당뇨	아이센스
메디컬 에스테틱	클래시스
	제이시스메디칼
	파마리서치
	휴젤
	대웅제약
	원텍
	휴메딕스
	제테마
	이루다
	비올
	바이오플러스
	메디톡스
의료 AI	루닛
	뷰노
	코어라인소프트
수술/ 재생 의료	엠아이텍
	엘앤씨바이오
	큐렉소
	한스바이오메드
	코렌텍
	메타비이오메드
	오스테오닉
덴탈	덴티움
	디오
	레이
	플라즈맵
	바텍
	덴티스
	뷰웍스
진단	바이오노트
	에스디바이오센서
	씨젠
	바디텍메드
	랩지노믹스
	지노믹트리
	지니너스
	마크로젠
	싸이토젠
	피플바이오
	소마젠
수출 주도 헬스케어	휴비츠
	인바디
	제이브이엠
바이오 소부장	큐리옥스바이오시스템즈
	아미코젠
	마이크로디지탈
의료 인프라	유비케어
	이지케어텍
	케어랩스

25 Oct. 2023

의료기기 (Overweight)

Travel! 의료기기

박종현

의료기기 | alex.park@daolfn.com

이정우

연구원 | jungwoo@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

CONTENTS

03 **I. Summary & Sector Landscape**

06 **II. 어쩌면 '멋진 신세계'로 가는 중**
II-1. 우리는 영생과 건강을 꿈꾼다
II-2. 200살까지 살 수도 있다. 너빼고!

10 **III. 의료기기 상장사 훑어보기**
III-1. 어느새 시총 비중 1.5%. 여느 섹터 못지 않다
III-2. 3Q23E 프리뷰: 비수기 지나는 중
III-3. 가성비 의료기기들의 연타석 홈런. 우연처럼 보이지만 필연일 수도

21 **IV. 섹터별 업데이트**
IV-1. 당뇨: 오젬픽 쇼크. 반등의 실마리를 잡다!
IV-2. 메디컬 에스테틱: 항상 우려를 뚫고 성장했다
IV-3. 의료 AI: 테마로 끝나지 않는다
IV-4. 수술/재생 의료: 5번째 의료기기 중흥기?
IV-5. 덴탈: 답은 중국에 있다
IV-6. 진단: Post-COVID 살아남기. 국가별 확장 전략과 신규 바이오마커
IV-7. 수출 주도 헬스케어: 꾸준함 더하기 새로움
IV-8. 바이오 소부장: 이제는 진짜 숫자가 필요해
IV-9. 의료 인프라: AI 수혜를 볼 수 있을까?

251 **Appendix. 관세청 수출 데이터**

I. Summary & Sector Landscape

2024년에도 의료기기 섹터 비중 확대 의견(Overweight) 유지한다. 2023.03월 '의료기기 모의고사' 자료에서도 살펴본 바와 같이 국내 건강관리 섹터 내 의료기기 섹터 비중 증가하고 있다. 짧은 자본 투여 기간과 적은 자본 투입 대비 높은 수익성을 보여왔으며, 2022년과 2023년에 걸쳐 많은 의료기기 업체들이 SI 및 FI 투자자들에게 인수되던 장면을 목격했다. WICS 건강관리 장비와 서비스의 시가총액은 2016년 5조원에 불과하였으나 2023년 35조원을 상회했다.

의료기기 성장은 핵심 키워드는 1) 고령화와 2) 가성비다. 영양 상태 및 위생의 개선, 치료제의 개발로 인간의 기대수명은 날이 갈수록 길어지고 있다. 또한 동시에 인간은 누구나 젊고 건강하고자 한다. 필연적으로 의료기기와 의약품에 대한 사용률은 증가한다. 기술의 발전은 우리 주변에서 찾아볼 수 있다. 2011년 불치병으로 치부되던 HIV는 치료제 개발로 WHO 기준 만성 질환으로 분류하기 시작했다. 고령화와 함께 의료기기 업체들의 실적 성장은 자명하다.

또 하나의 핵심은 가성비다. 우리는 톡신에서부터 시작하여 임플란트, 진단, 미용 의료기기 업종들의 성공 스토리를 확인했다. 한국 제조업 강점을 기반으로 하여 테스트 베드 역할을 하는 한국에서의 레퍼런스를 기반으로 해외 확장을 이어나가고 있다. 특히나 COVID19 펜데믹을 전후로 국내 의료기기 업체들에 대한 인지도가 크게 확대되었다. 중장기적 관점에서 의료기기 섹터에 대한 선호의견을 유지하며 의료기기 각 부문별 투자 포인트를 점검한다.

2023.10월 WICS 건강관리 섹터 330여 종목이 상장해있으며 그 중 의료기기로 구분 가능한 기업은 약 100여개다. 이번 자료에서는 100여개 상장 국내 의료기기 기업들을 9개 카테고리별로 구분하였다. **당뇨**와 **메디컬 에스테틱, 의료 AI, 재생 의료, 덴탈, 진단, 수출 주도 헬스케어, 바이오 소부장, 의료 인프라**로 구분된다. 각 카테고리별 투자 포인트를 점검하였으며, 대표 종목을 선정하여 기업 개요와 투자 포인트를 분석하였다.

최선호주는 CGM 사업 본격화가 기대되는 아이센스(BUY, TP 3.7만원)과 해외 확장 스토리가 유효한 파마리서치(BUY, TP 18만원)이다. 카테고리별 관심 종목은 휴메딕스(NOT RATED), 플라즈맵(NOT RATED), 랩지노믹스(NOT RATED), 큐리옥스바이오시스템즈(NOT RATED)가 있다. 바이오노트(BUY, TP 5,500원), 에스디바이오센서(HOLD, TP 10,000원), 원텍(BUY, TP 16,000원) 커버리지 개시한다.

메디컬 에스테틱 _ 31p

개별 기업 수 (개)	16
합산 시가총액 (십억원)	12,075
2022년 합산 매출액 (십억원)	2,950
대표 기업	#클래시스, #제이시스메디칼, #원텍, #파마리서치, #대웅제약, #휴젤, #메디톡스
대표 제품	리프팅 장비, 톡신 제제, 필러
투자 포인트	#고령화 수혜, #경기 침체 우려 없음, #해외 확장

당뇨 _ 21p

개별 기업 수 (개)	2
합산 시가총액 (십억원)	1,287
2022년 합산 매출액 (십억원)	272
대표 기업	#아이센스, #이오플로우
대표 제품	연속혈당측정기, 인슐린 패치
투자 포인트	#GLP-1 우려, #디지털 헬스케어

의료 AI _ 85p

개별 기업 수 (개)	6
합산 시가총액 (십억원)	3,043
2022년 합산 매출액 (십억원)	107
대표 기업	#루닛, #뷰노, #제이엘케이, #코어라인소프트, #딥노이드
대표 제품	영상 진단 보조 AI, 디지털 병리 AI
투자 포인트	#침투 가속화, #비급여

수술/재생 의료 _ 109p

개별 기업 수 (개)	9
합산 시가총액 (십억원)	2,317
2022년 합산 매출액 (십억원)	514
대표 기업	#엘앤씨바이오, #큐렉소, #엠아이텍, #한스바이오메드
대표 제품	수술 로봇, 인체 조직 이식재, 인공관절, 인공 유방보형물
투자 포인트	#신제품, #신시장, #OEM

진단 _ 159p

개별 기업 수 (개)	29
합산 시가총액 (십억원)	6,427
2022년 합산 매출액 (십억원)	6,661
대표 기업	#에스디바이오센서, #씨젠, #랩지노믹스, #바디텍메드, #지니너스, #피플바이오
대표 제품	NGS, PCR, 면역 진단
투자 포인트	#Post COVID19 전략

바이오 소부장 _ 223p

개별 기업 수 (개)	3
합산 시가총액 (십억원)	602
2022년 합산 매출액 (십억원)	160
대표 기업	#큐리옥스바이오시스템즈, #아미코젠, #마이크로디지탈
대표 제품	세포 자동화 분석 시스템, 배지, 레진, 일회용 세포 배양 시스템
투자 포인트	#2024E 매출 본격화

수출 주도 헬스케어 _ 211p

개별 기업 수 (개)	4
합산 시가총액 (십억원)	1,225
2022년 합산 매출액 (십억원)	538
대표 기업	#제이브이엠, #인바디, #휴비츠, #인터로조
대표 제품	콘택트렌즈, 조제 자동화 기기, 안과용 의료기기, 체성분 분석기
투자 포인트	#신제품, #신사업

덴탈 _ 135p

개별 기업 수 (개)	9
합산 시가총액 (십억원)	2,882
2022년 합산 매출액 (십억원)	2,550
대표 기업	#덴티움, #레이, #디오, #바텍, #뷰웍스, #플라즈맵
대표 제품	임플란트, CBCT, 구강스캐너, 안면스캐너, 임플란트 표면 처리기
투자 포인트	#중국 VBP, #중국 경기 회복

의료 인프라 _ 239p

개별 기업 수 (개)	6
합산 시가총액 (십억원)	828
2022년 합산 매출액 (십억원)	429
대표 기업	#유비케어, #케어랩스, #이지케어텍
대표 제품	HIS, EMR
투자 포인트	#의료 AI 수혜

II. 어쩌면 '멋진 신세계'로 가는 중

II-1. 우리는 영생과 건강을 꿈꾼다

인간의 뇌를 구성하는 뉴런은 전기적인 신호로 데이터를 전송. 뉴런이 데이터 전달을 통해 운동명령을 내리며 칼륨, 나트륨, 이온 등을 교환. 뇌에 전극을 꽂아 뉴런을 파괴하지 않고, 전기적 신호를 읽으려는 시도

인간의 욕망은 변하지 않는다. 과거 이집트의 파라오는 사후 석상 등을 만듦에 있어 자신의 젊었던 시절을 본을 따서 만들었다고 한다. 자신이 늙어 약해진 모습으로 기억되기 싫기 때문이다. 2023년 지금 우리의 모습도 별반 다르지 않다. 우리는 고령화로 기대 수명은 점점 길어지지만 동시에 우리는 우리의 노화를 극도로 꺼리고 있다.

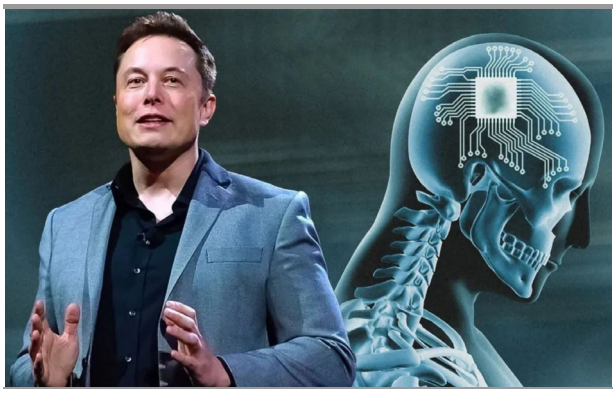
2016년 일론머스크는 BCI(Brain-computer interface) 개발 업체인 뉴럴링크를 설립하였다. 뉴럴링크를 통해 인간의 뇌를 컴퓨터에 연결하겠다는 시도다. 2020년부터 돼지와 원숭이를 대상으로 테스트를 진행하였으며, 2023.05월 뉴럴링크는 FDA로부터 인간 대상 임상 시험에 대한 승인을 획득하였다. 2023.08월 시리즈 D 라운드 2.8억달러를 유치하였다. 뉴럴링크의 개발 목적은 마비와 실명 같은 장애 및 난치성 질환을 치료하기 위하여 인간의 뇌에 컴퓨터 칩을 이식한다는 것이다. 일론 머스크는 AI와 두뇌의 결합이라는 장기적인 구상을 밝혔다. 어쩌면 일론 머스크는 가상의 공간 속에서 영생을 꿈꾸고 있을 수도 있다.

Fig. 1: 파라오는 영생을 꿈꾸었다



Source: University of Chicago, 다올투자증권

Fig. 2: 일론 머스크와 뉴럴링크



Source: Punch, 다올투자증권

Fig. 3: 뉴럴링크 트위터 캡처



Source: 뉴럴링크, 다올투자증권

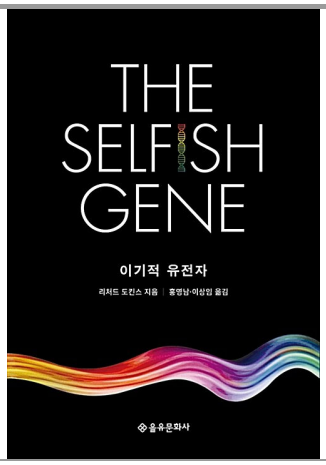
인간은 영생을 꿈꾸며, 때로는 기술의 힘을 빌어 우리의 신체를 다른 의료기기들로 대체하기도 한다. 이는 유전자 단위에서나 세포 교체 주기를 고려하여도 자연스러운 현상이다.

일론 머스크가 꿈꾸는 가상 공간의 영생이 실현될 수 있으나, 근본적으로 인간은 젊고 영생을 누리려는 근본은 변함이 없다. 기술의 발전은 필연적이고 인간의 수명은 지금도 조금씩 연장되고 있다.

다만, 일부에서는 이런 인류의 수명 연장에 대한 시도를 인위적인 것으로 치부하여 부정적으로 평가하기도 한다. 그렇지 않다. 인간의 염색체는 DNA와 히스톤으로 구성되어 있다. DNA는 뉴클레오타이드 중합체 두 가닥이 꼬여있는 이중나선 구조로 되어 있다. DNA는 4종류의 핵염기 가운데 하나가 결되어 있으며, 핵염기들이 서로 상보적인 수소 결합을 이루고 있다. 핵염기는 C(시토신), G(구아닌), 아데닌(A), 티미(T) 네 종류가 있다. 결국 인간이란 ACGT의 조합의 유전자형(Genotype)에서 발현된 표현형(Phenotype), 즉 일종의 바이오 기계이라는 것이다. 따라서 우리 신체 일부를 무엇인가로 대체한다는 것은 센트럴 도그마로 발현된 표현형의 일부를 대체하는 것이다. 리처드 도킨스의 이기적 유전자에서 저자는 결국 생물의 단일 개체는 유전자의 자기 복제에 이로운 선택을 하는 것이라 주장한다.

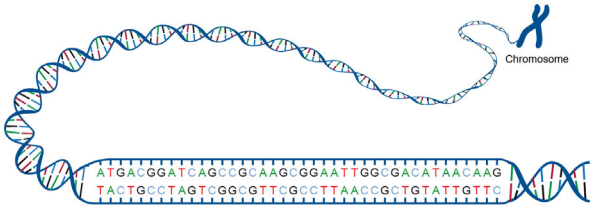
인간의 세포는 약 30조개로 이루어져 있으며, 우리 몸은 하루 평균 3,300억개의 세포를 교체한다. 사멸된 세포는 몸 안에서 분해되기도 하고 신체에서 떨어져 나가기도 한다. 인간의 세포가 전부 교체되는 데에는 수량 기준 80일, 질량 기준 1년반이 소요된다. 그렇다면 1년반 전의 나와 지금의 나는 다른 나일까? 인간이란 걸어다니는 태세우스의 배다.

Fig. 4: 리처드 도킨스의 이기적 유전자



Source: 을유문화사, 다올투자증권

Fig. 5: 염색체의 구성

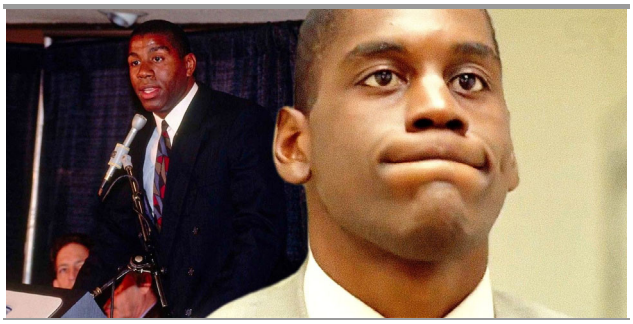


Source: NIH, 다올투자증권

영생과 젊음에 대한 욕심이 변하지 않는다면 기술은 지금도 발전하며 변하고 있다

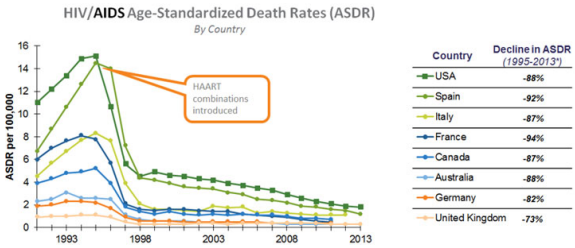
영생과 젊음에 대한 인간의 욕심이 변하지 않는 본질이라면 지금도 변화하고 있는 건 기술이다. 뇌와 컴퓨터를 연결시킨다는 미래 공상적인 이야기가 아니더라도 세상의 변화는 우리가 알게 모르게 찾아온다. 1991년 NBA LA 레이커스 역대 최고의 선수 중 한명인 매직 존슨이 은퇴를 선언했다. HIV 양성 반응이 나왔기 때문이다. HIB는 인체의 면역 기능 중 세포성 면역에 관계되는 CD4+ T림프구가 파괴된다. 그로 인해 각종 감염성 질환이 발생하게 된다. 그로부터 20년이 지난 2011년 WHO는 HIV/AIDS가 관리 가능한 만성 질환이라고 발표했다. 2004년 길리어드의 트루바다가 출시되었으며 2007년부터 단일정 치료요법이 개발되었다. 항레트로바이로스제를 복용한다면 감염자의 수명은 30년 이상 연장될 수 있다. 이제 HIV는 치료를 통해 충분히 바이러스를 억제할 수 있는 만성질환이 되었다.

Fig. 6: 1991년 NBA 선수 매직 존슨의 은퇴



Source: 위키백과, 다올투자증권

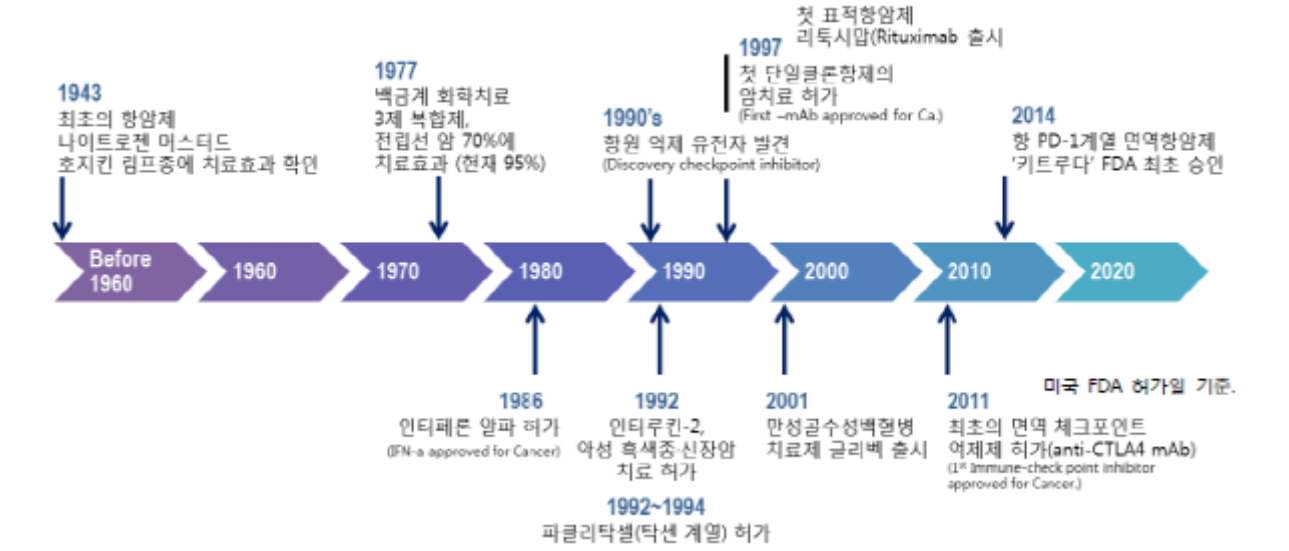
Fig. 7: HIV/AIDS의 사망률 추이



Source: EFPIA, 다올투자증권

항암제 또한, 1943년 세포독성 항암제가 개발된 이래, 화학치료제의 한계를 극복한 표적 항암제인 리툭시맙이 1997년 개발되었으며, 2011년에는 최초의 면역 관문 억제제 여보이가 FDA 허가를 획득하였다. 이처럼 항암제 또한 환자들의 부작용을 최소화한 혁신적인 치료제들의 개발이 이어지고 있다.

Fig. 8: 항암 치료의 역사



Source: 한국 MSD, 다올투자증권

II-2. 200살까지 살 수도 있다. 너빼고!

다만 그 기술의 변화를 누구나 누릴 수 있는 건 아니다. 또한 기술의 발전은 극심한 양극화를 빚게 된다

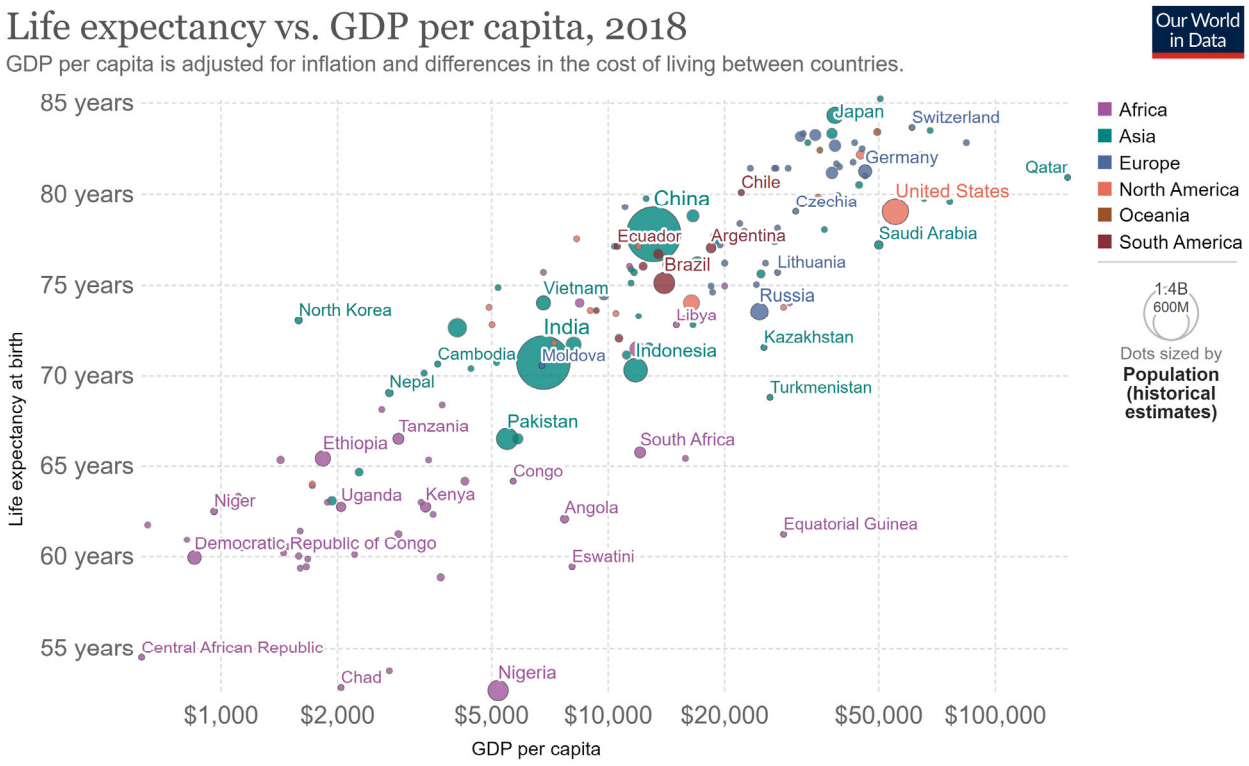
다만 이러한 기술의 발전은 정상과 비정상에 대한 엄격한 구분을 초래하며 극심한 양극화를 초래할 수 있다. 일론 머스크는 비만 치료제 위고비를 맞는다. 세상은 비만을 질병으로 분류하기 시작했다. 과거에는 질환으로 구분되어 있지 않던 질환들이 질환으로 구분되기 시작했다. 어느 먼 미래 한 시점 우리는 비만이나 정신질환을 앓고 있는 사람을 개인의 의지나 그 자체로 받아들이지 못하고 정상적인 처방을 받지 못한 환자로 판단하게 될 것이다.

고대부터 우울증 등 질환에 대한 연구가 계속 되었으며, 1952년 미국 정신의학회(APA)가 최초로 DSM(1)(Diagnostic and Statistical Manual of Mental Disoders, 정신질환 진단 및 통계 편람)을 출판하여 정신질환에 있어 정상/비정상을 구분하기 시작했다. 또한 20세기에 들어 신경전달물질과 수용체에 대한 연구가 이루어지며, SSRI 계열의 항우울증 등이 사용되기 시작했다. 정신 질환의 병인이 규명되어 약물적 치료 등이 시도된 것이다. 인간은 뇌의 기능적 오류로 우울감을 느끼고 있던 것이다.

인간의 기대수명은 점점 연장되고 있으며 의료기기에 대한 수요는 그에 따라 우상향할 전망이다

국가별 1인당 GDP와 기대수명을 비교해보면 1인당 GDP와 기대 수명의 높은 상관 관계가 확인된다. 단순히 영양 상태에 따른 인간의 기대 수명이 아니라 종래에는 기술의 발전으로 기술의 수혜를 받은 사람과 받지 못한 사람간의 극심한 양극화를 맞이하게 될 것이다. 어쩌면 올더스 헉슬리의 '멋진 신세계'를 우리는 목전에 두고 있을 수도 있다.

Fig. 9: 2018년 기준 국가별 기대수명 및 1인당 GDP 비교



Source: UN WPP (2022); Zijdeman et al. (2015); Riley (2005); Maddison Project Database 2020 (Bolt and van Zanden, 2020)
Note: GDP per capita is expressed in international-$[1] at 2011 prices.
OurWorldInData.org/life-expectancy • CC BY

Source: UN WPP, 다올투자증권

III. 의료기기 상장사 훑어보기

III-1. 어느새 시총 비중 1.5%. 여느 섹터 못지 않다

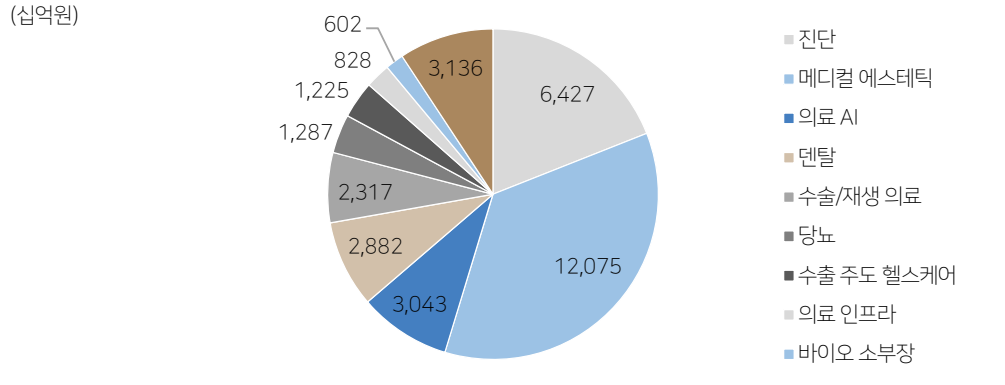
10/20일 KRX 헬스케어 업종 기준 상장 종목은 328개이다. 그 중 당사 분류 기준에 따른 의료기기 업종은 91개이다. 해당 업체들의 합산 시가총액은 38조원 정도로 코스피 및 코스닥 합산 시가총액 대비 1.5%를 차지한다. 당사는 의료기기 업종을 9가지 하위 카테고리로 구분하였으며 카테고리 분류에 따른 시가총액과 개별 기업 개수는 아래와 같다.

Fig. 10: 의료기기 업종 분류 및 시가총액, 비중

(십억원)	개별 기업 개수	시가총액 합계	코스피	코스닥
진단	29	6,427	1,648	4,779
메디컬 에스테틱	16	12,075	1,163	10,912
의료 AI	6	3,043	0	3,043
덴탈	9	2,882	1,064	1,818
수술/재생 의료	9	2,317	0	2,317
당뇨	2	1,287	0	1,287
수출 주도 헬스케어	4	1,225	0	1,225
의료 인프라	6	828	0	828
바이오 소부장	3	602	0	602
헬스케어	7	3,136	195	2,941
합계	91	33,824	4,070	29,754
전체 시가총액		2,206,170	1,829,915	376,254
비중		1.5%	0.2%	7.9%

Source: 다올투자증권

Fig. 11: 의료기기 업종별 시가총액



Source: 다올투자증권

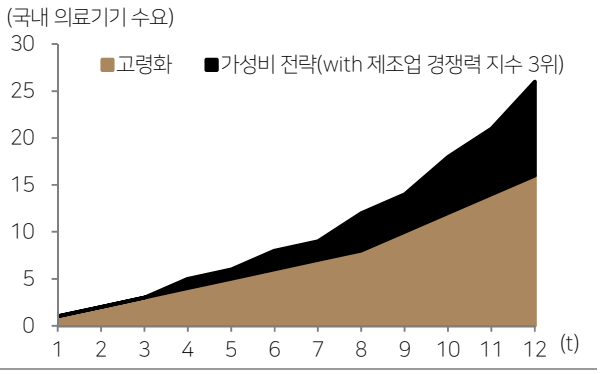
WICS 건강관리 장비와 서비스 시가총액 추이는 2015년 5조원에 불과했으나 2021년 COVID19 펜데믹을 통해 진단 업종이 주목받으며 시가총액이 급격히 성장했고, 2023년 들어 의료 AI 업종 주목과 함께 35조원에 근접하였다. 서두에서 살펴본 바와 같이 고령화로 인한 의료기기에 대한 자연수요로 의료기기 업체들의 실적은 우상향할 전망이며, 국내 의료기기 업체들의 장점인 제조업 경쟁력 기반을 통해 시장 성장률을 상회하는 실적을 보여줄 전망이다.

Fig. 12: WICS 건강관리 장비와 서비스 시가총액 추이



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 13: 고령화 통한 자연수요와 국내 기업 강점 작용



Source: Quantiwise, 다올투자증권

2023년 의료기기 업종이 주목받게 된 사유는 크게 1) COVID19 펜데믹에 따른 진단 업종 매출 확대, 2) 미용 의료기기 업체의 주가 랠리, 3) 의료 AI 기업들의 부각이다.

WICS 건강관리 섹터 시가총액 기준 상위 20개 기업들의 순위를 확인해보면 2022년말 기준 총 7개 기업이 의료기기 섹터로 분류된다. 추가적으로 2023.09월말 기준으로 확인하면 미용 의료기기 및 의료 AI 기업들의 출현으로 상위 20개 기업 중 6개 기업(2022년말 대비 오스템임플란트, 대웅제약 씨젠 제외, 루닛, 메디톡스 포함)이 있다. 의료기기 기업들의 실적 성장에 따라 헬스케어 섹터 내 의료기기 비중은 점차 확대될 전망이다.

WICS 건강관리 장비와 서비스 시가총액은 2015년 5조원에 불과했으나, 2023년에 이르러 30조원을 상회하여 8년의 기간동안 섹터의 시가총액이 6배 가량 확대되었다.

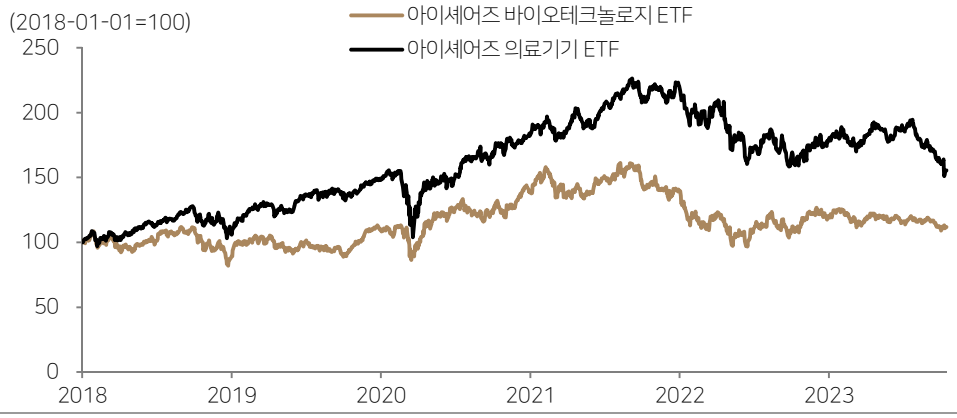
Fig. 14: WICS 건강관리 업종 상위 20개 업체 시가총액 순위 (십억원)

순위	2019		2020		2021		2022	
	기업명	시가총액	기업명	시가총액	기업명	시가총액	기업명	시가총액
1	삼성바이오로직스	28,649	삼성바이오로직스	54,652	삼성바이오로직스	59,747	삼성바이오로직스	58,434
2	셀트리온	23,229	셀트리온	48,464	셀트리온	27,314	셀트리온	22,599
3	셀트리온헬스케어	7,628	셀트리온헬스케어	24,745	SK 바이오사이언스	17,213	셀트리온헬스케어	9,178
4	HLB	4,911	SK 바이오팜	13,235	셀트리온헬스케어	12,433	SK 바이오팜	5,646
5	한미약품	3,443	셀트리온제약	8,544	SK 바이오팜	7,612	SK 바이오사이언스	5,644
6	유한양행	3,022	신풍제약	6,570	에스디바이오센서	5,773	유한양행	4,189
7	한미사이언스	2,483	씨젠	5,063	셀트리온제약	4,547	한미약품	3,671
8	헬릭스미스	1,985	알테오젠	5,047	유한양행	4,345	HLB	3,308
9	한올바이오파마	1,896	한미사이언스	5,023	HLB	3,710	에스디바이오센서	3,139
10	메디톡스	1,750	유한양행	5,021	한미사이언스	3,648	셀트리온제약	2,522
11	휴젤	1,718	HLB	4,900	한미약품	3,334	한미사이언스	2,227
12	대웅제약	1,593	녹십자	4,745	알테오젠	3,199	오스템임플란트	2,058
13	녹십자	1,548	한미약품	4,340	씨젠	3,186	알테오젠	1,971
14	제넥신	1,485	제넥신	3,070	에스티팜	2,597	대웅제약	1,836
15	셀트리온제약	1,357	대웅	2,925	녹십자	2,548	휴젤	1,671
16	HLB 생명과학	1,306	종근당	2,466	오스템임플란트	2,039	에스티팜	1,648
17	영진약품	1,213	메드팩토	2,393	휴젤	1,901	녹십자	1,513
18	에이비엘바이오	1,094	휴젤	2,379	대웅	1,805	케어젠	1,473
19	녹십자홀딩스	1,046	한올바이오파마	1,959	대웅제약	1,715	씨젠	1,421
20	신라젠	1,034	녹십자홀딩스	1,952	신풍제약	1,693	클래시스	1,192

Source: Quantiwise, 다올투자증권

iShares Biotechnology ETF와 iShares US Medical Devices ETF의 주가 추이다. Biotechnology는 Amgen, Vertex, Gilead와 Regeneron 등 바이오테크 기업들을 중심으로 바이오테크 업종에 대한 ETF 지수이며, iShares US Medical Devices는 북미 상장 의료기기 업체들로 구성된 ETF 지수다. 단일 ETF간의 상대주가 비교이지만, 의료기기 업종 퍼포먼스가 바이오텍을 상회하고 있음을 확인할 수 있다.

Fig. 15: 바이오테크 ETF 및 의료기기 ETF 상대주가 추이

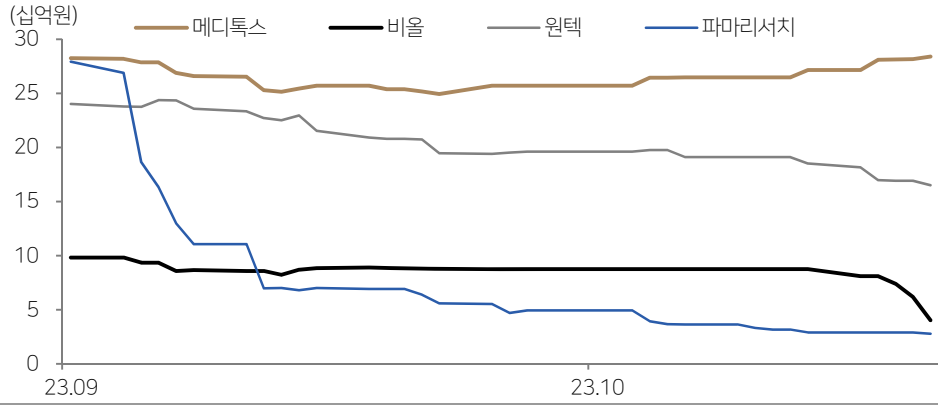


Source: Bloomberg, 다올투자증권

다만, 국내 한정으로 CFD 관련 규제가 강화됨에 따라 일부 종목들의 주가 하락이 있었다. 9월 1일 기업별 CFD 계좌 잔고를 확인할 수 있으며, 관련 규정이 강화되었다. CFD 잔고 금액과 비중이 높았던 기업들은 주가 하락이 있다. 섹터 내 CFD 잔고 금액이 시가총액 대비 1%를 상회했던 종목은 메디톡스과 비올, 원텍, 파마리서치가 있으며 잔고 추이는 아래와 같다.

9월 1일부터 CFD 투자 정보 투명성 제고 목적으로 잔고가 공개되며, 신용융자와 같이 증권사 신용공여 한도 100%에 CFD가 포함된다. 또한 일부 저유동성 종목에 대한 CFD 취급이 제한되며 최소 증거금률 규제도 상시화할 예정이다.

Fig. 16: 4개 업체 CFD 잔고 추이



Source: Quantiwise, 다올투자증권

III-2. 3Q23E 프리뷰: 비수기 지나는 중

3분기는 의료기기 섹터 통상적 비수기로 QoQ 성장이 둔화되는 시기다. 커버리지 기업 매출액면에서는 컨센서스 부합 전망하나, 광고비 증가나 지급 수수료 일회성 비용 등으로 컨센서스 소폭 하회 전망한다.

Fig. 17: 3Q23E 프리뷰

(십억원)			변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
		2023.09(E)	2023.09(E)	vs Chg	2023.09(E)	vs Con	2022.09(A)	YoY	2023.06(A)	QoQ
클래시스(214150)	매출액	46.5	46.5	0.0	46.0	1.2	33.3	39.7	45.9	1.4
BUY(유지)	영업이익	21.6	22.9	-5.7	23.3	-7.4	17.5	23.2	23.1	-6.6
46,000 원(유지)	지배주주순이익	16.3	17.3	-5.7	19.0	-14.0	18.7	-12.6	18.6	-12.1
	OPM	46.3%	49.1%	2.8%p	50.7%	4.3%p	52.6%	6.2%p	50.3%	4.0%p
	NIM	35.1%	37.3%	2.1%p	41.3%	6.2%p	56.2%	21.0%p	40.5%	5.4%p
제이시스메디칼(287410)	매출액	37.9	37.9	0.0	39.3	-3.5	28.6	32.6	35.2	7.7
BUY(유지)	영업이익	10.6	12.6	-15.5	13.2	-19.4	7.7	38.2	9.6	10.9
14,000 원(하향)	지배주주순이익	7.1	8.6	-17.7	10.3	-31.5	7.2	-2.0	6.2	13.8
	OPM	28.1%	33.2%	5.1%p	33.6%	5.5%p	26.9%	-1.1%p	27.3%	-0.8%p
	NIM	18.6%	22.6%	4.0%p	26.2%	7.6%p	25.2%	6.6%p	17.6%	-1.0%p
파마리서치(214450)	매출액	67.5	66.5	1.6	63.0	7.2	46.2	46.2	66.8	1.1
BUY(유지)	영업이익	25.0	24.7	1.5	23.3	7.4	16.5	51.6	23.6	6.0
180,000 원	지배주주순이익	19.6	19.4	1.3	18.4	6.6	17.4	12.7	16.7	17.4
	OPM	37.0%	37.1%	0.0%p	37.0%	-0.1%p	35.7%	-1.3%p	35.3%	-1.7%p
	NIM	29.0%	29.1%	0.1%p	29.2%	0.2%p	37.7%	8.6%p	25.0%	-4.0%p
휴젤(145020)	매출액	79.3	75.7	4.8	80.8	-1.9	63.9	24.1	81.6	-2.8
BUY(유지)	영업이익	26.5	23.6	12.3	26.3	0.6	24.0	10.2	28.0	-5.5
190,000 원(상향)	지배주주순이익	18.7	16.6	12.6	18.2	2.8	25.8	-27.5	21.4	-12.6
	OPM	33.4%	31.1%	-2.2%p	32.5%	-0.8%p	37.6%	4.2%p	34.3%	0.9%p
	NIM	23.6%	22.0%	-1.6%p	22.5%	-1.1%p	40.4%	16.8%p	26.2%	2.6%p
덴티움(145720)	매출액	98.5	112.4	-12.3	113.3	-13.1	90.7	8.6	106.4	-7.4
BUY(유지)	영업이익	33.0	40.8	-19.1	38.7	-14.7	33.7	-2.0	33.8	-2.3
150,000 원(하향)	지배주주순이익	23.2	26.9	-13.9	30.4	-23.8	24.5	-5.5	21.2	9.3
	OPM	33.5%	36.3%	2.8%p	34.2%	0.6%p	37.2%	3.6%p	31.8%	-1.8%p
	NIM	23.5%	23.9%	0.4%p	26.8%	3.3%p	27.0%	3.5%p	19.9%	-3.6%p
레이(228670)	매출액	40.6	42.4	-4.4	42.0	-3.4	33.0	23.0	39.4	3.0
BUY(상향)	영업이익	3.6	4.8	-26.0	5.8	-38.3	4.2	-14.8	3.3	8.4
34,000 원(하향)	지배주주순이익	1.6	2.6	-37.8	4.0	-59.7	2.5	-35.6	1.3	23.9
	OPM	8.8%	11.4%	2.6%p	13.8%	5.0%p	12.7%	3.9%p	8.4%	-0.4%p
	NIM	4.0%	6.1%	2.1%p	9.5%	5.6%p	7.6%	3.6%p	3.3%	-0.7%p
디오	매출액	42.2	44.3	-4.7	43.5	-3.0	38.2	10.6	43.8	-3.7
BUY(유지)	영업이익	9.6	10.4	-7.0	9.7	-0.6	1.1	800.8	10.2	-5.7
39,000 원(하향)	지배주주순이익	5.3	6.3	-15.7	4.3	23.9	1.5	244.9	2.9	86.4
	OPM	22.9%	23.4%	0.6%p	22.3%	-0.6%p	2.8%	-20.1%p	23.3%	0.5%p
	NIM	12.6%	14.3%	1.6%p	9.9%	-2.7%p	4.0%	-8.6%p	6.5%	-6.1%p
대웅제약(069620)	매출액	314.4	318.2	-1.2	318.7	-1.4	301.5	4.3	307.1	2.4
BUY(유지)	영업이익	29.7	30.8	-3.7	31.7	-6.3	30.3	-2.0	36.2	-17.9
170,000 원(유지)	당기순이익	18.5	20.1	-8.1	21.4	-13.6	21.5	-14.0	28.7	-35.6
	OPM	9.4%	9.7%	0.2%p	9.9%	0.5%p	10.1%	0.6%p	11.8%	2.3%p
	NIM	5.9%	6.3%	0.4%p	6.7%	0.8%p	7.1%	1.3%p	9.4%	3.5%p

Source: 다올투자증권

Fig. 18: 의료기기 섹터별 실적 요약

(십억원)	기업	매출액		영업이익		지배주주 당기순이익		PER	시가총액
		2022	2023E	2022	2023E	2022	2023E	2023E	
당뇨	아이센스	264.8	285.0	19.8	21.0	16.1	15.2	41.9	626.0
메디컬	클래시스	141.8	185.9	68.9	94.1	75.4	76.0	28.2	2,085.8
에스테틱	제이시스메디칼	116.6	143.3	34.0	39.1	27.1	27.6	29.7	797.6
	파마리서치	194.8	260.3	65.9	96.1	40.6	75.5	15.5	1,126.1
	휴젤	281.7	317.9	101.4	101.6	57.3	81.0	21.7	1,721.6
	대웅제약	1,161.3	1,233.9	106.0	126.3	48.6	109.4	10.8	1,163.3
	원텍	81.5	120.9	26.8	48.7	13.4	37.5	22.0	802.4
	휴메딕스	123.2	160.8	26.0	45.0	21.2	32.8	10.9	358.2
	제테마	46.0	64.5	4.0	5.9	1.5	-	-	284.8
	이루다	46.3	53.9	8.3	8.6	7.9	8.2	17.8	146.0
	비올	31.1	42.9	12.9	22.0	11.5	20.5	17.5	360.5
	바이오플러스	56.7	78.4	25.3	35.7	21.1	27.0	13.7	370.2
	메디톡스	195.1	217.5	46.7	42.6	37.0	35.0	42.5	1,488.9
수술/	엠아이텍	60.7	50.0	20.3	14.7	19.2	12.0	18.8	225.9
재생의료	엘앤씨바이오	52.6	70.3	9.5	9.9	4.5	15.6	40.6	634.0
	큐렉소	65.0	74.0	1.1	5.0	-3.0	3.8	145.3	550.9
	한스바이오메드	74.5	80.0	1.3	0.5	6.2	-	-	197.9
	코렌텍	63.9	84.7	5.9	7.0	1.8	5.0	27.3	136.3
	메타바이오메드	68.9	82.5	5.3	14.6	2.6	11.0	7.5	82.3
	오스테오닉	19.8	30.0	2.5	4.0	0.8	-	-	85.6
덴탈	덴티움	355.9	395.3	125.7	130.0	86.1	93.2	12.1	1,118.0
	디오	131.3	173.8	-4.4	41.3	-20.5	26.5	14.0	371.6
	레이	129.0	154.4	16.2	11.7	8.0	5.9	16.3	331.6
	플라즈맵	13.3	17.3	-17.4	-11.6	-17.7	-11.0	-	79.9
	바텍	395.1	401.9	79.6	76.8	76.9	71.3	6.5	462.7
	덴티스	87.1	108.7	5.6	11.7	1.2	12.0	10.8	129.8
	뷰웍스	237.9	232.4	43.7	18.6	26.5	15.5	18.9	292.6
진단	바이오노트	479.7	98.5	295.4	-55.8	307.8	-75.8	-	398.5
	에스디바이오센서	2,932.0	678.5	1,146.6	-222.9	911.4	-347.3	-	1,263.5
	바디텍메드	118.1	135.8	24.7	29.8	24.2	22.6	17.7	401.4
	랩지노믹스	144.8	82.0	66.2	6.0	48.4	3.5	73.9	258.7
	소마젠	43.4	36.2	-1.5	-0.7	-1.1	-0.3	-	95.7
수출 주도 헬스케어	휴비츠	109.4	125.0	19.0	20.0	17.1	15.6	11.5	179.4
	제이브이엠	142.0	166.1	22.0	32.3	15.8	25.6	13.8	352.4

Source: 다올투자증권

III-3. 가성비 의료기기들의 연타석 홈런. 우연처럼 보이지만 필연일 수도

의료기기 섹터의 중장기적 성장의 가능성은 고령화와 가성비에서 찾을 수 있다. 의료기기 섹터 내 성장기는 4번의 카테고리 상승에서 찾을 수 있다. 첫번째는 톡신 업종의 주가 상승이다. 2006년 메디톡신이 출시되었으며 2016년 기점으로 따이공향 톡신 매출이 본격화되며 톡신 업종 주가 상승을 경험한 바 있다. 이후, 중국에서 불법 시술 규제 강화로 인해 따이공향 매출이 급감하고, Evolus와 메디톡스 간의 법적 분쟁이 2019년 ITC에서 개시됨에 따라 노이즈가 붉어졌다. 해당 노이즈로 인해 톡신 업종의 합산 시가총액은 제자리 걸음이지만 매출면에 있어서는 톡신 3사의 매출이 증가하고 있고, 최대 시장이라고 평가되는 북미와 유럽, 중국에 순차 진출을 하고 있다.

2번째로 성장한 섹터는 임플란트 업종이다. 기존에 수입산 임플란트에 의존하던 국내 치과 업종은 오스템임플란트와 덴티움 등 임플란트 대표 기업들이 설립되어 임플란트를 제조하기 시작하였다. 2002년 OIC 설립 등 임플란트 제조에 그치는 것이 아니라 교육 시설을 운영하며 임플란트 식립률 확대가 이루어졌다. 이와 더불어 임플란트 건강보험 적용과 함께 전세계에서 가장 식립률이 높은 나라가 되기도 하였다. 또한 국내 업체들은 국내에 안주하지 않고 교육 시스템을 전세계에 보급, 특히나 중국에서 수량 기준 MS 1, 2위를 차지하는 계기가 되었다. 2022년 오스템임플란트의 횡령 사건과 2023년 시행된 중국 공공입찰 제도인 VBP로 인해 주가의 등락이 있지만 국내 임플란트 업체들은 밸류 세그먼트의 강자로 자리매김했다.

3번째 섹터는 진단이다. 톡신과 임플란트 업종에 비해 B2B적인 성향이 강하고 가장 보수적 섹터였던 진단 업종은 COVID19 펜데믹으로 인해 국내 업체에 대한 인식 개선이 나타났다. 2020년 COVID19 펜데믹 상황을 마주한 국내 업체들은 COVID19 진단 키트 개발에 착수하여 국내뿐만 아니라 북미와 유럽 같은 선진국에 공공 입찰을 수주하기도 했다. 전세계적인 비극이었으나 국내 업체들의 기술력을 입증할 수 있는 계기가 되었다. 엔데믹을 맞이하며 진단 업종 주가는 하락하였지만 개선된 인지도와 입증된 기술력을 기반으로 Post COVID19 전략을 펼칠 전망이다.

마지막은 미용 의료기기 장비 업체들이다. 2000년대 들어 에너지 기반 미용 의료기기들이 시장에 도입되었다. Solta Medical의 Thermage와 Merz의 Ultherapy 등이 대표적인 장비다. 다만 해당 장비는 높은 가격으로 인해 시장 침투가 더뎠다. 2014년 클래시스가 슈링크를 출시하였으며 다른 미용 의료장비 업체들이 가성비 장비를 출시하며 미용 의료 시술의 대중화가 이루어졌다. 특히나 2022년과 2023년 해당 업체들의 실적 성장과 인수합병으로 인해 해당 업체들이 주목 받고 있다.

Fig. 19: 업종별 주가 상승 추이



Source: Quantiwise 다올투자증권

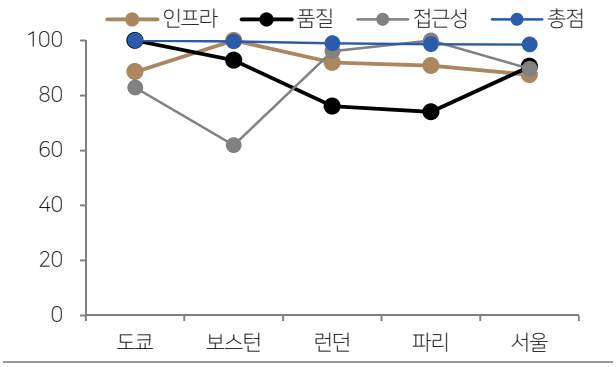
국내 업체들이 해외 업체들 대비 해서 가지는 경쟁력은 가성비와 기술력이라고 평가된다. 2020.07월 기준 한국의 세계 경쟁력 지수(CIP, Competitive Industrial Performance)는 전세계 152개국 중 독일과 중국에 이은 3위를 기록했다. 2019년 Medbelle 2019년 도시 내 병원 생태계 순위에 있어 서울이 5위를 차지한만큼 한국의 의료 인프라 또한 우수한 수준으로 판단된다. 그만큼 높은 제조업 경쟁력을 기반으로 경쟁력 있는 의료 인프라를 갖춘 한국에서 의료기기 업체들이 탄생하는 환경이 조성되고 있다고 판단된다.

Fig. 20: 주요국의 연도별 CIP 순위 비교

	한국	독일	중국	미국	일본
2018	3	1	2	4	5
2014	4	1	3	2	5
2010	4	1	5	3	2
2006	5	1	14	2	3
2002	11	1	21	2	3
1998	14	1	23	2	3
1994	13	1	25	3	2
1990	17	1	32	3	2

Source: UNIDO, 다올투자증권

Fig. 21: Medbelle 2019년 도시 내 병원 생태계 순위



Source: Quantiwise, 다올투자증권

추가적으로 2022년 발간된 한국 바이오헬스 산업 관련 해외인식도 조사 결과에서 국내 의료기기와 화장품에 대한 높은 인지도를 확인할 수 있었다.

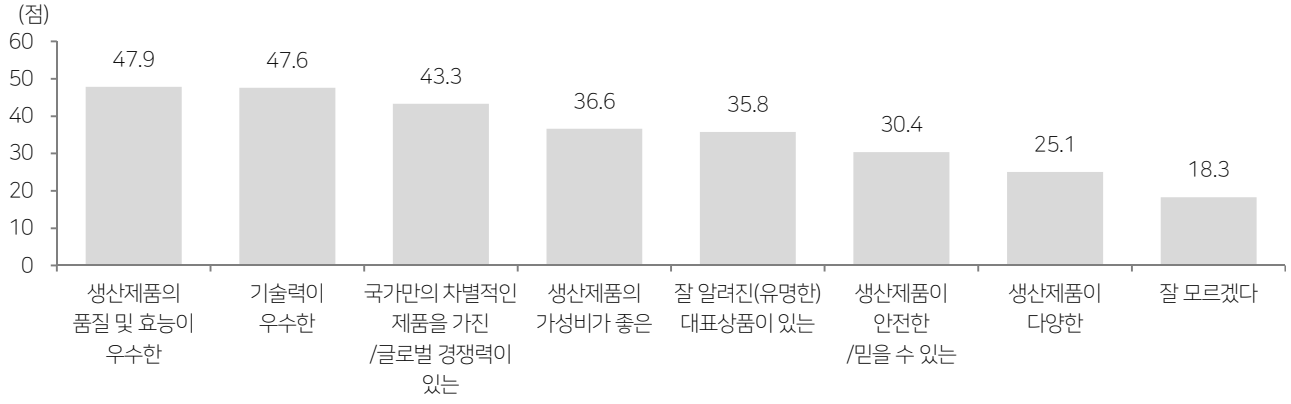
국가별로는 동남아 및 중동에서 한국에 대한 전반적인 호감도가 높게 확인되었으며 한국에 대한 기능적인 이미지를 생산 제품의 품질 및 효능에 대한 안전성과 기술력이다. 특히나, 의료기기에 있어 판매 기업에 대한 신뢰성과 안정성, 가격 적절성이 한국 의료기기의 장점으로 부각되었다.

특히나, COVID19 펜데믹을 겪으면서 한국 바이오헬스 제품에 대한 이용률이 높아졌다. 설문 응답자 중 67.5%가 한국 바이오헬스 제품을 처음 이용하기 시작하였고, 특히나 의약품과 의료기기에 대해서는 70% 이상이 COVID19 펜데믹 이후 사용하기 시작하였다.

또한 해당 설문에서는 K-POP 등 한국 문화가 한국 바이오헬스 제품 구매 및 이용에 영향을 미친다는 의견이 63.7점 수준으로 특히나 아시아 국가에서 문화 영향도가 높게 나타나고 있다. 개별 기업에 대해서는 의료개기와 의약품 모두 삼성 그룹사인 삼성 메디슨과 삼성 바이오로직스에 대한 인지도가 가장 높게 평가되었으며, 의약품 중에서는 보툴리눔 톡신 제제 판매 중인 휴젤의 인지도, 의료기기에 있어서는 진단 및 덴탈 의료장비, 임플란트 업체들의 인지도가 높게 조사되었다.

해당 설문 조사의 결과와 같이 국내 업체들은 COVID19 펜데믹과 같은 외부 요인과 K-POP 문화에 대한 관심도과 같은 제반 상황을 기반으로 제조업 경쟁력을 갖춘 국가 장점을 기반으로 제품 효과 및 품질에 강점이 있는 업체들로 자리매김하고 있다.

Fig. 22: 한국에 대한 기능적 이미지



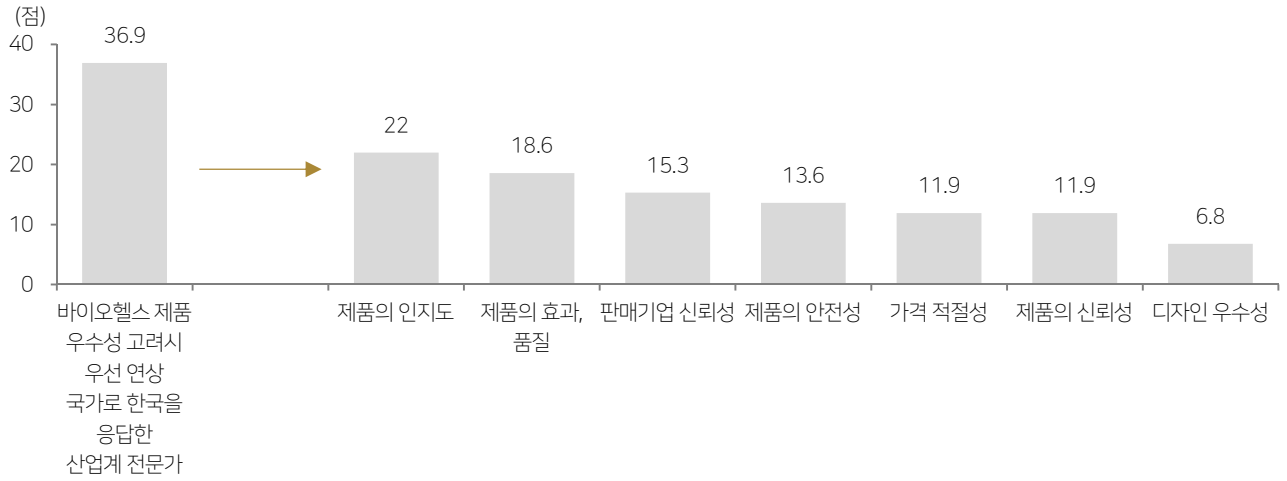
Source: KHIDI, 다올투자증권

Fig. 23: 한국에 대한 전반적 호감도 - 의료기기가 분야 중 가장 높음

구분		사례수	낮음	보통	높음	100 점 평균
전체		**(9,120)**	**22.3**	**33.2**	**44.5**	**57.0**
분야	제조업	(6,720)	20.4	33.2	46.5	58.6
	의약품	(2,160)	25.5	36.5	38.0	53.4
	의료기기	(2,040)	16.1	30.5	53.4	**63.1**
	화장품	(2,520)	19.4	32.4	48.1	59.4
	의료 서비스	(2,400)	27.6	33.3	39.1	52.6
국가	미국	(1,000)	27.9	38.3	33.8	51.6
	캐나다	(120)	35.0	43.3	21.7	42.9
	브라질	(380)	40.3	28.9	30.8	46.2
	일본	(1,000)	41.5	40.7	17.8	41.4
	중국	(1,500)	13.1	31.2	55.7	63.8
	몽골	(120)	7.5	24.2	68.3	**71.9**
	베트남	(500)	2.2	20.8	77.0	**76.9**
	태국	(260)	1.9	27.7	70.4	**73.2**
	인도네시아	(260)	3.5	22.3	74.2	**73.4**
	인도	(380)	10.8	27.9	61.3	**67.4**
	UAE	(1,000)	18.1	31.2	50.7	60.9
	사우디아라비아	(120)	35.0	27.5	37.5	46.9
	카자흐스탄	(240)	8.3	29.6	62.1	**67.3**
	영국	(500)	28.8	42.4	28.8	48.6
	프랑스	(380)	34.7	34.7	30.5	47.6
	독일	(240)	31.7	27.5	40.8	52.0
	이탈리아	(120)	72.5	20.8	6.7	23.5
	러시아	(500)	12.4	42.8	44.8	60.2
	호주	(500)	25.4	34.6	40.0	54.8
성	남성	(4,560)	22.8	32.1	45.1	57.0
	여성	(4,560)	21.7	34.3	44.0	57.0
연령	30 대 이하	(3,496)	19.5	33.2	47.3	**59.3**
	40 대	(2,812)	21.8	33.5	44.7	56.9
	50 대 이상	(2,812)	26.2	32.9	40.9	54.2

Source: KHIDI, 다올투자증권

Fig. 24: 한국 바이오헬스 제품의 장점



구분		사례수	제품의 인지도	제품의 효과, 품질	판매 기업 신뢰성	제품의 안전성	가격 적절성	제품의 신뢰성	디자인 우수성
전체		(59)	22	19	15	14	12	12	7
분야	의약품	(12)	25	8	25	17	8	17	-
	의료기기	(4)	-	25	25	25	25	-	-
	화장품	(43)	23	21	12	12	12	12	9

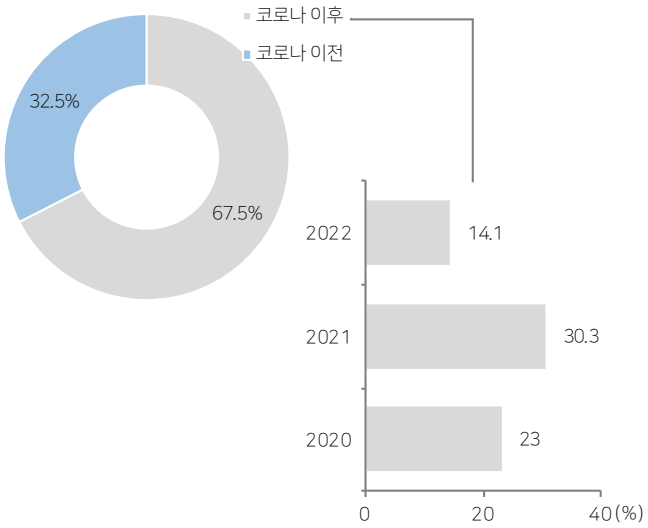
Source: KHIDI, 다올투자증권

Fig. 25: 의료기술 우수성 고려 시 우선 연상 국가로 한국을 응답한 이유 및 한국의 강점

구분	세부 의견
의료장비/시설 및 시스템	· "한국의 의료서비스는 **기술력**으로 세계 의료서비스 시장을 선도하고 있음"(캐나다)
	· "한국의 **의료 장비와 시설**은 매우 선진화되어 있으며, 특히 미용 성형 기술이 우수함"(중국)
	· "**첨단 기술**과 **임상 실험**을 통해 의료서비스 분야에서 충분히 인정받음"(인도네시아)
	· "한국의 의료서비스는 **첨단 기술이고 혁신적**임"(UAE)
의료진	· "한국에는 매우 훌륭한 의료진들이 있으며, 이들은 서비스를 제공하면서 큰 책임감으로 대하며 수준 높은 결과를 제공하고 있음"(몽골)
	· "암 치료, 골수 수술 및 기타 여러 분야에서 **기술이 우수함**"(몽골)
	· "한국의 의료진은 의료계에서 큰 명성을 얻어 **품질이 보증**되어 있음"(UAE)

Source: KHIDI, 다올투자증권

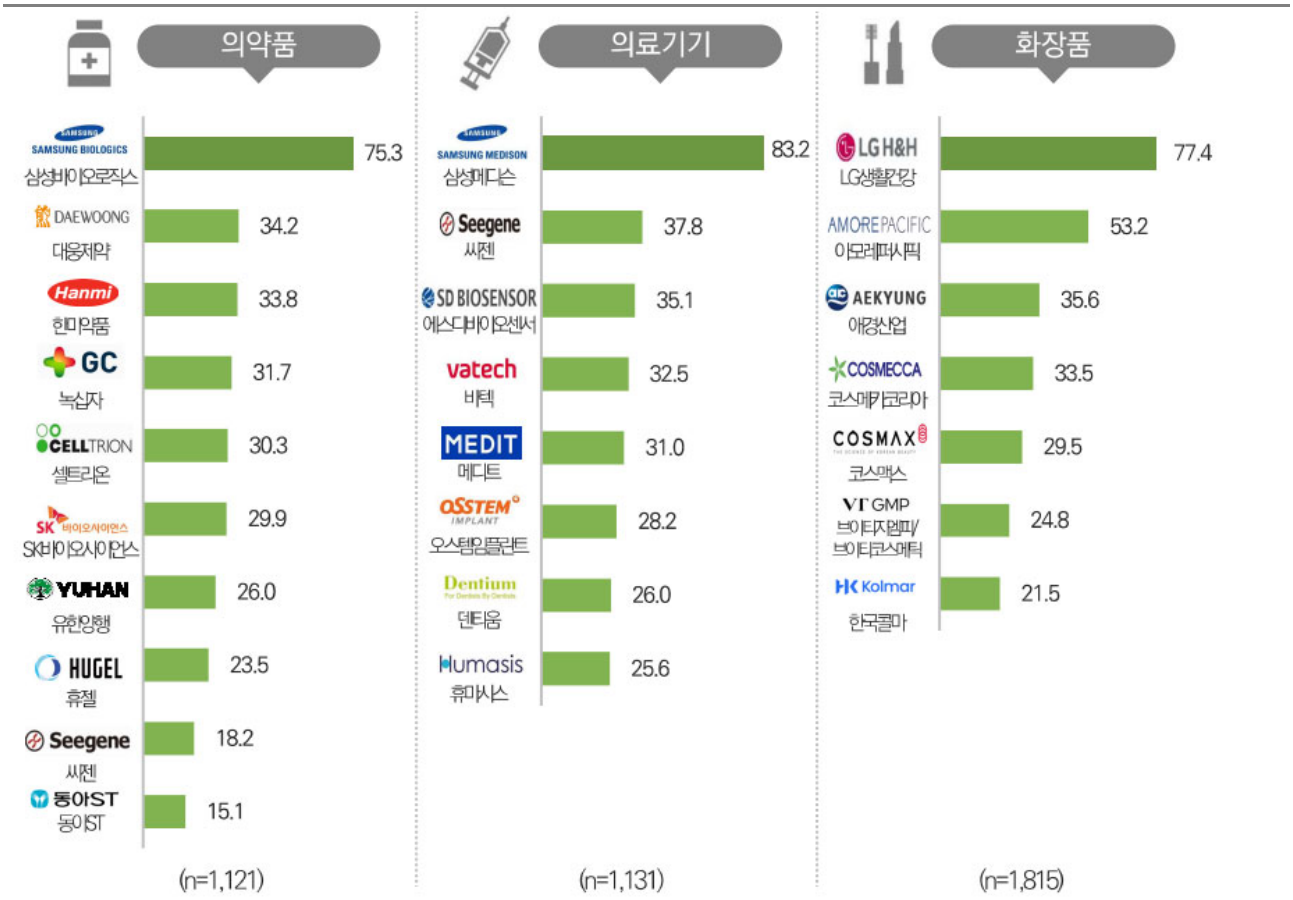
Fig. 26: 한국 바이오헬스 제품 첫 이용 시기



구분		사례 수	코로나 이전	코로나 이후
전체		(2,841)	32.5	67.5
분야	의약품	(583)	25.2	74.8
	의료기기	(790)	21.8	78.2
	화장품	(1,468)	41.1	58.9
대륙	북아메리카	(266)	21.1	78.9
	남아메리카	(85)	31.8	68.2
	동북아시아	(904)	38.7	61.3
	동남아시아	(533)	37.1	62.9
	서남아시아	(510)	26.1	73.9
	중앙아시아	(22)	40.9	59.1
	유럽	(382)	30.6	69.4
	오세아니아	(139)	23.7	76.6

Source: KHIDI, 다올투자증권

Fig. 27: 한국 바이오헬스 제품 관련 특정 기업 인지도



Source: KHIDI, 다올투자증권

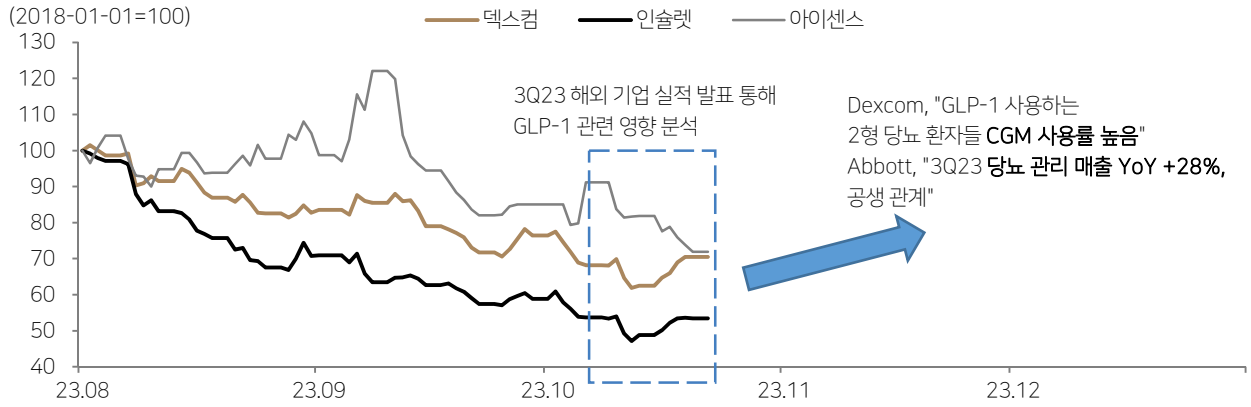
IV. 섹터별 투자포인트 점검

당뇨

개별 기업 수 (개)	2
합산 시가총액 (십억원)	1,287
2022년 합산 매출액 (십억원)	272
대표 기업	#아이센스, #이오플로우
대표 제품	연속혈당측정기, 인슐린 패치
투자 포인트	#GLP-1 우려, #디지털 헬스케어

IV-1. 당뇨
: 오젬픽 쇼크. 반등의 실마리를 잡다!

Fig. 28: 당뇨: 3Q23 실적 통해 GLP-1 우려 최소화 중. 혈당 모니터링은 GLP-1과 공생 관계



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 29: CGM과 BGM 차이

구분	CGM(연속혈당 측정기)	BGM(자가혈당 측정기)
측정 방식	센서를 피부 아래 피하지방에 위치시켜 연속해서 혈당값 측정	손가락 끝에서 피를 내어 혈당값 측정
사용 대상	1형 당뇨 환자(Type 1), 중증 2형 당뇨환자(Type 2)	모든 당뇨 환자군
측정 부위	복부, 팔뚝	손가락
측정 샘플	세포간액(혈액이 아님)	모세혈
센서 교체주기	센서 장착 후, 1~2주	1회 사용
장점	혈당 추이 분석 용이, 저/고혈당 알림기능, 채혈 통증 없음, 쉬운 데이터 공유	높은 정확도 및 낮은 가격
단점	높은 가격, 피부 트러블, BGM대비 낮은 정확도	빈번한 측정, 채혈 통증, 저혈당 쇼크

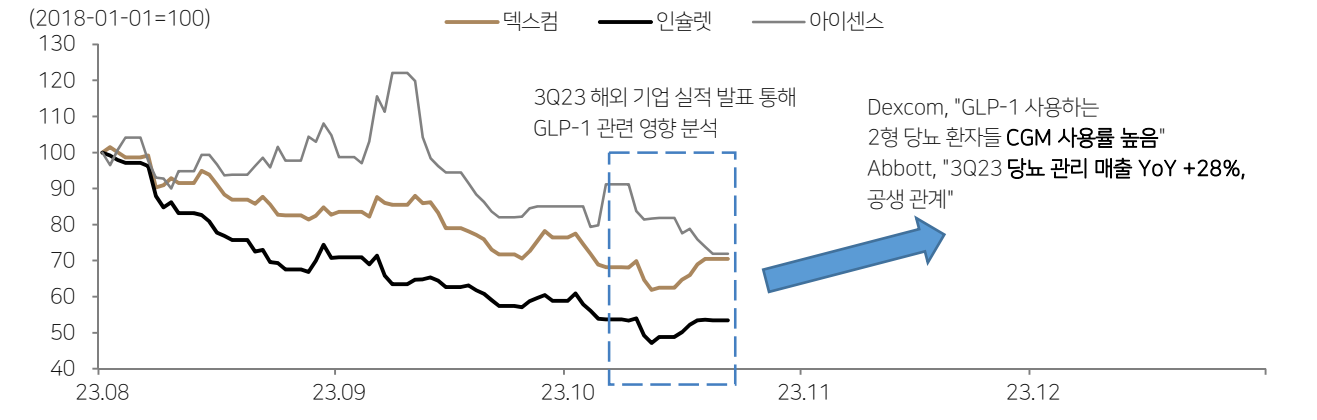
Source: 아이센스, 다올투자증권

최선호 섹터로 당뇨 섹터를 제시한다. CGM 제조사 Dexcom의 주가가 GLP-1 계열 치료제 적응증 확대로 하락하고 있으나, 혈당 모니터링은 당뇨와 향후 비만 환자들에게도 있어 핵심 기능이 될 전망이며 이에 따라 CGM 매출을 본격화하고 있는 아이센스(BUY, TP 3.7만원)에 대한 최선호 의견도 유지한다.

당뇨 관련 의료기기는 대표적으로 1) 연속혈당 측정기(CGM)와 2) 인슐린 주입기(펌프 및 패치형)으로 구분된다. 당뇨병은 인슐린 분비가 정상적으로 작용하지 않거나, 수용체에 문제가 생겨 작용 효과가 떨어져 발생하며 당뇨병성 망막증 등 합병증이 유발한다. 따라서, 약물 치료와 함께 적정한 수준의 혈당 관리와 중증도 이상의 환자들은 인슐린 치료가 병행되어야 한다. 기존의 의료기기는 채혈을 기반한 자가혈당 측정(BGM)과 직접 인슐린을 주사하는 인슐린 주사기를 통해 치료가 진행되었다. CGM은 주기적인 혈당 모니터링을 통해 TIR이라는 새로운 지표를 제시해 당뇨 환자들의 합병증 리스크를 줄일 수 있다. 또한 궁극적으로는 CGM과 인슐린 주입기가 결합된 Closed loop system(인공췌장)으로 개발이 이어질 예정이다.

또한 CGM은 디지털 헬스케어 기업들과의 연계가 가능하다. 카카오헬스케어 및 KT 등 국내 기업들이 만성 환자에 대한 관리 플랫폼을 개발하고 있으며 CGM은 환자의 혈당 정보를 제공할 수 있다. 디지털 헬스케어 기업들의 OEM/ODM업체로서 아이센스를 주목한다. 카카오는 4Q23E 스마트폰 기반 혈당 관리 플랫폼 출시 예정이며, 당뇨 및 정신 건강, 근골격계 3가지 영역에 집중하고 있다.

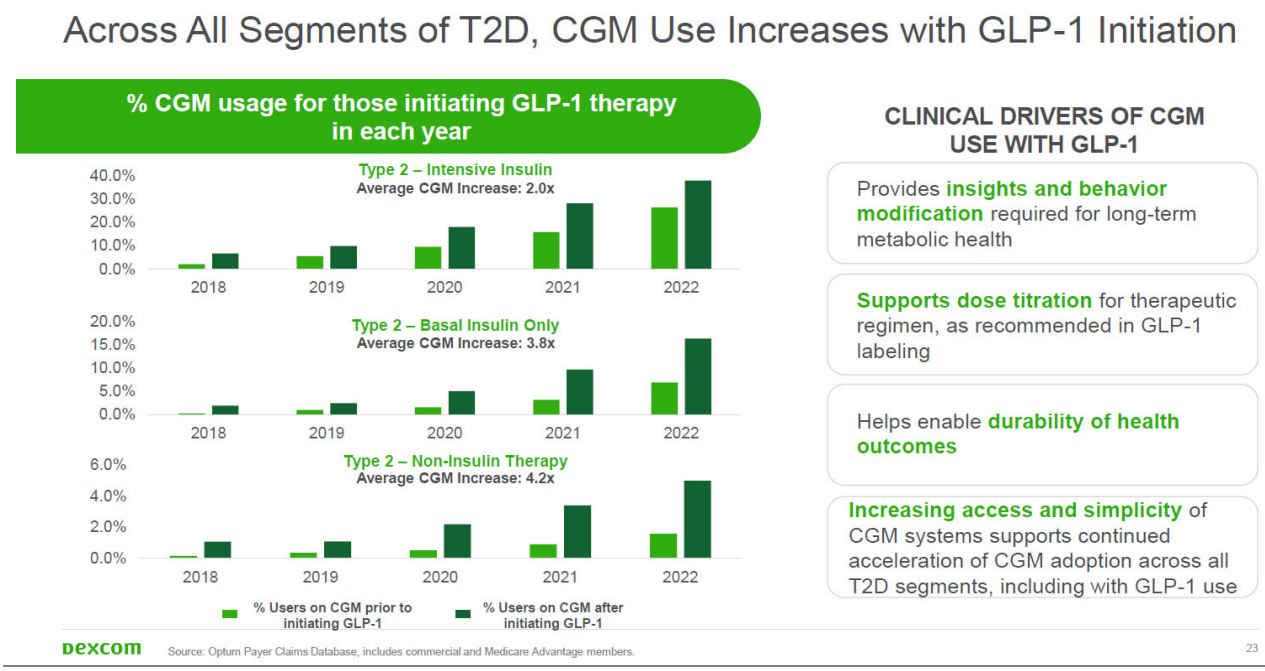
Fig. 30: 당뇨: 3Q23 실적 통해 GLP-1 우려 최소화 중. 혈당 모니터링은 GLP-1과 공생 관계



Source: Bloomberg, 다올투자증권

CGM 제조업체 Dexcom의 주가 하락이 이어지고 있다. GLP-1 계열 치료제 적응증이 당뇨에서 비만으로 확대됨에 따라 당뇨 관련 의료기기 업체들에 대한 우려가 제기되었다. CMS 등 각국의 보험사들이 1형 당뇨에서 2형 당뇨로 CGM 보험 지급 대상을 확대하고 있던 찰나에 GLP-1 계열 치료제들의 비만 적응증 확대 흐름이 나타나기 시작했다. 내분비 계열이 비만약제에 관심을 가지는 이유는 비만이 심혈관계와 높은 상관 관계를 가지기 때문이다. 따라서 근본적인 비만 해결을 통해 당뇨를 비롯한 만성 질환 등을 치료하고자 함이다. 이에 따라 당뇨 관련 의료기기 업종 주가는 Dexcom을 포함하여 주가 하락으로 이어졌다. Dexcom은 2023.09월 컨퍼런스콜에서 GLP-1 계열 치료제 사용 환자들은 CGM 채택율이 높다는 자료를 발표하였다.

Fig. 31: 2형 당뇨 환자들 중 GLP-1 치료에 따라 CGM 사용률 증가함



Source: Dexcom, 다올투자증권

10/18일 Abbott는 3Q23 실적을 발표하였다. 해당 실적에서 당뇨 관리 부문 매출액은 14.7억 달러로 YoY +26% 성장했다. 특히나, 미국과 글로벌 모두 29%와 25%의 견조한 성장세를 보였다. 2Q23 기준 글로벌 리브레 사용자는 500만명을 초과하였으며 미국의 약 200만명이 사용 중으로 2년 간 2배 이상 사용자가 증가했다.

실적 발표 중 GLP-1 관련된 코멘트로는 GLP-1 계열 치료제와 CGM을 병행해서 사용하는 트랜드에 언급하며, GLP-1 계열 치료제 복용을 받는 환자들의 복약 순응도는 CMG을 통해 높아진다 밝혔다. CGM과 GLP-1 계열 치료제 병용하여 사용하여 효과적으로 당뇨를 관리할 수 있게 된다. 10/18일 실적 발표 이후, Dexcom과 Abbott, Insulet 등 당뇨 관련 의료기기 업체들은 일제히 상승하였다.

Fig. 32: Abbott 부문별 매출액 추이

(백만달러)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E
매출액	10,456	10,223	10,928	11,468	11,895	11,257	10,410	10,091	9,747	9,978	10,143	10,201
Medical Products	3,320	3,666	3,632	3,749	3,565	3,757	3,615	3,750	3,900	4,295	4,249	
Diabetes Care	980	1,056	1,121	1,171	1,126	1,192	1,167	1,271	1,313	1,424	1,472	
YoY(%)	*30.2*	*40.0*	*33.0*	*27.6*	*14.9*	*12.8*	*4.1*	*8.6*	*16.6*	*19.4*	*26.2*	
International	727	767	798	824	783	793	744	803	834	919	928	
YoY(%)	*28.3*	*38.7*	*29.4*	*23.5*	*7.7*	*3.4*	*-6.8*	*-2.5*	*6.5*	*15.8*	*24.8*	
U.S	253	289	323	347	343	399	423	468	479	505	544	
YoY(%)	*36*	*43*	*43*	*39*	*36*	*38*	*31*	*35*	*40*	*27*	*29*	
Diagnostics	4,014	3,247	3,912	4,471	5,286	4,322	3,671	3,305	2,688	2,317	2,449	
Nutrition	2,036	2,108	2,108	2,042	1,894	1,953	1,795	1,817	1,967	2,076	2,073	
Established Pharmaceuticals	1,070	1,180	1,265	1,203	1,147	1,223	1,326	1,216	1,189	1,287	1,368	

Source: Dexcom, 다올투자증권

Fig. 33: 오젬픽 쇼크: 코카콜라 또한 수요 둔화로 주가 하락



Source: Dr wealth, 다올투자증권

Fig. 34: GLP-1 비만 치료제 오젬픽

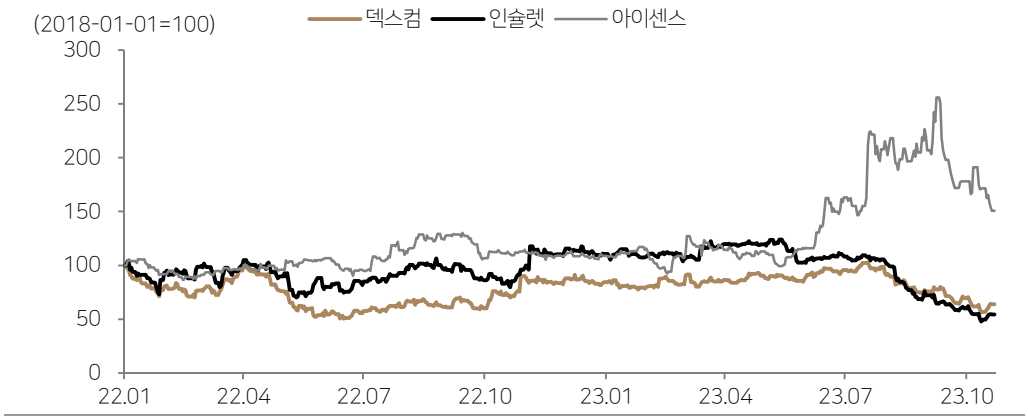


Source: Novo Nordisk, 다올투자증권

혈당 모니터링 장비에 대한 수요는 지속 성장 전망한다. 현재 CGM은 제1형 당뇨 환자를 대상으로 활용되고 있으며, 보험 급여 등재 통해 2형 당뇨 환자들에 대한 침투가 가속화되는 구간이기에 실적에 대한 단기적인 영향은 제한적이다. 또한, Dexcom은 2024년 인슐린 투여를 하지 않는 2형 당뇨 환자를 대상으로 한 CGM을 출시할 예정이다. 디지털 헬스케어 업체들 또한 킬러 컨텐츠로 만성환자에 대한 관리를 뽑는다. 그렇기에 디지털 헬스케어 플랫폼의 필수가 되는 하드웨어인 CGM 장비에 대한 수요를 견인할 전망이다.

Dexcom은 10/26일 3Q23 실적 발표 예정이다.

Fig. 35: Dexcom, Insulet, 아이센스 3개사 주가 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

이 페이지는 편집상 공백입니다

당뇨

박종현
의료기기 | alex.park@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

아이센스 (099190)

순항 중

BUY

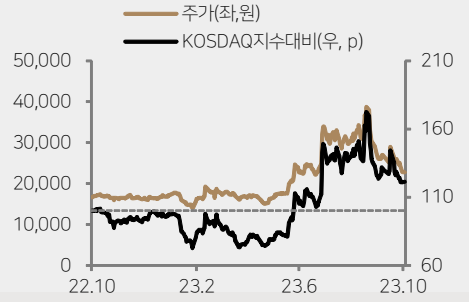
	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
적정주가	37,000		유지
Earnings			유지

Stock Information	
현재가 (10/24)	23,100원
예상 주가상승률	60.2%
시가총액	6,357억원
비중(KOSDAQ내)	0.17%
발행주식수	27,518천주
52주 최저가 / 최고가	14,012 - 38,700원
3개월 일평균거래대금	269억원
외국인 지분율	30.9%
주요주주지분율(%)	
차근식 (외 9인)	25.8
아크레이 (외 1인)	10.4
Templeton (외 3인)	6.0

Valuation wide	2022	2023E	2024E
PER(배)	28.0	41.9	26.7
PBR(배)	1.7	2.2	2.1
EV/EBITDA(배)	15.3	20.3	14.8
배당수익률(%)	1.1	0.8	0.8

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(11.2)	34.7	36.2	40.3
KOSDAQ 대비 상대수익률	(2.7)	42.9	22.2	24.8

Price Trend



Issue

기업 현황 업데이트

Pitch

국내 CGM 출시. 유럽 계약 지연 우려있었지만 이슈없음. 1) 9/20일 카카오헬스케어에 CGM 공급 계약 체결, 2) 2023E말 유럽 계약 체결 예정. 적정주가 3.7만원, 투자의견 BUY 유지

Rationale

- 9/11일 국내 CGM 출시. 자사몰 및 일부 오프라인 판매 중. 국내 유통 제약사 계약은 2023E 체결 예정. 유럽 파트너사 계약 또한 2024E 출시를 앞두고 체결될 예정
- 9/20일 카카오헬스케어와 CGM 공급 계약 체결, 카카오헬스케어 디지털 혈당관리 서비스는 4Q23E 출시 예정(10월말 - 11월초 추정). 2023E CGM 매출액은 25억원 추정하나, 2024E 카카오헬스케어 및 유럽 공급 계약으로 CGM 매출액 200억원으로 상향 조정. **동사는 금번 계약과 유사하게 당뇨병 기반한 디지털 헬스케어 사업자 및 제약사에게 ODM/OEM 제공하는 전문 업체로 발돋움 예정**
- 3Q23E 매출액 794억원(YoY +15.9%, QoQ +27.1%)으로 AgaMatrix 인수 연결 효과에 따른 미국 매출액 증가(QoQ +30.9%)가 주효. 다만, AgaMatrix 인수 지급 수수료 20억원 및 CGM 초기 생산 비용 10억원 지출로 영업이익 47억원(YoY +24.5%, QoQ +23.2%) 전망
- 케어센스 2.0에 대한 탐색 임상 2023.09월과 10월 독일과 국내 개시. 2024E 확증 임상에 진입하여 2025E 품목 허가 목표. 해당 제품은 Calibration이 없으며, 안정화 시간/MARD/무게/부피 등에 있어 기존 제품 대비 개선 목표. 관계사 케어메디 인슐린 패치 2023E 중 국내 식약처 품목 허가 예정. 적정주가 3.7만원 및 투자의견 BUY 유지

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
매출액	233	265	285	341	424	513	615
영업이익	35	20	21	34	56	83	109
EBITDA	46	32	34	48	70	98	124
지배주주순이익	25	16	15	24	39	59	78
자산총계	429	450	481	508	555	623	711
자본총계	285	305	316	335	370	424	497
순차입금	32	35	56	67	79	78	68
매출증가율	14.3	13.7	7.7	19.4	24.5	20.8	20.0
영업이익률	15.0	7.5	7.4	9.9	13.1	16.2	17.7
순이익률	10.9	6.1	5.3	7.0	9.3	11.6	12.7
EPS증가율	(5.2)	(36.7)	(6.2)	57.1	65.1	51.0	31.7
ROE	10.3	5.7	5.2	7.8	11.8	15.7	17.7

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

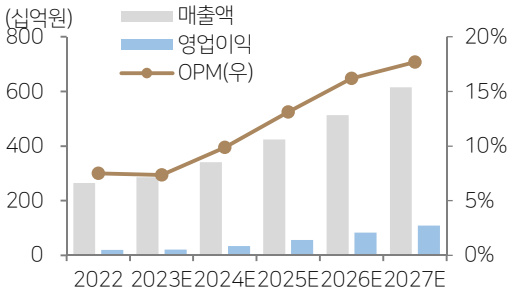
아이센스는,

동사는 체외진단전문 기업으로 의료용 센서 및 계측기를 개발, 제조 및 판매. 주요 사업 부문은 혈당측정기 부문과 병원용 진단 장비인 현장진단(POCT) 부문으로 구성. 자가혈당측정기는 당뇨병 환자 및 정상인이 스스로 혈액 내 혈당을 측정하기 위한 진단기로 혈당측정기기(미터), 혈당스트립 및 란셋으로 구성

혈당 측정기의 성능은 측정결과의 신뢰성과 연관이 있는 정확성(Accuracy)과 정밀도(Precision), 편의성과 관련된 채혈량 및 측정시간이라는 4가지 요소가 비교 최대주주는 공동 창업주인 광운대 화학과 교수 출신 차근식 회장과 남학현 사장 외 9인이 24.8% 지분을 보유

Financials

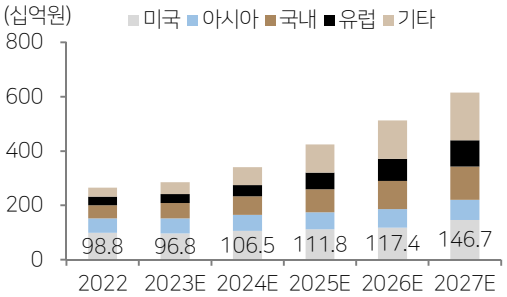
- 동사는 혈당부문 매출을 중심으로 외형성장 진행해옴. 2023.06월 연속혈당측정기 국내 품목허가
- 2024E 국내 판매 본격화에 더불어 2023.03월 신청한 유럽 품목허가 승인으로 인한 매출 발생 기대. 2025E 이후 2.0 제품을 통한 북미 지역 매출도 기대해 볼 수 있음



Source: 다올투자증권

국가별 Breakdown

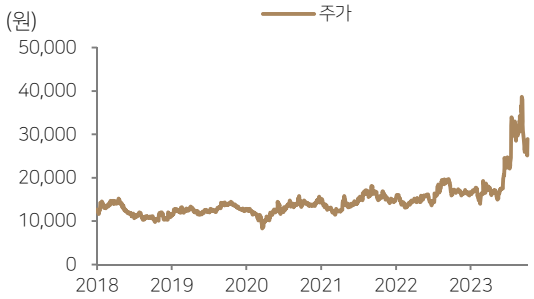
- 2024E CGM 유럽 CE 인증 획득,
- 2026E 미국 FDA 인허가 획득 예정으로 지역별 매출 확대 기대



Source: 다올투자증권

주가

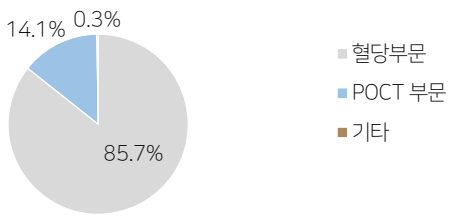
- 2013년 상장 후, 연속혈당 측정기 개발에 대한 기대감으로 주가 상승했으나, 개발 지연으로 주가 하락
- 2022년 연속혈당 측정 임상 종료 및 카카오와의 협업 기대로 주가 상승했으며 2023.06월 CGM 국내 식약처 인증 획득



Source: 다올투자증권

사업부문 Breakdown

- 2023E 혈당부문의 매출액 비중이 86%로 대부분을 차지
- 현장검사 POCT와 기타 부문은 각각 14.1%와 0.3% 비중



Source: 다올투자증권

제품사진

- 케어센스 에어는 CGM 제품으로 MARD는 9.8%를 기록하였으며, 15일간 부착 가능



Source: 아이센스, 다올투자증권

아이센스

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	207.7	217.2	236.8	260.0	298.3
현금성자산	71.5	66.6	56.5	45.1	33.2
매출채권	51.0	57.4	68.0	82.0	102.3
재고자산	50.6	80.7	99.7	120.2	150.0
비유동자산	221.5	232.4	244.0	248.3	256.6
투자자산	36.3	39.8	27.1	28.2	29.3
유형자산	171.1	177.6	202.6	207.2	215.5
무형자산	14.1	15.0	14.4	13.0	11.7
자산총계	429.2	449.6	480.9	508.3	554.9
유동부채	38.4	74.6	93.6	101.9	114.0
매입채무	24.9	32.8	40.2	48.5	60.5
유동성이자부채	7.0	35.3	46.8	46.8	46.8
비유동부채	106.0	70.3	71.1	71.2	71.3
비유동이자부채	96.1	66.1	65.4	65.4	65.4
부채총계	144.4	144.8	164.6	173.1	185.3
자본금	6.9	6.9	13.8	13.8	13.8
자본잉여금	46.2	47.0	40.7	40.7	40.7
이익잉여금	198.5	213.9	224.1	243.1	277.5
자본조정	16.7	18.0	18.7	18.7	18.7
자기주식	(3.0)	(0.5)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
자본총계	284.7	304.8	316.2	335.2	369.6
투하자본	292.8	317.0	359.6	389.5	435.2
순차입금	31.6	34.8	55.7	67.1	79.0
ROA	6.8	3.6	3.2	4.8	7.4
ROE	10.3	5.7	5.2	7.8	11.8
ROIC	11.2	5.4	4.8	7.0	10.2

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	232.9	264.8	285.3	340.7	424.3
증가율 (Y-Y,%)	14.3	13.7	7.7	19.4	24.5
영업이익	34.8	19.8	21.0	33.6	55.7
증가율 (Y-Y,%)	14.4	(43.1)	5.9	60.2	65.8
EBITDA	45.7	31.9	34.1	47.6	69.9
영업외손익	(4.1)	(0.7)	(1.6)	(3.1)	(3.8)
순이자수익	1.0	0.2	(1.5)	(1.3)	(1.9)
외화관련손익	3.2	(0.8)	0.4	0.0	0.0
지분법손익	(1.4)	(2.2)	(1.8)	(2.3)	(2.9)
세전계속사업손익	30.7	19.2	19.4	30.5	51.9
당기순이익	25.2	15.9	15.0	23.8	39.3
지배기업당기순이익	25.5	16.1	15.2	23.8	39.3
증가율 (Y-Y,%)	(7.9)	(36.8)	(5.5)	58.4	65.1
NOPLAT	28.5	16.5	16.3	26.2	42.2
(+) Dep	10.9	12.1	13.1	13.9	14.2
(-) 운전자본투자	15.9	6.5	22.3	26.2	38.2
(-) Capex	47.6	22.0	36.1	17.0	21.2
OpFCF	(24.2)	(0.0)	(29.0)	(3.1)	(2.9)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	10.4	11.7	11.9	13.5	17.0
영업이익증가율(3Yr)	8.3	(13.1)	(11.7)	(1.2)	41.2
EBITDA증가율(3Yr)	9.4	(7.4)	(6.3)	1.3	30.0
순이익증가율(3Yr)	3.9	(11.9)	(18.0)	(1.8)	35.2
영업이익률(%)	15.0	7.5	7.4	9.9	13.1
EBITDA마진(%)	19.6	12.0	12.0	14.0	16.5
순이익률 (%)	10.8	6.0	5.3	7.0	9.3

현금흐름표

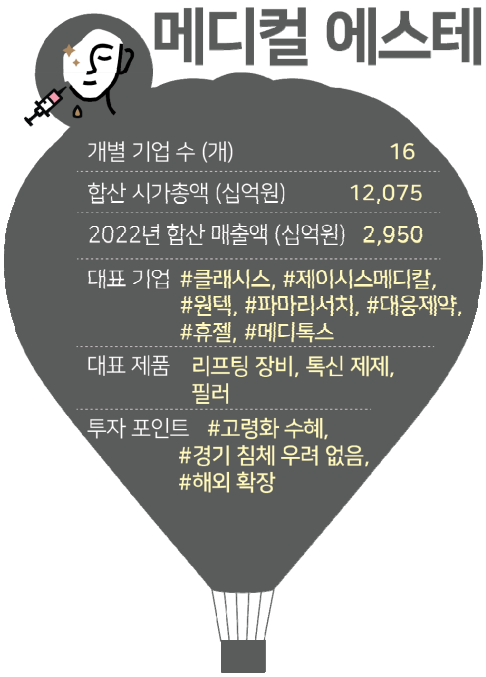
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금	17.2	6.7	20.0	14.0	18.4
당기순이익	25.2	15.9	15.0	23.8	39.3
자산상각비	10.9	12.1	13.1	13.9	14.2
운전자본증감	(31.2)	(32.7)	(26.4)	(26.2)	(38.2)
매출채권감소(증가)	(10.0)	(5.5)	(10.4)	(14.0)	(20.3)
재고자산감소(증가)	(15.3)	(32.4)	(18.2)	(20.5)	(29.8)
매입채무증가(감소)	3.4	9.3	8.1	8.2	12.0
투자현금	(59.6)	16.5	(36.2)	(20.8)	(25.6)
단기투자자산감소	(1.8)	43.3	3.9	(0.3)	(0.3)
장기투자증권감소	0.0	(2.6)	(2.5)	(2.8)	(3.4)
설비투자	(47.6)	(22.0)	(36.1)	(17.0)	(21.2)
유무형자산감소	(0.5)	8.7	(0.2)	(0.1)	(0.1)
재무현금	58.3	(9.2)	4.4	(4.8)	(4.9)
차입금증가	49.3	(6.2)	8.9	0.0	0.0
자본증가	(3.4)	(3.7)	(4.5)	(4.8)	(4.9)
배당금지급	3.4	4.1	4.8	4.8	4.9
현금 증감	16.7	14.4	(12.3)	(11.7)	(12.2)
총현금흐름(Gross CF)	48.7	42.3	48.3	40.2	56.5
(-) 운전자본증가(감소)	15.9	6.5	22.3	26.2	38.2
(-) 설비투자	47.6	22.0	36.1	17.0	21.2
(+) 자산매각	(0.5)	8.7	(0.2)	(0.1)	(0.1)
Free Cash Flow	(42.1)	26.1	(14.3)	(6.9)	(7.2)
(-) 기타투자	0.0	2.6	2.5	2.8	3.4
잉여현금	(42.1)	23.5	(16.8)	(9.6)	(10.6)

주요투자지표

(원, 배)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Per share Data					
EPS	927	587	551	865	1,429
BPS	9,261	9,854	10,276	11,017	12,312
DPS	150	175	180	180	180
Multiples(x,%)					
PER	16.3	28.0	41.9	26.7	16.2
PBR	1.6	1.7	2.2	2.1	1.9
EV/ EBITDA	9.8	15.3	20.3	14.8	10.2
배당수익율	1.0	1.1	0.8	0.8	0.8
PCR	8.5	10.7	13.2	15.8	11.2
PSR	1.8	1.7	2.2	1.9	1.5
재무건전성 (%)					
부채비율	50.7	47.5	52.1	51.6	50.1
Net debt/Equity	11.1	11.4	17.6	20.0	21.4
Net debt/EBITDA	69.0	109.1	163.5	141.1	113.0
유동비율	540.9	291.3	253.1	255.2	261.8
이자보상배율	n/a	n/a	14.5	25.8	29.6
이자비용/매출액	0.4	0.7	2.0	2.3	2.4
자산구조					
투하자본(%)	73.1	74.9	81.1	84.2	87.4
현금+투자자산(%)	26.9	25.1	18.9	15.8	12.6
자본구조					
차입금(%)	26.6	25.0	26.2	25.1	23.3
자기자본(%)	73.4	75.0	73.8	74.9	76.7

자료: 다올투자증권

이 페이지는 편집상 공백입니다



IV-2. 메디컬 에스테틱
: 항상 우려를 뚫고 성장했다

Fig. 36: 메디컬 에스테틱 요약

(십억원)		클래시스	제이시스메디칼	파마리서치	휴젤	대웅제약	원텍
시가총액		2,085.8	797.6	1,126.1	1,721.6	1,163.3	802.4
매출액	2022	141.8	116.6	194.8	281.7	1,161.3	81.5
	2023E	185.9	143.3	260.3	317.9	1,233.9	120.9
영업이익	2022	68.9	34.0	65.9	101.4	106.0	26.8
	2023E	94.1	39.1	96.1	101.6	126.3	48.7
PER	2023E	28.2	29.7	15.5	21.7	10.8	22.0
국내		판매 중	판매 중	판매 중	판매 중	판매 중	2023E 올리지오 X
미국		2026E	2023E 덴서티	중장기 목표	2024.02E	판매 중	미국 법인 설립
남미		브라질 주력		2023E 말	판매 중	판매 중	2023E 올리지오
중국		2026E	2024E 포텐자	판매 중	판매 중	2024E	2024E 올리지오
일본		판매 중	4Q23E 덴서티			판매 중	판매 중
동남아		판매 중		판매 중	판매 중	판매 중	태국 법인 설립
유럽		판매 중			판매 중	판매 중	
중동		판매 중					판매 중
(십억원)		휴메딕스	제테마	이루다	비올	바이오플러스	메디톡스
시가총액		358.2	284.8	146.0	360.5	370.2	1,488.9
매출액	2022	123.2	46.0	46.3	31.1	56.7	195.1
	2023E	160.8	64.5	53.9	42.9	78.4	217.5
영업이익	2022	26.0	4.0	8.3	12.9	25.3	46.7
	2023E	45.0	5.9	8.6	22.0	35.7	42.6
PER	2023E	10.9	-	17.8	17.5	13.7	42.5
국내		2025E 메조필러	2024E 국내 톡신	판매 중	2024E Duotite	2024E 판매 확대	판매 중
미국			직판 예정	판매 중	판매 중	인허가 진행 예정	2023E FDA 신청
남미		판매 중	2025E 브라질		2023E 실펌 X	판매 중	
중국		판매 중	2026E NMPA		2023E 실펌 X	2025E NMPA	NMPA 신청 완료
일본							
동남아						판매 중	뉴럭스 순차 허가
유럽		러시아 출시	2025E 튀르키예		판매 중		
중동				판매 중	판매 중	판매 중	본계약 체결 예정

Source: 다올투자증권

국내 메디컬 에스테틱 기업은 16개사가 있으며 대표 제품은 에너지 기반 미용 의료기기(EBD)와 보툴리눔 톡신 제제, 필러가 있다. 해당 제품들은 피부과에서 주로 사용되는 제품들로 성형 수술을 대체하며 중저가 제품의 보급에 따라 대중화가 일어나고 있는 분야다. 에너지 기반 미용 의료기기 대표 기업은 클래시스와 제이시스메디칼, 원텍, 비올이 있다. 보툴리눔 톡신 제제를 제조하는 기업은 대웅제약과 휴젤, 메디톡스, 제테마가 있으며 필러를 함께 판매한다. 필러 제조사는 휴메딕스와 바이오플러스가 있으며 파마리서치는 스킨부스터의 대표 제품인 리쥬란을 판매하고 있다. 대체로 기업들은 단일 제품보다는 2 ~ 3개의 제품을 번들링하여 판매하는 경향이 있으며 판매 영업망이 겹치기 때문에 시너지가 가능하다. 또한, 국내 판매 이후, 대리점 혹은 파트너십, 직판을 통해 해외 매출을 확장하고 있는 추세다.

