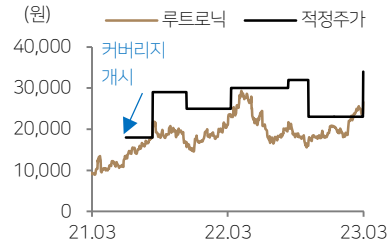
아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미
· STRONG BUY: 추천기준일 종가대비 +50% 이상.
· BUY: 추천기준일 종가대비 +15% 이상~+50% 미만.
· HOLD: 추천기준일 종가대비 -15% 이상~ +15% 미만.
· REDUCE: 추천기준일 종가대비 -15% 미만.
· SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커진 경우, 분석 잠정적 중단.
적정주가 미제시.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음
· Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
· Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
· Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

루트로닉 (085370)



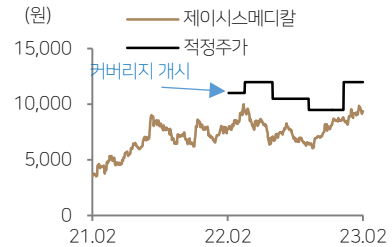
일자	커버리지 개시	2021.05.31	2021.8.12	2021.11.11	2022.3.15	2022.8.12
투자의견		BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가		18,000원	29,000원	25,000원	30,000원	32,000원
일자	2022.10.04	2023.03.02				
투자의견	BUY	BUY				
적정주가	23,000원	34,000원				

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2021.05.31	18,000원	15,651원	21,650원	-13.1	20.3
2021.08.12	29,000원	19,006원	21,850원	-34.5	-24.7
2021.11.11	25,000원	18,559원	23,650원	-25.8	-5.4
2022.03.15	30,000원	22,214원	29,350원	-26.0	-2.2
2022.08.12	32,000원	18,374원	21,300원	-42.6	-33.4
2022.10.04	23,000원	20,210원	26,650원	-12.1	15.9
2023.03.02	34,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2023년 2월 28일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

제이시스메디칼 (287410)



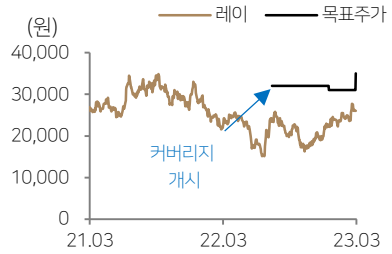
일자	2022.3.15	2022.4.18	2022.6.29	2022.10.04	2023..01.09
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	11,000원	12,000원	10,500원	9,500원	12,000원

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 2월 28일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

레이 (228670)



일자		2022.7.13	2022.12.6	2023.3.2
투자의견	커버리지	BUY	BUY	BUY
적정주가	개시	32,000원	31,000원	35,000원

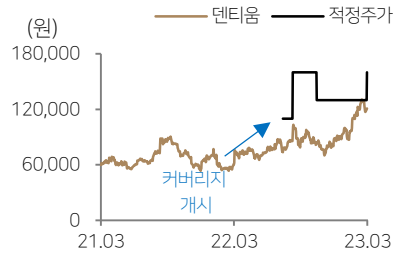
적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2022.07.13	32,000원	20,599원	25,800원	-35.6	-19.4
2022.12.06	31,000원	31,000원	24,117원	27,700원	-22.2
2023.03.02	35,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2023년 2월 28일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

덴티움 (145720)



일자		2022.7.13	2022.8.9	2022.10.4	2023.1.9	2023.3.2
투자의견		BUY	STRONG BUY	STRONG BUY	BUY	BUY
적정주가		110,000원	160,000원	130,000원	130,000원	160,000원

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	130,000원	94,618원	130,500원	-27.2
2023.03.02	160,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2023년 2월 28일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

MEMO

MEMO

Research Division

DAOL 다올투자증권

리서치본부장 상무
김현
hyunkim@daolfn.com

투자전략

투자전략
조병현
bhcho@daolfn.com

계량분석	채권분석	시황분석	글로벌자산배분 · ETF
김경훈	허정인	송주연	남아란
aimhigh2027@daolfn.com	jeongin@daolfn.com	songjy02@daolfn.com	ahran.nam@daolfn.com

기업분석

조선 · 기계 · 방산
최광식
gs.choie@daolfn.com

건설 · 부동산	Tech	자동차	제약 · 바이오
박영도	김양재	유지웅	이지수
ypark@daolfn.com	yj.kim@daolfn.com	jwyoo@daolfn.com	jislee@daolfn.com

화장품 · 의류 · 유통	그린인프라 · 2차전지	의료기기	게임 · 엔터
배송이	전혜영	박종현	김하정
songi0703@daolfn.com	yhhy95@daolfn.com	alex.park@daolfn.com	hajkim@daolfn.com

최근 3개월간 발간한 In-Depth

2023.01.09	김양재	Tech : CES2023 참관기: Be in IT!
2023.01.11	김진우	인터넷 : 갈림길에서, 놓치지 말아야 하는 변화
2023.01.25	김하정	게임 : 중국 외 대안이 많지 않기에
2023.02.01	전혜영	2차전지 : 수요와 공급 퍼즐 맞추기
2023.02.13	최광식	조선 : 계획대로 되고 있어
2023.02.14	박영도	건설산업 : PF STATUS QUO
2023.02.27	송주연	Macro & Market Basic Analysis : 주식투자를 위한 경제지표 사용설명서
2023.02.27	유지웅	자동차 : 질주본능

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.