해당 섹터에 대한 선호 의견 유지하며 메디컬 에스테틱에 대한 시술은 Anti-aging을 대표하는 Happy drug의 대표 제품군으로 고령화에 따른 대표 수혜 업종으로 주목한다.

메디컬 에스테틱 업종은 메디컬 에스테틱 업체들의 YTD 수익률은 시가총액 가중평균 기준 50%에 달했다. 2022년에 이어 해외 확장을 통한 매출 성장을 통해 높아진 밸류에이션을 정당화하였다. 특히나, 2017년 당시, 휴젤과 메디톡스가 보여주었던 해외 확장 스토리와 그에 따른 외국인 지분율 확대와 주가 상승을 경험했다. 메디컬 에스테틱 섹터는 EDB 업체들을 중심으로 해외 확장 스토리를 재현하고 있다.

Fig. 37: 클래시스의 에너지 기반 미용 의료기기 슈링크 유니버스



Source: 클래시스, 다올투자증권

Fig. 38: 보툴리눔 톡신 제제, 휴젤의 보툴렉스



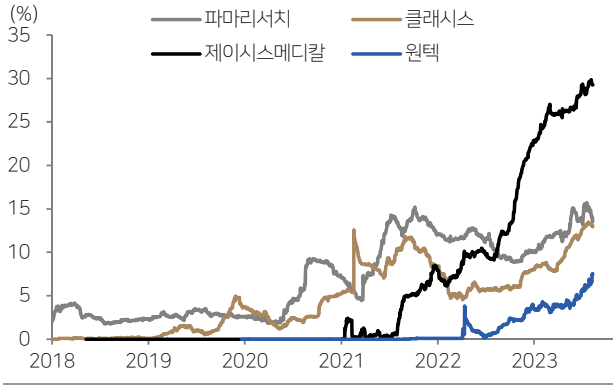
Source: 휴젤, 다올투자증권

Fig. 39: 2016년 이후 톡신 업체 외국인 지분율 추이



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 40: EBD 업체 외국인 지분율 추이

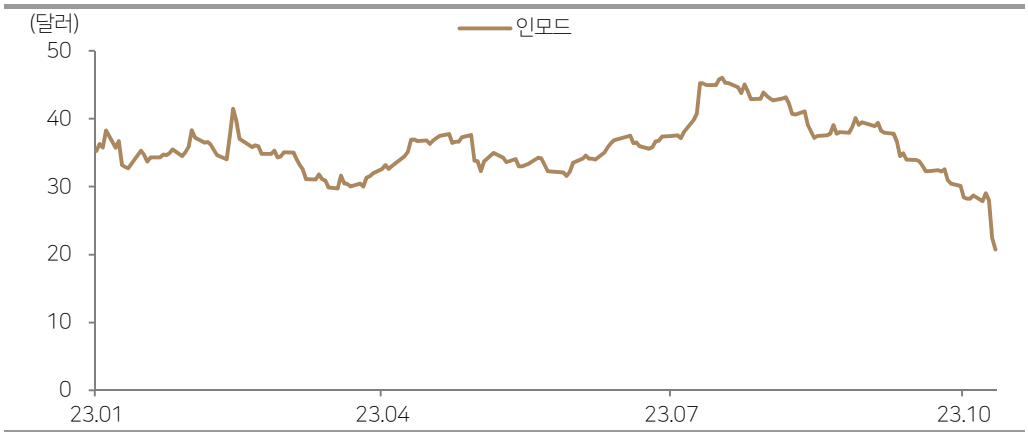


Source: Quantiwise, 다올투자증권

10/12일 나스닥 상장사인 Inmode가 3Q23P 잠정 실적을 발표하며 주가가 20% 하락하였다. 주가 하락 사유는 2023E 가이던스 하향 조정 사유에 기인한다. Inmode는 2023E 매출액 가이던스 530 ~ 540 백만달러를 500 ~ 510 백만달러로 하향 조정하며 가이던스 하향 사유를 1) 경기 침체 및 2) 계절적 비수기 돌입, 3) 높아진 금리 수준으로 인한 장비 구매 기피라고 밝혔다.

10/13일 국내 미용 의료기기 업체들은 Inmode 주가 하락과 함께 경기 침체에 대한 우려로 주가 하락하였다. 다만, 국내 업체들은 소모품 매출 비중이 30% 이상을 차지하고 있어 Recurring 매출을 안정적으로 확보하고 있으며 지역별로 매출을 다변화하여 경기 침체 우려를 최소화할 전망이다.

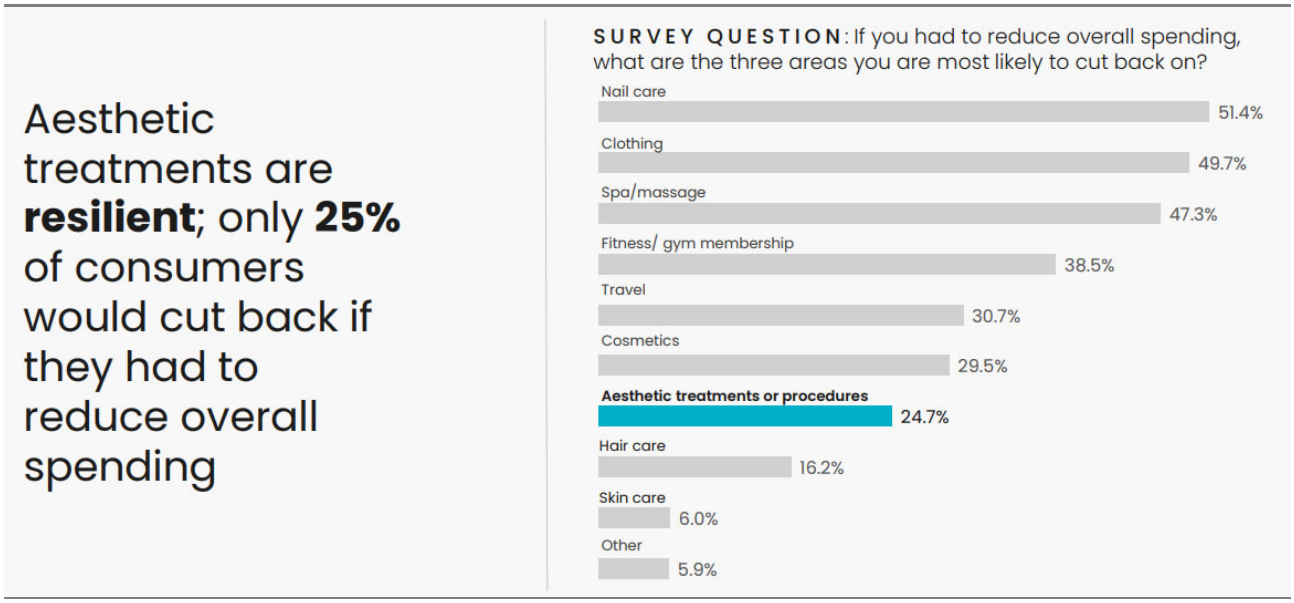
Fig. 41: Inmode 주가 추이



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Revance가 실시한 설문 조사에 따르면, 지출 감소 시, 카테고리별 지출 감소율을 조사했는데, 미용 의료 시술에 대한 지출을 감소하겠다고 응답한 사람은 24.7%에 불과하였다. 이처럼 다른 소비재나 서비스에 비해 경기 침체에 대한 우려는 상대적으로 적을 전망이다.

Fig. 42: 소비 지출 여력 감소 시, 카테고리별 지출 감소율



Source: Revance, 다올투자증권

국내 메디컬 에스테틱 업체들은 해당 이슈를 최소화하며 해외 확장을 이어갈 전망이다. 국내 메디컬 에스테틱 업체들 12개사의 지역별 매출 확대 전략은 아래와 같다. 북미와 같은 선진국은 물론 이머징 국가들에 대한 침투까지 이어지고 있다.

가장 주목하고 있는 모멘텀은 2023E **원텍**과 **비올**의 브라질 올리지오와 실펌X 허가다. 북미 다음으로 최대 메디컬 에스테틱 시장으로 평가되는 브라질의 경우, 국내 메디컬 에스테틱 업체들이 지속적으로 안정적인 실적을 기록하고 있다. 특히나 원텍의 경우, 기존에 판매하던 레이저 장비 라비앙이 2023E 누적 기준으로 약 900대 설치될 전망이기 때문에 해당 레퍼런스를 기반으로 올리지오의 안정적인 침투가 이루어질 전망이다.

최대 규모 시장인 미국의 경우, **휴젤**과 **원텍**이 판매를 본격화할 전망이다. 휴젤은 2024.02월 2차례 CRL을 수령 후, 2023.08월 FDA 품목 허가 재신청하였고, 2024.02월 품목 허가가 전망된다. 또한 당초 예정했던 직접 판매 대신, 파트너십을 통해 판매를 통해 영업 효율화가 기대된다. 원텍의 경우, 2023년 대리점을 통해 올리지오에 대해 소량 판매하였으나, CB 300억원 발행 후, 법인 설립을 통해 북미 진출을 본격화할 전망이다.

Fig. 43: 메디컬 에스테틱 업체별 해외 모멘텀

(십억원)	클래시스	제이시스메디칼	파마리서치	휴젤	대웅제약	원텍
국내	판매 중	판매 중	판매 중	판매 중	판매 중	2023E 올리지오 X
미국	2026E	2023E 덴서티	중장기 목표	2024.02E	판매 중	미국 법인 설립
남미	브라질 주력		2023E 말	판매 중	판매 중	2023E 올리지오
중국	2026E	2024E 포텐자	판매 중	판매 중	2024E	2024E 올리지오
일본	판매 중	4Q23E 덴서티			판매 중	판매 중
동남아	판매 중		판매 중	판매 중	판매 중	태국 법인 설립
유럽	판매 중			판매 중	판매 중	
중동	판매 중					판매 중

(십억원)	휴메딕스	제테마	이루다	비올	바이오플러스	메디톡스
국내	2025E 메조필러	2024E 국내 톡신	판매 중	2024E Duotite	2024E 판매 확대	판매 중
미국		직판 예정	판매 중	판매 중	인허가 진행 예정	2023E FDA 신청
남미	판매 중	2025E 브라질		2023E 실펌 X	판매 중	
중국	판매 중	2026E NMPA		2023E 실펌 X	2025E NMPA	NMPA 신청 완료
일본						
동남아					판매 중	뉴럭스 순차 허가
유럽	러시아 출시	2025E 튀르키예		판매 중		
중동			판매 중	판매 중	판매 중	본계약 체결 예정

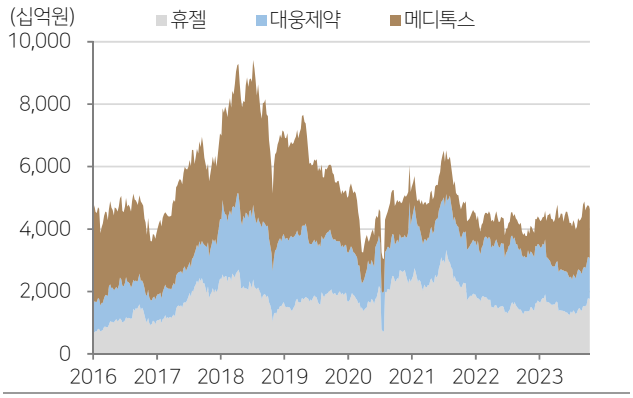
Source: 다올투자증권

메디컬 에스테틱 업체 중 장비 업체들과 톡신 업종의 주가를 비교했다. 톡신 3사의 합산 시가총액은 2022년 이후 5조원을 돌파하지 못하고 있으며, 2018년 이후 상장한 미용 의료기기 3개사의 합산 시가총액이 4조원에 근접하였다.

글로벌 메디컬 에스테틱 시술에 있어서 톡신과 필러 시술에 대한 비중이 90%를 상회하고 있으나, 국내에서는 EBD(Energy based device) 통한 시술이 활성화되고 있어 시장의 MS를 잠식하고 있는 듯한 시가총액 추이를 보이고 있다. 또한, 톡신 업종 3사의 시가총액 또한 한 개 기업이 점진적으로 주가가 상승하기보다는 법적 분쟁의 양상에 따라 5조원의 시가총액 안에서 MS를 뺏어오는 듯한 모양을 보여주고 있다.

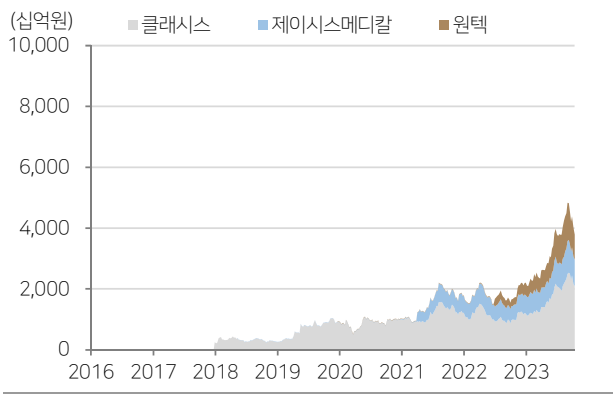
톡신 업종 간의 법적 분쟁이 해소되는 양상을 보이지 않는 한 톡신 업종의 합산 시가총액 5조원에 묶여 있는 사이 EBD 업체들의 시가총액 상승을 경험할 가능성이 크다.

Fig. 44: 톡신 업종 시가총액 추이



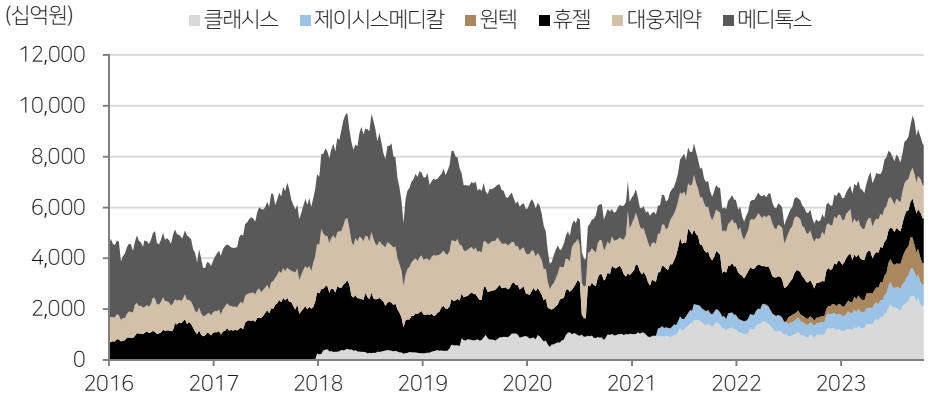
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 45: EBD 업체 시가총액 추이



Source: Quantiwise, 다올투자증권

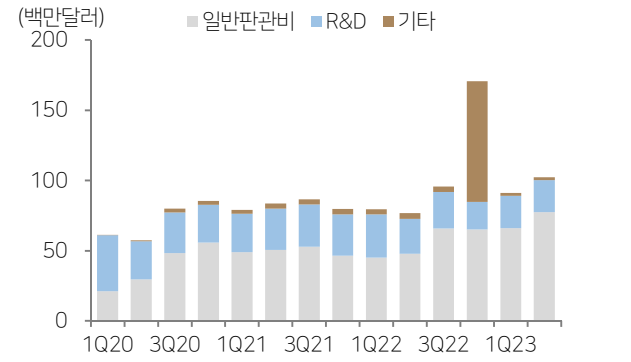
Fig. 46: 상위 6개사 시가총액 추이



Source: Quantiwise, 다올투자증권

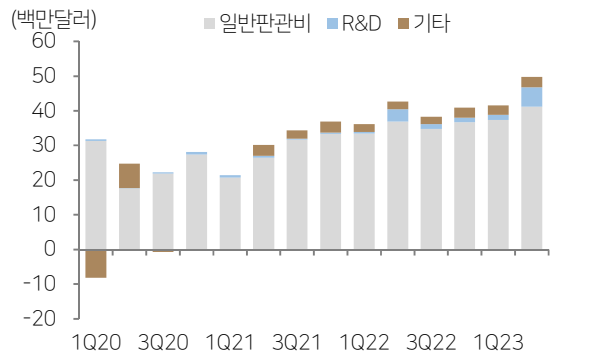
국내 의료기기 업체들의 미국 시장 진출을 위해서는 파트너십이 필수적이라 판단한다. Abbvie나 Revance, Galderma 같은 업체들 모두 미국 시장 내에서 자체적인 로열티 프로그램을 운영하고 있어 고객들의 재구매율을 높이기 위한 전략을 택하고 있다. Abbvie 같은 경우, Botox와 Juvederm을 포함한 미용 의료 시술의 포트폴리오를 확보하고 있어 제품 간 교차 판매, 번들링이 가능한 구조를 확보하고 있다. 국내 미용 의료기기 업체 중 아직까지 주입시술부터 EBD까지 전 부문의 포트폴리오를 확보한 업체는 없다. 루트로닉은 레이저 시술에 특화되어 있으며, 제이시스메디칼, 클래시스는 타이트닝/리프팅에 특화되어 있다. 휴젤은 주입 시술에 특화되어 있으며 대웅제약의 파트너사인 Evolus는 나보타 단일 제품 판매 체제에서 필러를 확보하였다. 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. 47: Revance 판매관리비 추이



Source: Revance, 다올투자증권

Fig. 48: Evolus 판매관리비 추이(ITC 일회성 제거)



Source: Evolus, 다올투자증권

2023.08월 Revance는 자사의 로열티/지불 프로그램이었던 OPUL 플랫폼 철수 계획을 발표하였다. OPUL 운영에 있어 발생하는 비용에 대한 우려로 사업에 대한 선택과 집중을 하겠다는 취지다.

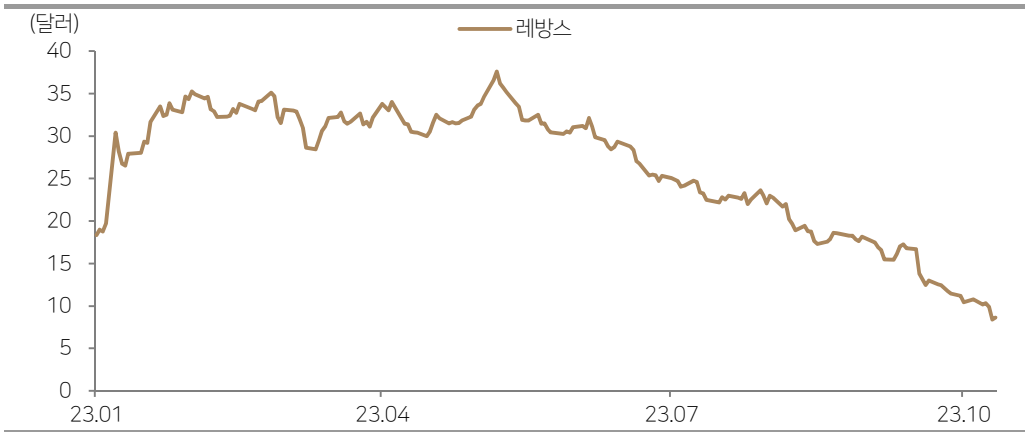
Fig. 49: Revance OPUL 플랫폼 철수 후 판매 계획



Source: Abbvie, 다올투자증권

또한, Revance는 9/1일 시장 침투에 어려움을 겪고 가격을 인하한 바 있다. 가격 인하와 함께 2023.09월 컨퍼런스콜에서 3Q23E 실적은 2분기와 유사할 전망이라고 밝혔으나, 가격 인하로 인한 수익성 의구심 대두되어 주가 하락한 바 있다. Revance는 향후 파트너십 확대 및 중국 진출 등을 통해 매출 확대가 이루어질 전망이다. 중국 품목 허가는 2024E 중 예상된다.

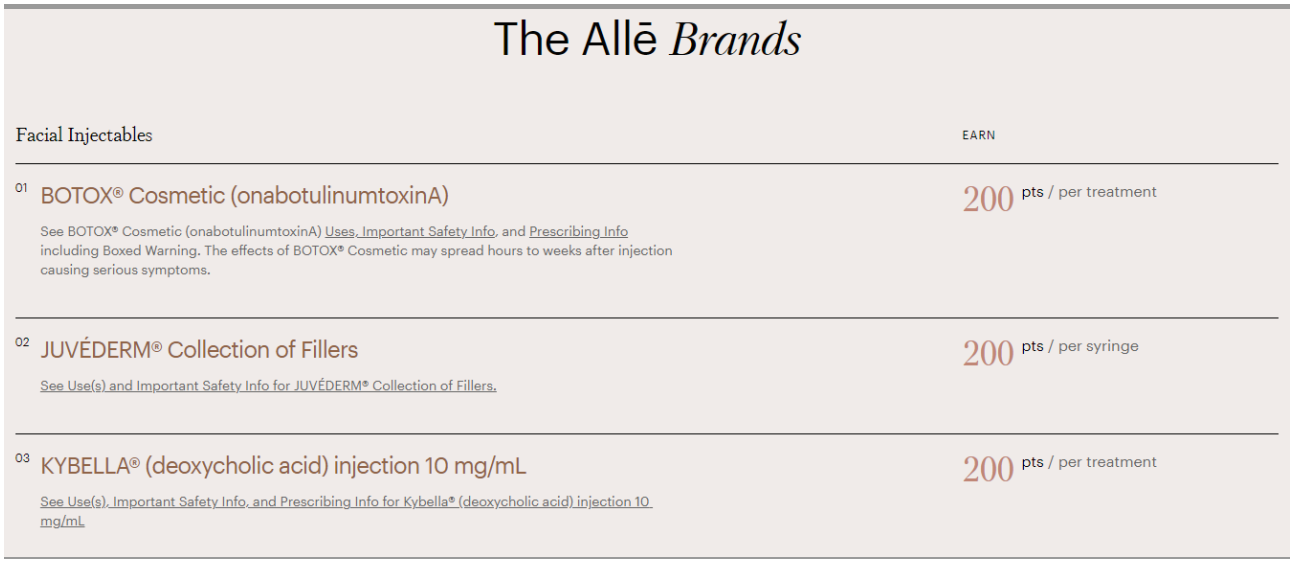
Fig. 50: Revance 주가 추이



Source: Quantiwise, 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.

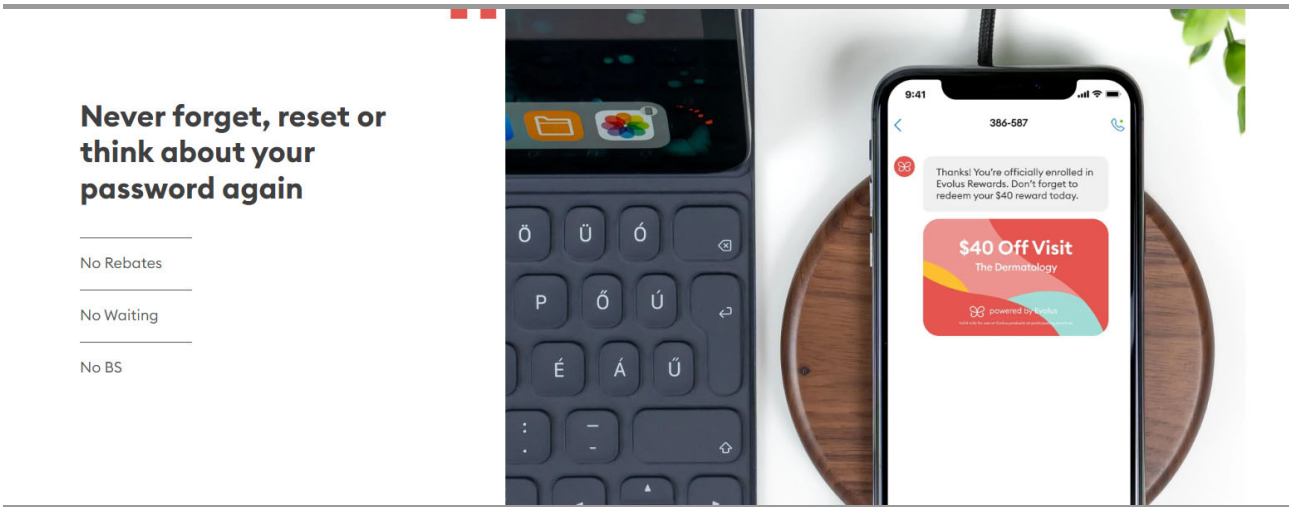
Fig. 51: Abbvie Alle 프로그램



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. 52: Evolus 프로모션

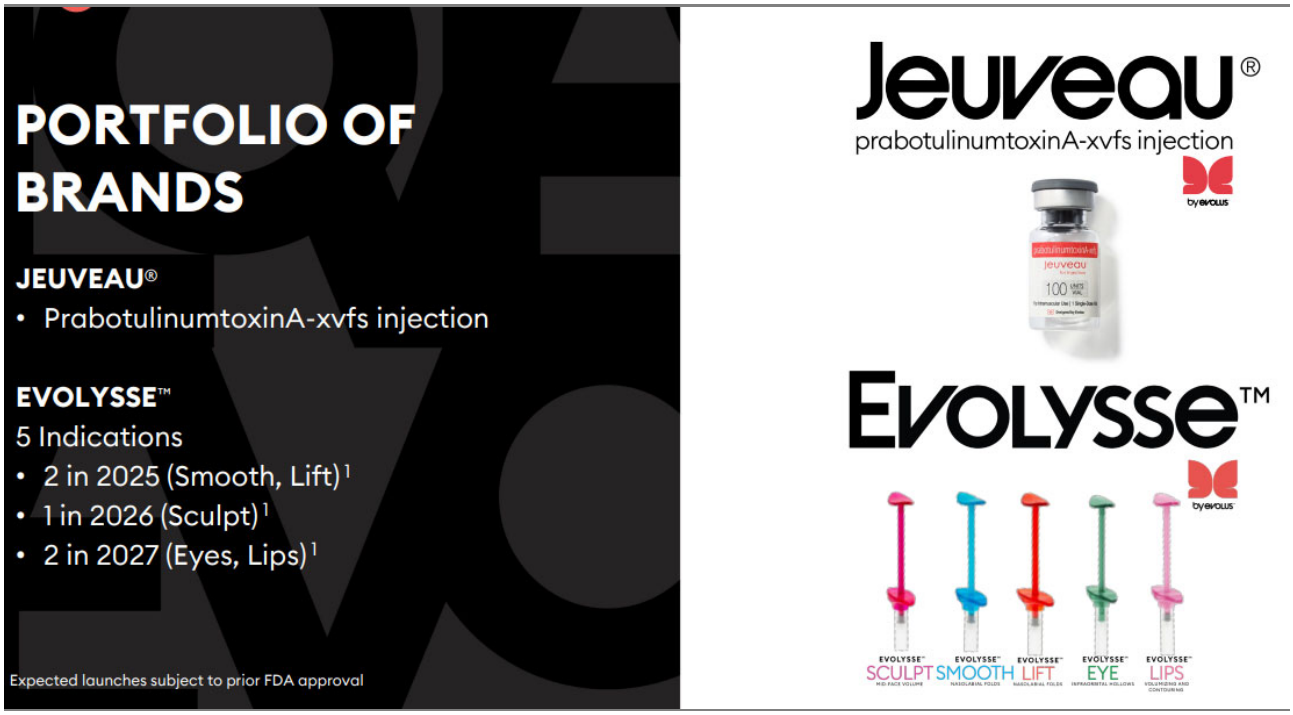


Source: Evolus, 다올투자증권

따라서 Evolus는 단일 제품 위주의 매출 구조는 타파하기 위해 신규 필러 제품에 대한 판권 계약을 체결하였다. Evolus는 2025년 LIFT, SMOOTH 2가지 제품을 상업화하고 2026년과 2027년에 각각 1개와 2개의 제품을 상업화하여 2027년에는 5가지 필러 제품을 보유하게 된다. 미국 필러 시장은 2022년 약 16억 달러로 평가되며 상위 2개 브랜드가 시장 점유율 80%를 확보하고 있다. 미국 필러 시장은 연간 CAGR 10%로 성장하여 2028년 30억 달러 규모로 추산되며, 2028년 기준 미국 140억 미용 시장에 톡신과 필러의 점유율은 28%, 21%를 차지할 전망이다.

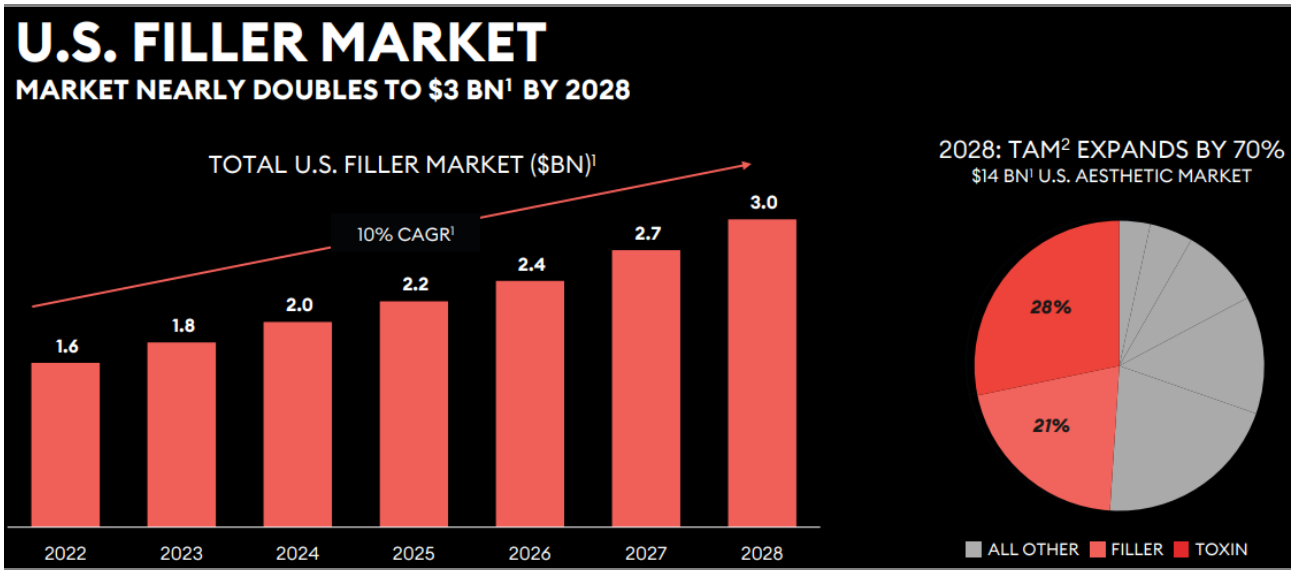
Evolus는 2025.06월까지 410만 달러 Upfront 포함 1,620만 달러의 마일스톤을 지출할 예정이며 2027년에 출시될 2가지 제품에 대한 미국 인허가 비용을 분담할 예정이다. 상업화 이후, 이전 가격과 Mid-single 수준의 로열티를 지출할 예정이다. 해당 계약을 통해 Evolus가 확보하고 있는 영업망과 디지털 인프라를 기반으로 Jeuveau와의 시너지를 통해 2028년까지 매출액 7억 달러를 달성할 전망이다. 기존 경쟁사인 Allergan이나 Revance에 비해 Jeuveau 단일 제품을 통해 판매를 하던 Evolus 입장에서는 동일한 영업망을 활용한 시너지를 통해 매출 확대가 적극적으로 이루어질 수 있을 전망이다.

Fig. 53: Evolus 포트폴리오



Source: Evolus, 다올투자증권

Fig. 54: 북미 필러 시장



Source: Evolus, 다올투자증권

이 페이지는 편집상 공백입니다

메디컬 에스테틱

박종현
의료기기 | alex.park@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

클래시스 (214150)

이루다 인수 일회성 제외 부합

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
적정주가	46,000		유지
Earnings			유지

Stock Information	
현재가 (10/24)	33,050원
예상 주가상승률	39.2%
시가총액	21,409억원
비중(KOSDAQ내)	0.57%
발행주식수	64,777천주
52주 최저가 / 최고가	14,700 - 40,500원
3개월 일평균거래대금	149억원
외국인 지분율	73.7%
주요주주지분율(%)	
BCPE (외 3인)	73.8
자사주신탁 (외 1인)	1.2
최창호 (외 1인)	0.0

Valuation wide	2022	2023E	2024E
PER(배)	15.8	28.2	22.2
PBR(배)	5.2	7.4	5.4
EV/EBITDA(배)	16.0	21.0	15.1
배당수익률(%)	0.6	0.2	0.2

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(6.2)	48.5	116.0	79.6
KOSDAQ 대비 상대수익률 (%)	2.2	56.8	102.0	64.1

Issue

3Q23E Preview

Pitch

이루다 인수 관련 지급 수수료 지출로 영업이익 컨센서스 소폭 하회 전망. 3분기 계절적 비수기 우려하였으나, 소모품 중심의 안정적 매출 발생하며 매출액은 컨센서스 부합 기대

Rationale

- 3Q23E 매출액 465억원(YoY +39.7%, QoQ +1.4%), 영업이익 216억원(YoY +23.2%, QoQ -6.6%) 전망. 국내 장비 매출액은 60억원 추정하며, 볼뉴머 출시 4번째 분기를 맞이하여 연간 판매 가이던스 330대 달성 기대. 또한, 현장 피드백 기반으로 제품 개선 진행되어 제품 판매는 가속화될 전망
- 동사 주력 판매 국가인 브라질 매출액은 150억원으로 전분기 135억원 대비 15% 성장 전망. 전체 소모품 매출 비중은 3Q23E 49%에 근접하여 장비 구매 계절성과 무관하게 Recurring 매출을 발생시킬 수 있는 구조를 달성
- 판관비는 150억원 집행 예정으로 지급 수수료는 YoY +137% 증가한 26억원 추정. 이루다 지분 취득 관련 수수료 집행이 원인. 광고선전비는 YoY +243% 증가한 38억원
- 미용 의료기기 업계 간 경쟁 심화를 우려하나, 동사는 지속적인 광고선전비 투입과 함께 레퍼런스를 기반으로 HIFU 리프팅 장비로서 압도적인 지위를 확보. 향후, 이루다 지분 취득을 통한 시너지 중장기적 기대. 동사는 금번 지분 취득을 통해 HIFU, 비침습RF, 마이크로니들RF, 레이저 장비까지 다각화된 포트폴리오를 확보
- 미용 시술 대중화와 해외 침투로 성장률 둔화에 대한 우려 없이 실적 성장이 기대되며, 향후 선진국 진출 모멘텀도 보유하고 있음. 적정주가 46,000원, 투자의견 BUY 유지

3Q23 Preview

(단위: 십억원, %, %p)

	변경 후	변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2023.09(E)	2023.09(E)	vs Chg	2023.09(E)	vs Con	2022.09(A)	YoY	2023.06(A)	QoQ
매출액	46.5	46.5	0.0	46.0	1.2	33.3	39.7	45.9	1.4
영업이익	21.6	22.9	-5.7	23.3	-7.4	17.5	23.2	23.1	-6.6
지배주주순이익	16.3	17.3	-5.7	19.0	-14.0	18.7	-12.6	18.6	-12.1
OPM	46.3%	49.1%	2.8%p	50.7%	4.3%p	52.6%	6.2%p	50.3%	4.0%p
NIM	35.1%	37.3%	2.1%p	41.3%	6.2%p	56.2%	21.0%p	40.5%	5.4%p

Note: K-IFRS 연결 기준 Source: 다올투자증권

클래시스

Fig. 55: 클래시스 실적 추정

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	35.4	32.7	33.3	40.5	39.0	45.9	46.5	54.5	141.8	185.9	239.7
YoY(%)	*66%*	*11%*	*36%*	*60%*	*10%*	*40%*	*40%*	*35%*	*41%*	*31%*	*29%*
클래시스(장비)	20.5	17.2	15.5	21.0	18.4	22.0	21.5	26.6	74.1	88.4	106.0
YoY(%)	123%	2%	44%	106%	-10%	28%	39%	27%	58%	19%	20%
수출	8.7	9.4	11.5	14.7	12.5	16.3	15.5	19.1	44.2	63.3	82.3
내수	11.8	7.8	4.0	6.3	5.9	5.7	6.0	7.5	29.9	25.1	23.7
소모품	11.8	11.9	15.3	16.6	18.7	21.8	22.7	25.6	55.6	88.8	123.7
YoY(%)	17%	8%	33%	31%	58%	83%	48%	54%	23%	60%	39%
수출	8.3	7.5	9.8	9.1	10.5	13.5	14.9	16.9	34.7	55.8	82.1
내수	3.5	4.4	5.5	7.5	8.2	8.3	7.8	8.6	20.9	32.9	41.5
기타	2.6	3.0	2.0	2.4	1.4	1.7	2.0	2.0	10.0	7.1	8.8
매출비중											
클래시스(장비)	58%	53%	46%	52%	47%	48%	46%	49%	52%	48%	44%
소모품	33%	36%	46%	41%	48%	47%	49%	47%	39%	48%	52%
매출총이익	26.6	24.4	26.0	31.2	30.2	36.3	36.5	42.6	108.2	145.6	189.4
YoY(%)	*59%*	*6%*	*36%*	*65%*	*14%*	*49%*	*41%*	*36%*	*39%*	*35%*	*30%*
GPM	75.1%	74.7%	78.0%	77.2%	77.5%	79.1%	78.4%	78.1%	76.3%	78.3%	79.0%
영업이익	16.7	15.3	17.5	19.4	19.9	23.1	21.6	29.5	68.9	94.1	127.4
YoY(%)	*53%*	*-5%*	*31%*	*70%*	*19%*	*52%*	*23%*	*52%*	*33%*	*37%*	*35%*
OPM	47.2%	46.7%	52.5%	48.0%	51.0%	50.4%	46.3%	54.1%	48.6%	50.6%	53.2%
광고선전비	1.6	2.0	1.1	1.2	1.3	3.7	3.8	2.7	5.9	11.6	15.1
R&D 비용	1.1	1.0	1.0	1.3	2.1	2.3	2.3	2.7	4.4	9.4	10.4
지배주주 NP	12.8	13.8	18.7	30.0	18.8	18.6	16.3	22.3	75.4	76.0	96.6
YoY(%)	*34%*	*15%*	*49%*	*210%*	*46%*	*34%*	*-13%*	*-26%*	*72%*	*1%*	*27%*
NPM	36.2%	42.2%	56.3%	74.2%	48.2%	40.4%	35.1%	41.0%	53.2%	40.9%	40.3%

Source: 다올투자증권

Fig. 56: Valuation (원, 배수)

PER Valuation	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
EPS(원)	535.0	590.0	677.0	1,163.7	1,174.0	1,491.0
YOY	*120%*	*10%*	*15%*	*72%*	*1%*	*27%*
PER(고)	41.3	29.0	34.7			
PER(저)	19.0	11.4	19.2			
적정 PER(배)					34.5	34.5
적정주가(원)					40,503	51,440
적정주가(원)					46,000	
종가(원)					33,050	
상승여력					39.2%	

Source: 다올투자증권

클래시스

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	73.1	147.8	193.3	258.1	340.9
현금성자산	43.6	93.0	128.0	180.4	248.0
매출채권	2.2	8.4	15.5	19.9	25.5
재고자산	16.5	23.4	26.6	34.3	43.8
비유동자산	143.2	183.6	206.9	250.5	304.7
투자자산	61.4	77.9	65.6	68.3	71.1
유형자산	80.7	104.2	138.8	178.6	229.0
무형자산	1.1	1.5	2.5	3.6	4.6
자산총계	216.4	331.4	400.2	508.6	645.6
유동부채	16.8	36.2	42.2	46.6	51.9
매입채무	4.0	8.6	14.1	18.2	23.2
유동성이자부채	0.5	3.0	3.2	3.2	3.2
비유동부채	35.8	65.6	64.7	64.7	64.7
비유동이자부채	35.3	64.9	63.9	63.9	63.9
부채총계	52.6	101.9	107.0	111.3	116.6
자본금	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
자본잉여금	24.1	24.2	24.2	24.2	24.2
이익잉여금	133.1	204.2	272.8	376.9	508.6
자본조정	0.0	(5.4)	(10.2)	(10.2)	(10.2)
자기주식	0.0	(5.4)	(5.4)	(5.4)	(5.4)
자본총계	163.7	229.6	293.3	397.3	529.0
투하자본	155.9	204.4	229.3	280.8	344.8
순차입금	(7.8)	(25.1)	(60.9)	(113.3)	(180.9)
ROA	24.8	27.5	20.8	21.3	22.1
ROE	30.5	38.3	29.1	28.0	27.5
ROIC	38.6	29.8	33.4	37.9	40.3

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	100.6	141.8	185.9	239.7	304.0
증가율 (Y-Y,%)	31.6	41.0	31.1	29.0	26.8
영업이익	51.7	68.9	94.1	127.4	166.1
증가율 (Y-Y,%)	27.3	33.2	36.6	35.4	30.4
EBITDA	54.2	72.8	99.0	134.4	175.1
영업외손익	3.9	27.9	4.7	0.0	2.0
순이자수익	(0.0)	(1.8)	1.1	0.0	2.0
외화관련손익	3.7	(0.4)	3.3	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	55.6	96.8	98.8	127.4	168.2
당기순이익	43.8	75.4	76.0	96.6	127.5
지배기업당기순이익	43.8	75.4	76.0	96.6	127.5
증가율 (Y-Y,%)	14.8	72.1	0.9	27.1	32.0
NOPLAT	40.7	53.7	72.4	96.6	125.9
(+) Dep	2.5	3.9	4.9	7.0	9.0
(-) 운전자본투자	12.5	8.3	4.7	8.1	10.0
(-) Capex	32.6	27.5	21.8	46.5	58.9
OpFCF	(1.9)	21.8	50.8	49.0	66.0
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	28.4	20.5	34.5	33.6	28.9
영업이익증가율(3Yr)	43.6	18.2	32.3	35.1	34.1
EBITDA증가율(3Yr)	43.8	19.1	32.4	35.3	34.0
순이익증가율(3Yr)	43.4	31.2	25.8	30.2	19.1
영업이익률(%)	51.4	48.6	50.6	53.2	54.6
EBITDA마진(%)	53.9	51.3	53.2	56.1	57.6
순이익률 (%)	43.5	53.2	40.9	40.3	41.9

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금	36.4	54.8	73.0	110.4	135.0
당기순이익	43.8	75.4	76.0	96.6	127.5
자산상각비	2.5	3.9	4.9	7.0	9.0
운전자본증감	(9.6)	(6.4)	(0.8)	(8.1)	(10.0)
매출채권감소(증가)	1.4	(4.9)	(7.3)	(4.5)	(5.5)
재고자산감소(증가)	(7.1)	(7.8)	(4.5)	(7.7)	(9.5)
매입채무증가(감소)	0.5	(0.6)	7.8	4.1	5.0
투자현금	(92.5)	(92.0)	(63.6)	(54.6)	(67.3)
단기투자자산감소	(1.7)	(80.4)	(39.6)	(4.0)	(4.2)
장기투자증권감소	0.0	0.1	0.2	(0.1)	(0.1)
설비투자	(32.6)	(27.5)	(21.8)	(46.5)	(58.9)
유무형자산감소	(0.3)	59.5	(1.2)	(1.4)	(1.4)
재무현금	30.7	21.1	(9.2)	(7.5)	(4.3)
차입금증가	34.6	31.2	(1.6)	0.0	0.0
자본증가	(3.9)	(9.6)	(7.5)	(7.5)	(4.3)
배당금지급	3.9	4.3	7.5	7.5	4.3
현금 증감	(21.6)	(16.8)	3.4	48.4	63.4
총현금흐름(Gross CF)	54.9	73.7	83.3	118.5	144.9
(-) 운전자본증가(감소)	12.5	8.3	4.7	8.1	10.0
(-) 설비투자	32.6	27.5	21.8	46.5	58.9
(+) 자산매각	(0.3)	59.5	(1.2)	(1.4)	(1.4)
Free Cash Flow	(47.2)	(24.7)	18.9	55.9	67.7
(-) 기타투자	0.0	(0.1)	(0.2)	0.1	0.1
잉여현금	(47.2)	(24.6)	19.1	55.7	67.5

주요투자지표

(원, 배)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Per share Data					
EPS	677	1,164	1,174	1,491	1,968
BPS	2,513	3,521	4,488	6,078	8,096
DPS	66	116	66	66	66
Multiples(x,%)					
PER	27.8	15.8	28.2	22.2	16.8
PBR	7.5	5.2	7.4	5.4	4.1
EV/ EBITDA	22.3	16.0	21.0	15.1	11.2
배당수익율	0.4	0.6	0.2	0.2	0.2
PCR	22.2	16.2	25.7	18.1	14.8
PSR	12.1	8.4	11.5	8.9	7.0
재무건전성 (%)					
부채비율	32.1	44.4	36.5	28.0	22.0
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	435.5	408.0	457.6	554.1	657.3
이자보상배율	1,445.3	37.5	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.1	1.8	1.1	0.8	n/a
자산구조					
투하자본(%)	59.7	54.5	54.2	53.0	51.9
현금+투자자산(%)	40.3	45.5	45.8	47.0	48.1
자본구조					
차입금(%)	17.9	22.8	18.6	14.4	11.3
자기자본(%)	82.1	77.2	81.4	85.6	88.7

자료: 다올투자증권

제이시스

메디컬 에스테틱

박종현
의료기기 | alex.park@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

제이시스메디칼 (287410)

덴서티 해외 침투 주목

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
적정주가	14,000	15,000	하향
Earnings			유지

Stock Information	
현재가 (10/24)	10,700원
예상 주가상승률	30.8%
시가총액	8,182억원
비중(KOSDAQ내)	0.22%
발행주식수	76,469천주
52주 최저가 / 최고가	6,910 - 14,190원
3개월 일평균거래대금	114억원
외국인 지분율	30.3%
주요주주지분율(%)	
강동환 (외 7인)	29.4
The Capital Group (외 2인)	7.2
국민연금공단 (외 1인)	6.1

Valuation wide	2022	2023E	2024E
PER(배)	22.4	29.7	19.8
PBR(배)	7.8	7.9	5.6
EV/EBITDA(배)	15.8	17.8	11.8
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(13.5)	28.0	53.1	25.6
KOSDAQ 대비 상대수익률 (%)	(5.0)	36.2	39.1	10.0

Issue

3Q23E Preview

Pitch

Cynosure향 선적 재개 및 포텐자 일본 판매 증가로 매출액 컨센서스 부합하나, ITC 소송, 인허가 및 광고비 집행으로 영업이익 컨센서스 하회. 이익률 하락으로 적정주가 14,000원으로 조정하나 북미 및 일본 신제품 출시로 매출액 확대 기대. 투자의견 BUY 유지

Rationale

- 3Q23E 매출액 379억원(YoY +32.6%, QoQ +7.7%), 영업이익 106억원(YoY +38.2%, QoQ +10.9%) 전망. 1H23 재고 이슈로 선적이 다소 아쉬웠던 Cynosure향 선적이 정상화되고, 포텐자 일본 판매 증가하며 매출액 컨센서스 부합 전망. RF와 HIFU 매출액은 각각 127억원과 35억원. 판관비는 전분기 대비 9억원 증가한 159억원으로 광고선전비와 지급수수료 각각 31억원, 31억원 집행 전망
- 2024E 매출액 1,805억원(YoY +26%), 영업이익 571억원(YoY +46%) 전망. 한국과 일본 제외한 글로벌 판권이 Cynosure에게 있어 안정적인 시장 침투할 수 있었으나, 낮은 ASP로 인해 경쟁사 대비 OPM이 낮았음. 동사는 신규 출시한 덴서티에 대해서 국가별로 다른 기업 및 대리점과 판권 계약 체결할 예정으로 보다 동사가 계약의 주도권을 가질 전망
- **2023E 중 덴서티 중국 파트너사 계약 체결 예정이며, 4Q23E부터 미국과 일본 덴서티 판매 개시할 전망.** 덴서티 북미 파트너사 체결되었음. 특히나, 비침습 RF 장비는 여타 장비들에 비해 ASP가 최소 50% 이상 높으며, **소모품 매출 또한 발생하여 동사 실적 성장의 핵심이 될 전망**
- 2024E 판관비 상향 조정하여 OPM 31.7% 전망. 이에 따라 2023 – 2024E EPS에 적정 PER 30배 산정하여 적정주가 14,000원 하향. 투자의견 BUY 유지

3Q23 Preview (단위: 십억원, %, %p)

	변경 후	변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2023.09(E)	2023.09(E)	vs Chg	2023.09(E)	vs Con	2022.09(A)	YoY	2023.06(A)	QoQ
매출액	37.9	37.9	0.0	39.3	-3.5	28.6	32.6	35.2	7.7
영업이익	10.6	12.6	-15.5	13.2	-19.4	7.7	38.2	9.6	10.9
지배주주순이익	7.1	8.6	-17.7	10.3	-31.5	7.2	-2.0	6.2	13.8
OPM	28.1%	33.2%	5.1%p	33.6%	5.5%p	26.9%	-1.1%p	27.3%	-0.8%p
NIM	18.6%	22.6%	4.0%p	26.2%	7.6%p	25.2%	6.6%p	17.6%	-1.0%p

Note: K-IFRS 연결 기준 Source: 다올투자증권

Fig. 57: 제이시스메디칼 실적 추정

(단위: 십억원, %)

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	25.3	30.8	28.6	31.8	29.1	35.2	37.9	41.1	116.5	143.3	180.5
YoY(%)	*39%*	*54%*	*39%*	*42%*	*15%*	*14%*	*32%*	*29%*	*43%*	*23%*	*26%*
RF	7.1	9.4	5.9	9.1	5.8	10.0	12.7	15.5	31.4	44.1	63.4
HIFU	3.6	3.1	5.9	4.6	4.4	3.6	3.5	4.4	17.3	15.9	21.9
IPL	1.2	2.0	1.3	1.4	1.5	1.3	1.3	1.4	5.9	5.5	6.0
Laser	2.5	2.6	3.4	2.4	2.5	2.8	3.8	2.6	10.9	11.7	12.8
소모품	10.2	13.1	10.7	11.4	12.8	14.3	13.2	14.3	45.5	54.5	63.7
기타	0.7	0.6	1.3	2.9	2.1	3.1	3.4	2.9	5.5	11.6	12.7
장비 설치											
RF	300	410	197	325	164	293	427	525	1,232	1,409	2,059
HIFU	238	186	316	236	261	191	190	240	976	882	1,186
매출비중											
장비	57%	55%	58%	55%	49%	50%	56%	58%	56%	54%	58%
소모품	40%	43%	37%	36%	44%	41%	35%	35%	39%	38%	35%
GP	17.7	20.7	19.5	21.7	19.5	24.6	26.5	28.7	79.6	99.4	126.5
YoY(%)	*36%*	*51%*	*35%*	*40%*	*10%*	*19%*	*36%*	*32%*	*40%*	*25%*	*27%*
GPM	69.9%	67.3%	68.0%	68.2%	67.2%	70.1%	70.0%	69.9%	68.3%	69.4%	70.1%
OP	**8.5**	**9.0**	**7.7**	**8.8**	**7.6**	**9.6**	**10.6**	**11.2**	**34.0**	**39.1**	**57.1**
YoY(%)	*81%*	*56%*	*27%*	*32%*	*-11%*	*8%*	*38%*	*27%*	*47%*	*15%*	*46%*
OPM	33.7%	29.1%	26.9%	27.7%	26.2%	27.4%	28.1%	27.2%	29.2%	27.3%	31.7%
판관비	9.1	11.8	11.8	12.9	11.9	15.0	15.9	17.5	45.5	60.4	69.3
인건비	4.1	5.3	4.6	6.6	6.0	7.4	6.4	8.0	20.5	27.8	34.6
지급수수료	1.6	1.9	1.5	1.9	2.0	2.9	3.1	2.9	6.8	10.8	13.7
광고선전비	1.0	1.2	2.8	1.2	0.7	1.0	3.1	3.3	6.2	8.1	5.4
NP	6.5	7.4	7.2	6.0	6.7	6.2	7.1	7.6	27.0	27.6	41.4
YoY(%)	흑전	28%	17%	-26%	3%	-15%	-2%	28%	95%	2%	50%
NPM	*25.7%*	*23.9%*	*25.1%*	*18.7%*	*23.0%*	*17.8%*	*18.6%*	*18.6%*	*23.2%*	*19.3%*	*22.9%*

Source: 다올투자증권

Fig. 58: Valuation

(단위: 원, 배, %)

PER Valuation	2021	2022	2023E	2024E
EPS(원)	190.6	380.5	360.9	541.5
YOY		*100%*	*-5%*	*50%*
PER(고)	94.7			
PER(저)	41.3			
적정 PER(배)			30.0	30.0
적정주가(원)			10,826	16,246

적정주가(원)	14,000
종가(원)	10,700
상승여력	30.8%

Source: 다올투자증권

제이시스

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	54.2	74.5	97.4	129.2	167.2
현금성자산	34.3	39.6	54.2	74.0	105.7
매출채권	7.4	10.9	15.1	19.7	22.1
재고자산	10.6	20.4	24.4	31.8	35.7
비유동자산	19.9	43.6	50.1	63.6	77.7
투자자산	9.9	22.1	22.1	23.0	23.9
유형자산	9.0	19.8	26.4	39.0	52.1
무형자산	1.0	1.7	1.6	1.6	1.7
자산총계	74.1	118.1	147.5	192.8	244.9
유동부채	24.0	26.6	30.8	34.7	36.8
매입채무	6.4	8.3	12.5	16.2	18.2
유동성이자부채	10.6	4.9	4.9	4.9	4.9
비유동부채	2.4	11.6	11.0	11.0	11.0
비유동이자부채	1.7	11.3	10.8	10.8	10.8
부채총계	26.4	38.2	41.8	45.7	47.8
자본금	7.1	7.1	7.6	7.6	7.6
자본잉여금	26.8	26.4	33.7	33.7	33.7
이익잉여금	6.9	34.0	61.6	102.9	152.8
자본조정	6.2	11.9	2.0	2.0	2.0
자기주식	(0.3)	(0.3)	(4.7)	(4.7)	(4.7)
자본총계	47.7	80.0	105.5	146.9	196.8
투하자본	25.4	48.9	58.6	79.8	97.7
순차입금	(22.0)	(23.3)	(38.6)	(58.4)	(90.1)
ROA	23.8	28.1	20.8	24.3	22.8
ROE	42.1	42.7	30.0	32.9	29.1
ROIC	91.9	73.0	56.9	64.4	58.5

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	81.3	116.5	143.3	180.5	209.8
증가율 (Y-Y,%)	60.2	43.4	22.9	26.0	16.2
영업이익	23.6	34.0	39.1	57.1	66.6
증가율 (Y-Y,%)	106.3	44.2	14.8	46.2	16.5
EBITDA	26.1	37.1	43.7	64.1	76.2
영업외손익	(10.5)	(0.1)	(3.8)	(4.1)	(2.6)
순이자수익	(0.4)	(0.4)	(2.8)	(3.4)	(2.0)
외화관련손익	0.2	0.2	(0.7)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	13.1	33.9	35.3	53.0	63.9
당기순이익	13.5	27.0	27.6	41.4	49.9
지배기업당기순이익	13.6	27.1	27.6	41.4	49.9
증가율 (Y-Y,%)	78.9	100.2	2.2	49.8	20.6
NOPLAT	17.1	27.1	30.6	44.6	51.9
(+) Dep	2.5	3.0	4.7	7.0	9.6
(-) 운전자본투자	4.5	6.8	4.1	8.1	4.2
(-) Capex	2.4	12.4	10.1	19.2	22.4
OpFCF	12.7	11.0	21.1	24.2	35.0
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	46.9	41.3	30.5	21.6
영업이익증가율(3Yr)	n/a	131.4	50.6	34.3	25.1
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	104.2	47.0	35.0	27.1
순이익증가율(3Yr)	n/a	190.5	54.1	45.3	22.7
영업이익률(%)	29.0	29.2	27.3	31.7	31.7
EBITDA마진(%)	32.1	31.8	30.5	35.5	36.3
순이익률 (%)	16.6	23.2	19.3	22.9	23.8

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금	20.3	25.3	28.2	40.4	55.4
당기순이익	13.5	27.0	27.6	41.4	49.9
자산상각비	2.5	3.0	4.7	7.0	9.6
운전자본증감	(5.5)	(13.2)	(0.4)	(8.1)	(4.2)
매출채권감소(증가)	(3.5)	(4.0)	(2.6)	(4.6)	(2.4)
재고자산감소(증가)	(5.6)	(10.0)	(4.2)	(7.4)	(3.8)
매입채무증가(감소)	1.1	(0.0)	2.0	3.8	2.0
투자현금	5.7	(21.1)	(11.9)	(20.5)	(23.7)
단기투자자산감소	7.2	0.3	(0.0)	(0.0)	(0.0)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.2)	(0.3)	(0.4)
설비투자	(2.4)	(12.4)	(10.1)	(19.2)	(22.4)
유무형자산감소	(0.4)	(1.0)	(0.3)	(0.4)	(0.4)
재무현금	(9.3)	2.0	(0.7)	0.0	0.0
차입금증가	(1.5)	2.3	(1.0)	0.0	0.0
자본증가	(0.3)	0.0	3.1	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	16.7	5.3	14.4	19.8	31.7
총현금흐름(Gross CF)	27.4	40.0	32.8	48.4	59.5
(-) 운전자본증가(감소)	4.5	6.8	4.1	8.1	4.2
(-) 설비투자	2.4	12.4	10.1	19.2	22.4
(+) 자산매각	(0.4)	(1.0)	(0.3)	(0.4)	(0.4)
Free Cash Flow	27.6	5.7	20.5	19.8	31.7
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.2	0.3	0.4
잉여현금	27.6	5.7	20.4	19.5	31.3

주요투자지표

(원, 배)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Per share Data					
EPS	191	381	361	542	653
BPS	647	1,090	1,353	1,894	2,546
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	40.8	22.4	29.7	19.8	16.4
PBR	12.0	7.8	7.9	5.6	4.2
EV/ EBITDA	20.4	15.8	17.8	11.8	9.6
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	20.2	15.2	24.9	16.9	13.7
PSR	6.8	5.2	5.7	4.5	3.9
재무건전성 (%)					
부채비율	55.4	47.7	39.6	31.1	24.3
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	225.5	280.2	316.4	372.6	454.6
이자보상배율	66.4	95.0	14.0	16.6	33.7
이자비용/매출액	0.5	0.3	1.9	1.8	0.9
자산구조					
투하자본(%)	36.5	44.2	43.4	45.1	43.0
현금+투자자산(%)	63.5	55.8	56.6	54.9	57.0
자본구조					
차입금(%)	20.6	16.9	12.9	9.6	7.4
자기자본(%)	79.4	83.1	87.1	90.4	92.6

자료: 다올투자증권

박종현
의료기기 | alex.park@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

파마리서치 (214450)

해외 침투는 이제 시작

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
적정주가	180,000		유지
Earnings			유지

Stock Information	
현재가 (10/24)	113,000원
예상 주가상승률	59.3%
시가총액	11,653억원
비중(KOSDAQ내)	0.31%
발행주식수	10,312천주
52주 최저가 / 최고가	58,400 - 154,400원
3개월 일평균거래대금	201억원
외국인 지분율	14.6%
주요주주지분율(%)	
정상수 (외 10인)	38.9
국민연금공단 (외 1인)	9.9
자사주 (외 1인)	1.2

Valuation wide	2022	2023E	2024E
PER(배)	17.4	15.5	13.8
PBR(배)	2.3	3.0	2.5
EV/EBITDA(배)	8.3	9.6	8.1
배당수익률(%)	0.9	0.6	0.6

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(3.9)	13.2	83.7	61.7
KOSDAQ 대비 상대수익률 (%)	4.5	21.5	69.7	46.1

Issue

3Q23E Preview

Pitch

콘쥬란 급여 축소 및 경쟁사 침투 등으로 동사 실적 우려 제기되며 주가 하락했으나 동사는 해외 침투를 기반으로 실적 확대 가속화 구간 진입. 3Q23E 실적 컨센서스 소폭 상회 기대하며 메디컬 에스테틱 업종 Top Pick 제시

Rationale

- 3Q23E 매출액 675억원(YoY +46.2%, QoQ +1.1%), 영업이익 250억원(YoY +51.6%, QoQ +6.0%) 전망. 당초 화장품 실적 일회성 우려하여 보수적 추정하였으나, 여전히 면세점 및 중국 수출 기반으로 화장품 매출액 YoY +52% 성장한 161억원 전망하며, 의약품 및 의료기기 수출도 안정적으로 지속되는 중
- 3Q23E 판관비 252억원 추정하며, 1Q23 진행한 채용에 따른 인력 확대로 분기 인건비 80억원 수준 유지 전망. 광고선전비 등 전분기 대비 유사한 수준 집행되어 QoQ 유사한 판관비 기록. OPM 37% 전망
- 콘쥬란 급여 축소, 경쟁사 침투 등으로 동사 실적 우려에 따라 주가 하락하였음. 다만 동사의 성장 포인트는 국내가 아닌 해외. 낮은 제품 인지도로 초기 시장 침투 늦었으나, 국내에서의 레퍼런스를 기반으로 PDRN 기반 스킨부스터로 해외 침투 확대되고 있음. 2H23E 남미 순차 출시와 더불어 동사는 해외 매출액 점진적 확대되고 있음. 특히 브라질의 경우, 미국 제외 최대 미용 의료 시술 시장으로 추정되어 침투에 따른 실적 개선 기대. 화장품 또한 리쥬란 네이밍과 함께 브랜드력 기반 더마 코스메틱 브랜드로 시장 안착하여 견조한 실적 기록 중
- 주가 낙폭 과도 판단. 메디컬 에스테틱 업체 중 Top Pick 제시. 적정 PER 24.0배 제시하며 향후 해외 침투 확대에 따라 적정 PER 상향 가능. 적정주가 18만원, 투자의견 BUY 유지

3Q23 Preview

(단위: 십억원, %, %p)

	변경 후	변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2023.09(E)	2023.09(E)	vs Chg	2023.09(E)	vs Con	2022.09(A)	YoY	2023.06(A)	QoQ
매출액	67.5	66.5	1.6	63.0	7.2	46.2	46.2	66.8	1.1
영업이익	25.0	24.7	1.5	23.3	7.4	16.5	51.6	23.6	6.0
지배주주순이익	19.6	19.4	1.3	18.4	6.6	17.4	12.7	16.7	17.4
OPM	37.0%	37.1%	0.0%p	37.0%	-0.1%p	35.7%	-1.3%p	35.3%	-1.7%p
NIM	29.0%	29.1%	0.1%p	29.2%	0.2%p	37.7%	8.6%p	25.0%	-4.0%p

Note: K-IFRS 연결 기준 *Source: 다올투자증권*

Fig. 59: 파마리서치 실적 추정

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	45.3	49.7	46.2	53.6	55.4	66.8	67.5	70.5	194.8	260.3	302.9
YoY(%)	*31%*	*28%*	*19%*	*28%*	*22%*	*34%*	*46%*	*31%*	*26%*	*34%*	*16%*
의료기기	22.7	24.5	22.9	31.9	30.2	34.6	36.7	39.2	102.0	140.8	165.0
YoY(%)	*32%*	*35%*	*19%*	*48%*	*33%*	*41%*	*61%*	*23%*	*34%*	*38%*	*17%*
내수	19.1	20.2	17.9	25.5	19.8	23.1	25.1	26.9	82.7	94.9	109.0
수출	3.6	4.4	5.0	6.5	10.3	11.5	11.6	12.4	19.4	45.9	56.0
의약품	12.0	11.0	11.3	11.3	12.4	13.5	12.5	13.8	45.6	52.2	64.3
YoY(%)	*20%*	*-6%*	*-4%*	*3%*	*3%*	*23%*	*11%*	*22%*	*3%*	*14%*	*23%*
내수	7.4	8.1	8.0	7.8	7.9	8.4	8.2	9.2	31.3	33.7	42.4
수출	4.7	3.0	3.2	3.4	4.5	5.1	4.3	4.5	14.3	18.5	22.0
화장품	8.9	10.0	10.6	9.0	11.0	16.8	16.1	15.3	38.4	59.3	64.8
YoY(%)	*75%*	*29%*	*49%*	*24%*	*24%*	*68%*	*52%*	*71%*	*41%*	*54%*	*9%*
내수	2.9	4.2	4.6	5.3	6.5	9.2	9.3	8.7	17.1	33.6	35.3
수출	5.9	5.8	6.0	3.7	4.5	7.6	6.9	6.6	21.4	25.6	29.5
OP	15.2	17.4	16.5	16.8	20.7	23.6	25.0	26.7	65.9	96.1	108.6
YoY(%)	*24%*	*25%*	*21%*	*33%*	*36%*	*36%*	*51%*	*59%*	*26%*	*46%*	*13%*
OPM	*33.7%*	*35.0%*	*35.8%*	*31.3%*	*37.4%*	*35.4%*	*37.0%*	*37.9%*	*33.8%*	*36.9%*	*35.9%*
지배주주 NP	9.3	10.1	17.4	3.8	17.7	16.7	19.6	20.9	40.6	75.0	84.1
YoY(%)	*24%*	*25%*	*21%*	*33%*	*36%*	*36%*	*51%*	*59%*	*-7%*	*72%*	*17%*
NPM	*20.6%*	*20.3%*	*37.7%*	*7.0%*	*31.9%*	*25.0%*	*29.0%*	*29.7%*	*20.8%*	*28.8%*	*27.8%*

Source: 다올투자증권

Fig. 60: 파마리서치 밸류에이션 (단위: 원, 배, %)

PER Valuation	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
EPS(원)	1,522	1,752	3,348	4,617	4,013	7,280	8,170
YOY	*11%*	*15%*	*91%*	*38%*	*-13%*	*81%*	*12%*
완전 희석 EPS(원)						7,019	7,877
YOY							*12%*
적정 PER(배)						24.0	24.0
완전 희석 적정주가(원)						168,449	189,045

적정주가(원)	180,000
종가(원)	113,000
상승여력	59.3%

Source: 다올투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

파마리서치
파마리서치

대차대조표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	206.8	247.3	302.7	364.8	436.9
현금성자산	45.4	142.1	185.3	236.3	296.9
매출채권	28.7	35.1	35.3	40.6	46.0
재고자산	17.3	24.5	35.9	41.3	46.9
비유동자산	220.9	230.7	241.0	260.1	281.8
투자자산	68.6	74.9	78.6	81.8	85.1
유형자산	109.5	118.0	127.0	145.4	166.2
무형자산	42.8	37.8	35.4	32.9	30.6
자산총계	427.6	478.1	543.8	624.9	718.7
유동부채	48.0	54.3	53.8	57.3	61.0
매입채무	17.3	21.1	22.5	25.9	29.4
유동성이자부채	20.8	20.6	18.6	18.6	18.6
비유동부채	51.3	52.1	38.6	38.8	38.9
비유동이자부채	44.9	46.2	32.6	32.6	32.6
부채총계	99.3	106.4	92.4	96.1	99.9
자본금	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1
자본잉여금	152.4	157.6	173.4	173.4	173.4
이익잉여금	154.0	190.9	259.2	336.6	426.7
자본조정	(6.0)	(10.0)	(13.6)	(13.6)	(13.6)
자기주식	(5.3)	(5.3)	(4.6)	(4.6)	(4.6)
자본총계	328.4	371.7	451.3	528.8	618.8
투하자본	303.6	255.6	270.7	295.3	322.8
순차입금	20.2	(75.3)	(134.2)	(185.1)	(245.7)
ROA	12.5	9.6	14.8	14.9	15.0
ROE	17.0	13.4	19.7	18.9	18.4
ROIC	16.9	18.9	27.7	29.9	31.6

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	154.1	194.8	260.3	302.9	343.2
증가율 (Y-Y,%)	41.7	26.4	33.6	16.4	13.3
영업이익	52.5	65.9	96.1	108.6	125.3
증가율 (Y-Y,%)	57.0	25.6	45.9	13.0	15.3
EBITDA	62.0	76.5	107.6	120.5	138.1
영업외손익	3.5	(11.9)	3.6	3.4	3.8
순이자수익	2.4	1.4	8.3	14.1	15.9
외화관련손익	0.2	0.2	0.2	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	(1.8)	(4.0)	(4.5)
세전계속사업손익	56.0	54.0	99.7	112.0	129.0
당기순이익	46.8	43.4	75.5	87.4	100.6
지배기업당기순이익	46.7	40.6	75.0	84.1	96.8
증가율 (Y-Y,%)	44.3	(7.2)	73.8	15.7	15.2
NOPLAT	43.9	53.0	72.8	84.7	97.7
(+) Dep	9.6	10.6	11.4	11.9	12.8
(-) 운전자본투자	61.3	(62.5)	10.6	7.6	7.9
(-) Capex	20.6	17.2	16.9	26.8	30.3
OpFCF	(28.5)	108.9	56.7	62.2	72.3
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	33.8	32.4	33.8	25.3	20.8
영업이익증가율(3Yr)	82.0	51.2	42.2	27.4	23.9
EBITDA증가율(3Yr)	65.3	42.0	37.0	24.8	21.7
순이익증가율(3Yr)	60.8	43.0	32.5	23.1	32.3
영업이익률(%)	34.1	33.8	36.9	35.9	36.5
EBITDA마진(%)	40.3	39.3	41.3	39.8	40.2
순이익률 (%)	30.4	22.3	29.0	28.8	29.3

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금	65.3	59.4	120.9	92.5	106.4
당기순이익	46.8	43.4	74.8	87.4	100.6
자산상각비	9.6	10.6	11.4	11.9	12.8
운전자본증감	8.4	(10.5)	32.2	(7.6)	(7.9)
매출채권감소(증가)	(1.0)	(4.8)	(1.5)	(5.3)	(5.5)
재고자산감소(증가)	2.9	(8.4)	(12.4)	(5.4)	(5.6)
매입채무증가(감소)	7.0	2.5	1.5	3.4	3.5
투자현금	(93.8)	(11.9)	(38.0)	(36.4)	(40.7)
단기투자자산감소	9.6	(27.5)	1.3	(1.6)	(1.6)
장기투자증권감소	(2.4)	0.3	(4.3)	(5.9)	(6.5)
설비투자	(20.6)	(17.2)	(16.9)	(26.8)	(30.3)
유무형자산감소	(2.8)	(0.3)	(0.6)	(0.9)	(0.9)
재무현금	43.0	(9.3)	(9.3)	(6.7)	(6.7)
차입금증가	48.0	(3.0)	(1.2)	0.0	0.0
자본증가	(5.0)	(6.3)	(6.2)	(6.7)	(6.7)
배당금지급	5.0	6.3	6.6	6.7	6.7
현금 증감	15.0	31.3	73.8	49.4	59.0
총현금흐름(Gross CF)	63.4	79.1	94.8	100.1	114.3
(-) 운전자본증가(감소)	61.3	(62.5)	10.6	7.6	7.9
(-) 설비투자	20.6	17.2	16.9	26.8	30.3
(+) 자산매각	(2.8)	(0.3)	(0.6)	(0.9)	(0.9)
Free Cash Flow	(21.9)	56.8	89.0	56.1	65.7
(-) 기타투자	2.4	(0.3)	4.3	5.9	6.5
잉여현금	(24.3)	57.1	84.7	50.2	59.2

주요투자지표

(원, 배)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Per share Data					
EPS	4,617	4,013	7,280	8,170	9,398
BPS	25,975	30,229	37,755	45,522	54,493
DPS	600	660	660	660	660
Multiples(x,%)					
PER	17.8	17.4	15.5	13.8	12.0
PBR	3.2	2.3	3.0	2.5	2.1
EV/ EBITDA	13.7	8.3	9.6	8.1	6.7
배당수익율	0.7	0.9	0.6	0.6	0.6
PCR	13.1	8.9	12.3	11.6	10.2
PSR	5.4	3.6	4.5	3.8	3.4
재무건전성 (%)					
부채비율	30.2	28.6	20.5	18.2	16.1
Net debt/Equity	6.1	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	32.5	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	430.8	455.9	562.2	636.1	716.7
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.9	2.0	1.1	0.7	0.7
자산구조					
투하자본(%)	72.7	54.1	50.6	48.1	45.8
현금+투자자산(%)	27.3	45.9	49.4	51.9	54.2
자본구조					
차입금(%)	16.7	15.2	10.2	8.8	7.6
자기자본(%)	83.3	84.8	89.8	91.2	92.4

자료: 다올투자증권

휴젤

메디컬 에스테틱

박종현
의료기기 | alex.park@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

휴젤 (154020)

호주 직판 판매와 중국 회복이 실적 견인

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
적정주가	190,000	150,000	상향
Earnings			상향

Stock Information	
현재가 (10/24)	136,800원
예상 주가상승률	38.9%
시가총액	16,943억원
비중(KOSDAQ내)	0.45%
발행주식수	12,385천주
52주 최저가 / 최고가	100,800 - 163,500원
3개월 일평균거래대금	116억원
외국인 지분율	55.1%
주요주주지분율(%)	
Aphrodite (외 1인)	43.2
자사주 (외 1인)	9.5
MFSC (외 1인)	5.8

Valuation wide	2022	2023E	2024E
PER(배)	29.1	21.7	18.4
PBR(배)	2.8	3.0	2.6
EV/EBITDA(배)	10.9	11.2	9.1
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	10.1	26.0	23.7	1.4
KOSDAQ 대비 상대수익률 (%)	18.5	34.2	9.7	(14.1)

Issue

3Q23E Preview

Pitch

3Q23E 호주 및 중국 등 APAC 실적 성장으로 컨센서스 부합하는 실적 달성 전망. 추정치 상향에 따라 적정주가 19만원 상향

Rationale

- 3Q23E 매출액 793억원(YoY +24.1%, QoQ -2.8%), 영업이익 265억원(YoY +10.2%, QoQ -5.5%) 전망. 톡신 매출액은 451억원 전망하며 YoY +8%. APAC 매출액 156억원으로 QoQ +23% 성장 전망. 직판 개시한 호주가 2Q23에 이어 2개 분기 연속 매출액 달성하였으며, 중국 또한 3Q23E에도 선적 발생하였음. 공급 차질이 있었던 브라질 또한 정상화되며 남미 매출 69억원 달성 기대. 유럽 매출은 10억원 수준 기대. 국내 프로모션 개시 등으로 필러 매출 또한 YoY +28% 성장한 272억원 달성 전망. ITC 소송 비용은 분기 40억원로 유지되고 있으며, 판관비 355억원 전망
- 2023.08월 레티보에 대하여 FDA 재신청한 휴젤은 2024.02월말 FDA 품목 허가 기대. 북미 판매 체제는 직판을 예정하였으나, 파트너십 통한 판매도 가능. Evolus 및 Revance 등 경쟁사들의 판관비가 분기 300억원 가까이 발생하고 있다는 점에서 현지 유통사 혹은 메디컬 에스테틱 업체와 파트너십을 통해 판매 개시한다면 안정적인 시장 안착 및 효율적인 비용 통제 기대
- 2024E 매출액 3,681억원(YoY +16%), 영업이익 1,204억원(YoY +19%) 전망. 중국 매출 회복 및 신규 판매 지역인 미국/호주/캐나다 등 매출 확대에 따라 실적 성장 기대. 호주 및 중국, 남미 등 톡신 실적 추정치 상향 조정에 따라 적정주가 19만원 상향

3Q23 Preview

(단위: 십억원, %, %p)

	변경 후	변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2023.09(E)	2023.09(E)	vs Chg	2023.09(E)	vs Con	2022.09(A)	YoY	2023.06(A)	QoQ
매출액	79.3	75.7	4.8	80.8	-1.9	63.9	24.1	81.6	-2.8
영업이익	26.5	23.6	12.3	26.3	0.6	24.0	10.2	28.0	-5.5
지배주주순이익	18.7	16.6	12.6	18.2	2.8	25.8	-27.5	21.4	-12.6
OPM	33.4%	31.1%	-2.2%p	32.5%	-0.8%p	37.6%	4.2%p	34.3%	0.9%p
NIM	23.6%	22.0%	-1.6%p	22.5%	-1.1%p	40.4%	16.8%p	26.2%	2.6%p

Note: K-IFRS 연결 기준 Source: 다올투자증권

Fig. 61: 휴젤 실적 추정

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	61.6	63.9	70.7	85.5	64.4	81.6	79.3	92.7	281.7	317.9	368.1
YoY(%)	*2%*	*4%*	*15%*	*79%*	*-1%*	*21%*	*24%*	*8%*	*21%*	*13%*	*16%*
톡신	31.5	36.9	41.9	50.4	31.0	43.4	45.1	55.2	160.7	174.6	205.1
YoY(%)	*-15%*	*5%*	*67%*	*82%*	*-2%*	*17%*	*8%*	*10%*	*28%*	*9%*	*17%*
수출	9.7	17.7	22.3	24.8	14.9	19.0	23.5	29.0	74.5	86.5	111.3
APAC	6.1	11.1	14.8	13.8	6.9	12.7	15.6	16.2	45.9	51.4	68.3
남미	3.5	5.6	6.6	5.1	4.1	4.4	6.9	6.4	20.8	21.8	25.1
유럽	0.1	0.9	0.8	5.9	3.9	1.9	1.0	6.5	7.7	13.3	17.9
국내	21.8	19.2	19.6	25.5	16.1	24.4	21.5	26.2	86.2	88.2	93.8
필러	22.8	19.9	21.2	25.3	26.1	30.4	27.2	28.9	89.2	112.7	128.6
YoY(%)	*26%*	*-7%*	*-1%*	*8%*	*15%*	*53%*	*28%*	*14%*	*6%*	*26%*	*14%*
수출	16.1	15.7	17.9	18.6	19.4	21.9	20.9	21.6	68.3	83.8	96.3
국내	6.7	4.2	3.3	6.7	6.8	8.5	6.3	7.3	20.9	28.9	32.4
화장품	5.4	4.3	4.9	6.4	6.3	6.0	5.1	6.7	20.9	24.1	26.5
기타	1.9	2.8	2.7	3.5	1.0	1.8	1.8	1.9	10.9	6.5	7.9
매출비중											
톡신	51%	58%	59%	59%	48%	53%	57%	60%	57%	55%	56%
필러	37%	31%	30%	30%	41%	37%	34%	31%	32%	35%	35%
영업이익	24.6	21.9	24.8	30.0	18.5	28.0	26.5	28.6	101.4	101.6	120.4
YoY(%)	*-15%*	*-16%*	*13%*	*65%*	*-25%*	*28%*	*7%*	*-5%*	*6%*	*0%*	*19%*
ITC 소송비용		3.5	4.5	4.5	3.5	4.0	4.0	4.0	12.5	15.5	16.0
OPM	40%	34%	35%	35%	29%	34%	33%	31%	36%	32%	*33%*
소송비 제외 OPM	-	42%	41%	40%	37%	41%	38%	35%	41%	37%	37%
지배주주 순이익	15.0	14.8	25.8	1.8	16.4	21.1	18.7	21.8	57.3	78.0	92.2
YoY(%)	*-20%*	*1%*	*26%*	*-54%*	*9%*	*43%*	*-27%*	*1103%*	*-1%*	*36%*	*18%*
NPM	*24%*	*23%*	*36%*	*2%*	*25%*	*26%*	*24%*	*24%*	*20%*	*25%*	*25%*

Source: 다올투자증권

Fig. 62: 휴젤 밸류에이션

(단위: 원, 배, %)

PER Valuation	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
EPS(원)	5,469	3,242	3,363	4,661	4,629	6,298	7,445
YOY	*-18%*	*-41%*	*4%*	*39%*	*-1%*	*36%*	*18%*
적정 PER(배)							25.0
적정주가(원)							186,125
적정주가(원)							190,000
종가(원)							136,800
상승여력							39%

Source: 다올투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

휴젤

대차대조표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	616.1	617.9	599.7	640.5	686.4
현금성자산	540.9	531.3	519.3	549.3	584.1
매출채권	29.8	57.7	42.5	47.8	53.9
재고자산	27.4	26.9	35.9	41.4	46.4
비유동자산	393.6	431.9	455.8	511.7	569.9
투자자산	100.6	111.4	96.0	99.9	103.9
유형자산	95.7	120.5	139.6	168.7	200.6
무형자산	197.4	200.1	220.2	243.0	265.3
자산총계	1,009.7	1,049.8	1,055.5	1,152.2	1,256.3
유동부채	54.0	177.3	183.6	188.0	192.1
매입채무	22.6	24.8	25.0	28.8	32.3
유동성이자부채	6.4	99.4	105.0	105.0	105.0
비유동부채	126.5	23.0	29.8	29.9	30.0
비유동이자부채	115.3	21.0	27.8	27.8	27.8
부채총계	180.6	200.3	213.4	217.9	222.0
자본금	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3
자본잉여금	327.3	327.3	327.3	327.3	327.3
이익잉여금	841.3	899.1	977.2	1,069.4	1,169.3
자본조정	(397.8)	(440.6)	(520.2)	(520.2)	(520.2)
자기주식	(51.9)	(96.4)	(172.1)	(172.1)	(172.1)
자본총계	829.2	849.5	842.0	934.3	1,034.2
투하자본	323.3	372.9	389.4	449.0	511.3
순차입금	(419.1)	(410.8)	(386.5)	(416.5)	(451.3)
ROA	6.1	5.9	7.7	8.8	8.7
ROE	7.9	7.7	10.2	11.6	11.3
ROIC	19.3	25.5	19.4	21.8	20.8

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	231.9	281.7	317.9	368.1	414.8
증가율 (Y-Y,%)	9.9	21.5	12.9	15.8	12.7
영업이익	95.6	101.4	101.6	120.4	132.0
증가율 (Y-Y,%)	22.5	6.0	0.2	18.5	9.6
EBITDA	109.9	115.4	116.9	139.7	154.6
영업외손익	(8.2)	(28.0)	9.8	7.6	6.8
순이자수익	1.5	8.4	12.1	11.9	11.1
외화관련손익	(3.0)	(3.7)	(0.6)	(2.9)	(3.4)
지분법손익	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	87.4	73.1	111.4	128.1	138.8
당기순이익	60.4	60.7	81.0	97.1	105.2
지배기업당기순이익	57.7	57.3	78.0	92.2	100.0
증가율 (Y-Y,%)	33.3	0.5	33.5	19.8	8.4
NOPLAT	64.7	88.6	73.9	91.3	100.1
(+) Dep	14.3	14.0	15.3	19.3	22.6
(-) 운전자본투자	(71.6)	(18.9)	(6.9)	6.5	7.0
(-) Capex	23.9	32.8	29.2	42.9	48.3
OpFCF	126.7	88.7	66.9	61.2	67.3
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	8.3	11.3	14.6	16.7	13.8
영업이익증가율(3Yr)	16.7	14.2	9.2	8.0	9.2
EBITDA증가율(3Yr)	17.5	14.1	9.6	8.3	10.2
순이익증가율(3Yr)	(7.2)	6.5	21.4	17.1	20.1
영업이익률(%)	41.2	36.0	32.0	32.7	31.8
EBITDA마진(%)	47.4	41.0	36.8	38.0	37.3
순이익률 (%)	26.0	21.5	25.5	26.4	25.4

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금	85.9	80.6	99.3	104.4	114.5
당기순이익	60.4	60.7	81.0	97.1	105.2
자산상각비	14.3	14.0	15.3	19.3	22.6
운전자본증감	(8.0)	(31.5)	6.7	(6.5)	(7.0)
매출채권감소(증가)	(1.8)	(26.0)	15.7	(5.3)	(6.0)
재고자산감소(증가)	(5.8)	0.3	(9.1)	(5.5)	(5.1)
매입채무증가(감소)	2.1	(5.5)	3.2	3.9	3.5
투자현금	180.1	(191.8)	122.1	(83.6)	(89.2)
단기투자자산감소	229.6	(167.2)	159.8	(8.5)	(8.4)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(1.3)	(2.7)	(2.8)
설비투자	(23.9)	(32.8)	(29.2)	(42.9)	(48.3)
유무형자산감소	(24.5)	(6.4)	(23.5)	(28.4)	(28.4)
재무현금	(36.0)	(51.4)	(60.0)	0.0	0.0
차입금증가	(1.4)	(1.9)	(0.9)	0.0	0.0
자본증가	(34.6)	(44.5)	(49.6)	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	231.8	(162.4)	162.4	20.8	25.3
총현금흐름(Gross CF)	115.2	124.1	105.8	110.9	121.5
(-) 운전자본증가(감소)	(71.6)	(18.9)	(6.9)	6.5	7.0
(-) 설비투자	23.9	32.8	29.2	42.9	48.3
(+) 자산매각	(24.5)	(6.4)	(23.5)	(28.4)	(28.4)
Free Cash Flow	287.4	(99.2)	234.6	20.8	25.3
(-) 기타투자	0.0	0.0	1.3	2.7	2.8
잉여현금	287.4	(99.2)	233.3	18.1	22.5

주요투자지표

(원, 배)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Per share Data					
EPS	4,661	4,629	6,298	7,445	8,070
BPS	46,801	47,801	46,048	51,650	57,921
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	32.9	29.1	21.7	18.4	17.0
PBR	3.3	2.8	3.0	2.6	2.4
EV/ EBITDA	13.5	10.9	11.2	9.1	8.0
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	16.5	13.5	16.0	15.3	13.9
PSR	8.2	5.9	5.3	4.6	4.1
재무건전성 (%)					
부채비율	21.8	23.6	25.3	23.3	21.5
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	1,139.9	348.5	326.6	340.7	357.4
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	1.6	1.1	1.1	1.2	1.3
자산구조					
투하자본(%)	33.5	36.7	38.8	40.9	42.6
현금+투자자산(%)	66.5	63.3	61.2	59.1	57.4
자본구조					
차입금(%)	12.8	12.4	13.6	12.4	11.4
자기자본(%)	87.2	87.6	86.4	87.6	88.6

자료: 다올투자증권

박종현
의료기기 | alex.park@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

대웅제약 (069620)

한올부터 한걸음씩 차근차근

대웅제약

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
적정주가	170,000		유지
Earnings			유지

Stock Information	
현재가 (10/24)	101,900원
예상 주가상승률	66.8%
시가총액	11,807억원
비중(KOSPI내)	0.06%
발행주식수	11,587천주
52주 최저가 / 최고가	91,800 - 171,000원
3개월 일평균거래대금	43억원
외국인 지분율	10.0%
주요주주지분율(%)	
대웅 (외 6인)	61.6
국민연금공단 (외 1인)	7.1
자사주 (외 1인)	0.7

Valuation wide	2022	2023E	2024E
PER(배)	37.8	10.8	9.5
PBR(배)	3.8	1.9	1.6
EV/EBITDA(배)	16.2	9.6	7.5
배당수익률(%)	0.4	0.6	0.6

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(2.4)	(5.1)	(35.9)	(35.7)
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	2.6	0.4	(42.5)	(42.3)

Issue

3Q23E Preview

Pitch

3Q23E 자체 신약 기반 안정적 매출 성장 이어지고 있으나, 2Q23 대비 기술료 매출 감소로 영업이익 감소. 자회사 한올바이오파마 IMVT-1402 1상 결과 발표 후, 동사 주가 반등하였음. 동사의 제약 사업 가치 및 한올바이오파마 지분 가치, 나보타 가치 고려 시, 주가 업사이드 있음. 적정 주가 17만원, 투자의견 BUY 유지

Rationale

- 3Q23E 매출액 3,144억원(YoY +4.3%, QoQ +2.4%), 영업이익 297억원(YoY -2.0%, QoQ -17.9%) 전망. 펙수클루와 엔블로 각각 152억원, 25억원 달성 전망. 펙수클루의 경우, P-CAB 계열 치료제로 안정적인 시장 침투 이어지고 있으나, 엔블로의 경우, 포시가 제네릭 출시에 맞물려 시장 침투는 점진적으로 발생하는 중. 나보타 매출액 385억원 전망하며, 전분기 대비 58억원 증가. 북미향 나보타 2Q23 4배치 선전되었으나, 4Q23E 5배치 선적
- 다만 전분기 대비 기술료 수익 감소하여 기타 매출액 78억원 감소. 기술료 인식 매출 감소에 따라 영업이익 감소. 또한 엔블로 출시에 따른 광고선전비 지속 투입되어 광고선전비 201억원 전망
- 2024E 매출액 1.4조원(YoY +12%), 영업이익 1,618억원(YoY +28%) 전망. 자체 신약 매출 비중 증가에 따라 GPM 개선, 나보타 매출은 지속 성장 중. 2024E OPM 11.8%로 2023E 대비 1.6%p 개선 기대
- 동사 시가총액 1.2조원으로 제약 사업 가치 1조원과 한올바이오파마 지분 가치 외 반영되어 있지 않음. 향후, Evolus 실적 개선 및 불확실성 해소에 따라 나보타 사업 가치 재평가 기대. 중국 펙수클루 2024E 품목 허가 기대. 적정주가 17만원, 투자의견 BUY 유지

3Q23 Preview (단위: 십억원, %, %p)

	변경 후	변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2023.09(E)	2023.09(E)	vs Chg	2023.09(E)	vs Con	2022.09(A)	YoY	2023.06(A)	QoQ
매출액	314.4	318.2	-1.2	318.7	-1.4	301.5	4.3	307.1	2.4
영업이익	29.7	30.8	-3.7	31.7	-6.3	30.3	-2.0	36.2	-17.9
당기순이익	18.5	20.1	-8.1	21.4	-13.6	21.5	-14.0	28.7	-35.6
OPM	9.4%	9.7%	0.2%p	9.9%	0.5%p	10.1%	0.6%p	11.8%	2.3%p
NIM	5.9%	6.3%	0.4%p	6.7%	0.8%p	7.1%	1.3%p	9.4%	3.5%p

Note: K-IFRS 별도 기준 Source: 다올투자증권

Fig. 63: 대웅제약 실적 현황 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	272.2	293.8	301.4	293.9	292.3	307.1	314.4	320.2	1,161.3	1,233.9	1,376.0
YoY	*13%*	*8%*	*14%*	*7%*	*7%*	*5%*	*4%*	*9%*	*10%*	*6%*	*12%*
ETC	197.6	205.8	209.5	212.7	206.9	220.7	230.8	233.3	825.6	891.7	977.5
YoY	*9%*	*5%*	*7%*	*4%*	*5%*	*7%*	*10%*	*10%*	*6%*	*8%*	*10%*
주요 제품	50.2	51.9	56.9	62.6	62.1	64.5	71.6	77.2	221.6	275.4	328.3
YoY	*5%*	*7%*	*12%*	*19%*	*24%*	*24%*	*26%*	*23%*	*11%*	*24%*	*19%*
우루사(ETC)	13.9	15.8	15.2	16.2	16.0	15.6	15.5	16.5	61.1	63.6	65.2
펙수클루	-	-	5.8	10.9	11.7	12.5	15.2	18.3	16.7	57.7	84.1
엔블로	-	-	-	-	-	1.1	2.5	4.0	-	7.6	27.5
주요 상품	79.7	81.5	82.6	79.5	79.5	81.9	78.2	75.4	323.3	315.0	309.0
YoY	*1%*	*-5%*	*-5%*	*-10%*	*0%*	*0%*	*-5%*	*-5%*	*-5%*	*-3%*	*-2%*
포시가	21.1	24.4	24.5	23.5	23.9	24.9	19.5	18.5	93.5	86.8	75.8
코프로모션 수수료	13.0	11.6	13.5	13.0	11.9	12.0	13.8	13.3	51.1	50.9	51.9
나보타	30.4	37.1	40.4	34.2	42.7	32.7	38.5	42.1	142.1	156.0	203.6
나보타 내수	7.6	7.9	7.8	8.9	6.3	6.1	6.8	6.8	32.2	26.0	27.3
나보타 수출	22.8	29.2	32.6	25.2	36.4	26.6	31.7	35.3	109.8	130.0	176.3
OTC	29.7	34.3	34.8	28.8	26.0	27.6	26.7	24.7	127.6	105.0	111.3
기타	14.5	16.6	16.7	18.2	16.7	26.1	18.3	20.1	66.0	81.1	83.7
영업이익	26.8	33.6	30.3	15.3	31.0	36.2	29.7	29.5	106.0	126.4	161.8
YoY	*33%*	*26%*	*27%*	*-38%*	*16%*	*8%*	*-2%*	*93%*	*11%*	*19%*	*28%*
OPM	9.8%	11.4%	10.1%	5.2%	10.6%	11.8%	9.4%	9.2%	9.1%	10.2%	11.8%
광고선전비	14.8	19.2	20.0	20.5	16.0	18.6	20.1	22.4	74.5	77.1	88.0
매출액 대비 비중(%)	5.4%	6.5%	6.6%	7.0%	5.5%	6.1%	6.4%	7.0%	6.4%	6.3%	6.4%
R&D	32.2	33.0	36.0	38.1	37.5	34.0	36.2	36.8	139.3	144.5	159.8
매출액 대비 비중(%)	11.8%	11.2%	11.9%	13.0%	12.8%	11.1%	11.5%	11.5%	12.0%	11.7%	11.6%

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

Fig. 64: 대웅제약 SOTP Valuation

23E EBITDA (십억원) ⓐ	107.1	2023E 별도 추정 실적에서 나보타 수출 실적 제외
Target EV/EBITDA multiple (배) ⓑ	11.5	국내 제약사 2023E 평균 EV/EBITDA 적용
순차입금 (십억원) ⓒ	365.1	2023 년 말 추정치
영업가치 (십억원) ① = ⓐ×ⓑ-ⓒ	866.6	
HL036 신약가치 (십억원) ⓓ	91.6	대웅제약과 한올바이오파마 수익배분 5:5
한올바이오파마 지분가치 (십억원) ⓔ	350.0	한올바이오파마 적정주가 46,000 원에 할인율 50% 적용
비영업가치 (십억원) ② = ⓓ+ⓔ	441.6	
나보타 해외 사업가치 (십억원) ③	617.9	**Evolus 향 수출실적에 대한 FCF 합산(ROW 포함 시 8,951 억원)** WACC 11.0%, Terminal Growth 2.0%
적정 시가총액 (십억원) ①+②+③	1,926	
보통주 발행주식수 (천주)	11,506	자사주 제외
적정주가 (원)	170,000	
종가 (원)	101,900	
상승여력	66.8%	

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

재무제표 (K-IFRS 별도)

대차대조표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	371.2	383.0	420.8	534.5	658.6
현금성자산	68.7	36.7	43.6	100.4	189.6
매출채권	149.6	158.7	161.7	186.7	201.9
재고자산	142.9	176.0	203.4	234.9	254.0
비유동자산	888.5	991.1	1,069.0	1,102.2	1,138.0
투자자산	440.3	479.0	517.4	538.4	560.3
유형자산	301.1	334.4	357.1	363.6	371.9
무형자산	147.2	177.7	194.5	200.3	205.8
자산총계	1,259.7	1,374.0	1,489.7	1,636.7	1,796.6
유동부채	436.9	441.5	474.9	502.2	518.8
매입채무	136.2	179.7	175.4	202.6	219.0
유동성이자부채	252.7	229.6	267.1	267.1	267.1
비유동부채	208.5	272.7	213.4	216.1	218.9
비유동이자부채	185.8	211.0	141.6	141.6	141.6
부채총계	645.4	714.2	688.3	718.3	737.7
자본금	29.0	29.0	29.0	29.0	29.0
자본잉여금	133.2	133.8	160.9	160.9	160.9
이익잉여금	501.1	543.0	645.7	762.7	903.1
자본조정	(49.0)	(45.9)	(34.1)	(34.1)	(34.1)
자기주식	(18.4)	(18.4)	(2.8)	(2.8)	(2.8)
자본총계	614.3	659.9	801.5	918.4	1,058.9
투하자본	686.7	734.8	809.2	854.9	891.0
순차입금	369.8	403.9	365.1	308.3	219.1
ROA	2.9	3.7	7.6	7.9	8.6
ROE	6.0	7.6	15.0	14.4	14.9
ROIC	10.3	10.8	16.0	16.8	18.7

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,055.2	1,161.3	1,233.9	1,376.0	1,477.7
증가율 (Y-Y,%)	11.7	10.1	6.3	11.5	7.4
영업이익	95.5	106.0	126.3	161.8	191.0
증가율 (Y-Y,%)	656.4	11.0	19.2	28.1	18.0
EBITDA	128.4	138.0	161.6	198.7	228.7
영업외손익	(70.0)	(61.3)	(14.6)	(18.3)	(18.3)
순이자수익	(7.7)	(5.7)	(12.7)	(13.1)	(13.1)
외화관련손익	3.0	1.0	(0.2)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	25.5	44.6	111.7	143.5	172.7
당기순이익	35.8	48.6	109.4	123.9	147.3
증가율 (Y-Y,%)	1,040.4	35.7	125.3	13.2	18.9
NOPLAT	69.2	76.8	123.7	139.6	163.0
(+) Dep	32.9	32.1	35.3	36.9	37.7
(-) 운전자본투자	(31.7)	16.2	35.0	29.7	18.2
(-) Capex	20.2	45.7	43.3	34.3	36.9
OpFCF	113.7	47.0	80.7	112.5	145.6
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	3.8	4.9	9.3	9.3	8.4
영업이익증가율(3Yr)	41.4	49.9	115.5	19.2	21.7
EBITDA증가율(3Yr)	19.1	29.8	52.4	15.7	18.3
순이익증가율(3Yr)	189.1	33.9	226.6	51.3	44.8
매출총이익률(%)	46.2	48.9	49.1	49.9	51.0
영업이익률(%)	9.1	9.1	10.2	11.8	12.9
EBITDA마진(%)	12.2	11.9	13.1	14.4	15.5
순이익률 (%)	3.4	4.2	8.9	9.0	10.0

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금	48.0	92.5	90.4	133.8	169.7
당기순이익	35.8	48.6	109.4	123.9	147.3
자산상각비	32.9	32.1	35.3	36.9	37.7
운전자본증감	(11.2)	7.3	(61.1)	(29.7)	(18.2)
매출채권감소(증가)	(23.5)	(9.3)	(7.0)	(25.0)	(15.2)
재고자산감소(증가)	(12.7)	(43.7)	(31.7)	(31.5)	(19.1)
매입채무증가(감소)	11.4	38.6	(12.2)	27.1	16.5
투자현금	(100.2)	(89.1)	(93.7)	(70.2)	(73.6)
단기투자자산감소	(28.4)	20.3	(10.8)	(0.0)	(0.0)
장기투자증권감소	(10.5)	(18.9)	(13.3)	(14.5)	(15.1)
설비투자	(20.2)	(45.7)	(43.3)	(34.3)	(36.9)
유무형자산감소	(41.1)	(41.2)	(23.0)	(14.8)	(14.8)
재무현금	32.9	(6.2)	14.4	(6.9)	(6.9)
차입금증가	(0.6)	0.4	(28.8)	0.0	0.0
자본증가	33.4	(6.6)	43.2	(6.9)	(6.9)
배당금지급	(6.5)	(6.6)	6.6	6.9	6.9
현금 증감	(19.0)	(2.1)	11.6	56.7	89.2
총현금흐름(Gross CF)	71.0	103.1	163.6	163.4	187.9
(-) 운전자본증가(감소)	(31.7)	16.2	35.0	29.7	18.2
(-) 설비투자	20.2	45.7	43.3	34.3	36.9
(+) 자산매각	(41.1)	(41.2)	(23.0)	(14.8)	(14.8)
Free Cash Flow	(40.4)	21.3	8.8	63.6	96.1
(-) 기타투자	10.5	18.9	13.3	14.5	15.1
잉여현금	(51.0)	2.4	(4.5)	49.1	81.0

주요투자지표

(원, 배)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Per share Data					
EPS	3,089	4,191	9,441	10,690	12,716
BPS	40,314	41,616	52,388	61,981	73,622
DPS	600	600	600	600	600
Multiples(x,%)					
PER	47.9	37.8	10.8	9.5	8.0
PBR	3.7	3.8	1.9	1.6	1.4
EV/ EBITDA	16.2	16.2	9.6	7.5	6.1
배당수익율	0.4	0.4	0.6	0.6	0.6
PCR	24.2	17.8	7.2	7.2	6.3
PSR	1.6	1.6	1.0	0.9	0.8
재무건전성 (%)					
부채비율	105.1	108.2	85.9	78.2	69.7
Net debt/Equity	60.2	61.2	45.6	33.6	20.7
Net debt/EBITDA	287.9	292.6	225.9	155.2	95.8
유동비율	84.9	86.7	88.6	106.4	126.9
이자보상배율	12.3	18.7	10.0	12.4	14.6
이자비용/매출액	0.9	0.7	1.1	1.0	0.9
자산구조					
투하자본(%)	57.4	58.8	59.1	57.2	54.3
현금+투자자산(%)	42.6	41.2	40.9	42.8	45.7
자본구조					
차입금(%)	41.7	40.0	33.8	30.8	27.8
자기자본(%)	58.3	60.0	66.2	69.2	72.2

자료: 다올투자증권

메디컬 에스테틱

박종현
의료기기 | alex.park@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

원텍 (336570)

미국, 중국, 브라질 삼위일체

BUY

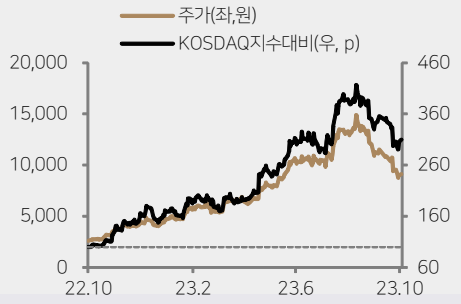
	현재	직전	변동
투자의견	BUY		신규
적정주가	16,000		신규
Earnings			신규

Stock Information	
현재가 (10/24)	9,380원
예상 주가상승률	70.6%
시가총액	8,271억원
비중(KOSDAQ내)	0.22%
발행주식수	88,174천주
52주 최저가 / 최고가	2,595 - 14,890원
3개월 일평균거래대금	163억원
외국인 지분율	10.2%
주요주주지분율(%)	
김종원 (외 19인)	53.0
원텍우리사주 (외 1인)	0.0
자사주 (외 1인)	0.0

Valuation wide	2022	2023E	2024E
PER(배)	30.5	22.0	17.9
PBR(배)	7.2	8.5	5.8
EV/EBITDA(배)	13.9	15.7	11.6
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(16.8)	48.4	254.0	101.9
KOSDAQ 대비 상대수익률	(8.3)	56.6	240.0	86.4

Price Trend



Issue

커버리지 개시

Pitch

3Q23E 실적 컨센서스 하회 전망. CB 300억원 유치하여 해외 진출 구체화 기대. 2023E 브라질 올리지오 출시는 중요한 실적 성장 모멘텀. 해외 매출 가속화되는 구간. 적정주가 1.6만원, 투자의견 BUY. 커버리지 개시

Rationale

- 3Q23E 매출액 274억원(YoY +34%, QoQ -10%) 영업이익 97억원(YoY +22%, QoQ -23%) 전망. 국가별로는 브라질과 대만이 견조한 성장세를 보여 각각 YoY +110%, 100% 성장한 55억원과 20억원 달성 기대. 다만 올리지오X 대기 수요로 올리지오 국내 판매 소폭 감소
- GPM은 소모품 매출 비중 증가로 QoQ +3.8%p 증가한 67.3% 달성 전망이나, 광고선전비 37억원(QoQ +27억원) 집행 예정으로 OPM 35.5%
- 2023.09월 어센트 캐피탈을 통해 300억원 CB 투자 유치. 해당 자금을 통해 북미와 태국 법인 설립하여 해당 지역 진출 본격화 예상. 추가적으로 어센트는 국내 의료기기 레이와 엘앤씨바이오, 코렌텍 투자 집행 경험있음. 중국 진출 방안 구체화 기대
- 2023E 브라질 올리지오 출시 기대. 동사는 레이저 미용 의료기기 라비앙 판매 대수가 브라질 누적 900대 돌파. 해당 판매 경험을 기반으로 올리지오 브라질 내 시장 안착 기대. 국내 미용 의료기기 업체들이 브라질에서 높은 실적 성장을 보여주고 있는 만큼 올리지오 허가는 중요한 실적 모멘텀이 될 전망. 브라질과 중국 올리지오 출시, 북미/태국 진출 가속화로 2024E 해외 매출 성장 +36% 기대
- 국내 EBD 업체 해외 진출에 따른 실적 성장 가속화되는 구간으로 적정 PER은 30배 판단, 투자의견 BUY, 적정 주가 1.6만원 제시

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
매출액	51	82	121	153	188	224	261
영업이익	10	27	49	63	79	95	112
EBITDA	12	28	50	65	80	96	113
지배주주순이익	17	13	38	46	57	69	82
자산총계	48	74	110	158	217	288	372
자본총계	26	57	97	143	201	270	352
순차입금	1	(13)	(36)	(72)	(118)	(176)	(245)
매출증가율	70.1	59.6	48.3	26.3	22.9	19.3	16.7
영업이익률	20.4	32.8	40.3	41.5	41.9	42.3	42.7
순이익률	33.3	16.4	31.0	30.3	30.6	30.9	31.2
EPS증가율	흑전	(22.1)	179.2	23.2	24.2	20.7	17.8
ROE	n/a	32.3	48.7	38.4	33.4	29.4	26.3

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

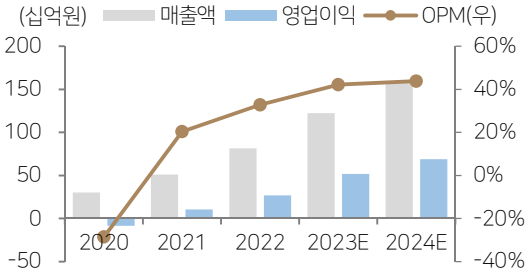
원텍은,

원텍은 1999년도에 설립된 1세대 에너지 기반 미용 의료기기 제조업체로 다양한 고객의 니즈에 부합하는 토탈 솔루션을 보유하고 있음. 대표제품인 피코초 레이저 피코케어 및 Monopolar RF 기기 올리지오 뿐만 아니라 다양한 에너지원 기반 제품을 개발 및 제조

설립 이후 국내 54개 제품에 대해 의료기기 제조품목 허가를 획득했으며 미국 FDA 인증 11건, 유럽 CE 27건, 중국 NMPA 15건을 인증받아 기술력을 입증했음. 매년 연간 매출액 대비 R&D 비용 비중이 10%를 상회하여 레이저 및 에너지 기반 원천기술 확보를 위한 지속적인 R&D 투자를 집행 중

Financials

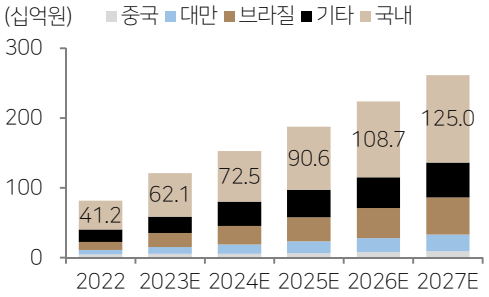
- 2023E 매출액 1,209억원(YoY +48%), 영업이익 487억원(YoY +82%) 전망



Source: 다올투자증권

국가별 매출 추이

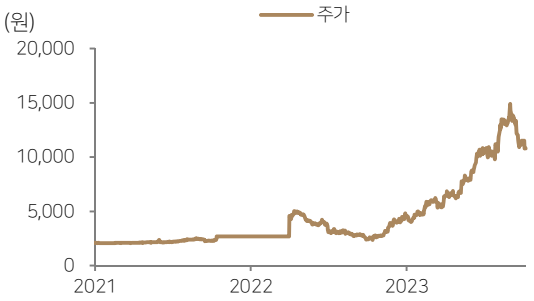
- 2023E 국내 매출은 올리지오 매출 확대로 621억원 달성 전망하며,
- 브라질 매출액 200억원으로 YoY +75%



Source: 다올투자증권

주가

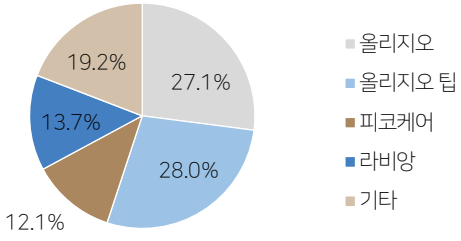
- 동사는 2021.06월 대신밸런스제8호스팩과 스팩 합병으로 코스닥 이전 상장
- 2022년 증권신고서 가이던스 대비 실적 하회하며, 주가 하락하였으나, 2022.10월 올리지오 FDA 인허가와 함께 실적 개선세 이어지며 주가 상승. 2023.09월 CB 300억원 발행



Source: 다올투자증권

사업부문 Breakdown

- 2023E 올리지오 장비 및 팁 매출 비중은 55% 전망. 올리지오 팁 매출 비중 확대에 따라 GPM 개선
- 레이저 장비인 피코케어 및 라비앙 비중은 12%, 14%



Source: 다올투자증권

제품 사진

- 올리지오는 Monopolar RF 방식으로 인체에 6.78MHz의 고주파 전류를 흘려 피부 조직에 40-60도의 심부열을 발생시켜 피부 진피층의 콜라겐 재생을 촉진하여 주름 개선 및 처진 피부의 탄력을 개선



Source: 원텍, 다올투자증권

I. Valuation

적정주가 1.6만원으로 커버리지 개시

동사의 적정주가를 16,000원으로 제시한다. 국내 메디컬 에스테틱 업종 중 EBD(에너지 기반 의료기기)의 경우, 중저가 시술 보급에 따른 시술 대중화 국면에 있다. 2016년 ~ 2018년 경험했던 보툴리눔 톡신 제제 업종의 주가 상승 스토리를 반복 재현할 예정이다.

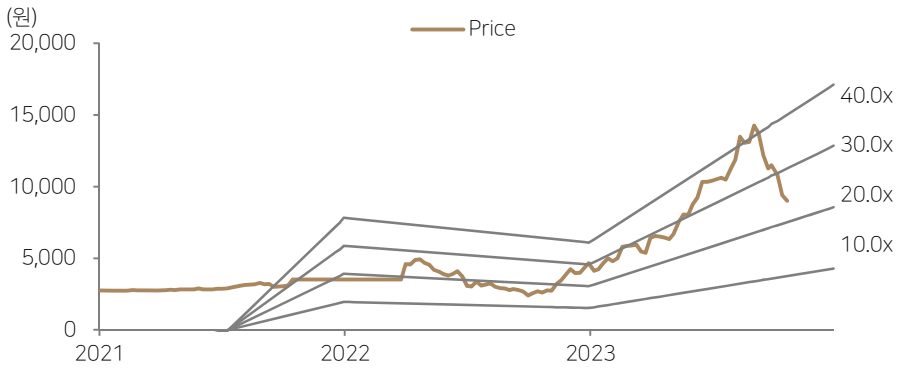
동사를 포함한 미용 의료기기 업종은 글로벌 경쟁사인 Inmode가 가이던스 대비 하회하는 실적을 발표함과 동시에 주가가 하락하였다. Inmode는 실적 하회 사유로 1) 계절적 비수기와 2) 경기 침체 우려, 3) 높은 금리로 인한 장비 구매 기피 심리를 들었다. 동사는 글로벌 경쟁사 대비 낮은 가격으로 판매하고 있어 높은 금리에 대한 영향에 다소 자유로울 전망이며, 동사 소모품 매출 비중은 2023E 28%를 달성할 예정으로 Inmode 대비 소모품 매출 비중이 10%p 이상 높아 recurring 매출 비중이 크기에 영향 제한적으로 판단한다. 동사는 실적을 통해 경기 침체 우려를 불식하며 주가 회복할 전망이다.

Fig. 65: PER 밸류에이션

PER Valuation	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
EPS(원)	-209.7	-216.8	195.5	152.4	425.4	524.2
YOY			*-190%*	*-22%*	*179%*	*23%*
타겟 PER(배)						30.0
적정주가(원)						16,000
목표주가(원)					16,000	
종가(원)					9,380	
상승여력					71%	

Source: 다올투자증권

Fig. 66: 12M Fwd PER 밴드



Source: Quantiwise, 다올투자증권

원텍

원텍

II. 실적 전망

3Q23E 컨센서스 소폭 하회

3Q23E 매출액 274억원(YoY +34%, QoQ -10%), 영업이익 97억원(YoY +22%, QoQ -23%)으로 컨센서스 하회할 전망이다. 올리지오의 경우, 올리지오X 런칭 위한 대기 수요로 국내 매출 소폭 감소 판단한다. 올리지오 팁은 월 매출 점진적 우상향 추세로 약 8,300개 판매 추정한다.

2023E 매출액 1,209억원(YoY +48%), 영업이익 487억원(YoY +82%)을 전망한다. 4Q23E에는 2023.08월 국내 식약처 허가를 받은 올리지오 X가 정식 런칭할 예정으로 국내 매출액 166억원으로 QoQ +45억원 증가 가능하나, 광고선전비 41억원 집행 전망한다. 2024E 매출액은 1,527억원(YoY +26%)을 추정하며 미국과 태국 법인 설립에 따른 올리지오 판매량 증가와 라비앙의 견조한 판매, 올리지오팁 유료 소모량 증가가 견인할 전망이다.

Fig. 67: 원텍 실적 추정

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	17.1	19.8	20.4	24.3	28.5	30.5	27.4	34.5	81.5	120.9	152.7
YoY(%)	*80%*	*49%*	*62%*	*55%*	*67%*	*54%*	*34%*	*42%*	*60%*	*48%*	*26%*
올리지오	4.4	3.1	3.9	5.1	10.6	7.1	6.7	8.6	16.4	32.9	41.3
올리지오 팁	2.7	4.0	4.9	6.4	6.7	7.4	8.3	10.6	18.0	33.0	47.3
피코케어	3.4	2.9	3.2	3.6	2.9	3.8	3.8	4.3	13.0	14.8	17.7
라비앙	2.0	3.8	3.2	2.8	3.2	5.5	4.0	4.0	11.8	16.8	21.5
기타	4.6	6.1	5.1	6.5	5.2	6.7	4.6	7.0	22.4	23.4	24.8
수출	8.9	10.5	9.9	11.0	10.2	15.4	15.2	17.9	40.3	58.8	80.3
중국	1.4	1.3	0.8	1.0	0.4	2.4	1.2	1.5	4.4	5.4	5.3
대만	1.6	1.8	1.0	2.2	2.3	2.1	2.0	3.4	6.6	9.8	13.7
브라질	1.8	4.1	2.6	2.9	3.4	5.8	5.5	5.2	11.4	20.0	26.3
기타	4.3	3.4	5.5	4.8	4.2	5.1	6.5	7.8	18.0	23.7	35.0
국내	8.1	9.3	10.5	13.3	18.3	15.1	12.1	16.6	41.2	62.1	72.5
매출총이익	10.3	11.7	13.1	13.7	19.1	19.7	18.4	23.2	48.8	80.4	103.5
YoY(%)	*118%*	*71%*	*84%*	*34%*	*85%*	*68%*	*41%*	*69%*	*69%*	*65%*	*29%*
매출총이익률	*60.3%*	*59.3%*	*64.1%*	*56.5%*	*66.8%*	*64.5%*	*67.3%*	*67.3%*	*59.9%*	*66.5%*	*67.8%*
영업이익	5.4	3.9	8.0	9.5	13.4	12.6	9.7	13.0	26.8	48.7	63.4
YoY(%)	*397%*	*129%*	*189%*	*95%*	*149%*	*226%*	*22%*	*36%*	*157%*	*82%*	*30%*
영업이익률	*31.5%*	*19.6%*	*39.1%*	*39.2%*	*46.8%*	*41.4%*	*35.5%*	*37.6%*	*32.8%*	*40.3%*	*41.5%*
판관비	4.9	7.9	5.1	4.2	5.7	7.0	8.7	10.2	22.1	31.7	40.1
인건비	1.4	1.4	1.5	1.7	1.8	1.9	1.9	2.3	6.1	7.9	10.1
광고선전비	1.0	3.3	4.1	1.7	0.7	1.0	3.7	4.1	10.1	9.5	13.2
지급수수료	1.4	0.9	-2.3	0.0	1.1	1.1	1.0	1.2	0.0	4.4	5.0
당기순이익	4.9	-5.6	9.0	5.0	11.8	9.0	7.3	9.4	13.4	37.5	46.2
YoY(%)	*468%*	*-752%*	*234%*	*-61%*	*140%*	*-260%*	*-19%*	*90%*	*-21%*	*180%*	*23%*
당기순이익률	*28.8%*	*-28.4%*	*43.9%*	*20.5%*	*41.3%*	*29.6%*	*26.5%*	*27.3%*	*16.4%*	*31.0%*	*30.3%*

Source: 다올투자증권

동사 실적 성장의 관건은 무료 소모품 소진에 따른 유료 소모품 소진 통한 팁 매출이다. 올리지오는 비침습 RF 제품으로 팁 하나에 600샷의 고주파 시술이 이루어지며 환자는 1회 시술에 300샷이나 600샷을 시술받게 된다. 600개 샷을 소진한 후, 팁을 교체해야 한다.

원텍

경쟁사와 유사하게 소모품의 GPM은 90% 수준으로 추정된다. 그에 따라 소모품 매출 비중 확대에 따른 GPM 개선은 물론 Recurring 매출 구조를 확보하게 된다. 3Q23E 월평균 소모품 판매량은 약 9,000개로 추정되며, 2024E는 13,000개 수준으로 추정된다. 2023E 소모품 매출액은 330억원이며 2024E 473억원을 추정한다. 다만, 올리지오 X 출시에 따라 팁 ASP가 50% 상승하였기에 팁 단가 상승에 따른 소모품 매출 확대가 가능하다.

원텍

Fig. 68: 올리지오 팁 매출 추이 및 전망

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
팁개수(개)	600	1,510	2,050	5,950	9,050	13,300	16,550	22,500
팁매출(백만원)	180	453	615	1,785	2,671	3,995	4,940	6,350
YoY					*1384%*	*782%*	*703%*	*256%*
QoQ		*152%*	*36%*	*190%*	*50%*	*50%*	*24%*	*29%*

	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E
팁개수(개)	23,250	25,850	27,595	35,363	33,883	36,594	39,082	48,260
팁매출(백만원)	6,673	7,439	8,279	10,609	10,165	10,978	11,724	14,478
YoY	*150%*	*86%*	*68%*	*67%*	*52%*	*48%*	*42%*	*36%*
QoQ	*5%*	*11%*	*11%*	*28%*	*-4%*	*8%*	*7%*	*23%*

Source: 다올투자증권

원텍

III. 투자포인트

III-1. 올리지오 X 출시

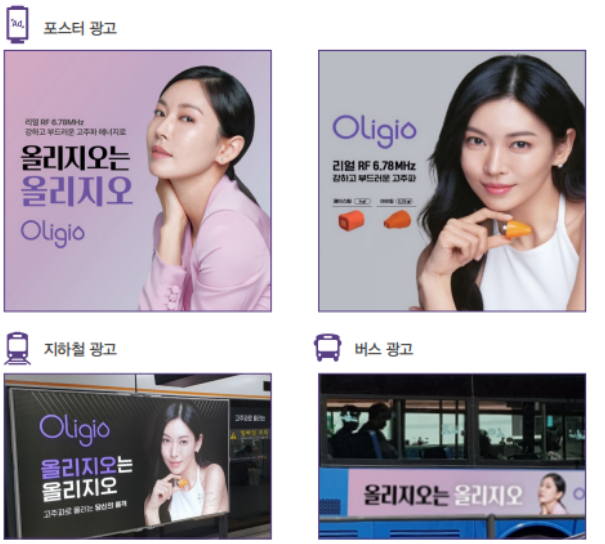
2023.10월 올리지오의 업그레이드 버전인 올리지오 X(더 올리지오)의 판매 개시 전망된다. 동사 실적 성장의 핵심 제품은 올리지오였다. 2020.06월 출시 이후, 누적 설치 1,000대를 돌파하였으며, 비침습 RF 미용 의료기기였던 써마지를 대체하는 중저가 장비로 포지셔닝하였다. 기존 써마지의 경우, 타임 락 기능이 내재되어 있어 일정 시간동안 팁 600샷을 소진하지 않으면 추가적인 사용 없이 폐기해야 된다. 올리지오는 타임락 기능이 없으며 B2C 광고선전비를 집행하여 B2B 친화적 영업을 진행하였다.

Fig. 69: 올리지오



Source: 원텍, 다올투자증권

Fig. 70: 올리지오 B2C 마케팅



Source: 원텍, 다올투자증권

올리지오X는 올리지오의 버전 업그레이드 제품으로 경쟁사 슈링크와 슈링크 유니버스와의 관계로 대입 가능하다. 기존 제품의 도입 피부과가 늘어남과 동시에 시술가가 낮아져서 고객인 의사들의 사용 니즈가 떨어진다. 따라서 주기적으로 신제품을 출시하여 시술가를 보전할 필요가 있다.

동사는 2020.06월 올리지오가 출시된지 3년째인 2023.08월 국내 식약처로부터 올리지오 X(더 올리지오)에 대한 인허가를 획득하였다. 해당 제품은 프리미엄을 지향하는 써마지의 대체 제품이다. 해당 제품은 2가지 출력 모드를 가지고 있어 1) 즉각적인 효과와 2) 장기 지속 효과를 염두하였다. 제품 가격에 있어서 ASP 상승이 이루어졌기에 2024E 올리지오 X 판매 대수 증가에 따른 매출 확대가 기대된다.

원텍

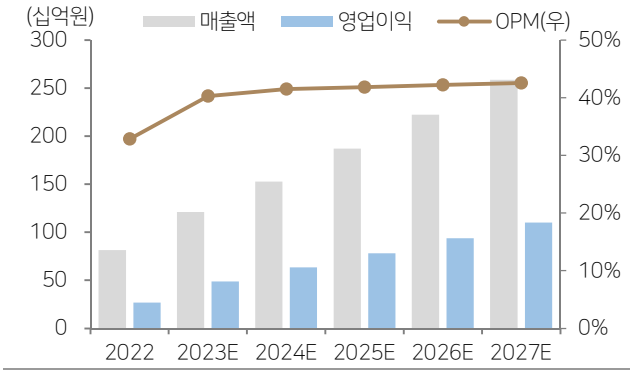
III-2. 해외 매출 확대

동사는 1) 4Q23E 올리지오 브라질 ANVISA 인허가 획득 및 2) 2024E 중국 올리지오 인허가 획득, 3) 북미와 태국 법인 설립 통한 매출 확대가 기대된다. 2024E 동사 해외 매출액은 YoY +37% 성장한 803억원을 달성할 전망이다.

동사는 2023.09월 CB 300억원을 발행하였다. 자금의 사용 목적은 시설자금과 운영자금, 타법인 취득 비용 각각 100억원을 소요할 예정이다. 타법인 취득의 경우, 북미 법인 설립 목적이다. 발행에 참여한 투자자는 어센트에쿼티파트너스가 참여하였다. 국내 의료기기 메자닌 투자에 있어 엘앤씨바이오와 레이에 참여한 바 있는 어센트에쿼티파트너스다. 해당 두 기업은 모두 중국 현지에 설비를 투자하여 진출한 기업들이다. 올리지오의 중국 품목 허가를 진행 중인 원텍에 있어서도 현지 사업의 가속화를 기대할 수 있는 부분이다.

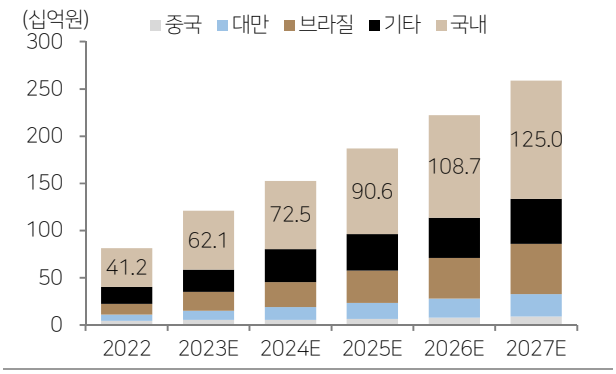
그와 별개로 원텍은 CB를 통해 유치한 자금 300억원을 북미와 태국 법인을 설립하는데 소요할 예정이다. 북미는 2023E 올리지오 판매량이 100대를 미달하고 있어 북미 설립 통해 영업 본격화 기대한다.

Fig. 71: 원텍 매출액 및 영업이익 추이 및 전망



Source: 다올투자증권

Fig. 72: 원텍 국가별 매출액 추이 및 전망



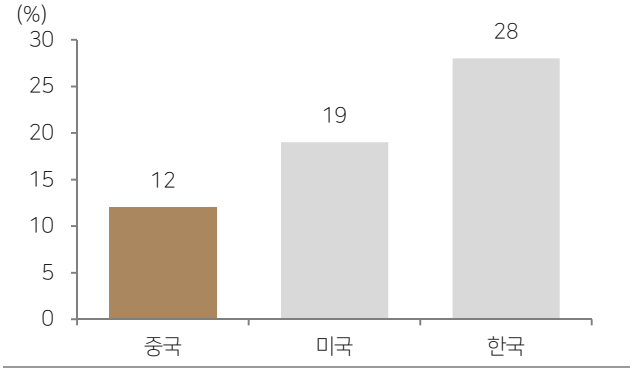
Source: 다올투자증권

동사는 2023E과 2024E 각각 브라질과 중국에서 올리지오에 대한 품목 허가를 목표하고 있다. 중국의 경우 당초 목표하던 2023E 대비 지연되고 있으나, 2024E 중 허가가 가능할 전망이다. 브라질 또한 북미 다음으로 글로벌 2위 수준의 미용 의료 시술 시장으로 평가된다. 동사의 2023E 브라질 매출액은 200억원 수준이며 라비앙 브라질 설치 누적 설치 대수는 900대를 상회할 예정이다. 라비앙 판매 레퍼런스를 기반으로 브라질 매출 확대가 기대된다.

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.

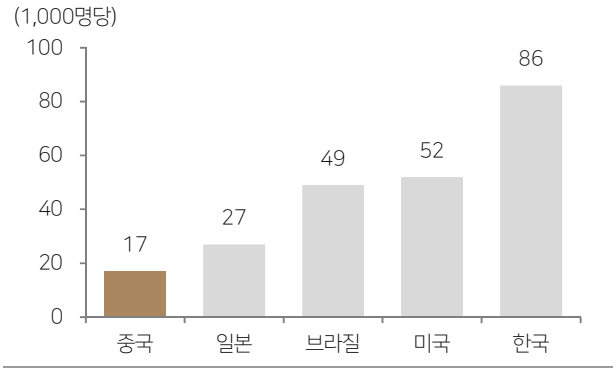
중국에서의 미용 의료 시술 침투율은 아직 미국, 일본 그리고 한국 대비해서도 낮은 수준이며, 향후 화이트 마켓으로의 전환, 인프라 확대, 1인당 GDP 증가를 통해 침투율은 점진적으로 증가할 예정이다. 또한, 아직까지 미용 의료 시술이 1선 도시 위주로 시술이 이루어졌다면 COVDI9 재확산이 끝난 리오프닝 시기에 맞추어 2, 3선 도시에서도 시술이 확대될 예정이다.

Fig. 73: 중국 미용시술 침투율



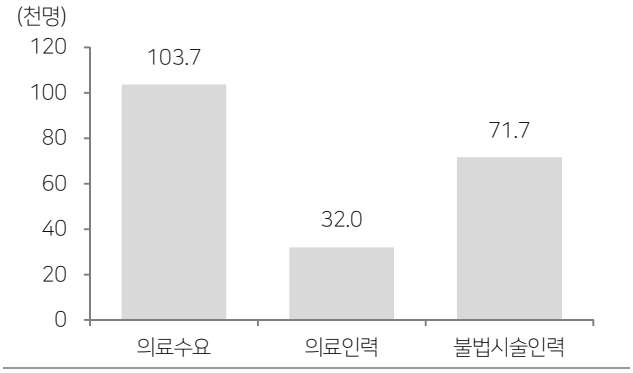
Source: Deloitte, 다올투자증권

Fig. 74: 1,000명 당 의료 시술 경험 횟수



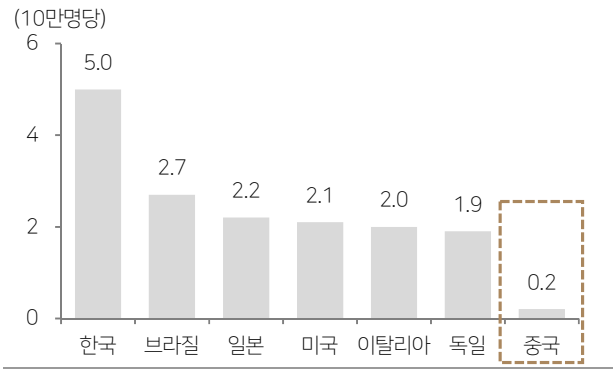
Source: Deloitte, 다올투자증권

Fig. 75: 중국 의료시술 인력부족



Source: Deloitte, 다올투자증권

Fig. 76: 2021년 비수술 시술 비중(횟수 기준)



Source: Deloitte, 다올투자증권

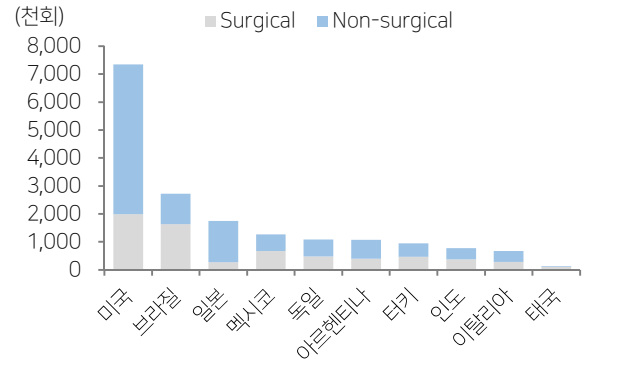
2021년 ISAPS(국제 미용 성형 수술 협회) 통계에 따르면 국가별 시술 통계를 확인할 수 있다. 2021년 전체 시술(수술/비수술) 횟수는 약 3,000만건 진행되었으며 수술 시술 1,200만건, 비수술 시술이 약 1,800만건이다. 시술이 가장 많이 진행된 국가는 미국으로 약 700만건 시술이 진행되어 전체 시술 중 약 24%가 미국에서 진행되었다.

원텍

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.

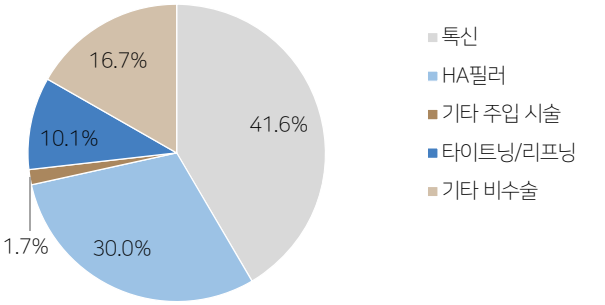
원텍

Fig. 77: 2021년 상위 10개국 국가별 시술 통계



Source: ISAPS, 다올투자증권

Fig. 78: 2021년 비수술 시술 비중(횟수 기준)



Source: ISAPS, 다올투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

원텍 원텍

대차대조표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	32.2	63.1	97.2	145.7	205.0
현금성자산	8.8	18.3	37.0	72.6	119.0
매출채권	7.1	8.4	13.6	17.4	21.3
재고자산	14.6	22.0	32.0	40.9	49.9
비유동자산	15.4	10.7	12.7	12.3	12.2
투자자산	8.1	3.3	5.3	5.5	5.7
유형자산	7.0	7.0	7.2	6.6	6.3
무형자산	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
자산총계	47.6	73.8	109.9	158.0	217.2
유동부채	16.3	11.7	12.2	14.0	15.8
매입채무	5.5	5.5	6.2	8.0	9.7
유동성이자부채	4.0	0.6	0.3	0.3	0.3
비유동부채	5.5	5.1	0.6	0.6	0.7
비유동이자부채	5.3	4.8	0.3	0.3	0.3
부채총계	21.8	16.7	12.8	14.6	16.5
자본금	3.2	8.8	8.8	8.8	8.8
자본잉여금	23.9	35.7	36.0	36.0	36.0
이익잉여금	(2.7)	10.6	48.2	94.4	151.8
자본조정	1.4	1.9	4.1	4.1	4.1
자기주식	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
자본총계	25.8	57.1	97.1	143.3	200.7
투하자본	26.3	44.1	60.6	71.3	82.3
순차입금	0.5	(12.9)	(36.5)	(72.1)	(118.4)
ROA	43.8	22.1	40.8	34.5	30.6
ROE	na	32.3	48.7	38.4	33.4
ROIC	35.6	57.2	73.8	72.9	77.6

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	51.1	81.5	120.9	152.7	187.7
증가율 (Y-Y,%)	70.1	59.6	48.3	26.3	22.9
영업이익	10.4	26.8	48.7	63.4	78.6
증가율 (Y-Y,%)	흑전	156.9	82.0	30.2	24.0
EBITDA	12.4	28.5	50.5	65.1	80.2
영업외손익	(1.1)	(9.0)	(1.4)	(2.4)	(2.9)
순이자수익	(0.9)	(0.1)	0.5	(0.0)	(0.0)
외화관련손익	0.5	0.2	0.3	0.2	0.3
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	9.3	17.8	47.3	61.0	75.7
당기순이익	17.0	13.4	37.5	46.2	57.4
지배기업당기순이익	17.0	13.4	37.5	46.2	57.4
증가율 (Y-Y,%)	흑전	(21.3)	180.0	23.2	24.2
NOPLAT	7.6	20.1	38.6	48.0	59.6
(+) Dep	2.0	1.7	1.8	1.7	1.6
(-) 운전자본투자	3.7	22.7	14.5	11.1	11.2
(-) Capex	0.5	0.5	1.7	1.0	1.3
OpFCF	5.3	(1.4)	24.2	37.7	48.7
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	0.1	28.4	59.1	44.1	32.1
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	82.6	43.2
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	73.7	41.3
순이익증가율(3Yr)	943.5	n/a	n/a	39.5	62.4
영업이익률(%)	20.4	32.8	40.3	41.5	41.9
EBITDA마진(%)	24.3	34.9	41.8	42.6	42.7
순이익률 (%)	33.3	16.4	31.0	30.3	30.6

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금	6.1	14.8	26.6	36.9	47.8
당기순이익	17.0	13.4	37.5	46.2	57.4
자산상각비	2.0	1.7	1.8	1.7	1.6
운전자본증감	(5.6)	(14.5)	(19.6)	(11.1)	(11.2)
매출채권감소(증가)	(3.2)	(3.4)	(6.2)	(3.8)	(3.8)
재고자산감소(증가)	(2.6)	(9.2)	(10.5)	(8.9)	(9.0)
매입채무증가(감소)	(1.0)	(1.1)	1.1	1.7	1.8
투자현금	(5.7)	(6.8)	(12.3)	(2.1)	(2.4)
단기투자자산감소	(6.0)	(6.3)	(10.4)	(0.9)	(0.9)
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(0.5)	(0.5)	(1.7)	(1.0)	(1.3)
유무형자산감소	0.7	0.1	0.1	(0.0)	(0.0)
재무현금	(0.8)	(4.1)	(5.2)	0.0	0.0
차입금증가	(16.9)	(4.1)	(5.4)	0.0	0.0
자본증가	16.1	(0.0)	0.2	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	(0.4)	3.8	9.2	34.7	45.4
총현금흐름(Gross CF)	12.6	29.4	46.1	47.9	59.0
(-) 운전자본증가(감소)	3.7	22.7	14.5	11.1	11.2
(-) 설비투자	0.5	0.5	1.7	1.0	1.3
(+) 자산매각	0.7	0.1	0.1	(0.0)	(0.0)
Free Cash Flow	1.3	8.2	14.2	34.7	45.4
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
잉여현금	1.3	8.2	14.2	34.7	45.4

주요투자지표

(원, 배)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Per share Data					
EPS	195	152	425	524	651
BPS	4,015	645	1,099	1,623	2,275
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	13.7	30.5	22.0	17.9	14.4
PBR	0.7	7.2	8.5	5.8	4.1
EV/ EBITDA	1.2	13.9	15.7	11.6	8.8
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	18.4	13.9	17.9	17.3	14.0
PSR	4.6	5.0	6.8	5.4	4.4
재무건전성 (%)					
부채비율	84.5	29.3	13.2	10.2	8.2
Net debt/Equity	2.0	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	4.2	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	197.5	541.1	797.0	1,040.8	1,296.5
이자보상배율	11.4	199.3	n/a	6,612.9	8,197.7
이자비용/매출액	1.8	0.5	0.1	0.0	0.0
자산구조					
투하자본(%)	60.9	67.2	58.9	47.7	39.8
현금+투자자산(%)	39.1	32.8	41.1	52.3	60.2
자본구조					
차입금(%)	26.6	8.5	0.6	0.4	0.3
자기자본(%)	73.4	91.5	99.4	99.6	99.7

자료: 다올투자증권

메디컬 에스테틱

박종현
의료기기 | alex.park@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

휴메딕스 (200670)

필러라고 저평가받을 수 없다

NOT RATED

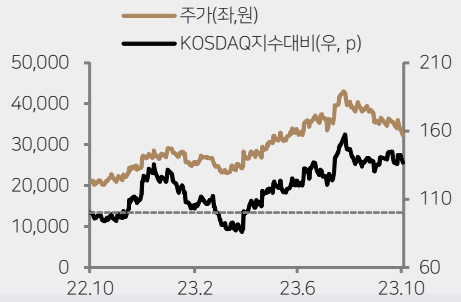
	현재	직전	변동
투자의견	NOT RATED		신규
적정주가			
Earnings			

Stock Information	
현재가 (10/24)	35,450원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	3,944억원
비중(KOSDAQ내)	0.11%
발행주식수	11,125천주
52주 최저가 / 최고가	20,200 - 43,000원
3개월 일평균거래대금	37억원
외국인 지분율	7.4%
주요주주지분율(%)	
휴온스글로벌 (외 12인)	37.8
자사주 (외 1인)	7.6
이지훈 (외 1인)	0.1

Valuation wide	2020	2021	2022
PER(배)	17.8	26.3	13.1
PBR(배)	2.1	1.9	2.0
EV/EBITDA(배)	10.2	8.4	6.5
배당수익률(%)	1.7	1.7	1.8

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(1.0)	33.8	67.6	28.0
KOSDAQ 대비 상대수익률	7.5	42.0	53.6	12.4

Price Trend



Issue

기업 현황 업데이트

Pitch

HA 원천 기술을 활용한 필러와 관절염 치료제를 주력 제품으로 하는 미용 의료기기 업체. 주력 제품인 1) 필러의 신규 해외 국가 확대와 2) 국내 독신 매출 증가가 실적을 견인. 향후 PDRN 기반 메조필러까지 확장하여 미용 의료기기 제품 커버리지 확대 가능. 2023E PER 11배 수준으로 미용 의료기기 피어 대비 저평가(CB 관련 평가손 포함)

Rationale

- **해외 필러 매출 성장 주목.** 1Q23 출시한 브라질 필러 매출 성장에 주목. 1Q23과 2Q23 각각 15/17억원 발생했으며, 중국에는 견조한 수출이 유지되는 중. **2023E 동남아(태국/베트남)와 CIS(러시아) 지역 진출 모색 중으로 국가 커버리지 확대에 따른 매출 확대 전망.** 국내 필러 매출은 분기당 50억원 수준의 안정적인 매출 체력 확인. PDRN 기반 메조필러는 임상 진행 중으로 1H24E 종료, 2024E 국내 품목 허가 목표

- 2023E 매출액 1,609억원(YoY +31%), 영업이익 450억원(YoY +73%) 달성 기대. 2Q22까지는 제2공장 감가상각비 발생으로 OPM 20% 하회했지만, 감가상각비 감소에 따른 이익률 증가 나타나며 2023E 29% OPM 달성 전망. 2017년 이전 OPM 30% 상회했다는 점 감안하면 필러 매출 확대 등에 따라 추가적인 OPM 개선 기대. CB관련 평가손(41억원) 제외한 2023E PER은 9.7배 수준(포함 시 10.9배)으로 메디컬 에스테틱 피어 대비 저평가

- **오버행 및 Risk?** CB 450억원 중 전환 및 Call option 소각됨에 따라 잔여 전환 가능 주식수는 18만주(vs. YTD 일평균거래량 약 9만주)으로 오버행 해소. 다만 HA점안제의 외인성 질환 급여 삭제 및 내인성 질환 총 처방량 제한으로 점안제 CMO 매출 타격 불가피

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	45	50	58	69	80	111	123
영업이익	12	11	7	9	12	16	26
EBITDA	14	15	14	18	22	28	38
당기순이익	10	10	8	9	13	10	21
자산총계	132	126	122	129	155	216	227
자본총계	115	111	108	112	118	142	139
순차입금	(45)	(20)	(21)	(11)	(14)	(3)	(34)
매출증가율	(34.7)	11.6	14.5	19.9	16.4	38.1	11.0
영업이익률	27.1	22.2	13.0	13.6	15.2	14.4	21.1
순이익률	22.4	20.1	13.4	12.7	16.5	9.1	17.2
EPS증가율	15.2	(0.2)	(23.4)	13.5	51.4	(31.7)	132.7
ROE	9.0	8.9	7.0	8.0	11.5	8.2	16.0

Note: K-IFRS 연결(2021년 이전), 별도(2022) 기준 / Source: 다올투자증권

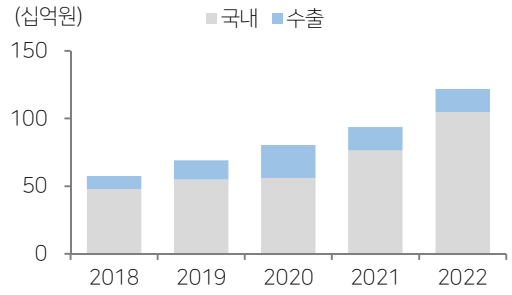
휴메딕스는,

2010년 휴온스 그룹 편입되었으며 2014년 코스닥 상장. 사업부는 의료기기와 전문의약품, 원료의약품, 화장품으로 구분

상품 매출은 국내 독신 매출이며, 현재 해외 매출의 95% 이상은 필러 수출을 통해 발생하며, 필러 주요 수출국은 중국과 브라질

국가별 Breakdown

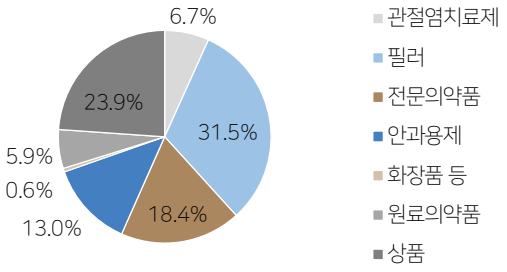
- 해외 매출 95% 이상은 필러 매출을 통해 발생하며,
- 1Q23 브라질 출시했으며 동유럽 수출 기대



Source: 다올투자증권

사업부문 Breakdown

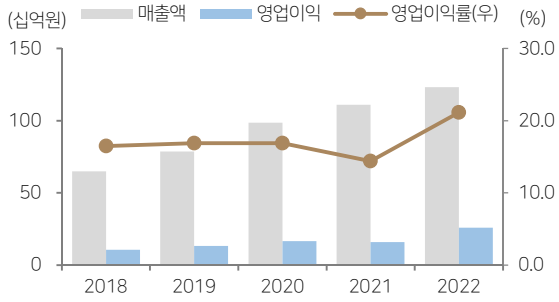
- 1Q23 기준 필러 매출 비중 32% 달성. 해외 매출 확대에 따라 향후 비중 확대 기대
- 기타 주요 제품은 관절염 치료제, 전문의약품, 안과용제
- 상품 매출액 비중 24%이며 국내 독신 유통 매출



Source: 다올투자증권

Financials

- 2022년 매출액 1,232억원(YoY +11%), 영업이익 260억원(YoY +63%) 달성
- 2023E 매출액 1,609억원(YoY +31%), 영업이익 450억원(YoY +73%) 전망



Source: 다올투자증권

주가

- 2021년 러시아 코로나 백신 스푸트니크 CMO 사업 참여하여 DP 공정 담당하며 주가 상승
- 2023년 필러 매출 기반하여 실적 개선되어 주가 상승



Source: 다올투자증권

제품사진

- 동사 필러 제품군은 엘라비에 프리미어, 엘라비에, 리볼라인으로 구성



Source: 휴메딕스, 다올투자증권

재무제표 (K-IFRS 별도)

대차대조표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	47.7	46.3	72.0	129.9	140.5
현금성자산	24.8	12.3	35.3	59.6	96.8
매출채권	14.5	23.4	18.0	22.9	21.8
재고자산	8.0	9.6	16.0	16.5	21.1
비유동자산	74.7	82.4	83.1	85.9	86.6
투자자산	25.2	32.3	27.4	28.7	33.2
유형자산	45.1	46.2	52.2	54.0	50.3
무형자산	4.4	4.0	3.5	3.2	3.0
자산총계	122.3	128.7	155.1	215.9	227.1
유동부채	14.0	15.8	34.0	39.6	84.7
매입채무	6.2	8.5	9.1	8.9	13.7
유동성이자부채	3.9	1.5	20.7	25.2	60.6
비유동부채	0.3	0.4	3.1	34.3	3.3
비유동이자부채	0.0	0.1	0.1	31.9	2.4
부채총계	14.3	16.3	37.1	73.9	88.0
자본금	4.7	5.0	5.0	5.0	5.0
자본잉여금	88.5	88.5	88.5	89.0	89.8
이익잉여금	38.6	41.7	50.2	62.7	80.1
자본조정	(23.6)	(22.7)	(25.7)	(30.7)	(35.7)
자기주식	(18.6)	(18.8)	(21.8)	(21.8)	(27.8)
자본총계	108.1	112.4	118.0	142.0	139.1
투하자본	77.8	77.5	83.5	121.1	84.5
순차입금	(20.9)	(10.7)	(14.4)	(2.5)	(33.8)
ROA	6.2	7.0	9.4	5.4	9.6
ROE	7.0	8.0	11.5	8.2	16.0
ROIC	9.4	11.9	13.5	13.9	18.5

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	57.6	69.0	80.4	111.0	123.2
증가율 (Y-Y,%)	(28.3)	19.9	16.4	38.1	11.0
영업이익	7.5	9.4	12.2	16.0	26.0
증가율 (Y-Y,%)	(38.7)	25.5	30.0	31.2	62.9
EBITDA	14.2	17.8	21.8	28.3	37.5
영업외손익	0.7	(0.4)	2.7	(4.7)	2.9
순이자수익	0.3	0.3	0.2	(1.5)	(1.3)
외화관련손익	0.0	(0.0)	0.0	0.4	0.6
지분법손익	0.0	(1.0)	0.5	(1.4)	8.6
세전계속사업손익	8.2	8.9	14.8	11.3	29.0
당기순이익	7.7	8.8	13.3	10.1	21.2
증가율 (Y-Y,%)	(41.8)	13.5	51.4	(24.3)	110.5
NOPLAT	7.1	9.2	10.9	14.2	19.0
(+) Dep	6.7	8.4	9.6	12.3	11.5
(-) 운전자본투자	(8.6)	6.8	3.8	32.5	(36.3)
(-) Capex	6.5	8.7	16.7	13.7	7.3
OpFCF	15.9	2.1	0.0	(19.8)	59.5
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	11.0	15.3	16.9	24.5	21.3
영업이익증가율(3Yr)	(19.0)	(8.5)	3.0	28.9	40.6
EBITDA증가율(3Yr)	(3.0)	7.4	13.3	25.8	28.3
순이익증가율(3Yr)	(12.7)	(4.6)	9.6	9.2	34.1
매출총이익율 (%)	37.6	39.1	39.2	39.8	44.4
영업이익률(%)	13.0	13.6	15.2	14.4	21.1
EBITDA마진(%)	24.7	25.7	27.1	25.5	30.5
순이익률 (%)	13.4	12.7	16.5	9.1	17.2

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업현금	21.3	11.0	20.1	19.2	38.2
당기순이익	7.7	8.8	13.3	10.1	21.2
자산상각비	6.7	8.4	9.6	12.3	11.5
운전자본증감	5.4	(9.3)	(2.4)	(13.0)	(4.1)
매출채권감소(증가)	3.2	(9.3)	5.8	(4.9)	(0.1)
재고자산감소(증가)	(0.9)	(3.5)	(7.4)	(3.5)	(6.8)
매입채무증가(감소)	2.2	1.0	0.6	(1.8)	3.1
투자현금	(10.1)	(15.1)	(23.4)	(50.4)	54.0
단기투자자산감소	1.1	(0.7)	(10.7)	(36.1)	41.0
장기투자증권감소	0.0	(5.5)	1.8	0.0	21.4
설비투자	(6.5)	(8.7)	(16.7)	(13.7)	(7.3)
유무형자산감소	(3.8)	0.0	1.5	(0.7)	0.3
재무현금	(16.4)	(8.4)	11.2	20.1	(10.6)
차입금증가	(6.1)	(2.9)	19.0	23.8	(0.9)
자본증가	(10.3)	(5.5)	(7.7)	(3.8)	(9.7)
배당금지급	5.2	5.3	4.8	3.8	3.8
현금 증감	(5.2)	(12.6)	7.9	(19.3)	81.3
총현금흐름(Gross CF)	16.4	20.8	23.7	32.8	43.4
(-) 운전자본증가(감소)	(8.6)	6.8	3.8	32.5	(36.3)
(-) 설비투자	6.5	8.7	16.7	13.7	7.3
(+) 자산매각	(3.8)	0.0	1.5	(0.7)	0.3
Free Cash Flow	11.7	(3.7)	(2.1)	(30.6)	93.2
(-) 기타투자	0.0	5.5	(1.8)	0.0	(21.4)
잉여현금	11.7	(9.2)	(0.3)	(30.6)	114.6

주요투자지표

(원, 배)	2018	2019	2020	2021	2022
Per share Data					
EPS	775	879	1,332	909	2,116
BPS	11,091	10,879	11,478	12,316	13,607
DPS	595	500	400	400	500
Multiples(x,%)					
PER	35.6	26.3	17.8	26.3	13.1
PBR	2.5	2.1	2.1	1.9	2.0
EV/ EBITDA	16.7	12.4	10.2	8.4	6.5
배당수익율	2.2	2.2	1.7	1.7	1.8
PCR	16.8	11.1	10.0	7.3	6.4
PSR	4.8	3.3	2.9	2.2	2.2
재무건전성 (%)					
부채비율	13.2	14.5	31.5	52.1	63.3
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	340.9	292.5	211.9	328.0	165.8
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	10.8	19.3
이자비용/매출액	0.2	0.1	0.3	2.0	2.6
자산구조					
투하자본(%)	60.9	63.5	57.1	57.8	39.4
현금+투자자산(%)	39.1	36.5	42.9	42.2	60.6
자본구조					
차입금(%)	3.5	1.4	15.0	28.7	31.2
자기자본(%)	96.5	98.6	85.0	71.3	68.8

자료: 다올투자증권

메디컬 에스테틱

박종현
의료기기 | alex.park@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

제테마 (216080)

2024E 국내 출시 후 이어질 모멘텀

NOT RATED

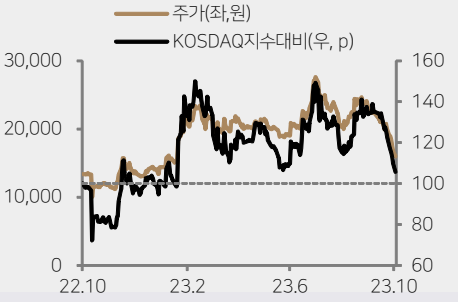
	현재	직전	변동
투자의견	NOT RATED		신규
적정주가			
Earnings			

Stock Information	
현재가 (10/24)	17,210원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	3,071억원
비중(KOSDAQ내)	0.08%
발행주식수	17,847천주
52주 최저가 / 최고가	10,000 - 27,600원
3개월 일평균거래대금	24억원
외국인 지분율	1.1%
주요주주지분율(%)	
김재영 (외 20인)	29.7
제테마우리사주 (외 1인)	2.2
주광수 (외 1인)	0.1

Valuation wide	2020	2021	2022
PER(배)	n/a	33.4	160.4
PBR(배)	9.7	6.7	4.3
EV/EBITDA(배)	n/a	64.2	35.9
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(24.5)	(17.1)	28.9	31.4
KOSDAQ 대비 상대수익률	(16.1)	(8.8)	14.9	15.8

Price Trend



Issue

기업 현황 업데이트

Pitch

2024E 국내 톡신 인허가 시점 이후, 순차적으로 튀르키예, 브라질을 포함한 해외 지역 판매 개시 예정. 해당 매출을 통해 타사 대비 높은 밸류에이션에 대한 실체화 기대

Rationale

- 2023E 매출액 645억원(YoY +40%), 영업이익 59억원(YoY +47%) 달성 전망. 2H23E 대외 환경 개선에 따른 톡신 매출(2H23E 100억원) 증가와 필러의 견조한 매출 성장이 주효. 2022 ~ 2023E 증설에 따른 감가상각비가 고정비로 부담했음. 1H23 매출원가, 감가상각비 32억원으로 전년 대비 16억원 증가. 다만 매출 성장을 통한 고정비 희석 효과가 나타나고 있어 2023E OPM YoY +0.5p% 개선된 9.1% 기대. 2025E 이후 필러/톡신 공장 감가상각비 감소하여 OPM 20% 기대
- 2023.07월 제테마더톡신 100U에 대한 **국내** 임상 3상 종료. 해당 임상 기반하여 2023E 국내 품목 허가 신청하여 1H24E 품목 허가 획득 예정. **브라질과 튀르키예**는 국내 인허가를 통해 임상 대체 가능하여, 2025E 중 품목 허가 가능. 순차적으로 이머징 국가에서의 품목 허가도 가능. **중국은** 2023.01월 임상 1상 IND 승인 후, 2026E 품목 허가 기대. 북미 법인을 설립, 직판 예정으로 북미 임상 2023E 중 IND 신청 예정. Evolus/Revance 사례처럼 임상 비용과 초기 마케팅 비용이 부담으로 작용할 수 있으나, 중장기적으로 직판에 따른 영업 레버리지 기대
- 2023.07월 CB 560억원 발행. Call Option 30%, 전환청구는 2024.07월부터 가능. 500억원은 CB 상환, 60억원은 운영 자금 소요 예정
- 균주 논란으로부터 자유로워 경쟁사 대비 높은 밸류에이션 평가. 2024E 국내 품목 허가 통한 실적 확인으로 해당 밸류에이션 정당화 기대

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	13	8	11	13	21	33	46
영업이익	2	(4)	(5)	(11)	(6)	2	4
EBITDA	3	(3)	(4)	(9)	(3)	6	9
지배주주순이익	1	(6)	(16)	(15)	(9)	11	1
자산총계	19	19	51	62	67	148	188
자본총계	5	4	(5)	34	42	55	57
순차입금	4	11	37	11	(1)	(1)	94
매출증가율	(5.0)	(35.3)	37.2	18.7	55.3	60.8	38.4
영업이익률	16.5	(49.0)	(40.6)	(80.7)	(27.0)	6.9	8.7
순이익률	6.5	(68.3)	(140.5)	(110.7)	(45.1)	32.8	3.2
EPS증가율	흑전	적전	적지	적지	적지	흑전	(86.7)
ROE	n/a	(122.4)	n/a	n/a	(24.7)	22.6	2.6

Note: K-IFRS 별도 기준 / Source: 다올투자증권

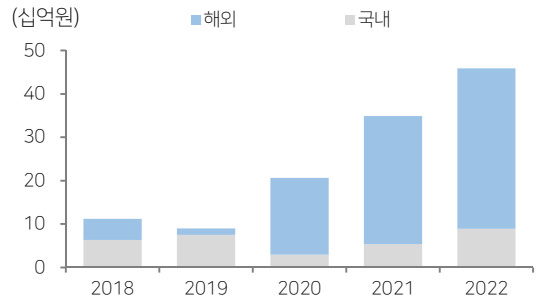
제테마는,

2009.07월 설립된 제테마는 안면미용 목적으로 사용되는 HA 필러와 보툴리눔 톡신 등 바이오 의약품, 조직 봉합 및 안면 고정 리프팅실 등을 연구개발 및 제조

2020년 브라질 및 중국 파트너사와 6천억대 라이선스 아웃 계약을 체결. 동사의 HA필러 2016년 유럽 CE인증 획득. 제테마더톡신주 100U는 2020.06월 수출용 품목허가 획득

국가별 매출 추이

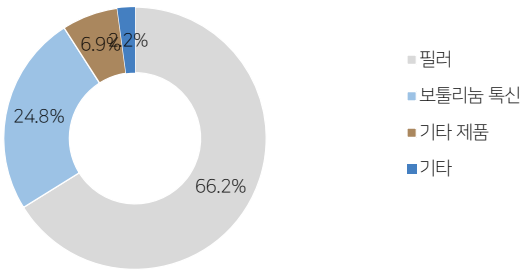
- 동사는 보툴리눔 톡신 제제 제품에 대하여 중국, 브라질, 튀르키예 3개국 라이선스 아웃 계약 체결. 각각 5,600억원, 1,440억원, 800억원 규모. 각각 2026E, 2025E, 2025E 진출 예정



Source: 다올투자증권

사업부문 Breakdown

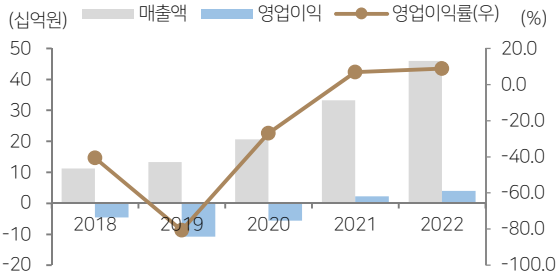
- 1H23 기준 필러 매출 비중은 66.2%이며,
- 보툴리눔 톡신 매출 비중은 24.8%. 보툴리눔 톡신 제제는 해외 판매 위주로 이루어지고 있으며, 2024E 국내 판매 개시 예정



Source: 다올투자증권

Financials

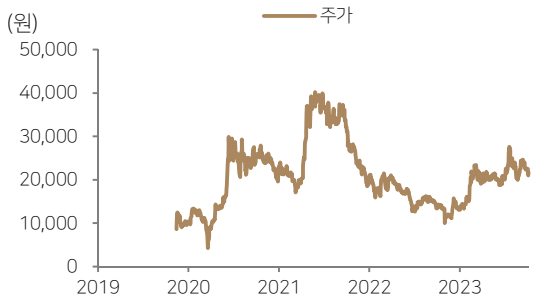
- 2022년 매출액 460억원(YoY +38%), 영업이익 40억원(YoY +76%) 달성. 2021년부터 분기 매출액 100억원 근접하며, 연간 영업이익 흑자 전환
- 1H23 매출액 294억원(YoY +47%), 영업이익 20억원(YoY +30%) 달성



Source: 다올투자증권

주가

- 2019.11월 테슬라 상장 2호 기업으로 코스닥 입성. 2020.02월 브라질 톡신 LO 계약 체결 후 주가 상승
- 2020.06월 1대1 비율 무상증자. 2020.08월 중국 화동닝보에 톡신 LO 계약 체결
- 2021.07월 CB 700억원 발행하였으며, 2023.07월 CB 560억원 발행



Source: 다올투자증권

제품 사진

- 동사 핵심 제품은 필러와 톡신



Source: 제테마, 다올투자증권

재무제표 (K-IFRS 별도)

대차대조표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	21.9	22.3	27.2	93.8	35.8
현금성자산	14.1	14.2	17.0	81.1	21.4
매출채권	4.3	5.4	3.8	3.3	2.9
재고자산	2.6	2.0	6.0	8.2	10.4
비유동자산	29.4	40.0	39.6	54.2	152.6
투자자산	3.3	2.5	2.6	3.4	45.8
유형자산	26.1	37.4	36.8	50.4	104.2
무형자산	0.0	0.1	0.2	0.4	2.5
자산총계	51.3	62.3	66.9	147.9	188.4
유동부채	49.4	22.6	15.9	29.4	62.0
매입채무	3.4	2.9	3.2	5.1	6.9
유동성이자부채	44.0	19.0	11.8	23.0	53.7
비유동부채	7.0	5.7	9.4	64.0	69.4
비유동이자부채	6.9	5.7	4.1	57.3	61.7
부채총계	56.3	28.3	25.3	93.4	131.4
자본금	1.4	4.1	8.8	8.9	8.9
자본잉여금	13.1	63.7	75.7	77.1	77.6
이익잉여금	(20.1)	(34.8)	(44.1)	(33.2)	(31.8)
자본조정	0.5	0.9	1.2	1.8	2.2
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	(5.0)	33.9	41.6	54.6	56.9
투하자본	31.3	44.4	40.4	53.8	146.3
순차입금	36.8	10.6	(1.1)	(0.8)	94.0
ROA	(44.8)	(25.9)	(14.4)	10.1	0.9
ROE	na	na	(24.7)	22.6	2.6
ROIC	(14.3)	(20.6)	(9.6)	3.5	3.1

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	11.2	13.3	20.7	33.2	46.0
증가율 (Y-Y,%)	(45.8)	18.7	55.3	60.8	38.4
영업이익	(4.6)	(10.7)	(5.6)	2.3	4.0
증가율 (Y-Y,%)	적지	적지	적지	흑전	75.8
EBITDA	(3.6)	(9.1)	(2.5)	5.6	9.1
영업외손익	(11.2)	(4.0)	(3.3)	8.6	(2.1)
순이자수익	(1.2)	0.1	(0.4)	(3.5)	(9.2)
외화관련손익	0.0	0.0	(0.8)	0.7	0.9
지분법손익	0.5	(0.4)	(0.1)	0.0	(0.5)
세전계속사업손익	(15.7)	(14.7)	(8.9)	10.9	1.9
당기순이익	(15.8)	(14.7)	(9.3)	10.9	1.5
증가율 (Y-Y,%)	(15.8)	(14.7)	(9.3)	10.9	1.5
NOPLAT	적지	적지	적지	흑전	(86.6)
(+) Dep	(3.3)	(7.8)	(4.1)	1.7	3.1
(-) 운전자본투자	0.9	1.6	3.1	3.4	5.1
(-) Capex	(0.2)	2.1	1.7	0.1	(0.1)
OpFCF	12.7	12.9	3.1	16.1	61.8
3 Yr CAGR & Margins	(14.9)	(21.1)	(5.7)	(11.2)	(53.4)
매출액증가율(3Yr)					
영업이익증가율(3Yr)	n/a	1.7	36.2	43.7	51.2
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출총이익률(%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익률(%)	(40.6)	(80.7)	(27.0)	6.9	8.7
EBITDA마진(%)	(32.3)	(68.6)	(12.1)	17.0	19.8
순이익률 (%)	(140.5)	(110.7)	(45.1)	32.8	3.2

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업현금	(5.9)	(8.1)	1.5	6.2	14.2
당기순이익	(15.8)	(14.7)	(9.3)	10.9	1.5
자산상각비	0.9	1.6	3.1	3.4	5.1
운전자본증감	(3.2)	(0.3)	2.5	0.8	0.8
매출채권감소(증가)	(3.3)	(1.7)	1.5	0.4	0.5
재고자산감소(증가)	(0.7)	0.7	(5.0)	(1.1)	(2.6)
매입채무증가(감소)	(0.7)	(0.2)	0.2	0.9	0.9
투자현금	(21.4)	(15.6)	9.5	(17.4)	(107.3)
단기투자자산감소	(6.8)	1.0	7.0	0.0	0.0
장기투자증권감소	0.1	0.0	0.0	0.0	(5.0)
설비투자	(12.7)	(12.9)	(3.1)	(16.1)	(61.8)
유무형자산감소	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(2.1)
재무현금	32.7	20.7	3.7	68.8	38.1
차입금증가	10.2	(1.1)	1.4	67.5	37.8
자본증가	2.5	21.8	2.3	1.2	0.4
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	5.3	(3.0)	13.9	58.3	(54.3)
총현금흐름(Gross CF)	(2.4)	(7.9)	(0.3)	5.7	14.2
(-) 운전자본증가(감소)	(0.2)	2.1	1.7	0.1	(0.1)
(-) 설비투자	12.7	12.9	3.1	16.1	61.8
(+) 자산매각	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(2.1)
Free Cash Flow	(27.0)	(23.8)	11.7	(10.9)	(92.3)
(-) 기타투자	(0.1)	0.0	0.0	0.0	5.0
잉여현금	(26.9)	(23.8)	11.7	(10.9)	(97.3)

주요투자지표

(원, 배)	2018	2019	2020	2021	2022
Per share Data					
EPS	(1,387)	(907)	(531)	613	82
BPS	(1,512)	4,026	2,353	3,051	3,056
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	n/a	n/a	n/a	33.4	160.4
PBR	n/a	2.6	9.7	6.7	4.3
EV/ EBITDA	n/a	n/a	n/a	64.2	35.9
배당수익율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	n/a	n/a	n/a	63.5	16.5
PSR	n/a	12.8	19.5	10.9	5.1
재무건전성 (%)					
부채비율	(1,116.7)	83.5	60.9	171.1	230.8
Net debt/Equity	n/a	31.1	n/a	n/a	165.1
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	1,031.2
유동비율	44.3	98.5	171.6	319.0	57.8
이자보상배율	n/a	84.1	n/a	0.7	0.4
이자비용/매출액	11.6	n/a	3.0	11.1	20.8
자산구조					
투하자본(%)	64.3	72.6	67.3	38.9	68.5
현금+투자자산(%)	35.7	27.4	32.7	61.1	31.5
자본구조					
차입금(%)	111.0	42.1	27.7	59.6	67.0
자기자본(%)	(11.0)	57.9	72.3	40.4	33.0

자료: 다올투자증권

메디컬 에스테틱

박종현
의료기기 | alex.park@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

이루다 (164060)

시너지를 기대하며

NOT RATED

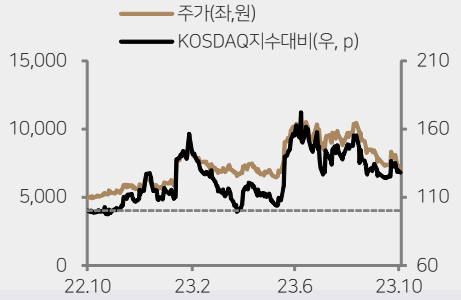
	현재	직전	변동
투자의견	NOT RATED		신규
적정주가			
Earnings			

Stock Information	
현재가 (10/24)	7,320원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	1,497억원
비중(KOSDAQ내)	0.04%
발행주식수	20,450천주
52주 최저가 / 최고가	4,925 - 10,900원
3개월 일평균거래대금	66억원
외국인 지분율	0.8%
주요주주지분율(%)	
김용한 (외 5인)	22.3
클래시스 (외 1인)	18.0
자사주 (외 1인)	1.1

Valuation wide	2020	2021	2022
PER(배)	n/a	39.5	17.4
PBR(배)	n/a	2.0	3.5
EV/EBITDA(배)	n/a	32.7	17.7
배당수익률(%)	n/a	n/a	n/a

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(13.0)	0.1	46.8	16.2
KOSDAQ 대비 상대수익률	(4.5)	8.4	32.8	0.6

Price Trend



Issue

기업현황 업데이트

Pitch

동사 핵심 제품군인 Laser와 RF의 안정적인 성장과 신규 제품군인 가정용 미용 기기 실적 성장 주목. 2023.09월 클래시스 2대 주주 등극 통해 추가적인 시너지 또한 기대할 수 있으며, 일회성이었던 광고선전비 감소로 이익률 개선 또한 기대

Rationale

- 동사 성장 핵심 포인트는 색소 질환 MS 확대. 색소 치료용 reepot은 2022.04월 식약처 품목 허가를 획득하였음
- 가정용 기기 침투율 확대 전망. 홈케어 뷰티 브랜드 뉴즈를 2023년 런칭하여 홈쇼핑 통한 국내 매출 및 대리점 해외 판매 기대. 큐테라와의 공급 계약 또한 2026년까지 연장
- 2023E 매출액 539억원(YoY +16%), 영업이익 86억원(YoY +4%) 전망. 1Q23 뉴즈 런칭에 따른 일회성 광고비 집행되었으나, 2Q23부터 이익률 개선 중. 2023E 뉴즈 매출액은 50억원 전망
- 2023.09월 김용한 대표 지분 36%에 대하여 주당 11,000원에 지분 매각. 18.3%는 18개월 간 동일한 가격 콜옵션 보유. 지분 인수 종료 후, 양사간 시너지 방안들 구체화 예정. 양사의 주력 제품과 주력 판매 지역이 다르다는 점에서 시너지 기대할 수 있음
- 2023E PER 17.8배로 경쟁사 대비 저평가되어있음. 신규 진출한 가정용 미용 기기에 대한 기대감은 2H23E 실적을 통해 확인할 수 있을 전망. 다만, 비상장 업체인 메디큐브 및 다수 업체가 가정용 미용 기기 시장 침투하고 있어 경쟁 심화 우려. MS 확대를 위한 광고 선전비 확대가 필요할 수 있음

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	10	13	18	21	21	31	46
영업이익	0	1	2	4	4	4	8
EBITDA	1	1	3	4	4	5	10
지배주주순이익	0	1	2	3	5	3	8
자산총계	14	15	19	24	45	72	79
자본총계	9	9	11	14	31	35	44
순차입금	2	3	2	3	(5)	1	15
매출증가율	4.7	29.3	33.8	20.4	(1.7)	45.9	50.8
영업이익률	1.6	7.5	13.7	16.4	17.1	13.2	17.9
순이익률	4.4	5.3	11.4	13.7	22.2	9.9	15.8
EPS증가율	(61.1)	48.4	186.2	44.4	40.4	n/a	127.4
ROE	7.4	7.9	19.7	23.0	20.7	n/a	18.5

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

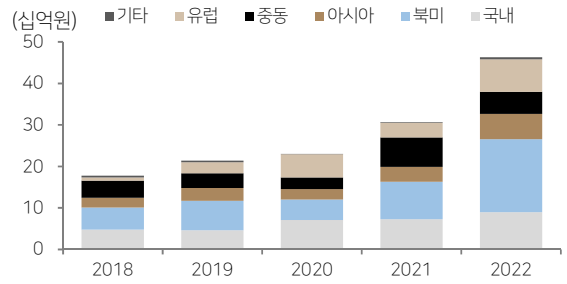
이루다는,

동사는 2006년 설립하였으며, 핵심 제품은 Laser와 RF 기반 미용 의료기기. FDA 11개 제품에 대한 인허가 획득하였으며, CE 15건, ANVISA 2건 보유. 색소 질환 치료 목적은 reepot과 Cutera에 판매 중인 Secret RF, 가정용 미용 기기 뉴즈가 성장 동력

2020년 코스닥 상장하였으며, 상장 후 2021.03월 Inmode와의 ITC 소송 분쟁으로 주가 하락하였으나, 2021.12월 합의를 통해 조사 종료. 2023년 루트로닉 한앤컴퍼니 공개매수 진행 후, 인수 합병에 대한 기대감으로 주가 상승. 2023.09월 클래시스가 2대 주주로 등극

국가별 Breakdown

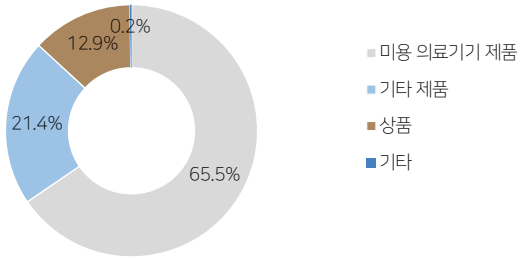
- 60개국 73개 Distributor 및 글로벌 KOL 기반 영업망 확보
- 동사는 미국 메디컬 에스테틱 기업 Cutera와 공급 계약을 체결하였으며 2026년까지 공급 예정



Source: 다올투자증권

사업부문 Breakdown

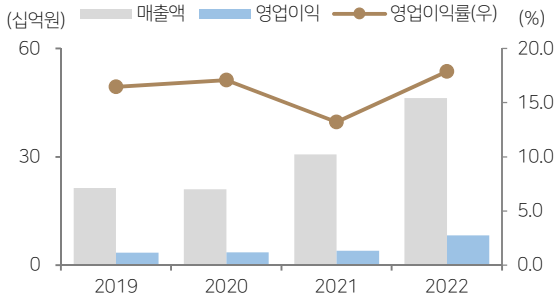
- 1H23 매출액 중 미용 의료기기 제품 매출 비중 66%,
- 2023E B2C 홈케어 뷰티 브랜드 뉴즈 론칭에 따라 기타 제품 매출 확대 전망



Source: 다올투자증권

Financials

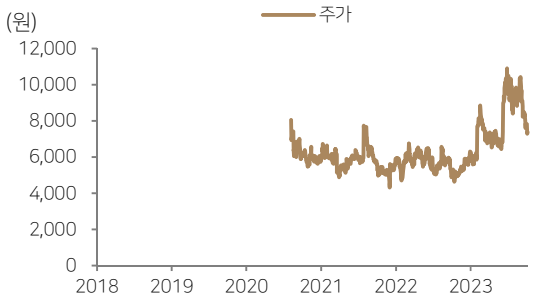
- 2022년 매출액 463억원(YoY +51%), 영업이익 83억원(YoY +104%) 달성
- 1H23 매출액 255억원(YoY +20%), 영업이익 28억원(YoY -26%) 기록하여, B2C 제품 출시에 따른 광고비 집행으로 이익률 하락



Source: 다올투자증권

주가

- 2020.08월 코스닥 상장
- 2023년 B2C 홈케어 뷰티 브랜드 뉴즈 론칭 기대감으로 주가 상승
- 2023.09월 클래시스 이루다 지분 18% 취득



Source: 다올투자증권

제품사진

- 2023년 출시한 홈케어 브랜드 뉴즈



Source: 이루다, 다올투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

이루다

대차대조표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	n/a	n/a	n/a	48.6	45.3
현금성자산	n/a	n/a	n/a	30.3	10.2
매출채권	n/a	n/a	n/a	5.8	8.9
재고자산	n/a	n/a	n/a	11.9	18.9
비유동자산	n/a	n/a	n/a	23.4	33.3
투자자산	n/a	n/a	n/a	2.4	1.8
유형자산	n/a	n/a	n/a	16.3	26.7
무형자산	n/a	n/a	n/a	4.7	4.7
자산총계	n/a	n/a	n/a	72.0	78.5
유동부채	n/a	n/a	n/a	19.4	30.8
매입채무	n/a	n/a	n/a	4.1	5.2
유동성이자부채	n/a	n/a	n/a	13.6	22.5
비유동부채	n/a	n/a	n/a	17.8	3.3
비유동이자부채	n/a	n/a	n/a	17.5	3.1
부채총계	n/a	n/a	n/a	37.2	34.2
자본금	n/a	n/a	n/a	3.9	8.8
자본잉여금	n/a	n/a	n/a	14.4	12.0
이익잉여금	n/a	n/a	n/a	17.0	24.9
자본조정	n/a	n/a	n/a	(0.5)	(1.4)
자기주식	n/a	n/a	n/a	(0.6)	(1.6)
자본총계	n/a	n/a	n/a	34.9	44.4
투하자본	n/a	n/a	n/a	34.1	58.3
순차입금	n/a	n/a	n/a	0.8	15.4
ROA	n/a	n/a	n/a	n/a	9.7
ROE	n/a	n/a	n/a	n/a	18.5
ROIC	n/a	n/a	n/a	n/a	14.0

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	n/a	n/a	n/a	30.7	46.3
증가율 (Y-Y,%)	n/a	n/a	n/a	n/a	50.8
영업이익	n/a	n/a	n/a	4.1	8.3
증가율 (Y-Y,%)	n/a	n/a	n/a	n/a	104.2
EBITDA	n/a	n/a	n/a	4.9	9.8
영업외손익	n/a	n/a	n/a	1.1	1.1
순이자수익	n/a	n/a	n/a	(0.1)	(0.9)
외화관련손익	n/a	n/a	n/a	0.7	0.4
지분법손익	n/a	n/a	n/a	0.7	0.0
세전계속사업손익	n/a	n/a	n/a	5.1	9.3
당기순이익	n/a	n/a	n/a	3.0	7.3
지배기업당기순이익	n/a	n/a	n/a	3.4	7.9
증가율 (Y-Y,%)	n/a	n/a	n/a	n/a	140.1
NOPLAT	n/a	n/a	n/a	2.4	6.5
(+) Dep	n/a	n/a	n/a	0.8	1.6
(-) 운전자본투자	n/a	n/a	n/a	12.5	14.2
(-) Capex	n/a	n/a	n/a	2.1	17.4
OpFCF	n/a	n/a	n/a	(11.3)	(23.6)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익률(%)	n/a	n/a	n/a	13.2	17.9
EBITDA마진(%)	n/a	n/a	n/a	15.9	21.3
순이익률 (%)	n/a	n/a	n/a	9.9	15.8

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업현금	n/a	n/a	n/a	2.1	(1.4)
당기순이익	n/a	n/a	n/a	3.0	7.3
자산상각비	n/a	n/a	n/a	0.8	1.6
운전자본증감	n/a	n/a	n/a	(3.4)	(11.9)
매출채권감소(증가)	n/a	n/a	n/a	(2.4)	(3.5)
재고자산감소(증가)	n/a	n/a	n/a	(2.1)	(7.2)
매입채무증가(감소)	n/a	n/a	n/a	1.1	0.7
투자현금	n/a	n/a	n/a	(19.9)	2.1
단기투자자산감소	n/a	n/a	n/a	(12.9)	17.0
장기투자증권감소	n/a	n/a	n/a	0.0	0.0
설비투자	n/a	n/a	n/a	(2.1)	(17.4)
유무형자산감소	n/a	n/a	n/a	(0.0)	2.3
재무현금	n/a	n/a	n/a	18.4	(4.4)
차입금증가	n/a	n/a	n/a	18.9	(4.8)
자본증가	n/a	n/a	n/a	(0.5)	0.4
배당금지급	n/a	n/a	n/a	0.0	0.0
현금 증감	n/a	n/a	n/a	1.0	(3.7)
총현금흐름(Gross CF)	n/a	n/a	n/a	5.4	11.5
(-) 운전자본증가(감소)	n/a	n/a	n/a	12.5	14.2
(-) 설비투자	n/a	n/a	n/a	2.1	17.4
(+) 자산매각	n/a	n/a	n/a	(0.0)	2.3
Free Cash Flow	n/a	n/a	n/a	(17.9)	1.8
(-) 기타투자	n/a	n/a	n/a	0.0	0.0
잉여현금	n/a	n/a	n/a	(17.9)	1.8

주요투자지표

(원, 배)	2018	2019	2020	2021	2022
Per share Data					
EPS	n/a	n/a	n/a	197	447
BPS	n/a	n/a	n/a	3,854	2,248
DPS	n/a	n/a	n/a	0	0
Multiples(x,%)					
PER	n/a	n/a	n/a	39.5	17.4
PBR	n/a	n/a	n/a	2.0	3.5
EV/ EBITDA	n/a	n/a	n/a	32.7	17.7
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	n/a	n/a	n/a	24.7	11.9
PSR	n/a	n/a	n/a	4.3	3.0
재무건전성 (%)					
부채비율	n/a	n/a	n/a	106.6	77.0
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	2.3	34.6
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	16.5	156.1
유동비율	n/a	n/a	n/a	251.2	146.8
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	42.9	9.6
이자비용/매출액	n/a	n/a	n/a	0.5	2.2
자산구조					
투하자본(%)	n/a	n/a	n/a	51.0	82.9
현금+투자자산(%)				49.0	17.1
자본구조					
차입금(%)	n/a	n/a	n/a	47.2	36.5
자기자본(%)	n/a	n/a	n/a	52.8	63.5

자료: 다올투자증권

박종현
의료기기 | alex.park@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

비올 (335890)

우리도 간다 브라질!

NOT RATED

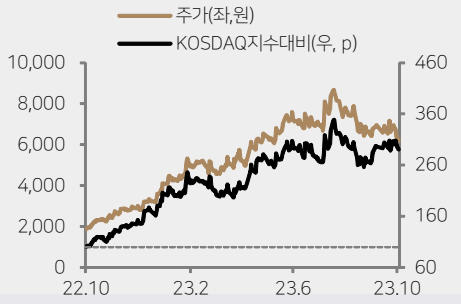
	현재	직전	변동
투자의견	NOT RATED		신규
적정주가			
Earnings			

Stock Information	
현재가 (10/24)	6,300원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	3,675억원
비중(KOSDAQ내)	0.10%
발행주식수	58,333천주
52주 최저가 / 최고가	1,880 - 8,660원
3개월 일평균거래대금	160억원
외국인 지분율	2.3%
주요주주지분율(%)	
디엠에스 (외 5인)	36.9
한국증권금융 (외 1인)	5.0
자사주 (외 1인)	1.2

Valuation wide	2020	2021	2022
PER(배)	n/a	29.2	16.3
PBR(배)	7.2	4.9	4.8
EV/EBITDA(배)	32.8	18.1	11.3
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.3

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(6.9)	21.9	219.8	95.3
KOSDAQ 대비 상대수익률 (%)	1.5	30.1	205.8	79.8

Price Trend



Issue
기업 현황 업데이트

Pitch
동사 실적 개선과 더불어 미용 의료기기 업체 주가 상승으로 주목. 동사 핵심 제품인 마이크로니들RF 제품 실펌X는 북미와 유럽 중심으로 실적 개선되고 있으며, 2023E 브라질과 중국 품목 허가 기대. 2023E PER 17.5배로 Peer 메디컬 에스테틱 대비 저평가. 남미/중국 순차 허가를 통해 재평가 기대

Rationale
- **핵심 제품은 마이크로니들 RF 제품군.** 실펌X를 기반으로 해외 매출 확대하고 있음. 1H23 매출액 201억원(YoY +55%), 영업이익 102억원(YoY +133%) 달성. 해외 대리점 판매 및 소모품 매출 확대에 따라 50%대 이익률 영위 중. 소모품 매출액 58억원 달성하여 소모품 매출 비중은 29%로 확대. **향후 대리점 판매 체제 중심으로 소모품 매출 안정적으로 확대된다면 현재 수준 이익률 달성할 수 있을 전망**
- 2023E 매출액 429억원(YoY +39%), 영업이익 220억원(YoY +70%) 전망. 미국/아시아/유럽/중동 매출은 각각 149억원/128억원/53억원/58억원 전망. 미국은 대리점 중심 안정적 매출 발생하고 있으며, 유럽은 프랑스 등 신규 대리점 확대를 통해 서유럽권 커버리지 확대 완료
- 2023E PER 17.5배로 Peer 메디컬 에스테틱 업체 대비 저평가. 신규 지역 출시 및 신제품 출시에 따른 매출 확대로 재평가 기대. **2H23E 남미 최대 시장인 브라질 실펌 X 인허가 획득 예정. 판매 대리점 계약 체결되어 있어 인허가 이후 바로 판매 가능. 중국 실펌 X 인허가는 2023E말/2024E초 예정.** 향후 신제품은 2024E HIFU Duotite와 비침습 RF 제품 출시 예정

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	6	7	6	11	12	18	31
영업이익	2	2	1	4	3	5	13
EBITDA	2	2	1	4	4	6	14
지배주주순이익	2	2	1	3	(2)	4	11
자산총계	5	6	7	12	24	30	45
자본총계	3	5	6	9	20	27	39
순차입금	(2)	(2)	(1)	(5)	(11)	(19)	(31)
매출증가율	109.3	13.2	n/a	75.0	9.6	51.2	69.3
영업이익률	33.0	31.1	12.5	34.2	28.1	29.5	41.5
순이익률	28.2	27.0	12.3	29.9	(14.9)	24.1	36.9
EPS증가율	459.2	(14.8)	n/a	323.9	적전	흑전	154.5
ROE	83.0	49.7	n/a	43.5	(12.5)	19.2	35.1

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

비올은,

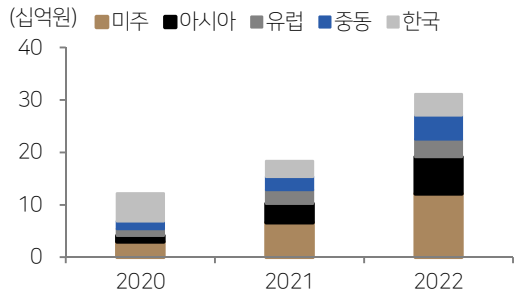
동사는 2009년 설립되어 2012년 비올로 상호 변경. 동사 핵심 제품은 마이크로니들RF 미용 의료기기인 스칼렛 S, 실펌, 실펌X

2019년 이음 PE와 디스플레이 패널 생산설비 제조 업체인 DMS가 최대주주 등극. 2020년 IBK 11호 스팩 합병을 통해 코스닥 상장

비올

국가별 Breakdown

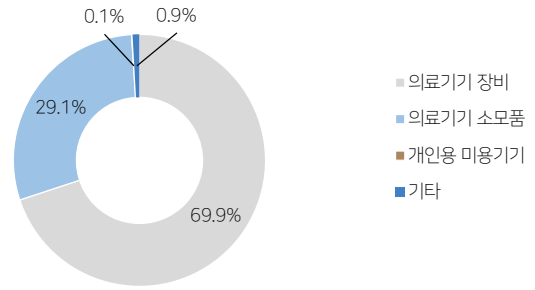
- 2022년 실적 성장 견인한 지역은 미국과 아시아. 각각 83%, 95% 성장
- 1H23 미국/아시아/유럽/중동/한국 66억원/58억원/27억원/27억원/21억원
- 4Q23E 브라질과 2024E 중국 실펌X 품목 허가 예정



Source: 다올투자증권

사업부문 Breakdown

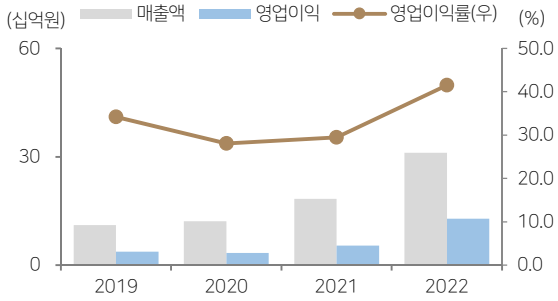
- 동사 핵심 제품은 실펌X, 실펌, 스칼렛S. 스칼렛 S는 2010년에 출시하여 누적 판매 대수 2,600대. 2020년 신규 출시 된 실펌 X 설치 대수는 1,100대
- 해당 제품들은 소모품 발생하여 매출 비중 29%



Source: 다올투자증권

Financials

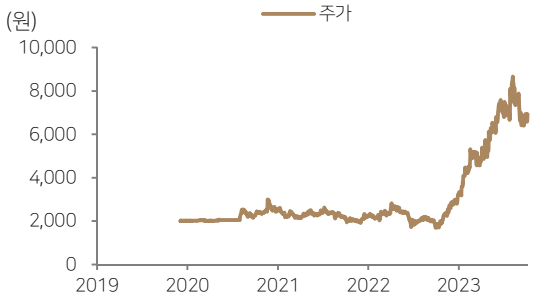
- 2022년 매출액 311억원(YoY +69%), 영업이익 129억원(YoY +139%) 달성



Source: 다올투자증권

주가

- 동사는 2020년 IBK 11호 스팩 합병을 통해 상장
- 2022.11월 2대 주주 라종주 창업주 지분 매각
- 2023년 실적 개선에 따라 주가 상승



Source: 다올투자증권

제품사진

- 동사 핵심제품인 실펌X



Source: 비올, 다올투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	5.6	9.7	20.7	26.4	41.3
현금성자산	2.1	6.5	14.3	20.1	32.2
매출채권	1.3	2.1	4.0	2.8	4.2
재고자산	1.7	1.0	2.2	2.9	4.3
비유동자산	1.9	2.4	3.0	3.5	3.3
투자자산	0.2	0.2	1.2	1.2	1.1
유형자산	1.2	1.7	1.6	2.1	2.1
무형자산	0.5	0.5	0.2	0.2	0.2
자산총계	7.5	12.1	23.7	29.9	44.5
유동부채	1.5	2.7	2.0	3.1	5.4
매입채무	0.4	0.7	0.7	2.0	2.1
유동성이자부채	1.1	1.2	0.9	0.3	0.8
비유동부채	0.0	0.1	2.0	0.3	0.2
비유동이자부채	0.0	0.1	2.0	0.3	0.2
부채총계	1.5	2.8	4.0	3.4	5.6
자본금	0.2	0.2	5.5	5.7	5.8
자본잉여금	0.8	0.8	7.8	9.9	10.8
이익잉여금	5.4	8.7	6.9	11.4	22.8
자본조정	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
자기주식	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
자본총계	5.9	9.3	19.7	26.5	38.9
투하자본	4.9	4.1	8.3	7.0	7.7
순차입금	(1.0)	(5.2)	(11.4)	(19.5)	(31.2)
ROA	na	33.9	(10.1)	16.6	30.8
ROE	na	43.5	(12.5)	19.2	35.1
ROIC	na	69.9	39.9	63.8	145.9

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	6.3	11.1	12.2	18.4	31.1
증가율 (Y-Y,%)	(47.9)	75.0	9.6	51.2	69.3
영업이익	0.8	3.8	3.4	5.4	12.9
증가율 (Y-Y,%)	(76.7)	377.3	(10.0)	58.5	138.6
EBITDA	1.0	4.2	4.0	6.1	13.9
영업외손익	0.1	0.2	(5.2)	(0.5)	0.9
순이자수익	0.0	0.0	0.0	0.1	0.3
외화관련손익	0.0	0.1	(0.4)	0.5	0.6
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	0.8	4.0	(1.8)	4.9	13.8
당기순이익	0.8	3.3	(1.8)	4.4	11.5
지배기업당기순이익	0.8	3.3	(1.8)	4.4	11.5
증가율 (Y-Y,%)	흑전	323.9	적전	흑전	158.6
NOPLAT	0.7	3.2	2.5	4.9	10.8
(+) Dep	0.2	0.4	0.5	0.7	1.0
(-) 운전자본투자	3.1	(1.4)	3.6	(1.7)	0.9
(-) Capex	0.4	0.3	1.4	1.8	0.5
OpFCF	(2.6)	4.6	(1.9)	5.5	10.3
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	42.6	41.0
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	89.5	50.4
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	84.1	49.3
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	78.4	51.3
영업이익률(%)	12.5	34.2	28.1	29.5	41.5
EBITDA마진(%)	15.4	37.6	32.5	33.0	44.6
순이익률 (%)	12.3	29.9	(14.9)	24.1	36.9

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업현금	0.6	5.0	(0.4)	8.0	11.2
당기순이익	0.8	3.3	(1.8)	4.4	11.5
자산상각비	0.2	0.4	0.5	0.7	1.0
운전자본증감	(0.6)	0.7	(3.8)	2.0	(2.6)
매출채권감소(증가)	(0.7)	(0.7)	(2.0)	1.2	(1.3)
재고자산감소(증가)	(0.6)	0.7	(1.7)	(0.5)	(1.4)
매입채무증가(감소)	0.1	0.0	(0.0)	0.4	(0.1)
투자현금	(1.7)	(0.4)	(5.4)	(3.1)	(8.6)
단기투자자산감소	(0.0)	0.1	(3.8)	(1.2)	(8.0)
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(0.4)	(0.3)	(1.4)	(1.8)	(0.5)
유무형자산감소	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.0)
재무현금	0.0	(0.2)	(0.6)	(0.5)	1.0
차입금증가	0.0	(0.2)	(0.6)	(1.0)	0.0
자본증가	0.0	0.0	0.0	0.6	0.9
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	(1.1)	4.4	(4.9)	4.6	4.1
총현금흐름(Gross CF)	1.5	4.0	4.2	6.1	13.8
(-) 운전자본증가(감소)	3.1	(1.4)	3.6	(1.7)	0.9
(-) 설비투자	0.4	0.3	1.4	1.8	0.5
(+) 자산매각	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.0)
Free Cash Flow	(0.9)	4.4	(4.9)	5.0	2.7
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
잉여현금	(0.9)	4.4	(4.9)	5.0	2.7

주요투자지표

(원, 배)	2018	2019	2020	2021	2022
Per share Data					
EPS	14	60	(33)	78	197
BPS	13,613	21,944	357	461	667
DPS	0	0	0	0	10
Multiples(x,%)					
PER	n/a	33.2	n/a	29.2	16.3
PBR	n/a	0.1	7.2	4.9	4.8
EV/ EBITDA	n/a	n/a	32.8	18.1	11.3
배당수익율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3
PCR	n/a	27.2	33.3	21.2	13.5
PSR	n/a	9.9	11.6	7.1	6.0
재무건전성 (%)					
부채비율	25.6	30.1	20.1	12.8	14.4
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	368.4	361.3	1,043.8	858.0	768.5
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.5	0.3	0.2	0.2	0.1
자산구조					
투하자본(%)	68.3	38.2	34.8	24.8	18.8
현금+투자자산(%)	31.7	61.8	65.2	75.2	81.2
자본구조					
차입금(%)	15.2	12.5	12.9	2.3	2.5
자기자본(%)	84.8	87.5	87.1	97.7	97.5

자료: 다올투자증권

메디컬 에스테틱

박종현
의료기기 | alex.park@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

바이오플러스 (099430)

기대치를 낮춰도 싸다

NOT RATED

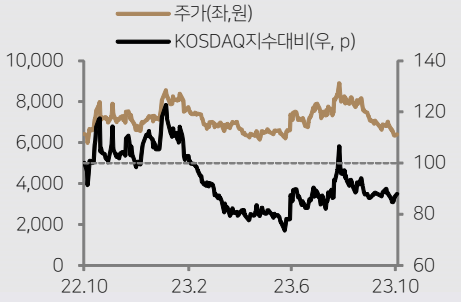
	현재	직전	변동
투자의견	NOT RATED		신규
적정주가			
Earnings			

Stock Information	
현재가 (10/24)	6,650원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	3,852억원
비중(KOSDAQ내)	0.10%
발행주식수	57,931천주
52주 최저가 / 최고가	5,994 - 8,900원
3개월 일평균거래대금	125억원
외국인 지분율	2.3%
주요주주지분율(%)	
정현규 (외 5인)	30.4
이해영 (외 3인)	6.0
자사주신탁 (외 1인)	1.3

Valuation wide	2020	2021	2022
PER(배)	n/a	36.9	19.0
PBR(배)	n/a	1.3	3.8
EV/EBITDA(배)	n/a	18.3	12.7
배당수익률(%)	0.0	0.0	1.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(6.2)	0.3	4.6	(4.2)
KOSDAQ 대비 상대수익률 (%)	2.2	8.5	(9.4)	(19.7)

Price Trend



Issue

기업 현황 업데이트

Pitch

동사는 MDM기술 기반 HA필러 제조사. 해외 대리점 판매 및 높은 ASP 기반 경쟁사 대비 높은 40%대 OPM 유지. 중국 매출 타임라인 지연되고 있으나 주력 판매 지역에서의 견조한 매출 성장률과 R&D 파이프라인 기술이전 가능성 감안 시 주가 상승 여력 있음

Rationale

- 2023E 매출액 784억원(YoY +38%), 영업이익 357억원(YoY +41%) 전망. 일본/러시아를 포함한 주요 판매 지역에서의 안정적인 성장이 이어지고 있으며, **신규 ANVISA 인허가 획득한 남미 매출 확대 기대. 대리점 CIMED 통해서 유통 예정이며 신규 대리점 추가 예정**
- 중기 성장 동력은 바이오 코슈메디컬 브랜드 보닉스와 중국. 하이난향 매출은 지연되고 있으나, 동사는 NMPA 정식 허가를 통한 매출 확대 기대 중. 1Q24E 패스트트랙 신청을 통해 2026E 정식 승인 목표
- 동사 핵심 R&D 포트폴리오는 코어 독소 단백질(경쇄)만을 활용한 55kDa 유전자 재조합 보툴리눔 톡신 제제와 GLP-1과 GIP 유사체의 반감기를 증가시킨 차세대 비만, 당뇨 치료제. 핵심 기술인 AUT기술은 유비퀴틴화 과정을 통해 단백질 분해를 막고, 체외 배출 감소되는 장기 지속형 제제. 해당 파이프라인에 대한 전임상 2024E 중 종료하여 본임상 진입 기대
- 2023E 컨센서스 PER은 13.7배로 미용 의료기기 Peer 대비 저평가. 중국 진출 타임라인 지연 등으로 주가 하락하였으나, 본업에서의 안정적인 매출 성장과 신규 시장 및 신사업 확장에 주목. 다만, 동사의 40%대 영업이익률은 국내 매출 확대 및 R&D 임상 진입으로 감소 가능

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	n/a	3	11	17	24	37	57
영업이익	n/a	0	4	7	12	18	25
EBITDA	n/a	1	4	8	13	20	27
지배주주순이익	n/a	0	2	6	10	11	21
자산총계	n/a	7	13	21	38	88	147
자본총계	n/a	5	7	18	29	81	115
순차입금	n/a	1	0	(3)	(11)	(38)	(58)
매출증가율	n/a	n/a	216.4	54.2	43.2	53.6	51.6
영업이익률	n/a	11.4	36.0	40.5	50.6	48.7	44.6
순이익률	n/a	10.8	21.1	33.0	39.8	28.5	36.5
EPS증가율	n/a	n/a	519.7	125.8	72.5	(4.0)	95.5
ROE	n/a	n/a	37.6	44.6	41.9	19.9	21.6

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

바이오플러스는,

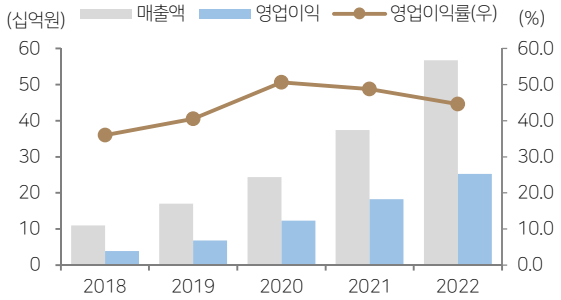
동사는 2003년 설립되어 알로덤 인체이식용 무세포 조직 독점 판매 계약 체결하여 인체조직 이식재 사업 영위. 2013년 바이오플러스로 사명변경하여 2014년 HA 필러 SkinPlus HYAL 국내 의료기기 품목 허가 획득

동사 핵심 기술인 MDM 기술 기반 HA 필러, 유착방지제, 관절 조직수복용 생체재료 등 생산, 판매 중. MDM 기술이란 DVS 가교제를 적용하여 가교강도를 증가시켰으며, 제품 용도별 점탄성/응집력 조절 가능. MDAP 다단계 정제기술로 순도 높고 안전한 제품 구현

바이오플러스

Financials

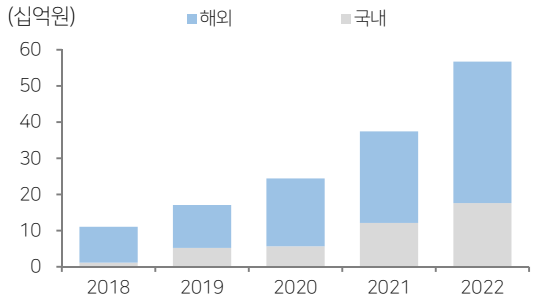
- 2022년 매출액 567억원(YoY +52%), 영업이익 253억원(YoY +39%) 기록
- ODM/OEM 판매를 기반으로 높은 영업이익률 영위



Source: 다올투자증권

국가별 매출 추이

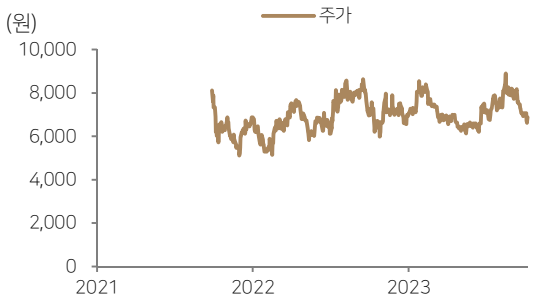
- 1H23 매출액 기준 아시아 매출 23%, 중동/아프리카 18%, 러시아/CIS 12%로 해외 70여개국에 매출 다각화
- 필러 매출 100%는 해외에서 발생하고 있으며, 국내 매출은 의료기기



Source: 다올투자증권

주가

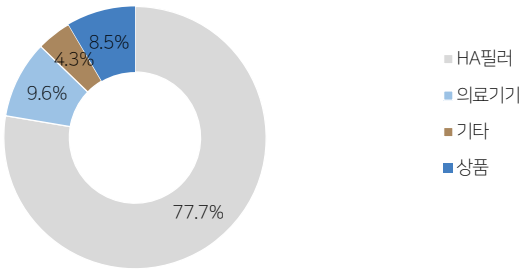
- 동사는 2021.09월 코스닥 상장하여 12M Fwd 컨센서스 PER은 15.4배



Source: 다올투자증권

사업부문 Breakdown

- 동사는 MDM 테크놀로지를 적용한 HA필러, 유착방지제, 관절 조직수복용생체재료 판매 중
- 1H23 기준 HA 필러 매출 비중은 78%, 의료기기와 코스메틱은 각각 10%, 4%



Source: 다올투자증권

R&D 포트폴리오

- 동사 향후 핵심 R&D 포트폴리오는 비만 치료제, 재조합 보툴리눔 톡신. 각각 2024E 중 전임상 종료로 임상 진입 기대



Source: 바이오플러스, 다올투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

바이오플러스

대차대조표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	9.3	10.9	25.7	54.4	106.1
현금성자산	4.5	2.8	16.0	41.0	80.3
매출채권	1.9	4.2	4.8	8.4	16.8
재고자산	2.4	3.8	4.8	4.7	8.7
비유동자산	4.0	10.1	12.2	34.0	40.5
투자자산	0.9	1.1	2.8	9.4	10.0
유형자산	1.3	7.0	7.4	22.0	27.9
무형자산	1.8	2.0	2.0	2.7	2.6
자산총계	13.3	21.0	37.9	88.5	146.5
유동부채	1.4	3.1	9.3	7.5	9.5
매입채무	0.8	1.3	1.9	2.3	2.6
유동성이자부채	0.0	0.1	5.2	3.1	0.6
비유동부채	4.5	0.0	0.1	0.4	22.1
비유동이자부채	4.5	0.0	0.0	0.4	21.6
부채총계	5.9	3.2	9.4	7.9	31.6
자본금	2.9	3.1	3.1	7.2	29.0
자본잉여금	3.6	8.1	8.1	53.5	36.2
이익잉여금	0.2	5.8	15.3	25.8	47.1
자본조정	0.7	0.9	2.0	(7.8)	1.0
자기주식	0.0	0.0	0.0	(8.8)	0.0
자본총계	7.4	17.8	28.5	80.5	115.0
투하자본	7.4	15.1	17.1	36.0	50.3
순차입금	0.0	(2.7)	(10.7)	(37.5)	(58.1)
ROA	22.4	32.8	32.9	16.9	17.6
ROE	37.6	44.6	41.9	19.9	21.6
ROIC	47.0	51.2	61.2	51.7	44.1

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	11.0	17.0	24.4	37.4	56.7
증가율 (Y-Y,%)	(54.7)	54.2	43.2	53.6	51.6
영업이익	4.0	6.9	12.3	18.2	25.3
증가율 (Y-Y,%)	(67.8)	73.3	79.0	47.9	38.7
EBITDA	4.5	7.8	13.3	19.5	27.2
영업외손익	(1.1)	(0.2)	(0.2)	(4.1)	2.2
순이자수익	0.0	(0.1)	(0.0)	(0.4)	1.1
외화관련손익	(0.0)	(0.0)	(0.2)	0.3	0.5
지분법손익	0.0	0.0	0.0	(0.3)	(0.3)
세전계속사업손익	2.9	6.7	12.1	14.2	27.5
당기순이익	2.3	5.6	9.7	10.7	20.7
지배기업당기순이익	2.3	5.6	9.7	10.7	21.1
증가율 (Y-Y,%)	(76.0)	141.6	72.5	10.0	94.0
NOPLAT	3.2	5.8	9.9	13.7	19.0
(+) Dep	0.5	0.9	1.0	1.3	1.9
(-) 운전자본투자	0.8	1.7	0.6	3.4	7.9
(-) Capex	0.5	5.9	1.1	15.3	6.5
OpFCF	2.3	(0.9)	9.2	(3.7)	6.5
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	n/a	91.1	50.2	49.4
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	214.2	66.1	54.2
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	156.7	63.3	51.9
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	195.6	66.1	54.4
영업이익률(%)	36.0	40.5	50.6	48.7	44.6
EBITDA마진(%)	40.6	45.6	54.7	52.2	47.9
순이익률 (%)	21.1	33.0	39.8	28.5	36.5

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업현금	3.1	5.0	10.0	13.4	13.4
당기순이익	2.3	5.6	9.7	10.7	20.7
자산상각비	0.5	0.9	1.0	1.3	1.9
운전자본증감	(2.0)	(3.4)	(2.8)	(4.0)	(12.5)
매출채권감소(증가)	(0.7)	(3.1)	(1.7)	(3.8)	(8.3)
재고자산감소(증가)	(1.2)	(1.3)	(0.9)	(0.1)	(4.2)
매입채무증가(감소)	0.2	0.2	0.7	0.3	(0.3)
투자현금	(1.9)	(5.4)	(1.6)	(22.6)	(67.1)
단기투자자산감소	(1.0)	1.0	(0.5)	(3.0)	(63.1)
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	(2.7)	2.7
설비투자	(0.5)	(5.9)	(1.1)	(15.3)	(6.5)
유무형자산감소	(0.1)	(0.6)	(0.0)	(0.0)	(0.2)
재무현금	1.6	(0.1)	4.8	34.0	30.7
차입금증가	(0.5)	(0.1)	4.8	(0.6)	(0.6)
자본증가	0.0	0.0	0.0	36.7	11.3
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	2.9	(0.6)	13.1	25.0	(22.7)
총현금흐름(Gross CF)	5.2	8.8	14.6	20.2	28.1
(-) 운전자본증가(감소)	0.8	1.7	0.6	3.4	7.9
(-) 설비투자	0.5	5.9	1.1	15.3	6.5
(+) 자산매각	(0.1)	(0.6)	(0.0)	(0.0)	(0.2)
Free Cash Flow	1.4	(0.1)	10.2	(6.4)	(51.5)
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.0	2.7	(2.7)
잉여현금	1.4	(0.1)	10.2	(9.1)	(48.8)

주요투자지표

(원, 배)	2018	2019	2020	2021	2022
Per share Data					
EPS	50	113	194	187	365
BPS	893	2,536	4,258	5,295	1,823
DPS	0	0	0	0	70
Multiples(x,%)					
PER	n/a	n/a	n/a	36.9	19.0
PBR	n/a	n/a	n/a	1.3	3.8
EV/ EBITDA	0.0	n/a	n/a	18.3	12.7
배당수익율	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
PCR	n/a	n/a	n/a	19.5	15.0
PSR	n/a	n/a	n/a	10.6	7.4
재무건전성 (%)					
부채비율	80.2	17.7	33.0	9.9	27.5
Net debt/Equity	0.1	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	0.2	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	669.5	351.1	275.8	725.6	1,119.1
이자보상배율	n/a	116.7	308.3	50.2	n/a
이자비용/매출액	0.1	0.5	0.2	1.4	0.0
자산구조					
투하자본(%)	57.9	79.3	47.5	41.7	35.8
현금+투자자산(%)	42.1	20.7	52.5	58.3	64.2
자본구조					
차입금(%)	37.8	0.8	15.6	4.2	16.2
자기자본(%)	62.2	99.2	84.4	95.8	83.8

자료: 다올투자증권

박종현
의료기기 | alex.park@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

메디톡스 (086900)

뉴럭스 성과가 관건

NOT RATED

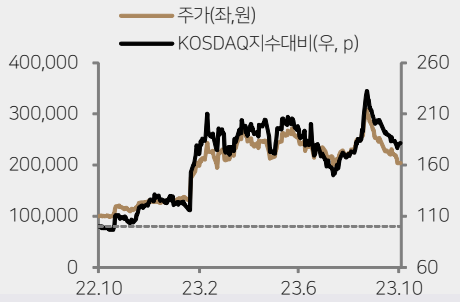
	현재	직전	변동
투자의견	NOT RATED		신규
적정주가			
Earnings			

Stock Information	
현재가 (10/24)	211,000원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	15,400억원
비중(KOSDAQ내)	0.41%
발행주식수	7,298천주
52주 최저가 / 최고가	98,954 - 307,500원
3개월 일평균거래대금	296억원
외국인 지분율	9.0%
주요주주지분율(%)	
정현호 (외 9인)	18.3
자사주 (외 1인)	7.8

Valuation wide	2020	2021	2022
PER(배)	n/a	10.0	24.1
PBR(배)	4.8	2.4	2.3
EV/EBITDA(배)	n/a	18.0	15.3
배당수익률(%)	0.5	0.0	0.8

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(16.6)	(16.3)	108.4	64.8
KOSDAQ 대비 상대수익률 (%)	(8.1)	(8.0)	94.4	49.3

Price Trend



Issue

기업 현황 업데이트

Pitch

동사 투자포인트는 1) 뉴럭스 매출 본격화, 2) MT10109L 미국 FDA 품목 허가. 1, 2공장 가동률이 100%에 근접한 상황에서 3공장 전용 제품인 뉴럭스의 순차 허가에 따라 매출 확대 기대

Rationale

- 뉴럭스는 동물유래성분을 배제한 동결건조 제형 톡신 제제로 2023.09월 국내 식약처 허가 획득. 해당 제품은 3공장에서 제조 예정이며 해당 설비 CAPA는 5천억원 이상 추정. 국내 미용 의료기기 업체들 실적 성장 및 이익률이 북미/중국 같은 핵심 시장외 남미/동남아 등지에서 이루어지고 있기 때문에 **뉴럭스 빠른 허가 통한 매출 체력 확보가 관건**. 국내 정식 출시는 2023.12월, 해외 품목 허가는 2H23E
- 액상형 톡신인 MT10109L의 경우, Abbvie에 권리 반환된 후 자체 미국 FDA 품목 허가 진행 결정하여, 2023E 품목 허가 신청 예정. 국내 3번째 품목 허가 예상되며 Evolus 및 Revance, 휴젤 모두 1회 이상 CRL을 받았다는 점 감안 시, 미국 FDA 품목 허가 시점은 2025E
- 2023E 매출액 2,175억원(YoY +11%), 영업이익 426억원(YoY -9%, 지급수수료 제외시 YoY +6%) 전망. 뉴럭스 관련 매출은 2023.12월 국내 출시 후, 2024E 본격화 예정이며, 3Q23E 국내외 코어톡스 판매 호조로 실적 성장 관여. 2H23E E동 감가 개시. 1H23 건설중인 자산 대체는 약 600억원로 내용 연수 고려 시, 온기 반영 분기 감가상각비 15억원 추정
- MT10109L 미국 품목 허가 신청 및 뉴럭스 매출 본격화에 주목. 10/24일 공시 통해 중국 메디톡신 품목 허가 절차 철회하였으며, 신규 국내 허가받은 뉴럭스를 통해 품목 허가 진행 예정(3상 진입 기대)

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	133	181	205	206	141	185	195
영업이익	75	87	85	26	(37)	34	47
EBITDA	80	95	102	44	(18)	53	62
지배주주순이익	59	70	70	26	(30)	94	37
자산총계	324	381	395	422	468	578	596
자본총계	148	197	257	263	245	404	434
순차입금	71	80	56	79	91	48	97
매출증가율	(35.3)	36.0	13.4	0.2	(31.6)	31.3	5.5
영업이익률	56.4	48.0	41.6	12.5	(26.3)	18.7	23.9
순이익률	44.4	38.7	34.0	12.4	(21.3)	50.4	18.8
EPS증가율	126.0	18.4	(0.2)	(62.5)	적전	흑전	(61.4)
ROE	45.4	41.3	31.4	10.0	(12.0)	29.1	8.8

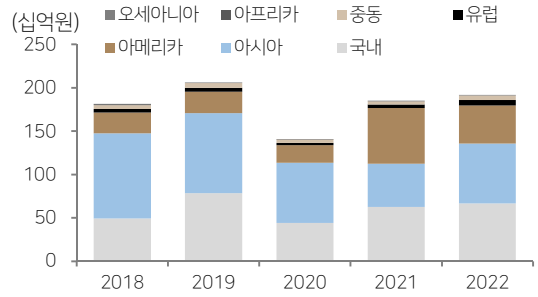
Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

메디톡스는,

메디톡스는 보툴리눔 톡신 제제와 HA 필러를 포함한 미용 의료기기를 판매 중. 동사는 2000년에 설립되어 2002년 오창에 제1공장을 준공하여 2006년 국내 최초 보툴리눔 톡신 제제 국내 시판 허가 획득

국가별 Breakdown

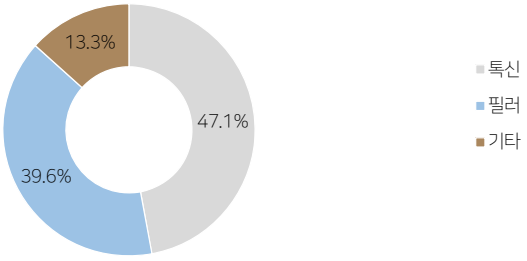
- 동사 실적 개선 관건은 1) 뉴럭스 매출 확대, 2) 북미 톡신 출시



Source: 다올투자증권

사업부문 Breakdown

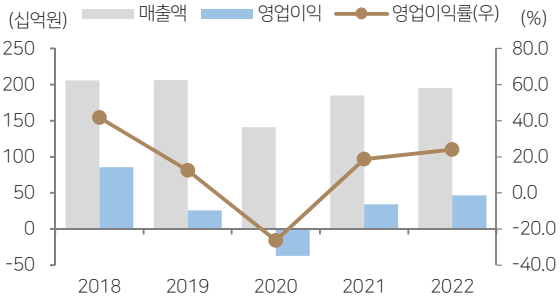
- 1H23 기준 톡신과 필러 매출 비중은 47%, 40%. 향후 화장품 매출 등 확대 가능



Source: 다올투자증권

Financials

- 2022년 매출액 1,950억원(YoY +6%), 영업이익 470억원 달성
- 1H23 매출액 945억원(YoY +6%), 영업이익 113억원(YoY -28%) 달성



Source: 다올투자증권

주가

- 2023.02월 민사 1심 승소 후, 주가 상승



Source: 다올투자증권

제품사진

- 동사 톡신 제품은 분말형 900kDa 메디톡신과 150kDa 코어톡스, 액상형 톡신 이노톡스



Source: 다올투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

메디톡스

대차대조표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	116.4	120.0	138.7	161.0	135.1
현금성자산	28.3	26.3	58.4	85.2	25.5
매출채권	64.5	58.5	40.1	41.5	52.1
재고자산	21.5	29.3	37.6	33.0	52.6
비유동자산	278.6	301.5	329.1	416.7	461.2
투자자산	75.9	92.0	97.1	199.4	225.8
유형자산	181.7	187.2	214.0	205.5	208.9
무형자산	21.0	22.3	18.0	11.8	26.5
자산총계	395.0	421.5	467.8	577.7	596.3
유동부채	110.8	136.3	117.6	107.9	135.3
매입채무	10.0	25.0	26.0	14.7	24.6
유동성이자부채	84.0	103.1	83.9	77.5	101.1
비유동부채	27.0	22.5	105.4	66.2	27.4
비유동이자부채	0.0	2.3	65.6	55.4	21.7
부채총계	137.8	158.8	223.0	174.1	162.7
자본금	2.8	2.9	3.1	3.4	3.6
자본잉여금	23.6	23.6	48.7	114.0	112.9
이익잉여금	283.6	304.6	268.1	364.1	401.1
자본조정	(57.5)	(72.0)	(78.5)	(82.0)	(89.5)
자기주식	(56.3)	(70.9)	(81.2)	(89.3)	(106.2)
자본총계	257.2	262.7	244.8	403.6	433.6
투하자본	295.6	313.0	311.8	328.9	381.8
순차입금	55.7	79.0	91.1	47.7	97.3
ROA	18.0	6.3	(6.8)	17.8	6.2
ROE	31.4	10.0	(12.0)	29.1	8.8
ROIC	116.4	120.0	138.7	161.0	135.1

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	205.4	205.9	140.8	184.9	195.1
증가율 (Y-Y,%)	13.4	0.2	(31.6)	31.3	5.5
영업이익	85.5	25.7	(37.1)	34.5	46.7
증가율 (Y-Y,%)	흑전	(69.9)	적전	흑전	35.3
EBITDA	101.5	43.8	(18.5)	52.7	61.8
영업외손익	(0.4)	(0.5)	(5.1)	93.8	2.9
순이자수익	(1.6)	(1.7)	(3.8)	(3.8)	(1.7)
외화관련손익	0.0	0.0	0.0	2.1	3.4
지분법손익	1.7	2.4	(2.4)	(1.5)	(9.0)
세전계속사업손익	85.1	25.1	(42.1)	128.3	49.5
당기순이익	69.8	25.6	(30.0)	93.3	36.6
지배기업당기순이익	70.0	26.2	(29.6)	94.2	37.0
증가율 (Y-Y,%)	흑전	(63.4)	적전	흑전	(60.8)
NOPLAT	70.1	18.6	(26.9)	25.1	34.5
(+) Dep	16.0	18.1	18.6	18.3	15.1
(-) 운전자본투자	32.3	(0.9)	(13.8)	(1.3)	30.1
(-) Capex	8.5	21.0	41.1	17.5	9.9
OpFCF	45.3	16.7	(35.6)	27.1	9.6
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	32.4	15.6	(8.1)	(3.5)	(1.8)
영업이익증가율(3Yr)	18.3	(30.1)	n/a	(26.1)	22.0
EBITDA증가율(3Yr)	22.3	(18.1)	n/a	(19.6)	12.1
순이익증가율(3Yr)	18.2	(24.4)	n/a	10.2	12.7
영업이익률(%)	41.6	12.5	(26.3)	18.7	23.9
EBITDA마진(%)	49.4	21.3	(13.1)	28.5	31.7
순이익률 (%)	34.0	12.4	(21.3)	50.4	18.8

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업현금	55.1	33.7	27.9	20.0	26.2
당기순이익	69.8	25.6	(30.0)	93.3	36.6
자산상각비	16.0	18.1	18.6	18.3	15.1
운전자본증감	(43.4)	(10.7)	3.9	(29.6)	(29.5)
매출채권감소(증가)	(25.5)	(5.1)	(2.0)	4.4	(23.0)
재고자산감소(증가)	(9.8)	(7.0)	(12.3)	1.4	(19.5)
매입채무증가(감소)	0.6	1.5	8.2	0.8	0.8
투자현금	(16.1)	(28.4)	(52.0)	(27.8)	(36.1)
단기투자자산감소	(4.1)	(0.1)	(5.1)	(6.7)	1.0
장기투자증권감소	(1.1)	(3.0)	(3.6)	(5.2)	(10.9)
설비투자	(8.5)	(21.0)	(41.1)	(17.5)	(9.9)
유무형자산감소	(2.8)	(2.6)	(2.8)	(2.7)	(15.2)
재무현금	(46.0)	(4.5)	50.7	34.8	(40.4)
차입금증가	(32.5)	15.3	47.5	(19.8)	(13.3)
자본증가	(11.9)	(18.8)	(15.7)	(8.1)	(25.0)
배당금지급	12.1	4.3	5.5	0.0	8.0
현금 증감	(7.1)	0.8	24.0	27.8	(51.1)
총현금흐름(Gross CF)	112.8	61.1	17.8	64.7	74.0
(-) 운전자본증가(감소)	32.3	(0.9)	(13.8)	(1.3)	30.1
(-) 설비투자	8.5	21.0	41.1	17.5	9.9
(+) 자산매각	(2.8)	(2.6)	(2.8)	(2.7)	(15.2)
Free Cash Flow	53.3	22.0	(30.3)	7.3	8.4
(-) 기타투자	1.1	3.0	3.6	5.2	10.9
잉여현금	52.2	19.1	(33.9)	2.1	(2.4)

주요투자지표

(원, 배)	2018	2019	2020	2021	2022
Per share Data					
EPS	10,240	3,836	(4,329)	13,781	5,320
BPS	40,950	40,729	36,531	57,010	56,178
DPS	758	694	897	23	982
Multiples(x,%)					
PER	50.1	71.6	n/a	10.0	24.1
PBR	12.5	6.7	4.8	2.4	2.3
EV/ EBITDA	32.7	41.7	n/a	18.0	15.3
배당수익율	0.1	0.3	0.5	0.0	0.8
PCR	31.1	30.7	68.7	15.8	12.9
PSR	17.1	9.1	8.7	5.5	4.9
재무건전성 (%)					
부채비율	53.6	60.5	91.1	43.1	37.5
Net debt/Equity	21.7	30.1	37.2	11.8	22.4
Net debt/EBITDA	54.9	180.3	n/a	90.4	157.5
유동비율	105.1	88.0	118.0	149.1	99.9
이자보상배율	53.0	14.7	n/a	9.0	27.4
이자비용/매출액	0.9	1.0	3.0	2.6	1.2
자산구조					
투하자본(%)	73.9	72.6	66.7	53.6	60.3
현금+투자자산(%)	26.1	27.4	33.3	46.4	39.7
자본구조					
차입금(%)	24.6	28.6	37.9	24.8	22.1
자기자본(%)	75.4	71.4	62.1	75.2	77.9

자료: 다올투자증권

이 페이지는 편집상 공백입니다

의료 AI

개별 기업 수 (개)	6
합산 시가총액 (십억원)	3,043
2022년 합산 매출액 (십억원)	107
대표 기업	#루닛, #뷰노, #제이엘케이, #코어라인소프트, #딥노이드
대표 제품	영상 진단 보조 AI, 디지털 병리 AI
투자 포인트	#침투 가속화, #비급여

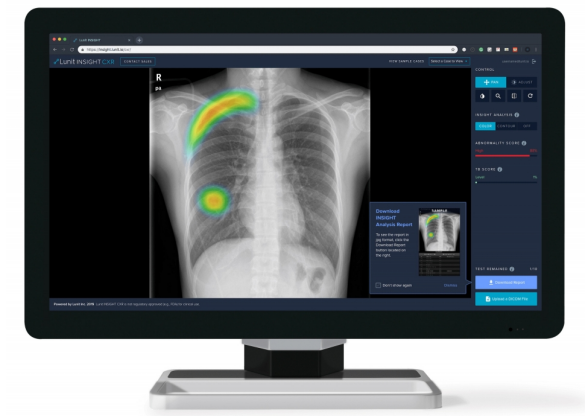
IV-3. 의료 AI : 테마로 끝나지 않는다.

Fig. 79: 주요 시장 AI 영상 진단 시장 규모 추정

(십억원)		루닛	뷰노	제이엘케이	코어라인소프트	딥노이드
시가총액		1,698.7	295.9	272.1	201.5	159.6
매출액	2022	13.9	8.3	3.4	4.1	3.2
	2023E	28.3	12.5	-	-	-
영업이익	2022	-50.7	-15.4	-8.6	-10.2	-6.2
	2023E	-33.4	-19.7	-	-	-
모달리티						
엑스레이		FDA(폐, O)	O	O		O
CT			O	O	FDA(O, 폐)	O
유방촬영술		FDA(MMG, O)		O		
MRI		개발 중	FDA(뇌 정량화)	O(국내 비급여)		
MRA				O		O(국내 비급여)
생체 신호			O(국내 비급여)			
영업비용 관련(십억원)						
2023E 판관비		60.0	20.0	10.0	15.8	8.0
2Q23 현금성 자산		48.4	11.9	8.9	5.1	8.1
유상증자액(예정)		283.0	-	-	10.0	22.5
BEP 목표 시점		-	2024E	2024E	2025E	2024E
투자포인트		- Lunit SCOPE 관련 성과	- 신의료 비급여 통한 매출 확대	- 신의료 비급여 통한 매출 확대	- 신의료 비급여 통한 매출 확대	- 머신비전 등 신사업 진출
해외 진출		- Fuji 등 파트너십 기반	- 해외 법인 통해 진출 예정	- 현지 보험사 연계 직접 진출	- 파트너십 및 검진 프로젝트 수주	

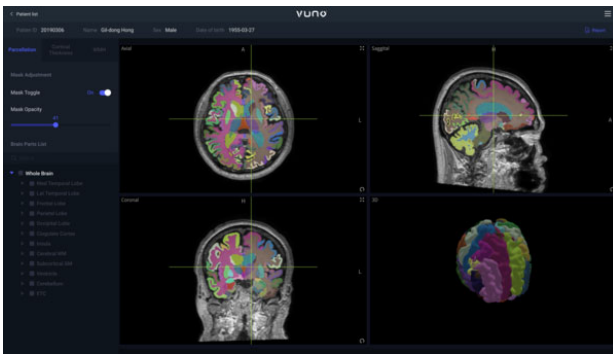
Source: 다올투자증권

Fig. 80: 폐질환 검출 AI, 루닛 Insight CXR



Source: 루닛, 다올투자증권

Fig. 81: MRI 기반 뇌 위축도 정량화 AI

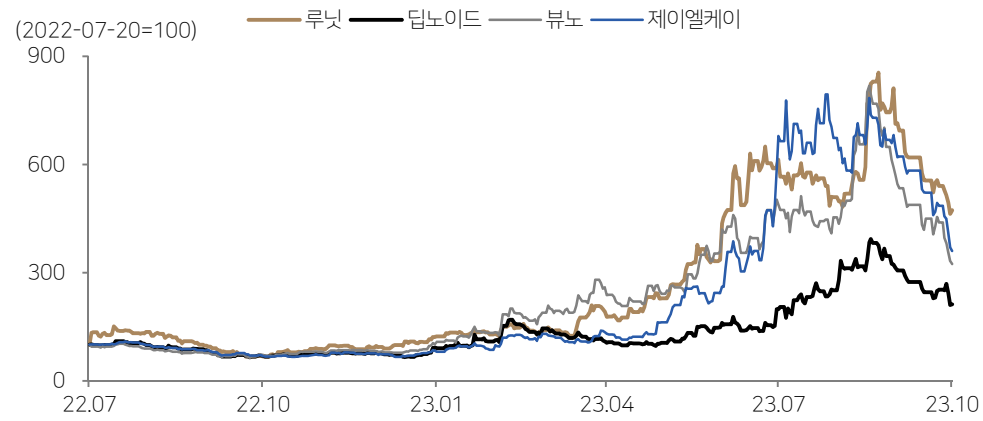


Source: 뷰노, 다올투자증권

국내 의료 AI업체는 2019.12월 제이엘케이가 최초로 코스닥에 상장하였으며, 뷰노와 딥노이드, 루닛에 이어 2023.09월 코어라인소프트를 포함하여 총 5개 업체가 코스닥에 상장되어 있다. 국내 의료 AI 업체들은 의료 영상 데이터를 주력하고 있다. 상장 초기 제품 라인업 속도에 비해 Monetization 속도가 느려 실적 개선에 대한 우려가 있었으나, 뷰노의 생체신호 기반 심정지 예측 의료기기인 Vuno Med-DeepCARS의 신의료기술 비급여 지급을 통한 판매가 이루어지고, 루닛이 후지 필름 등 파트너십 기반 매출 확대가 이루어졌다.

2022.12월 ChatGPT 사용자가 출시 5일만에 사용자 100만명을 달성하였으며, 2023.05월 엔비디아가 실적과 가이던스를 통해 AI에 대한 수요가 빠르게 증가하고 있음을 보여 AI에 대한 관심도가 부각되었다. 의료 AI에 있어서는 루닛이 1Q23에 100억원을 상회하는 분기 매출을 기록하였다. AI에 대한 관심도와 함께 의료 AI 업체들의 주가 또한 급등하였다. 루닛의 시가총액은 2조원에 근접하여 2023E 기준 약 300억원 가량의 매출액을 달성한다 가정 시, 2023E PSR은 70배에 육박한다.

Fig. 82: 의료 AI 상대 주가 추이



Source: Quantiwise, 다올투자증권

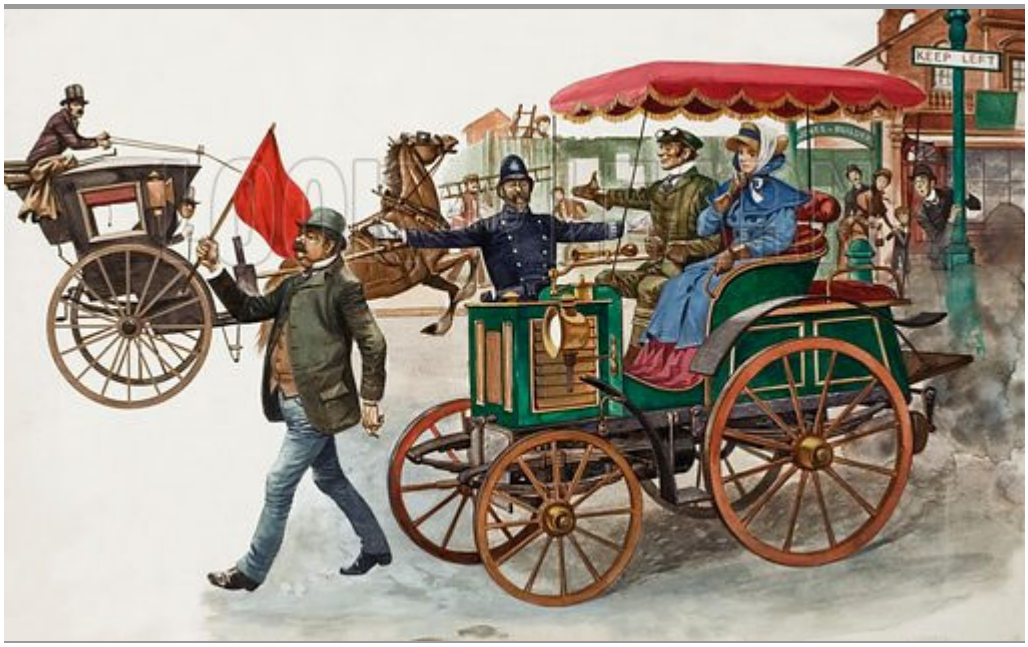
금번 자료를 통해 영상 의료 판독 시장의 규모를 산정하고, 해당 시장 규모에서 AI 판독료를 산정한 TAM을 구하고자 한다. 해당 시장 규모를 통해 현재 의료 AI 업체들의 합산 시가총액과 비교하고자 한다. 현재 주요 국가의 영상 의료 AI 시장의 TAM은 5.7조원으로 추산되며, 국내 의료 AI 업체들의 합산 시총은 2.6조원이다.

의료 분야에서 AI에 대한 도입이 비가역적 흐름이라면 종래에는 해당 시가총액을 정당화할 수 있을 전망이다. 추가적으로 디지털 병리 AI 시장 등 추가적인 시장이 개화될 경우, 더 큰 TAM에 대한 접근이 가능하다. 금번 자료에서는 영상 의료 판독 시장에 대한 분석을 담고 있다.

엔비디아에서 시작된 AI 변화의 흐름의 끝은 결국 AI를 기반으로 한 서비스 업체들의 성과를 통해 확인할 수 있다. AI의 도입률 증가는 비가역적인 흐름이다.

1865년 영국에서 시행된 적기 조례의 사례를 떠올리자. 증기 자동차가 도입되자 기득권층이었던 마차 업자 등이 자동차 반대 시위를 열며 규제 도입을 주장했다. 1865년 적기 조례를 통해 증기 자동차의 최고 속도를 제한(교외 6km/h, 시가지 3km/h)하고 자동차마다 기수를 두어 55m 앞을 마차로 달리면서 자동차를 선도해야 했으며 기수는 접근하는 말이나 기수에게 자동차의 접근을 예고해야 했다. 적기 조례는 1896년에 폐지되어 자동차 사업이 태동했던 영국은 오히려 프랑스와 독일에 있어 경쟁력이 뒤지게 되었다.

Fig. 83: 적기 조례



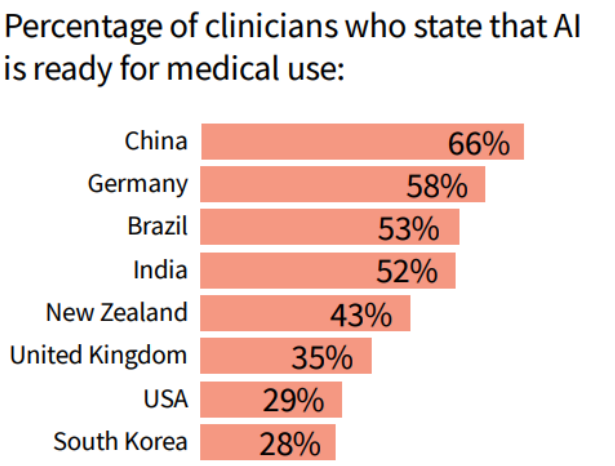
Source: Look and Learn, 다올투자증권

물론 현재 시판되고 있는 영상 진단 보조 AI의 완성도가 의사들의 진단 없이 처방될만큼 높은 수준에 도달하지 못하다는 일부 의견이 있다. 제품에 대한 위양성들이 지속적으로 문제가 제기되고 있으며, 위양성으로 인해 의사들의 재 판독이 필요하며 과잉 진단 행위가 발생하여 재촬영으로 인한 방사선량 노출 이슈가 문제될 수 있다.

그러나 글로벌 영상 의료 판독 인력 부족이 고질적인 문제였다는 점을 감안하면 의료 AI 판독에 대한 침투율을 점진적이나마 증가할 전망이다.

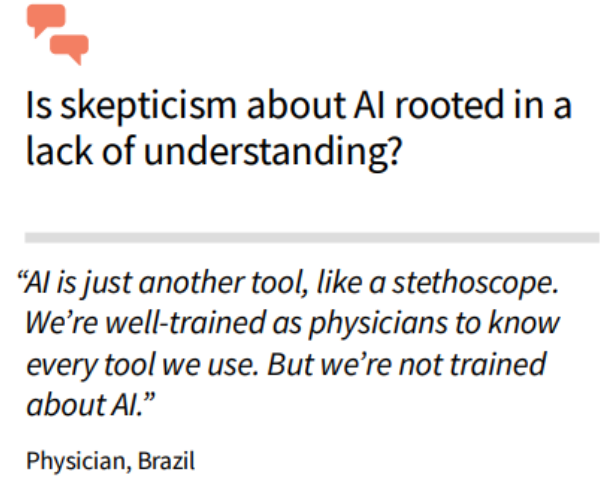
2023.06월 GE Healthcare가 헬스케어 시스템에 대한 환자/의료진의 관점을 조명하는 'Reimaging Better Health' 자료에서 인공지능(AI)에 대한 낮은 신뢰도에 대해 언급하였다. AI 데이터에 대해 신뢰한다고 밝힌 의료진은 전체의 42%에 불과했다. 특히나, 미국과 한국은 각각 29와 28%에 그쳤다. 특히나, 경력이 16년 이상이 된 의료진의 경우, 67%가 AI에 대한 신뢰가 부족하다고 밝혔다.

Fig. 84: AI가 의료용으로 사용해도 된다고 생각한 의료인 비중



Source: GE Healthcare, 다올투자증권

Fig. 85: 인터뷰 일부 발췌



Source: GE Healthcare, 다올투자증권

10/11일 FDA는 디지털 헬스 자문위원회를 출범시켰다. 해당 위원회는 AI/ML, 증강 현실, 가상 현실, 디지털 치료제, 웨어러블과 원격 환자 모니터링 등을 포함하는 디지털 헬스케어에 대한 이슈에 대한 자문을 진행할 예정이다. 디지털 헬스에 대한 이점과 리스크, 임상 결과를 토대로 FDA에 자문을 제공하며 2024년 정식적으로 운영될 예정이다. 디지털 헬스케어에 대한 규제로 작용될 수 있다는 점에서는 부정적인 의견이 있으나, 디지털 헬스케어에 대한 본격적인 도입을 기대할 수 있다.

Fig. 86: 10/11일 FDA 디지털 헬스 자문위원회 출범



Source: FDA, 다올투자증권

AI를 기반한 영상 진단은 단순히 의사의 진단을 보조하는 역할에서 벗어나 단독 진단이 가능해질 전망이다. AI 영상 진단 기업들이 이미 의사들의 단독 진단보다는 AI 영상 진단을 보조로 한 진단 혹은 AI 단독 진단이 높은 정확성을 보여주고 있다.

AI 단독 진단을 사용할 경우 우려 되는 부분 중 하나는 의료 사고 발생 같이 예기치 못한 상황에 따른 배상 책임이다. 루닛은 10주년 창립 기념 발표회에 있어 해당 부분 특히나 AI에 대한 배상 책임 보험에 대해 처음 언급하였다. 물론 구체적인 보상 체계에 대한 내용보다는 그만큼 AI 단독 진단의 성능에 대한 우수함을 보여주는 방증이다.

WHO는 결핵 검진 및 선별검사에 있어 의사의 엑스레이 판독 대안으로 인공지능 사용을 권장했으며, FDA는 망막 촬영 카메라에 Autonomous ML 시스템으로 당뇨병성 망막증을 진단하는 IDx-DR을 승인하였다. IDx-DR은 2018년 FDA De Novo를 획득했으며, 최초로 보조적 수단이 아닌 AI 단독으로 진단이 가능하게 FDA로부터 인허가를 획득했다는 데에 의의가 있다.

Fig. 87: LumineticsCORE(구 IDx-DR)



Source: Digital diagnostics, 다올투자증권

루닛은 지난 9/8일 Lancet Digital Health에 2021.04월부터 연구한 루닛 인사이트 MMG 활용하여 유방암 검진을 받은 55,581명 대상으로 AI 도입 가능성을 분석하였다. 해당 연구에서 유방암 검진 시 영상의학과 2명이 이중 판독하는 가이드라인에 따라 전문의 2명, 루닛 AI + 전문의 1명, 루닛 AI 단독 진단 결과를 비교 분석하였다.

해당 연구에서 1,000명당 암 발견율(CDR)이 AI + 전문의가 4.3, 전문의 2명이 4.1, AI 단독이 4.1을 보였으며, 리콜율(Recall Rate)에 있어서도 수검자 100명당 리콜율이 AI + 전문의 2.8명, 전문의 2명 2.93, AI 단독 1.55를 기록하였다. 또한, 추가적으로 5,500명을 대상으로 전문의 2명과 전문의 2명이 루닛 AI를 활용하여 판독하는 2가지 방식에 대해 비교 분석할 예정이다.

AI를 활용한 영상 진단에 대한 실증적 연구는 누적될 예정으로 점진적으로 유럽의 이중 판독(Double reading) 가이드라인 같은 사례는 AI 등으로 대체될 가능성이 높다.

Fig. 88: Lancet Digital Healthcare 발표 논문

Artificial intelligence for breast cancer detection in screening mammography in Sweden: a prospective, population-based, paired-reader, non-inferiority study

*Karin Dembrower, Alessio Crippa, Eugenia Colón, Martin Eklund, Fredrik Strand, and the ScreenTrustCAD Trial Consortium**

Summary

Background Artificial intelligence (AI) as an independent reader of screening mammograms has shown promise, but there are few prospective studies. Our aim was to conduct a prospective clinical trial to examine how AI affects cancer detection and false positive findings in a real-world setting.

Methods ScreenTrustCAD was a prospective, population-based, paired-reader, non-inferiority study done at the Capio Sankt Göran Hospital in Stockholm, Sweden. Consecutive women without breast implants aged 40–74 years participating in population-based screening in the geographical uptake area of the study hospital were included. The primary outcome was screen-detected breast cancer within 3 months of mammography, and the primary analysis was to assess non-inferiority (non-inferiority margin of 0·15 relative reduction in breast cancer diagnoses) of double reading by one radiologist plus AI compared with standard-of-care double reading by two radiologists. We also assessed single reading by AI alone and triple reading by two radiologists plus AI compared with standard-of-care double reading by two radiologists. This study is registered with ClinicalTrials.gov, NCT04778670.

Lancet Digit Health 2023; 5: e703–11

Published Online September 8, 2023 https://doi.org/10.1016/S2589-7500(23)00153-X

This online publication has been corrected. The corrected version first appeared at thelancet.com/digital-health on September 27, 2023

See Comment page e641

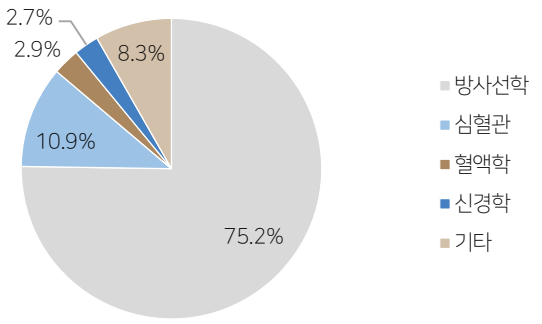
*Members are listed in the appendix (p 3)

Source: Lancet, 다올투자증권

다만, AI/ML 기반 의료기기들의 인허가가 2022년 기준 521개에 달한다는 건 시장에서의 경쟁 심화도 일부 우려되는 부분이다. 2022.10.05 FDA 발표에 따르면 FDA 인허가를 획득한 AI/ML 기반 의료기기는 521개에 달한다. 그 중 392개(75%)가 Radiology(방사선학) 관련 의료기기이며 57개가 심혈관계 의료기기다. 또한 2022년에만 91개의 의료기기가 인허가를 획득했으며, 2021년에는 115개의 인허가를 획득했다.

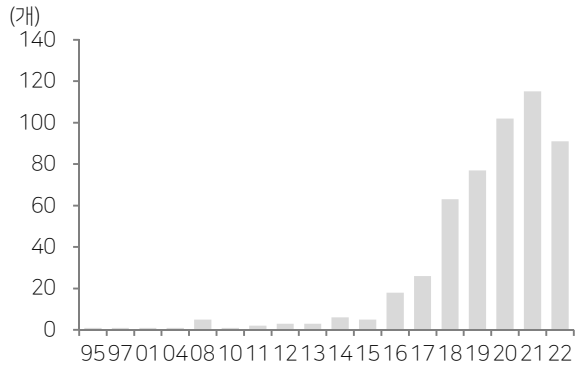
해당 인허가 중 500개에 가까운 의료기기들이 510(k)를 통해 FDA 허가를 획득했고, 오직 18개의 의료기기만이 De Novo를 통해 인허가를 획득하였다. 80% 가까이 엑스레이를 모달리티로 활용하였으며, 머리와 흉부, 유방에 대한 영상 데이터에 대한 인허가가 대다수를 차지했다.

Fig. 89: FDA 인증 AI/ML 기반 의료기기 현황(총 521개)



Source: FDA, 다올투자증권

Fig. 90: 연도별 FDA 인증 AI/ML 기반 의료기기(2022.10월)



Source: FDA, 다올투자증권

국내 상장 업체들의 성장 전략은 비급여 기반한 매출 확대로 영업 이익 흑자 전환이다. 뷰노와 제이엘케이, 코어라인소프트 등이 비급여 처방을 통해 의사가 높은 마진을 챙길 수 있으며, AI 영상 진단 기업들 또한 해당 이익을 공유하기에 2024E 혹은 2025E 중 BEP 달성을 목표로 하고 있다.

AI 도입의 초창기라고 판단한다면 빠른 시장 침투를 통한 점유율 확보가 선제적이다. 루닛은 금번 유상증자를 통해 2천억원에 가까운 자금을 모집하여 평균 연간 Cash Burn이 600억원으로 가정한다면 향후 3년간 자본 조달에 이슈로부터 자유롭다.

비급여 처방으로 인한 국내 AI 영상 진단의 보급률이 확대된다면 오히려 AI 영상 진단에 대한 급여화를 우려하게 된다. 건강 보험 급여 등재는 통상적으로 급여 가격 인하를 동반하기에 급격한 P 인하가 우려된다. 따라서, 국내 업체들의 비급여화는 도입률 확대를 통해 레퍼런스를 확대하고 해외 시장 침투를 위해 사용되는 테스트 마켓으로 이해할 필요가 있다.

2018년 국내 진료내역 항목별 건강 보험 요양 급여 비용 실적을 확인하면 영상진단 및 방사선치료로 2.6조원, CT료 1.5조원, MRI료 0.5조원, PET료 0.1조원을 지출했다. 해당 지출을 합산할 시, 국내 영상 진단 진료 시장은 규모는 약 4.7조원 수준이다. 다만 해당 진료 시장은 촬영료와 판독료가 구분되어 있다. 국내 엑스레이 및 CT, 유방촬영술, MRI의 판독료는 각각 1,000원, 70,000원, 4,000원, 100,000원으로 추정된다. 따라서, 국내 판독료 기준 5대 영상 판독 시장 규모는 1.3조원 수준으로 평가되나, AI 영상 진단 업체들의 ASP 기준으로 3,379억원 규모의 시장이 추산된다.

다만, 국내 AI 영상 진단 업체들의 경우 신의료기술 평가 유예를 통해 비급여 등재를 통한 판매를 시도하고 있다. 국내 상장사인 뷰노와 제이엘케이, 코어라인소프트, 딥노이드 등이 시도하고 있으며 평가 유예 기간 및 평가 기간 간 비급여를 통한 높은 ASP가 보장된다. 또한 국내 시장 판독료가 글로벌 시장 대비 최소 50% 이상 낮다는 점을 감안한다면 해외 진출을 통해 보다 높은 ASP를 통한 판매가 필요한 시점이다.

Fig. 91: 국내 AI 영상 진단 시장 규모 추정

	국내 촬영 횟수 (백만회)	판독료 평균 (원)	판독료 기준 시장 규모 (백만원)	AI ASP (원)	AI ASP 기준 시장 규모 (백만원)
엑스레이	267.8	1,000	267,805	250	66,951
유방촬영술	19.9	4,000	79,490	1,000	19,872
CT	11.9	70,000	834,439	17,500	208,610
MRI	1.5	100,000	150,000	25,000	37,500
PET	0.2	100,000	20,000	25,000	5,000
5대 영상 판독	301.3		1,351,734		337,934

Source: 심평원, 다올투자증권

Fig. 92: OECD 통계 기준 CT 촬영 횟수

	OECD 기준 촬영 횟수	한국 대비 배수
미국	84,500,000	5.8
일본	29,361,917	2.0
독일	13,294,197	0.9
프랑스	14,757,060	1.0
이탈리아	6,026,161	0.4
스페인	6,344,705	0.4
영국	4,998,585	0.3

Source: OECD, 다올투자증권

Fig. 93: OECD 통계 기준 MRI 촬영 횟수

	OECD 기준 촬영 횟수	한국 대비 배수
미국	35,700,000	8.6
일본	14,287,678	3.4
독일	13,119,238	3.2
프랑스	9,240,514	2.2
이탈리아	4,567,377	1.1
스페인	5,190,453	1.3
영국	3,396,535	0.8

Source: OECD, 다올투자증권

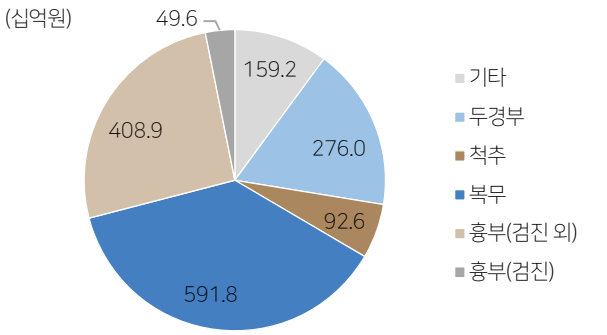
글로벌 시장의 경우, 주요 국가인 미국 및 일본의 경우 MRI 및 CT 연간 촬영 횟수가 국내 대비 최소 2배 이상 많음을 확인할 수 있으며, 독일과 이탈리아, 스페인의 경우, MRI와 CT에 있어 촬영 횟수가 국내가 유사한 수준이다.

Fig. 94: 엑스레이 촬영 횟수

	촬영 횟수	한국 대비 배수
한국	267,805,176	1.0
미국	148,208,588	0.6
유럽	145,953,624	0.5
영국	21,974,195	0.1
일본	92,749,148	0.3
중국	65,019,309	0.2
기타	188,924,780	0.7

Source: OECD, 루닛, 다올투자증권

Fig. 95: 국내 CT 부위별 시장 규모



Source: 심평원, 다올투자증권

국내 시장 대비 ASP를 2배 ~ 2.5배를 적용하면 AI 영상 진단 시장 규모는 약 5.8조원 수준으로 추산된다. 국내 CT 부위별 시장 규모에서 확인할 수 있듯 두경부 및 척추 등 부위별로 시장이 세분화되어 있다는 점을 고려하면 각 기업들이 타겟하고 있는 적응증과 모달리티에 따라 시장 규모는 상이해질 수 있다.

Fig. 96: 주요 시장 AI 영상 진단 시장 규모 추정

	국내 촬영 횟수 (백만회)	국내 시장 규모 (백만원)	주요 시장 횟수 (백만회)	AI ASP (원)	주요 시장 규모 (백만원)
엑스레이	267.8	66,951	662.8	625	414,269
유방촬영술	19.9	19,872	59.6	2,500	149,044
CT	11.9	208,610	74.8	35,000	2,617,392
MRI	1.5	37,500	49.8	50,000	2,490,090
PET	0.2	5,000	2.0	50,000	100,000
5 대 영상 판독	301.3	337,934			5,770,794

Source: 심평원, 다올투자증권

국내 상장 업체들의 성장 전략은 비급여 기반한 매출 확대로 영업 이익 흑자 전환이다. 뷰노와 제이엘케이, 코어라인소프트 등이 비급여 처방을 통해 의사가 높은 마진을 챙길 수 있으며, AI 영상 진단 기업들 또한 해당 이익을 공유하기에 2024E 혹은 2025E 중 BEP 달성을 목표로 하고 있다. AI 도입의 초창기라고 판단한다면 빠른 시장 침투를 통한 점유율 확보가 선제적이다. 루닛은 금번 유상증자를 통해 2천억원에 가까운 자금을 모집하여 평균 연간 Cash Burn이 600억원으로 가정한다면 향후 3년간 자본 조달에 이슈로부터 자유롭다.

비급여 처방으로 인한 국내 AI 영상 진단의 보급률이 확대된다면 오히려 AI 영상 진단에 대한 급여화를 우려하게 된다. 건강 보험 급여 등재는 통상적으로 급여 가격 인하를 동반하기 때문이다. 따라서 국내 업체들은 현행 신의료평가 유예를 통해 2 ~ 3년간 국내 비급여 판매가 가능하기에 국내에서의 안정적인 매출을 기반하여 레퍼런스를 확보, 해외 진출이 필요한 시점이다.

Fig. 97: 국내 주요 기업 비교

국내 주요 기업 제품	루닛	뷰노	제이엘케이	코어라인소프트	딥노이드
모달리티					
엑스레이	FDA(폐, O)	O	O		O
CT		O	O	FDA(O, 폐)	O
유방촬영술	FDA(MMG, O)		O		
MRI	개발 중	FDA(뇌 정량화)	O(국내 비급여)		
MRA			O		O(국내 비급여)
PET					
생체 신호		O(국내 비급여)			
부위					
두경부		O	O	O	O
흉부	O	O	O	O	O
복부				확대 중	
골, 척추				확대 중	O
영업비용 관련(십억원)					
2023E 판관비	60.0	20.0	10.0	15.8	8.0
2Q23 현금성 자산	48.4	11.9	8.9	5.1	8.1
유상증자액(예정)	283.0	-	-	10.0	22.5
단순 합산	331.4	11.9	8.9	15.1	30.6
BEP 목표 시점	-	2024E	2024E	2025E	2024E
투자포인트					
	Lunit SCOPE 관련 성과	신의료 비급여 통한 매출 확대	신의료 비급여 통한 매출 확대	신의료 비급여 통한 매출 확대	머신비전 등 신사업 진출
해외 진출					
	Fuji 등 파트너십 기반	해외 법인 통해 진출 예정	현지 보험사 연계 직접 진출	파트너십 및 검진 프로젝트 수주	

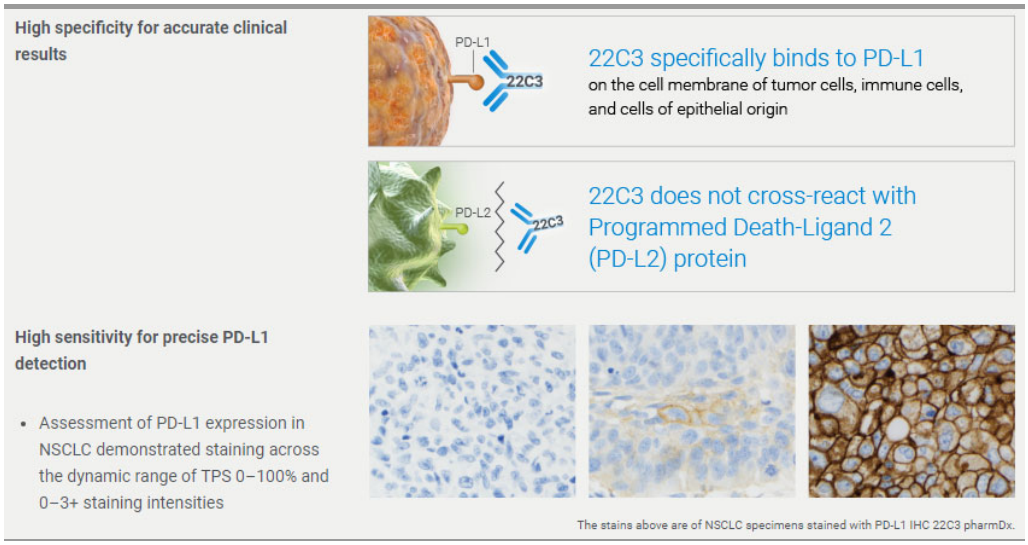
Source: 다올투자증권

AI에 대한 또 다른 활용은 병리 영역이다. Lunit SCOPE는 조직 검체를 통해 면역 항암제 동반 진단 바이오마커로 활용될 예정이며 향후 신약 개발에 대한 활용이 기대된다.

Lunit SCOPE는 IHC(면역조직화학, Immunohistochemistry) 염색을 활용한다. 면역조직화학은 조직 절편 특정 항원에 결합하는 항체를 이용하는 생화학적 방법으로 항원-항체 반응을 활용한 것이다. IHC는 말 그대로 항원-항체 면역 반응을 활용하여 조직 검체를 확인하는 방법이기에 PD-L1 발현율 외 다양한 단백질, 탄수화물 및 지질을 확인하여 미세 종양 환경의 분포를 확인할 수 있다. 형광현미경을 사용하는 경우, IF(Immunofluorescence)로 구분된다.

대표적인 사례가 PD-L1 발현율을 확인하는 PD-L1 IHC 22C3 pharmDx로 IHC를 통해 PD-L1 발현율을 확인하여 면역 항암제 처방 여부를 결정한다. 보통 종양의 일부 조직 4 – 5um를 채취하여 TPS(발현종양비율, Tumor proportion score)을 확인하게 된다.

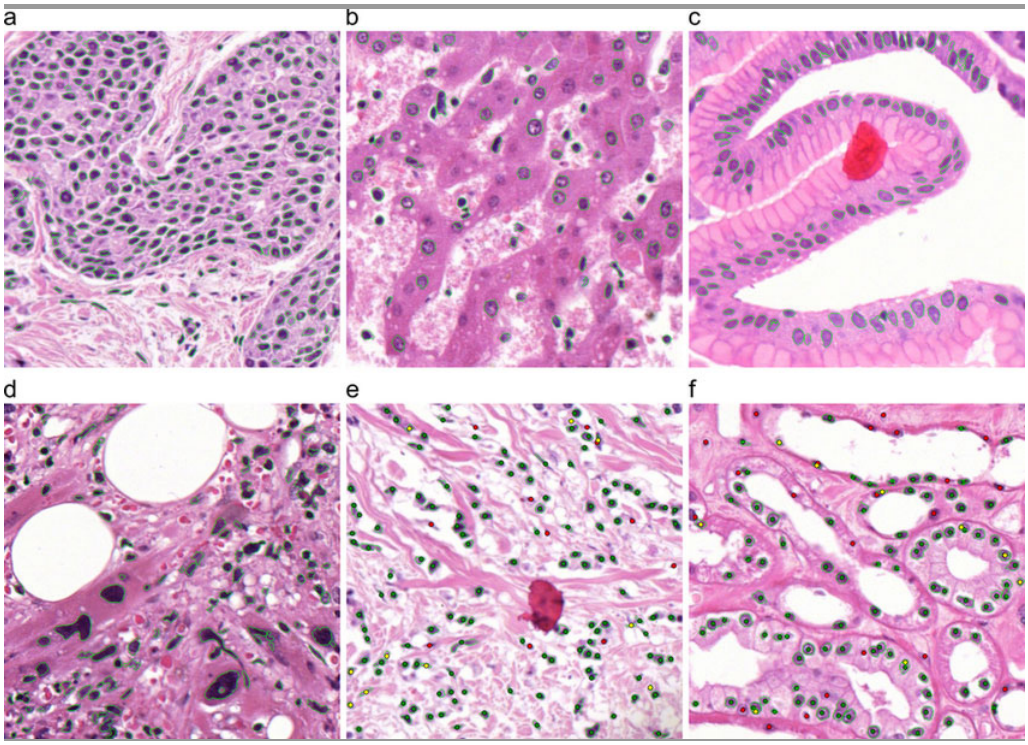
Fig. 98: PD-L1 IHC pharmDx



Source: 에질런트, 다올투자증권

Lunit SCOPE IO는 H&E 염색을 활용한다. H&E 염색은 헤마톡실린과 에오신을 의미한다. 병리학자가 암으로 의심되는 조직을 생검할 경우, H&E 염색이 진행된다. 에오신은 에오신친화성 구조에 붙어 적갈색으로 염색되는데 에오신친화성 구조는 세포 내외의 단백질로 루이소체와 말로리소체로 세포질 대부분과 적혈구가 붉은 색으로 염색된다. 헤마톡실린은 보라색으로 염색되며 산성/음이온성에 결합하여 핵에 있는 DNA/RNA 등에 결합한다.

Fig. 99: H&E Slide 예시



Source: ResearchGate, 다올투자증권

Lunit SCOPE가 현재 주목하고 있는 연구는 종양침윤림프구(TIL, Tumor Infiltrating Lymphocyte)이다. 림프구는 종양을 식별하고 공격할 수 있는 능력을 가지고 있어 종양 깊숙이 침투한다. 해당 림프구 중 일부는 종양 특이적인 돌연변이 항원에 대한 T세포이다.

루닛은 Lunit SCOPE를 활용하여 TIL의 분포에 따라 각각 면역활성, 면역제외, 면역결핍 3가지 유형으로 분류하여 면역 활성 그룹이 면역결핍 그룹에 비해 PD-1 치료제 투약 시, OS 및 PFS, ORR이 더 나은 결과를 보인다는 결과를 발표하였다.

Fig. 100: 오차 행렬

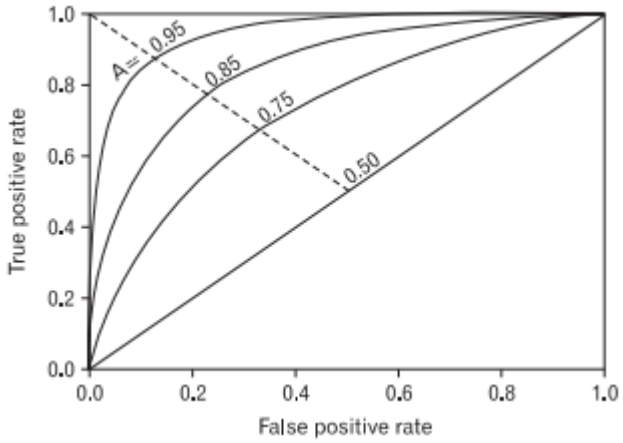
검사 결과	질병		합계
	감염	**비감염**	
양성	**TP** True Positive	**FP** False Positive	TP+FP
음성	**FN** False Negative	**TN** True Negative	FN+TN
합계	TP+FN	FP+TN	n

Source: 다올투자증권

민감도(Sensitivity)는 TP/(TP + FN)로 실제 양성 중 맞춘 양성의 비율이며 특이도(Specificity)는 TN/(TN + FP)로 실제 음성 중 맞춘 음성의 비율이다. 다만 두 지표 간 트레이드 오프 관계가 있어 민감도가 높아지면 특이도가 낮아지며, 특이도가 높이지면 민감도가 낮아진다. Threshold(임계값)을 줄이면 Positive rate이 높아져서 민감도가 높아진다. 따라서 검사의 목적에 따라 검사를 설계한다.

AUROC는 Area under the receiver operating characteristics)의 약자이다. ROC 커브의 Y축은 민감도를 X축은 1-Specificity로 이루어져 있다. 두 지표 모두 분자는 TP이며, 재현율과 관련된 그래프다. AUC(Area under the curve)는 ROC 곡선 아래 영역으로 AUC가 높다는 것은 클래스를 구별하는 모델의 성능이 우수하다는 의미다.

Fig. 101: AUROC = 1에 가까울수록 모델 성능 우수



Source: 다올투자증권

이 페이지는 편집상 공백입니다

박종현
의료기기 | alex.park@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

루닛 (328130)

백지수표에 그려질 수채화

NOT RATED

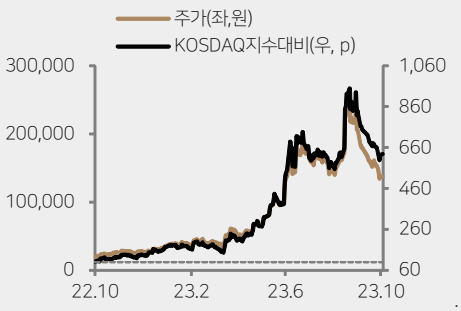
	현재	직전	변동
투자의견	NOT RATED		유지
적정주가			
Earnings			

Stock Information	
현재가 (10/24)	148,700원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	21,172억원
비중(KOSDAQ내)	0.57%
발행주식수	14,238천주
52주 최저가 / 최고가	19,301-247,531원
3개월 일평균거래대금	1,041억원
외국인 지분율	14.9%
주요주주지분율(%)	
백승욱 (외 11인)	19.7
GUARDANT HEALTH (외 1인)	5.4
루닛우리사주 (외 1인)	1.0

Valuation wide	2020	2021	2022
PER(배)	n/a	n/a	n/a
PBR(배)	n/a	n/a	5.2
EV/EBITDA(배)	n/a	n/a	n/a
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(26.0)	182.7	606.8	417.1
KOSDAQ 대비 상대수익률	(17.6)	191.0	592.8	401.5

Price Trend



Issue
기업 현황 업데이트

Pitch
2,000억원 유상 증자 후, 10주년 창립 기념 행사 후속 자료. 유사 비즈니스 모델 혹은 제품 개발 경과 업데이트. 유상 증자 통한 의료 AI 침투율 증가 가속화 기대

Rationale
- **동사 10주년 간담회에서 전신 MRI 스크리닝 프로젝트 발표.** 검진 가이드라인이 없는 52% 암에 대한 조기 진단 시도. 전신 MRI 통한 암 스크리닝을 진행하는 스타트업은 2개사 확인. Prenuvo는 2022.10월 시리즈 A에서 7천만 달러를 유치하였음. Prenuvo는 전신 MRI 시간을 1시간으로 단축하였으며 암, 동맥류, 간 질환 등에 대한 조기 진단을 제공. 다만, 해당 검사의 높은 위양성률에 대한 문제가 제기되고 있음. 2018년에 설립된 Ezra AI도 1시간 단축 전신 MRI 서비스 제공하고 있으며 2023.06월 FDA 허가(510(k), SaMD MRI 이미지 노이즈 감소) 획득한 바 있음. 2019년 2천만달러 유치. 타사 개발 속도 대비해서 진입 속도 늦으나, 종양학 관련 AI 진단 포트폴리오 다각화 기대
- 금번 유상 증자 통해 2천억원의 여유 자금이 생겼음. 효율적인 자금 집행은 자본 시장 참여자들의 엄밀한 관찰이 필요하나, 의료 영역의 AI 도입 극초기에 있다는 판단 하 금번 유상 증자는 향후 기업 성장의 매우 핵심이 될 전망
- 1H23 매출액 164억원 달성하며 전년 동기 대비 200% 성장. 2023E 매출액 283억원(YoY +104%), 영업적자 334억원(YoY 적자유지) 전망. 2022년 영업적자 506억원 대비 적자폭 축소 전망. Lunit Insight MMG 사우디 의료기관 HMG 공급 등 중동 진출했으며, CXR-AID는 일본 건강 보험 급여 가산 대상으로 공식 인증

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	n/a	n/a	n/a	0	1	7	14
영업이익	n/a	n/a	n/a	(12)	(21)	(46)	(51)
EBITDA	n/a	n/a	n/a	(11)	(20)	(44)	(48)
지배주주순이익	n/a	n/a	n/a	(47)	(84)	(74)	(39)
자산총계	n/a	n/a	n/a	38	25	94	97
자본총계	n/a	n/a	n/a	(59)	(131)	2	69
순차입금	n/a	n/a	n/a	58	131	(10)	(42)
매출증가율	n/a	n/a	n/a	n/a	620.8	364.3	108.9
영업이익률	n/a	n/a	n/a	(5,845.8)	(1,465.0)	(688.4)	(365.3)
순이익률	n/a	n/a	n/a	(23,675.0)	(5,855.7)	(1,109.7)	(282.1)
EPS증가율	n/a	n/a	n/a	n/a	적지	적지	적지
ROE	n/a	n/a	n/a	n/a	88.4	n/a	(110.3)

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

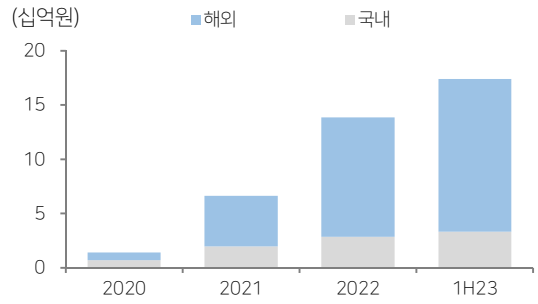
루닛은,

루닛은 2014년에 설립되어 의료 영상 AI 분야에 집중하고 있음. 종양학 분야 전문 기업으로 루닛 인사이트 CXR은 후지 필름과 협업을 통해 매출이 본격화되고 있으며, 유방암 진단 보조 AI MMG 매출도 점진적으로 확대 중. 인사이트 MMG에 있어서 전향적 연구 결과 발표와 함께 Double reading 가이드라인에 있어 의사 + AI 표준 변경 시도 중

2023.08월 2,000억원 주주배정 유상증자 진행하며 전신 MRI 및 Autonomous AI 개발 계획 공개

국가별 Breakdown

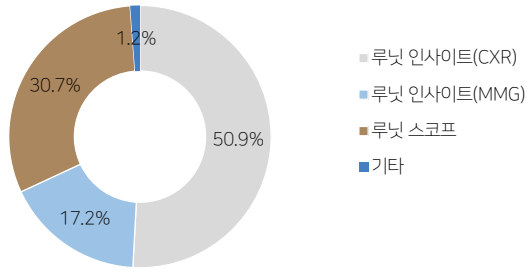
- 해외 매출 비중 80% 상회. Lunit SCOPE 마일스톤 등 해외 중심 매출 발생 중



Source: 다올투자증권

사업부문 Breakdown

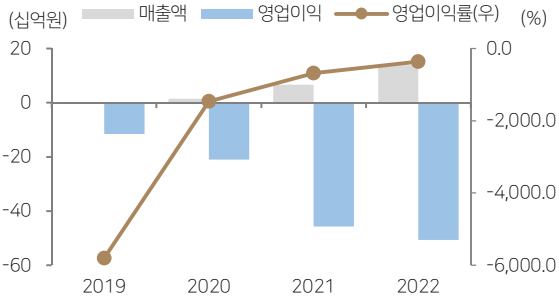
- 1H23 루닛 인사이트 CXR 및 MMG 매출 비중 68%이며, 1Q23 루닛 스코프 마일스톤 수령으로 매출액 30% 달성



Source: 다올투자증권

Financials

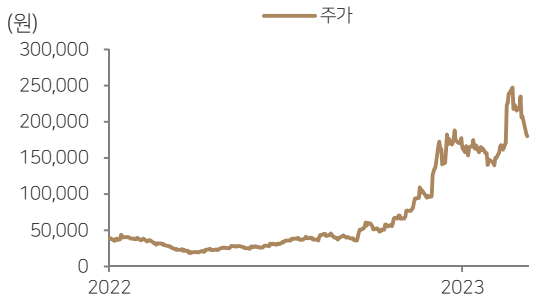
- 동사 연간 Cash burn은 500 ~ 600억원 수준으로 인사이트 보급 확대에 따른 매출 증가로 BEP 달성 필요
- 1H23 매출액 164억원 달성하며 전년 동기 대비 200% 성장. 2023E 매출액 283억원(YoY +104%), 영업적자 334억원(YoY 적자유지) 전망



Source: 다올투자증권

주가

- 2022.10월 상장
- 2023년 의료 AI 기대감으로 주가 상승



Source: 다올투자증권

제품사진

- 동사는 흉부 엑스레이 인사이트 CXR 매출 주력하나, MMG/DBT 매출 및 향후 전신 MRI 제품 출시 예정



Source: 다올투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	n/a	37.2	22.0	89.6	68.1
현금성자산	n/a	36.5	21.0	87.5	62.5
매출채권	n/a	0.1	0.5	1.6	4.3
재고자산	n/a	0.1	0.2	0.1	0.1
비유동자산	n/a	1.3	3.1	4.2	29.1
투자자산	n/a	0.2	1.4	2.1	23.7
유형자산	n/a	1.0	1.5	1.6	3.8
무형자산	n/a	0.1	0.2	0.4	1.6
자산총계	n/a	38.4	25.1	93.8	97.2
유동부채	n/a	95.9	153.3	87.6	9.4
매입채무	n/a	0.9	1.9	6.3	3.5
유동성이자부채	n/a	94.9	151.3	77.9	2.5
비유동부채	n/a	1.4	2.5	4.2	18.8
비유동이자부채	n/a	0.0	0.3	0.1	17.8
부채총계	n/a	97.3	155.8	91.8	28.2
자본금	n/a	0.3	0.4	4.6	6.1
자본잉여금	n/a	1.1	12.5	211.7	312.6
이익잉여금	n/a	(61.2)	(145.2)	(219.3)	(258.2)
자본조정	n/a	0.9	1.7	4.9	8.4
자기주식	n/a	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	n/a	(58.9)	(130.6)	2.0	68.9
투하자본	n/a	(0.4)	0.0	(7.5)	26.7
순차입금	n/a	58.5	130.6	(9.6)	(42.2)
ROA	n/a	n/a	(263.6)	(123.9)	(41.0)
ROE	n/a	n/a	88.4	n/a	(110.3)
ROIC	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	n/a	0.2	1.4	6.6	13.9
증가율 (Y-Y,%)	n/a	n/a	620.8	364.3	108.9
영업이익	n/a	(11.6)	(21.0)	(45.7)	(50.7)
증가율 (Y-Y,%)	n/a	n/a	적지	적지	적지
EBITDA	n/a	(11.2)	(19.6)	(43.6)	(47.6)
영업외손익	n/a	(35.4)	(62.8)	(28.0)	11.5
순이자수익	n/a	(1.7)	(3.1)	(2.2)	0.3
외화관련손익	n/a	0.0	(0.2)	0.2	(0.2)
지분법손익	n/a	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	n/a	(47.0)	(83.7)	(73.7)	(39.1)
당기순이익	n/a	(47.0)	(83.7)	(73.7)	(39.1)
지배기업당기순이익	n/a	(47.0)	(83.7)	(73.7)	(39.1)
증가율 (Y-Y,%)	n/a	n/a	적지	적지	적지
NOPLAT	n/a	(8.4)	(15.2)	(33.1)	(36.7)
(+) Dep	n/a	0.4	1.3	2.1	3.0
(-) 운전자본투자	n/a	(0.3)	(0.7)	(6.7)	6.2
(-) Capex	n/a	0.4	0.8	0.6	2.8
OpFCF	n/a	(8.2)	(14.0)	(25.0)	(42.7)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	311.9
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익률(%)	n/a	(5,845.8)	(1,465.0)	(688.4)	(365.3)
EBITDA마진(%)	n/a	(5,656.9)	(1,372.7)	(657.2)	(343.4)
순이익률 (%)	n/a	(23,675.0)	(5,855.7)	(1,109.7)	(282.1)

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업현금	n/a	(10.0)	(16.8)	(32.7)	(53.0)
당기순이익	n/a	(47.0)	(83.7)	(73.7)	(39.1)
자산상각비	n/a	0.4	1.3	2.1	3.0
운전자본증감	n/a	(0.3)	0.2	4.8	(12.5)
매출채권감소(증가)	n/a	(0.1)	(0.2)	(1.9)	(2.5)
재고자산감소(증가)	n/a	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.1)
매입채무증가(감소)	n/a	0.3	1.0	3.9	(3.4)
투자현금	n/a	5.5	(12.8)	(60.2)	16.9
단기투자자산감소	n/a	5.9	(11.9)	(59.4)	24.0
장기투자증권감소	n/a	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	n/a	(0.4)	(0.8)	(0.6)	(2.8)
유무형자산감소	n/a	0.0	(0.0)	(0.1)	(1.1)
재무현금	n/a	36.7	2.2	99.9	34.5
차입금증가	n/a	(0.1)	(0.8)	(1.4)	(1.7)
자본증가	n/a	1.0	3.0	29.3	36.3
배당금지급	n/a	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	n/a	32.2	(27.5)	7.0	(1.2)
총현금흐름(Gross CF)	n/a	(9.8)	(16.9)	(37.6)	(41.2)
(-) 운전자본증가(감소)	n/a	(0.3)	(0.7)	(6.7)	6.2
(-) 설비투자	n/a	0.4	0.8	0.6	2.8
(+) 자산매각	n/a	0.0	(0.0)	(0.1)	(1.1)
Free Cash Flow	n/a	(4.6)	(29.5)	(93.0)	(36.7)
(-) 기타투자	n/a	0.0	0.0	0.0	0.0
잉여현금	n/a	(4.6)	(29.5)	(93.0)	(36.7)

주요투자지표

(원, 배)	2018	2019	2020	2021	2022
Per share Data					
EPS	n/a	(13,675)	(20,086)	(7,652)	(3,080)
BPS	n/a	(36,726)	(77,924)	146	5,507
DPS	n/a	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PBR	n/a	n/a	n/a	n/a	5.2
EV/ EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
배당수익율	n/a	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PSR	n/a	n/a	n/a	n/a	26.3
재무건전성 (%)					
부채비율	n/a	(165.2)	(119.2)	4,505.8	41.0
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	n/a	38.8	14.4	102.3	720.4
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	171.7
이자비용/매출액	n/a	880.6	232.2	35.1	8.6
자산구조					
투하자본(%)	n/a	(1.0)	0.0	(9.2)	23.6
현금+투자자산(%)	n/a	101.0	100.0	109.2	76.4
자본구조					
차입금(%)	n/a	263.2	723.3	97.5	22.8
자기자본(%)	n/a	(163.2)	(623.3)	2.5	77.2

자료: 다올투자증권

박종현
의료기기 | alex.park@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

뷰노 (338220)

핵심은 해외다

NOT RATED

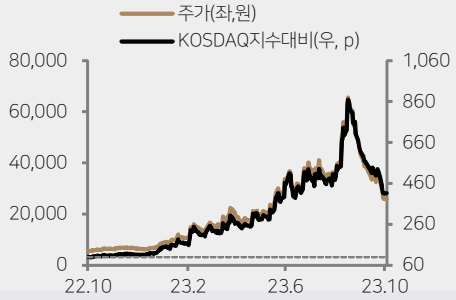
	현재	직전	변동
투자의견	NOT RATED		신규
적정주가			
Earnings			

Stock Information	
현재가 (10/24)	27,150원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	3,108억원
비중(KOSDAQ내)	0.08%
발행주식수	11,447천주
52주 최저가 / 최고가	5,540 - 65,500원
3개월 일평균거래대금	472억원
외국인 지분율	4.5%
주요주주지분율(%)	
이예하 (외 5인)	17.4
뷰노우리사주 (외 1인)	1.0
뷰노우리사주 (외 1인)	1.0

Valuation wide	2020	2021	2022
PER(배)	n/a	n/a	n/a
PBR(배)	n/a	9.6	4.5
EV/EBITDA(배)	n/a	n/a	n/a
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(36.5)	46.0	386.6	335.1
KOSDAQ 대비 상대수익률	(28.0)	54.3	372.6	319.6

Price Trend



Issue
기업 현황 업데이트

Pitch
DeepCARS는 국내 판매는 순항 중, 북미는 Breakthrough를 기반으로 2H24E 인허가 확보 예정. 높아진 시가총액에 대한 정당화는 북미 진출에 대한 진출 전략의 구체화

Rationale
- 동사 핵심은 AI기반 심정지 예측 의료기기 VUNO Med-DeepCARS. 신의료기술 평가 유예 선정되어 비급여 처방 가능. 2022.12월 청구병원 10개/ 월매출 3억원, 2023.06월 30개/ 7억원 추이. 청구 병원은 2023.08월 40개, 2023E말 60개 목표 상향 조정. 추이를 감안한다면 3Q23E과 4Q23E DeepCARS 매출액은 27억원, 38억원 추정. 신의료기술 평가 유예 종료는 2024.07월이나, 평가 종료는 2025년으로 비급여 가능. 채택율 증가에 따른 전향적 연구 결과 발표 및 레퍼런스 확보는 긍정적
- 2023E 매출액 125억원(YoY +51%), 영업적자 197억원(YoY 적자유지) 전망. DeepCARS 채택 증가에 따른 매출 확대 기대. 분기 판관비 80억원 수준으로 매출 확대에 따른 영업 흑자 전환 시점은 4Q24E 기대. 국내 상급&종합병원은 약 350여개로 DeepCARS TAM은 약 2천억원 수준
- 신의료평가 유예와 비급여 통한 매출 확대가 이루어지고 레퍼런스가 확보되고 있다는 점은 고무적이나, 관건은 북미를 포함한 해외 진출. DeepCARS는 Breakthrough 선정에 따라 3Q24E 미국 FDA 인허가 전망. 동사 북미 진출 위해 2021년 상장과 함께 법인 설립
- 동사 시가총액 3,100억원 수준으로 2023E PSR 24.8배 수준으로 의료 AI 업체에 대한 주목으로 YTD +335%에 가까운 성장을 보여줌. 국내에서의 레퍼런스를 기반으로 해외 확장이 이어진다면 추가적인 Upside 확인 기대

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	2	8
영업이익	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	(18)	(15)
EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	(17)	(14)
지배주주순이익	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	(20)	(16)
자산총계	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	36	35
자본총계	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	23	19
순차입금	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	(11)	(8)
매출증가율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	268.1
영업이익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	(792.4)	(185.7)
순이익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	(870.0)	(189.3)
EPS증가율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	적지
ROE	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	(75.9)

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

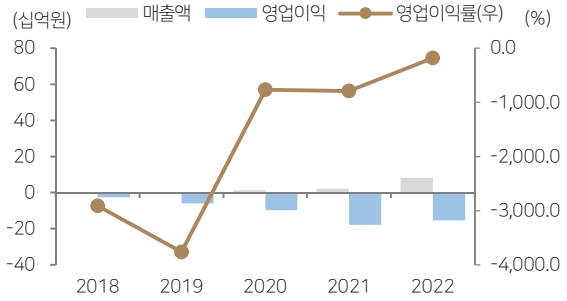
뷰노는,

동사는 2014.12월 설립되어 중소기업청 TIPS사업 선정되었으며, 김현준, 정규환, 이예하 대표 3인 공동 창업. 2015, 2016, 2018년 엔젤, 시리즈A, B 투자를 받은 동사는 2019년 Pre IPO에 이어 2021년 코스닥 상장

상장 당시 주력 제품은 안저 영상 진단 보조솔루션 Fundus AI, 골연령 판독 보조솔루션 BoneAge였으나, 영상 진단 및 생체 신호 등으로 사업 다각화. 2022.05월 DeepCARS 국내 최초 선진입 의료기술로 확정되어 비급여 처방 시작. 2023.06월 DeepCARS는 FDA 혁신 의료기기로 지정

Financials

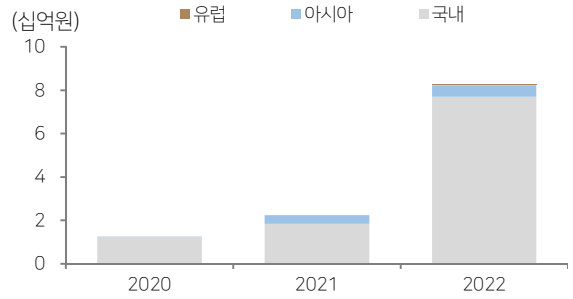
- 2022년 매출액 83억원(YoY +268%), 영업적자 154억원(YoY 적자유지) 기록
- 1H23 매출액 48억원(YoY +329%), 영업적자 101억원(YoY 적자유지). 제품 특성 상 별도 매출원가 발생하지 않음



Source: 다올투자증권

국가별 Breakdown

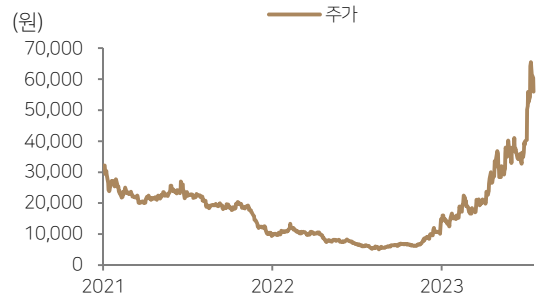
- 2022년 기준 국내 매출 비중 94%이며, 1H23 기준 국내 매출 비중 94%로 해외 진출 전략 주목



Source: 다올투자증권

주가

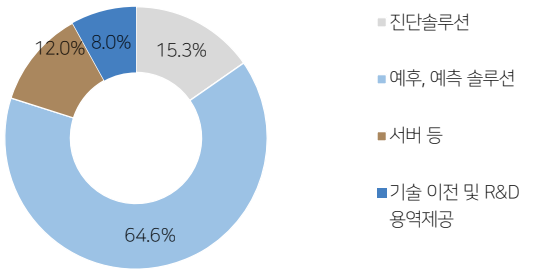
- 동사 상장 이후, 오버행 등으로 주가 하락하였으나,
- 의료 AI 주목 받았으며, DeepCARS 신의료평가기술 유예로 비급여 처방에 따른 매출 확대로 주가 상승



Source: 다올투자증권

사업부문 Breakdown

- 2022년 기준으로 진단 솔루션과 기술 이전 매출 비중이 80%를 차지하였으나,
- 1H23 예후, 예측 솔루션 매출액 31억원 달성하여 64.6%



Source: 다올투자증권

제품사진

- 동사 핵심인 DeepCARS는 4가지 활력징후를 기반으로 심정지 발생 위험도를 예측. 2024.07월까지 신의료기술 평가 유예 대상으로 비급여 처방 가능
- 2023.09월 DeepCARS에 대한 전향적 연구 결과 발표. 5만명 대상 AUROC 0.869로 기존 방법 대비 우수



Source: 뷰노, 다올투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	n/a	n/a	n/a	26.7	23.3
현금성자산	n/a	n/a	n/a	19.0	20.2
매출채권	n/a	n/a	n/a	1.5	1.4
재고자산	n/a	n/a	n/a	0.0	0.2
비유동자산	n/a	n/a	n/a	8.9	12.1
투자자산	n/a	n/a	n/a	2.5	6.9
유형자산	n/a	n/a	n/a	5.8	4.5
무형자산	n/a	n/a	n/a	0.6	0.7
자산총계	n/a	n/a	n/a	35.6	35.4
유동부채	n/a	n/a	n/a	8.5	13.6
매입채무	n/a	n/a	n/a	2.5	2.5
유동성이자부채	n/a	n/a	n/a	5.0	9.5
비유동부채	n/a	n/a	n/a	4.5	3.1
비유동이자부채	n/a	n/a	n/a	3.2	2.3
부채총계	n/a	n/a	n/a	13.0	16.7
자본금	n/a	n/a	n/a	1.1	1.3
자본잉여금	n/a	n/a	n/a	68.5	80.1
이익잉여금	n/a	n/a	n/a	(48.8)	(64.3)
자본조정	n/a	n/a	n/a	1.7	1.6
자기주식	n/a	n/a	n/a	0.0	0.0
자본총계	n/a	n/a	n/a	22.6	18.7
투하자본	n/a	n/a	n/a	9.8	5.1
순차입금	n/a	n/a	n/a	(10.9)	(8.4)
ROA	n/a	n/a	n/a	n/a	(44.1)
ROE	n/a	n/a	n/a	n/a	(75.9)
ROIC	n/a	n/a	n/a	n/a	(149.0)

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	n/a	n/a	n/a	2.2	8.3
증가율 (Y-Y,%)	n/a	n/a	n/a	n/a	268.1
영업이익	n/a	n/a	n/a	(17.8)	(15.4)
증가율 (Y-Y,%)	n/a	n/a	n/a	n/a	적지
EBITDA	n/a	n/a	n/a	(16.9)	(14.0)
영업외손익	n/a	n/a	n/a	(1.7)	(0.3)
순이자수익	n/a	n/a	n/a	0.1	(0.1)
외화관련손익	n/a	n/a	n/a	(0.0)	0.0
지분법손익	n/a	n/a	n/a	0.0	0.0
세전계속사업손익	n/a	n/a	n/a	(19.6)	(15.7)
당기순이익	n/a	n/a	n/a	(19.6)	(15.7)
지배기업당기순이익	n/a	n/a	n/a	(19.6)	(15.7)
증가율 (Y-Y,%)	n/a	n/a	n/a	n/a	적지
NOPLAT	n/a	n/a	n/a	(12.9)	(11.1)
(+) Dep	n/a	n/a	n/a	0.9	1.4
(-) 운전자본투자	n/a	n/a	n/a	4.3	(5.2)
(-) Capex	n/a	n/a	n/a	1.3	0.1
OpFCF	n/a	n/a	n/a	(17.6)	(4.7)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익률(%)	n/a	n/a	n/a	(792.4)	(185.7)
EBITDA마진(%)	n/a	n/a	n/a	(752.5)	(169.1)
순이익률 (%)	n/a	n/a	n/a	(870.0)	(189.3)

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업현금	n/a	n/a	n/a	(14.8)	(16.3)
당기순이익	n/a	n/a	n/a	(19.6)	(15.7)
자산상각비	n/a	n/a	n/a	0.9	1.4
운전자본증감	n/a	n/a	n/a	1.3	(0.5)
매출채권감소(증가)	n/a	n/a	n/a	(0.6)	(0.2)
재고자산감소(증가)	n/a	n/a	n/a	(0.0)	(0.2)
매입채무증가(감소)	n/a	n/a	n/a	1.0	(0.6)
투자현금	n/a	n/a	n/a	(18.3)	6.9
단기투자자산감소	n/a	n/a	n/a	(16.4)	7.2
장기투자증권감소	n/a	n/a	n/a	0.0	0.0
설비투자	n/a	n/a	n/a	(1.3)	(0.1)
유무형자산감소	n/a	n/a	n/a	(0.3)	(0.2)
재무현금	n/a	n/a	n/a	36.5	14.3
차입금증가	n/a	n/a	n/a	(0.4)	4.2
자본증가	n/a	n/a	n/a	38.8	10.3
배당금지급	n/a	n/a	n/a	0.0	0.0
현금 증감	n/a	n/a	n/a	3.4	5.0
총현금흐름(Gross CF)	n/a	n/a	n/a	(16.0)	(15.7)
(-) 운전자본증가(감소)	n/a	n/a	n/a	4.3	(5.2)
(-) 설비투자	n/a	n/a	n/a	1.3	0.1
(+) 자산매각	n/a	n/a	n/a	(0.3)	(0.2)
Free Cash Flow	n/a	n/a	n/a	(33.1)	(9.3)
(-) 기타투자	n/a	n/a	n/a	0.0	(0.0)
잉여현금	n/a	n/a	n/a	(33.1)	(9.2)

주요투자지표

(원, 배)	2018	2019	2020	2021	2022
Per share Data					
EPS	n/a	n/a	n/a	(1,745)	(1,376)
BPS	n/a	n/a	n/a	1,962	1,380
DPS	n/a	n/a	n/a	0	0
Multiples(x,%)					
PER	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PBR	n/a	n/a	n/a	9.6	4.5
EV/ EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
배당수익율	n/a	n/a	n/a	0.0	0.0
PCR	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PSR	n/a	n/a	n/a	94.2	9.9
재무건전성 (%)					
부채비율	n/a	n/a	n/a	57.6	89.3
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	n/a	n/a	n/a	315.9	171.8
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	240.0	n/a
이자비용/매출액	n/a	n/a	n/a	5.9	4.5
자산구조					
투하자본(%)	n/a	n/a	n/a	31.3	16.0
현금+투자자산(%)	n/a	n/a	n/a	68.7	84.0
자본구조					
차입금(%)	n/a	n/a	n/a	26.6	38.8
자기자본(%)	n/a	n/a	n/a	73.4	61.2

자료: 다올투자증권

박종현
의료기기 | alex.park@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

코어라인소프트 (384470)

흉, 복부 CT 풀라인업 확보 기대

NOT RATED

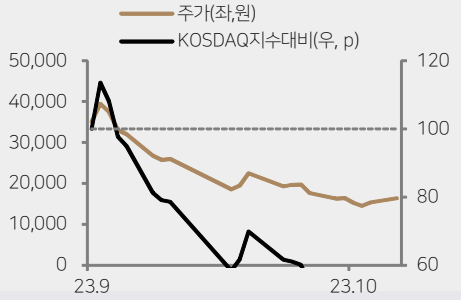
	현재	직전	변동
투자의견	NOT RATED		신규
적정주가			
Earnings			

Stock Information	
현재가 (10/24)	17,050원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	2,101억원
비중(KOSDAQ내)	0.06%
발행주식수	12,323천주
52주 최저가 / 최고가	14,490 - 39,400원
3개월 일평균거래대금	506억원
외국인 지분율	1.7%
주요주주지분율(%)	
김진국 (외 6인)	29.4
코어라인소프트우리사주 (외 1인)	1.9
자사주 (외 1인)	0.0

Valuation wide	2020	2021	2022
PER(배)	n/a	n/a	n/a
PBR(배)	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA(배)	n/a	n/a	n/a
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(46.6)	n/a	n/a	n/a
KOSDAQ 대비 상대수익률	(38.2)	n/a	n/a	n/a

Price Trend



Issue

기업 현황 업데이트

Pitch

9/19일 SPAC 상장한 동사는 CT 영상 데이터 전문 의료 AI 업체로 국가별 주요병원 판매 레퍼런스 확보하며 매출처 확대 중. 글로벌 파트너십 기반으로 매출 확대 기대. 향후 CT 전문 기업으로서 흉, 복부 CT 풀패키지화 진행 중

Rationale

- 검사당 영상 장수 및 판독 시간이 엑스레이 대비 많은 CT 영상 데이터에 특화된 동사는 3차원 영상 분석 솔루션 제공. 주력 제품은 흉부 의료영상 제품인 AVIEW LCS Plus로 4개국 국가 폐암 검진 프로젝트에 공급. 2022년 기준 국내 121개 병원 고객으로 확보했으며 유럽 및 미국에 판매법인을 설립해 해외 확장 시도. FDA 510(k) 기승인 제품은 4개
- 증권신고서 기준 2023E 매출액 77억원(YoY +85.9%), 영업손실 81억원(YoY 적자유지), 2023E 유럽과 아시아 매출 각각 12억원과 16억원으로 EU 8개국 폐암 검진사업과 Hanse 및 ILSP 솔루션 선정이 실적 성장 견인. 2024E 매출액 123억원(YoY +59.9%), 영업손실 40억원(YoY 적자유지). 연 판관비 소요는 160억원 수준, BEP 시점은 2025E 제시
- 오버행: 1개월 11.59%, 6개월 0.86%, 1년 31.64% 보호 예수에 따른 출회 가능. 추가적인 오버행은 전환사채 272,407주로 합병 후 지분율 기준 2.22%이며 보호 예수 기간은 6개월. 전환 기간은 코스닥 상장일부터 만기 직전 영업일(2025.09.14)
- 모멘텀: 1) 2024.01월 뇌출혈 판독 솔루션 AVIEW: NeuroCAD 수가 적용 예정이며, 비급여 제품 확대 예정. 2) ILA, 대동맥 박리 등 흉, 복부 CT 기반의 포트폴리오 확장 통해 풀 패키지 확보 예정

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	n/a	n/a	n/a	1	2	2	4
영업이익	n/a	n/a	n/a	(3)	(3)	(7)	(10)
EBITDA	n/a	n/a	n/a	(2)	(3)	(7)	(9)
지배주주순이익	n/a	n/a	n/a	(3)	(3)	(7)	(10)
자산총계	n/a	n/a	n/a	2	9	15	6
자본총계	n/a	n/a	n/a	0	7	12	2
순차입금	n/a	n/a	n/a	(1)	(7)	(11)	(1)
매출증가율	n/a	n/a	n/a	0.0	88.4	(5.7)	89.3
영업이익률	n/a	n/a	n/a	(212.5)	(136.5)	(341.0)	(248.4)
순이익률	n/a	n/a	n/a	(211.8)	(135.1)	(344.8)	(249.6)
EPS증가율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	적지
ROE	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	(146.2)

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

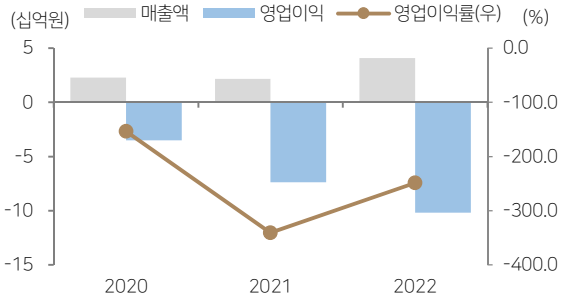
코어라인소프트는,

동사는 카이스트 출신 공동 창업자 3명이 설립한 의료 AI 기업. 의료 영상 중 CT에 주력하고 있으며 핵심 제품은 AVIEW LCS Plus로 폐결절, 폐기종, 관상동맥 석회화 자동 분석 솔루션

흉부 CT로는 COPD, 간질성 폐질환 등으로 제품을 확대하고 있으며, 두경부는 뇌출혈 및 뇌혈관 제품 보유. CT 영상은 엑스레이 대비 검사당 영상장수 및 평균 판독 시간이 각각 237배, 10배 높아 의료진 피로도 증가. 임직원은 연구개발 51명 포함 100명

Financials

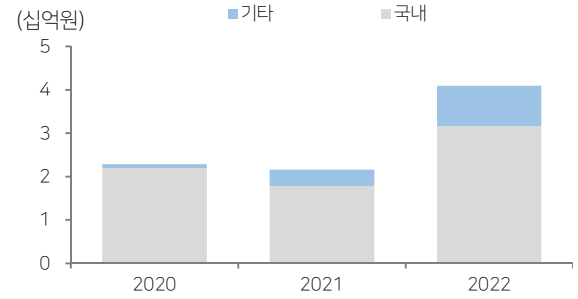
- 2022년 매출액 41억원, 영업적자 102억원 달성.
- 증권신고서 기준 2023E 매출액 77억원 달성 전망



Source: 다올투자증권

국가별 Breakdown

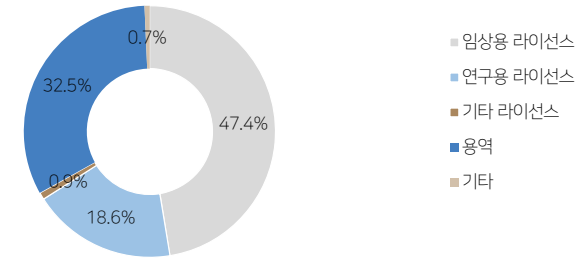
- 국립암센터를 통해 주력 제품인 AVIEW LCS 판매 개시하였으며, 국내 상급종합병원 및 종합병원을 중심으로 확대
- 독일 북부 폐암검진 사업(HANSE), 이탈리아 폐암검진 프로젝트(ILSP) 및 유럽 6개국이 참여하는 다국적 폐암검진 프로젝트(4-ITLR)를 연달아 수주



Source: 다올투자증권

사업부문 Breakdown

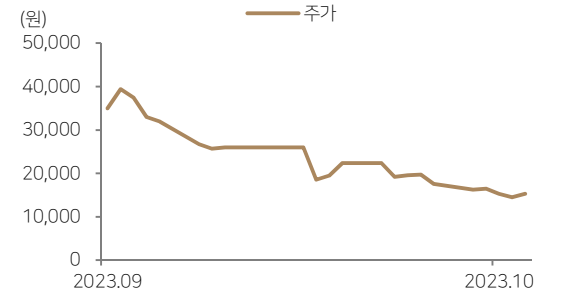
- 1Q23 임상용 및 연구용 라이선스 매출 비중이 66%



Source: 다올투자증권

주가

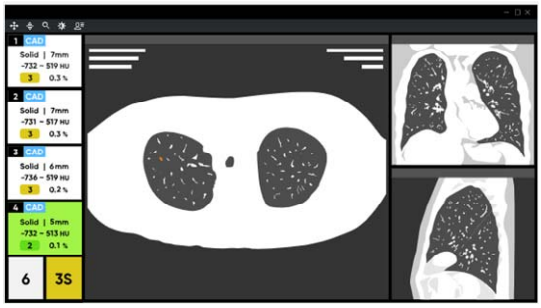
- 2023.09월 SPAC 상장



Source: 다올투자증권

제품사진

- 동사 폐결절, 폐기종, 관상동맥 석회화 자동분석 솔루션인 aview LCS Plus 보유하고 있으며,
- 의료용 3D 모델링 aview Modeler, RT ACS FDA 보유



Source: 다올투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

코어라인

대차대조표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	n/a	n/a	n/a	12.8	3.6
현금성자산	n/a	n/a	n/a	12.1	2.5
매출채권	n/a	n/a	n/a	0.4	0.8
재고자산	n/a	n/a	n/a	0.0	0.0
비유동자산	n/a	n/a	n/a	2.0	2.0
투자자산	n/a	n/a	n/a	0.4	0.4
유형자산	n/a	n/a	n/a	1.5	1.5
무형자산	n/a	n/a	n/a	0.1	0.1
자산총계	n/a	n/a	n/a	14.8	5.6
유동부채	n/a	n/a	n/a	2.3	2.5
매입채무	n/a	n/a	n/a	0.7	0.8
유동성이자부채	n/a	n/a	n/a	0.7	0.8
비유동부채	n/a	n/a	n/a	0.7	0.9
비유동이자부채	n/a	n/a	n/a	0.6	0.5
부채총계	n/a	n/a	n/a	3.0	3.4
자본금	n/a	n/a	n/a	1.6	4.9
자본잉여금	n/a	n/a	n/a	30.4	27.1
이익잉여금	n/a	n/a	n/a	(21.2)	(31.4)
자본조정	n/a	n/a	n/a	0.9	1.6
자기주식	n/a	n/a	n/a	(0.0)	0.0
자본총계	n/a	n/a	n/a	11.8	2.2
투하자본	n/a	n/a	n/a	0.9	0.9
순차입금	n/a	n/a	n/a	(10.8)	(1.2)
ROA	n/a	n/a	n/a	n/a	(100.3)
ROE	n/a	n/a	n/a	n/a	(146.2)
ROIC	n/a	n/a	n/a	n/a	(839.8)

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	n/a	n/a	n/a	2.2	4.1
증가율 (Y-Y,%)	n/a	n/a	n/a	n/a	89.3
영업이익	n/a	n/a	n/a	(7.4)	(10.2)
증가율 (Y-Y,%)	n/a	n/a	n/a	n/a	적지
EBITDA	n/a	n/a	n/a	(6.9)	(9.4)
영업외손익	n/a	n/a	n/a	(0.1)	(0.0)
순이자수익	n/a	n/a	n/a	(0.0)	0.0
외화관련손익	n/a	n/a	n/a	0.0	(0.0)
지분법손익	n/a	n/a	n/a	0.0	(0.1)
세전계속사업손익	n/a	n/a	n/a	(7.5)	(10.2)
당기순이익	n/a	n/a	n/a	(7.5)	(10.2)
지배기업당기순이익	n/a	n/a	n/a	(7.5)	(10.2)
증가율 (Y-Y,%)	n/a	n/a	n/a	n/a	적지
NOPLAT	n/a	n/a	n/a	(5.3)	(7.4)
(+) Dep	n/a	n/a	n/a	0.5	0.8
(-) 운전자본투자	n/a	n/a	n/a	(0.9)	0.3
(-) Capex	n/a	n/a	n/a	0.3	0.2
OpFCF	n/a	n/a	n/a	(4.3)	(7.1)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익률(%)	n/a	n/a	n/a	(341.0)	(248.4)
EBITDA마진(%)	n/a	n/a	n/a	(317.7)	(229.9)
순이익률 (%)	n/a	n/a	n/a	(344.8)	(249.6)

현금흐름표

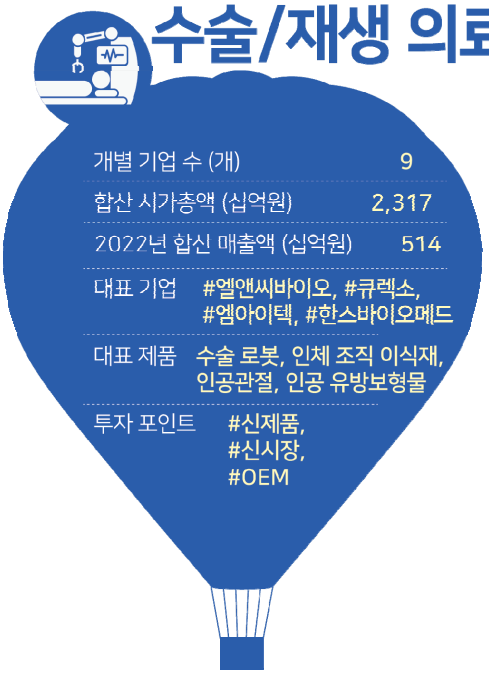
(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업현금	n/a	n/a	n/a	(7.2)	(8.8)
당기순이익	n/a	n/a	n/a	(7.5)	(10.2)
자산상각비	n/a	n/a	n/a	0.5	0.8
운전자본증감	n/a	n/a	n/a	(0.8)	0.1
매출채권감소(증가)	n/a	n/a	n/a	0.2	(0.3)
재고자산감소(증가)	n/a	n/a	n/a	0.0	0.0
매입채무증가(감소)	n/a	n/a	n/a	0.1	(0.1)
투자현금	n/a	n/a	n/a	(0.4)	(0.2)
단기투자자산감소	n/a	n/a	n/a	0.0	0.0
장기투자증권감소	n/a	n/a	n/a	0.0	0.0
설비투자	n/a	n/a	n/a	(0.3)	(0.2)
유무형자산감소	n/a	n/a	n/a	(0.0)	(0.0)
재무현금	n/a	n/a	n/a	11.5	(0.7)
차입금증가	n/a	n/a	n/a	(0.5)	(0.6)
자본증가	n/a	n/a	n/a	12.0	0.0
배당금지급	n/a	n/a	n/a	0.0	0.0
현금 증감	n/a	n/a	n/a	4.0	(9.5)
총현금흐름(Gross CF)	n/a	n/a	n/a	(6.4)	(8.9)
(-) 운전자본증가(감소)	n/a	n/a	n/a	(0.9)	0.3
(-) 설비투자	n/a	n/a	n/a	0.3	0.2
(+) 자산매각	n/a	n/a	n/a	(0.0)	(0.0)
Free Cash Flow	n/a	n/a	n/a	(7.6)	(9.1)
(-) 기타투자	n/a	n/a	n/a	0.0	0.0
잉여현금	n/a	n/a	n/a	(7.6)	(9.1)

주요투자지표

(원, 배)	2018	2019	2020	2021	2022
Per share Data					
EPS	n/a	n/a	n/a	(708)	(970)
BPS	n/a	n/a	n/a	3,603	210
DPS	n/a	n/a	n/a	0	0
Multiples(x,%)					
PER	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PBR	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/ EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
배당수익율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PSR	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
재무건전성 (%)					
부채비율	n/a	n/a	n/a	25.2	157.5
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	n/a	n/a	n/a	561.7	141.8
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	410.4
이자비용/매출액	n/a	n/a	n/a	4.4	1.8
자산구조					
투하자본(%)	n/a	n/a	n/a	6.5	23.6
현금+투자자산(%)	n/a	n/a	n/a	93.5	76.4
자본구조					
차입금(%)	n/a	n/a	n/a	10.3	37.1
자기자본(%)	n/a	n/a	n/a	89.7	62.9

자료: 다올투자증권

이 페이지는 편집상 공백입니다



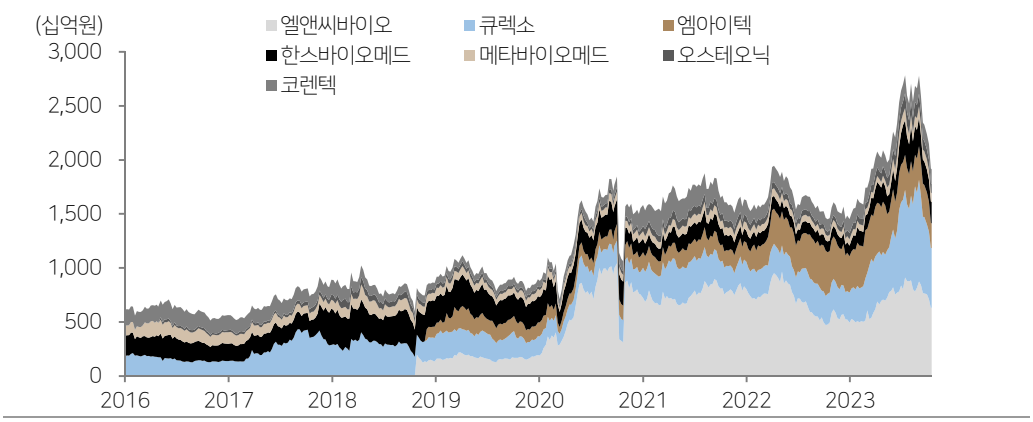
IV-4. 수술/재생 의료 : 5번째 의료기기 중흥기?

Fig. 102: 수술 의료기기 업체 밸류에이션 테이블

(십억원)		엠아이텍	엘앤씨바이오	큐렉소	한스바이오메드	코렌텍	메타바이오메드	오스테오닉
시가총액		225.9	634.0	550.9	197.9	136.3	82.3	85.6
매출액	2022	60.7	52.6	65.0	74.5	63.9	68.9	19.8
	2023E	50.0	70.3	74.0	80.0	84.7	82.5	30.0
영업이익	2022	20.3	9.5	1.1	1.3	5.9	5.3	2.5
	2023E	14.7	9.9	5.0	0.5	7.0	14.6	4.0
PER	2023E	18.8	40.6	145.3	-	27.3	7.5	-
주요 제품		비혈관 스텐트	인체조직이식재 재생 의료기기	수술 로봇	리프팅실 인공 유방보형물	인공관절	봉합원사	스포츠 메디신
투자포인트		유럽 매출 회복	메가카티 출시	GPM 개선	중국 골이식재	해외 매출 확대	신규 증설 효과	OEM 매출 확대

Source: 다올투자증권

Fig. 103: 수술/재생 의료기기 시가총액 추이



Source: Quantiwise, 다올투자증권

국내 정형외과 임플란트 및 재생 의료 관련 상장사는 약 9개사로 알려져 있으며, 시가총액 기준 상위 업체는 엘앤씨바이오와 큐렉소가 있다. 재생 의료 시장 및 정형외과 임플란트 시장은 Johnson&Johnson 및 Stryker, Zimmer Biomet, B.Braun, Intitutive Surgical 등이 있다. 해당 섹터 또한 소수 업체들이 네트워크를 기반으로 과점하고 있는 양상을 띄고 있으며, EM의 경우 구매력으로 인해 현지 영세 업체들이 직접 제조하거나 대리점을 통해 영업이 이루어지고 있는 형태다.

국내 수술/재생 의료 기업의 영업이 제한적이었던 사유는 1) COVID19 펜데믹으로 인한 영업 제한, 2) 글로벌 의료기기 업체 대비 부족한 영업망 등이 있다. 각 기업의 진출 전략은 아래와 같다. 1) 파트너십, 2) 직접 판매다. 엘앤씨바이오는 중국 파트너십, 큐렉소는 인도 메릴 헬스케어, 오스테오닉은 짐머와 B.Braun, 엠아이텍은 보스턴 사이언피틱과의 파트너십을 기반으로 하고 있다.

한스바이오메드는 골이식재는 오스템임플란트와의 파트너십, 민트리프팅은 대리점, 유방보형물은 직접 판매가 이루어질 전망이다. 코렌텍은 해외 대리점 통한 판매하고 있으며 북미는 직접 병원을 운영하고 있다. 메타바이오메드는 대리점 통한 판매를 이어가고 있다.

Fig. 104: 수술 의료기기 업체 밸류에이션 테이블

기업	시가총액 (십억원)	매출액(십억원)		PER(배)		PSR(배)		PBR(배)		EV/EBITDA(배)	
		23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E
J&J	496,431	114,900	119,128	15.2	14.1	4.3	4.2	4.9	4.4	11.8	11.5
Stryker	136,330	27,408	29,480	25.6	23.2	5.0	4.6	5.4	4.8	20.9	19.0
Medtronic	130,692	40,694	43,428	13.8	14.2	3.1	3.0	1.9	1.9	12.6	12.5
Boston scientific	99,015	19,136	20,763	25.1	22.3	5.2	4.8	3.6	3.3	20.4	18.4
Zimmer Biomet	29,521	10,047	10,494	13.9	13.0	3.0	2.8	1.7	1.6	10.5	10.1
Olympus	22,439	8,519	8,417	17.0	10.5	2.9	2.7	3.8	2.8	8.7	11.6
Smith&Nephew	13,203	7,493	7,840	13.5	12.0	1.8	1.7	1.8	1.8	9.2	8.4
Intuitive Surgical	126,965	9,582	10,924	47.8	42.1	13.3	11.7	6.9	5.8	31.3	27.4
시가총액 가중 평균				21.2	19.3	5.3	4.9	4.6	4.1	16.1	15.1

Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 105: 시가총액 상위 8개 업체 매출액 추이

(백만달러)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	104,798	107,674	99,631	111,228	116,120
지역별					
미국	56,547	58,862	54,153	60,416	64,613
글로벌	48,251	48,812	45,479	50,812	51,508

Note: J&J는 의료기기 부문 매출
Source: Bloomberg, 다올투자증권

다만, J&J는 이번 3Q23에 정형외과 부문에 2년간 구조조정 계획을 밝힌바 있다. 3Q23 J&J 정형외과 부문 매출액은 22억 달러(YoY +3.4%)를 달성했다. 구조조정 사유는 수익성 및 성장률 제고 차원이다. 구조조정을 통해 수익성이 낮은 제품군과 시장에 대해 철수할 예정이다. 2025년 종료 예정이며 종료 시점까지 투입 비용은 약 7 ~ 8억달러다.

J&J는 성장률이 높은 부문에 투자할 예정이라 밝혔으며 외래 수술 분야에 주력하기 위해 유럽에서 출시한 인공 관절 수술 로봇 시스템 Velys에 대해 강조하였다. 3Q23 누적 기준 3만 회의 시술이 이루어졌다. 2023.03월 J&J는 1,000여명의 인력에 대해 구조조정을 단행한 바 있으며 Mitek 스포츠 메디신 부문을 트라우마 조직에 통합시켰다. 글로벌 업체들의 수익성 제고 차원의 선택과 집중이 ODM/OEM 판매 방식을 취하는 국내 업체들에게 기회요인으로 작용할 수 있다.

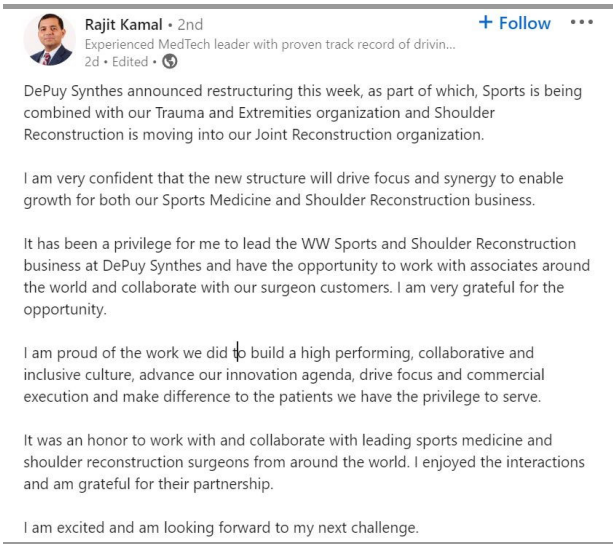
수술 분야에 있어서도 GLP-1 계열 치료제로 인한 부정적인 우려가 언급되었다. 비만으로 인한 과체중이 골관절염의 원인 중 하나이기에 GLP-1 계열 치료제 도입으로 인한 인공 관절 수술 수요 감소에 대한 우려가 제기되고 있다.

Fig. 106: Velys 인공관절 수술 로봇



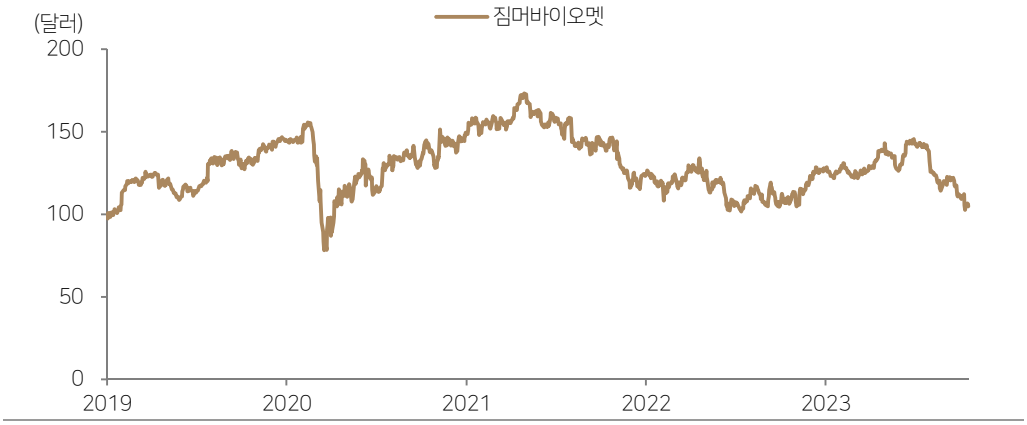
Source: J&J, 다올투자증권

Fig. 107: 2023.03월 J&J 구조조정



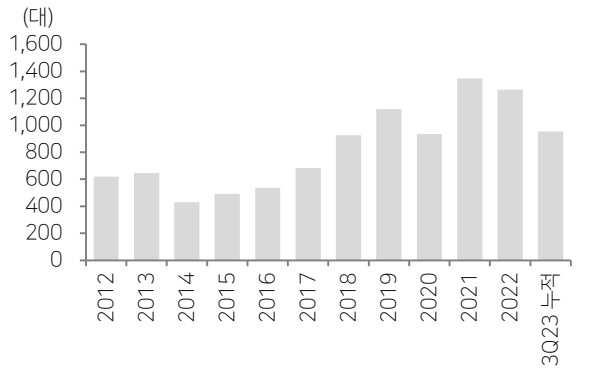
Source: Linkedin, 다올투자증권

Fig. 108: Zimmer Biomet 주가 추이



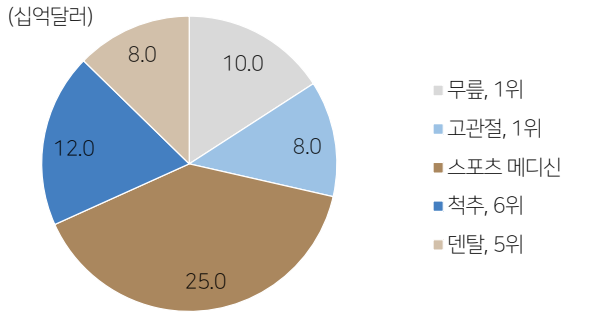
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 109: Intuitive Surgical 설치 대수 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 109: 2021년 기준 임플란트 시장 규모 및 Zimmer 순위



Source: Zimmer Biomet, 다올투자증권

Fig. 110: Intuitive Surgical 및 Stryker 주가 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

박종현
의료기기 | alex.park@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

엠아이텍 (179290)

인수 무산은 아쉽지만 2024년 반등 기대

NOT RATED

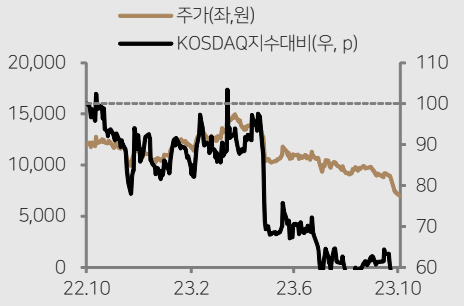
	현재	직전	변동
투자의견	NOT RATED		신규
적정주가			
Earnings			

Stock Information	
현재가 (10/24)	7,430원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	2,398억원
비중(KOSDAQ내)	0.06%
발행주식수	32,276천주
52주 최저가 / 최고가	7,000 - 15,770원
3개월 일평균거래대금	17억원
외국인 지분율	5.5%
주요주주지분율(%)	
시너지이노베이션 (외 4인)	53.5
보스톤사이언티픽코리아 홀딩 (외 1인)	9.9
엠아이텍우리사주 (외 1인)	0.0

Valuation wide	2020	2021	2022
PER(배)	21.4	13.9	18.6
PBR(배)	2.6	2.7	4.3
EV/EBITDA(배)	15.1	9.8	14.4
배당수익률(%)	1.3	1.5	1.1

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(22.0)	(44.8)	(39.1)	(33.1)
KOSDAQ 대비 상대수익률	(13.5)	(36.5)	(53.1)	(48.6)

Price Trend



Issue

기업 현황 업데이트

Pitch

당초 기대하던 보스턴 사이언티픽 인수 무산은 아쉽지만, 보스턴 사이언티픽이 동사 지분율 9.9%를 확보함에 따라 전략적 파트너십에 대한 기대감은 유효. 2024E 유럽 매출 회복 기대

Rationale

- 2015년 보스턴 사이언티픽은 엠아이텍 일본 지역의 유통을 담당. 이에 따라 엠아이텍은 일본 MS 1위 업체로 등극. 2022.06월 보스턴 사이언티픽은 지역 커버리지 확대를 위해 최대주주 시너지 이노베이션 지분 63.9%를 주당 14,500원에 인수(매각 총액 2,912억원). 하지만, 2023.05월 일부 국가에서 기업 결합 심사 승인을 받지 못해 인수 무산되며 기존 공시 대비 감소한 지분 9.9% 취득
- **협업에 대한 기대감은 유효.** 이와 더불어 미국 및 유럽 파트너사인 올림푸스가 국내 비혈관 스텐트 경쟁사인 태웅메디칼을 인수함에 따라 엠아이텍의 유럽 매출 부진. 1H23 유럽 매출액 12억원으로 YoY -76% 감소했으며 이는 올림푸스의 태웅메디칼 인수에 따른 재고 조정 영향
- 2023E 매출액 500억원(YoY -18%), 영업이익 147억원(YoY -28%, OPM 30%) 전망. 2023.09월 적자 사업부였던 쇄석기 사업부를 35억원에 양도하여 유동성 확보. 2024E 매출액 600억원(YoY +20%), 영업이익 198억원(YoY +35%, OPM 33%) 전망. **2024년 실적 반등의 관건은 유럽 영업 회복**
- 보스턴사이언티픽과의 인수합병 무산 이후 주가는 고점 대비 50% 이상 하락. 유럽향 실적 개선에 따라 주가 반등 기대. 2022년 진출한 중국 시장 또한 MS 확대되며 아시아 매출 성장을 견인. 생분해성 소재 스텐트 품목 허가는 2025E 목표

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	16	22	30	33	40	50	61
영업이익	2	2	5	3	7	13	20
EBITDA	3	3	6	5	9	15	22
당기순이익	2	2	0	4	7	12	19
자산총계	20	30	49	57	68	79	94
자본총계	17	19	45	48	55	65	84
순차입금	(3)	(1)	(26)	(13)	(14)	(19)	(33)
매출증가율	(49.9)	35.0	34.0	10.3	23.1	25.0	20.7
영업이익률	12.1	7.9	17.1	10.3	16.2	26.3	33.5
순이익률	12.1	9.0	1.3	11.5	16.6	24.4	31.6
EPS증가율	(32.7)	1.1	(84.7)	863.1	73.5	81.4	53.6
ROE	12.4	11.2	1.2	8.1	12.9	20.4	25.8

Note: K-IFRS 별도 기준 / Source: 다올투자증권

엠아이텍

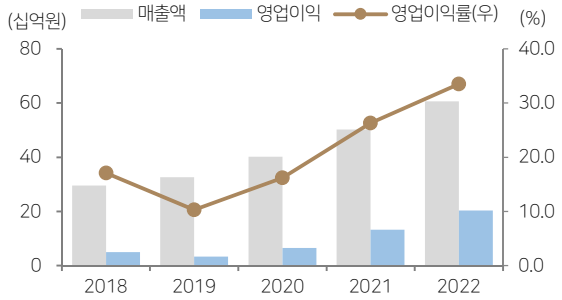
엠아이텍은,

동사는 1991년 설립되어 비혈관 스텐트를 주력으로 판매. 비혈관 스텐트는 식도에서 대장/소장/담도 등으로 포트폴리오 확장 중. 2016년 동아에스티가 300억원에 시너지이노베이션에 매각하였으며 2018.11월 코스닥 상장

주력 제품인 비혈관 스텐트 MS 1위는 보스턴 사이언피틱이며, 동사는 올림푸스, 보스턴 등 다양한 업체들과의 협업을 통해 국내 및 일본 MS 33%와 34% 달성

Financials

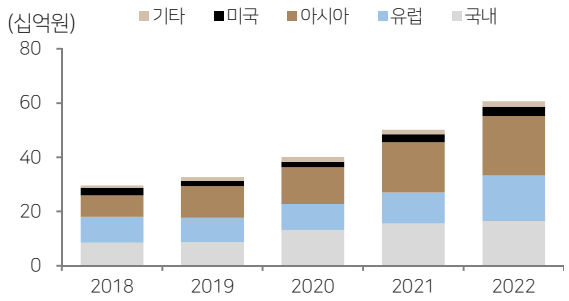
- 2022년 기준 매출액 607억원(YoY +21%), 영업이익 203억원(YoY+ 54%) 기록하며 OPM 30% 상회



Source: 다올투자증권

국가별 Breakdown

- 202년 기준 매출 주력 지역은 국내(27%)와 아시아(36%). 일본의 경우, 보스턴 사이언티픽이 판매를 담당하여 일본 내 MS 1위
- 유럽 지역 판매는 올림푸스가 담당



Source: 다올투자증권

주가

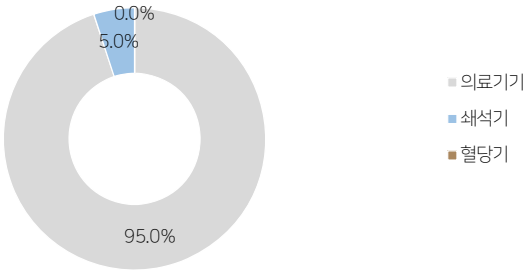
- 2022.06월 보스턴 사이언티픽 최대주주 지분 인수 후, 공개매수 기대감으로 주가 상승했으나,
- 2023.05월 기업 결함 심사 승인 받지 못해 주가 하락



Source: 다올투자증권

사업부문 Breakdown

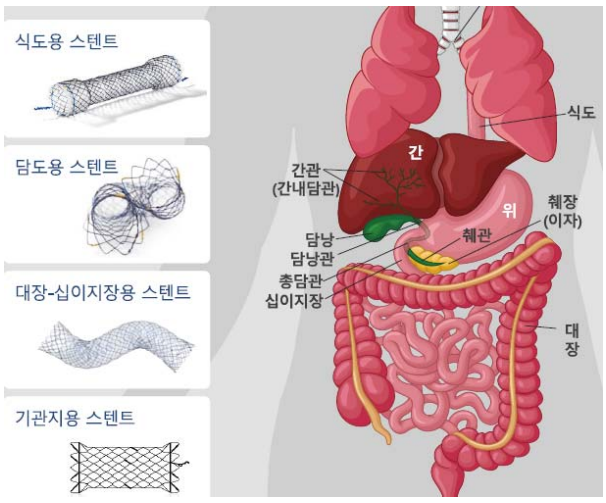
- 1H23 기준 매출액 95%가 의료기기인 비혈관 스텐트로 발생했으며, 5% 비중을 차지하던 쇄석기 사업부는 35억원에 양도



Source: 다올투자증권

제품사진

- 주력 제품인 비혈관 스텐트



Source: 엠아이텍, 다올투자증권

재무제표 (K-IFRS 별도)

엠아이텍

대차대조표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	41.7	36.2	45.1	53.2	76.2
현금성자산	25.8	17.2	20.9	25.1	35.6
매출채권	7.2	9.4	13.9	12.9	24.0
재고자산	7.6	8.8	9.1	9.7	9.6
비유동자산	7.6	21.2	23.0	25.3	17.9
투자자산	2.0	9.1	10.4	13.6	8.6
유형자산	3.5	10.2	11.1	10.1	8.3
무형자산	2.1	2.0	1.4	1.6	0.9
자산총계	49.3	57.4	68.1	78.5	94.0
유동부채	3.7	7.8	9.6	11.1	8.8
매입채무	3.4	4.1	4.4	4.4	4.6
유동성이자부채	0.0	3.4	4.4	4.4	1.8
비유동부채	0.7	1.2	3.1	2.7	1.7
비유동이자부채	0.0	0.6	2.3	1.6	0.5
부채총계	4.5	9.1	12.7	13.8	10.5
자본금	15.2	15.2	15.6	15.8	16.2
자본잉여금	26.1	26.1	28.0	28.9	31.4
이익잉여금	3.2	5.5	10.6	21.0	35.6
자본조정	0.2	1.6	1.2	(0.8)	0.3
자기주식	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(2.0)	0.0
자본총계	44.8	48.3	55.4	64.8	83.5
투하자본	18.9	29.7	35.3	36.4	46.6
순차입금	(25.8)	(13.3)	(14.1)	(19.0)	(33.2)
ROA	1.0	7.0	10.7	16.7	22.2
ROE	1.2	8.1	12.9	20.4	25.8
ROIC	10.1	13.8	17.0	31.1	41.8

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	29.6	32.7	40.2	50.3	60.7
증가율 (Y-Y,%)	34.0	10.3	23.1	25.0	20.7
영업이익	5.1	3.4	6.5	13.2	20.3
증가율 (Y-Y,%)	(22.2)	(33.3)	92.8	103.0	53.9
EBITDA	6.1	4.9	8.6	15.4	22.5
영업외손익	(4.0)	0.4	1.4	1.3	2.1
순이자수익	(0.3)	0.3	0.3	0.2	0.6
외화관련손익	0.0	0.3	(0.3)	0.6	(0.2)
지분법손익	0.0	(0.0)	0.2	(0.1)	(0.0)
세전계속사업손익	1.1	3.8	7.9	14.5	22.5
당기순이익	0.4	3.8	6.7	12.2	19.1
증가율 (Y-Y,%)	(94.2)	863.1	77.9	83.2	56.4
NOPLAT	1.8	3.4	5.5	11.2	17.3
(+) Dep	1.1	1.6	2.1	2.2	2.1
(-) 운전자본투자	4.3	2.4	4.6	2.4	12.2
(-) Capex	1.2	5.3	3.1	1.0	0.6
OpFCF	(2.6)	(2.8)	(0.1)	10.0	6.7
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	32.8	25.9	22.1	19.3	22.9
영업이익증가율(3Yr)	73.7	19.4	55.1	37.7	82.0
EBITDA증가율(3Yr)	53.3	21.2	47.6	36.1	65.8
순이익증가율(3Yr)	(15.3)	23.9	49.6	215.4	72.1
매출총이익률(%)	48.6	45.0	46.9	51.7	54.0
영업이익률(%)	17.1	10.3	16.2	26.3	33.5
EBITDA마진(%)	20.6	15.1	21.3	30.7	37.0
순이익률 (%)	1.3	11.5	16.6	24.4	31.6

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업현금	2.0	3.1	3.9	16.5	8.6
당기순이익	0.4	3.8	6.7	12.2	19.1
자산상각비	1.1	1.6	2.1	2.2	2.1
운전자본증감	(5.1)	(3.8)	(5.8)	(0.4)	(12.1)
매출채권감소(증가)	(1.8)	(2.3)	(5.4)	(0.1)	(11.2)
재고자산감소(증가)	(2.1)	(1.7)	(0.7)	(1.3)	(1.1)
매입채무증가(감소)	(0.5)	0.3	0.3	(0.7)	0.0
투자현금	(13.1)	(5.5)	(3.3)	(9.7)	(13.3)
단기투자자산감소	(13.5)	4.8	(1.3)	(9.1)	(13.2)
장기투자증권감소	(0.0)	(3.0)	2.0	0.0	0.0
설비투자	(1.2)	(5.3)	(3.1)	(1.0)	(0.6)
유무형자산감소	1.7	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.0)
재무현금	16.1	1.1	2.6	(4.0)	(5.2)
차입금증가	0.0	2.7	2.6	(0.7)	(4.6)
자본증가	16.1	(1.5)	0.1	(3.2)	(0.5)
배당금지급	0.0	1.5	1.5	1.9	2.5
현금 증감	5.0	(1.3)	3.0	2.7	(10.1)
총현금흐름(Gross CF)	7.1	7.1	9.9	17.9	24.0
(-) 운전자본증가(감소)	4.3	2.4	4.6	2.4	12.2
(-) 설비투자	1.2	5.3	3.1	1.0	0.6
(+) 자산매각	1.7	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.0)
Free Cash Flow	(11.1)	(2.2)	0.8	7.7	(1.4)
(-) 기타투자	0.0	3.0	(2.0)	0.0	0.0
잉여현금	(11.1)	(5.2)	2.8	7.7	(1.4)

주요투자지표

(원, 배)	2018	2019	2020	2021	2022
Per share Data					
EPS	13	123	214	389	597
BPS	1,404	1,525	1,731	2,006	2,577
DPS	50	50	60	80	120
Multiples(x,%)					
PER	251.9	34.0	21.4	13.9	18.6
PBR	2.3	2.8	2.6	2.7	4.3
EV/ EBITDA	11.8	23.2	15.1	9.8	14.4
배당수익율	1.5	1.2	1.3	1.5	1.1
PCR	13.8	18.1	14.4	9.5	14.8
PSR	3.3	3.9	3.6	3.4	5.9
재무건전성 (%)					
부채비율	10.0	18.7	22.9	21.3	12.6
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	1,111.2	463.6	471.0	480.3	863.8
이자보상배율	16.6	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	1.3	0.2	0.3	0.3	0.2
자산구조					
투하자본(%)	40.4	53.0	53.0	48.5	51.3
현금+투자자산(%)	59.6	47.0	47.0	51.5	48.7
자본구조					
차입금(%)	0.0	7.5	10.8	8.6	2.8
자기자본(%)	100.0	92.5	89.2	91.4	97.2

자료: 다올투자증권

박종현
의료기기 | alex.park@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

엘앤씨바이오 (290650)

메가카티 출시 및 중국 기대감 유효

NOT RATED

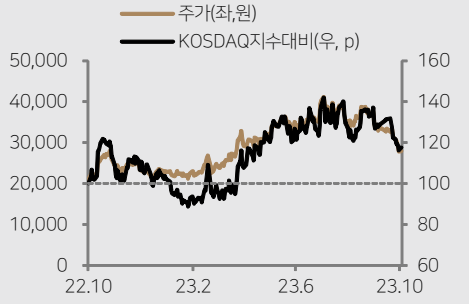
	현재	직전	변동
투자의견	NOT RATED		신규
적정주가			
Earnings			

Stock Information	
현재가 (10/24)	28,500원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	6,465억원
비중(KOSDAQ내)	0.17%
발행주식수	22,685천주
52주 최저가 / 최고가	20,900 - 41,100원
3개월 일평균거래대금	90억원
외국인 지분율	7.0%
주요주주지분율(%)	
이환철 (외 10인)	31.3
브이아이피자산운용 (외 1인)	6.6
엘앤씨바이오우리사주 (외 1인)	0.0

Valuation wide	2020	2021	2022
PER(배)	69.8	60.1	115.3
PBR(배)	13.1	9.9	5.6
EV/EBITDA(배)	83.9	51.0	42.5
배당수익률(%)	0.1	0.1	0.2

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(15.8)	(1.7)	28.7	23.4
KOSDAQ 대비 상대수익률	(7.3)	6.5	14.7	7.8

Price Trend



Issue

기업 현황 업데이트

Pitch

2023.10월 메가카티 국내 판매 개시. 신의료기술 평가 유예 선정에 따라 비급여 처방 가능. 2024E에는 메가덤 플러스 NMPA 허가에 따라 중국 판매 개시 예정. 의료기기 평균 대비 높은 밸류에이션은 중국 현지 제조 제품 인허가 및 판매 개시에 따라 정당화 기대

Rationale

- **메가카티:** 무릎 연골 재생의료기기 메가카티는 2023.10월 신의료기술 평가 유예 개시에 따라 국내 출시. ICRS grade 3 ~ 4등급 대상하며 병변 크기도 넓어 관절염 치료 의약품 대비 TAM 높음. 비급여 처방이 되며 실손보험 지급 가능. 2023E 시술 건수 5천건 가정 시, 매출액 100억원 달성 기대
- **엘앤씨바이오 차이나:** 핵심 주력 국가는 중국으로 현지 JV 설립(지분율 51%)하여 사업 진행. 중국 쿤산 현지 공장을 설립. 메가덤 플러스(국내 생산)에 대한 NMPA 인허가 진행 중이며, 2024E 판매 개시 예정. 또한, 현지 생산에 대한 포트폴리오 순차적 인허가 진행 중
- 2023E 매출액 702억원(YoY +34%), 영업이익 99억원(YoY +4%) 전망. 메가카티 출시에 따라 GPM 개선 기대되나, 출시 초기 영업 활동 고려하면 판관비 2H23E 143억원 소요 전망. 2024E 매출액은 메가카티 매출액 300억원 고려 시, 1,000억원 달성 전망(YoY +42%)하며 영업이익은 197억원 전망(YoY +99%)
- 동사 시가총액 6,500억원 수준이며, 2024E PER은 41배 수준으로 의료기기 평균 PER 대비 높음. 동사 밸류에이션은 메가카티 초기 성과 및 중국 현지 제조 인허가 등을 기반으로 정당화 기대. 2022.06월 CB 600억원 발행하였으며 2023.06월 행사 가능

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	12	18	21	29	33	46	53
영업이익	2	5	5	9	7	13	9
EBITDA	3	5	6	10	9	16	14
지배주주순이익	2	4	5	7	11	14	5
자산총계	16	20	57	66	81	107	200
자본총계	10	17	53	60	61	93	108
순차입금	(0)	(6)	(21)	(12)	(7)	(11)	71
매출증가율	31.4	51.4	18.7	37.2	13.1	38.5	15.1
영업이익률	17.5	27.2	25.8	31.0	22.2	28.8	18.0
순이익률	16.8	21.0	24.0	29.0	36.8	34.1	10.8
EPS증가율	61.8	82.0	n/a	36.9	50.5	23.2	(67.1)
ROE	28.4	28.0	n/a	15.3	20.9	21.8	6.2

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

엘앤씨바이오는,

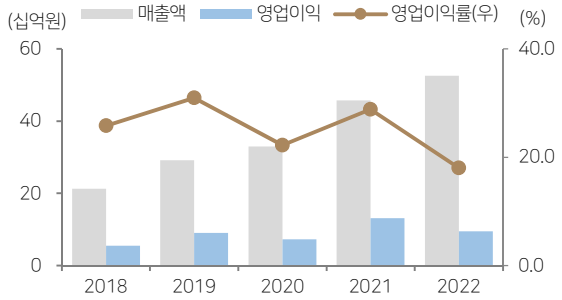
동사는 2011년 시지바이오 출신 이환철 대표가 설립하였으며 2018.11월 코스닥 상장. 동사 사업부는 인체조직 이식재와 의료기기, 기타 사업부로 구분

인체조직 이식재는 11종 조직에 대한 식약처 등 인허가를 통해 판매 중. 인체조직 기반의 의료기기는 기존 인체조직 이식재에 0.01% 이상의 바이오폴리머가 가교. 2022.11월 식약처 허가를 획득한 메가카티는 인체조직기반 의료기기로 동종 초자연골ECM을 주입

2022.06월 어센트-메리츠 신기술금융조합 1호 대상 600억원 CB발행하여 큐렉소 지분 취득하였으며, 2023.07월 659억원 큐렉소 지분 양도(4백만주)

Financials

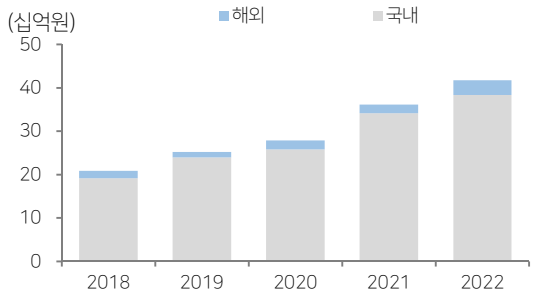
- 2022년 매출액 526억원(YoY +15%), 영업이익 95억원(YoY -28%) 기록
- 1H21 케미칼 의약품 진출로 GPM 감소하여 2Q23 49%



Source: 다올투자증권

국가별 Breakdown

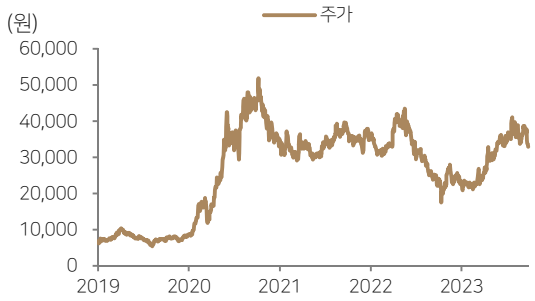
- 2022년까지 국내 매출액 비중은 90%를 상회
- 동사는 2024E 메가덤 플러스 중국 NMPA 허가로 해외 매출 비중 확대 기대



Source: 다올투자증권

주가

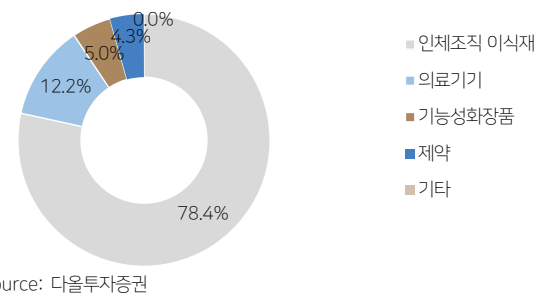
- 동사는 2018.11월 상장. 2020.06월 엘앤씨바이오 차이나 설립 이후, 중국 IB CICC로부터 투자유치 지연되며 주가 하락
- 2022년 메가카티 국내 식약처 허가 후, 평가 유예 신의료기술 선정와 함께 2023.10월 출시



Source: 다올투자증권

사업부문 Breakdown

- 1H23 기준 인체조직 이식재 매출 비중은 78%, 의료기기 및 기능성 화장품 매출 비중은 12%, 5%
- 2022년 유방재건 제품인 메가덤 매출액 182억원 기록
- 메가카티 및 메가덤플러스(중국) 판매 개시에 따라 의료기기 매출 비중 확대 전망



Source: 다올투자증권

제품사진

- 메가카티는 연골 재생 보조 및 연골 결손 치료 목적
- 사용대상은 만 19세 이상 ~ 만 60세 이하, 1.5cm² 이상 ~ 10 cm² 이하의 병변 크기, ICRS grade 3~4등급 모두 충족



Source: 다올투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

엘앤씨바이오

대차대조표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	49.9	46.1	45.5	47.6	64.3
현금성자산	21.6	13.4	22.3	17.8	10.7
매출채권	7.5	9.5	9.3	14.4	16.6
재고자산	5.6	6.2	8.1	12.3	34.2
비유동자산	7.5	20.1	35.1	59.8	135.4
투자자산	2.5	12.6	25.4	40.7	78.7
유형자산	4.9	7.3	9.5	17.9	53.1
무형자산	0.1	0.2	0.2	1.1	3.6
자산총계	57.4	66.2	80.6	107.4	199.7
유동부채	3.1	3.4	3.7	5.6	18.7
매입채무	1.4	1.5	1.9	3.3	6.7
유동성이자부채	0.0	0.2	0.4	0.7	10.6
비유동부채	1.5	2.6	15.6	8.5	73.2
비유동이자부채	1.0	1.6	14.7	6.1	71.3
부채총계	4.6	6.0	19.3	14.1	91.9
자본금	3.6	3.7	11.0	11.4	11.4
자본잉여금	35.2	35.5	30.4	43.9	52.0
이익잉여금	13.7	20.7	20.6	33.3	36.9
자본조정	0.0	(1.7)	(4.2)	(3.6)	(2.3)
자기주식	0.0	(1.6)	(4.3)	(6.4)	(6.4)
자본총계	52.8	60.3	61.3	93.3	107.8
투하자본	32.2	40.5	33.3	47.4	105.4
순차입금	(20.6)	(11.6)	(7.2)	(10.9)	71.2
ROA	n/a	13.7	16.6	16.6	3.7
ROE	n/a	15.3	20.9	21.8	6.2
ROIC	n/a	21.2	18.6	29.7	9.0

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	21.2	29.2	33.0	45.7	52.6
증가율 (Y-Y,%)	18.7	37.2	13.1	38.5	15.1
영업이익	5.5	9.0	7.3	13.2	9.5
증가율 (Y-Y,%)	(25.2)	64.9	(18.9)	79.8	(28.0)
EBITDA	6.0	10.1	8.9	16.1	14.0
영업외손익	0.4	0.9	5.6	3.9	(4.9)
순이자수익	0.2	0.9	0.1	(0.0)	(2.4)
외화관련손익	0.0	0.0	(0.0)	(0.1)	(0.3)
지분법손익	0.0	(0.0)	5.4	3.7	(0.8)
세전계속사업손익	5.9	9.9	12.9	17.1	4.6
당기순이익	5.1	8.5	12.1	15.6	5.7
지배기업당기순이익	5.2	7.3	10.8	13.8	4.5
증가율 (Y-Y,%)	(58.1)	65.9	43.7	28.2	(63.5)
NOPLAT	4.7	7.7	6.9	12.0	6.9
(+) Dep	0.5	1.1	1.6	2.9	4.5
(-) 운전자본투자	25.2	4.2	(9.5)	5.0	20.5
(-) Capex	4.7	2.0	3.0	10.3	37.5
OpFCF	(24.7)	2.6	14.9	(0.4)	(46.6)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	29.1	21.7
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	34.0	1.6
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	39.2	11.4
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	45.2	(12.4)
영업이익률(%)	25.8	31.0	22.2	28.8	18.0
EBITDA마진(%)	28.1	34.7	27.0	35.2	26.6
순이익률 (%)	24.0	29.0	36.8	34.1	10.8

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업현금	3.8	6.4	7.4	10.9	(6.1)
당기순이익	5.1	8.5	12.1	15.6	5.7
자산상각비	0.5	1.1	1.6	2.9	4.5
운전자본증감	(2.4)	(4.0)	(2.4)	(7.2)	(21.4)
매출채권감소(증가)	(2.2)	(2.4)	(0.7)	(3.3)	(0.1)
재고자산감소(증가)	(0.6)	(0.9)	(2.2)	(4.6)	(23.3)
매입채무증가(감소)	(0.0)	(0.0)	0.1	0.8	1.7
투자현금	(16.8)	(15.8)	0.8	(20.5)	(83.6)
단기투자자산감소	(11.5)	0.4	9.4	1.6	(2.0)
장기투자증권감소	0.0	(1.0)	(3.5)	0.0	(40.5)
설비투자	(4.7)	(2.0)	(3.0)	(10.3)	(37.5)
유무형자산감소	1.0	(0.1)	(0.0)	(1.0)	0.0
재무현금	31.4	0.5	1.3	4.7	78.9
차입금증가	0.5	(0.3)	14.6	5.3	80.0
자본증가	30.4	0.4	(13.4)	(3.1)	(1.1)
배당금지급	0.0	0.0	0.7	1.1	1.1
현금 증감	18.5	(8.9)	9.5	(4.9)	(10.8)
총현금흐름(Gross CF)	7.1	11.0	10.7	17.4	16.3
(-) 운전자본증가(감소)	25.2	4.2	(9.5)	5.0	20.5
(-) 설비투자	4.7	2.0	3.0	10.3	37.5
(+) 자산매각	1.0	(0.1)	(0.0)	(1.0)	0.0
Free Cash Flow	(12.0)	(8.8)	9.1	(10.3)	(88.7)
(-) 기타투자	0.0	1.0	3.5	0.0	40.5
잉여현금	(12.0)	(9.8)	5.6	(10.3)	(129.2)

주요투자지표

(원, 배)	2018	2019	2020	2021	2022
Per share Data					
EPS	240	328	494	609	200
BPS	7,240	7,876	2,632	3,697	4,160
DPS	0	33	50	50	50
Multiples(x,%)					
PER	27.3	26.0	69.8	60.1	115.3
PBR	0.9	1.1	13.1	9.9	5.6
EV/ EBITDA	20.4	17.5	83.9	51.0	42.5
배당수익율	0.0	0.4	0.1	0.1	0.2
PCR	20.0	17.1	70.6	47.8	32.1
PSR	6.7	6.5	22.9	18.2	10.0
재무건전성 (%)					
부채비율	8.7	9.9	31.5	15.2	85.2
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	66.0
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	509.0
유동비율	1,630.8	1,355.3	1,238.2	845.3	343.1
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	462.2	3.9
이자비용/매출액	0.1	0.2	2.3	1.0	5.9
자산구조					
투하자본(%)	57.2	60.9	41.2	44.8	54.1
현금+투자자산(%)	42.8	39.1	58.8	55.2	45.9
자본구조					
차입금(%)	1.9	2.9	19.7	6.8	43.2
자기자본(%)	98.1	97.1	80.3	93.2	56.8

자료: 다올투자증권

박종현
의료기기 | alex.park@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

큐렉소 (060280)

꾸준하게 보여주는 중

NOT RATED

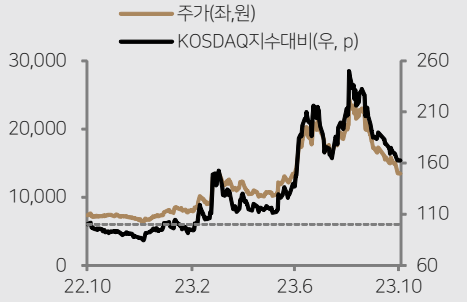
	현재	직전	변동
투자의견	NOT RATED		신규
적정주가			
Earnings			

Stock Information	
현재가 (10/24)	14,240원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	5,832억원
비중(KOSDAQ내)	0.16%
발행주식수	40,956천주
52주 최저가 / 최고가	6,350 - 24,400원
3개월 일평균거래대금	572억원
외국인 지분율	3.4%
주요주주지분율(%)	
에치와이 (외 1인)	30.7
엘앤씨바이오 (외 1인)	13.3

Valuation wide	2020	2021	2022
PER(배)	502.7	n/a	n/a
PBR(배)	5.3	6.1	3.2
EV/EBITDA(배)	175.6	n/a	113.8
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(17.4)	26.2	88.6	111.9
KOSDAQ 대비 상대수익률	(8.9)	34.5	74.6	96.4

Price Trend



Issue
기업 현황 업데이트

Pitch
동사는 의료용 수술로봇 제조사로 상업화된 핵심 제품들의 해외 판매가 본격화되고, 2024E부터는 매출원가율 개선 또한 기대됨. 2023E 컨센서스 PER 100배 근접하나, 매출확대/이익률 개선으로 밸류에이션 정당화 기대

Rationale
- 2Q23 매출액 198억원(YoY +29%), 영업이익 11억원(YoY 흑자전환) 달성되었음. 특히나, 의료로봇 부문은 1H23 매출액 182억원(매출 비중 46%), 영업이익 13억원을 달성하여 임플란트 유통/무역 사업과 별도로 자체 영업이익 흑자 달성. 의료로봇의 경우, **2020년부터 매년 판매 대수 18, 30, 62대**로 꾸준히 증가하였으며 특히나 해외 판매는 2022년부터 본격화. 1H23에만 의료로봇 판매 대수 52대 달성. 2023E 매출액 740억원(YoY +14%), 영업이익 50억원(YoY +350%)
- Top: 2023E 연초 판매 목표였던 80대 상회 기대, 100대 판매 전망. 글로벌 파트너사와의 파트너십 확대 중. 1) 메릴 헬스케어와의 파트너십 확대되어 37개국 계약 추가. 남미/동유럽/아시아 대상으로 2024E부터 해당 매출 기대. 2023E 메릴향 60대 공급 기대. 2) 2023.06월 교세라와 큐비스 조인트 일본 독점 판매 계약 체결. 3) 2H24E 큐비스 조인트 FDA 인허가 획득 목표
- Bottom: 2023.07월 뉴로메카와 큐렉소 로봇팔 납품 계약 체결. 해당 계약을 통해 매출원가 약 25% 절감 기대되어 의료로봇 사업부 GPM은 15%p 개선 기대
- 동사 시가총액 5,800억원 수준이며, 컨센서스 2023E PER로 100배 수준 근접하나, 해외 파트너십 기반 매출 확대와 이익률 개선을 통해 밸류에이션 정당화 기대

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	30	33	34	34	39	43	65
영업이익	(40)	1	(4)	(4)	1	(2)	1
EBITDA	(37)	1	(3)	(4)	1	(1)	2
당기순이익	(1)	(17)	(29)	(26)	0	(2)	(3)
자산총계	78	76	73	47	49	61	98
자본총계	73	71	70	44	45	43	82
순차입금	(1)	(2)	(12)	(7)	(5)	5	7
매출증가율	(12.6)	11.4	1.2	1.5	14.2	8.9	51.9
영업이익률	(134.4)	1.7	(11.3)	(12.5)	1.3	(4.2)	1.7
순이익률	(4.6)	(50.4)	(86.8)	(75.4)	1.1	(5.5)	(4.7)
EPS증가율	적지	적지	적지	적지	흑전	적전	적지
ROE	(2.1)	(23.5)	(41.8)	(45.5)	0.9	(5.3)	(4.9)

Note: K-IFRS 별도 기준 / Source: 다올투자증권

큐렉소

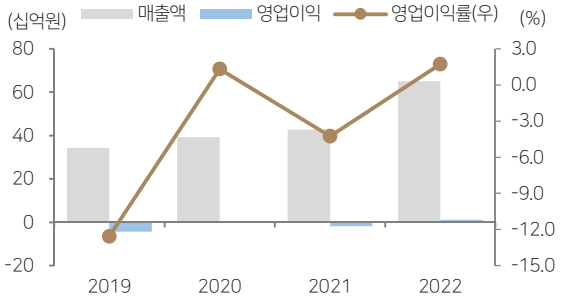
큐렉소는,

동사는 1992년 설립되어 2005년 큐렉소로 사명 변경. 2007년 수술로봇 기업 Think Surgical에 투자 및 ROBODOC/ TSolution One 개발. 2011년 한국 야쿠르트(현 최대주주 에치와이)가 500억원 투자하여 최대주주 변경되었음. 이어 2017년 현대중공업 의료로봇사업부를 신주발행 통해 양수하였음

의료로봇사업부문은 정형외과 수술로봇인 '큐비스 조인트', '큐비스 스파인', 재활치료로봇인 '모닝워크'가 핵심 제품. 2021년 큐비스 스파인은 FDA 인허가 획득. 동사 조인트 제품의 핵심 경쟁력은 인공관절 제품 호환성에 있음. 경쟁제품은 자체 인공관절만 사용 가능하나, 큐렉소는 인공관절 대다수 제품에 대한 호환이 가능

Financials

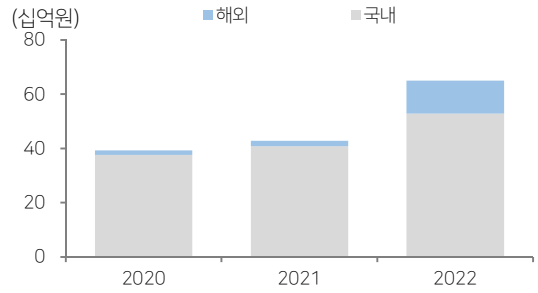
- 2022년 매출액 650억원(YoY +52%), 영업이익 11억원(YoY +흑자 전환)
- 1H23 기준 큐비스 조인트/ 스파인/ 모닝워크/ 인모션 판매 대수는 각각 41/1/7/3대



Source: 다올투자증권

국가별 Breakdown

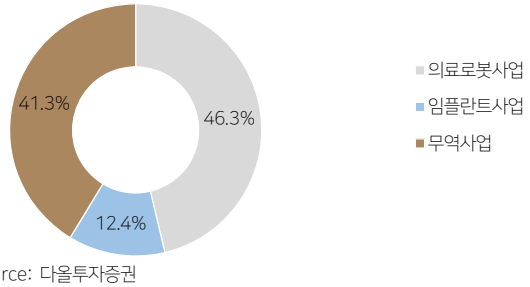
- 2021년까지 해외 매출액 비중 5% 미만이었으나, 2022년 해외 매출 19%달성했으며,
- 1H23 해외 매출액 비중 32%로 확대



Source: 다올투자증권

사업부문 Breakdown

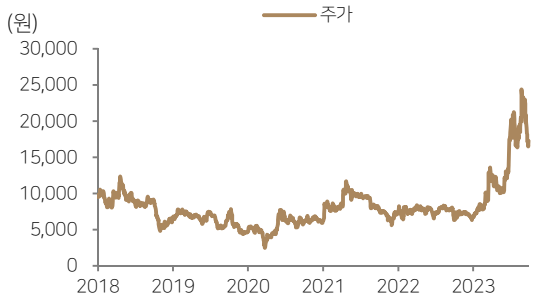
- 1H23 기준 의료로봇 매출 비중 46%으로 향후 수술로봇 매출 확대로 비중 확대 기대
- 무역사업은 관계회사향 식품 원료 수입 및 판매로 연간 매출 300억원대
- 임플란트 유통 사업은 Zimmer 인공관절 유통



Source: 다올투자증권

주가

- 당사 2023년 AI 관련 업체로 주목받아 주가 상승했으며,
- 의료로봇 매출 확대 통해 높아진 시가총액 정당화 중



Source: 다올투자증권

제품사진

- 당사 주력 제품인 큐비스 스파인은 2021년 FDA 인허가 획득
- 큐비스 조인트는 2024E말 FDA 허가 기대



Source: 다올투자증권

재무제표 (K-IFRS 별도)

대차대조표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	39.6	35.9	39.1	50.5	76.0
현금성자산	12.2	7.1	6.1	8.9	7.5
매출채권	10.5	9.1	11.3	12.8	18.0
재고자산	16.8	19.5	21.2	27.9	35.4
비유동자산	33.7	11.2	9.8	10.8	22.4
투자자산	23.7	4.7	3.3	6.7	19.1
유형자산	2.5	1.7	1.0	1.7	2.4
무형자산	7.5	4.8	5.5	2.5	1.0
자산총계	73.3	47.1	48.9	61.3	98.4
유동부채	3.3	2.5	3.4	18.3	16.6
매입채무	2.6	1.4	2.4	4.0	1.6
유동성이자부채	0.0	0.5	0.5	13.6	14.4
비유동부채	0.0	0.6	0.7	0.1	0.1
비유동이자부채	0.0	0.1	0.2	0.1	0.1
부채총계	3.3	3.1	4.1	18.4	16.7
자본금	16.7	16.7	16.7	16.7	19.5
자본잉여금	157.9	157.9	158.2	158.5	196.3
이익잉여금	(104.3)	(130.5)	(130.0)	(132.3)	(135.0)
자본조정	(0.3)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	0.9
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	70.0	44.0	44.8	42.9	81.7
투하자본	38.8	37.4	39.3	45.7	74.8
순차입금	(12.2)	(6.6)	(5.4)	4.8	7.0
ROA	(39.5)	(43.0)	0.9	(4.3)	(3.8)
ROE	(41.8)	(45.5)	0.9	(5.3)	(4.9)
ROIC	(8.1)	(8.2)	1.3	(3.1)	1.3

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	33.9	34.4	39.3	42.8	65.0
증가율 (Y-Y,%)	1.2	1.5	14.2	8.9	51.9
영업이익	(3.8)	(4.3)	0.5	(1.8)	1.1
증가율 (Y-Y,%)	적전	적지	흑전	적전	흑전
EBITDA	(3.3)	(3.6)	1.2	(0.8)	2.4
영업외손익	(25.6)	(21.6)	(0.1)	(0.5)	(4.0)
순이자수익	0.3	0.2	0.1	(0.7)	(0.8)
외화관련손익	0.2	0.0	(0.0)	0.1	(0.4)
지분법손익	(19.2)	(19.0)	0.0	0.0	(0.4)
세전계속사업손익	(29.4)	(25.9)	0.4	(2.3)	(2.9)
당기순이익	(29.4)	(25.9)	0.4	(2.3)	(3.0)
증가율 (Y-Y,%)	적전	적지	흑전	적전	적지
NOPLAT	(2.8)	(3.1)	0.5	(1.3)	0.8
(+) Dep	0.5	0.7	0.6	1.0	1.2
(-) 운전자본투자	11.0	2.6	3.3	6.8	29.4
(-) Capex	2.1	0.3	0.7	0.6	0.4
OpFCF	(15.4)	(5.4)	(2.8)	(7.8)	(27.7)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	6.8	4.6	5.5	8.1	23.6
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	(2.3)	n/a	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	10.3	n/a	n/a
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출총이익률(%)	18.1	16.2	23.8	21.2	22.1
영업이익률(%)	(11.3)	(12.5)	1.3	(4.2)	1.7
EBITDA마진(%)	(9.8)	(10.6)	3.0	(1.9)	3.6
순이익률 (%)	(86.8)	(75.4)	1.1	(5.5)	(4.7)

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업현금	(15.2)	(5.1)	(1.5)	(8.7)	(13.1)
당기순이익	(29.4)	(25.9)	0.4	(2.3)	(3.0)
자산상각비	0.5	0.7	0.6	1.0	1.2
운전자본증감	(13.1)	(1.5)	(3.7)	(8.5)	(16.7)
매출채권감소(증가)	(1.9)	2.2	(2.2)	(1.5)	(5.5)
재고자산감소(증가)	(12.3)	(2.2)	(1.8)	(7.4)	(8.5)
매입채무증가(감소)	0.8	(1.0)	1.0	1.5	(2.5)
투자현금	(9.4)	3.6	2.2	(5.9)	(28.2)
단기투자자산감소	(5.5)	4.0	3.0	(3.6)	(27.6)
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(2.1)	(0.3)	(0.7)	(0.6)	(0.4)
유무형자산감소	(0.3)	(0.0)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
재무현금	26.4	0.4	(0.1)	14.7	40.2
차입금증가	(3.0)	0.4	(0.1)	14.7	(0.2)
자본증가	29.4	0.0	0.0	0.0	40.5
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	1.9	(1.1)	0.5	0.1	(1.0)
총현금흐름(Gross CF)	(2.2)	(3.7)	2.0	(0.3)	3.2
(-) 운전자본증가(감소)	11.0	2.6	3.3	6.8	29.4
(-) 설비투자	2.1	0.3	0.7	0.6	0.4
(+) 자산매각	(0.3)	(0.0)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
Free Cash Flow	(24.7)	(1.7)	0.5	(14.8)	(41.7)
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
잉여현금	(24.7)	(1.7)	0.5	(14.8)	(41.7)

주요투자지표

(원, 배)	2018	2019	2020	2021	2022
Per share Data					
EPS	(882)	(777)	12	(70)	(78)
BPS	1,874	1,176	1,176	1,208	2,074
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	n/a	n/a	502.7	n/a	n/a
PBR	3.4	4.0	5.3	6.1	3.2
EV/ EBITDA	n/a	n/a	175.6	n/a	113.8
배당수익율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	n/a	n/a	105.4	n/a	82.9
PSR	6.3	4.6	5.3	5.8	4.0
재무건전성 (%)					
부채비율	4.7	7.2	9.1	42.9	20.5
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	11.2	8.6
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	298.2
유동비율	1,211.7	1,424.6	1,145.8	276.2	457.9
이자보상배율	12.8	21.0	n/a	n/a	1.4
이자비용/매출액	0.1	0.0	0.1	1.8	2.2
자산구조					
투하자본(%)	52.0	75.9	80.7	74.6	73.8
현금+투자자산(%)	48.0	24.1	19.3	25.4	26.2
자본구조					
차입금(%)	0.0	1.3	1.5	24.2	15.1
자기자본(%)	100.0	98.7	98.5	75.8	84.9

자료: 다올투자증권

박종현
의료기기 | alex.park@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

한스바이오메드 (042520)

안정적인 의료기기 매출과 실리콘 기대감

NOT RATED

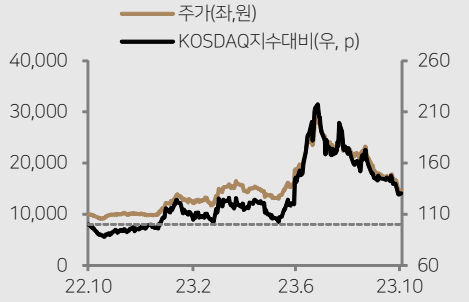
	현재	직전	변동
투자의견	NOT RATED		신규
적정주가			
Earnings			

Stock Information	
현재가 (10/24)	15,160원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	2,051억원
비중(KOSDAQ내)	0.06%
발행주식수	13,526천주
52주 최저가 / 최고가	9,130 - 28,700원
3개월 일평균거래대금	44억원
외국인 지분율	3.8%
주요주주지분율(%)	
황호찬 (외 4인)	23.1
오스템임플란트 (외 2인)	11.7
자사주 (외 1인)	2.5

Valuation wide	2020	2021	2022
PER(배)	n/a	n/a	15.8
PBR(배)	4.1	3.7	2.2
EV/EBITDA(배)	1,238.6	n/a	24.7
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(17.2)	4.0	53.0	54.1
KOSDAQ 대비 상대수익률	(8.7)	12.3	39.0	38.5

Price Trend



Issue

기업 현황 업데이트

Pitch

북미향 민트리프트가 실적을 견인한 가운데, 2024년 중국향 치과용 뼈이식재 판매 개시 및 인공유방보형물 재출시 기대

Rationale

- 매출 중단되었던 실리콘 소재 부문 매출 기대. 2024년 인공유방 보형물 변경 허가에 따른 국내 재출시 예정. 2020.11월 제품 판매정지 및 회수조치 되었던 인공유방 보형물은 2024년 재출시 예정. 2022.09월 제조 업무정지 처분 취소 소송을 취하, 2023.03월 6개월 제조정지 처분 종료. 22기 실리콘 부문 매출액 282억원을 기록(vs. 24기 19억원)했던만큼 재출시에 따른 기대감 유효
- Biologics 부문은 뼈이식재와 피부이식재로 구분. 치과 뼈이식재 국내 판권을 보유하고 있던 오스템임플란트와 중국 계약 확대. 2024년 관련 매출 기대. 24기 오스템임플란트향 매출은 약 93억원
- 영업 레버리지에 따른 이익률 개선 또한 기업 가치 회복의 관건. 벨라젤 판매하던 20/21기 OPM은 각각 20%, 19%였으나, 25기 3분기 누적 기준 GPM은 58%를 달성하여 OPM 20%를 달성하던 20/21기의 GPM 수준을 회복(53%, 60%). 25기 3분기 기준 누적 판관비는 약 346억원으로 인건비성 120억원, R&D비용 44억원, 지급수수료 44억원, 판매수수료 57억원으로 구성. 25기 매출액 800억원(YoY +7%), 영업이익 6억원(YoY -56%) 전망
- 26기 매출액 1,000억원(YoY +25%), 영업이익 40억원(YoY +597%) 달성 기대. 인공유방 보형물 출시 일정에 따른 판관비 집행이나 매출액은 미반영. 향후 영업 레버리지에 따른 이익률 개선이 기대됨

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	29	39	52	67	80	59	74
영업이익	6	9	10	13	(3)	(20)	1
EBITDA	7	11	12	14	0	(15)	6
지배주주순이익	5	8	4	10	(18)	(18)	6
자산총계	65	80	92	134	132	129	132
자본총계	48	55	70	84	69	48	47
순차입금	9	15	3	28	25	56	56
매출증가율	(56.6)	34.5	32.5	29.5	19.6	(26.2)	26.0
영업이익률	20.6	24.2	20.2	18.8	(4.3)	(33.5)	1.7
순이익률	15.9	20.0	8.0	14.9	(22.3)	(30.9)	8.3
EPS증가율	(53.3)	69.3	(46.9)	138.2	적전	적지	흑전
ROE	10.6	16.2	8.5	13.6	(26.9)	(42.2)	10.9

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

한스바이오

한스바이오메드는,

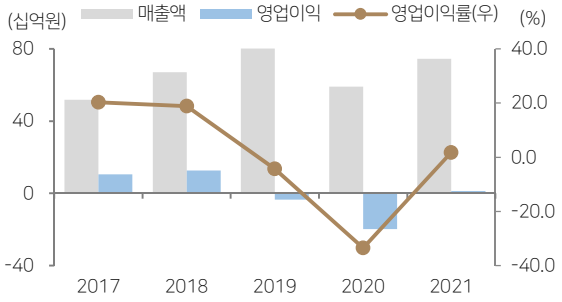
동사는 1993년 인체조직 이식재 및 의료기기 등 제품 판매 목적으로 설립. 사업부문은 이식재 부문인 Biologics와 의료기기, 실리콘소재로 구분

2020.11월 허가사항과 다른 5가지 실리콘 원재료 사용으로 제품 판매정지 및 회수조치. 22기 판매보증충당부채 94억원 발생. 원재료 관련 질환 발생 및 파열 환자 수술비, 검사비 지원책 발표. (BIA-ALCL에 대해 최초 이식일 기준 10년 최대 1억원 보상)

23기 매출액 591억원으로 실리콘부문 매출 감소에 나타나 영업적자 197억원 발생

Financials

- 22기 판매정지 및 회수조치에 따라 판매보증충당금 95억원 발생하여 적자 전환
- 실리콘 부문 매출 감소에 따라 고정비 부담 증가로 적자폭 확대되나, 24기 흑자 전환

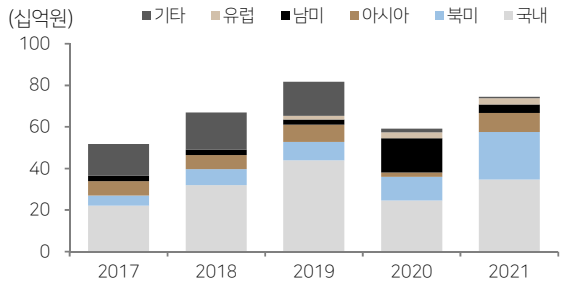


Source: 다올투자증권

한스바이오

국가별 Breakdown

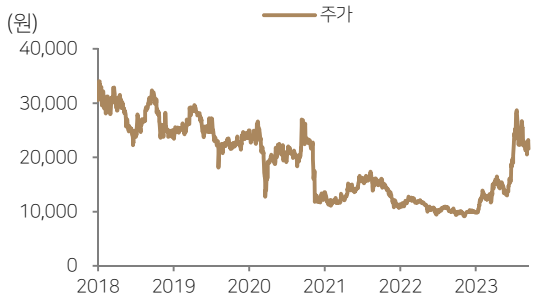
- 민트리프트 매출 증가에 따라 북미 매출 비중 증가 중. 24기 3분기 누적 기준 북미 매출 비중 22%
- 2024E 중국향 임플란트 골이식재 매출 확대 및 남미 민트리프트 매출 본격화 기대



Source: 다올투자증권

주가

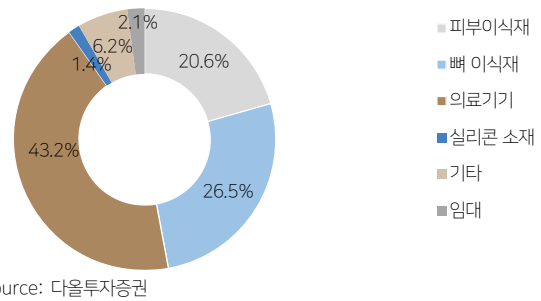
- 2020년 동사 판매 정지 및 회수 조치 이후 주가 하락
- 2023년 판매정지 처분 종료 이후, 인공보형물 재출시 기대감에 따라 주가 상승



Source: 다올투자증권

사업부문 Breakdown

- 피부이식재 및 뼈 이식재 부문 매출 비중이 47%를 차지하며 실리콘 부문 관련 매출은 1.4%
- 민트리프트 매출 확대에 따라 의료기기 매출 비중 확대 중



Source: 다올투자증권

제품사진

- 동사 핵심 주력인 안면조직고정용 리프팅실 민트리프트로 100% 생분해 성분인 PDO. 360도 3D 입체 돌기로 고정력이 높음



Source: 다올투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

한스바이오

대차대조표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	37.2	58.8	58.7	51.1	54.4
현금성자산	8.7	11.2	14.6	7.1	9.2
매출채권	15.3	14.8	15.4	9.7	10.0
재고자산	12.3	15.2	17.7	18.7	26.9
비유동자산	54.5	75.3	73.1	78.3	77.3
투자자산	26.1	20.9	22.3	30.6	29.5
유형자산	26.0	44.5	47.2	46.6	46.9
무형자산	2.5	9.8	3.6	1.1	0.9
자산총계	91.7	134.1	131.8	129.4	131.7
유동부채	20.1	24.2	28.1	61.0	74.4
매입채무	3.9	4.9	7.4	4.7	7.3
유동성이자부채	12.0	15.3	16.8	48.2	63.9
비유동부채	2.1	25.8	34.4	20.9	9.8
비유동이자부채	0.0	23.6	22.7	14.5	1.3
부채총계	22.2	50.0	62.5	81.9	84.2
자본금	4.9	5.0	5.1	5.1	5.1
자본잉여금	26.2	27.2	32.3	32.3	32.3
이익잉여금	35.4	44.0	25.0	9.1	15.3
자본조정	(1.3)	(1.3)	(2.0)	(2.0)	(7.0)
자기주식	(0.1)	(0.1)	(0.9)	(0.9)	(5.1)
자본총계	69.5	84.1	69.3	47.6	47.5
투하자본	71.1	111.6	94.1	94.3	97.4
순차입금	3.3	27.7	24.9	55.6	56.1
ROA	5.9	8.4	(13.7)	(16.9)	3.8
ROE	8.5	13.6	(26.9)	(42.2)	10.9
ROIC	13.7	11.4	(2.4)	(15.2)	1.0

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	51.7	67.0	80.1	59.1	74.5
증가율 (Y-Y,%)	(35.4)	29.5	19.6	(26.2)	26.0
영업이익	10.5	12.6	(3.4)	(19.8)	1.3
증가율 (Y-Y,%)	흑전	20.4	적전	적지	흑전
EBITDA	12.3	14.3	0.2	(15.0)	6.2
영업외손익	(5.0)	(1.1)	(13.3)	(1.8)	2.2
순이자수익	(0.3)	(0.5)	(1.2)	(3.4)	(6.0)
외화관련손익	(0.4)	0.8	(0.1)	0.2	1.9
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	(2.6)
세전계속사업손익	5.5	11.5	(16.7)	(21.6)	3.5
당기순이익	5.1	9.5	(18.2)	(22.1)	4.9
지배기업당기순이익	4.2	10.0	(17.8)	(18.3)	6.1
증가율 (Y-Y,%)	흑전	87.4	적전	적지	흑전
NOPLAT	9.7	10.4	(2.5)	(14.3)	0.9
(+) Dep	1.9	1.8	3.6	4.8	4.9
(-) 운전자본투자	1.1	18.2	(5.9)	(1.6)	3.5
(-) Capex	2.2	15.6	7.0	4.9	4.0
OpFCF	8.2	(21.6)	0.0	(12.8)	(1.7)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	30.2	32.1	27.0	4.5	3.6
영업이익증가율(3Yr)	27.4	28.1	n/a	n/a	(53.2)
EBITDA증가율(3Yr)	27.9	26.5	(73.5)	n/a	(24.4)
순이익증가율(3Yr)	1.1	25.8	n/a	n/a	(19.7)
영업이익률(%)	20.2	18.8	(4.3)	(33.5)	1.7
EBITDA마진(%)	23.8	21.4	0.3	(25.4)	8.3
순이익률 (%)	9.8	14.2	(22.7)	(37.4)	6.6

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업현금	4.3	6.7	4.6	(14.6)	(4.3)
당기순이익	5.1	9.5	(18.2)	(22.1)	4.9
자산상각비	1.9	1.8	3.6	4.8	4.9
운전자본증감	(4.1)	(2.7)	(4.9)	1.1	(6.4)
매출채권감소(증가)	(5.4)	0.6	(1.9)	1.0	1.2
재고자산감소(증가)	(0.7)	(4.3)	(7.0)	3.5	(6.0)
매입채무증가(감소)	1.9	1.1	3.0	(2.8)	0.3
투자현금	(4.4)	(33.4)	(1.3)	(21.2)	3.2
단기투자자산감소	0.0	(8.7)	6.5	(12.7)	7.2
장기투자증권감소	(1.9)	(10.6)	0.0	(3.7)	0.0
설비투자	(2.2)	(15.6)	(7.0)	(4.9)	(4.0)
유무형자산감소	(0.3)	(0.2)	(0.9)	(0.0)	(0.1)
재무현금	4.1	28.5	0.1	29.7	1.4
차입금증가	(8.2)	26.0	(0.3)	21.1	5.1
자본증가	11.9	1.1	(0.8)	7.5	(4.6)
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	3.8	1.8	3.4	(6.8)	0.5
총현금흐름(Gross CF)	11.2	14.9	13.5	(13.8)	2.9
(-) 운전자본증가(감소)	1.1	18.2	(5.9)	(1.6)	3.5
(-) 설비투자	2.2	15.6	7.0	4.9	4.0
(+) 자산매각	(0.3)	(0.2)	(0.9)	(0.0)	(0.1)
Free Cash Flow	2.7	(21.2)	7.3	(33.8)	(0.3)
(-) 기타투자	1.9	10.6	0.0	3.7	0.0
잉여현금	0.8	(31.8)	7.3	(37.5)	(0.3)

주요투자지표

(원, 배)	2018	2019	2020	2021	2022
Per share Data					
EPS	422	1,005	(1,766)	(1,810)	608
BPS	6,371	6,568	5,616	4,289	4,428
DPS	100	120	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	74.4	21.7	n/a	n/a	15.8
PBR	4.9	3.3	4.1	3.7	2.2
EV/ EBITDA	25.4	17.0	1,238.6	n/a	24.7
배당수익율	0.3	0.5	0.0	0.0	0.0
PCR	27.7	14.6	17.1	n/a	33.4
PSR	6.0	3.2	2.9	2.7	1.3
재무건전성 (%)					
부채비율	31.9	59.5	90.2	172.0	177.5
Net debt/Equity	4.8	32.9	35.9	116.9	118.3
Net debt/EBITDA	27.0	193.0	12,110.4	n/a	905.9
유동비율	185.6	243.1	208.9	83.8	73.0
이자보상배율	40.5	23.8	n/a	n/a	0.2
이자비용/매출액	0.7	0.9	1.7	5.9	8.4
자산구조					
투하자본(%)	67.2	77.6	71.8	71.4	71.6
현금+투자자산(%)	32.8	22.4	28.2	28.6	28.4
자본구조					
차입금(%)	14.7	31.6	36.3	56.9	57.9
자기자본(%)	85.3	68.4	63.7	43.1	42.1

자료: 다올투자증권

수술/재생 의료

박종현
의료기기 | alex.park@daolfn.com

코렌텍 (104540)

종합 정형외과 플랫폼 되기 위해

NOT RATED

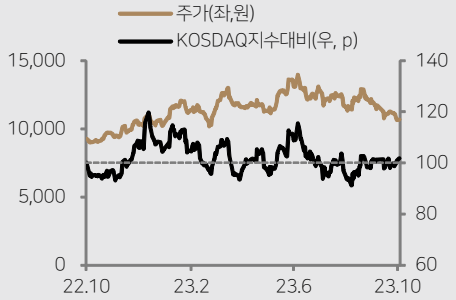
	현재	직전	변동
투자의견	NOT RATED		신규
적정주가			
Earnings			

Stock Information	
현재가 (10/24)	10,750원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	1,371억원
비중(KOSDAQ내)	0.04%
발행주식수	12,757천주
52주 최저가 / 최고가	9,000 - 13,950원
3개월 일평균거래대금	7억원
외국인 지분율	2.7%
주요주주지분율(%)	
선두훈 (외 17인)	19.6
손영선 (외 1인)	0.4
김정성 (외 1인)	0.4

Valuation wide	2020	2021	2022
PER(배)	128.5	187.4	74.9
PBR(배)	4.7	2.7	2.5
EV/EBITDA(배)	32.6	24.2	17.4
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(10.0)	(7.3)	18.1	(0.5)
KOSDAQ 대비 상대수익률	(1.6)	0.9	4.1	(16.0)

Price Trend



Issue

기업 현황 업데이트

Pitch

종합 정형외과 플랫폼 갖추기 위해 공격적인 M&A 진행 중인 인공관절 전문 기업. 해외 신규 계약 기반으로 2023E 매출액 성장 32% 기대

Rationale

- 동사는 2000년 설립된 인공관절 전문기업. 동사의 핵심 제품은 인공 슬관절과 고관절이며 척추고정체, 인공견관절 매출 확대 중. 비유기적 성장에 있어서는 제약사 인수 등을 통해 종합 정형외과 플랫폼으로 거듭나는 중

- 글로벌 외형 성장에 주목. **1H23 해외 매출액 비중은 30.8%로 국가 진출 확대 통해 해외 매출액 점진적 확대 중.** 동사는 태국(23E 2백만달러)/ 멕시코(23E 3백만달러)를 중심으로 외형 성장이 이루어지고 있으며, 2024E 브라질과 일본, 중국, 동유럽 신규 계약 체결 예정. 일본 고관절 품목 허가 2023.06월 획득. 북미 서부 지역 진출 통한 매출 확대로 주목

- 2023.05월 인수한 우성제약은 주사제 ETC 전문 포트폴리오 보유. 정형외과 종합 포트폴리오 제공 가능하여 외형 성장에 기여

- 2023E 매출액 847억원(YoY +32%), 영업이익 70억원(YoY +20%) 달성 전망. 주력 판매 지역인 미국과 멕시코, 태국 매출액 128억원, 47억원, 35억원 전망. 해외 진출 및 외형 성장 이루어지고 있으나, 자회사 연결에 따른 판관비 상승으로 영업이익률 소폭 하락. 2024E 본업 해외 매출 확대 통한 영업 레버리지 지켜봐야 하는 시점

- 동사 8, 9회차 전환사채 총 350억원 발행했으며 전환가액은 각각 8,900원과 10,174원

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	36	38	33	40	40	45	64
영업이익	2	(1)	(5)	3	4	4	6
EBITDA	6	5	1	6	7	7	10
지배주주순이익	0	(8)	(30)	3	2	1	2
자산총계	96	100	64	63	96	119	172
자본총계	60	54	24	30	46	57	75
순차입금	0	17	17	14	19	29	35
매출증가율	(10.5)	4.6	(11.2)	20.3	0.8	10.2	43.2
영업이익률	4.6	(1.6)	(15.6)	8.2	9.9	8.5	9.1
순이익률	1.3	(20.9)	(89.1)	6.2	3.9	1.7	2.8
EPS증가율	(79.9)	적전	적지	흑전	(42.8)	(52.3)	123.3
ROE	0.8	(13.8)	(76.4)	9.3	4.1	1.5	4.3

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

코렌텍

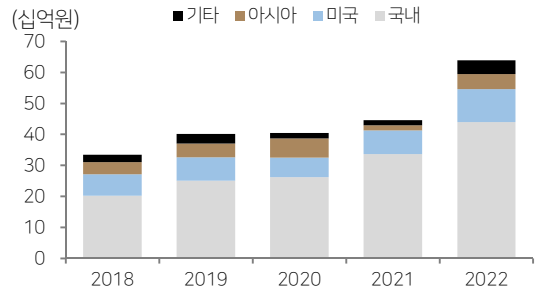
코렌텍은,

동사는 선두훈 영훈의료재단 이사장이 2000년 설립한 인공관절 전문 기업으로 2013년 코스닥 상장

인공관절 전문 기업에서 제약 및 병원관련 사업으로 영역 확대 중. 2022년 선헬스케어, 2023년 우성제약 인수

국가별 Breakdown

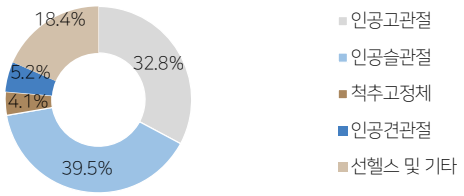
- 국내 1위 고관절 인공관절 업체로 글로벌 20개국 진출. 2022년 기준 해외 매출액 비중 31%
- 2017년 북미 수술 전문 병원을 인수하여 매출 80%가 동부 지역이나 서부 진출 예정
- 브라질, 일본(고관절) 및 동유럽 진출하여 매출 확대 예정



Source: 다올투자증권

사업부문 Breakdown

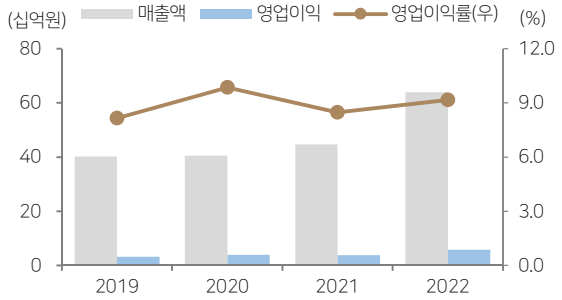
- 국내 인공관절의 경우, 고관절 MS 1위, 슬관절 3위 달성하였음
- 1H23 기준 인공고관절 및 인공슬관절 매출 비중이 85%
- 2022.07월 미국 관절 수술 전문병원 보유한 선헬스케어인터내셔널 인수. 2023.05월 제약사 우성제약 인수



Source: 다올투자증권

Financials

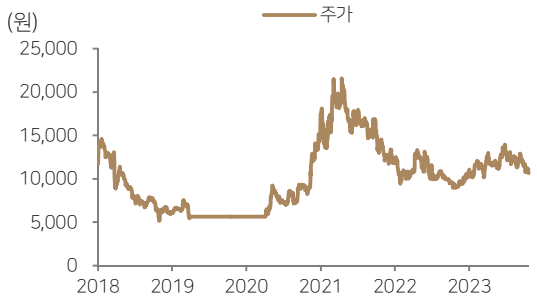
- 2022년 매출액 639억원(YoY +43%), 영업이익 59억원(YoY +55%) 달성하였음. 선헬스케어 인수로 외형 성장
- 2023.05월 우성 제약 인수에 따른 매출액 증가 기대



Source: 다올투자증권

주가

- 2019년 감사의견 한정 제시로 거래 정지되었으나, 2020.04월 거래정지 해제



Source: 다올투자증권

제품사진

- 동사는 국내 인공고관절 MS 1위를 기반으로 해외 매출 확대 이어지는 중



Source: 코렌텍, 다올투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	39.0	36.6	64.8	84.9	114.2
현금성자산	8.4	4.1	17.7	19.8	21.0
매출채권	14.1	16.0	19.7	19.7	44.4
재고자산	16.3	15.5	20.7	23.9	22.5
비유동자산	25.2	26.2	31.3	34.0	57.6
투자자산	8.7	11.4	12.8	10.0	10.6
유형자산	15.0	13.9	17.9	23.2	37.2
무형자산	1.5	0.9	0.8	0.8	9.8
자산총계	64.3	62.8	96.1	118.9	171.8
유동부채	12.3	27.7	27.7	22.2	66.2
매입채무	8.1	9.8	8.9	7.3	34.1
유동성이자부채	1.5	15.8	17.8	12.1	30.9
비유동부채	27.8	5.2	22.1	40.1	30.3
비유동이자부채	23.9	2.1	18.9	36.2	25.2
부채총계	40.2	32.8	49.7	62.3	96.6
자본금	5.0	5.3	5.8	5.9	6.2
자본잉여금	73.4	76.5	90.3	101.0	106.2
이익잉여금	(56.4)	(54.2)	(52.2)	(51.4)	(47.6)
자본조정	2.2	2.3	2.5	1.1	1.0
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	24.1	29.9	46.4	56.6	75.3
투하자본	41.2	43.8	60.9	81.0	105.4
순차입금	17.1	13.8	19.0	28.6	35.1
ROA	(36.2)	3.9	2.0	0.7	1.8
ROE	(76.4)	9.3	4.1	1.5	4.3
ROIC	(6.8)	5.6	5.8	2.0	4.5

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	33.4	40.2	40.5	44.6	63.9
증가율 (Y-Y,%)	(11.2)	20.3	0.8	10.2	43.2
영업이익	(5.2)	3.3	4.0	3.8	5.8
증가율 (Y-Y,%)	적전	흑전	21.6	(5.3)	54.7
EBITDA	0.9	6.3	6.8	7.1	9.7
영업외손익	(24.3)	(1.4)	(1.9)	(1.7)	(3.4)
순이자수익	(1.1)	(0.9)	(1.0)	(1.9)	(3.3)
외화관련손익	0.4	0.3	(0.9)	1.0	0.7
지분법손익	(0.6)	0.0	(0.5)	(0.6)	1.3
세전계속사업손익	(29.5)	1.9	2.1	2.1	2.5
당기순이익	(29.8)	2.5	1.6	0.8	2.7
지배기업당기순이익	(29.8)	2.5	1.6	0.8	1.8
증가율 (Y-Y,%)	적전	흑전	(37.2)	(51.5)	247.0
NOPLAT	(3.8)	2.4	3.1	1.4	4.2
(+) Dep	6.1	3.1	2.8	3.3	3.9
(-) 운전자본투자	(5.4)	0.8	16.6	17.8	2.8
(-) Capex	4.0	3.3	6.4	8.4	6.2
OpFCF	3.8	1.4	(17.2)	(21.5)	(0.9)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	3.3	3.8	2.5	10.1	16.7
영업이익증가율(3Yr)	n/a	25.5	n/a	n/a	21.2
EBITDA증가율(3Yr)	(44.5)	0.6	11.5	102.1	15.2
순이익증가율(3Yr)	n/a	75.2	n/a	n/a	1.9
영업이익률(%)	(15.6)	8.2	9.9	8.5	9.1
EBITDA마진(%)	2.6	15.8	16.8	15.9	15.2
순이익률 (%)	(89.1)	6.2	3.9	1.7	4.1

코렌텍

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업현금	5.3	3.9	(3.6)	4.1	10.6
당기순이익	(29.8)	2.5	1.6	0.8	2.7
자산상각비	6.1	3.1	2.8	3.3	3.9
운전자본증감	1.1	(4.9)	(11.1)	(5.3)	(0.3)
매출채권감소(증가)	(0.4)	(1.8)	(4.5)	0.5	(16.4)
재고자산감소(증가)	2.7	(0.4)	(6.1)	(2.6)	2.0
매입채무증가(감소)	0.7	(0.1)	0.2	(2.8)	13.9
투자현금	(3.8)	(4.4)	(19.7)	(16.4)	(8.6)
단기투자자산감소	3.0	0.0	(14.0)	(12.4)	2.7
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.5)	0.0	(0.1)
설비투자	(4.0)	(3.3)	(6.4)	(8.4)	(6.2)
유무형자산감소	(3.3)	(0.9)	(0.3)	(0.1)	(0.5)
재무현금	(4.6)	(3.7)	25.7	19.4	0.2
차입금증가	(7.5)	(12.7)	21.3	15.9	(2.4)
자본증가	0.0	3.7	4.4	3.3	2.4
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	(3.1)	(4.2)	2.4	7.1	2.2
총현금흐름(Gross CF)	3.9	9.0	8.5	9.9	14.2
(-) 운전자본증가(감소)	(5.4)	0.8	16.6	17.8	2.8
(-) 설비투자	4.0	3.3	6.4	8.4	6.2
(+) 자산매각	(3.3)	(0.9)	(0.3)	(0.1)	(0.5)
Free Cash Flow	1.3	(0.3)	(22.3)	(11.9)	5.3
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.5	0.0	0.1
잉여현금	1.3	(0.3)	(22.8)	(11.9)	5.2

주요투자지표

(원, 배)	2018	2019	2020	2021	2022
Per share Data					
EPS	(2,995)	237	135	65	144
BPS	2,272	2,591	3,721	4,484	4,311
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	n/a	23.8	128.5	187.4	74.9
PBR	2.7	2.2	4.7	2.7	2.5
EV/ EBITDA	90.3	11.6	32.6	24.2	17.4
배당수익율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	15.5	7.0	25.0	15.2	9.8
PSR	1.8	1.6	5.3	3.4	2.2
재무건전성 (%)					
부채비율	166.8	109.7	107.2	109.9	128.3
Net debt/Equity	71.0	46.2	41.0	50.4	46.6
Net debt/EBITDA	1,991.7	218.1	280.0	403.1	361.5
유동비율	316.5	132.4	234.1	382.8	172.5
이자보상배율	n/a	3.8	4.1	2.0	1.8
이자비용/매출액	3.6	2.2	2.4	4.5	5.7
자산구조					
투하자본(%)	70.7	73.9	66.6	73.1	76.9
현금+투자자산(%)	29.3	26.1	33.4	26.9	23.1
자본구조					
차입금(%)	51.4	37.5	44.2	46.1	42.7
자기자본(%)	48.6	62.5	55.8	53.9	57.3

자료: 다올투자증권

박종현
의료기기 | alex.park@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

메타바이오메드 (059210)

증설 따라 따박따박

NOT RATED

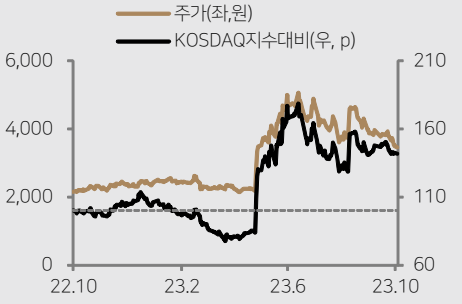
	현재	직전	변동
투자의견	NOT RATED		신규
적정주가			
Earnings			

Stock Information	
현재가 (10/24)	3,630원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	866억원
비중(KOSDAQ내)	0.02%
발행주식수	23,862천주
52주 최저가 / 최고가	2,145 - 5,060원
3개월 일평균거래대금	26억원
외국인 지분율	7.2%
주요주주지분율(%)	
오석송 (외 2인)	23.5
자사주신탁 (외 1인)	4.2
오지수 (외 1인)	0.4

Valuation wide	2020	2021	2022
PER(배)	n/a	7.2	21.0
PBR(배)	1.5	1.2	1.0
EV/EBITDA(배)	16.3	10.7	9.0
배당수익률(%)	0.4	0.7	0.9

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(6.6)	65.0	66.9	57.1
KOSDAQ 대비 상대수익률	1.9	73.2	52.9	41.6

Price Trend



Issue
기업 현황 업데이트

Pitch
동사는 치과 신경치료용 충전재 및 봉합원사 제조 및 판매. 신공장 완공에 따라 CAPA 50% 확충. 증설에 따른 2H23E 실적 개선 기대. 2023E PER 7.5배로 의료기기 업종 평균 PER 대비 저평가

Rationale
- 동사 사업부는 봉합사와 덴탈로 구분. 덴탈은 근관충전재, 덴탈기기 등 판매 중이며, 봉합사는 봉합원사 판매. 봉합원사는 수술용 봉합사 및 미용 리프팅실로 활용. ODM/OEM을 통해 판매 되는 구조
- **동사 핵심 투자포인트는 증설 통한 실적 성장.** COVID19 엔데믹에 따라 수술 수요 증가하면서 고객사 발주 증가. 2022년 동사는 108억원을 투자해 신규 공장 건립을 착공. 2023.05월 준공 완료. 2H23E 신규 설비 가동 개시. 증설에 따라 봉합사 CAPA는 12.5만 km 대비 50% 증가한 18.5만 km. 12.5만 km CAPA 100% 가동이 된 2022년 당시 봉합사 매출액은 262억원이므로 신규 증설 포함 매출액 기준 CAPA는 약 390억원 수준
- 2023E 매출액 825억원(YoY +20%), 영업이익 146억원(YoY +173%) 전망. 매출액 89%가 수출로 발생하고 있어 3Q23 평균 원달러 환율 1,315원으로 2Q23과 유사한 수준의 영업이익률 달성 기대. 1Q24E부터는 봉합사 설비 100% 가동 기대하여 봉합사 매출액 386억원 달성 전망. 2024E 매출액 920억원(YoY +12%), 영업이익 206억원(YoY +41%) 전망
- 2023E PER 7.5배로 의료기기 업종 평균 대비 저평가. 향후 성형 리프팅실 자체 브랜드 제품 개발하여 수직 계열화 기대

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	66	65	53	59	45	59	69
영업이익	4	2	(0)	6	3	5	5
EBITDA	8	6	3	9	7	9	9
지배주주순이익	1	(4)	(1)	3	(4)	10	3
자산총계	120	120	98	103	108	103	121
자본총계	53	47	51	55	50	60	63
순차입금	45	54	31	35	41	23	27
매출증가율	10.8	(0.7)	(19.5)	12.9	(24.2)	30.6	17.3
영업이익률	6.1	3.6	(0.4)	9.7	5.9	8.4	7.7
순이익률	1.0	(6.3)	(2.2)	5.6	(9.1)	16.2	3.8
EPS증가율	(79.2)	적전	적지	흑전	적전	흑전	(72.4)
ROE	1.5	(8.1)	(2.3)	6.9	(8.1)	18.2	6.1

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

메타바이오

메타바이오메드는,

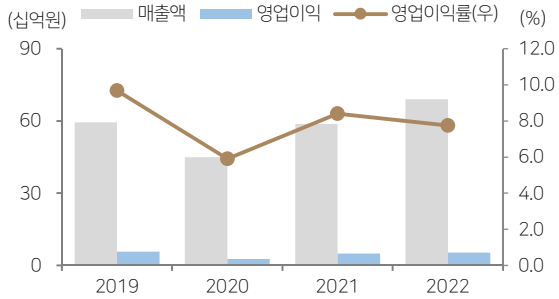
동사는 1990년 메타치재 산업사 설립되어 치과용 충전재 사업 개시했으며 2002년 생분해성 봉합원사 개발 완료. 2008.04월 코스닥 상장. 2011년 오송생명과학 단지 이전, 2023.05월 신공장 준공 완료

주력 제품은 치과 신경치료용 충전재와 수술용 봉합실. 치과 신경치료용 충전재 MS는 25%. 수술용 봉합실은 중국, 유럽 등 50여개국 판매 중

2022.06월 신규공장 건립 착공. 2023.05월 준공 완료. 충전재 Metapex와 Metapaste CAPA는 36만 박스에서 43만 박스로 증가. 봉합사 Mepfil CAPA는 12.5만 km에서 18.5만 km로 증설

Financials

- 2020년 COVID19 펜데믹으로 수술 활동 감소 등으로 매출 감소했으나, 펜데믹 이후 실적 개선
- 1H23 매출액 569억원, 영업이익 67억원 달성하였으며, 봉합사와 덴탈 부문 이익은 47억원과 36억원

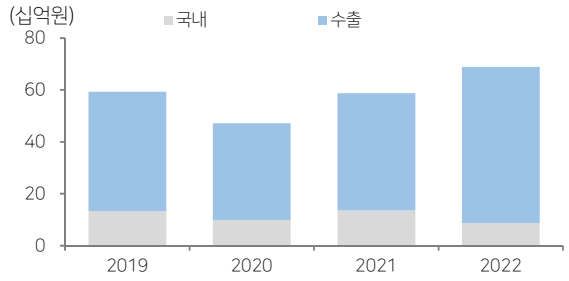


Source: 다올투자증권

메타바이오

국가별 매출 추이

- 수출 매출 비중 확대되고 있어 2022년 기준 수출 매출 비중 87%

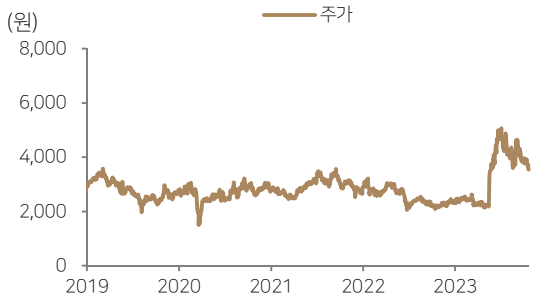


Source: 다올투자증권

메타바이오

주가

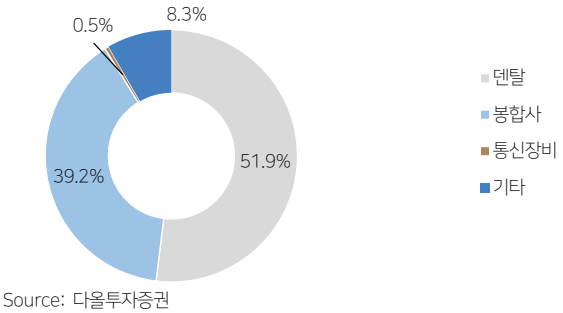
- 1Q23과 2Q23 실적 성장에 따라 주가 상승



Source: 다올투자증권

사업부문 Breakdown

- 동사 사업부는 Dental사업부와 Suture 사업부로 구분. 동사는 생체 분해성 봉합사를 판매하고 있으며, 합성 봉합사를 제조 및 판매. 봉합원사는 당사가 반제품 형태로 판매처에 판매하면 완제품 가공회사는 가공, 판매
- Dental 사업부는 치과용 신경치료 및 수복재료 판매



Source: 다올투자증권

제품사진

- Mepfil은 봉합원사 반제품으로 수술용 봉합사 혹은 미용 리프팅실로 활용



Source: 메타바이오메드, 다올투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	40.3	41.3	52.1	48.2	51.0
현금성자산	6.2	4.1	9.0	12.1	17.7
매출채권	14.3	16.1	12.2	13.1	14.6
재고자산	13.2	15.2	17.0	15.3	14.7
비유동자산	57.4	62.0	55.7	54.9	70.1
투자자산	10.2	11.3	12.1	15.7	16.7
유형자산	40.6	43.7	41.1	37.8	50.7
무형자산	6.6	6.9	2.5	1.4	2.7
자산총계	97.7	103.3	107.9	103.1	121.1
유동부채	40.7	39.3	47.4	38.2	44.8
매입채무	6.5	7.4	5.8	5.5	9.0
유동성이자부채	33.2	30.6	40.1	30.5	32.7
비유동부채	5.6	9.1	10.9	4.9	12.8
비유동이자부채	3.9	8.4	9.8	4.1	12.3
부채총계	46.4	48.4	58.3	43.0	57.6
자본금	11.9	11.9	11.9	11.9	11.9
자본잉여금	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5
이익잉여금	5.7	8.8	4.5	13.6	15.8
자본조정	(2.1)	(1.9)	(2.9)	(1.7)	(1.6)
자기주식	(2.0)	(2.1)	(2.8)	(2.8)	(2.8)
자본총계	51.3	54.9	49.5	60.1	63.4
투하자본	76.6	84.3	84.7	75.3	83.2
순차입금	30.9	34.9	40.9	22.5	27.4
ROA	(1.0)	3.6	(3.9)	9.2	3.2
ROE	(2.3)	6.9	(8.1)	18.2	6.1
ROIC	(0.1)	6.9	2.3	4.5	6.1

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	52.6	59.4	45.0	58.8	68.9
증가율 (Y-Y,%)	(19.5)	12.9	(24.2)	30.6	17.3
영업이익	(0.2)	5.8	2.7	4.9	5.3
증가율 (Y-Y,%)	적전	흑전	(53.7)	85.5	8.0
EBITDA	3.2	9.5	6.6	8.5	9.2
영업외손익	2.9	0.2	(6.3)	2.6	(1.3)
순이자수익	(1.5)	(1.2)	(1.0)	(1.1)	(1.2)
외화관련손익	0.3	(0.0)	(1.2)	1.5	(0.5)
지분법손익	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4
세전계속사업손익	2.7	5.9	(3.6)	7.6	4.0
당기순이익	(1.1)	3.6	(4.1)	9.7	3.6
지배기업당기순이익	(1.1)	3.3	(4.1)	9.5	2.6
증가율 (Y-Y,%)	적지	흑전	적전	흑전	(62.7)
NOPLAT	(0.1)	5.6	1.9	3.6	4.8
(+) Dep	3.4	3.7	3.9	3.6	3.9
(-) 운전자본투자	(0.2)	2.0	7.3	(7.3)	(7.3)
(-) Capex	9.1	7.6	2.2	2.1	15.4
OpFCF	(5.6)	(0.2)	(3.6)	12.4	0.5
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	(8.5)	(3.4)	(11.7)	3.8	5.1
영업이익증가율(3Yr)	n/a	12.7	4.5	n/a	(2.5)
EBITDA증가율(3Yr)	(33.0)	6.9	5.1	37.9	(1.0)
순이익증가율(3Yr)	n/a	68.4	n/a	n/a	0.3
영업이익률(%)	(0.4)	9.7	5.9	8.4	7.7
EBITDA마진(%)	6.2	15.9	14.7	14.5	13.3
순이익률 (%)	(2.1)	6.0	(9.1)	16.4	5.2

메타바이오

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업현금	(5.3)	2.9	4.9	11.1	9.2
당기순이익	(1.1)	3.6	(4.1)	9.7	3.6
자산상각비	3.4	3.7	3.9	3.6	3.9
운전자본증감	(3.2)	(5.1)	0.4	2.3	1.9
매출채권감소(증가)	(2.4)	(2.2)	2.2	(0.2)	(1.0)
재고자산감소(증가)	1.6	(2.2)	(2.0)	2.0	0.9
매입채무증가(감소)	(1.6)	0.1	(0.5)	(1.5)	0.1
투자현금	23.2	(6.7)	(9.9)	6.3	(14.6)
단기투자자산감소	(5.3)	0.2	(6.8)	6.3	(0.2)
장기투자증권감소	40.7	0.0	0.0	0.5	0.4
설비투자	(9.1)	(7.6)	(2.2)	(2.1)	(15.4)
유무형자산감소	(0.4)	(0.5)	(0.8)	1.4	0.1
재무현금	(17.9)	0.7	11.4	(16.1)	8.7
차입금증가	(22.8)	1.0	11.6	(15.9)	9.3
자본증가	4.9	(0.4)	(0.2)	(0.2)	(0.5)
배당금지급	0.2	0.2	0.2	0.2	0.5
현금 증감	0.0	(3.1)	6.3	1.5	3.1
총현금흐름(Gross CF)	1.6	8.8	6.0	9.8	8.8
(-) 운전자본증가(감소)	(0.2)	2.0	7.3	(7.3)	(7.3)
(-) 설비투자	9.1	7.6	2.2	2.1	15.4
(+) 자산매각	(0.4)	(0.5)	(0.8)	1.4	0.1
Free Cash Flow	21.6	(3.0)	(3.5)	18.4	(3.9)
(-) 기타투자	(40.7)	0.0	0.0	(0.5)	(0.4)
잉여현금	62.3	(3.0)	(3.5)	18.9	(3.5)

주요투자지표

(원, 배)	2018	2019	2020	2021	2022
Per share Data					
EPS	(48)	140	(172)	399	110
BPS	1,816	1,943	1,907	2,386	2,426
DPS	10	10	10	20	20
Multiples(x,%)					
PER	n/a	19.9	n/a	7.2	21.0
PBR	1.6	1.4	1.5	1.2	1.0
EV/ EBITDA	31.1	10.7	16.3	10.7	9.0
배당수익율	0.3	0.4	0.4	0.7	0.9
PCR	44.1	7.6	11.2	7.0	6.3
PSR	1.3	1.1	1.5	1.2	0.8
재무건전성 (%)					
부채비율	90.4	88.3	117.8	71.6	90.8
Net debt/Equity	60.2	63.6	82.6	37.5	43.2
Net debt/EBITDA	952.6	368.5	619.6	264.6	298.0
유동비율	98.8	105.1	109.9	126.3	113.7
이자보상배율	n/a	5.0	2.7	4.4	4.6
이자비용/매출액	3.0	2.0	2.2	1.9	2.0
자산구조					
투하자본(%)	82.4	84.5	80.0	73.0	70.8
현금+투자자산(%)	17.6	15.5	20.0	27.0	29.2
자본구조					
차입금(%)	41.9	41.6	50.2	36.6	41.5
자기자본(%)	58.1	58.4	49.8	63.4	58.5

자료: 다올투자증권

박종현
의료기기 | alex.park@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

오스테오닉 (226400)

글로벌 파트너사를 믿어보자

NOT RATED

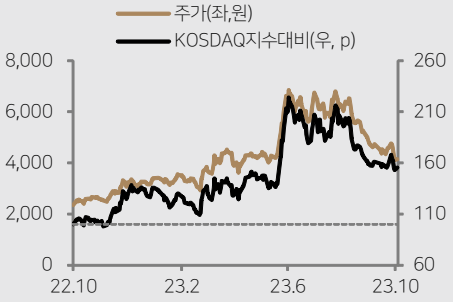
	현재	직전	변동
투자의견	NOT RATED		신규
적정주가			
Earnings			

Stock Information	
현재가 (10/24)	4,290원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	886억원
비중(KOSDAQ내)	0.02%
발행주식수	20,662천주
52주 최저가 / 최고가	2,355 - 6,850원
3개월 일평균거래대금	38억원
외국인 지분율	2.8%
주요주주지분율(%)	
이동원 (외 7인)	22.2
자사주 (외 1인)	4.2
오스테오닉우리사주 (외 1인)	0.3

Valuation wide	2020	2021	2022
PER(배)	n/a	n/a	66.0
PBR(배)	n/a	n/a	1.7
EV/EBITDA(배)	n/a	n/a	11.7
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(9.0)	6.8	72.6	35.5
KOSDAQ 대비 상대수익률	(0.6)	15.1	58.6	20.0

Price Trend



Issue
기업 현황 업데이트

Pitch
2019년부터 체결된 B.Braun 및 ZimmerBiomet향 공급계약 본격화로 매출 확대 중. 정형외과 임플란트 OEM 업체로 레퍼런스 확보한 뒤, 자체 판매 또한 진행하여 투트랙 판매 전략. 매출 성장에 따른 이익률 개선 전망

Rationale
- 동사는 CMF(CranioMaxilloFacial/ 두개, 구강악안면)부터 Sports Medicine까지 정형외과용 임플란트 풀라인업 확보한 업체이며, 2012년 설립 이래 제품군을 확대해왔음. **국내 의료기기 업체들의 경쟁력인 가성비에 비해 부족했던 영업력을 글로벌 의료기기 업체와의 공급 계약을 통해 해소.** 글로벌 업체를 넘는 밸류에이션 프리미엄을 부여할 수 없지만 매출액 본격화되는 과정에서 기업 가치 상승 기대
- 1H22 매출액 130억원(YoY + 53%), 영업이익 15억원(YoY 흑자전환) 달성하였음. **특히나, 생체재료 Sports Medicine 분야 매출액 40억원 달성하여, Zimmer향 매출 본격화 확인**
- 2023E 매출액 300억원(YoY +51%) 및 영업이익 40억원(YoY +58%) 전망. 공급 계약 이후, COVID19 펜데믹으로 영업 활동 불가하여 매출 성장이 더뎠지만, 4Q22부터 본격적인 파트너 향 매출 발생 중. **2019년 B.Braun과 체결한 CMF 제품군은 중국향 매출 타겟. 2022년 CFDA 신청하여, 1H24E 중국 내 CMF 품목 허가 기대.** 자체 판매 또한 진행 중. Trauma 제품군 또한 5월 국내 식약처 허가를 획득하여, 인도네시아/ 브라질 등 해외 매출 기대. CAPA 확장 및 자동화 설비 확충 이전인 2017년에 OPM 26% 기록했다는 점 감안하면 향후 매출 확대에 따라 20% 넘는 영업이익률 달성 가능하여 2024E 매출액 400억원(YoY +33%) 및 영업이익 80억원(YoY +100%) 기대

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	7	9	9	11	13	16	20
영업이익	1	2	0	0	0	1	3
EBITDA	2	(5)	(5)	3	(2)	(2)	5
지배주주순이익	2	(4)	(7)	1	(5)	(3)	1
자산총계	22	30	44	52	63	64	62
자본총계	12	7	29	29	24	36	37
순차입금	3	6	(5)	7	10	2	3
매출증가율	89.3	28.6	6.4	22.9	13.0	27.2	336.2
영업이익률	22.2	26.0	1.5	4.3	1.8	3.7	12.7
순이익률	23.2	(49.7)	(73.1)	4.5	(42.7)	(18.3)	4.2
EPS증가율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	17.7	(44.4)	(37.0)	1.7	(20.2)	(9.5)	n/a

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

오스테오닉

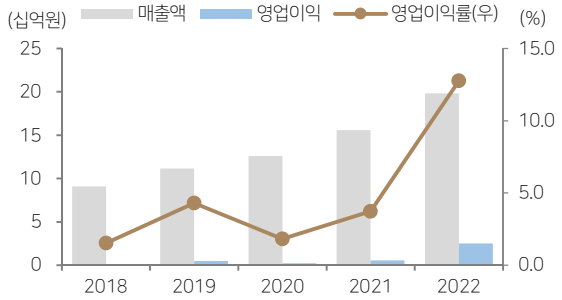
오스테오닉은,

오스테오닉은 2012년 설립되어 CMF 제품군부터 출시하여 정형외과용 임플란트 풀라인업을 보유한 업체. 설립 초기에는 Metal 라인업 제품을 확보했으나, 2015년 이후 생분해성 복합 소재로 소재 다변화 중. 2015년 FDA 허가를 획득하여 2016년 코넥스에 상장하였으며 2018년 코스닥으로 이전 상장. 2019년부터 B.Braun 및 ZimmerBiomet 등 글로벌 업체와 공급계약을 체결하였음

2023년부터 신제품인 Sports Medicine 매출 빠르게 성장 중

Financials

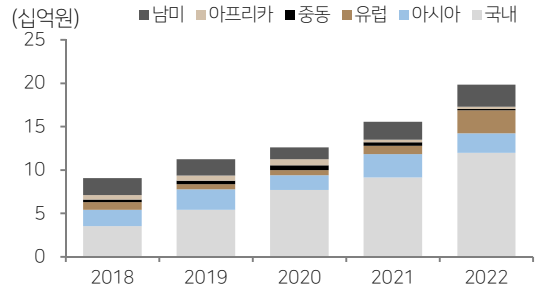
- 2022년 매출액 198억원(YoY +27%), 영업이익 25억원(YoY +336%) 달성. 매출 성장 과정에서 영업 레버리지 발생 중
- 2023E 매출액 300억원(YoY +51%) 기대



Source: 다올투자증권

국가별 Breakdown

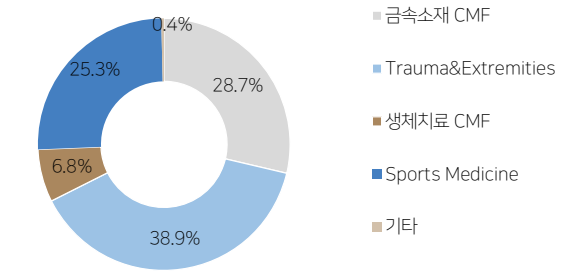
- 2022년 기준 국내 매출 비중 60%이나, 해외 매출 비중 아시아/유럽 중심으로 성장 기대



Source: 다올투자증권

사업부문 Breakdown

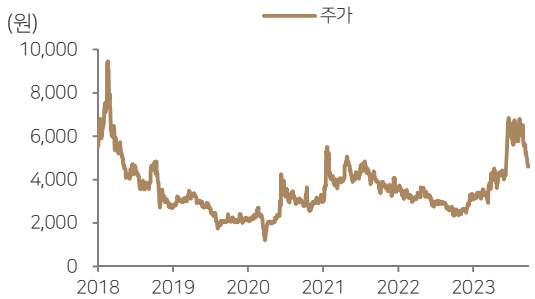
- 1H23 Sports Medicine 매출 비중 25% 차지하며 매출 비중 증가 추세(Zimmer 향 추정)



Source: 다올투자증권

주가

- 2018년 코스닥 이전 상장 후, 주가 하락
- 2023년 글로벌 파트너사 중심 매출 성장 확인되며 주가 상승
- 9/1일 수출데이터 우려로 주가 하락



Source: 다올투자증권

제품사진

- Zimmer Biomet 공급 계약 체결한 Sports Medicine 제품군



Source: 오스테오닉, 다올투자증권

오스테오닉

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	n/a	n/a	n/a	n/a	37.4
현금성자산	n/a	n/a	n/a	n/a	16.6
매출채권	n/a	n/a	n/a	n/a	10.7
재고자산	n/a	n/a	n/a	n/a	8.8
비유동자산	n/a	n/a	n/a	n/a	24.1
투자자산	n/a	n/a	n/a	n/a	6.2
유형자산	n/a	n/a	n/a	n/a	13.0
무형자산	n/a	n/a	n/a	n/a	4.9
자산총계	n/a	n/a	n/a	n/a	61.5
유동부채	n/a	n/a	n/a	n/a	19.7
매입채무	n/a	n/a	n/a	n/a	1.9
유동성이자부채	n/a	n/a	n/a	n/a	17.4
비유동부채	n/a	n/a	n/a	n/a	5.3
비유동이자부채	n/a	n/a	n/a	n/a	1.7
부채총계	n/a	n/a	n/a	n/a	25.0
자본금	n/a	n/a	n/a	n/a	8.7
자본잉여금	n/a	n/a	n/a	n/a	45.3
이익잉여금	n/a	n/a	n/a	n/a	(16.7)
자본조정	n/a	n/a	n/a	n/a	(0.8)
자기주식	n/a	n/a	n/a	n/a	(2.2)
자본총계	n/a	n/a	n/a	n/a	36.5
투하자본	n/a	n/a	n/a	n/a	38.8
순차입금	n/a	n/a	n/a	n/a	2.6
ROA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
ROIC	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	n/a	n/a	n/a	n/a	19.8
증가율 (Y-Y,%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익	n/a	n/a	n/a	n/a	2.5
증가율 (Y-Y,%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	4.9
영업외손익	n/a	n/a	n/a	n/a	(0.4)
순이자수익	n/a	n/a	n/a	n/a	(1.2)
외화관련손익	n/a	n/a	n/a	n/a	0.8
지분법손익	n/a	n/a	n/a	n/a	(0.3)
세전계속사업손익	n/a	n/a	n/a	n/a	2.1
당기순이익	n/a	n/a	n/a	n/a	0.8
지배기업당기순이익	n/a	n/a	n/a	n/a	0.8
증가율 (Y-Y,%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
NOPLAT	n/a	n/a	n/a	n/a	1.0
(+) Dep	n/a	n/a	n/a	n/a	2.4
(-) 운전자본투자	n/a	n/a	n/a	n/a	18.6
(-) Capex	n/a	n/a	n/a	n/a	0.5
OpFCF	n/a	n/a	n/a	n/a	(15.6)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익률(%)	n/a	n/a	n/a	n/a	12.7
EBITDA마진(%)	n/a	n/a	n/a	n/a	24.9
순이익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	4.2

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업현금	n/a	n/a	n/a	n/a	4.0
당기순이익	n/a	n/a	n/a	n/a	0.8
자산상각비	n/a	n/a	n/a	n/a	2.4
운전자본증감	n/a	n/a	n/a	n/a	(1.7)
매출채권감소(증가)	n/a	n/a	n/a	n/a	0.0
재고자산감소(증가)	n/a	n/a	n/a	n/a	(0.9)
매입채무증가(감소)	n/a	n/a	n/a	n/a	(0.1)
투자현금	n/a	n/a	n/a	n/a	5.0
단기투자자산감소	n/a	n/a	n/a	n/a	7.7
장기투자증권감소	n/a	n/a	n/a	n/a	(0.4)
설비투자	n/a	n/a	n/a	n/a	(0.5)
유무형자산감소	n/a	n/a	n/a	n/a	(1.7)
재무현금	n/a	n/a	n/a	n/a	(6.5)
차입금증가	n/a	n/a	n/a	n/a	(5.1)
자본증가	n/a	n/a	n/a	n/a	(1.3)
배당금지급	n/a	n/a	n/a	n/a	0.0
현금 증감	n/a	n/a	n/a	n/a	2.9
총현금흐름(Gross CF)	n/a	n/a	n/a	n/a	5.8
(-) 운전자본증가(감소)	n/a	n/a	n/a	n/a	18.6
(-) 설비투자	n/a	n/a	n/a	n/a	0.5
(+) 자산매각	n/a	n/a	n/a	n/a	(1.7)
Free Cash Flow	n/a	n/a	n/a	n/a	9.1
(-) 기타투자	n/a	n/a	n/a	n/a	0.4
잉여현금	n/a	n/a	n/a	n/a	8.7

주요투자지표

(원, 배)	2018	2019	2020	2021	2022
Per share Data					
EPS	n/a	n/a	n/a	n/a	48
BPS	n/a	n/a	n/a	n/a	1,814
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	0
Multiples(x,%)					
PER	n/a	n/a	n/a	n/a	66.0
PBR	n/a	n/a	n/a	n/a	1.7
EV/ EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	11.7
배당수익율	n/a	n/a	n/a	n/a	0.0
PCR	n/a	n/a	n/a	n/a	9.5
PSR	n/a	n/a	n/a	n/a	2.8
재무건전성 (%)					
부채비율	n/a	n/a	n/a	n/a	68.6
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	7.0
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	51.9
유동비율	n/a	n/a	n/a	n/a	190.1
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	2.2
이자비용/매출액	n/a	n/a	n/a	n/a	6.9
자산구조					
투하자본(%)	n/a	n/a	n/a	n/a	63.0
현금+투자자산(%)					37.0
자본구조					
차입금(%)	n/a	n/a	n/a	n/a	34.4
자기자본(%)	n/a	n/a	n/a	n/a	65.6

자료: 다올투자증권

오스테오닉
오스테오닉

이 페이지는 편집상 공백입니다



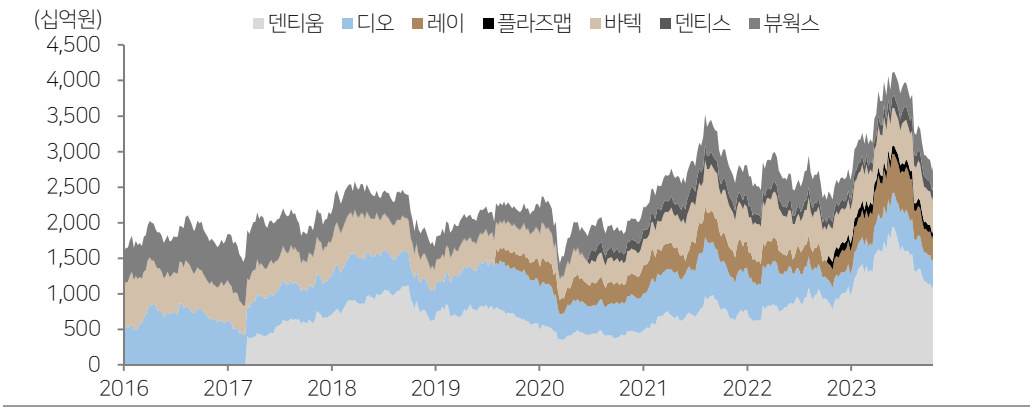
IV-5. 덴탈: 답은 중국에 있다

Fig. 111: 덴탈 업종 요약

(십억원)		덴티움	디오	레이	플라즈맵	바텍	덴티스	뷰웍스
시가총액		1,118.0	371.6	331.6	79.9	462.7	129.8	292.6
매출액	2022	355.9	131.3	129.0	13.3	395.1	87.1	237.9
	2023E	395.3	173.8	154.4	17.3	401.9	108.7	232.4
영업이익	2022	125.7	-4.4	16.2	-17.4	79.6	5.6	43.7
	2023E	130.0	41.3	11.7	-11.6	76.8	11.7	18.6
PER	2023E	12.1	14.0	16.3	-	6.5	10.8	18.9
주요 제품		임플란트 CBCT	임플란트 Full Arch	CBCT 3D 안면스캐너	멸균기 표면처리기	CBCT 구강스캐너 (예정)	임플란트 투명교정	디텍터
2023E 중국 비중		54%	12%	27%	-	25%	7%	9%
투자포인트		중국 VBP 효과 러시아 회복	이란 매출 확대 미국 DSO 효과	북미 대리점 효과 중국 경기 회복 시술 부문 진출	신규 계약 효과 수익성 개선 FDA 인허가	북미 대리점 효과 중국 경기 회복 구매 수요 회복	투명교정 본격화 중국 영업 본격화	재고 정상화 산업용 신규 수요

Source: 다올투자증권

Fig. 112: 덴탈 업종 시가총액 추이



Source: Quantiwise, 다올투자증권

2023.04월 중국 VBP 정책 시행에 따라 국내 덴탈 업종 실적 개선을 예상했다. 다만, 3Q23E 임플란트 업종의 실적 성장 속도가 시장 기대 대비 미진하며 주가가 하락하였다. 또한, 중국 경기에 대한 우려로 덴탈 장비 업종의 중국 실적이 둔화되어 주가가 동반 하락하였다.

국내 덴탈 업종들의 실적 개선을 위해서는 중국 관련 경기 회복과 센티 개선이 필요하며, 이에 동반하여 해당 업체들의 실적 성장이 이어질 전망이다. VBP 정책에 따르면 2023년 이후, 3년간 동일한 가격으로 제품을 판매하게 되어 있어 추가적인 가격 하락이 없다. 2024E에는 가격 하락이 없는 수량 확대에 따른 매출 성장이 기대된다. 덴티움과 디오는 각각 2024E PER 9배와 10배로 역사적 밸류에이션 하단에 있다. 4Q23E 성수기 진입에 따른 매출 성장과 함께 저평가 해소 기대된다.

덴탈 상장 업체인 **덴티움**과 **디오, 레이**에 대한 투자 의견 BUY를 유지하며, **덴티스**와 **플라즈맵**에 주목한다. 덴티스는 2023년 투명 교정 업체 티에네스에 37.5억원 자금 조달을 받았으며, 후속 투자 유치 진행 중이다. 투명 교정의 경우, 기성품이 아닌 환자 맞춤 제작이 필요해 제작 및 배송 기간이 소요된다. 때문에 현지 업체들의 점유율이 글로벌 선두 업체에 준하는 경우가 발생한다. 중국의 경우 현지 업체인 Angel Align의 MS가 50%로 알려져 있다. 덴티스 또한 자본 조달 이후, 자동화 시설 증설 및 운영 자금 조달을 통해 국내 투명 교정 시장 점유율 확대를 기대할 수 있다.

플라즈맵은 상장 이후, 무리한 저가 수주로 GPM이 하락하여 실적이 악화되었으나, 수익성 있는 신규 수주 체결과 함께 실적 개선이 이어지고 있다. 향후 동사의 GPM 개선에 따른 실적 개선에 주목한다. 동사는 1) 2H24E 영업이익 흑자 전환과 함께 2) 2024E 임플란트 표면 처리기 액티링크의 FDA De Novo 인허가 획득에 주목한다.

박종현
의료기기 | alex.park@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

덴티움 (145720)

러시아 선적 지연, 중국 성장 중

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
적정주가	150,000	200,000	하향
Earnings			하향

Stock Information	
현재가 (10/24)	101,200원
예상 주가상승률	48.2%
시가총액	11,202억원
비중(KOSPI내)	0.06%
발행주식수	11,069천주
52주 최저가 / 최고가	70,200 - 176,300원
3개월 일평균거래대금	86억원
외국인 지분율	20.0%
주요주주지분율(%)	
자사주 (외 1인)	22.1
정성민 (외 6인)	18.9
국민연금공단 (외 1인)	10.0

Valuation wide	2022	2023E	2024E
PER(배)	12.9	12.1	10.4
PBR(배)	3.0	2.5	2.1
EV/EBITDA(배)	8.6	8.6	7.2
배당수익률(%)	0.3	0.3	0.3

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(5.0)	(29.4)	24.6	1.2
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(0.0)	(23.8)	18.0	(5.4)

Issue

3Q23E Preview

Pitch

3Q23E 러시아향 선적 지연으로 인해 컨센서스 하회 전망. VBP에 따른 효과는 중장기적으로 나타날 전망. 2024E는 가격 인하 없이 수량 확대가 기대됨. 적정주가 하향, 투자의견 BUY 유지

Rationale

- 3Q23E 매출액 985억원(YoY +8.6%, QoQ -7.4%), 영업이익 330억원(YoY -2.0%, QoQ -2.3%) 전망. 지역별 매출로는 중국 581억원(YoY +20%), 유럽 54억원(YoY -50%) 달성 전망. VBP 시행에 따라 수량 확대 나타나고 있어 가격 인하에도 중국 실적 성장 중. 반면, 전쟁 상황 지속에 따라 러시아향 선적이 지연되어 유럽 매출액 50% 감소 전망. 영업이익률 33.5% 전망하며 2Q23 발생한 일회성 이슈 부재로 이익률 3.1%p 개선
- VBP 통한 수량 증가 효과는 지속적으로 확인 중. Straumann 2Q23 실적 발표 당시, 유럽 프리미엄 MS 확대에 대하여 언급하였으나, 한국 업체들의 수량 증가 역시 동시에 나타나는 중. 2024E부터는 가격 인하 없이 수량 증가에 따른 실적 성장 기대할 수 있음
- 2024E 매출액 4,561억원(YoY +15.4%), 영업이익 1,510억원(YoY +17.0%) 전망. 중국 실적 성장률 회복에 따라 실적 성장 가속화될 예정. 중국 매출 성장률 2023E와 2024E 각각 16%와 25%로 추정. VBP에 따른 정책 수혜로 다른 국가 대비 높은 성장률 달성 기대. Peer 주가 하락에 따라 적정 PER 21배에서 15배로 하향 조정. 적정주가 15만원 하향, 투자의견 BUY 유지

3Q23 Preview

(단위: 십억원, %, %p)

	변경 후	변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2023.09(E)	2023.09(E)	vs Chg	2023.09(E)	vs Con	2022.09(A)	YoY	2023.06(A)	QoQ
매출액	98.5	112.4	-12.3	113.3	-13.1	90.7	8.6	106.4	-7.4
영업이익	33.0	40.8	-19.1	38.7	-14.7	33.7	-2.0	33.8	-2.3
지배주주순이익	23.2	26.9	-13.9	30.4	-23.8	24.5	-5.5	21.2	9.3
OPM	33.5%	36.3%	2.8%p	34.2%	0.6%p	37.2%	3.6%p	31.8%	-1.8%p
NIM	23.5%	23.9%	0.4%p	26.8%	3.3%p	27.0%	3.5%p	19.9%	-3.6%p

Note: K-IFRS 연결 기준
Source: 다올투자증권

Fig. 113: 덴티움 실적 추정

(단위: 십억원, %)

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	74.5	96.7	90.7	94.0	68.8	106.4	98.5	121.6	355.9	395.3	456.1
YoY	*38.5%*	*33.3%*	*27.4%*	*-0.1%*	*-7.7%*	*10.1%*	*8.7%*	*29.4%*	*22.1%*	*11.1%*	*15.4%*
해외	57.0	78.8	72.9	75.8	49.4	86.2	78.6	101.3	284.5	315.4	367.9
중국	40.8	51.2	48.5	42.0	33.1	57.2	58.1	63.0	182.4	211.4	265.0
아시아	7.1	10.3	11.7	9.3	8.9	9.5	12.6	11.2	38.4	42.2	45.4
유럽	6.8	16.0	10.8	22.4	5.2	15.3	5.4	24.6	55.9	50.5	44.4
기타	2.4	1.3	2.0	2.1	2.3	4.1	2.4	2.5	7.8	11.4	13.2
국내	17.5	17.9	17.7	18.2	19.4	20.2	19.9	20.3	71.4	79.9	88.1
OP	20.4	35.2	33.7	36.4	21.5	32.4	33.0	42.1	125.7	129.1	151.0
YoY	*91.7%*	*108.6%*	*123.3%*	*33.4%*	*5.5%*	*-8.0%*	*-2.1%*	*15.7%*	*79.9%*	*2.7%*	*17.0%*
OPM	*27.4%*	*36.4%*	*37.2%*	*38.7%*	*31.3%*	*30.4%*	*33.5%*	*34.6%*	*35.3%*	*32.6%*	*33.1%*
매출원가율	*29.2%*	*29.9%*	*33.2%*	*15.3%*	*25.3%*	*32.8%*	*31.1%*	*29.2%*	*26.7%*	*30.0%*	*29.8%*
판관비율	*43.4%*	*33.6%*	*29.7%*	*46.0%*	*43.4%*	*36.7%*	*35.4%*	*36.2%*	*37.9%*	*37.4%*	*37.1%*
NP(지배)	15.7	36.1	24.5	9.7	18.3	20.1	23.2	30.8	86.1	92.4	107.3
YoY	*83.2%*	*152.1%*	*74.4%*	*-47.6%*	*16.8%*	*-44.3%*	*-5.6%*	*216.8%*	*55.1%*	*7.4%*	*16.1%*
NPM	*21.0%*	*37.4%*	*27.1%*	*10.3%*	*26.6%*	*18.9%*	*23.5%*	*25.3%*	*24.2%*	*23.4%*	*23.5%*

Source: 다올투자증권

덴티움

Fig. 114: 덴티움 밸류에이션

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
EPS(원)	3,095	1,336	2,037	5,013	7,776	8,347	9,694
YOY	*14%*	*-57%*	*52%*	*146%*	*55%*	*7%*	*16%*
PER(고)	18.7	20.8	21.7	16.4			
PER(저)	16.8	14.4	18.7	14.9			
타겟 PER(배)							15.0
적정주가(원)							150,000

적정주가(원)	150,000
종가(원)	101,200
상승여력	48.2%

Source: 다올투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	240.3	303.7	349.5	412.7	491.6
현금성자산	66.9	73.8	39.2	70.8	109.7
매출채권	88.0	112.2	146.6	162.3	182.3
재고자산	76.1	100.8	146.6	162.3	182.3
비유동자산	329.9	370.9	413.8	461.5	515.4
투자자산	54.6	60.3	64.9	67.5	70.3
유형자산	273.1	307.7	344.9	388.9	439.2
무형자산	2.2	2.8	4.0	5.1	5.9
자산총계	570.2	674.6	763.3	874.2	1,007.0
유동부채	180.2	229.3	263.6	268.7	275.1
매입채무	29.8	29.7	42.4	46.9	52.7
유동성이자부채	97.3	138.3	159.3	159.3	159.3
비유동부채	98.9	72.1	55.6	55.6	55.6
비유동이자부채	96.1	70.3	53.9	53.9	53.9
부채총계	279.1	301.4	319.2	324.3	330.8
자본금	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2
자본잉여금	49.3	49.3	49.3	49.3	49.3
이익잉여금	247.7	331.4	421.0	526.8	653.1
자본조정	(11.4)	(13.0)	(31.6)	(31.6)	(31.6)
자기주식	(19.0)	(19.0)	(19.0)	(19.0)	(19.0)
자본총계	291.1	373.2	444.1	549.9	676.2
투하자본	417.6	507.8	614.7	688.7	776.0
순차입금	126.5	134.7	174.0	142.3	103.5
ROA	10.3	13.8	13.0	13.2	13.7
ROE	21.3	25.9	22.8	21.8	21.0
ROIC	12.5	19.8	17.3	17.7	18.6

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	291.5	355.9	395.3	456.1	518.6
증가율 (Y-Y,%)	26.9	22.1	11.1	15.4	13.7
영업이익	69.9	125.7	129.1	151.0	178.0
증가율 (Y-Y,%)	76.5	79.9	2.7	17.0	17.9
EBITDA	83.1	144.7	150.5	175.9	206.2
영업외손익	4.8	(7.3)	(5.1)	(9.5)	(9.6)
순이자수익	(5.7)	(6.1)	(8.2)	(8.1)	(8.1)
외화관련손익	8.5	(2.6)	4.8	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	74.7	118.4	124.0	141.6	168.4
당기순이익	55.5	86.1	92.4	107.3	127.7
지배기업당기순이익	55.5	86.1	92.4	107.3	127.7
증가율 (Y-Y,%)	149.8	55.2	7.3	16.1	19.0
NOPLAT	51.9	91.5	96.2	114.5	134.9
(+) Dep	13.2	18.9	21.4	24.9	28.2
(-) 운전자본투자	(9.0)	48.4	67.1	26.4	33.7
(-) Capex	28.2	52.7	56.8	67.6	76.8
OpFCF	46.0	9.3	(6.4)	45.4	52.6
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	16.1	12.1	19.8	16.1	13.4
영업이익증가율(3Yr)	18.5	41.2	48.3	29.3	12.3
EBITDA증가율(3Yr)	21.0	35.6	40.4	28.4	12.5
순이익증가율(3Yr)	17.4	84.5	60.8	24.6	14.0
영업이익률(%)	24.0	35.3	32.6	33.1	34.3
EBITDA마진(%)	28.5	40.6	38.1	38.6	39.8
순이익률 (%)	19.0	24.2	23.4	23.5	24.6

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금	74.1	47.0	22.1	106.9	123.5
당기순이익	55.5	86.1	93.2	108.4	129.0
자산상각비	13.2	18.9	21.4	24.9	28.2
운전자본증감	(10.6)	(80.8)	(82.0)	(26.4)	(33.7)
매출채권감소(증가)	8.7	(46.8)	(33.8)	(15.7)	(20.0)
재고자산감소(증가)	(25.9)	(25.9)	(49.2)	(15.7)	(20.0)
매입채무증가(감소)	1.7	0.2	10.4	4.5	5.8
투자현금	(21.8)	(49.0)	(64.0)	(72.8)	(82.1)
단기투자자산감소	0.0	0.0	(3.3)	(0.1)	(0.1)
장기투자증권감소	5.2	4.3	(0.1)	(0.1)	(0.1)
설비투자	(28.2)	(52.7)	(56.8)	(67.6)	(76.8)
유무형자산감소	7.7	(1.3)	(1.5)	(2.4)	(2.4)
재무현금	(24.1)	8.8	4.2	(2.6)	(2.6)
차입금증가	(22.3)	10.9	6.7	0.0	0.0
자본증가	(1.7)	(2.2)	(2.6)	(2.6)	(2.6)
배당금지급	1.7	2.2	2.6	2.6	2.6
현금 증감	28.5	6.2	(35.9)	31.5	38.7
총현금흐름(Gross CF)	105.9	165.3	119.4	133.3	157.2
(-) 운전자본증가(감소)	(9.0)	48.4	67.1	26.4	33.7
(-) 설비투자	28.2	52.7	56.8	67.6	76.8
(+) 자산매각	7.7	(1.3)	(1.5)	(2.4)	(2.4)
Free Cash Flow	73.5	35.5	(26.6)	34.1	41.3
(-) 기타투자	(5.2)	(4.3)	0.1	0.1	0.1
잉여현금	78.6	39.8	(26.6)	34.0	41.2

주요투자지표

(원, 배)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Per share Data					
EPS	5,013	7,776	8,347	9,694	11,534
BPS	26,165	33,522	39,757	49,122	60,351
DPS	250	300	300	300	300
Multiples(x,%)					
PER	13.9	12.9	12.1	10.4	8.8
PBR	2.7	3.0	2.5	2.1	1.7
EV/ EBITDA	10.8	8.6	8.6	7.2	5.9
배당수익율	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
PCR	7.3	6.7	9.4	8.5	7.2
PSR	2.7	3.1	2.8	2.5	2.2
재무건전성 (%)					
부채비율	95.9	80.8	72.0	59.2	49.1
Net debt/Equity	43.5	36.1	39.4	26.3	15.8
Net debt/EBITDA	152.3	93.1	116.1	81.9	51.7
유동비율	133.3	132.5	132.3	152.9	177.6
이자보상배율	12.2	20.6	15.8	18.7	22.1
이자비용/매출액	2.1	1.9	2.3	2.0	1.7
자산구조					
투하자본(%)	77.5	79.1	85.6	83.5	81.4
현금+투자자산(%)	22.5	20.9	14.4	16.5	18.6
자본구조					
차입금(%)	39.9	35.9	32.5	28.0	24.1
자기자본(%)	60.1	64.1	67.5	72.0	75.9

자료: 다올투자증권

덴티움

박종현
의료기기 | alex.park@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

디오 (039840)

비수기 지나는 중

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	유지
적정주가	39,000	44,000	하향
Earnings			하향

Stock Information	
현재가 (10/24)	24,000원
예상 주가상승률	62.5%
시가총액	3,812억원
비중(KOSDAQ내)	0.10%
발행주식수	15,882천주
52주 최저가 / 최고가	18,150 - 36,800원
3개월 일평균거래대금	31억원
외국인 지분율	19.2%
주요주주지분율(%)	
디오홀딩스 (외 5인)	29.7
자사주 (외 1인)	8.6
디오우리사주 (외 1인)	5.0

Valuation wide	2022	2023E	2024E
PER(배)	n/a	14.0	9.2
PBR(배)	2.0	1.8	1.5
EV/EBITDA(배)	47.0	8.3	5.8
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(4.0)	(17.4)	23.1	21.8
KOSDAQ 대비 상대수익률 (%)	4.5	(9.2)	9.1	6.3

Issue

3Q23E Preview

Pitch

3Q23E 판관비 증가로 컨센서스 소폭 하회 전망. 추정치 소폭 하향에 따라 적정주가 3.9만원 하향. 동사 이란 매출 비중 높으나, 수출 상황에 영향은 제한적. 투자의견 BUY 유지

Rationale

- 3Q23E 매출액 422억원(YoY +10.6%, QoQ -3.7%), 영업이익 96억원(YoY +800.8%, QoQ -5.7%) 전망. 지역별로 한국 123억원, 미국 47억원, 중국 51억원, 중동 52억원 전망. 북미 판매는 DSO 계약 위주로 순차적으로 발생하고 있으며, 중국은 경기 침체에 대한 우려에 비해 QoQ 유사한 수준으로 선적. 다만 QoQ 매출 감소 사유는 계절적 비수기에 따른 선적 감소
- 3Q23E 영업이익 전분기 대비 소폭 감소 사유는 매출액 감소에 따른 GPM 감소. 또한 2Q23 대비 인력 채용 진행하여 인건비 증가. OPM은 2Q23 대비 0.4%p 감소한 22.9%
- 2023E 매출액 1,738억원(YoY +32%), 영업이익 413억원(YoY 흑자전환) 전망. 2023E은 VBP에 따른 수량 증가보다 가격 인하의 효과가 부각되며 임플란트 업종 주가 하락하며 업종 밸류에이션 타격. 펀더멘탈 이슈 없음. 동사는 북미 파트너십 등을 기반으로 안정적인 매출 성장 구가 중. 동사 추정치 소폭 하향
- Peer들의 중국 매출 비중이 30 ~ 50% 차지하는 반면 동사는 북미와 중동으로 매출 비중 다변화되어 있음. 경기 센티와 임플란트 수출 실적이 직결되지 않으나, 중국 경기 상황 우려에 따른 대안이 될 수 있음. 이스라엘 – 팔레스타인 이슈가 있으나 동사 수출에 대한 영향 제한적. 2024E 추정치 하향 및 Peer 밸류에이션 하락에 따라 적정 PER 15배 산정. 적정 주가 3.9만원 제시

3Q23 Preview

(단위: 십억원, %, %p)

	변경 후	변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2023.09(E)	2023.09(E)	vs Chg	2023.09(E)	vs Con	2022.09(A)	YoY	2023.06(A)	QoQ
매출액	42.2	44.3	-4.7	43.5	-3.0	38.2	10.6	43.8	-3.7
영업이익	9.6	10.4	-7.0	9.7	-0.6	1.1	800.8	10.2	-5.7
지배주주순이익	5.3	6.3	-15.7	4.3	23.9	1.5	244.9	2.9	86.4
OPM	22.9%	23.4%	0.6%p	22.3%	-0.6%p	2.8%	-20.1%p	23.3%	0.5%p
NIM	12.6%	14.3%	1.6%p	9.9%	-2.7%p	4.0%	-8.6%p	6.5%	-6.1%p

Note: K-IFRS 연결 기준
Source: 다올투자증권

Fig. 115: 디오 실적 추정

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	**34.6**	**34.5**	**38.2**	**24.0**	**41.3**	**43.8**	**42.2**	**46.6**	**131.3**	**173.8**	**218.0**
YoY	*2%*	*-8%*	*-2%*	*-39%*	*19%*	*27%*	*11%*	*94%*	*-12%*	*32%*	*25%*
제품	30.6	29.9	33.1	19.8	37.2	38.4	37.0	40.8	113.4	153.3	190.1
상품	4.0	4.6	5.1	4.2	4.1	5.4	5.2	5.8	17.9	20.5	27.9
한국	10.4	10.2	11.2	8.3	12.1	12.0	12.3	13.7	40.1	50.0	56.5
미국	4.9	3.2	2.8	-0.2	3.2	4.5	4.7	6.0	10.7	18.4	25.7
중국	6.6	5.9	6.2	1.2	3.9	5.0	5.1	6.5	19.9	20.5	28.7
중동	2.7	3.5	4.3	5.2	7.4	6.5	5.2	6.5	15.7	25.5	31.9
기타	12.8	15.2	18.0	14.7	22.1	22.3	20.1	20.4	60.6	84.9	107.0
GP	**24.9**	**23.9**	**25.3**	**15.4**	**30.6**	**33.0**	**31.3**	**34.6**	**89.5**	**129.5**	**159.8**
YoY	*-5%*	*-17%*	*-14%*	*-34%*	*23%*	*38%*	*24%*	*124%*	*-17%*	*45%*	*23%*
GPM	72.0%	69.2%	66.3%	64.3%	74.1%	75.4%	74.2%	74.2%	68.2%	74.5%	73.3%
제품 GPM	81.0%	79.3%	76.2%	76.6%	81.9%	85.2%	84.0%	84.0%	51.0%	37.7%	30.4%
상품 GPM	3.1%	3.8%	1.3%	9.1%	3.4%	6.3%	4.8%	5.0%	26.6%	23.2%	17.0%
OP	**5.3**	**1.1**	**1.1**	**-11.8**	**10.1**	**10.2**	**9.6**	**11.3**	**-4.4**	**41.3**	**61.5**
YoY	*-49%*	*-90%*	*-89%*	*적자 전환*	*93%*	*868%*	*801%*	*흑자 전환*	*적자 전환*	*흑자 전환*	*49%*
OPM	15.2%	3.1%	2.8%	-49.1%	24.5%	23.3%	22.9%	24.3%	-3.4%	23.8%	28.2%
인건비	9.6	10.1	10.7	11.7	10.6	11.1	11.4	11.6	42.2	44.7	46.7
대손상각비	2.0	3.2	2.7	5.2	2.2	2.9	2.5	2.8	13.2	10.4	12.2
지급수수료	1.2	1.7	1.7	2.0	0.7	1.0	0.9	1.0	6.6	3.6	4.6
유무형 감가	2.6	3.8	3.3	5.7	2.7	3.4	3.0	3.3	15.3	12.3	14.1
기타	4.2	4.0	5.9	2.5	4.3	4.5	3.9	4.6	16.7	17.2	20.7
NP	**2.3**	**1.9**	**1.5**	**-26.2**	**11.3**	**2.9**	**5.3**	**7.7**	**-20.5**	**27.2**	**41.3**
YoY	*-77%*	*-73%*	*-83%*	*적자 전환*	*383%*	*50%*	*245%*	*흑자 전환*	*적자 전환*	*흑자 전환*	*52%*
NPM	6.8%	5.5%	4.0%	적자	27.4%	6.5%	12.6%	16.5%	적자	15.6%	19.0%

Source: 다올투자증권

디오

Fig. 116: PER Valuation (원, 배수, %)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
EPS(원)	360	1,400	718	1,791	-1,288	1,710	2,602
YOY	*-36%*	*289%*	*-49%*	*149%*	*-172%*	*-233%*	*52%*
타겟 PER(배)							15.0
적정주가(원)							39,000

적정주가(원)	39,000
종가(원)	24,000
상승여력	62.5%

Source: 다올투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	201.2	169.8	194.5	237.5	289.7
현금성자산	31.0	16.8	36.9	41.0	61.1
매출채권	132.9	112.1	114.8	145.8	171.3
재고자산	25.2	27.2	28.9	36.7	43.1
비유동자산	147.0	160.5	194.7	198.3	204.9
투자자산	8.6	27.2	21.2	22.0	22.9
유형자산	121.4	121.5	161.8	164.5	170.3
무형자산	17.0	11.8	11.8	11.7	11.7
자산총계	348.2	330.3	389.2	435.8	494.6
유동부채	140.5	150.2	161.8	166.8	171.0
매입채무	16.6	15.3	17.5	22.2	26.1
유동성이자부채	94.9	107.4	116.5	116.5	116.5
비유동부채	20.1	12.9	9.6	9.8	10.0
비유동이자부채	14.0	8.6	3.2	3.2	3.2
부채총계	160.6	163.1	171.4	176.6	181.0
자본금	7.9	7.9	7.9	7.9	7.9
자본잉여금	101.1	104.5	105.0	105.0	105.0
이익잉여금	88.5	68.7	95.9	137.2	191.7
자본조정	(10.5)	(15.3)	9.0	9.0	9.0
자기주식	(32.4)	(35.6)	(40.8)	(40.8)	(40.8)
자본총계	187.5	167.3	217.8	259.1	313.6
투하자본	265.4	266.4	300.5	337.8	372.2
순차입금	77.9	99.1	82.7	78.7	58.6
ROA	8.4	(5.9)	7.4	10.0	11.7
ROE	16.2	(11.4)	13.8	17.3	19.0
ROIC	11.7	(1.2)	10.5	14.6	16.8

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	150.0	131.3	173.8	218.0	259.6
증가율 (Y-Y,%)	25.0	(12.5)	32.4	25.4	19.1
영업이익	34.8	(4.4)	41.3	61.5	78.4
증가율 (Y-Y,%)	16.0	적전	흑전	48.9	27.5
EBITDA	46.2	8.8	56.2	78.9	96.2
영업외손익	(1.0)	(16.7)	(4.4)	(7.0)	(6.6)
순이자수익	(3.9)	(4.8)	(6.9)	(6.8)	(6.8)
외화관련손익	8.5	1.1	4.3	1.8	1.8
지분법손익	(0.5)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	33.8	(21.1)	36.9	54.5	71.8
당기순이익	28.1	(20.1)	26.5	41.3	54.4
지배기업당기순이익	28.3	(20.5)	27.2	41.3	54.4
증가율 (Y-Y,%)	146.6	적전	흑전	56.1	31.7
NOPLAT	28.9	(3.2)	29.6	46.6	59.5
(+) Dep	11.4	13.2	14.9	17.4	17.8
(-) 운전자본투자	24.2	(14.5)	2.2	33.9	28.0
(-) Capex	19.1	10.7	8.8	17.8	21.3
OpFCF	(3.0)	13.7	33.5	12.3	28.0
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	18.1	1.1	13.1	13.3	25.5
영업이익증가율(3Yr)	62.7	n/a	11.2	20.9	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	49.2	(41.4)	12.4	19.5	122.3
순이익증가율(3Yr)	57.6	n/a	32.4	13.7	n/a
영업이익률(%)	23.2	(3.4)	23.8	28.2	30.2
EBITDA마진(%)	30.8	6.7	32.3	36.2	37.1
순이익률 (%)	18.7	(15.3)	15.2	19.0	21.0

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금	6.3	(1.0)	30.4	25.0	44.5
당기순이익	28.1	(20.1)	26.5	41.3	54.4
자산상각비	11.4	13.2	14.9	17.4	17.8
운전자본증감	(47.0)	(18.0)	(17.5)	(33.9)	(28.0)
매출채권감소(증가)	(41.2)	(8.4)	(8.0)	(31.0)	(25.6)
재고자산감소(증가)	(2.1)	(2.0)	(0.9)	(7.8)	(6.4)
매입채무증가(감소)	1.6	(4.8)	0.8	4.7	3.9
투자현금	(12.5)	(16.6)	(10.9)	(21.2)	(24.6)
단기투자자산감소	6.6	(1.9)	0.8	(0.2)	(0.2)
장기투자증권감소	1.1	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(19.1)	(10.7)	(8.8)	(17.8)	(21.3)
유무형자산감소	(0.7)	(0.7)	(0.8)	(2.2)	(2.2)
재무현금	(12.6)	5.1	(4.5)	0.0	0.0
차입금증가	(0.9)	8.6	2.4	0.0	0.0
자본증가	(10.9)	(3.5)	(5.2)	0.0	0.0
배당금지급	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	(17.6)	(14.4)	15.0	3.8	19.9
총현금흐름(Gross CF)	60.1	29.0	54.0	58.9	72.4
(-) 운전자본증가(감소)	24.2	(14.5)	2.2	33.9	28.0
(-) 설비투자	19.1	10.7	8.8	17.8	21.3
(+) 자산매각	(0.7)	(0.7)	(0.8)	(2.2)	(2.2)
Free Cash Flow	0.6	(5.6)	25.5	3.8	19.9
(-) 기타투자	(1.1)	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
잉여현금	1.7	(5.6)	25.6	3.8	19.9

주요투자지표

(원, 배)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Per share Data					
EPS	1,791	(1,288)	1,710	2,602	3,428
BPS	10,779	9,698	12,974	15,580	19,011
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	20.9	n/a	14.0	9.2	7.0
PBR	3.5	2.0	1.8	1.5	1.3
EV/ EBITDA	14.4	47.0	8.3	5.8	4.6
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	9.8	10.8	7.1	6.5	5.3
PSR	3.9	2.4	2.2	1.7	1.5
재무건전성 (%)					
부채비율	85.6	97.5	78.7	68.2	57.7
Net debt/Equity	41.5	59.3	38.0	30.4	18.7
Net debt/EBITDA	168.6	1,131.0	147.2	99.7	60.9
유동비율	143.2	113.1	120.2	142.4	169.5
이자보상배율	8.9	n/a	6.0	9.0	11.5
이자비용/매출액	2.6	3.8	4.1	3.2	2.7
자산구조					
투하자본(%)	87.0	85.8	83.8	84.3	81.6
현금+투자자산(%)	13.0	14.2	16.2	15.7	18.4
자본구조					
차입금(%)	36.7	40.9	35.5	31.6	27.6
자기자본(%)	63.3	59.1	64.5	68.4	72.4

자료: 다올투자증권

박종현
의료기기 | alex.park@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

레이 (228670)

대외 환경 개선 필요하나, 투자포인트 유효

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	HOLD	상향
적정주가	34,000	39,000	하향
Earnings			하향

Stock Information	
현재가 (10/24)	21,250원
예상 주가상승률	60.0%
시가총액	3,247억원
비중(KOSDAQ내)	0.09%
발행주식수	15,280천주
52주 최저가 / 최고가	17,200 - 40,400원
3개월 일평균거래대금	71억원
외국인 지분율	23.1%
주요주주지분율(%)	
레이홀딩스 (외 8인)	29.1
국민연금공단 (외 1인)	6.5
미래에셋자산운용	5.3

Valuation wide	2022	2023E	2024E
PER(배)	42.1	53.8	16.3
PBR(배)	4.1	3.0	2.5
EV/EBITDA(배)	17.3	18.5	10.8
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(1.6)	(38.1)	17.7	(11.1)
KOSDAQ 대비 상대수익률 (%)	6.8	(29.9)	3.7	(26.6)

Issue

3Q23E Preview

Pitch

3Q23E 매출액, 영업이익 컨센서스 하회 전망. 중국 및 북미 대외 환경으로 인한 매출 부진 영향. 2024E 추정치 하향 조정하여 적정주가 3.4만원 하향

Rationale

- 3Q23E 매출액 406억원(YoY +23.0%, QoQ +3.0%), 영업이익 36억원(YoY -14.8%, QoQ +8.4%) 컨센서스 하회 전망. 지역별로 북미와 중국 매출 추정치를 78억원과 115억원으로 소폭 하향 조정. 북미 신규 대리점은 버카르트향 매출은 점진적으로 발생하고 있으며, 2H23E에도 중국 경기 회복은 기대 대비 더디게 진행 중. 2023.07월 의약 영역 부패 문제 집중 척결이라는 주제로 리베이트 감찰 확대. 일부 영업에 제한점으로 작용. 2023E 레이페이스 판매 목표 대수는 1,500대로 하향 조정
- 2023E 매출액 1,544억원(YoY +20%), 영업이익 117억원(YoY -28%) 전망. 중국 경기 센티 회복을 우선적으로 주목하며, 북미 신규 대리점향 매출 확대도 주목. 2023.11월 레이페이스 미용 의료 분야 진출 예고. 독일 전시회 MEDICA 참석 예정. 소프트웨어 레이 팀즈는 이스라엘 출시 완료되었으며, 2023E 독일 출시 목표
- 레이페이스와 레이 팀즈 출시를 통해 동사는 디지털 덴티스트리 토탈 솔루션을 확보하였음. **인력 채용 및 광고선전비 집행으로 인해 2023E 이익률 감소했으나 제품 판매를 위한 선제적 비용 집행 판단. 대외적 환경 악화로 인한 매출 컨센서스 및 당사 추정치 대비 하향 조정하나, 디지털 덴티스트리 솔루션 완비한 동사의 투자포인트 유효.** 2024E 추정치 일부 조정에 따라 적정 주가 3.4만원 하향. 현재주가 대비 주가 괴리율 발생하여 투자의견 BUY 상향

3Q23 Preview

(단위: 십억원, %, %p)

	변경 후	변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2023.09(E)	2023.09(E)	vs Chg	2023.09(E)	vs Con	2022.09(A)	YoY	2023.06(A)	QoQ
매출액	40.6	42.4	-4.4	42.0	-3.4	33.0	23.0	39.4	3.0
영업이익	3.6	4.8	-26.0	5.8	-38.3	4.2	-14.8	3.3	8.4
지배주주순이익	1.6	2.6	-37.8	4.0	-59.7	2.5	-35.6	1.3	23.9
OPM	8.8%	11.4%	2.6%p	13.8%	5.0%p	12.7%	3.9%p	8.4%	-0.4%p
NIM	4.0%	6.1%	2.1%p	9.5%	5.6%p	7.6%	3.6%p	3.3%	-0.7%p

Note: K-IFRS 연결 기준
Source: 다올투자증권

Fig. 117: 레이 실적 추정

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	17.6	31.2	33.0	47.2	20.0	39.4	40.6	54.5	129.0	154.4	202.1
YoY	*18%*	*32%*	*31%*	*78%*	*14%*	*26%*	*23%*	*15%*	*43%*	*20%*	*31%*
품목별											
디지털 진단	5.5	12.0	10.7	13.6	6.9	11.7	12.3	16.3	41.9	47.3	58.5
디지털 치료	12.1	19.2	22.3	33.6	13.1	27.7	28.2	38.2	87.1	107.2	143.6
지역별											
국내	1.7	7.4	7.3	7.9	3.0	4.8	5.5	7.9	24.4	21.3	25.5
아시아	12.0	14.7	17.0	23.4	9.4	21.4	21.7	27.6	67.1	80.1	103.1
유럽	1.2	2.3	3.4	4.9	3.6	5.4	5.5	7.9	11.9	22.5	33.8
미국	2.5	6.7	5.2	10.7	3.9	7.7	7.8	10.7	25.1	30.1	39.1
GP	**8.1**	**14.0**	**16.8**	**23.7**	**10.5**	**20.4**	**21.3**	**28.8**	**62.5**	**81.0**	**109.8**
YoY	*16%*	*27%*	*51%*	*728%*	*30%*	*46%*	*27%*	*22%*	*96%*	*30%*	*35%*
GPM	45.8%	44.9%	50.9%	50.2%	52.5%	51.9%	52.4%	53.0%	48.5%	52.5%	54.3%
OP	**-0.9**	**3.3**	**4.2**	**9.6**	**-4.3**	**3.3**	**3.6**	**9.1**	**16.2**	**11.7**	**24.7**
YoY	*적전*	*-33%*	*-6%*	*흑전*	*적지*	*0%*	*-16%*	*-5%*	*378%*	*-28%*	*110%*
OPM	-5.3%	10.7%	12.9%	20.3%	-21.6%	8.5%	8.8%	16.8%	12.6%	7.6%	12.2%
판관비	9.0	10.7	12.5	14.1	14.8	17.1	17.7	19.7	46.3	69.3	85.1
인건비	3.6	4.2	5.1	5.1	5.5	6.4	7.0	7.3	18.0	26.2	30.2
연구개발비	1.6	1.5	1.5	1.6	1.7	2.0	2.0	2.2	6.2	7.9	9.1
지급수수료	0.8	1.0	1.3	1.2	2.1	1.6	1.6	1.9	4.3	7.2	8.2
광고선전비	0.2	0.3	0.3	0.6	0.8	1.5	1.2	1.4	1.5	4.9	5.4
NP(지배주주)	-0.3	0.2	2.5	5.5	-2.9	1.3	1.6	5.9	8.0	6.0	19.8
YoY	*적지*	*흑전*	*-51%*	*흑전*	*적지*	*518%*	*-36%*	*8%*	*흑전*	*-24%*	*230%*
NPM	-1.4%	0.7%	7.6%	11.6%	-14.3%	3.4%	4.0%	10.9%	6.2%	3.9%	9.8%

Source: 다올투자증권

레이

Fig. 118: Valuation

(원, 배수)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
EPS(원)	467	868	594	-1	568	395	1,303
YOY	*332%*	*86%*	*-32%*	*-100%*	*흑전*	*-30%*	*230%*
적정 PER(배)							26.0
적정주가(원)							33,869

적정주가(원)	34,000
종가(원)	21,250
상승여력	60%

Note: 글로벌 Peer 평균 PER인 26배 적용
Source: 다올투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	118.1	101.1	120.2	128.1	143.8
현금성자산	32.4	18.1	36.9	41.4	53.6
매출채권	24.9	48.3	47.7	49.6	51.6
재고자산	11.6	21.7	21.7	22.6	23.5
비유동자산	59.2	121.1	127.4	140.2	156.6
투자자산	24.8	40.4	41.7	43.4	45.1
유형자산	28.6	50.4	57.6	70.2	86.2
무형자산	5.8	30.4	28.1	26.6	25.3
자산총계	177.3	222.2	247.6	268.3	300.4
유동부채	20.6	62.5	73.7	74.3	74.9
매입채무	7.6	12.0	14.1	14.6	15.2
유동성이자부채	10.1	45.1	54.2	54.2	54.2
비유동부채	53.3	43.4	34.4	34.6	34.9
비유동이자부채	48.6	37.2	27.2	27.2	27.2
부채총계	73.9	105.9	108.0	108.9	109.8
자본금	7.2	7.3	7.7	7.7	7.7
자본잉여금	71.9	72.4	89.4	89.4	89.4
이익잉여금	19.8	27.8	33.8	53.6	84.8
자본조정	1.9	8.8	8.2	8.2	8.2
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	103.4	116.3	139.1	158.9	190.1
투하자본	118.5	164.2	168.7	183.4	201.7
순차입금	26.3	64.2	44.6	40.0	27.8
ROA	0.0	4.0	2.5	7.7	11.0
ROE	0.1	7.3	4.6	13.3	17.9
ROIC	2.8	8.0	4.8	10.6	15.6

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	90.3	129.0	154.4	202.1	253.2
증가율 (Y-Y,%)	63.6	42.8	19.7	30.8	25.3
영업이익	3.4	16.2	11.7	24.7	38.4
증가율 (Y-Y,%)	(26.0)	378.4	(27.7)	110.4	55.9
EBITDA	9.1	22.5	20.0	33.9	49.3
영업외손익	(6.2)	(4.7)	(3.1)	1.5	1.5
순이자수익	(0.5)	(2.1)	(2.2)	1.5	1.5
외화관련손익	2.3	(1.0)	(1.5)	0.0	0.0
지분법손익	(0.0)	0.9	(0.2)	0.0	0.0
세전계속사업손익	(2.8)	11.5	8.7	26.2	40.0
당기순이익	0.1	8.0	5.9	19.8	31.2
지배기업당기순이익	(0.0)	8.0	6.0	19.8	31.2
증가율 (Y-Y,%)	(99.3)	13,808.9	(25.5)	234.3	57.2
NOPLAT	2.5	11.2	8.0	18.7	30.0
(+) Dep	5.7	6.3	8.3	9.2	10.9
(-) 운전자본투자	34.1	(9.6)	(1.8)	2.8	2.9
(-) Capex	21.5	31.3	10.9	20.2	25.3
OpFCF	(47.5)	(4.1)	7.2	4.9	12.6
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	20.6	20.8	40.9	30.8	25.2
영업이익증가율(3Yr)	(17.6)	8.0	36.8	93.8	33.4
EBITDA증가율(3Yr)	8.0	13.4	30.7	55.0	29.8
순이익증가율(3Yr)	(77.8)	(11.7)	(9.1)	602.4	57.6
영업이익률(%)	3.7	12.6	7.6	12.2	15.2
EBITDA마진(%)	10.1	17.5	13.0	16.8	19.5
순이익률 (%)	0.1	6.2	3.8	9.8	12.3

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금	11.2	(8.2)	17.6	26.6	39.4
당기순이익	0.1	8.0	5.9	19.8	31.2
자산상각비	5.7	6.3	8.3	9.2	10.9
운전자본증감	(13.1)	(27.0)	3.1	(2.8)	(2.9)
매출채권감소(증가)	(9.2)	(29.4)	0.1	(1.9)	(2.0)
재고자산감소(증가)	(1.7)	4.9	(0.0)	(0.9)	(0.9)
매입채무증가(감소)	(0.6)	(4.2)	2.2	0.6	0.6
투자현금	(66.1)	(22.7)	(9.7)	(22.1)	(27.3)
단기투자자산감소	(41.7)	28.5	1.5	(0.0)	(0.0)
장기투자증권감소	(2.1)	1.8	0.4	(0.6)	(0.7)
설비투자	(21.5)	(31.3)	(10.9)	(20.2)	(25.3)
유무형자산감소	(1.1)	1.2	0.0	(0.1)	(0.1)
재무현금	70.8	16.7	10.7	0.0	0.0
차입금증가	39.0	19.4	3.3	0.0	0.0
자본증가	31.5	0.0	2.1	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	16.6	(14.3)	18.7	4.5	12.2
총현금흐름(Gross CF)	24.0	21.7	19.0	29.3	42.3
(-) 운전자본증가(감소)	34.1	(9.6)	(1.8)	2.8	2.9
(-) 설비투자	21.5	31.3	10.9	20.2	25.3
(+) 자산매각	(1.1)	1.2	0.0	(0.1)	(0.1)
Free Cash Flow	(55.2)	(28.1)	12.4	4.5	12.2
(-) 기타투자	2.1	(1.8)	(0.4)	0.6	0.7
잉여현금	(57.3)	(26.3)	12.8	3.9	11.5

주요투자지표

(원, 배)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Per share Data					
EPS	(1)	568	395	1,303	2,048
BPS	6,578	5,888	7,192	8,571	10,681
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	n/a	42.1	53.8	16.3	10.4
PBR	4.3	4.1	3.0	2.5	2.0
EV/ EBITDA	44.4	17.3	18.5	10.8	7.2
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	17.0	16.1	17.2	11.2	7.8
PSR	4.5	2.7	2.1	1.6	1.3
재무건전성 (%)					
부채비율	71.5	91.0	77.7	68.5	57.8
Net debt/Equity	25.4	55.2	32.0	25.2	14.6
Net debt/EBITDA	289.1	284.8	222.7	118.1	56.4
유동비율	574.3	161.8	163.1	172.4	191.9
이자보상배율	7.1	7.7	5.2	n/a	n/a
이자비용/매출액	1.5	2.1	1.7	1.2	1.0
자산구조					
투하자본(%)	67.5	73.7	68.2	68.4	67.1
현금+투자자산(%)	32.5	26.3	31.8	31.6	32.9
자본구조					
차입금(%)	36.2	41.4	36.9	33.9	30.0
자기자본(%)	63.8	58.6	63.1	66.1	70.0

자료: 다올투자증권

박종현
의료기기 | alex.park@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

플라즈맵 (405000)

신규 계약 기반 GPM 개선 지켜보기

NOT RATED

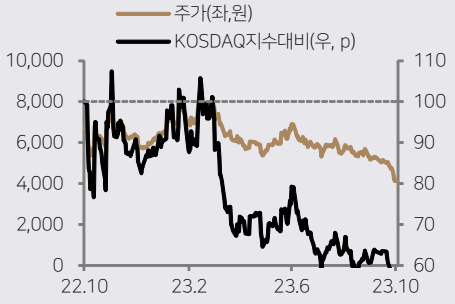
	현재	직전	변동
투자의견	NOT RATED		신규
적정주가			
Earnings			

Stock Information	
현재가 (10/24)	4,180원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	806억원
비중(KOSDAQ내)	0.02%
발행주식수	19,274천주
52주 최저가 / 최고가	4,120 - 8,580원
3개월 일평균거래대금	6억원
외국인 지분율	3.4%
주요주주지분율(%)	
임유봉 (외 44인)	26.3
엘비인베스트먼트 (외 4인)	9.1
플라즈맵우리사주 (외 1인)	1.0

Valuation wide	2020	2021	2022
PER(배)	n/a	n/a	n/a
PBR(배)	n/a	n/a	11.2
EV/EBITDA(배)	n/a	n/a	n/a
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(19.1)	(31.1)	(38.4)	(26.7)
KOSDAQ 대비 상대수익률	(10.7)	(22.9)	(52.4)	(42.2)

Price Trend



Issue

기업 현황 업데이트

Pitch

플라즈마 기술 기반 멸균/활성 솔루션 제조업체. 상장 이후, 수주 잔고 낮은 수익성 이슈였으나, 2023E 수익성 높은 신규 계약 체결 중. 2Q23 GPM 34% 달성하며 입증. 멸균 솔루션 FDA De Novo 협업 진행 중. 2H23E 수익성 개선과 FDA 인증 확인 통한 기업 가치 재부각 기대

Rationale

- 동사 핵심 제품은 활성 솔루션 ACTLINK. 임플란트 상향 평준화로 성능 격차가 줄어들고 있음. 플라즈마 통한 친수성 상향으로 골융합 개선하는 동사 제품은 임플란트 제조사들이 수요하는 제품이 될 전망이며 제조사별 OEM/ODM 계약 체결 중. **북미 임플란트 업체와 ACTLINK FDA 2등급 De Novo 위한 협업 논의 중으로 2023E말, 2024E 중 획득 기대**

- 동사의 핵심은 신규 계약 체결 추이. 수익성이 낮았던 기존 수주 계약 해지와 북미/유럽 지역 기반의 수익성 높은 신규 계약을 진행 중. **해당 계약 체결을 통해 1) GPM 개선 및 2) 3Q23E부터 매출 성장 기대됨**

- 신규 계약 기반 2023E 매출액 173억원(YoY +30%), 매출총이익 58억원(YoY +1049%), 영업손실 116억원(YoY 적자유지) 전망. 동사 2Q23 GPM은 34%로 1Q23 21% 대비 13%p 개선되어 2H23E GPM은 35% 달성 기대. 연간 판관비는 약 100억원 수준으로 유지되고 있어 **영업 흑자 전환은 매출총이익 25억원 상회하는 4Q24E 전망**. 2024E 이후, GPM 40% 이상 기대. 덴탈 장비 업체들의 OPM 20%대인점을 감안하면 2025E 100억원대 OP 달성 가능. ACTLINK는 SI인 인탑스가 제조

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	n/a	n/a	n/a	n/a	3	6	13
영업이익	n/a	n/a	n/a	n/a	(7)	(11)	(17)
EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	(13)	(18)	(16)
지배주주순이익	n/a	n/a	n/a	n/a	(16)	(22)	(18)
자산총계	n/a	n/a	n/a	n/a	12	25	36
자본총계	n/a	n/a	n/a	n/a	(52)	10	9
순차입금	n/a	n/a	n/a	n/a	14	(3)	15
매출증가율	n/a	n/a	n/a	n/a	0.0	114.8	109.6
영업이익률	n/a	n/a	n/a	n/a	(226.2)	(167.7)	(130.4)
순이익률	n/a	n/a	n/a	n/a	(543.9)	(341.5)	(132.9)
EPS증가율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

플라즈맵

플라즈맵은,

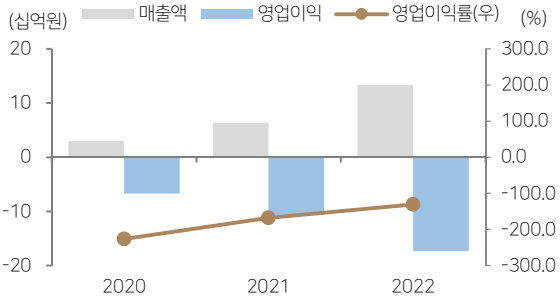
플라즈맵은 2015년 KAIST 물리학과 실험실 창업으로 설립되어 플라즈마 원천 기술을 기반으로 멸균 솔루션 및 활성 솔루션, 피부자극 솔루션 제품군 보유

활성 솔루션인 ACTLINK 제품군은 임플란트 친수성을 활성화하여 골유착 성능을 개선 기대. 해당 성능으로 FDA De Novo 획득 추진 중. 임플란트 상향 평준화 나타나며 플라즈마 활성 솔루션의 니즈는 높아질 전망

2022.10월 코스닥 신규 상장하였음

Financials

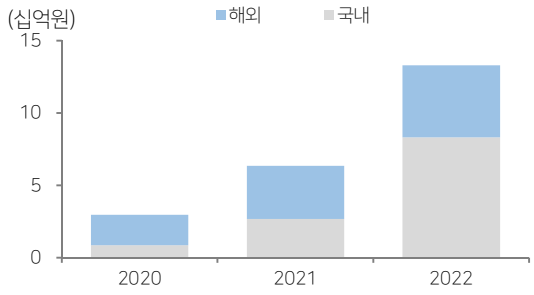
- 2022년 매출액 133억원(YoY +110%)기록하였으나, 판관비 증가로 영업적자 173억원으로 적자 확대



Source: 다올투자증권

사업부문 Breakdown

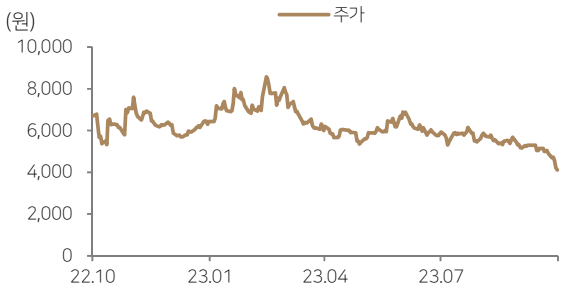
- 2022년 기준 국내 매출액 62%



Source: 다올투자증권

주가

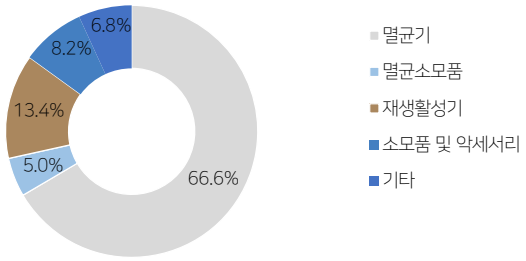
- 2022.10월 상장하였으나, 수주 잔고 대비 실적 하회하여 주가 하락
- 2023.10월 상장 12개월 오버행은 약 40만주



Source: 다올투자증권

사업부문 Breakdown

- 1H23 기준 멸균기 및 멸균 소모품 매출 비중 71.6% 달성
- 재생활성기 매출 6억원 달성하였으며 2H23E 수익성 높은 신규 계약 통한 매출 확대 확인 필요



Source: 다올투자증권

제품 사진

- 동사 핵심 제품은 멸균기 Sterlink와
- 임플란트 표면처리기 Actilink



Source: 플라즈맵, 다올투자증권

플라즈맵

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	n/a	n/a	n/a	n/a	16.7
현금성자산	n/a	n/a	n/a	n/a	5.0
매출채권	n/a	n/a	n/a	n/a	5.9
재고자산	n/a	n/a	n/a	n/a	5.2
비유동자산	n/a	n/a	n/a	n/a	19.5
투자자산	n/a	n/a	n/a	n/a	3.3
유형자산	n/a	n/a	n/a	n/a	15.9
무형자산	n/a	n/a	n/a	n/a	0.4
자산총계	n/a	n/a	n/a	n/a	36.3
유동부채	n/a	n/a	n/a	n/a	8.6
매입채무	n/a	n/a	n/a	n/a	2.4
유동성이자부채	n/a	n/a	n/a	n/a	4.7
비유동부채	n/a	n/a	n/a	n/a	18.3
비유동이자부채	n/a	n/a	n/a	n/a	15.7
부채총계	n/a	n/a	n/a	n/a	26.9
자본금	n/a	n/a	n/a	n/a	8.9
자본잉여금	n/a	n/a	n/a	n/a	12.4
이익잉여금	n/a	n/a	n/a	n/a	(17.1)
자본조정	n/a	n/a	n/a	n/a	5.2
자기주식	n/a	n/a	n/a	n/a	0.0
자본총계	n/a	n/a	n/a	n/a	9.4
투하자본	n/a	n/a	n/a	n/a	24.8
순차입금	n/a	n/a	n/a	n/a	15.4
ROA	n/a	n/a	n/a	n/a	na
ROE	n/a	n/a	n/a	n/a	na
ROIC	n/a	n/a	n/a	n/a	na

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	n/a	n/a	n/a	n/a	13.3
증가율 (Y-Y,%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익	n/a	n/a	n/a	n/a	(17.4)
증가율 (Y-Y,%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	(16.3)
영업외손익	n/a	n/a	n/a	n/a	(0.3)
순이자수익	n/a	n/a	n/a	n/a	(0.6)
외화관련손익	n/a	n/a	n/a	n/a	0.1
지분법손익	n/a	n/a	n/a	n/a	0.0
세전계속사업손익	n/a	n/a	n/a	n/a	(17.7)
당기순이익	n/a	n/a	n/a	n/a	(17.7)
지배기업당기순이익	n/a	n/a	n/a	n/a	(17.7)
증가율 (Y-Y,%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
NOPLAT	n/a	n/a	n/a	n/a	(12.6)
(+) Dep	n/a	n/a	n/a	n/a	1.1
(-) 운전자본투자	n/a	n/a	n/a	n/a	7.9
(-) Capex	n/a	n/a	n/a	n/a	12.0
OpFCF	n/a	n/a	n/a	n/a	(31.4)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익률(%)	n/a	n/a	n/a	n/a	(130.4)
EBITDA마진(%)	n/a	n/a	n/a	n/a	(122.2)
순이익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	(132.9)

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업현금	n/a	n/a	n/a	n/a	(16.0)
당기순이익	n/a	n/a	n/a	n/a	(17.7)
자산상각비	n/a	n/a	n/a	n/a	1.1
운전자본증감	n/a	n/a	n/a	n/a	(4.9)
매출채권감소(증가)	n/a	n/a	n/a	n/a	(4.3)
재고자산감소(증가)	n/a	n/a	n/a	n/a	(3.1)
매입채무증가(감소)	n/a	n/a	n/a	n/a	0.8
투자현금	n/a	n/a	n/a	n/a	(6.7)
단기투자자산감소	n/a	n/a	n/a	n/a	6.3
장기투자증권감소	n/a	n/a	n/a	n/a	0.0
설비투자	n/a	n/a	n/a	n/a	(12.0)
유무형자산감소	n/a	n/a	n/a	n/a	(0.1)
재무현금	n/a	n/a	n/a	n/a	21.4
차입금증가	n/a	n/a	n/a	n/a	8.5
자본증가	n/a	n/a	n/a	n/a	12.9
배당금지급	n/a	n/a	n/a	n/a	0.0
현금 증감	n/a	n/a	n/a	n/a	(1.2)
총현금흐름(Gross CF)	n/a	n/a	n/a	n/a	(10.8)
(-) 운전자본증가(감소)	n/a	n/a	n/a	n/a	7.9
(-) 설비투자	n/a	n/a	n/a	n/a	12.0
(+) 자산매각	n/a	n/a	n/a	n/a	(0.1)
Free Cash Flow	n/a	n/a	n/a	n/a	(22.4)
(-) 기타투자	n/a	n/a	n/a	n/a	0.0
잉여현금	n/a	n/a	n/a	n/a	(22.4)

주요투자지표

(원, 배)	2018	2019	2020	2021	2022
Per share Data					
EPS	n/a	n/a	n/a	n/a	(998)
BPS	n/a	n/a	n/a	n/a	509
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	0
Multiples(x,%)					
PER	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PBR	n/a	n/a	n/a	n/a	11.2
EV/ EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
배당수익율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PSR	n/a	n/a	n/a	n/a	7.6
재무건전성 (%)					
부채비율	n/a	n/a	n/a	n/a	286.9
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	164.6
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	n/a	n/a	n/a	n/a	195.5
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	n/a	n/a	n/a	n/a	5.6
자산구조					
투하자본(%)	n/a	n/a	n/a	n/a	75.0
현금+투자자산(%)					25.0
자본구조					
차입금(%)	n/a	n/a	n/a	n/a	68.5
자기자본(%)	n/a	n/a	n/a	n/a	31.5

자료: 다올투자증권

플라즈맵
플라즈맵

박종현
의료기기 | alex.park@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

바텍 (043150)

조금 더 회복을 기다리자

NOT RATED

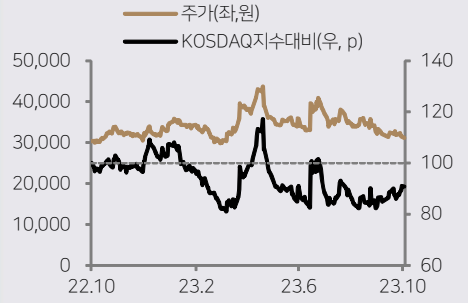
	현재	직전	변동
투자의견	NOT RATED		신규
적정주가			
Earnings			

Stock Information	
현재가 (10/24)	31,850원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	4,731억원
비중(KOSDAQ내)	0.13%
발행주식수	14,854천주
52주 최저가 / 최고가	29,800 - 43,700원
3개월 일평균거래대금	25억원
외국인 지분율	27.6%
주요주주지분율(%)	
바텍이우홀딩스 (외 5인)	53.7
FIDELITY (외 18인)	8.8

Valuation wide	2020	2021	2022
PER(배)	n/a	10.2	6.3
PBR(배)	1.5	1.9	1.4
EV/EBITDA(배)	6.5	5.9	4.7
배당수익률(%)	0.4	0.3	0.3

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(4.4)	(16.6)	4.8	(2.9)
KOSDAQ 대비 상대수익률	4.1	(8.4)	(9.2)	(18.4)

Price Trend



Issue

기업 현황 업데이트

Pitch

동사 덴탈 영상 장비 판매 업체로서 선진국과 이머징 국가에 매출 다변화되어 있음. 2Q23 중국과 북미 매출 YoY 감소하였으나, 중국 신규 제조 인증과 북미 대리점 계약을 통해 2024E 실적 회복 기대. 신규 제품 구강 스캐너 EzScan 2.0 또한 2024E 출시 예정. 2023E 컨센서스 PER 6.5배로 피어 대비 저평가로 실적 회복 추이에 따라 기업 가치 회복 주목

Rationale

- 2Q23 매출액 1,020억원(YoY -4%), 영업이익 198억원(YoY -14%) 달성. 미국 딜러망 추가 및 선진 시장 매크로 영향으로 YoY 매출 감소. 다만, 해외 환경 악화에도 GPM은 QoQ +1%p 증가하며 동사 경쟁력 확인. 중국 현지 제조 통한 GPM 개선도 기대. 2023E 매출액 4,019억원(YoY +2%), 영업이익 768억원(YoY -4%) 전망. 2H23E 북미 대리점 추가에 따른 매출 점진적 증가가 기대되는 국면이며, 2024E부터 북미 대리점 효과 및 중국 경기 회복을 기반으로 한 신제품 매출 확대 전망
- 1) 중국: 중국 현지 중저가 덴탈 장비 업체 매출 확대로 바텍 중국 내 점유율 감소. 동사는 중국 시장 신제품 판매 인증 획득을 통해 현지 생산으로 매출 원가 감소 기대, 판가 인하로 중저가 경쟁사 제품 대응
- 2) 미국: 동사는 2023.08월 북미 유통 업체인 Henry Shein과 유통 파트너십 계약을 체결. 동사는 북미 DSO의 80% 커버하고 있음. 1H23 동사 미국 서부 지사 확장 오픈. 향후, 신규 유통사향 매출 확대 전망
- 3) 신제품: 동사의 신제품인 3D 구강 스캐너 EzScan2는 2024E 출시 예정. 동사 판매망을 기반으로 신제품 매출 확대 전망. 2023E 컨센서스 PER은 6.5배로 덴탈 Peer 대비 저평가되고 있으나, 북미와 중국 매출 성장 회복세에 따라 기업 가치 회복할 전망

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	179	219	234	272	244	339	395
영업이익	30	39	39	43	32	66	80
EBITDA	41	46	47	53	42	75	91
지배주주순이익	25	79	27	34	(24)	51	77
자산총계	390	321	350	387	354	420	511
자본총계	257	199	224	254	229	285	363
순차입금	(40)	23	(0)	(17)	(59)	(83)	(63)
매출증가율	(34.3)	22.5	7.1	15.9	(10.1)	38.7	16.5
영업이익률	16.7	17.9	16.8	15.8	12.9	19.3	20.2
순이익률	13.9	36.1	11.6	12.5	(9.9)	15.1	19.5
EPS증가율	(26.9)	219.3	(65.5)	24.3	적전	흑전	50.1
ROE	26.8	48.8	14.0	15.2	(9.3)	22.3	25.3

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

바텍

바텍은,

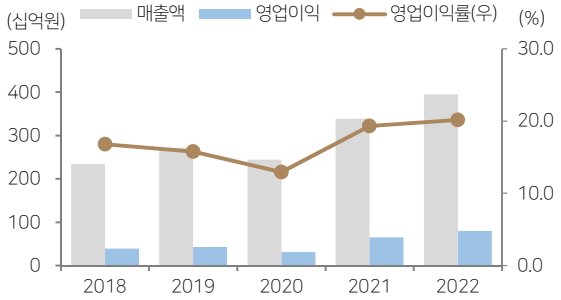
동사는 1992년 계측장비 제조, 판매를 목적으로 설립되었으며, 2002년 치과용 디지털 엑스레이 및 CT 제조, 판매업으로 전환. 2006년 코스닥 상장

동사 핵심 주력 제품은 엑스레이 기반 2D, 3D 진단 장비. 시장 수요가 2D 제품에서 3D로 이동하고 있어 프리미엄 제품 판매 주력

동사의 최대주주는 바텍이우홀딩스가 46% 지분 보유 중이며, 관계기업 레이언스는 엑스레이 장비 부품인 Detector 개발, 제조, 판매하고 있으며 지분 30.28% 보유

Financials

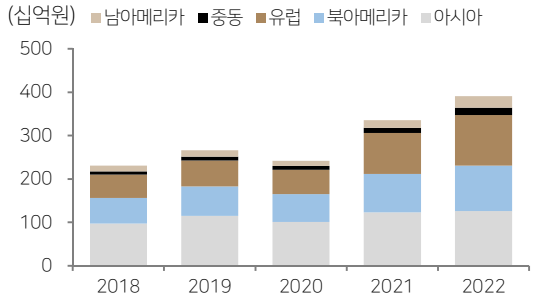
- 2020년 펜데믹으로 전년 대비 매출 감소했으나, 2021년 이후 20% 이상 매출 성장 기록. 2022년 매출액 3,950억원 (YoY +17%), 영업이익 796억원 (YoY +22%) 달성



Source: 다올투자증권

국가별 Breakdown

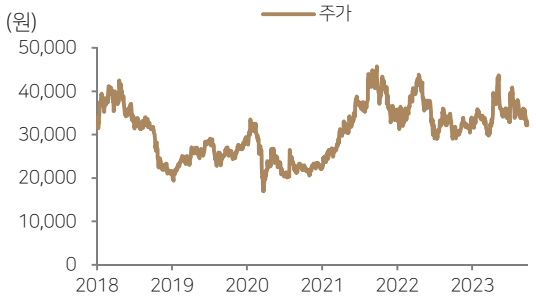
- 2022년 기준 아시아 매출 비중 32%, 북미와 유럽은 각각 26%, 30%
- 다만, 미국 딜러망 추가에 따른 과도기적 영향에 따라 1H23 북미 매출 비중 21%로 5%p 감소



Source: 다올투자증권

주가

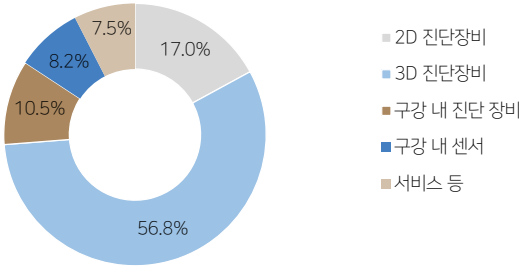
- 팬데믹으로 전년 대비 실적 감소했으나,
- 2021년 이후 전년 대비 20%에 가까운 실적 성장보이며 주가 성장
- 2023년 들어 북미 신규 대리점에 대한 기대감으로 주가 상승



Source: 다올투자증권

사업부문 Breakdown

- 1H23 기준 제품은 2D, 3D 진단장비와 구강 내 진단 장비로 구분. 3D CBCT 매출은 전체 56.8%
- 구강 내 센서는 상품으로 매출 8.2%
- 향후 IOSc 출시로 3D 구강스캐너 매출 발생 예정



Source: 다올투자증권

제품사진

- 동사는 치과용 방사선 촬영장치 Full-line up 확보하고 있음
- 또한 저선량 장비인 Green 라인업이 동사 핵심 라인업



Source: 바텍, 다올투자증권

바텍

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	163.0	187.3	197.6	246.4	270.4
현금성자산	48.6	53.3	91.2	105.3	90.1
매출채권	52.3	63.2	49.1	56.6	73.6
재고자산	58.9	66.7	52.7	77.6	98.5
비유동자산	186.6	199.7	156.3	173.6	240.8
투자자산	108.5	120.9	86.9	98.9	150.0
유형자산	66.9	66.7	62.8	72.1	81.8
무형자산	11.3	12.1	6.5	2.7	9.0
자산총계	349.6	387.0	353.9	420.0	511.1
유동부채	78.9	85.9	83.8	97.3	100.9
매입채무	43.7	55.1	55.7	60.8	65.1
유동성이자부채	21.2	6.9	8.2	6.3	8.1
비유동부채	47.0	47.3	41.2	38.1	46.8
비유동이자부채	27.1	29.2	24.4	16.1	19.0
부채총계	125.9	133.2	125.0	135.4	147.7
자본금	7.4	7.4	7.4	7.4	7.4
자본잉여금	8.0	5.3	4.9	4.9	3.9
이익잉여금	203.2	235.2	209.2	258.6	334.7
자본조정	0.5	0.6	0.9	2.3	3.3
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	223.7	253.8	228.9	284.6	363.4
투하자본	129.0	139.1	118.1	144.2	222.6
순차입금	(0.3)	(17.3)	(58.6)	(82.9)	(63.0)
ROA	8.7	9.7	(5.9)	14.3	16.9
ROE	14.0	15.2	(9.3)	22.3	25.3
ROIC	21.9	23.6	17.8	37.3	35.0

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	234.4	271.7	244.3	339.0	395.1
증가율 (Y-Y,%)	7.1	15.9	(10.1)	38.7	16.5
영업이익	39.4	42.9	31.6	65.5	79.6
증가율 (Y-Y,%)	24.6	8.9	(26.3)	107.5	21.5
EBITDA	46.9	53.0	42.4	75.4	91.2
영업외손익	1.2	5.3	(55.3)	8.7	17.9
순이자수익	(1.3)	(1.1)	(0.7)	0.3	1.1
외화관련손익	1.5	3.0	(6.9)	7.8	5.7
지분법손익	3.2	3.7	(44.3)	3.9	15.0
세전계속사업손익	40.6	48.2	(23.7)	74.2	97.6
당기순이익	29.2	35.6	(21.8)	55.4	78.6
지배기업당기순이익	27.3	33.9	(24.2)	51.2	76.9
증가율 (Y-Y,%)	흑전	22.1	적전	흑전	41.9
NOPLAT	28.3	31.7	22.9	48.9	64.2
(+) Dep	7.6	10.1	10.8	9.9	11.6
(-) 운전자본투자	2.6	(1.8)	(24.0)	19.3	37.4
(-) Capex	4.8	5.0	5.0	12.1	14.3
OpFCF	28.5	38.6	52.7	27.4	24.0
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	2.5	15.0	3.7	13.1	13.3
영업이익증가율(3Yr)	(1.4)	12.8	(6.9)	18.5	22.9
EBITDA증가율(3Yr)	(1.6)	8.9	(2.9)	17.1	19.8
순이익증가율(3Yr)	0.5	2.2	n/a	23.9	30.2
영업이익률(%)	16.8	15.8	12.9	19.3	20.2
EBITDA마진(%)	20.0	19.5	17.4	22.2	23.1
순이익률 (%)	12.4	13.1	(8.9)	16.3	19.9

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업현금	33.2	40.7	51.1	44.1	33.3
당기순이익	29.2	35.6	(21.8)	55.4	78.6
자산상각비	7.6	10.1	10.8	9.9	11.6
운전자본증감	(7.9)	(11.0)	7.6	(37.8)	(51.6)
매출채권감소(증가)	(1.0)	(10.5)	5.9	(11.4)	(31.4)
재고자산감소(증가)	(8.0)	(8.3)	8.6	(27.4)	(23.3)
매입채무증가(감소)	2.1	5.8	(3.5)	(1.3)	2.5
투자현금	(9.4)	(10.3)	(6.5)	(22.9)	(36.0)
단기투자자산감소	(0.6)	0.8	(2.0)	(4.8)	(0.5)
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	(2.0)	(3.8)
설비투자	(4.8)	(5.0)	(5.0)	(12.1)	(14.3)
유무형자산감소	(4.3)	(2.7)	(0.4)	0.3	0.2
재무현금	(8.1)	(25.3)	(7.9)	(15.3)	(11.2)
차입금증가	(6.6)	(22.6)	(5.0)	(13.8)	(9.3)
자본증가	(1.5)	(2.7)	(2.9)	(1.5)	(1.5)
배당금지급	1.5	2.7	2.9	1.5	1.5
현금 증감	16.1	4.9	36.1	8.5	(16.1)
총현금흐름(Gross CF)	53.0	62.7	56.4	94.8	109.1
(-) 운전자본증가(감소)	2.6	(1.8)	(24.0)	19.3	37.4
(-) 설비투자	4.8	5.0	5.0	12.1	14.3
(+) 자산매각	(4.3)	(2.7)	(0.4)	0.3	0.2
Free Cash Flow	35.7	41.3	57.6	34.1	21.5
(-) 기타투자	0.0	(0.0)	0.0	2.0	3.8
잉여현금	35.7	41.3	57.6	32.1	17.7

주요투자지표

(원, 배)	2018	2019	2020	2021	2022
Per share Data					
EPS	1,835	2,281	(1,630)	3,449	5,176
BPS	13,992	15,915	14,539	18,214	22,911
DPS	100	100	100	100	100
Multiples(x,%)					
PER	11.8	12.8	n/a	10.2	6.3
PBR	1.5	1.8	1.5	1.9	1.4
EV/ EBITDA	6.8	7.9	6.5	5.9	4.7
배당수익율	0.5	0.3	0.4	0.3	0.3
PCR	6.1	6.9	5.9	5.5	4.5
PSR	1.4	1.6	1.4	1.5	1.2
재무건전성 (%)					
부채비율	56.3	52.5	54.6	47.6	40.6
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	206.6	217.9	235.8	253.2	268.0
이자보상배율	30.2	39.9	47.3	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.7	0.6	0.5	0.3	0.4
자산구조					
투하자본(%)	45.1	44.4	39.9	41.4	48.1
현금+투자자산(%)	54.9	55.6	60.1	58.6	51.9
자본구조					
차입금(%)	17.8	12.4	12.5	7.3	6.9
자기자본(%)	82.2	87.6	87.5	92.7	93.1

자료: 다올투자증권

바텍

박종현
의료기기 | alex.park@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

덴티스 (261200)

세라핀으로 날개 필

NOT RATED

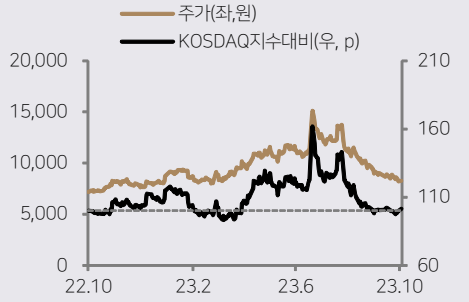
	현재	직전	변동
투자의견	NOT RATED		신규
적정주가			
Earnings			

Stock Information	
현재가 (10/24)	8,560원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	1,349억원
비중(KOSDAQ내)	0.04%
발행주식수	15,754천주
52주 최저가 / 최고가	7,170 - 15,110원
3개월 일평균거래대금	39억원
외국인 지분율	1.4%
주요주주지분율(%)	
심기봉 (외 13인)	28.3
자사주 (외 1인)	3.4
김사홍 (외 1인)	0.0

Valuation wide	2020	2021	2022
PER(배)	n/a	216.5	97.6
PBR(배)	26.1	4.3	4.7
EV/EBITDA(배)	n/a	59.4	19.3
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(6.4)	(10.3)	17.3	5.3
KOSDAQ 대비 상대수익률 (%)	2.0	(2.0)	3.3	(10.3)

Price Trend



Issue
기업 현황 업데이트

Pitch
임플란트는 북미/중국/이란을 중심으로 CAGR 20% 성장률 기대하며, 투명 교정은 증설 예정으로 경쟁사 대비 낮은 가격과 제품 배송 기간이 장점. 중국 경기 우려 등으로 덴탈 섹터 투심 약화되었으며 실적 기반 반등 기대

Rationale
- **중국:** SQ 임플란트 중국 현지 인허가 진행에 따라 2023.08월부터 매출 발생하여 약 80억원 신규 매출 기대. 2024E 약 200억원 수준 매출 전망. 상하이, 베이징 등 주요 거점 직접 판매 예정으로 대리점과 병행
- 2023E 매출액 1,087억원(YoY +25%), 영업이익 117억원(YoY +109%) 전망. 4Q22 북미 지역 대상 제품 교환 일회성 이슈로 적자 전환했었으나 2H23E 해당 이슈 없음. 매출 비중이 큰 이란은 대외적 이슈로 분기 매출 변동이 있으나 연간 160-180억원 수준 매출 기대. 신규 증설 중인 제3공장은 2023.06월 착공하여 2024.01월 완공 예정. CAPA는 3.5천억원
- **덴티스 투명 교정 자회사인 티에네스**는 데일리파트너스로부터 RCPS 37.5억원 발행하였으며 연구개발 및 시설 투자 예정. 투명 교정 브랜드 세라핀은 2021년 출시하였으며, 2022년 매출액 12억원 달성. 2023.03월 유럽 CE 인증획득, 미국 FDA 인허가 준비 중. 1개 생산 라인을 확보하고 있으며 추가 자동화 라인 증설 예정. 후속 투자 규모에 따른 증설 규모 확인 전망. **맞춤형 제작 필요한 투명 교정 특성 상, 환자에게 제품 인도 기간이 소요됨. 경쟁사 대비 짧은 배송 기간은 장점이 될 전망. 중국의 Angel Align이 현지 MS 50%를 확보한 사례처럼 현지 업체가 강점을 가질 수 있음.** 2023E PER 10.9배이며 신제품 중심으로 중국에서의 매출 확대와 투명 교정 사업 진행 상황에 따라 재평가 기대. CB 200억원은 콜옵션 40% 실행으로 잔여 110만주

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	43	50	51	60	47	66	87
영업이익	3	2	1	8	(12)	0	6
EBITDA	5	4	3	10	(9)	3	9
지배주주순이익	2	(3)	1	0	(13)	1	1
자산총계	53	63	80	93	91	116	131
자본총계	15	9	17	35	28	32	32
순차입금	28	36	44	31	37	49	51
매출증가율	(28.1)	14.4	3.3	17.8	(22.6)	40.7	32.5
영업이익률	7.2	4.5	2.7	12.9	(25.6)	0.7	6.4
순이익률	4.7	(6.7)	1.3	0.7	(28.4)	0.9	1.4
EPS증가율	496.8	적전	흑전	(41.9)	적전	흑전	102.6
ROE	n/a	(27.4)	5.0	1.7	(44.2)	0.4	1.0

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

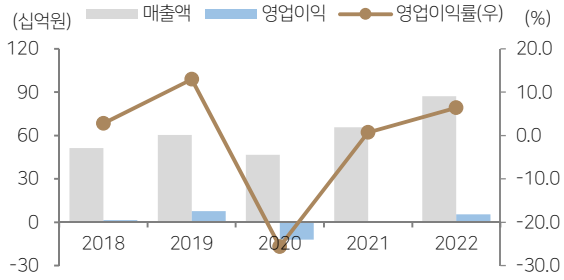
덴티스는,

동사는 2005년 설립된 치과용 임플란트 제조 기업. 치과용 임플란트 및 치과 LED 진료등, 투명 교정 등 제품 라인업 확장

2020.07월 하나금융 9호 스팩과 합병을 통해 코스닥 상장 하였으며, 투명 교정 자회사 티에네스/디오코 자회사 편입

Financials

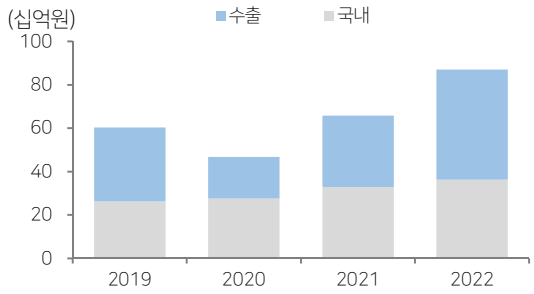
- 2022년 매출액 871억원(YoY +32%), 영업이익 56억원(YoY +1092%) 달성. 2021년 이후 흑자 기조 유지



Source: 다올투자증권

국가별 Breakdown

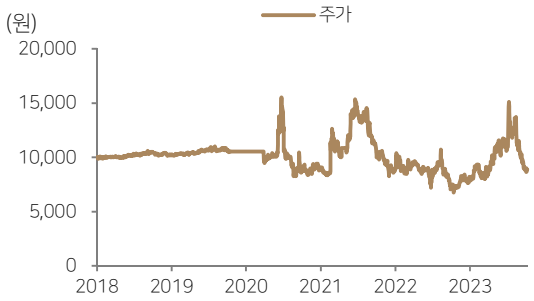
- 중국은 7월 SQ 임플란트에 대한 인허가 획득 후, 직판 체제 확대를 통해 매출 확대 기대
- 내수 비중 비중이 44%를 차지. 북미, 이란과 중국 매출 비중 확대를 통해 해외 매출 비중 확대 기대



Source: 다올투자증권

주가

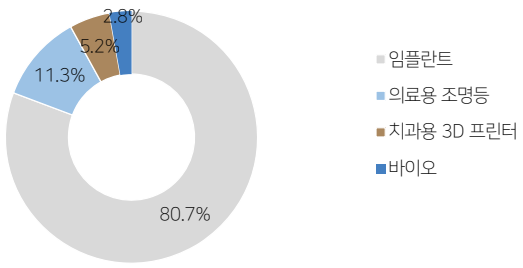
- 2020.07월 하나금융 9호 스팩 합병 통해 코스닥 상장하였으며,
- 2021년 실적 흑자 전환 기반으로 주가 상승



Source: 다올투자증권

사업부문 Breakdown

- 임플란트 매출이 전체 80%를 차지
- 현재 3공장 증설 중으로 1공장 CAPA는 1.5천억원, 3공장 CAPA는 3.5천억원 수준 확보 예정이며 1Q24 가동 목표



Source: 다올투자증권

제품사진

- 2021.06월 출시한 투명 교정 브랜드 세라핀은 2023.06월 유럽 CE 인증 획득하였음
- 국내 제작된 제품으로 경쟁사 대비 빠른 배송 시간 및 가격이 장점



Source: 다올투자증권

덴티스

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	45.4	57.8	50.1	70.1	78.5
현금성자산	1.9	8.6	6.3	9.5	10.7
매출채권	24.0	31.3	23.3	29.7	35.5
재고자산	13.9	12.9	14.8	16.6	22.2
비유동자산	34.7	35.3	40.4	45.8	52.6
투자자산	3.7	4.6	7.1	6.0	6.7
유형자산	29.4	29.1	32.2	38.7	41.7
무형자산	1.6	1.5	1.1	1.2	4.2
자산총계	80.1	93.0	90.5	115.9	131.1
유동부채	50.3	46.8	51.8	53.7	83.6
매입채무	6.7	5.3	6.7	7.1	11.7
유동성이자부채	33.0	27.9	31.9	29.1	50.4
비유동부채	12.7	11.4	11.2	29.9	15.2
비유동이자부채	12.7	11.2	11.1	29.7	11.4
부채총계	63.0	58.2	62.9	83.6	98.8
자본금	3.8	4.5	7.4	7.4	7.4
자본잉여금	10.9	27.6	35.0	39.6	39.9
이익잉여금	1.8	2.2	(11.0)	(10.4)	(9.2)
자본조정	0.6	0.6	(4.5)	(5.1)	(8.6)
자기주식	0.0	0.0	(5.4)	(5.4)	(5.4)
자본총계	17.1	34.8	27.6	32.3	32.3
투하자본	60.3	65.1	64.3	81.5	83.1
순차입금	43.8	30.6	36.7	49.3	51.1
ROA	0.9	0.5	(14.9)	0.1	0.2
ROE	5.0	1.7	(44.2)	0.4	1.0
ROIC	2.0	2.5	(13.4)	0.5	1.5

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	51.2	60.4	46.7	65.7	87.1
증가율 (Y-Y,%)	3.3	17.8	(22.6)	40.7	32.5
영업이익	1.4	7.8	(12.0)	0.5	5.6
증가율 (Y-Y,%)	흑전	455.2	적전	흑전	1,091.8
EBITDA	3.4	10.4	(9.2)	3.0	8.9
영업외손익	(0.9)	(5.6)	(4.6)	(0.4)	(4.2)
순이자수익	(1.5)	(1.5)	(1.1)	(1.6)	(2.6)
외화관련손익	0.8	0.4	(1.2)	2.0	1.8
지분법손익	0.0	(0.1)	(0.1)	0.0	0.0
세전계속사업손익	0.5	2.2	(16.5)	0.1	1.4
당기순이익	0.6	0.4	(13.6)	0.1	0.3
지배기업당기순이익	0.6	0.4	(13.3)	0.6	1.2
증가율 (Y-Y,%)	흑전	(31.5)	적전	흑전	148.8
NOPLAT	1.0	1.6	(8.7)	0.3	1.2
(+) Dep	2.0	2.6	2.8	2.6	3.3
(-) 운전자본투자	7.0	4.1	(6.3)	12.0	(1.4)
(-) Capex	2.4	1.7	5.0	8.3	5.0
OpFCF	(6.4)	(1.7)	(4.6)	(17.4)	1.0
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	11.6	(2.0)	8.7	13.0
영업이익증가율(3Yr)	n/a	35.9	n/a	(30.7)	(10.6)
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	27.5	n/a	(3.8)	(5.1)
순이익증가율(3Yr)	n/a	(39.7)	n/a	(42.6)	(11.8)
영업이익률(%)	2.7	12.9	(25.6)	0.7	6.4
EBITDA마진(%)	6.7	17.2	(19.6)	4.6	10.2
순이익률 (%)	1.3	0.7	(29.2)	0.2	0.3

덴티스

덴티스

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업현금	(0.6)	4.6	(4.0)	(0.6)	5.2
당기순이익	0.6	0.4	(13.6)	0.1	0.3
자산상각비	2.0	2.6	2.8	2.6	3.3
운전자본증감	(5.0)	(5.8)	(1.4)	(3.9)	(5.6)
매출채권감소(증가)	(0.3)	(8.2)	(0.3)	(3.8)	(4.0)
재고자산감소(증가)	(1.7)	1.5	(2.5)	(2.7)	(8.8)
매입채무증가(감소)	(1.7)	(1.3)	1.1	(0.5)	4.1
투자현금	(2.6)	(4.6)	2.5	(17.1)	(4.6)
단기투자자산감소	(0.0)	(2.8)	6.3	(8.4)	2.4
장기투자증권감소	(0.4)	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(2.4)	(1.7)	(5.0)	(8.3)	(5.0)
유무형자산감소	(0.5)	(0.8)	(0.5)	(0.3)	(0.7)
재무현금	0.9	3.8	0.3	19.4	1.2
차입금증가	(2.0)	(5.9)	2.9	18.3	(0.4)
자본증가	2.8	9.8	(2.9)	(0.0)	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	(2.3)	3.8	(1.3)	1.8	1.8
총현금흐름(Gross CF)	5.3	10.0	2.8	4.7	11.3
(-) 운전자본증가(감소)	7.0	4.1	(6.3)	12.0	(1.4)
(-) 설비투자	2.4	1.7	5.0	8.3	5.0
(+) 자산매각	(0.5)	(0.8)	(0.5)	(0.3)	(0.7)
Free Cash Flow	(2.3)	(0.3)	4.0	(16.3)	1.0
(-) 기타투자	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
잉여현금	(2.7)	(0.3)	4.0	(16.3)	1.0

주요투자지표

(원, 배)	2018	2019	2020	2021	2022
Per share Data					
EPS	52	30	(898)	41	83
BPS	1,995	3,723	348	2,052	1,715
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	n/a	n/a	n/a	216.5	97.6
PBR	n/a	n/a	26.1	4.3	4.7
EV/ EBITDA	12.8	3.0	n/a	59.4	19.3
배당수익율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	n/a	n/a	47.8	28.2	10.7
PSR	n/a	n/a	2.9	2.0	1.4
재무건전성 (%)					
부채비율	368.6	167.0	227.7	258.5	306.4
Net debt/Equity	256.3	87.8	132.9	152.5	158.4
Net debt/EBITDA	1,284.4	295.2	n/a	1,621.7	576.0
유동비율	90.2	123.4	96.8	130.6	93.8
이자보상배율	0.9	5.2	n/a	0.3	2.1
이자비용/매출액	3.0	2.5	2.3	2.5	3.1
자산구조					
투하자본(%)	91.5	83.1	82.8	84.0	82.7
현금+투자자산(%)	8.5	16.9	17.2	16.0	17.3
자본구조					
차입금(%)	72.8	52.9	60.9	64.5	65.7
자기자본(%)	27.2	47.1	39.1	35.5	34.3

자료: 다올투자증권

박종현
의료기기 | alex.park@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

뷰웍스 (100120)

아직은 재고 조정 중

NOT RATED

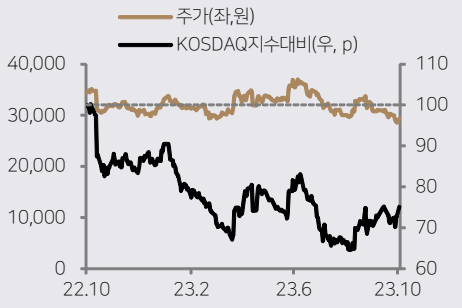
	현재	직전	변동
투자의견	NOT RATED		신규
적정주가			
Earnings			

Stock Information	
현재가 (10/24)	29,400원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	2,941억원
비중(KOSDAQ내)	0.08%
발행주식수	10,002천주
52주 최저가 / 최고가	28,550 - 37,000원
3개월 일평균거래대금	5억원
외국인 지분율	34.3%
주요주주지분율(%)	
김후식 (외 8인)	28.5
FIDELITY (외 7인)	10.0
자사주 (외 1인)	8.2

Valuation wide	2020	2021	2022
PER(배)	13.3	12.5	11.4
PBR(배)	1.9	2.3	1.5
EV/EBITDA(배)	8.2	9.9	6.2
배당수익률(%)	1.5	1.8	2.3

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(4.5)	(13.0)	(15.6)	(2.5)
KOSDAQ 대비 상대수익률 (%)	3.9	(4.8)	(29.6)	(18.0)

Price Trend



Issue
기업 현황 업데이트

Pitch
고객사 높아진 재고 수준으로 발주 감소로 1H23 전년 대비 매출액 및 이익 감소. 1) 전방 고객사 재고 수준 정상화, 2) 산업용 이미징 솔루션 신규 사업, 3) Mammography 관련 매출 확대에 따라 2024E 매출 성장 정상화 기대

Rationale
- 동사 본업은 엑스레이용 디텍터 판매와 산업용 카메라 제조 및 판매 사업을 영위. **디텍터 시장은 상위 업체들 위주로 재편되고 있는 과정에 MS 4위 업체로서 안정적인 매출 확대 기대**됨. 다만, COVID19 펜데믹이었던 2020 – 2022년 매출액 YoY +18%, 24%, 24% 성장했으나, 펜데믹 정상화로 고객사 재고 수준 높음. 2Q23 동사 재고자산 2019년말 332억원 대비 180% 증가한 930억원 수준

- 1H23 매출액 1,061억원(YoY -10%), 영업이익 259억원(YoY -77%)으로 전년 대비 부진한 실적을 보였으며 고객사의 재고 수준으로 인한 발주 감소. 골프 시뮬레이터 매출 감소폭이 커 산업용 이미징 솔루션 매출액 1H23 YoY -26%. 다만, 동영상 엑스레이 디텍터는 1H23 YoY +24% 성장하여 신규 고객사 효과 확인. 2023E 매출액 2,324억원(YoY -2%), 영업이익 186억원(YoY -57%) 전망

- 2024E 이후 YoY +10% 대 성장 회복 기대하며, 1) 전방 고객사들의 재고 수준 정상화 전망. 2) 산업용 이미징 솔루션(머신비전) 사업부에서는 2차 전지 및 태양광 부문 매출 확대 기대. 기존 80%에 달했던 디스플레이 관련 매출 비중은 30%대까지 감소. 신규 부문 매출 상승이 디스플레이 및 골프 시뮬레이터 관련 매출 감소를 상쇄. 3) **Mammography 관련 매출 확대 또한 기대.** Mammography는 정지영상 엑스레이 대비 시장 침투율이 낮아 Mammography 시장 확대에 따른 매출 확대 또한 기대

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	117	123	131	136	160	193	238
영업이익	30	29	23	26	29	35	44
EBITDA	34	32	26	30	33	40	50
지배주주순이익	27	20	21	24	23	33	27
자산총계	130	138	156	181	197	241	288
자본총계	110	126	141	161	171	188	209
순차입금	(40)	(47)	(49)	(64)	(32)	(18)	9
매출증가율	(13.8)	5.2	6.4	3.5	17.8	20.5	23.2
영업이익률	26.0	23.2	17.2	19.4	18.1	18.0	18.3
순이익률	23.0	15.9	15.8	17.8	14.3	17.3	11.2
EPS증가율	11.4	(27.2)	5.8	16.6	(5.5)	46.2	(20.7)
ROE	27.6	16.6	15.6	16.1	13.8	18.7	13.3

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

뷰웍스

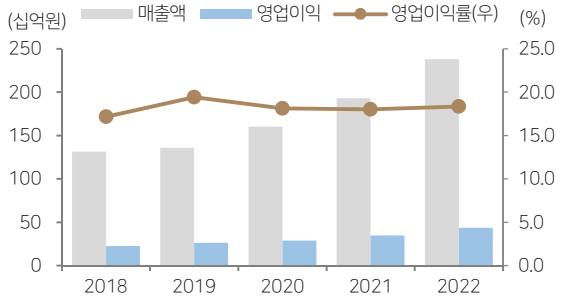
뷰웍스는,

1999년 삼성항공 출신 엔지니어 6명이 설립한 디지털 엑스레이 디텍터, 고해상도 산업용 카메라 제조 전문 업체

디텍터란 피사체를 통과한 엑스레이를 감지하여 사람이 볼 수 있도록 변환하는 장치. 정지영상과 동영상으로 구분. 다만, iRay 등 중국 디텍터 업체들의 출연 및 경쟁 심화로 ASP가 지속적으로 인하되었으나, 동사의 가격 경쟁력으로 10% MS 확보하여 글로벌 4위 MS 점유

Financials

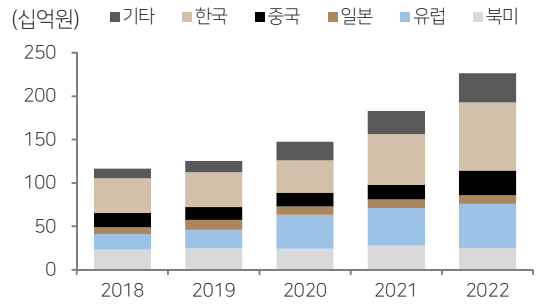
- 2016, 2017년 OPM 20% 상회하였으나, 지속적인 단가 하락으로 OPM 10% 중후반대로 하락
- 2022년 기준 매출액 2,379억원(YoY +23%), 영업이익 437억원(YoY +25%) 기록



Source: 다올투자증권

국가별 Breakdown

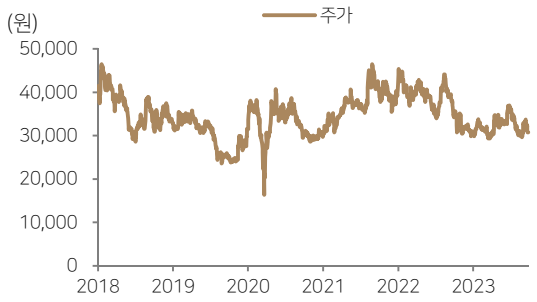
- 동사 매출 비중 가장 크게 차지하는 지역은 국내와 유럽
- 2022년 기준 중국 매출액 286억원으로 YoY +73% 성장했으나, 1H23 중국 매출 비중 감소 중



Source: 다올투자증권

주가

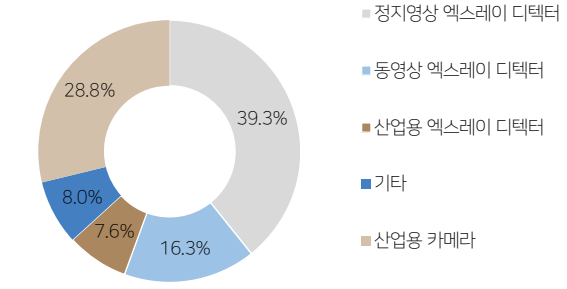
- 팬데믹으로 동사 주가 하락있었으나, 실적 성장보여주며 주가 반등
- 2021년과 2022년 모두 YoY +15% 상회하는 매출 성장 보이며 주가 상승
- 다만, 1H23 컨센서스 하회하며 주가 하락



Source: 다올투자증권

사업부문 Breakdown

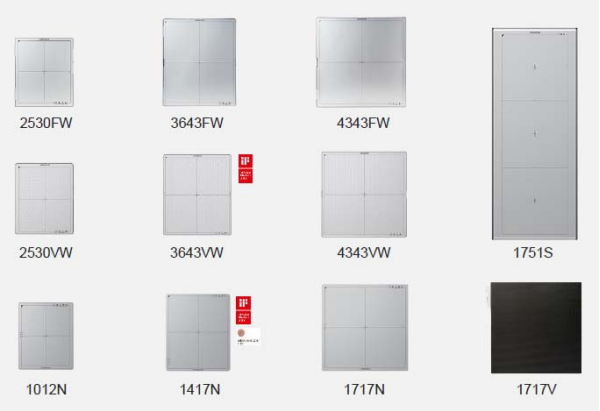
- 1H23 기준 정지영상 엑스레이 디텍터 매출 비중이 39%로 가장 높으며, 산업용 카메라(머신비전) 매출 비중 증가 중
- 산업용 엑스레이에 있어서는 디스플레이/2차전지 검수용 판매



Source: 다올투자증권

제품사진

- 동사 대표제품인 정지영상 엑스레이 디텍터



Source: 뷰웍스, 다올투자증권

뷰웍스

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	106.7	124.4	118.2	156.7	189.3
현금성자산	49.5	66.5	41.9	42.4	44.5
매출채권	22.4	21.1	23.9	34.2	41.3
재고자산	24.1	33.2	49.5	70.7	93.8
비유동자산	49.7	56.6	78.7	84.1	99.1
투자자산	4.4	4.7	5.6	10.6	16.2
유형자산	39.1	45.5	66.7	67.4	76.1
무형자산	6.1	6.4	6.4	6.1	6.8
자산총계	156.4	181.0	196.9	240.8	288.4
유동부채	13.4	16.9	25.0	49.6	76.0
매입채무	8.5	9.1	10.3	16.6	16.0
유동성이자부채	0.4	2.1	9.5	23.6	53.0
비유동부채	2.2	2.7	1.3	3.0	3.1
비유동이자부채	0.0	0.2	0.1	0.7	0.6
부채총계	15.6	19.6	26.3	52.6	79.1
자본금	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
자본잉여금	10.3	10.3	10.3	10.2	10.2
이익잉여금	131.4	151.8	170.8	200.1	221.2
자본조정	(5.9)	(5.7)	(15.9)	(27.3)	(27.2)
자기주식	(5.9)	(5.9)	(14.9)	(25.8)	(25.8)
자본총계	140.7	161.5	170.6	188.2	209.3
투하자본	91.4	97.0	138.0	166.7	215.5
순차입금	(49.1)	(64.3)	(32.3)	(18.2)	9.1
ROA	14.1	14.4	12.2	15.3	10.0
ROE	15.6	16.1	13.8	18.7	13.3
ROIC	21.9	22.6	20.3	19.3	18.3

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	131.4	136.0	160.3	193.1	237.9
증가율 (Y-Y,%)	6.4	3.5	17.8	20.5	23.2
영업이익	22.6	26.4	29.1	34.8	43.7
증가율 (Y-Y,%)	(22.4)	17.1	10.0	19.8	25.4
EBITDA	25.7	29.9	32.9	40.3	49.8
영업외손익	2.6	3.7	(1.1)	4.8	(10.6)
순이자수익	0.2	0.3	0.1	(0.3)	(0.9)
외화관련손익	2.1	2.8	(1.1)	4.3	0.3
지분법손익	0.0	(0.0)	0.0	(0.1)	(0.4)
세전계속사업손익	25.1	30.2	28.0	39.6	33.1
당기순이익	20.8	24.3	23.0	33.5	26.5
지배기업당기순이익	20.8	24.2	22.9	33.5	26.5
증가율 (Y-Y,%)	(9.4)	16.9	(5.6)	45.9	(21.0)
NOPLAT	18.7	21.3	23.8	29.4	34.9
(+) Dep	3.1	3.5	3.9	5.5	6.1
(-) 운전자본투자	3.1	(1.1)	17.8	27.4	33.6
(-) Capex	9.4	8.1	23.2	5.4	13.4
OpFCF	9.3	17.8	(13.3)	2.1	(5.9)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	12.0	5.1	9.1	13.7	20.5
영업이익증가율(3Yr)	7.1	(4.6)	0.5	15.6	18.2
EBITDA증가율(3Yr)	5.3	(4.2)	0.6	16.3	18.6
순이익증가율(3Yr)	9.7	(3.3)	5.4	17.2	2.9
영업이익률(%)	17.2	19.4	18.1	18.0	18.3
EBITDA마진(%)	19.5	22.0	20.5	20.9	20.9
순이익률 (%)	15.8	17.9	14.3	17.3	11.1

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업현금	27.8	18.7	6.3	16.2	(1.5)
당기순이익	20.8	24.3	23.0	33.5	26.5
자산상각비	3.1	3.5	3.9	5.5	6.1
운전자본증감	1.0	(11.9)	(24.5)	(34.0)	(45.1)
매출채권감소(증가)	2.7	1.6	(4.3)	(11.4)	(9.8)
재고자산감소(증가)	(1.3)	(9.7)	(17.0)	(23.2)	(27.8)
매입채무증가(감소)	(0.7)	0.5	0.1	7.0	(0.4)
투자현금	(15.1)	(11.6)	(13.3)	(11.5)	(18.8)
단기투자자산감소	(0.4)	(1.1)	12.5	(1.4)	(3.0)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.0)	(3.3)	0.0
설비투자	(9.4)	(8.1)	(23.2)	(5.4)	(13.4)
유무형자산감소	(0.3)	(1.2)	(0.5)	(0.7)	(1.5)
재무현금	(4.7)	(2.0)	(6.9)	(3.0)	21.2
차입금증가	0.0	0.9	5.8	12.4	28.0
자본증가	(4.8)	(3.0)	(13.0)	(15.1)	(6.9)
배당금지급	2.0	3.0	3.9	4.3	6.9
현금 증감	9.2	6.6	(13.5)	1.9	(0.5)
총현금흐름(Gross CF)	30.2	35.0	37.5	54.3	55.8
(-) 운전자본증가(감소)	3.1	(1.1)	17.8	27.4	33.6
(-) 설비투자	9.4	8.1	23.2	5.4	13.4
(+) 자산매각	(0.3)	(1.2)	(0.5)	(0.7)	(1.5)
Free Cash Flow	16.1	11.5	(0.3)	8.8	(8.1)
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.0	3.3	0.0
잉여현금	16.1	11.5	(0.3)	5.5	(8.1)

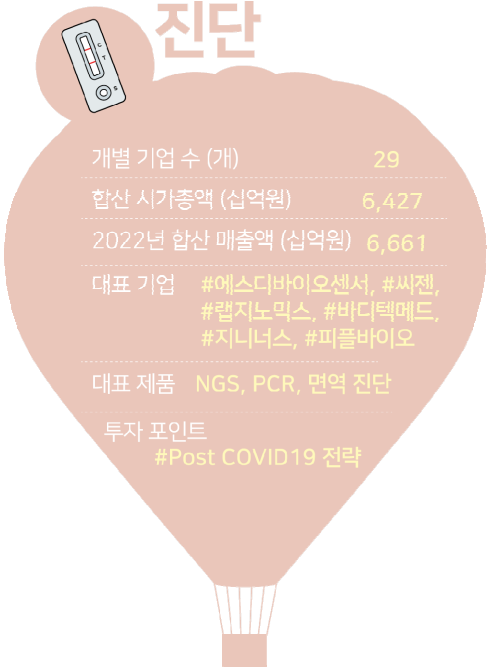
주요투자지표

(원, 배)	2018	2019	2020	2021	2022
Per share Data					
EPS	2,077	2,421	2,289	3,347	2,653
BPS	13,468	15,498	16,383	18,186	20,237
DPS	300	400	450	750	700
Multiples(x,%)					
PER	15.9	13.0	13.3	12.5	11.4
PBR	2.5	2.0	1.9	2.3	1.5
EV/ EBITDA	10.9	8.4	8.2	9.9	6.2
배당수익율	0.9	1.3	1.5	1.8	2.3
PCR	10.9	9.0	8.1	7.7	5.4
PSR	2.5	2.3	1.9	2.2	1.3
재무건전성 (%)					
부채비율	11.1	12.1	15.4	27.9	37.8
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	4.4
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	18.3
유동비율	796.0	737.0	473.6	316.0	249.1
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	119.9	48.2
이자비용/매출액	0.0	0.0	0.0	0.2	0.5
자산구조					
투하자본(%)	62.9	57.7	74.4	75.9	78.0
현금+투자자산(%)	37.1	42.3	25.6	24.1	22.0
자본구조					
차입금(%)	0.3	1.4	5.3	11.4	20.4
자기자본(%)	99.7	98.6	94.7	88.6	79.6

자료: 다올투자증권

뷰웍스

이 페이지는 편집상 공백입니다



IV-6. 진단: Post-COVID 살아남기. 국가별 확장 전략과 신규 바이오마커

Fig. 119: 진단 기업별 성장 전략 및 유동성

		에스디 바이오센서	바이오노트	씨젠	지노믹트리	피플 바이오	싸이토젠	퀀타 매트릭스	프리시젼 바이오
시가총액		1,263.5	398.5	1,034.6	383.2	62.0	248.4	73.0	63.3
매출액	2022	2,932.0	479.7	853.6	29.9	4.4	0.8	1.3	20.5
	2023E	678.5	98.5	354.3	-	-	-	-	-
영업이익	2022	1,146.6	295.4	196.5	2.4	-11.7	-11.5	-20.0	-4.5
	2023E	-222.9	-55.8	-29.6	-	-	-	-	-
PER	2023E	-	-	29.5	-	-	-	-	-
	성장 전략								
	EM 매출 확대	O	O	O	O	O	O	O	O
	DM 매출 확대				O				
	Lock-In 효과			O					
	M&A								
	동물 진단 진출		O						O
	신약 개발 병행					O			
	유동성(십억원)					유증 진행	CB 발행		
	순차입금	43.4	-628.2	-380.4	-90.2	2.9	11.1	-20.1	10.5
	현금성자산	489.2	34.7	132.8	78.6	8.3	6.2	13.4	2.5

		랩지노믹스	바디텍메드	진시스템	마크로젠	소마젠	젠큐릭스	지니너스	EDGC
시가총액		258.7	401.4	76.5	173.3	95.7	64.5	108.8	67.4
매출액	2022	144.8	118.1	3.7	138.6	43.4	2.6	10.1	94.2
	2023E	82.0	135.8	-	140.6	36.2	-	-	-
영업이익	2022	66.2	24.7	-6.6	5.3	-1.5	-11.0	-9.7	-9.5
	2023E	6.0	29.8	-	-2.0	-0.7	-	-	-
PER	2023E	74.7	17.7	-	-	-	-	-	-
	성장 전략								
	EM 매출 확대	O			O	O			
	DM 매출 확대		O	O					
	Lock-In 효과				O				
	M&A	O							
	동물 진단 진출			O					
	신약 개발 병행							O	
	유동성								유증 진행
	순차입금	-152.3	-57.0	-17.5	8.5	-9.7	5.2	-25.4	113.0
	현금성자산	57.4	41.8	12.1	29.4	3.8	4.0	15.7	6.2

Source: 다올투자증권

진단 업종 상장사 27개의 상대 주가 추이를 확인하면, 2015년, 2017년, 그리고 2020년 3번의 주가 랠리가 있었음을 확인할 수 있다. 2015/2017년 2번의 주가 랠리의 경우, 한미약품 및 신라젠 등 제약 바이오 업종에 대한 관심도가 부각됨에 따라 진단 업종 또한 수혜를 보았다. 또한, 2020년은 COVID19 펜데믹으로 인한 진단 업체들의 매출과 이익 확대가 3년간 나타남에 따라 진단 업종에 대한 관심이 높아졌다.

Fig. 120: 진단 섹터 밸류에이션 테이블

기업	시가총액 (십억원)	매출액(십억원)		PER(배)		PSR(배)		PBR(배)		EV/EBITDA(배)	
		23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E
Danaher	205,333	38,126	38,081	23.7	22.5	5.4	5.4	2.8	2.6	18.6	17.7
Becton Dickinson	101,378	26,114	27,538	21.2	19.1	3.9	3.7	2.9	2.8	17.4	16.1
IDEXX	47,891	4,996	5,483	43.5	38.4	9.6	8.8	27.0	18.5	29.8	27.0
Agilent	43,180	9,246	9,539	20.2	19.2	4.7	4.5	5.7	5.0	16.5	15.7
Illumina	25,588	6,222	6,899	143.1	51.9	4.1	3.7	2.8	2.6	42.3	24.7
Hologic	22,441	5,450	5,508	17.3	17.3	4.1	4.1	3.2	2.8	12.8	12.4
Revvity	17,052	3,838	4,132	21.3	18.7	4.5	4.1	1.7	1.6	16.8	15.0
Exact Science	15,683	3,336	3,814	-	-	4.7	4.1	3.8	3.5	74.2	43.2
Bio-Techne	13,698	1,459	1,675	32.2	32.7	8.9	8.2	5.2	4.7	23.1	23.1
BIO-RAD	12,254	3,797	4,026	24.4	21.8	3.2	3.0	-	-	15.0	13.1
Bruker	11,819	3,900	4,167	23.2	20.9	3.0	2.8	6.1	4.8	15.4	13.8
Qiagen	11,728	2,673	2,853	18.3	17.2	4.4	4.1	2.3	2.0	13.2	12.1
시가총액 가중 평균				29.6	23.5	5.2	5.0	5.3	4.3	21.6	18.7

Source: Bloomberg, 다올투자증권

국내 진단 업체 30개를 진단 기술별로 구분하면, 9개 업체가 면역 진단을 기반하여 상장되어 있으며, PCR 기반 업체가 8개, NGS 기반 업체가 7개로 파악된다. 또한 해당 기술 외 미생물 진단이나 임상화학 등 다른 기술을 기반으로 한 진단업체가 5개로 파악된다.

Fig. 121: 진단 기술별 업체 구분

진단 기술	에스디 바이오센서	바이오노트	바디텍메드	수젠텍	피플바이오	피씨엘	엑세스 바이오	휴마시스	나노엔텍	싸이토젠
면역 진단	O	O	O	O	O	O	O	O	O	
PCR	O	O								O
NGS										O
그외	O	O							O	

진단 기술	씨젠	지노믹트리	진시스템	진매트릭스	제놀루션	젠큐릭스	바이오니아	랩지노믹스	마크로젠	소마젠
면역 진단										
PCR	O	O	O	O	O	O	O	O		
NGS								O	O	O
그외										

진단 기술	지니너스	EDGC	클리노믹스	엔젠바이오	셀레믹스	바이오다인	퀀타 매트릭스	노을	아스타	프리시젼 바이오
면역 진단										
PCR										
NGS	O	O	O	O	O					
그외						O	O	O	O	O

Source: 다올투자증권

또한 진단 업체들은 COVID19 펜데믹 당시 COVID19 진단 관련 매출을 통해 유동성을 확보한 상태다. 대표적으로 에스디바이오센서는 상장 후 약 2조원의 현금성 자산을 확보했으며 해당 유동성을 통해 나스닥 상장 업체였던 Meridian Bioscience을 인수하였다.

2Q23 기준 업체별 현금성 자산(단기금융상품 제외)을 확인하면 씨젠, 지노믹트리와 바이오노트는 각각 347억원, 1,328억원, 786억원의 현금성자산을 보유하고 있다. 따라서 해당 업체들은 해당 유동성을 바탕으로 Post COVID19에 대한 전략을 모색하고 있으며 각각의 전략은 아래와 같다.

2023년 현재 진단 업종에 대한 2가지 관심사로 압축된다. 1) COVID19를 통해 확보한 현금의 사용처, 2) Post COVID19 성장 전략이다. 특히나 본 자료를 통해 업체별 Post COVID19 전략을 점검하고자 한다.

업체들의 성장 전략은 크게 5가지로 구분된다. 1) 신시장 개척(동물 진단), 2) EM 중심의 매출 확대, 3) DM 침투 전략, 그리고 4) Lock-In 효과 기반 매출 확대, 5) 신약 개발 병행이다.

진단 업종에서 당사가 선호하는 전략은 다른 섹터와 동일한 가성비 전략이다. COVID19 펜데믹을 거치면서 국내 진단 업체들에 대한 레퍼런스가 확보되었다. EM에서 낮은 가격을 기반으로 시장을 침투하거나, DM에서 높은 가격으로 인해 선진국 업체들의 침투가 느린 상황에서 침투율을 높일 수 있는 업체들을 선호한다.

해당 전략을 실천하고 있는 업체는 대표적으로 **랩지노믹스**와 **바디텍메드, 소마젠**이 있다. 랩지노믹스는 미국 CLIA랩을 인수하여 현지 CLIA랩이 사용하고 있는 IVD 제품을 LDT 서비스로 전환하고자 한다. 한국의 제품을 기반으로 한 LDT 서비스로 낮은 ASP로 서비스를 제공하여 외연을 확장하려는 전략이다. 바디텍메드는 전통의 이머징 강자로 상장 초기부터 중국에서의 높은 시장 지휘력으로 인정 받았으며, 현재 남미 등을 침투하였으며 2024E 북미 동물용 진단 시장 또한 기대된다. 소마젠은 상장 이후 적자가 이어졌으나, 현지 분석 인력 대부분이 한국인으로 구성되어 있어 다른 NGS 서비스 대비 높은 품질과 속도로 레퍼런스를 확보하고 있다. 서비스 인력으로 영업 레버리지가 제한적일 수 있으나, 장비 가동률 확대에 따른 영업이익 흑자 전환을 기대할 수 있다.

Fig. 122: 진단 기업별 성장 전략 및 유동성

성장 전략	에스디 바이오센서	바이오노트	씨젠	지노믹트리	피플바이오	싸이토젠	퀀타 매트릭스	프리시젼 바이오
EM 매출 확대	O	O	O	O	O	O	O	O
DM 매출 확대				O				
Lock-In 효과			O					
M&A								
동물 진단 진출		O						O
신약 개발 병행					O			
Lab centric			O					
POCT	O	O						O
유동성(십억원)					유증 진행	CB 발행		
순차입금	43.4	-628.2	-380.4	-90.2	2.9	11.1	-20.1	10.5
현금성자산	489.2	34.7	132.8	78.6	8.3	6.2	13.4	2.5

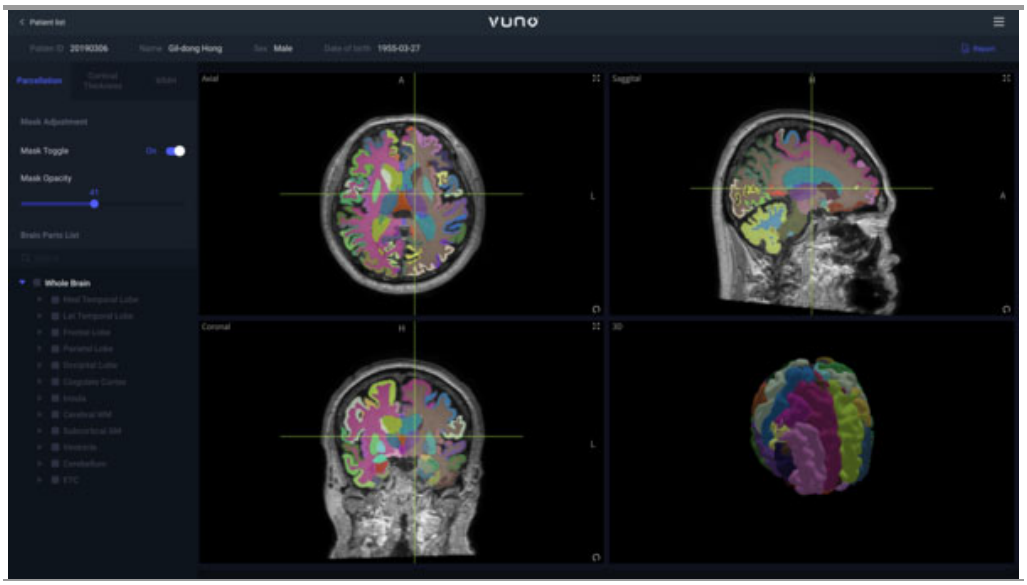
성장 전략	랩지노믹스	바디텍메드	진시스템	마크로젠	소마젠	젠큐릭스	지니너스	EDGC
EM 매출 확대	O			O	O			
DM 매출 확대		O	O					
Lock-In 효과				O				
M&A	O							
동물 진단 진출			O					
신약 개발 병행							O	
Lab centric	O			O	O	O	O	O
POCT		O	O					
유동성								유증 진행
순차입금	-152.3	-57.0	-17.5	8.5	-9.7	5.2	-25.4	113.0
현금성자산	57.4	41.8	12.1	29.4	3.8	4.0	15.7	6.2

Source: 다올투자증권

신규 바이오마커 발굴을 통한 기회 요인도 점검하고자 한다. 신규 바이오마커은 각각 조직 샘플 기반 이미지 바이오마커를 개발하고 있는 루닛과 뇌 촬영 이미지 기반 바이오마커를 개발 중인 뷰노, 혈액 바이오마커를 통해 알츠하이머 진단을 하는 피플바이오, 싱글셀 기반 바이오마커 개발하는 지니너스, CTC 액체 생검 업체 싸이토젠이 있다. 해당 기업들은 크게 알츠히이머병과 암에 연관된 바이오마커를 개발하고 있다.

알츠히이머 관련 바이오마커의 경우, 레카네맙과 아두카누맙 신약 개발에 따라 아밀로이드 베타 가설이 일부 입증되고 있다는 점에서 연구가 가속화될 전망이다. 알츠하이머에 있어 MRI를 통해 뇌 위축도를 정량화하며 알츠하이머에 대한 조기 진단을 시도하기도 한다. 뇌 위축도 정량화 플랫폼들은 FDA 510(k) 획득하고 있다. 국내 업체 중에서는 뷰노의 VUNO Med-DeepBrain과 뉴로핏의 뉴로핏 AQUA가 뇌 MRI 이미지의 자동 라벨링을 통해 뇌의 위축도와 백질의 변성을 분석, 가시화해준다. 다만, FDA에서 알츠하이머 조기 진단을 목적으로 인증 받은 AI 의료기기는 없다.

Fig. 123: VUNO Med-DeepBrain



Source: 뷰노, 다올투자증권

2021년 미국 바이오젠과 일본 에자이는 FDA로부터 알츠하이머 치료제 아두카누맙에 대한 FDA를 승인 받았으며, 2023년 레카네맙 또한 FDA 허가를 획득하였다. 두 치료제 모두 뇌 속에 아밀로이드 베타 축적 및 응집을 막는 기전을 가지고 있다. 두 치료제 모두 알츠하이머에 대한 근본적 치료보다는 인지 기능 저하 속도를 늦춘다는 공통점을 가지고 있다.

아밀로이드 베타 가설이 일정 부분 입증된만큼 혈중에 아밀로이드 베타 혹은 타우 단백질을 검출하여 알츠하이머를 진단하려는 시도는 이어지고 있다. 또 다른 시도로는 AI 기반 이미지 바이오마커를 통해 알츠하이머를 조기 진단하려는 시도가 이어지고 있다. 다만 노화에 따른 자연스러운 뇌 내 단백질 축적이 필연적으로 알츠하이머병으로 연관되지 않는다는 반론이 혈액 기반 바이오마커에 대한 부정적인 의견이다.

알츠하이머 환자의 확진은 환자가 사망한 후, 부검 중 뇌 검체 검사를 통해 이루어진다. 따라서 알츠하이머의 진단은 환자의 문진과 CSF(뇌척수액) 분석이나 PET-CT 검사를 통해 종합적으로 이루어진다. 다만, CSF 분석이나 PET-CT가 고가의 검사이다보니, 경도인지장애나 인지 저하가 나타난 환자 중 조기 스크리닝으로서 혈액 바이오마커나 AI 이미징 바이오마커의 활용도가 대두되고 있다.

2022년에 들어 알츠하이머 협회는 혈액 기반 바이오마커에 대한 적절한 활용을 권고하기 시작했다. 2023년 알츠하이머 치료제 개발에 따라 혈액 기반 진단 키트 개발 이어지는 중이다. 2023.03월 Roche와 Eli Lilly는 혈액 기반 알츠하이머 테스트 인허가를 목표로 2년간의 대규모 임상을 기획했다. 2025년 제출 목표로 한 해당 임상은 수백명의 자원자를 대상으로 한 18 ~ 24개월의 임상으로 기획 예정이다.

AAIC2023 학회에서 C2N Diagnostics가 차세대 PrecivityAD2 테스트(p-tau217/np-tau217 비율, Ab42/40 비율 측정)에서 FDA 승인받은 두 CSF와 유사한 결과를 발표함으로써 혈액 기반 알츠하이머 진단 보조 키트에 대한 가능성 확인했다. Quanterix의 LucentAD(p-tau 181) 테스트 2023.06월 LDT승인을 받았으며, Quest 또한 2023.07월 DTC용 아밀로이드베타 진단 키트 출시했다. Quest의 DTC 키트의 경우 높은 가격(299달러, 비급여)과 높은 위양성률로 인해 전문의의 권고가 필요하다. 혈액 기반 키트에 대한 가능성을 확인하고 있는 시기지만 DTC를 통한 판매에 대해서는 부정적 의견이 제기되고 있다.

2022.7월 광범위한 신경퇴행성 질환 및 뇌 손상에 대한 혈액 검사를 출시한 Labcorp은 2023.10월 3개의 바이오마커를 활용한 알츠하이머 검사 테스트를 출시했다. 해당 테스트는 확진으로 사용되지 않지만 환자의 인지 손상을 평가하는데 사용될 예정이다. 검사를 통해 환자의 진단이나 처방을 하는데 도움을 줄 수 있다. 3가지의 바이오마커 중 한가지는 혈장의 Ab42/40 비율을 본다. 낮은 42/40 비율은 아밀로이드 플라크 존재를 의미한다. 두번째 검사는 신경퇴행과 연관된 p-Tau 181 단백질을 확인한다. 마지막으로 혈장의 뉴로필라멘트 경쇄(NfL, Neurofilament light chain)를 검사한다. 해당 단백질은 뇌의 뉴런 내부에서 생성되지만 신경 퇴행과 같이 뉴런이 손상되어 많은 양이 혈류로 방출될 경우 혈액 내에 분포하게 된다.

Fig. 124: 알츠하이머 바이오마커 정리

	기업	키트명	바이오마커	인허가 현황
2023.03	Roche/Eli Lilly			2025 년 FDA 인허가 신청 목표 임상 개시
2023.06	Quanterix	LucentAD	p-tau181	LDT
2023.08	C2N Daignostics	PrecivityAD2	p-tau217/np-tau217 비율, Ab42/40 비율 측정	55 세 이상 MCI 환자 대상/ LDT
2023.07	Beckman Coulter	RUO	Ab42, Ab40, Tau181, NfL, ApoE4, Pan-ApoE	Fujirebio 와 파트너십 체결, RUO
2023.07	Quest Diagnostics	AD-Detect	Ab	LDT/DTC, 18 세 이상 인지 기능 저하, 가족력
2023.10	Labcorp		Ab42, Ab40, Tau181, NfL	LDT

Source: 각 사, 다올투자증권

박종현
의료기기 | alex.park@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

바이오노트 (377740)

바이오 컨텐츠 역량과 동물용 전망에 주목

BUY

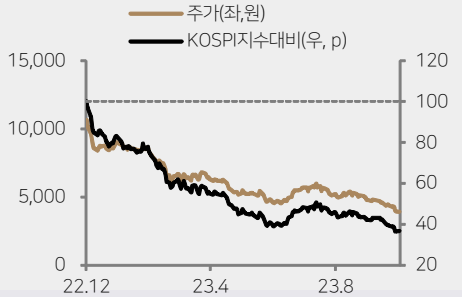
	현재	직전	변동
투자의견	BUY		신규
적정주가	5,500		신규
Earnings			신규

Stock Information	
현재가 (10/24)	4,005원
예상 주가상승률	37.3%
시가총액	4,087억원
비중(KOSPI내)	0.02%
발행주식수	102,056천주
52주 최저가 / 최고가	3,905 - 10,650원
3개월 일평균거래대금	11억원
외국인 지분율	0.2%
주요주주지분율(%)	
조영식 (외 12인)	69.7
인터베스트 (외 3인)	11.6
바이오노트우리사주 (외 1인)	0.8

Valuation wide	2022	2023E	2024E
PER(배)	2.8	n/a	75.6
PBR(배)	0.5	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	0.6	n/a	7.1
배당수익률(%)	5.7	7.5	7.5

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(16.2)	(35.4)	n/a	(53.3)
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(11.2)	(29.9)	n/a	(59.9)

Price Trend



Issue

커버리지 개시

Pitch

에스디바이오센서 핵심 경쟁력인 바이오 컨텐츠 사업과 및 신규 매출 확대 기대되는 동물용 진단 사업 영위. 2024E 실적 전망 주목. 2024E 글로벌 진단기업 평균 EV/EBITDA 산정한 적정주가 5,500원, 투자의견 BUY 제시

Rationale

- 동사 바이오컨텐츠 사업은 COVID19 관련 매출 급감으로 실적 감소했으나, 동물용의 점진적 매출 확대 및 바이오컨텐츠 경쟁력 주목
- 2Q23 형광면역진단 POCT Vcheck F 18,416대와 분자진단장비 96대 설치되어 누적 장비 설치에 따른 동물용 진단 점진적 매출 확대 기대. 2023.04월 북미 동물 의약품 유통사 코베트러스와 공급 계약 체결. 2024.01월 동물용 생화학진단 POCT 장비 Vcheck F 출시 예정. 글로벌 최대 규모 시장인 북미 진입에 따른 실적 성장 또한 기대. 2022년 기준 북미 동물 진단 매출액 30억원 수준으로 MS 확대에 따른 매출 확대 기대
- 2023E 매출액 985억원(YoY -79%), 영업적자 558억원(YoY 적자전환) 전망. 바이오컨텐츠 매출액은 엔데믹에 따라 관계기업 매출 감소. 비코로나 매출 비중 확대에 따라 2024E부터는 바이오컨텐츠 매출 확대 기대. 동물용 제품 확대 및 북미 진출에 따른 매출 확대 중. 2023.04월 코베트러스와 공급계약 체결. 2023E 동물용 진단 매출액 716억원 전망
- 2024E EBITDA에 글로벌 진단 업체 EV/EBITDA 18.9배 적용하여 적정주가 5,500원, 투자의견 BUY 제시. 동사는 Meridian과의 시너지 통한 바이오컨텐츠 매출액 확대 및 동물용 MS 확대에 따른 실적 확대 주목. 향후 지배구조 재편 이벤트 발생 시, 동사에 대한 최대주주 지분율이 에스디바이오센서 대비 높다는 점에 주목

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
매출액	622.4	479.7	98.5	129.9	168.5	218.8	284.7
영업이익	470.1	295.4	(55.8)	(1.0)	6.2	18.2	35.6
EBITDA	474.2	301.9	(47.8)	8.6	18.5	33.8	55.5
지배주주순이익	671.6	307.8	(75.8)	5.4	11.2	22.9	38.6
자산총계	1,483.3	1,757.0	1,657.1	1,648.1	1,646.9	1,661.7	1,728.6
자본총계	1,266.4	1,600.2	1,492.1	1,466.9	1,447.5	1,439.9	1,478.4
순차입금	(487.8)	(680.4)	(390.8)	(348.1)	(308.3)	(272.4)	(272.8)
매출증가율	(1.4)	(22.9)	(79.5)	31.9	29.7	29.9	30.1
영업이익률	75.5	61.6	(56.7)	(0.7)	3.7	8.3	12.5
순이익률	107.9	64.2	(76.9)	4.2	6.7	10.5	13.5
EPS증가율	27.1	(57.9)	적전	흑전	107.9	104.2	68.2
ROE	70.5	21.5	(4.9)	0.4	0.8	1.6	2.6

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

바이오노트
바이오노트

I. 실적 전망 : COVID19 관련 비용은 없어진 상태

2023E 매출액 985억원(YoY -79%)와 영업적자 558억원(YoY 적자전환) 전망한다. 2Q23기준 COVID19 관련 재고자산을 모두 상각하였으며 향후 비 COVID19 관련 매출 확대를 확인할 수 있는 구간에 돌입하였다.

Fig. 125: 바이오노트 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	276.2	118.1	62.6	22.8	21.2	25.4	25.5	26.5	479.7	98.5	129.9
YoY(%)	*-10%*	*-16%*	*-24%*	*-75%*	*-92%*	*-78%*	*-59%*	*16%*	*-23%*	*-79%*	*32%*
바이오컨텐츠	256.1	100.6	49.0	9.5	6.5	5.4	5.9	6.6	415.2	24.4	32.5
YoY(%)	-12%	56%	-63%	-88%	-97%	-95%	-88%	-31%	-27%	-94%	33%
RAPID	248.8	97.2	46.6	7.7	2.7	3.2	3.4	3.6	400.3	12.9	17.5
원료	3.9	3.9	1.3	1.5	2.8	1.0	1.7	2.0	10.6	7.4	9.7
ELISA	0.5	0.3	0.7	0.8	1.0	1.2	0.8	1.0	2.2	4.0	5.3
동물	20.1	17.6	13.6	8.8	14.2	18.0	19.5	19.9	60.0	71.6	97.4
YoY(%)	24%	-18%	154%	-37%	-29%	3%	44%	126%	6%	19%	36%
RAPID	10.4	7.7	4.4	3.9	5.9	7.4	7.3	7.8	26.4	28.4	38.6
형광	6.0	6.2	6.9	2.8	5.1	7.1	7.9	8.1	21.9	28.2	39.1
매출비중											
바이오컨텐츠	93%	85%	78%	42%	31%	21%	23%	25%	87%	25%	25%
동물	7%	15%	22%	39%	67%	71%	77%	75%	13%	73%	75%
매출총이익	224.2	86.0	40.5	-10.0	9.7	-43.3	11.4	10.7	340.7	-11.5	52.9
YoY(%)	*-20%*	*-22%*	*-36%*	*적전*	*-96%*	*적전*	*-72%*	*-207%*	*-34%*	*적전*	*흑전*
GPM	81.2%	72.9%	64.6%	-43.9%	46.0%	-170.3%	44.7%	40.4%	71.0%	-11.6%	40.7%
매출원가	52.0	32.0	22.1	32.8	11.4	68.7	14.1	15.8	138.9	110.0	77.0
재고자산의 변동	4.7	-6.4	1.0	15.3	-3.4	53.9	0.3	0.3	14.6	51.0	3.9
원재료 사용	31.9	22.1	11.3	5.8	6.4	6.3	6.0	6.5	71.1	25.2	31.0
인건비	4.0	11.3	4.4	5.6	3.8	4.2	3.9	4.3	25.3	16.1	20.1
영업이익	216.7	60.3	30.6	-12.1	-0.7	-54.7	0.3	-0.8	295.4	-55.8	-1.0
YoY(%)	*-21%*	*-40%*	*-39%*	*적전*	*적전*	*적전*	*-99%*	*-94%*	*-37%*	*적전*	*적자*
OPM	78.5%	51.1%	48.8%	-53.3%	-3.4%	-215.2%	1.3%	-2.9%	61.6%	-56.7%	-0.7%
판관비	7.5	25.8	9.9	2.1	10.5	11.4	11.1	11.4	45.3	44.4	53.9
인건비	2.5	7.1	3.0	6.4	3.4	3.6	3.6	3.6	19.0	14.1	17.5
R&D 비용	2.0	5.4	3.2	5.5	3.4	3.8	3.7	3.8	16.1	14.8	18.4
EBITDA	218.1	61.8	32.3	-10.3	1.2	-52.5	2.1	1.4	301.9	-47.8	8.6
YoY(%)	*-21%*	*-39%*	*-37%*	*적전*	*적전*	*적전*	*-93%*	*-113%*	*-36%*	*적전*	*흑전*
EBITDA Margin	79.0%	52.4%	51.6%	-45.3%	5.8%	-206.5%	8.3%	5.1%	62.9%	-48.5%	6.6%
지배주주 NP	247.9	50.3	148.7	-139.2	-22.8	-55.7	1.6	1.1	307.8	-75.8	5.4
YoY(%)	*-16%*	*-71%*	*-10%*	*적전*	*적전*	*적전*	*-99%*	*-101%*	*-54%*	*적전*	*흑전*
NPM	89.8%	42.6%	237.6%	-610.9%	-107.5%	-219.3%	6.3%	4.2%	64.2%	-76.9%	4.2%

Source: 다올투자증권

바이오노트
바이오노트

동사의 사업부는 바이오컨텐츠, 동물용 진단과 백신으로 구분된다. 바이오컨텐츠는 면역 진단과 분자 진단에 사용되는 원료 및 반제품을 의미한다. 1H23 반기 보고서 기준 관계기업 에스디바이오센서향 매출은 92억원이 발생했다. 바이오컨텐츠 매출액이 119억원이었다는 점을 감안하면 동사 바이오컨텐츠 매출의 90% 수준이 관계기업을 통해 발생한다.

따라서, 관계기업의 면역진단 매출액 추이가 동사 실적 성장의 관건이며, COVID19 관련 매출액이 감소하고 비COVID19 매출이 증가하고 있는 에스디바이오센서의 매출 흐름 상, 동사의 매출액도 유사한 흐름이 보일 전망이다. 2023E 바이오컨텐츠 매출액은 전년 대비 94% 감소한 244억원 전망한다. 동사 바이오컨텐츠 사업 원료의 경우 체외진단 제품 원료로 사용되는 유전자 재조합 항원과 간클론, 다클론 및 유전자재조합 항체를 자체적으로 개발 및 제조할 수 있다. 동사는 100% Animal Free 항체 개발을 진행하고 있어 공급 안정성을 확대할 전망이다.

Fig. 126: 바이오노트 제품군



Source: 바이오노트, 다올투자증권

Fig. 127: 바이오노트 사업 방향성



Source: 바이오노트, 다올투자증권

Fig. 128: 바이오노트과 Meridian 시너지



Source: 바이오노트, 다올투자증권

Fig. 129: 바이오노트 생산 시스템



Source: 바이오노트, 다올투자증권

II. 영업가치 저평가, 향후 지배구조 향방 관심도

에스디바이오센서와 동일한 방식인 EV/EBITDA를 통해 기업 적정 가치를 산정하였다. 글로벌 진단 업체 2024E 평균 EV/EBITDA를 산정하였으며 순현금 3,908억원을 가산하면 동사의 적정 기업 가치는 5,531억원이다. 순현금 3,908억원의 경우, 2023E 추정치이며 에스디바이오센서 지분 취득에 사용된 2,200억원을 뺀 수치다. 에스디바이오센서 대비 투자 메리트가 있는 구간이며 향후 지배 구조 재편 이벤트 발생 시, 최대주주 지분율이 동사가 높다는 점을 고려하였다.

최대주주는 바이오노트와 에스디바이오센서 50%, 26% 보유하고 있다. 바이오노트가 에스디바이오센서에 반제품을 공급하고 있으며 바이오노트 최대주주의 지분율이 더 높다. 향후 에스디바이오센서 그룹의 지배 구조 재편 등이 발생할 시, 바이오노트 주주에게 유리한 방향으로 지배 구조 재편이 이루어질 확률이 높다.

Fig. 130: 바이오노트 Valuation

2024E EBITDA (십억원) ⓐ	8.6	
Target EV/EBITDA multiple (배) ⓑ	18.9	글로벌 진단 업체 2024E 평균 EV/EBITDA 적용
순차입금 (십억원) ⓒ	-390.8	2023년 말 추정치
적정 시가총액 (십억원) ① = ⓐ×ⓑ-ⓒ	553.1	
보통주 발행주식수 (천주)	101,976	자사주 제외
적정주가 (원)	5,500	
종가 (원)	4,005	
상승여력	37.3%	

Source: 다올투자증권

바이오노트

Fig. 131: 밸류에이션 테이블

기업	시가총액 (십억원)	매출액(십억원)		PER(배)		PSR(배)		PBR(배)		EV/EBITDA(배)	
		23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E
Danaher	205,333	38,126	38,081	23.7	22.5	5.4	5.4	2.8	2.6	18.6	17.7
Becton Dickinson	101,378	26,114	27,538	21.2	19.1	3.9	3.7	2.9	2.8	17.4	16.1
IDEXX	47,891	4,996	5,483	43.5	38.4	9.6	8.8	27.0	18.5	29.8	27.0
Agilent	43,180	9,246	9,539	20.2	19.2	4.7	4.5	5.7	5.0	16.5	15.7
Illumina	25,588	6,222	6,899	143.1	51.9	4.1	3.7	2.8	2.6	42.3	24.7
Hologic	22,441	5,450	5,508	17.3	17.3	4.1	4.1	3.2	2.8	12.8	12.4
Revvity	17,052	3,838	4,132	21.3	18.7	4.5	4.1	1.7	1.6	16.8	15.0
Exact Science	15,683	3,336	3,814	-	-	4.7	4.1	3.8	3.5	74.2	43.2
Bio-Techne	13,698	1,459	1,675	32.2	32.7	8.9	8.2	5.2	4.7	23.1	23.1
BIO-RAD	12,254	3,797	4,026	24.4	21.8	3.2	3.0	-	-	15.0	13.1
Bruker	11,819	3,900	4,167	23.2	20.9	3.0	2.8	6.1	4.8	15.4	13.8
Qiagen	11,728	2,673	2,853	18.3	17.2	4.4	4.1	2.3	2.0	13.2	12.1
시가총액 가중 평균				29.6	23.5	5.2	5.0	5.3	4.3	21.6	18.7

Source: Bloomberg, 다올투자증권

바이오노트
바이오노트

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	642.1	824.8	503.8	492.7	488.7
현금성자산	488.6	681.7	395.1	352.4	312.6
매출채권	84.1	18.3	29.9	40.5	52.5
재고자산	66.2	79.0	58.9	79.8	103.6
비유동자산	841.2	932.2	1,153.2	1,155.4	1,158.2
투자자산	737.4	829.3	1,056.7	1,057.0	1,057.2
유형자산	98.0	95.8	86.2	89.1	93.0
무형자산	5.9	7.1	10.3	9.4	8.1
자산총계	1,483.3	1,757.0	1,657.1	1,648.1	1,646.9
유동부채	118.3	49.5	73.4	86.1	100.5
매입채무	20.6	11.8	34.7	47.0	61.0
유동성이자부채	0.3	0.5	1.1	1.1	1.1
비유동부채	98.7	107.3	91.5	95.1	98.8
비유동이자부채	0.5	0.9	3.2	3.2	3.2
부채총계	216.9	156.8	164.9	181.2	199.3
자본금	46.8	50.9	51.0	51.0	51.0
자본잉여금	11.9	81.0	82.0	82.0	82.0
이익잉여금	1,201.8	1,466.0	1,337.6	1,312.4	1,293.0
자본조정	5.9	2.2	21.6	21.6	21.6
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,266.4	1,600.2	1,492.1	1,466.9	1,447.5
투하자본	41.6	92.0	50.1	67.5	88.0
순차입금	(487.8)	(680.4)	(390.8)	(348.1)	(308.3)
ROA	57.5	19.0	(4.4)	0.3	0.7
ROE	70.5	21.5	(4.9)	0.4	0.8
ROIC	253.4	328.1	(57.0)	(1.2)	6.0

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	622.4	479.7	98.5	129.9	168.5
증가율 (Y-Y,%)	(1.4)	(22.9)	(79.5)	31.9	29.7
영업이익	470.1	295.4	(55.8)	(1.0)	6.2
증가율 (Y-Y,%)	(15.8)	(37.2)	적전	적지	흑전
EBITDA	474.2	301.9	(47.8)	8.6	18.5
영업외손익	395.6	119.4	(42.1)	8.1	8.7
순이자수익	0.8	9.6	26.7	21.7	17.7
외화관련손익	24.2	24.5	19.0	0.0	0.0
지분법손익	355.6	77.3	(77.1)	(11.7)	(9.1)
세전계속사업손익	865.7	414.8	(97.9)	7.1	14.8
당기순이익	671.6	307.8	(75.8)	5.4	11.2
지배기업당기순이익	671.6	307.8	(75.8)	5.4	11.2
증가율 (Y-Y,%)	27.1	(54.2)	적전	흑전	107.9
NOPLAT	364.7	219.2	(40.5)	(0.7)	4.7
(+) Dep	4.1	6.5	8.0	9.5	12.4
(-) 운전자본투자	(191.1)	58.6	(57.6)	18.8	21.4
(-) Capex	51.4	42.3	6.1	11.4	14.8
OpFCF	508.4	124.8	19.1	(21.5)	(19.2)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	n/a	(46.2)	(40.7)	(29.4)
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	(72.5)
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	(73.7)	(60.6)
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	(80.0)	(66.8)
영업이익률(%)	75.5	61.6	(56.7)	(0.7)	3.7
EBITDA마진(%)	76.2	62.9	(48.5)	6.6	11.0
순이익률 (%)	107.9	64.2	(76.9)	4.2	6.7

바이오노트 바이오노트

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금	537.4	249.1	34.9	11.4	15.0
당기순이익	671.6	307.8	(75.8)	5.4	11.2
자산상각비	4.1	6.5	8.0	9.5	12.4
운전자본증감	188.6	26.4	33.3	(18.8)	(21.4)
매출채권감소(증가)	220.3	73.1	(6.5)	(10.6)	(12.0)
재고자산감소(증가)	(11.3)	(33.5)	(34.2)	(20.9)	(23.7)
매입채무증가(감소)	(22.7)	(5.5)	25.9	12.3	14.0
투자현금	(191.4)	(30.5)	(542.0)	69.4	36.6
단기투자자산감소	(133.7)	(31.8)	(252.0)	92.9	60.9
장기투자증권감소	0.0	(5.2)	(283.0)	(11.7)	(9.1)
설비투자	(51.4)	(42.3)	(6.1)	(11.4)	(14.8)
유무형자산감소	0.1	49.2	(0.6)	(0.1)	(0.1)
재무현금	(50.6)	23.0	(49.7)	(30.6)	(30.6)
차입금증가	(0.2)	(0.4)	(0.2)	0.0	0.0
자본증가	(50.0)	23.3	(49.5)	(30.6)	(30.6)
배당금지급	50.0	50.0	49.9	30.6	30.6
현금 증감	295.5	262.5	(556.0)	50.2	21.1
총현금흐름(Gross CF)	506.1	323.0	23.6	30.3	36.5
(-) 운전자본증가(감소)	(191.1)	58.6	(57.6)	18.8	21.4
(-) 설비투자	51.4	42.3	6.1	11.4	14.8
(+) 자산매각	0.1	49.2	(0.6)	(0.1)	(0.1)
Free Cash Flow	503.2	318.9	(485.1)	80.8	51.7
(-) 기타투자	0.0	5.2	283.0	11.7	9.1
잉여현금	503.2	313.7	(768.2)	69.1	42.6

주요투자지표

(원, 배)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Per share Data					
EPS	7,178	3,021	(743)	53	110
BPS	13,474	15,637	14,531	14,293	14,116
DPS	534	490	300	300	300
Multiples(x,%)					
PER	n/a	2.8	n/a	75.6	36.4
PBR	n/a	0.5	0.3	0.3	0.3
EV/ EBITDA	n/a	0.6	n/a	7.1	5.4
배당수익율	0.0	5.7	7.5	7.5	7.5
PCR	n/a	2.7	17.3	13.5	11.2
PSR	n/a	1.8	4.1	3.1	2.4
재무건전성 (%)					
부채비율	17.1	9.8	11.1	12.4	13.8
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	542.9	1,666.2	686.3	572.2	486.4
이자보상배율	n/a	n/a	2.1	0.0	n/a
이자비용/매출액	0.0	0.0	0.0	n/a	n/a
자산구조					
투하자본(%)	3.3	5.7	3.3	4.6	6.0
현금+투자자산(%)	96.7	94.3	96.7	95.4	94.0
자본구조					
차입금(%)	0.1	0.1	0.3	0.3	0.3
자기자본(%)	99.9	99.9	99.7	99.7	99.7

자료: 다올투자증권

DAOL 다올투자증권

에스디바이오센서(137310)

돈쓸 건 다 썼다. 남은 건 회수 뿐

박종현
의료기기 I alex.park@daolfn.com

HOLD

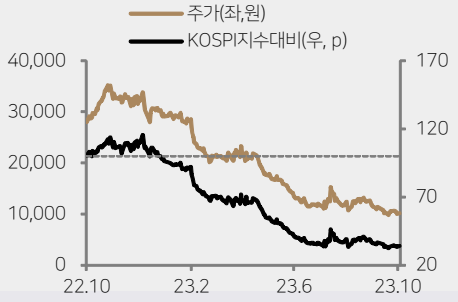
	현재	직전	변동
투자의견	HOLD		신규
적정주가	10,000		신규
Earnings			신규

Stock Information	
현재가 (10/24)	10,280원
예상 주가상승률	-2.7%
시가총액	12,796억원
비중(KOSPI내)	0.07%
발행주식수	124,477천주
52주 최저가 / 최고가	9,820 - 35,150원
3개월 일평균거래대금	196억원
외국인 지분율	6.1%
주요주주지분율(%)	
조영식 (외 17인)	70.0
자사주 (외 1인)	1.7
박성진 (외 1인)	0.2

Valuation wide	2022	2023E	2024E
PER(배)	3.5	n/a	n/a
PBR(배)	1.1	1.6	1.6
EV/EBITDA(배)	1.1	n/a	21.2
배당수익률(%)	3.3	0.0	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(9.7)	(51.6)	(64.7)	(65.9)
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(4.8)	(46.1)	(71.3)	(72.5)

Price Trend



Issue

커버리지 개시

Pitch

COVID19 펜데믹의 최대 수혜 업체였으나 감익 중. 선제적으로 집행한 증설 및 인수 관련 비용이 부담. 다만, 현금이 유출되는 비용은 인수금융으로 7월 유상증자로 4천억원에 불과. 2024E EBITDA 기준 흑자 전환 기대. 적정주가 1만원, 투자의견 HOLD 개시

Rationale

- 동사는 면역 진단을 주력하여 COVID19 펜데믹 당시 신속/형광 면역진단 키트 판매로 분기 매출액 1조원 상회했음. 엔데믹 다가오며 진단키트 매출 감소
- 동사 주요 비용은 현금 유출이 없는 감가상각비임에 주목. 1) 증평 공장 감가상각비와 2) Meridian 무형자산 상각비로 1H23 유/무형 감가상각비 매출 비중 15%. 3Q23E 인수 및 COVID19 관련 비용 감소 전망. 별도 및 자회사 COVID19 재고자산 발생시 100% 충당금 설정. 따라서 동사의 현재 재무 상태는 COVID19 상각 관련 이슈 종결되었으며 **실적 성장을 위한 선제적 투자 집행 완료. 특히나, 현금성 비용 유출은 제한적**
- 2023E 매출액 6,785억원(YoY -77%), 영업적자 2,229억원(YoY 적자전환) 전망. 인플루엔자/COVID19 콤보 키트 출시 등 유기적 성장과 함께 신규 자회사 Meridian과 시약/영업망 시너지를 통해 중장기적 성장 기대. **2024E는 이를 기반으로 EBITDA 기준 흑자전환 기대(680억원)**
- 2024E EBITDA에 글로벌 진단 업체 EV/EBITDA 18.9배 적용하여 적정주가 1만원, 투자의견 HOLD 제시. **자회사 Meridian과의 영업망 확대를 기반한 북미 진출 속도가 가속화될 경우, 동사 실적 추정치 상향 근거가 될 수 있음.** 일회성 비용 등을 포함한 비용 통제 실패에 따른 실적 악화 가능성이 Downside risk 존재

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
매출액	2,930	2,932	679	707	794	892	1,009
영업이익	1,388	1,147	(223)	(47)	(33)	2	34
EBITDA	1,407	1,187	(104)	68	80	114	147
지배주주순이익	1,088	911	(347)	(49)	(38)	(10)	14
자산총계	3,034	3,262	3,868	3,858	3,857	3,886	3,947
자본총계	2,232	2,947	2,802	2,753	2,715	2,705	2,720
순차입금	(1,069)	(1,887)	124	159	193	220	246
매출증가율	73.8	0.1	(76.9)	4.2	12.2	12.4	13.1
영업이익률	47.4	39.1	(32.8)	(6.6)	(4.2)	0.2	3.4
순이익률	37.1	31.1	(51.2)	(6.9)	(4.8)	(1.2)	1.4
EPS증가율	59.8	(17.2)	적전	적지	적지	적지	흑전
ROE	73.3	35.2	(12.1)	(1.8)	(1.4)	(0.4)	0.5

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

에스디바이오

I. 실적 전망

II-1. 돈쓸건 다 썼다

2023E 매출액 6,785억원(YoY -77%)와 영업적자 2,229억원(YoY 적자전환) 전망된다. COVID19 관련 매출액이 분기 70~100억원을 유지하는 가운데, 비 COVID 매출이 점진적으로 증가 기대한다. 지배주주 당기순손실 3,473억원(YoY 적자전환)은 세무조사부과분 1,059억원이 포함되었다.

Fig. 132: 에스디바이오센서 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	1,388.4	795.0	551.2	197.4	182.4	162.6	167.0	166.5	2,932.0	678.5	707.3
YoY(%)	*18%*	*2%*	*5%*	*-56%*	*-87%*	*-80%*	*-70%*	*-16%*	*0%*	*-77%*	*4%*
면역진단	1,260.2	753.9	476.6	168.5	83.7	42.3	43.8	47.7	2,659.2	217.5	193.8
YoY(%)	*10%*	*0%*	*26%*	*-57%*	*-93%*	*-94%*	*-91%*	*-72%*	*0%*	*-92%*	*-11%*
분자진단	47.3	15.0	11.7	9.9	13.1	10.9	14.1	14.3	83.8	52.4	60.6
YoY(%)	-	-	*-90%*	*-53%*	*-72%*	*-27%*	*21%*	*45%*	*-41%*	*-37%*	*16%*
자가혈당	14.9	17.5	16.8	14.3	17.5	21.8	19.0	17.2	63.5	75.6	83.8
YoY(%)	*6%*	*13%*	*13%*	*-7%*	*18%*	*25%*	*13%*	*21%*	*6%*	*19%*	*11%*
Meridian	-	-	-	-	54.8	75.1	79.6	78.4	-	287.9	323.5
YoY(%)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	*12%*
매출총이익	676.1	417.8	352.7	-53.7	-21.1	35.7	54.4	60.8	1,393.0	129.9	280.7
YoY(%)	*11%*	*-5%*	*12%*	*적전*	*적전*	*-91%*	*-85%*	*-213%*	*-13%*	*-91%*	*116%*
GPM	48.7%	52.6%	64.0%	-27.2%	-11.6%	22.0%	32.6%	36.5%	47.5%	19.1%	39.7%
매출원가	712.3	377.2	198.4	251.1	203.5	126.9	112.5	105.7	1,539.0	548.7	426.6
재고자산의 변동	-89.8	-28.8	-15.7	187.1	82.4	27.8	20.0	15.0	52.8	145.2	35.4
재고자산 매입	507.5	226.1	106.0	23.7	40.2	56.2	38.8	37.0	863.3	172.2	170.2
유/무형감가상각비	4.7	6.5	7.1	7.1	9.2	11.1	10.0	11.0	25.4	41.4	43.2
인건비	18.0	24.3	12.3	11.8	-0.2	38.7	16.7	16.6	66.4	71.9	80.0
영업이익	619.6	348.1	293.4	-114.6	-123.8	-50.5	-28.0	-20.6	1,146.6	-222.9	-46.8
YoY(%)	*8%*	*-11%*	*18%*	*적전*	*적전*	*적전*	*적전*	*적자*	*-17%*	*적전*	*적자*
OPM	44.6%	43.8%	53.2%	-58.1%	-67.9%	-31.0%	-16.8%	-12.4%	39.1%	-32.8%	-6.6%
판관비	56.5	69.6	59.3	60.9	76.7	112.1	82.5	81.4	246.4	352.7	327.5
인건비	17.0	20.3	9.1	20.5	19.2	23.0	23.4	22.5	66.9	88.1	91.7
무형자산상각	0.2	1.0	0.6	2.6	13.4	17.9	15.0	15.0	4.4	61.3	54.5
지급수수료	14.4	13.3	11.1	10.0	11.3	20.8	10.0	10.0	48.8	52.1	41.7
R&D 비용	7.7	13.1	10.9	14.0	15.1	16.7	16.7	16.6	45.8	65.1	69.7
EBITDA	626.3	358.1	303.9	-100.8	-96.8	-17.5	1.0	9.4	1,187.4	-103.9	68.0
YoY(%)	*8%*	*-9%*	*19%*	*적전*	*적전*	*적전*	*-100%*	*흑전*	*-16%*	*적전*	*흑전*
EBITDA Margin	45.1%	45.0%	55.1%	-51.0%	-53.1%	-10.7%	0.6%	5.6%	40.5%	-15.3%	9.6%
지배주주 NP	474.5	340.0	421.3	-324.4	-222.7	-82.5	-23.7	-18.5	911.4	-347.3	-48.7
YoY(%)	*9%*	*21%*	*94%*	*적전*	*적전*	*적전*	*적전*	*적자*	*-16%*	*적전*	*적자*
NPM	34.2%	42.8%	76.4%	-164.4%	-122.1%	-50.7%	-14.2%	-11.1%	31.1%	-51.2%	-6.9%

Source: 다올투자증권

에스디바이오
에스디바이오

동사의 투자포인트는 실적 하방 확인에 대한 기대감이다. 2Q23 기점으로 COVID19 관련 매출액이 100억원을 하회하며 COVID19 관련 매출액의 하방을 확인했다. 추가적으로 Meridian 인수와 CAPEX 투자, COVID19 관련 재고자산 등 비용 이슈가 발생했다. 특히나, Meridian 인수 후 발생하는 유/무형 감가상각비와 증평 공장 감가상각비가 제조원가에 높은 비중을 차지하고 있다. 1H23 기준 유/무형 감가상각비가 매출액 비중의 15%를 차지하고 있다. 따라서, 동사는 2024E까지 영업 기준 적자가 발생할 예정이지만 EBITDA 기준으로 2024년 흑자 전환이 기대된다.

유기적 성장에 있어 기대되는 부문은 면역 진단과 분자 진단이다. 면역 진단은 4분기 플루 시즌 도래와 함께 인플루엔자와 COVID19 검사를 함께 하는 콤보 제품이 개발될 예정이다. 특히나, 신속면역 진단은 1Q23 대비 2Q23 COVID 관련 매출 500억원이 71억원으로 감소하였으나, 비-COVID19 매출액이 70% 증가한 119억원을 기록하였다. HIV/말라리아/뎅기가 Top 3 제품이다. 연속 혈당 측정 CGM은 2024E 런칭 예정이다.

Fig. 133: 에스디바이오센서 하이라이트

재무 관련 사항

	Positive	Negative
매 출	✓ 비(非)코로나 매출 증가 ✓ 하반기 계절성 매출 증가 기대	✓ 코로나19 감소에 따른 관련 매출 감소 ✓ 호흡기 중심 포트폴리오로 인한 계절성 영향
영업이익	✓ 과거 연계 우발비용 일시 상각으로 향후 회계비용 부담 완화	✓ 1회성 비용 보수적 반영 - 코로나19 관련 재고 100% 충당 설정 - FDA Claim 비용

신제품 관련 사항

Platform	주요 내용	Meridian과의 협업
STANDARD M10 	✓ C. *difficile* 24년 1Q 내수 허가 예상 ✓ MDR-TB 24년 2Q 내수 허가 예상	✓ Flu/RSV/SARS CoV-2 허가 준비 중
STANDARD F 	✓ TB-LAM 런칭 ✓ COVID/Flu 24년 1Q 내수 허가 신청 예상	✓ COVID/Flu FDA 허가 준비 중
STANDARD Q 	✓ COVID/Flu 23년 4Q 내수 허가 완료 예상	
C10 	✓ Comprehensive 17, 23년 4Q 동물용 허가 예상	
CGMS 	✓ 23년 4Q 동물실험, 24년 1Q 임상실험 완료	

Source: 에스디바이오센서, 다올투자증권

에스디바이오센서는 청원 및 증평, 인도, 인도네시아 4군데에 공장을 두고 있으며, 2022년 M10 카트리지 생산 전용 공장 증설로 1,880억원을 투입하였다. 증평군 자동 6라인과 수동 5라인을 확보하여 월 545만 Cartridge를 생산할 수 있다.

1H23 반기보고서 기준 면역화학진단의 생산 CAPA는 연간 6.9억 테스트가 생산 가능하며, 가동률은 22.9%다. 현재 동사의 가동률 수준에서 추가적인 설비 투자는 제한적일 전망이다.

Fig. 134: 에스디바이오센서 증평 공장 증축 현황

증평 공장 증축 현황

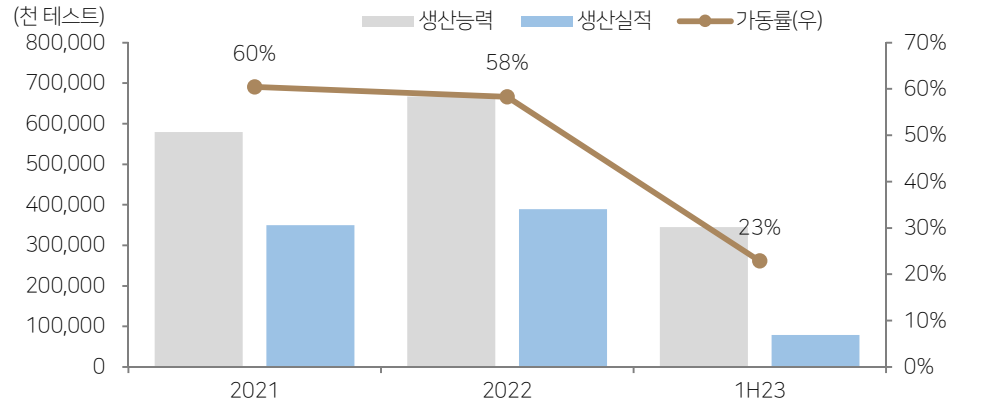
소재지	충청북도 증평군
면적	건축면적 5,596평 연면적 9,810평/지상5층
설비현황	자동 6라인, 수동 5라인
최대 생산능력	545만 Cartridge/월
인증현황	GMP, ISO 인증완료





Source: 에스디바이오센서, 다올투자증권

Fig. 135: 에스디바이오센서 면역화학진단 가동률

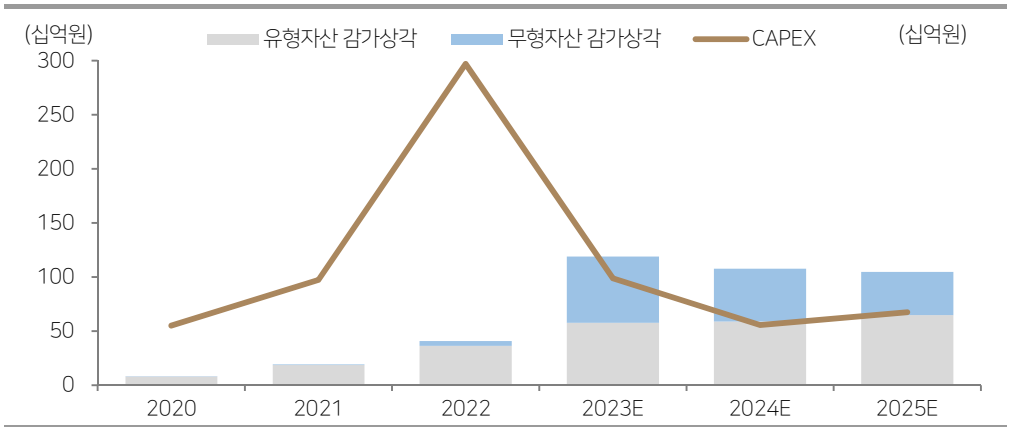


Source: 다올투자증권

에스디바이오

앞서 살핀 바와 같이 증평 공장 증설에 대한 CAPEX 투자는 완료되어 향후 유지 보수 성격의 CAPEX가 진행될 예정이다. 동사의 2023E 이후 연간 감가상각비는 1,000억원 수준이나 무형자산 관련 특히 영업권 상각비가 50% 수준을 차지하고 있어 2023E 이후 연간 CAPEX는 600억원 수준으로 유지될 전망이다.

Fig. 136: 에스디바이오센서 면역화학진단 가동률



Source: 다올투자증권

에스디바이오

Meridian Bioscience의 사업부는 DX와 LS로 구분된다. LS(생명과학) 부문은 분자생물학 시약과 면역 시약을 공급한다. COVID19 펜데믹 당시 분자 시약 판매량이 급증하였으며 1Q21 분자 시약 부문 매출이 500억원을 상회하여 전체 매출의 50%를 차지했다. 다만, 엔데믹 이후, LS 부문 매출 감소가 이루어져 2Q23 매출액은 273억원으로 2019년 분기 평균 매출액 수준인 186억원과 비교하면 COVID19 펜데믹 관련 매출 비중은 유의미하게 감소되었다고 판단한다. DX 진단 사업부는 면역, 분자, 호흡, 혈액 진단 플랫폼을 보유하고 있다. 진단 부문은 COVID19 관련 매출이 발생하지 않아 기존의 유기적 성장을 이어갈 전망이다.

Meridian 매출액은 LS 부문 매출 감소로 인해 2023E 2,879억원으로 YoY -30% 전망한다. 향후 Meridian과의 시너지를 통해 에스디바이오센서는 분자 진단 시약 내재화 및 북미 영업망 확장이 가능해진다. 또한, Air Dryable 믹스는 동결 건조가 아닌 오븐을 통한 건조를 통해 상온 보관 가능한 시약을 개발하였다. Meridian Bioscience 통한 매출은 2월부터 개시되어 1H23 매출액은 1,298억원이나 1월 1일 지배력 획득 시 매출액은 1,528억원이다.

Fig. 137: Meridian 요약 재무제표

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	104.6	134.1	85.5	88.1	54.8	75.1	79.6	78.4	412.3	287.9	323.5
YoY(%)	*1%*	*41%*	*20%*	*0%*	*-48%*	*-44%*	*-7%*	*-11%*	*15%*	*-30%*	*12%*
DX	39.3	49.6	53.5	52.6	36.0	47.8	50.8	50.0	194.9	184.6	210.6
YoY(%)	16%	39%	53%	32%	-8%	-4%	-5%	-5%	35%	-5%	14%
LS	65.3	84.5	32.0	35.5	18.8	27.3	28.8	28.4	217.4	103.3	112.9
YoY(%)	-7%	42%	-12%	-27%	-71%	-68%	-10%	-20%	1%	-52%	9%
매출총이익	58.2	82.5	46.3	45.6	10.5	25.2	35.2	38.7	232.7	109.6	184.0
YoY(%)	*-15%*	*28%*	*11%*	*-12%*	*-82%*	*-69%*	*-24%*	*-15%*	*3%*	*-53%*	*68%*
GPM	55.6%	61.6%	54.2%	51.8%	19.2%	33.6%	44.2%	49.4%	0.0%	0.0%	0.0%
영업이익	24.3	44.3	11.8	12.2	19.9	-24.0	-7.6	-4.8	92.6	-16.5	12.0
YoY(%)	*-41%*	*23%*	*-18%*	*-21%*	*-18%*	*적전*	*적전*	*적자*	*-13%*	*적전*	*흑전*
OPM	23.3%	33.0%	13.8%	13.9%	36.3%	-32.0%	-9.5%	-6.1%	22.5%	-5.7%	3.7%

Note: 2022년은 인수 전
Source: 다올투자증권

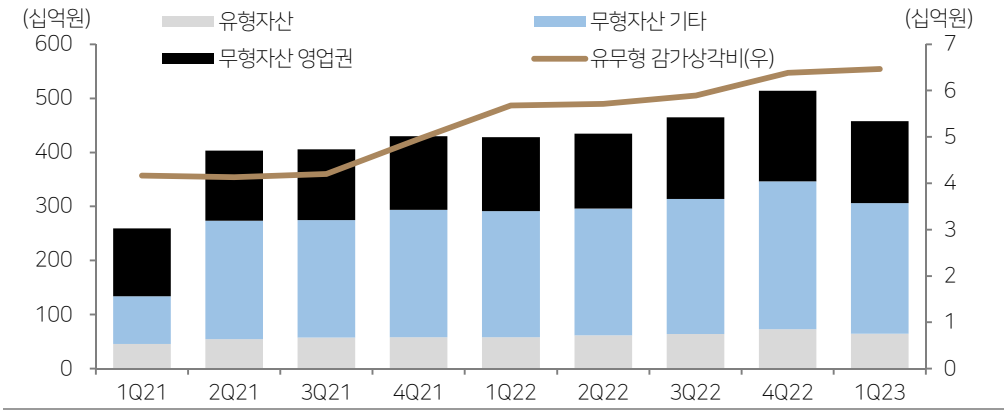
에스디바이오
에스디바이오

2Q23 Meridian Bioscience를 인수하며 취득한 자산과 부채 중 계상된 내역은 다음과 같다. 영업권 1조원, 현금성 자산 980억원, 재고자산 1,460억원, 무형자산 7,460억원이 있다. 무형자산은 Meridian Bioscience의 인수 관련 차입금을 포함하고 있다.

1Q23 기준 Meridian Bioscience의 유형 자산과 무형 자산은 각각 650억원과 2,400억원이었다. 에스디바이오센서는 Meridian Bioscience의 유형 자산과 무형 자산에 대한 자산 상각 비용이 발생하고 있으며 무형 자산의 경우, 영업권이 1,500억원을 차지하고 있다.

Meridian은 인수 전 유무형감가상각비를 분기 당 60억원 소요하고 있었다. 1Q23과 2Q23 Meridian 유무형 상각비 증가분은 각각 119억원과 162억원이다. 상각비는 점진적으로 감소할 전망이지만 영업권 1,500억원의 전액 상각은 불가피하다. 분기당 150억원 상각 가정 시, 약 10개 분기의 상각 진행될 예정이며 1H25E까지 현재 수준 유무형 감가상각비가 발생할 전망이다.

Fig. 138: Meridian Bioscience 비유동자산 및 감가상각비 추이



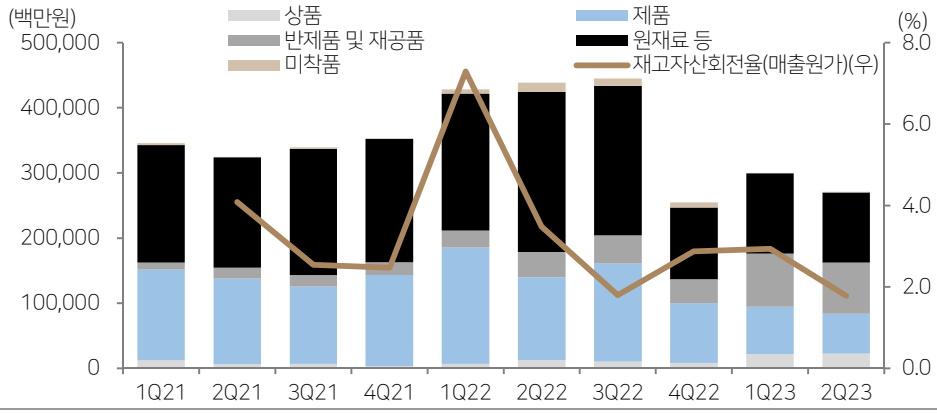
Source: 다올투자증권

에스디바이오
에스디바이오

2Q23 동사 재고자산은 2,700억원 수준이다. 3Q22 당시 재고자산이 4,000억원을 상회했다는 점을 감안하면 재고자산 평가 손실 등을 통해 상각이 이루어졌다. 다만, 1Q23과 2Q23 매출원가 기준 재고자산 회전율이 2.9와 1.8로 COVID19 펜데믹 대비 회전율이 낮다. 추가적인 재고자산 상각에 대한 가능성이 있다.

1Q23 에스디바이오센서 매출원가 645억원에 대해 재고자산은 전액 충당금으로 설정하였다. 추가적으로 2Q23 자회사 COVID19 관련 제품 재고자산 140억에 대해 충당금을 설정하여 관련된 매출 또는 폐기가 발생하여도 매출원가가 증가하지 않을 전망이다.

Fig. 139: 재고자산 및 회전율



Source: 다올투자증권

에스디바이오

이자비용은 Meridian Bioscience 인수로 인해 인수 관련 차입금 6,740억원을 발생하였으며, 2023.07월 2,000만주의 유상증자를 진행하여 유증 자금인 2,278억원을 통해 3Q23 중 Meridian Bioscience 인수금융차입금 상환에 사용하였다. 해당 조달을 통해 분기 당 45억원 수준의 이자비용 절감이 전망된다.

Fig. 140: 에스디바이오센서 1H23 차입금 현황

(십억원)		최장만기일	연이자율	내역
장기차입금	운전자금대출	2025-11-15	6.00%	132
	일반자금대출	2028-01-31	3-month Term SOFR rate + 2.80%	641,490
	일반자금대출	2028-01-31	Daily SOFR + 2.80%	32,820
소 계				411,883
유동성 장기차입금				262,560
합 계				674,443

Source: 다올투자증권

II. 낮아진 기대감만큼 낮아진 가격

동사의 주가는 COVID19 펜데믹으로 진단 키트 판매가 호조세를 보이던 2020년과 2021년 대비 하락하였다. 또한 2조원에 가까웠던 COVID19 펜데믹 시기 확보한 순이익과 IPO 상장 자금을 Meridian Bioscience를 인수하는데 사용하였다. (1H23 투자부동산 910억원)

2Q23부터는 COVID19 관련 매출액이 최소화되어 본업에서의 성장이 주목받을 전망이다. 면역진단에서는 콤보 제품 출시, POCT 분자진단 장비인 M10 매출 확대, 그리고 연결 혈당 측정기 CGMS의 개발을 통해 매출 확대가 이루어질 전망이다. 동사는 Meridian Bioscience 인수를 통한 중장기 시너지 또한 기대할 수 있다.

동사는 Post COVID19 전략적인 성장을 위해 증설 및 인수를 통한 선제적 비용 집행을 완료하였다. 영업이익 및 당기순이익의 흑자전환이 각각 2026년과 2027년으로 예정된만큼 EV/EBITDA를 통한 밸류에이션을 통해 적정주가를 산정하였다. 2024E EV/EBITDA에 글로벌 진단 업체 2024E 평균 EV/EBITDA를 산정하였으며 순차입금을 더한 1.2조원이 적정 시가총액으로 판단된다. 투자의견 HOLD, 적정주가 1만원으로 커버리지 개시한다. Meridian과의 시너지 가시화되는 시점에 따라 실적 상향의 근거가 되며 비용 구조 효율화 지연이 실적 하향의 근거로 판단된다.

Fig. 141: 에스디바이오센서 Valuation

2024E EBITDA (십억원) ⓐ	68.0	
Target EV/EBITDA multiple (배) ⓑ	18.9	글로벌 진단 업체 2024E 평균 EV/EBITDA 적용
순차입금 (십억원) ⓒ	121.9	2023년 말 추정치
적정 시가총액 (십억원) ① = ⓐ×ⓑ-ⓒ	1,162.6	
보통주 발행주식수 (천주)	122,323	자사주 제외
적정주가 (원)	10,000	
종가 (원)	10,280	
상승여력	-2.7%	

Source: 다올투자증권

에스디바이오

Fig. 142: 밸류에이션 테이블

기업	시가총액 (십억원)	매출액(십억원)		PER(배)		PSR(배)		PBR(배)		EV/EBITDA(배)	
		23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E
Danaher	205,333	38,126	38,081	23.7	22.5	5.4	5.4	2.8	2.6	18.6	17.7
Becton Dickinson	101,378	26,114	27,538	21.2	19.1	3.9	3.7	2.9	2.8	17.4	16.1
IDEXX	47,891	4,996	5,483	43.5	38.4	9.6	8.8	27.0	18.5	29.8	27.0
Agilent	43,180	9,246	9,539	20.2	19.2	4.7	4.5	5.7	5.0	16.5	15.7
Illumina	25,588	6,222	6,899	143.1	51.9	4.1	3.7	2.8	2.6	42.3	24.7
Hologic	22,441	5,450	5,508	17.3	17.3	4.1	4.1	3.2	2.8	12.8	12.4
Revvity	17,052	3,838	4,132	21.3	18.7	4.5	4.1	1.7	1.6	16.8	15.0
Exact Science	15,683	3,336	3,814	-	-	4.7	4.1	3.8	3.5	74.2	43.2
Bio-Techne	13,698	1,459	1,675	32.2	32.7	8.9	8.2	5.2	4.7	23.1	23.1
BIO-RAD	12,254	3,797	4,026	24.4	21.8	3.2	3.0	-	-	15.0	13.1
Bruker	11,819	3,900	4,167	23.2	20.9	3.0	2.8	6.1	4.8	15.4	13.8
Qiagen	11,728	2,673	2,853	18.3	17.2	4.4	4.1	2.3	2.0	13.2	12.1
시가총액 가중 평균				29.6	23.5	5.2	5.0	5.3	4.3	21.6	18.7

Source: Bloomberg, 다올투자증권

에스디바이오
에스디바이오

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,606.8	2,517.3	1,061.7	1,097.9	1,128.6
현금성자산	1,265.0	1,922.2	380.5	345.5	311.6
매출채권	215.9	108.9	155.0	178.9	200.4
재고자산	353.2	254.7	292.4	337.4	378.1
비유동자산	427.1	744.7	2,806.4	2,760.4	2,728.0
투자자산	182.0	208.7	240.9	250.6	260.8
유형자산	207.1	468.6	585.3	580.5	581.4
무형자산	38.0	67.4	1,980.3	1,929.2	1,885.7
자산총계	3,033.9	3,261.9	3,868.1	3,858.3	3,856.6
유동부채	779.9	297.0	680.0	712.8	742.6
매입채무	170.2	78.5	199.8	230.6	258.4
유동성이자부채	177.3	19.0	278.6	278.6	278.6
비유동부채	21.9	18.2	386.1	392.2	398.5
비유동이자부채	18.4	16.6	225.5	225.5	225.5
부채총계	801.7	315.1	1,066.1	1,105.0	1,141.1
자본금	51.6	52.2	62.2	62.2	62.2
자본잉여금	579.6	616.2	836.3	836.3	836.3
이익잉여금	1,668.7	2,382.8	2,005.8	1,957.1	1,919.2
자본조정	(80.6)	(106.9)	(104.6)	(104.6)	(104.6)
자기주식	(99.6)	(99.7)	(99.7)	(99.7)	(99.7)
자본총계	2,232.2	2,946.8	2,802.1	2,753.3	2,715.4
투하자본	1,106.7	997.6	2,860.6	2,844.2	2,837.5
순차입금	(1,069.3)	(1,886.6)	123.7	158.7	192.6
ROA	48.4	28.9	(9.8)	(1.3)	(1.0)
ROE	73.3	35.2	(12.1)	(1.8)	(1.4)
ROIC	137.5	79.7	(8.4)	(1.2)	(0.9)

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	2,930.0	2,932.0	678.5	707.3	793.5
증가율 (Y-Y,%)	73.8	0.1	(76.9)	4.2	12.2
영업이익	1,387.7	1,146.6	(222.9)	(46.8)	(33.3)
증가율 (Y-Y,%)	88.0	(17.4)	적전	적지	적지
EBITDA	1,406.8	1,187.4	(103.9)	68.0	80.2
영업외손익	76.8	95.5	(64.5)	(17.5)	(16.7)
순이자수익	6.2	25.5	(18.7)	(18.3)	(17.4)
외화관련손익	65.3	92.4	(12.8)	0.0	0.0
지분법손익	2.8	(2.6)	(0.8)	0.0	0.0
세전계속사업손익	1,464.5	1,242.1	(287.4)	(64.3)	(50.0)
당기순이익	1,088.1	908.8	(347.6)	(48.7)	(37.9)
지배기업당기순이익	1,088.5	911.4	(347.3)	(48.7)	(37.9)
증가율 (Y-Y,%)	75.0	(16.5)	적전	적지	적지
NOPLAT	1,031.1	838.9	(161.6)	(33.9)	(24.2)
(+) Dep	19.1	40.8	119.0	114.7	113.5
(-) 운전자본투자	488.2	(422.1)	(37.2)	38.4	34.8
(-) Capex	97.3	297.1	98.6	55.5	67.5
OpFCF	464.7	1,004.8	(104.0)	(13.1)	(12.9)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	241.3	(26.2)	(37.7)	(35.3)
영업이익증가율(3Yr)	n/a	985.9	n/a	n/a	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	503.3	n/a	(63.6)	(59.3)
순이익증가율(3Yr)	n/a	766.1	n/a	n/a	n/a
영업이익률(%)	47.4	39.1	(32.8)	(6.6)	(4.2)
EBITDA마진(%)	48.0	40.5	(15.3)	9.6	10.1
순이익률 (%)	37.1	31.0	(51.2)	(6.9)	(4.8)

에스디바이오

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금	1,234.9	890.2	(352.4)	33.7	47.2
당기순이익	1,088.1	908.8	(347.6)	(48.7)	(37.9)
자산상각비	19.1	40.8	119.0	114.7	113.5
운전자본증감	(109.0)	(65.4)	(181.4)	(38.4)	(34.8)
매출채권감소(증가)	205.6	64.5	(18.5)	(23.9)	(21.6)
재고자산감소(증가)	35.4	(28.6)	20.1	(45.0)	(40.7)
매입채무증가(감소)	(300.7)	(40.1)	(66.4)	30.8	27.8
투자현금	(960.6)	358.5	(1,899.9)	(73.4)	(86.0)
단기투자자산감소	(901.8)	707.4	26.5	(4.7)	(4.9)
장기투자증권감소	(36.8)	(47.2)	(1.3)	(2.6)	(2.8)
설비투자	(97.3)	(297.1)	(98.6)	(55.5)	(67.5)
유무형자산감소	(1.2)	(0.3)	(1.5)	(3.4)	(3.4)
재무현금	354.1	(225.7)	643.4	0.0	0.0
차입금증가	(6.7)	(11.6)	445.0	0.0	0.0
자본증가	358.0	(196.4)	127.5	0.0	0.0
배당금지급	49.8	198.7	100.5	0.0	0.0
현금 증감	638.4	991.4	(1,608.9)	(39.8)	(38.8)
총현금흐름(Gross CF)	1,467.7	1,466.4	(95.9)	72.1	81.9
(-) 운전자본증가(감소)	488.2	(422.1)	(37.2)	38.4	34.8
(-) 설비투자	97.3	297.1	98.6	55.5	67.5
(+) 자산매각	(1.2)	(0.3)	(1.5)	(3.4)	(3.4)
Free Cash Flow	398.1	1,759.5	(2,177.1)	(39.8)	(38.8)
(-) 기타투자	36.8	47.2	1.3	2.6	2.8
잉여현금	361.4	1,712.3	(2,178.4)	(42.4)	(41.5)

주요투자지표

(원, 배)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Per share Data					
EPS	10,540	8,731	(3,070)	(391)	(304)
BPS	21,122	27,561	6,584	6,603	6,648
DPS	1,266	990	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	5.3	3.5	n/a	n/a	n/a
PBR	2.6	1.1	1.6	1.6	1.5
EV/ EBITDA	3.3	1.1	n/a	21.2	18.4
배당수익율	2.3	3.3	n/a	n/a	n/a
PCR	3.9	2.1	n/a	17.7	15.6
PSR	2.0	1.1	1.7	1.8	1.6
재무건전성 (%)					
부채비율	35.9	10.7	38.0	40.1	42.0
Net debt/Equity	n/a	n/a	4.4	5.8	7.1
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	233.5	240.2
유동비율	334.3	847.6	156.1	154.0	152.0
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.0	0.0	6.4	5.7	5.0
자산구조					
투하자본(%)	43.3	31.9	82.2	82.7	83.2
현금+투자자산(%)	56.7	68.1	17.8	17.3	16.8
자본구조					
차입금(%)	8.1	1.2	15.2	15.5	15.7
자기자본(%)	91.9	98.8	84.8	84.5	84.3

자료: 다올투자증권

에스디바이오

박종현
의료기기 | alex.park@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

씨젠 (096530)

OneSystem 출사표

NOT RATED

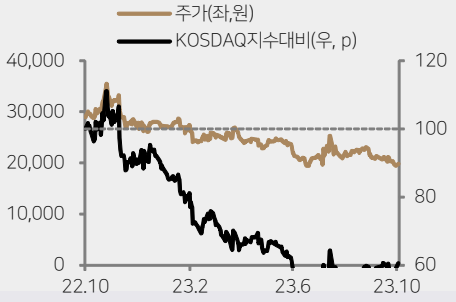
	현재	직전	변동
투자의견	NOT RATED		신규
적정주가			
Earnings			

Stock Information	
현재가 (10/24)	20,100원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	10,497억원
비중(KOSDAQ내)	0.28%
발행주식수	52,226천주
52주 최저가 / 최고가	19,430 - 35,450원
3개월 일평균거래대금	170억원
외국인 지분율	10.3%
주요주주지분율(%)	
천종윤 (외 32인)	31.1
자사주 (외 1인)	10.8
자사주신탁 (외 1인)	0.7

Valuation wide	2020	2021	2022
PER(배)	10.1	5.9	7.8
PBR(배)	4.0	3.0	1.3
EV/EBITDA(배)	7.0	4.1	4.2
배당수익률(%)	0.8	1.6	2.9

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(4.7)	(16.9)	(33.0)	(26.1)
KOSDAQ 대비 상대수익률	3.7	(8.7)	(47.0)	(41.6)

Price Trend



Issue
기업 현황 업데이트

Pitch
장비 Lock-In 효과 기반으로 Non-COVID19 신드로믹 제품 성장 견조. 2H24E 중 흑자 전환 전망. 글로벌 파트너십 프로젝트인 OneSystem 사업 추진 중. 이스라엘/스페인 파트너사와 JV 설립 절차 진행 중. 2Q23 현금성자산은 4천억원으로 시가총액 기준 동사 영업가치는 7천억원에 불과

Rationale
- 2Q23 매출액 849억원(YoY -34%), 영업적자 97억원(YoY 적자전환)으로 적자 기조 1Q23에 이어 유지. 다만, Non-COVID 제품 매출 비중 QoQ +8%, YoY +31% 성장한 499억원 달성. COVID19 진단 시약은 103억원. 동사 장비 누적 판매는 4,000여대로 COVID19 펜데믹 이후 3,500여대 판매되어 향후 동사 진단 시약 판매에 있어 락인 효과 기대

- 재고자산 1,500억원 수준으로 펜데믹 관련 상각 마무리되어 동사 GPM은 60%대로 유지될 전망. 판관비 및 연구개발비는 분기 600억원 소요되고 있음. 영업이익 기준 흑자 전환 위한 분기 매출액 수준은 1천억원. **COVID 진단 시약, 추출시약, 장비 매출액은 분기 300억원 수준으로 유지될 경우, Non-COVID 매출액 성장에 따라 2H24E 중 분기 흑자 전환 가능**

- **성장 주요 동력은 OneSystem 사업.** 동사는 글로벌 공동 협력 사업을 통해 씨젠의 독자적인 AI 기반 시약 개발 자동화 시스템인 SGDDS 통해서 **Unmet needs가 있는 맞춤형 시약을 적시에 개발/인허가 가능**. 파트너사와 JV를 설립하여 해당 시약에 대한 권리를 보유하며 판매/영업

- 2023.06월 영국 스프링거 네이처와 Open Innovation 제품 개발을 위한 전략적 파트너십 체결. 전략적 협업 진행 구체화 추이 확인 기대. 국가별로는 2023.03월과 5월 이스라엘과 스페인 기업과 협력 계약 체결. 현재 협력 파트너사와 JV 설립 절차 진행 중

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	74	89	102	122	1,125	1,371	854
영업이익	10	8	11	22	676	667	196
EBITDA	17	14	18	33	693	703	254
지배주주순이익	7	3	11	27	502	537	182
자산총계	208	157	164	196	1,095	1,490	1,391
자본총계	142	117	128	153	646	1,084	1,150
순차입금	(34)	(23)	(27)	(39)	(207)	(273)	(362)
매출증가율	(39.6)	20.7	15.0	19.3	822.7	21.8	(37.7)
영업이익률	13.7	8.5	10.4	18.4	60.1	48.6	23.0
순이익률	9.7	3.7	10.5	21.9	44.7	39.2	21.4
EPS증가율	(73.3)	(54.3)	229.4	148.6	1,783.2	6.8	(66.1)
ROE	5.2	2.6	8.7	19.0	126.1	62.3	16.4

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

씨젠

씨젠은,

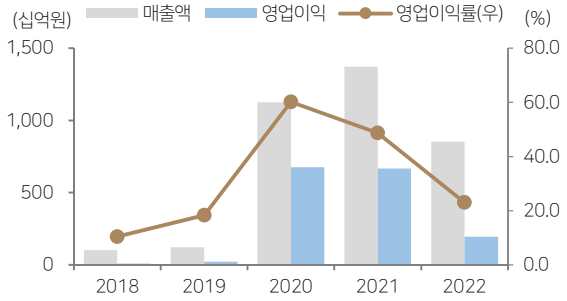
동사는 인체로부터 채취한 검체로부터 유전자 정보가 들어 있는 DNA 및 RNA 분석을 통해 질환의 원인을 검출하는 분자진단 사업 영위. 동사는 진단 시약을 제조/판매하고 있으며 진단 장비는 상품으로 취급

동사는 이화여대 생물과학과 교수였던 천종윤 대표이사가 2000년 설립. 설립 이후, 핵심 기술인 ACP, DPO, READ, TOCE 개발하여 rtPCR 역량 확보. 호흡기/ 소화기/ 성감염증 등 제품군 확대

2020년 COVID19 펜데믹 당시 진단키트 Allplex 2019-nCOV Assay 개발하여 COVID19 시약 판매로 매출 폭등

Financials

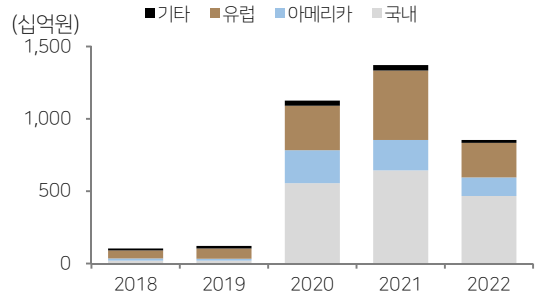
- 펜데믹 이전 2019년 매출액은 1,200억원
- 2020년 펜데믹 이후 매출액 1조원 상회하였으나,
- 1H23 매출액 1,750억원



Source: 다올투자증권

국가별 매출 추이

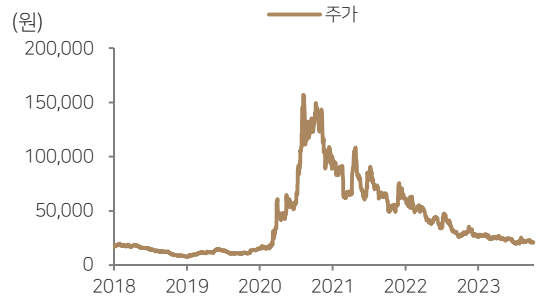
- 2020년 펜데믹 이후 매출 비중 50% 차지했던 국내 매출 비중은 1H23 10%대로 감소
- 반면 유럽 매출 비중은 1H23 기준으로 50%로 2022년 매출 비중 28% 대비 22%p 증가



Source: 다올투자증권

주가

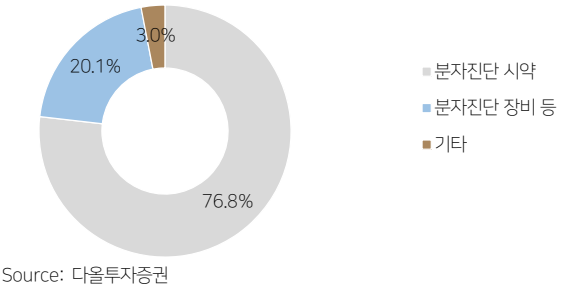
- 팬데믹 이전, 동사 시가총액은 7천억원,
- 펜데믹 발발 이후 키트 매출 성장에 따라 시가총액 8조원 돌파. 키트 매출 감소로 시가총액 1조원 수준



Source: 다올투자증권

사업부문 Breakdown

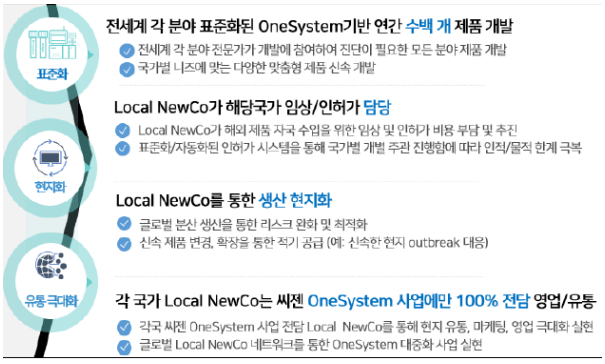
- 동사는 분자진단 장비는 상품으로 판매하고 있으며,
- COVID 외 호흡기/소화기 등 진단 시약 판매 비중 76%



Source: 다올투자증권

OneSystem 사업 개요

- 국가별 파트너십 진행 중으로 OneSystem 플랫폼 통해 진단 키트 개발, 판매



Source: 씨젠, 다올투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	115.9	138.5	782.9	1,053.6	902.5
현금성자산	37.5	54.0	310.0	432.2	523.1
매출채권	46.3	52.2	307.3	340.4	111.2
재고자산	23.6	18.7	139.1	214.5	158.2
비유동자산	48.0	57.2	311.7	436.1	488.3
투자자산	23.4	26.8	118.3	186.7	205.9
유형자산	18.6	23.8	186.7	237.9	257.9
무형자산	6.0	6.7	6.7	11.5	24.4
자산총계	163.8	195.7	1,094.6	1,489.7	1,390.8
유동부채	26.1	28.2	375.3	286.8	170.2
매입채무	14.8	14.7	143.3	118.4	47.7
유동성이자부채	8.4	8.8	44.6	56.3	100.7
비유동부채	9.4	14.7	72.9	119.3	70.3
비유동이자부채	1.8	6.3	58.5	102.8	60.7
부채총계	35.4	42.9	448.2	406.1	240.5
자본금	13.1	13.1	13.1	26.1	26.1
자본잉여금	83.3	81.3	81.3	68.2	66.2
이익잉여금	43.4	69.6	564.5	1,028.6	1,163.0
자본조정	(11.8)	(11.5)	(13.6)	(41.5)	(107.6)
자기주식	(11.2)	(11.2)	(11.2)	(40.7)	(111.1)
자본총계	128.4	152.8	646.4	1,083.6	1,150.3
투하자본	97.6	110.2	409.8	769.0	751.3
순차입금	(27.2)	(38.9)	(206.9)	(273.1)	(361.7)
ROA	6.7	14.9	78.0	41.6	12.7
ROE	8.7	19.0	126.1	62.3	16.4
ROIC	10.6	20.8	195.6	88.2	20.9

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	102.3	122.0	1,125.2	1,370.8	853.6
증가율 (Y-Y,%)	15.0	19.3	822.7	21.8	(37.7)
영업이익	10.6	22.4	676.2	666.7	196.5
증가율 (Y-Y,%)	15.0	111.0	2,915.6	(1.4)	(70.5)
EBITDA	18.4	32.6	692.7	702.6	254.4
영업외손익	0.0	5.3	(7.1)	22.5	29.1
순이자수익	0.1	0.3	(0.6)	(2.5)	1.7
외화관련손익	0.1	0.6	(14.5)	16.7	33.9
지분법손익	0.2	1.3	14.8	14.1	8.9
세전계속사업손익	10.7	27.7	669.1	689.2	225.6
당기순이익	10.7	26.7	503.1	537.6	182.4
지배기업당기순이익	10.7	26.7	502.3	536.6	182.1
증가율 (Y-Y,%)	15.0	149.4	1,783.8	6.8	(66.1)
NOPLAT	10.0	21.6	508.4	520.0	158.9
(+) Dep	7.7	10.2	16.5	35.9	57.9
(-) 운전자본투자	3.2	4.3	77.0	248.8	(81.0)
(-) Capex	2.9	4.1	174.0	61.7	63.3
OpFCF	11.7	23.4	273.9	245.5	234.6
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	16.2	18.3	133.0	137.5	91.3
영업이익증가율(3Yr)	7.1	30.5	347.3	297.4	106.2
EBITDA증가율(3Yr)	7.8	25.1	266.9	237.0	98.4
순이익증가율(3Yr)	16.5	55.1	433.7	268.9	89.7
영업이익률(%)	10.4	18.4	60.1	48.6	23.0
EBITDA마진(%)	18.0	26.7	61.6	51.3	29.8
순이익률 (%)	10.5	21.9	44.7	39.2	21.4

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업현금	14.0	27.1	383.2	334.0	319.0
당기순이익	10.7	26.7	503.1	537.6	182.4
자산상각비	7.7	10.2	16.5	35.9	57.9
운전자본증감	(5.5)	(11.8)	(289.0)	(185.1)	78.7
매출채권감소(증가)	0.9	1.8	(229.5)	(65.2)	233.5
재고자산감소(증가)	(7.3)	0.0	(128.8)	(103.4)	(69.2)
매입채무증가(감소)	4.3	(7.8)	88.1	(58.4)	(23.8)
투자현금	1.0	(6.9)	(192.7)	(102.7)	(104.0)
단기투자자산감소	5.0	0.1	(8.2)	(28.3)	(29.3)
장기투자증권감소	(0.3)	(3.3)	0.0	0.0	0.0
설비투자	(2.9)	(4.1)	(174.0)	(61.7)	(63.3)
유무형자산감소	(0.8)	(0.5)	1.7	(2.6)	(8.6)
재무현금	(10.1)	(4.2)	71.9	(110.3)	(144.5)
차입금증가	(10.1)	(4.2)	70.0	(9.0)	(21.6)
자본증가	0.0	0.0	(2.6)	(99.5)	(121.5)
배당금지급	0.0	0.0	2.6	70.0	51.1
현금 증감	4.8	16.5	259.0	124.0	89.2
총현금흐름(Gross CF)	19.5	35.5	683.6	744.6	397.8
(-) 운전자본증가(감소)	3.2	4.3	77.0	248.8	(81.0)
(-) 설비투자	2.9	4.1	174.0	61.7	63.3
(+) 자산매각	(0.8)	(0.5)	1.7	(2.6)	(8.6)
Free Cash Flow	15.0	16.8	202.0	456.8	372.6
(-) 기타투자	0.3	3.3	0.0	0.0	0.0
잉여현금	14.6	13.5	202.0	456.8	372.6

주요투자지표

(원, 배)	2018	2019	2020	2021	2022
Per share Data					
EPS	205	511	9,617	10,274	3,488
BPS	4,652	5,561	24,343	20,487	21,509
DPS	0	50	753	1,000	800
Multiples(x,%)					
PER	39.1	30.2	10.1	5.9	7.8
PBR	1.7	2.8	4.0	3.0	1.3
EV/ EBITDA	21.4	23.5	7.0	4.1	4.2
배당수익율	0.0	0.3	0.8	1.6	2.9
PCR	21.5	22.7	7.4	4.3	3.6
PSR	4.1	6.6	4.5	2.3	1.7
재무건전성 (%)					
부채비율	27.6	28.1	69.3	37.5	20.9
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	444.7	491.1	208.6	367.4	530.3
이자보상배율	n/a	n/a	1,218.8	269.7	n/a
이자비용/매출액	0.4	0.4	0.1	0.3	0.6
자산구조					
투하자본(%)	61.6	57.7	48.9	55.4	50.8
현금+투자자산(%)	38.4	42.3	51.1	44.6	49.2
자본구조					
차입금(%)	7.4	9.0	13.8	12.8	12.3
자기자본(%)	92.6	91.0	86.2	87.2	87.7

자료: 다올투자증권

씨젠 씨젠

바디텍메드 (206640)

POCT는 내가 맞아

박종현
의료기기 | alex.park@daolfn.com

진단

NOT RATED

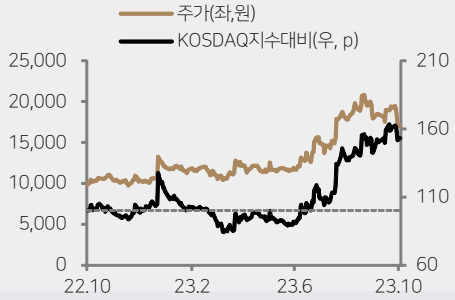
	현재	직전	변동
투자의견	NOT RATED		신규
적정주가			
Earnings			

Stock Information	
현재가 (10/24)	17,300원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	4,063억원
비중(KOSDAQ내)	0.11%
발행주식수	23,487천주
52주 최저가 / 최고가	9,750 - 20,800원
3개월 일평균거래대금	48억원
외국인 지분율	3.8%
주요주주지분율(%)	
최의열 (외 5인)	22.6
김재학 (외 12인)	11.9
자사주 (외 1인)	6.5

Valuation wide	2020	2021	2022
PER(배)	12.2	8.9	10.0
PBR(배)	4.8	2.7	1.5
EV/EBITDA(배)	7.4	6.1	6.7
배당수익률(%)	0.8	1.2	1.5

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(4.1)	42.7	71.3	68.8
KOSDAQ 대비 상대수익률	4.4	51.0	57.3	53.2

Price Trend



Issue

기업 현황 업데이트

Pitch

면역 진단 기반 POCT 업체로서 비코로나 매출 비중 확대 확인 중. 조인스타 계약 및 동물용 진단 OEM 사업 등 향후 매출 확대 기대감 유효

Rationale

- 동사는 COVID19 펜데믹 당시 진단 키트 매출로 2021년 매출액 1,577억원까지 달성하여 펜데믹 수혜 업체로 주목. 다만 동사는 면역 진단 POCT 업체로서 펜데믹 이전에도 연평균 20% 매출 성장을 꾸준히 보였으며 1H23 기준 COVID19 매출 비중 10% 이하로 감소하였음에도 매출액 644억원 기록(YoY +5%). 면역 진단 기반 POCT로 비코로나 제품 포트폴리오 확보하고 있음

- 2023E 매출액 1,358억원(YoY +15%), 영업이익 298억원(YoY +21%) 전망. 향후 제품 확대 라인업으로는 1) 2022.10월부터 RD사를 통해 브라질 약국 체인에 진단시스템 공급. 진단 키트 8종에 대해 판매 중. 2) 2023.06월 조인스타와 주요 제품 공급 합작 계약 체결. 1차 공급은 당화혈색소 포함 10종에 대한 키트 반제품. **1H24E 중 제품 출시**. 조인스타향 매출 2015년 당시 200억원 상회했음. 3) 선진국향 동물용 진단 사업의 경우, OEM계약을 통해 진행될 예정이며, **2H24E 기대**. 4) 진단 시약 버퍼 용액 고체화 시도 중. 상온 보관 가능하여 유통 단가 낮아짐. 또한 제품 민감도 성능 유지 장점

- 동사는 면역 진단 POCT 업체로서 상대적으로 낮은 ASP로 중국/브라질을 포함한 개발도상국에서의 매출 확대 이어지고 있음. 특히나, COVID19 펜데믹을 통해 동사 기술력 확인 및 장비 설치. 버퍼 고체화 진행 등 제품 성능 개선에 앞장서고 있어 유럽을 포함한 선진국 매출 확대도 기대. 동사 시가총액 4,063억원 수준으로 2023E PER 19.0배 수준

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	55	53	66	73	144	158	118
영업이익	12	3	6	15	66	52	25
EBITDA	15	7	11	20	71	58	32
지배주주순이익	13	(2)	(2)	12	45	44	24
자산총계	91	108	103	101	163	192	196
자본총계	77	70	68	77	126	161	175
순차입금	(10)	(3)	0	(8)	(28)	(40)	(26)
매출증가율	(24.5)	(4.3)	25.9	10.0	98.0	9.4	(25.1)
영업이익률	22.5	5.5	9.8	20.6	45.8	32.9	20.9
순이익률	23.0	(4.1)	(3.7)	16.3	33.5	30.1	21.4
EPS증가율	9.3	적전	적지	흑전	290.2	(2.5)	(45.6)
ROE	18.3	(4.4)	(3.7)	17.1	50.0	35.0	16.1

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

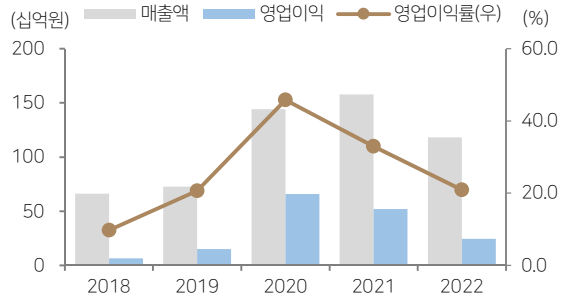
바디텍메드

바디텍메드는,

동사는 한림대 바이오메디컬학과 교수 였던 최의열 대표가 1998년 설립. 2003년 ichroma CRP 카트리지 출시 이후로 중국 진출하였으며 2011년 중국 MS 1위 달성. 2013년 Arkray로부터 투자 유치. 2015년 NH스팩 2호 합병 통해 코스닥 상장

Financials

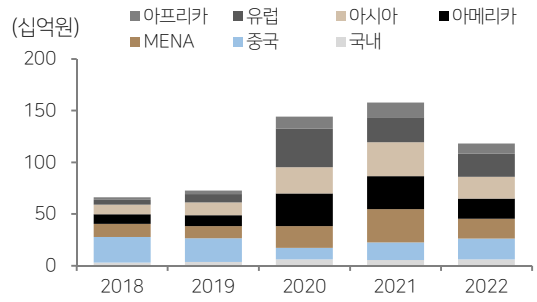
- COVID19 펜데믹 당시 OPM 20% 상회했으나, 2Q23 OPM 23%를 달성하며 안정적인 이익률 달성 중



Source: 다올투자증권

국가별 Breakdown

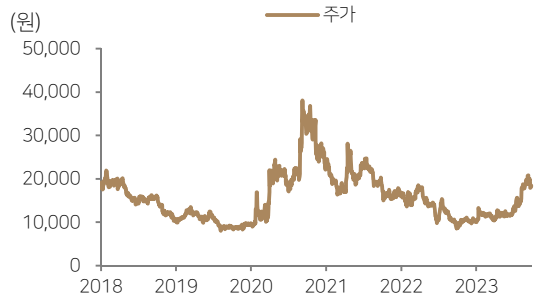
- 2018년 당시 중국향 매출 248억원을 달성하여 중국 비중 38%로 높았으나 MENA 및 아시아 매출 비중 증가
- COVID19 펜데믹 이후, 유럽향 매출 증가하여 2021년 15% 달성
- 조인스타 계약 등을 통해 중국향 매출 반등 기대



Source: 다올투자증권

주가

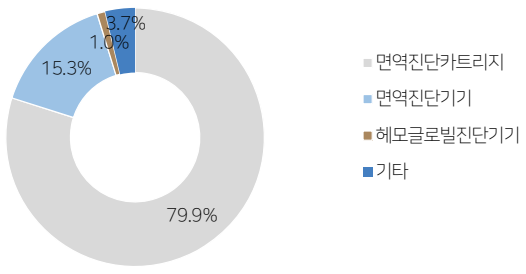
- 동사 주가는 펜데믹 당시 진단 키트 매출로 인하여 주가 상승 경험있음
- 엔데믹에 따라 동사 주가 하락했으나, 안정적인 비코로나 매출 확인됨에 따라 주가 반등 중



Source: 다올투자증권

사업부문 Breakdown

- 과거 CRP, PCT 등 저부가 가치 제품에서 심혈관, 당뇨 등 고부가가치 제품 매출 다변화
- 동사 카트리지와 장비 매출 비중은 약 8:1 수준으로 카트리지 통힌 recurring 매출 발생 중



Source: 다올투자증권

제품사진

- 동사 카트리지 CAPA는 약 1억 테스트



Source: 다올투자증권

바디텍메드

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	62.8	57.7	121.4	131.1	117.3
현금성자산	26.3	24.2	40.0	46.9	34.9
매출채권	16.3	16.4	36.4	26.7	24.0
재고자산	15.2	14.7	24.1	33.4	30.8
비유동자산	40.6	43.5	42.0	61.2	78.3
투자자산	4.1	4.9	6.6	11.3	14.8
유형자산	28.8	31.4	30.8	45.4	58.2
무형자산	7.8	7.3	4.7	4.5	5.4
자산총계	103.4	101.3	163.5	192.2	195.7
유동부채	14.7	17.2	33.3	27.1	16.1
매입채무	5.8	4.4	11.7	13.4	8.1
유동성이자부채	7.3	10.7	8.5	4.4	5.7
비유동부채	20.7	7.0	4.1	3.9	4.7
비유동이자부채	19.1	5.3	3.5	2.5	3.2
부채총계	35.4	24.2	37.4	31.0	20.8
자본금	23.4	23.5	23.5	23.5	23.5
자본잉여금	21.7	20.6	20.2	19.7	19.7
이익잉여금	26.0	36.5	81.0	120.7	140.6
자본조정	(5.8)	(7.1)	(4.8)	(12.8)	(20.2)
자기주식	(3.8)	(6.6)	(5.8)	(14.5)	(21.6)
자본총계	68.0	77.1	126.1	161.2	174.8
투하자본	66.5	66.5	93.5	113.8	138.6
순차입금	0.2	(8.2)	(28.1)	(40.0)	(26.0)
ROA	(2.3)	11.6	36.5	26.6	13.0
ROE	(3.7)	17.1	50.0	35.0	16.1
ROIC	7.1	20.5	66.3	42.4	18.3

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	66.2	72.8	144.1	157.7	118.1
증가율 (Y-Y,%)	25.9	10.0	98.0	9.4	(25.1)
영업이익	6.5	15.0	66.0	51.9	24.7
증가율 (Y-Y,%)	25.9	131.2	339.7	(21.3)	(52.5)
EBITDA	10.6	20.1	71.4	58.0	32.1
영업외손익	(8.3)	(1.9)	(5.8)	4.1	2.3
순이자수익	(1.6)	(1.6)	(0.4)	0.1	0.1
외화관련손익	0.8	0.5	(2.8)	3.5	1.9
지분법손익	(0.3)	(0.3)	(0.5)	(0.4)	(0.4)
세전계속사업손익	(1.8)	13.1	60.2	56.0	27.0
당기순이익	(2.5)	11.9	48.3	47.4	25.3
지배기업당기순이익	(1.7)	11.6	45.5	44.4	24.2
증가율 (Y-Y,%)	9.3	흑전	306.1	(1.9)	(46.7)
NOPLAT	4.7	13.7	53.0	43.9	23.1
(+) Dep	4.1	5.1	5.4	6.0	7.5
(-) 운전자본투자	9.2	(2.1)	29.5	4.9	10.5
(-) Capex	3.6	4.7	4.1	18.2	15.3
OpFCF	(3.9)	16.1	24.8	26.9	4.8
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	18.5	9.8	39.9	33.6	17.5
영업이익증가율(3Yr)	(19.3)	6.6	184.3	100.0	18.0
EBITDA증가율(3Yr)	(8.7)	10.7	122.3	76.0	16.9
순이익증가율(3Yr)	n/a	(1.1)	n/a	n/a	28.6
영업이익률(%)	9.8	20.6	45.8	32.9	20.9
EBITDA마진(%)	16.1	27.6	49.5	36.8	27.2
순이익률 (%)	(3.7)	16.3	33.5	30.1	21.4

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업현금	5.3	17.2	44.6	49.9	23.1
당기순이익	(2.5)	11.9	48.3	47.4	25.3
자산상각비	4.1	5.1	5.4	6.0	7.5
운전자본증감	(6.4)	(2.4)	(24.5)	(5.2)	(4.8)
매출채권감소(증가)	(1.6)	(0.3)	(22.1)	4.9	2.2
재고자산감소(증가)	(3.4)	0.3	(10.0)	(9.3)	(0.9)
매입채무증가(감소)	(1.9)	(0.3)	4.1	0.8	(5.4)
투자현금	2.0	(0.9)	(39.9)	(15.6)	(24.5)
단기투자자산감소	5.4	2.1	(33.7)	5.6	(4.5)
장기투자증권감소	0.0	0.4	(0.8)	(1.0)	(0.6)
설비투자	(3.6)	(4.7)	(4.1)	(18.2)	(15.3)
유무형자산감소	(0.1)	(0.1)	0.1	0.0	(1.3)
재무현금	(4.1)	(18.7)	(4.1)	(19.9)	(10.2)
차입금증가	(3.5)	(14.8)	(4.4)	(6.2)	1.2
자본증가	(0.8)	(3.9)	0.4	(13.3)	(11.3)
배당금지급	1.2	1.2	1.1	4.6	4.3
현금 증감	3.3	(2.2)	0.2	14.8	(12.6)
총현금흐름(Gross CF)	12.1	20.9	71.4	67.0	35.8
(-) 운전자본증가(감소)	9.2	(2.1)	29.5	4.9	10.5
(-) 설비투자	3.6	4.7	4.1	18.2	15.3
(+) 자산매각	(0.1)	(0.1)	0.1	0.0	(1.3)
Free Cash Flow	7.7	17.6	7.0	46.1	6.5
(-) 기타투자	0.0	(0.4)	0.8	1.0	0.6
잉여현금	7.7	18.0	6.2	45.1	5.9

주요투자지표

(원, 배)	2018	2019	2020	2021	2022
Per share Data					
EPS	(72)	496	1,937	1,889	1,028
BPS	2,456	2,823	4,905	6,243	6,732
DPS	50	50	200	200	150
Multiples(x,%)					
PER	n/a	19.4	12.2	8.9	10.0
PBR	4.4	3.4	4.8	2.7	1.5
EV/ EBITDA	23.6	10.9	7.4	6.1	6.7
배당수익율	0.5	0.5	0.8	1.2	1.5
PCR	20.6	10.9	7.8	5.9	6.7
PSR	3.8	3.1	3.9	2.5	2.0
재무건전성 (%)					
부채비율	52.1	31.3	29.6	19.2	11.9
Net debt/Equity	0.2	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	1.5	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	427.1	336.3	364.7	483.5	727.7
이자보상배율	4.2	9.3	178.7	n/a	n/a
이자비용/매출액	2.8	2.4	0.3	0.1	0.2
자산구조					
투하자본(%)	68.7	69.6	66.8	66.1	73.6
현금+투자자산(%)	31.3	30.4	33.2	33.9	26.4
자본구조					
차입금(%)	28.0	17.2	8.6	4.1	4.8
자기자본(%)	72.0	82.8	91.4	95.9	95.2

자료: 다올투자증권

바디텍메드
바디텍메드

박종현
의료기기 | alex.park@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

랩지노믹스 (084650)

진단 업계의 셀트리온을 꿈꾸다

NOT RATED

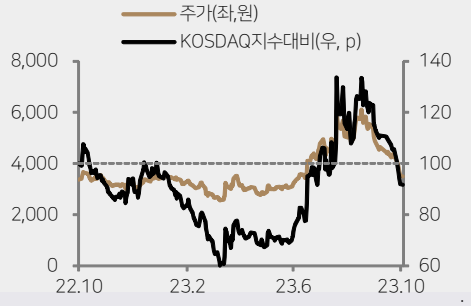
	현재	직전	변동
투자의견	NOT RATED		신규
적정주가			
Earnings			

Stock Information	
현재가 (10/24)	3,515원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	2,610억원
비중(KOSDAQ내)	0.07%
발행주식수	74,240천주
52주 최저가 / 최고가	2,545 - 6,100원
3개월 일평균거래대금	338억원
외국인 지분율	6.9%
주요주주지분율(%)	
루하 (외 12인)	16.7
한국증권금융 (외 1인)	5.1
신인경 (외 1인)	0.3

Valuation wide	2020	2021	2022
PER(배)	5.1	3.4	4.4
PBR(배)	0.5	0.3	0.5
EV/EBITDA(배)	2.9	1.8	1.4
배당수익률(%)	0.0	1.2	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(27.2)	11.6	3.4	11.6
KOSDAQ 대비 상대수익률 (%)	(18.8)	19.8	(10.6)	(4.0)

Price Trend



Issue
기업 현황 업데이트

Pitch
CLIA랩 인수를 통해 북미 진출 가속화. 바이오시밀러 전략과 유사한 중저가 LDT 서비스 제공을 통해 인수 시너지 확인 기대. NGS 등 ASP 높은 서비스 확대 통해 매출 볼륨 확대 가능. Post-COVID19 전략 시도하는 진단 업체 중 북미 진출에 대한 가시성 높음

Rationale
- 최대주주 루하 PE의 북미 전략이 CLIA랩 인수 후 본격화될 전망. 북미는 영리화된 수탁 분석기관에서 병, 의원 검체를 분석. 자체 개발 진단 서비스 (LDT) 공급 또한 가능. 동사는 국내 수탁 분석 경험을 토대로 2023.07월 6천만 달러로 현지 CLIA랩 큐디엑스 인수
- 1H24E 중 현지 CLIA 진단서비스 중 IVD를 LDT로 전환하여 수익성 개선 예정. LDT 사용되는 서비스는 동사 및 파트너십 제품 기반 예정. 2022년 큐디엑스 매출액 51.5백만달러, 매출총이익 17.6백만달러로 GPM 34.2%였으나, LDT 활용시 GPM 개선 가능. 동사는 과거 제네릭/바이오시밀러 사례처럼 진단 업종에 있어 가격 경쟁력을 통해 북미 침투 예정. 향후 NGS 등 ASP 높은 진단 제품 확장 시도
- 2023E 연결 매출액 820억원, 영업이익 60억원로 큐디엑스 연결은 2023.09월 반영. 인수 관련 비용 15억원 지출 예정. 현지 LDT 서비스 출시되는 2024년부터 본격적으로 인수 효과 확인 전망
- 동사 시가총액 2,600억원 수준이며 북미 사업 가속화에 따라 기업 가치 주목받을 전망. 큐디엑스 2022년 EV/EBITDA 기준 20.0배 인수했으며 시너지 통해 큐디엑스 매출액 100.0백만달러, EBITDA 20.0백만달러 상회 시, 북미 사업 가치로만 400.0백만달러(5,000억원) 이상 평가 가능

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	24	25	28	33	119	202	145
영업이익	0	(1)	(2)	1	55	105	66
EBITDA	2	(1)	0	5	58	108	70
지배주주순이익	1	(3)	(4)	1	43	84	48
자산총계	43	40	47	49	109	204	251
자본총계	25	22	30	30	82	158	211
순차입금	0	5	(5)	(3)	(48)	(93)	(115)
매출증가율	2.0	3.1	11.0	20.5	260.0	69.4	(28.5)
영업이익률	0.9	(5.7)	(7.6)	3.3	46.0	51.6	45.7
순이익률	3.0	(13.9)	(14.4)	2.9	35.8	41.4	33.1
EPS증가율	(55.8)	적전	적지	흑전	4355.0	96.1	(41.7)
ROE	3.1	(14.5)	(15.2)	3.2	n/a	70.1	26.1

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

랩지노믹스

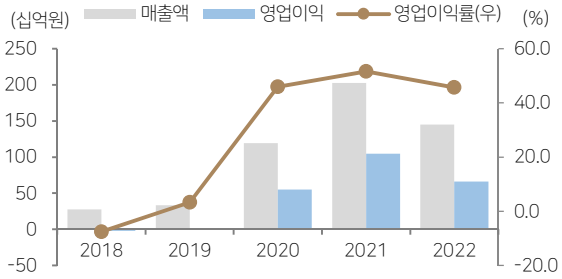
랩지노믹스는,

동사는 2002년 메디포스트 출신 진승현 창업자가 설립, 분자진단 키트 개발하여 당시 주력 제품은 성 감염 질환 테스트 DNA 칩. 2013년 코넥스 상장하였으며 2014년 코스닥 이전 상장. 상장 이후, NGS 등 분석 서비스에 주력

2020년 COVID19 펜데믹 이후, COVID19 분석 용역 매출 성장에 따라 매출액 1천억원 달성. 2023년 최대주주 루하 PE로 변경되었으며, 2023.07월 북미 소재 CLIA랩 큐디엑스 인수하며 북미 진출 본격화

Financials

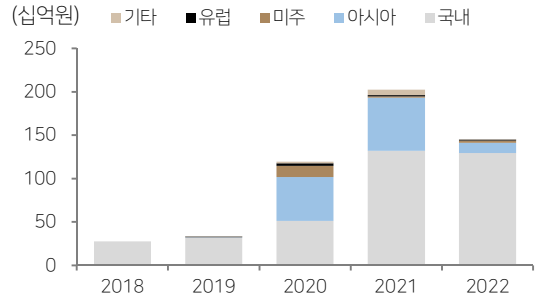
- 2020년 COVID19 키트 관련 매출 발생하여 매출액 1천억원 상회
- 2021, 2022년에도 COVID19 관련 매출 발생했으나, 1H23 기준 관련 매출 33%로 감소



Source: 다올투자증권

국가별 Breakdown

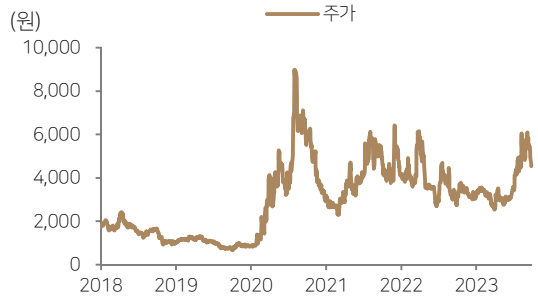
- COVID19 펜데믹 당시, 해외향 키트 판매 있었으나, 주 매출은 국내에서 발생한 분석 용역 관련 매출
- 2023E 인수한 CLIA랩 매출 발생 기대



Source: 다올투자증권

주가

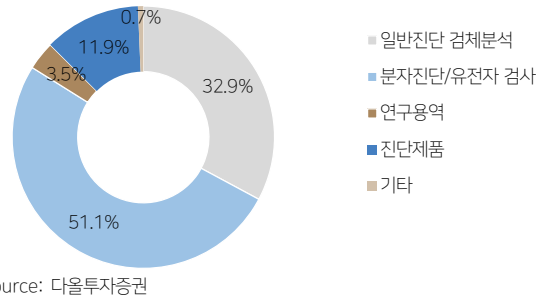
- 팬데믹 이후, PCR 기반 수탁 건수 점유율 3위 기록하며 실적 성장
- 2023년 최대주주 루하 PE로 변경되며, 6천만 달러에 CLIA랩 큐디엑스 인수



Source: 다올투자증권

사업부문 Breakdown

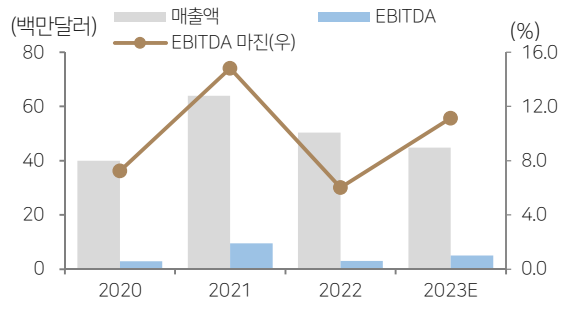
- 1H23 기준 분자진단 검체 분석 매출 비중 51%이며 일반진단 매출 비중 또한 33%. 고객이 분석 의뢰 하면 검체 분석/ 결과 보고
- 2H23E 큐디엑스 매출 연결



Source: 다올투자증권

자회사 큐디엑스 Financials

- 동사가 인수한 미국 CLIA랩 큐디엑스의 인수 총액은 6천만 달러 소요
- 2022년 기준 매출액은 51.5백만달러, 영업이익은 1.9백만달러



Source: 다올투자증권

랩지노믹스

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	n/a	n/a	87.5	170.9	174.5
현금성자산	n/a	n/a	53.2	99.0	137.0
매출채권	n/a	n/a	31.7	68.5	35.5
재고자산	n/a	n/a	2.5	2.7	1.7
비유동자산	n/a	n/a	21.8	33.4	76.2
투자자산	n/a	n/a	12.2	12.9	20.3
유형자산	n/a	n/a	8.0	19.7	54.9
무형자산	n/a	n/a	1.7	0.7	1.0
자산총계	n/a	n/a	109.4	204.3	250.7
유동부채	n/a	n/a	25.0	40.7	19.9
매입채무	n/a	n/a	11.4	17.4	12.3
유동성이자부채	n/a	n/a	3.8	1.2	2.1
비유동부채	n/a	n/a	2.7	5.2	20.2
비유동이자부채	n/a	n/a	1.7	4.4	20.2
부채총계	n/a	n/a	27.7	45.9	40.1
자본금	n/a	n/a	5.7	5.7	17.1
자본잉여금	n/a	n/a	29.2	29.2	17.9
이익잉여금	n/a	n/a	46.9	129.7	175.2
자본조정	n/a	n/a	(0.3)	(7.0)	(0.8)
자기주식	n/a	n/a	(1.4)	(7.9)	0.0
자본총계	n/a	n/a	81.6	158.4	210.5
투하자본	n/a	n/a	26.6	54.3	79.5
순차입금	n/a	n/a	(47.7)	(93.4)	(114.7)
ROA	n/a	n/a	n/a	53.5	21.1
ROE	n/a	n/a	n/a	70.1	26.1
ROIC	n/a	n/a	n/a	198.5	74.8

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	n/a	n/a	119.5	202.4	144.8
증가율 (Y-Y,%)	n/a	n/a	n/a	69.4	(28.5)
영업이익	n/a	n/a	54.9	104.5	66.2
증가율 (Y-Y,%)	n/a	n/a	n/a	90.4	(36.7)
EBITDA	n/a	n/a	58.3	107.9	70.2
영업외손익	n/a	n/a	(3.1)	4.6	(2.8)
순이자수익	n/a	n/a	(0.1)	(0.1)	0.5
외화관련손익	n/a	n/a	(1.2)	2.1	1.1
지분법손익	n/a	n/a	(0.0)	(0.0)	(0.1)
세전계속사업손익	n/a	n/a	51.8	109.1	63.4
당기순이익	n/a	n/a	42.8	83.9	47.9
지배기업당기순이익	n/a	n/a	42.8	83.9	48.4
증가율 (Y-Y,%)	n/a	n/a	n/a	96.1	(42.8)
NOPLAT	n/a	n/a	45.3	80.3	50.1
(+) Dep	n/a	n/a	3.4	3.3	4.0
(-) 운전자본투자	n/a	n/a	13.1	19.3	(12.8)
(-) Capex	n/a	n/a	0.7	13.7	37.6
OpFCF	n/a	n/a	34.9	50.6	29.1
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익률(%)	n/a	n/a	46.0	51.6	45.7
EBITDA마진(%)	n/a	n/a	48.8	53.3	48.5
순이익률 (%)	n/a	n/a	35.8	41.4	33.1

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업현금	n/a	n/a	46.4	65.4	69.0
당기순이익	n/a	n/a	42.8	83.9	47.9
자산상각비	n/a	n/a	3.4	3.3	4.0
운전자본증감	n/a	n/a	(17.3)	(31.2)	29.7
매출채권감소(증가)	n/a	n/a	(13.7)	(36.9)	36.6
재고자산감소(증가)	n/a	n/a	(5.7)	2.1	2.5
매입채무증가(감소)	n/a	n/a	4.2	3.9	(8.5)
투자현금	n/a	n/a	(8.6)	(26.1)	(53.3)
단기투자자산감소	n/a	n/a	(3.1)	(12.1)	(9.3)
장기투자증권감소	n/a	n/a	0.0	0.0	(2.2)
설비투자	n/a	n/a	(0.7)	(13.7)	(37.6)
유무형자산감소	n/a	n/a	(0.8)	(0.1)	(0.7)
재무현금	n/a	n/a	(1.0)	(7.2)	11.4
차입금증가	n/a	n/a	(1.4)	(0.7)	14.8
자본증가	n/a	n/a	0.3	(6.5)	(3.3)
배당금지급	n/a	n/a	0.0	0.0	3.3
현금 증감	n/a	n/a	35.8	32.7	28.0
총현금흐름(Gross CF)	n/a	n/a	63.6	108.5	72.0
(-) 운전자본증가(감소)	n/a	n/a	13.1	19.3	(12.8)
(-) 설비투자	n/a	n/a	0.7	13.7	37.6
(+) 자산매각	n/a	n/a	(0.8)	(0.1)	(0.7)
Free Cash Flow	n/a	n/a	37.8	51.3	48.4
(-) 기타투자	n/a	n/a	0.0	0.0	2.2
잉여현금	n/a	n/a	37.8	51.3	46.2

주요투자지표

(원, 배)	2018	2019	2020	2021	2022
Per share Data					
EPS	n/a	n/a	623	1,221	712
BPS	n/a	n/a	6,977	13,710	6,128
DPS	n/a	n/a	0	50	0
Multiples(x,%)					
PER	n/a	n/a	5.1	3.4	4.4
PBR	n/a	n/a	0.5	0.3	0.5
EV/ EBITDA	n/a	n/a	2.9	1.8	1.4
배당수익율	0.0	0.0	0.0	1.2	0.0
PCR	n/a	n/a	3.4	2.6	3.0
PSR	n/a	n/a	1.8	1.4	1.5
재무건전성 (%)					
부채비율	n/a	n/a	34.0	29.0	19.1
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	n/a	n/a	349.9	420.2	877.0
이자보상배율	n/a	n/a	488.0	1,960.1	n/a
이자비용/매출액	n/a	n/a	0.2	0.1	0.4
자산구조					
투하자본(%)	n/a	n/a	28.9	32.7	33.6
현금+투자자산(%)			71.1	67.3	66.4
자본구조					
차입금(%)	n/a	n/a	6.3	3.4	9.6
자기자본(%)	n/a	n/a	93.7	96.6	90.4

자료: 다올투자증권

랩지노믹스 랩지노믹스

박종현
의료기기 | alex.park@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

지노믹트리 (228760)

미국과 중국 모두 순항 중

NOT RATED

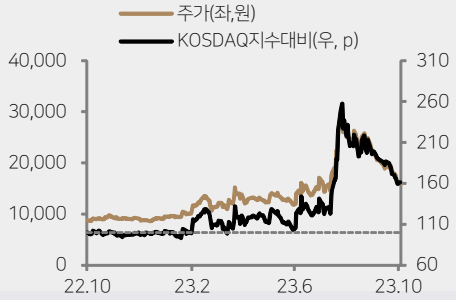
	현재	직전	변동
투자의견	NOT RATED		신규
적정주가			
Earnings			

Stock Information	
현재가 (10/24)	16,500원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	3,962억원
비중(KOSDAQ내)	0.11%
발행주식수	24,012천주
52주 최저가 / 최고가	8,560 - 29,300원
3개월 일평균거래대금	290억원
외국인 지분율	3.8%
주요주주지분율(%)	
안성환 (외 18인)	18.1
자사주 (외 1인)	1.6
이홍선 (외 1인)	0.1

Valuation wide	2020	2021	2022
PER(배)	n/a	n/a	n/a
PBR(배)	3.1	2.5	1.8
EV/EBITDA(배)	n/a	n/a	32.2
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(25.3)	36.5	88.6	87.7
KOSDAQ 대비 상대수익률 (%)	(16.9)	44.7	74.6	72.2

Price Trend



Issue
기업 현황 업데이트

Pitch
PCR 기반 메틸레이션을 바이오마커로 하는 암 조기진단 키트 개발 기업. 2023 국내 신의료기술평가 유예로 매출 확대 기반 마련했으며, 미국/중국 임상 순항 중. 해당 사업 계획 구체화에 따라 기업 가치 재부각 기대

Rationale
- 얼리텍C(대장암) **국내** 신의료기술평가 유예로 비급여 판매 가능하여 실손 보험 적용, 2023E 매출액 40억원 전망. 조기진단 목적 확증 임상은 2023E 종료 후, 2024E 허가에 따른 건강 보험 등재 추진. **미국**은 2026E FDA 품목 허가 예정이며, **중국**은 2023E 확증 임상 마무리하여 2025E 품목 허가 목표
- 다음 주력 파이프라인은 방광암 조기 진단 키트인 얼리텍B. 소변 DNA 중 PENK 메틸레이션을 통해 방광암 조기 진단. 경쟁 제품인 Abbott의 두 종(NMP22 BladderChek, UroVysion)은 FDA 허가를 획득했지만, 낮은 민감도/특이도가 이슈. Pacific Edge의 Cxbladder Detect는 5종 mRNA 발현 마커로 혈뇨 환자 중 방광암을 진단했으나, 2023.06월 Medicare 커버리지 삭제됨. **국내** 혈뇨 환자 대상 조기 진단 허가 임상은 2024E 종료 후, 신의료기술평가 등재 예정. **미국**은 2023.04월 혁신의료기기로 지정되었으며, 2023.06월 LDT 서비스 출시. FDA 허가는 2025E 목표
- Peer Exact Sciences 시가총액 13조원이며 2023E PSR 기준 5.4배로 평가. 동사 2019년 미국 현지 법인을 설립했으며, 중국은 2021년 산동루캉오리온바이오에 기술이전 완료. 임상 완료 후, 해외 사업 구체화에 따라 기업 가치 재부각 기대. 현금성자산 1천억원 수준으로 유동성 우려 적으며, CB 오버행은 60만주 수준(전환가액 10,302원)

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	1	0	0	0	1	5	30
영업이익	(1)	(2)	(3)	(10)	(12)	(10)	2
EBITDA	(2)	(2)	(2)	(10)	(12)	(9)	4
지배주주순이익	(2)	(2)	(2)	(10)	(12)	(11)	(7)
자산총계	6	10	14	114	118	177	163
자본총계	4	8	11	109	95	115	108
순차입금	(1)	(6)	(6)	(99)	(87)	(73)	(65)
매출증가율	(47.7)	(17.3)	(14.7)	(28.0)	339.9	314.9	481.1
영업이익률	(236.1)	(442.4)	(665.2)	(3,660.2)	(1,001.6)	(191.7)	8.1
순이익률	(375.8)	(465.9)	(642.1)	(3,620.0)	(952.1)	(222.3)	(22.2)
EPS증가율	n/a	n/a	n/a	n/a	적지	적지	적지
ROE	(49.4)	(35.8)	(25.6)	n/a	(11.5)	(10.9)	(5.6)

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

지노믹트리

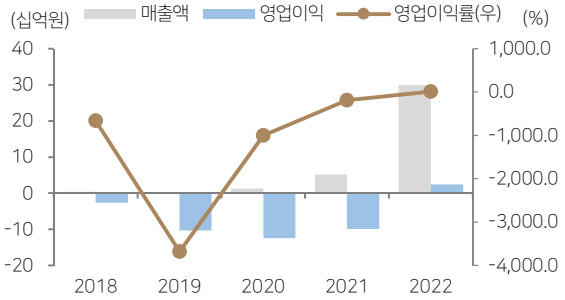
지노믹트리는,

동사는 2000년 후성유전학 기반의 조기 진단 사업 목적으로 설립. 후성유전학 변이 중 하나인 DNA 메틸레이션에 집중. DNA 염기 중 특정 CpG 부위에 존재하는 싸이토신에 메틸기가 붙는 현상으로 유전자 발현 조절 영역에 일어나면 유전자 발현이 억제. 따라서, 암 억제 유전자의 프로모터 부위가 메틸화되면 유전자의 발현이 차단되어 암 발생

동사는 메틸화 DNA 선택 포획 기술 및 바이오마커 고감도 정밀 측정 기술 보유. 2016년 코넥스 상장에 이어 2019년 코스닥 이전 상장. 2019년 대장암 조기진단검사 한국 내 상용화 개시

Financials

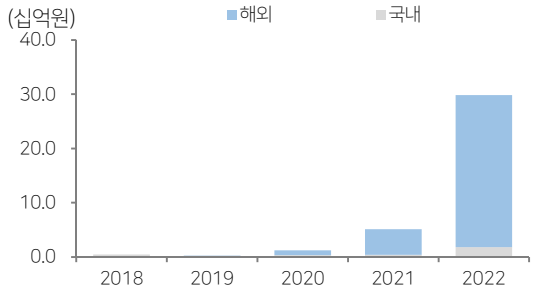
- 2022년 매출액 299억원(YoY +481%), 영업이익 24억원(YoY 흑자전환) 달성
- 1H23 매출액 23억원 달성



Source: 다올투자증권

국가별 Breakdown

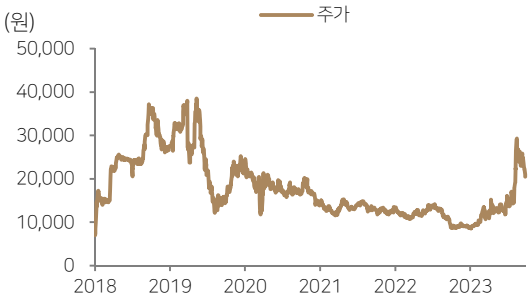
- 2022년 미국 자회사 PromisDX COVID19 LDT 서비스 인증 후, 매출 발생



Source: 다올투자증권

주가

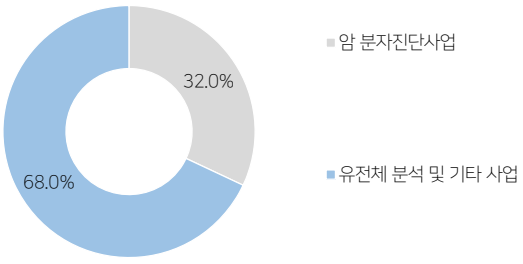
- 2023년 신의료 기술 평가 유예 선정에 따라 매출 본격화 기대감으로 주가 상승



Source: 다올투자증권

사업부문 Breakdown

- 1H23 유전체 분석 및 기타 사업 매출 비중 68%
- 암 분자진단 사업 매출 비중 확대 전망



Source: 다올투자증권

제품사진

- 동사 핵심인 얼리텍C는 대변 1~2g을 통해 SDC2 메틸화를 바이오마커로 사용하며, 민감도와 특이도는 각각 90%, 90%



Source: 다올투자증권

지노믹트리

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	n/a	102.1	105.3	134.3	118.0
현금성자산	n/a	100.3	103.1	130.5	115.1
매출채권	n/a	0.1	0.3	2.3	1.2
재고자산	n/a	0.3	1.2	0.3	0.6
비유동자산	n/a	11.7	12.6	42.8	44.9
투자자산	n/a	3.1	2.1	20.8	25.6
유형자산	n/a	7.5	9.6	20.4	17.7
무형자산	n/a	1.0	1.0	1.7	1.6
자산총계	n/a	113.7	117.9	177.2	162.9
유동부채	n/a	1.5	4.1	2.1	53.4
매입채무	n/a	1.5	1.2	1.7	2.9
유동성이자부채	n/a	0.0	0.3	0.3	50.4
비유동부채	n/a	3.4	18.6	59.9	1.9
비유동이자부채	n/a	1.2	16.0	56.9	0.1
부채총계	n/a	4.9	22.6	62.1	55.4
자본금	n/a	10.0	10.0	10.6	10.7
자본잉여금	n/a	118.5	118.5	55.8	57.0
이익잉여금	n/a	(20.3)	(32.3)	46.4	40.0
자본조정	n/a	0.8	(0.9)	2.3	(0.6)
자기주식	n/a	0.0	0.0	0.0	(5.0)
자본총계	n/a	108.8	95.3	115.1	107.6
투하자본	n/a	9.7	8.4	32.7	33.9
순차입금	n/a	(99.1)	(86.9)	(73.4)	(64.5)
ROA	n/a	n/a	(10.1)	(7.7)	(3.7)
ROE	n/a	n/a	(11.5)	(10.9)	(5.6)
ROIC	n/a	n/a	(99.4)	(34.8)	5.2

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	n/a	0.3	1.2	5.1	29.9
증가율 (Y-Y,%)	n/a	n/a	339.9	314.9	481.1
영업이익	n/a	(10.3)	(12.4)	(9.9)	2.4
증가율 (Y-Y,%)	n/a	n/a	적지	적지	흑전
EBITDA	n/a	(9.8)	(11.5)	(8.8)	3.7
영업외손익	n/a	0.0	0.7	(1.6)	(6.1)
순이자수익	n/a	5.5	0.1	(0.5)	(1.8)
외화관련손익	n/a	0.3	0.1	0.8	0.5
지분법손익	n/a	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	n/a	(10.3)	(11.7)	(11.4)	(3.7)
당기순이익	n/a	(10.3)	(11.7)	(11.4)	(6.2)
지배기업당기순이익	n/a	(10.2)	(11.8)	(11.4)	(6.6)
증가율 (Y-Y,%)	n/a	n/a	적지	적지	적지
NOPLAT	n/a	(7.5)	(9.0)	(7.1)	1.7
(+) Dep	n/a	0.5	0.9	1.0	1.3
(-) 운전자본투자	n/a	0.3	(1.9)	3.5	(2.0)
(-) Capex	n/a	2.2	2.7	11.0	1.8
OpFCF	n/a	(9.5)	(8.9)	(20.6)	3.3
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	373.3
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익률(%)	n/a	(3,660.2)	(1,001.6)	(191.7)	8.1
EBITDA마진(%)	n/a	(3,486.1)	(928.3)	(171.9)	12.5
순이익률 (%)	n/a	(3,620.0)	(952.1)	(222.3)	(22.2)

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업현금	n/a	(8.8)	(10.2)	(7.6)	4.3
당기순이익	n/a	(10.3)	(11.7)	(11.4)	(6.2)
자산상각비	n/a	0.5	0.9	1.0	1.3
운전자본증감	n/a	(0.5)	(1.3)	(0.7)	(1.9)
매출채권감소(증가)	n/a	(0.0)	(0.1)	(1.4)	(0.6)
재고자산감소(증가)	n/a	(0.3)	(1.0)	1.0	(0.3)
매입채무증가(감소)	n/a	0.7	(0.3)	(0.3)	(0.4)
투자현금	n/a	(59.5)	14.3	(49.1)	14.1
단기투자자산감소	n/a	(53.7)	14.5	(7.1)	32.9
장기투자증권감소	n/a	16.4	0.1	0.0	0.0
설비투자	n/a	(2.2)	(2.7)	(11.0)	(1.8)
유무형자산감소	n/a	(0.3)	(0.1)	(0.8)	(0.0)
재무현금	n/a	103.8	13.0	62.9	(19.5)
차입금증가	n/a	0.3	13.0	47.9	(14.5)
자본증가	n/a	103.5	0.0	5.0	(5.0)
배당금지급	n/a	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	n/a	35.5	13.7	9.8	1.1
총현금흐름(Gross CF)	n/a	(8.1)	(10.2)	(6.9)	7.2
(-) 운전자본증가(감소)	n/a	0.3	(1.9)	3.5	(2.0)
(-) 설비투자	n/a	2.2	2.7	11.0	1.8
(+) 자산매각	n/a	(0.3)	(0.1)	(0.8)	(0.0)
Free Cash Flow	n/a	(68.1)	2.8	(56.7)	19.4
(-) 기타투자	n/a	(16.4)	(0.1)	0.0	0.0
잉여현금	n/a	(51.7)	2.9	(56.7)	19.4

주요투자지표

(원, 배)	2018	2019	2020	2021	2022
Per share Data					
EPS	n/a	(510)	(590)	(562)	(315)
BPS	n/a	5,398	4,718	5,375	4,945
DPS	n/a	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PBR	n/a	4.3	3.1	2.5	1.8
EV/ EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	32.2
배당수익율	n/a	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	n/a	n/a	n/a	n/a	26.0
PSR	n/a	1,664.2	236.3	54.6	6.3
재무건전성 (%)					
부채비율	n/a	4.5	23.8	53.9	51.5
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	n/a	6,971.6	2,574.9	6,270.7	220.8
이자보상배율	n/a	1.9	107.9	n/a	1.4
이자비용/매출액	n/a	n/a	134.7	89.6	18.0
자산구조					
투하자본(%)	n/a	8.6	7.4	17.8	19.4
현금+투자자산(%)	n/a	91.4	92.6	82.2	80.6
자본구조					
차입금(%)	n/a	1.1	14.6	33.2	32.0
자기자본(%)	n/a	98.9	85.4	66.8	68.0

자료: 다올투자증권

지노믹트리

박종현
의료기기 | alex.park@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

지니너스 (389030)

싱글셀 강자에서 신약 개발로

NOT RATED

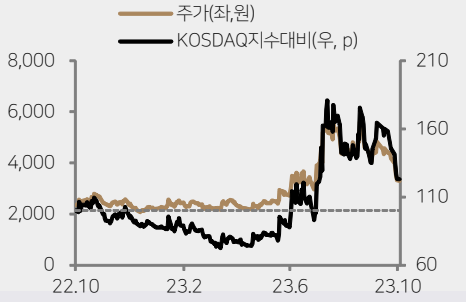
	현재	직전	변동
투자의견	NOT RATED		신규
적정주가			
Earnings			

Stock Information	
현재가 (10/24)	3,360원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	1,113억원
비중(KOSDAQ내)	0.03%
발행주식수	33,130천주
52주 최저가 / 최고가	2,075 - 5,740원
3개월 일평균거래대금	175억원
외국인 지분율	3.1%
주요주주지분율(%)	
박웅양 (외 5인)	31.4
KB인베스트먼트 (외 3인)	11.9
지니너스우리사주 (외 1인)	0.3

Valuation wide	2020	2021	2022
PER(배)	n/a	n/a	n/a
PBR(배)	n/a	0.9	1.6
EV/EBITDA(배)	n/a	n/a	n/a
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(22.5)	47.0	41.2	56.6
KOSDAQ 대비 상대수익률 (%)	(14.0)	55.3	27.2	41.1

Price Trend



Issue

기업 현황 업데이트

Pitch

동사는 싱글셀 분석과 B2B 기반 DTC 서비스가 캐쉬 카우 역할을 수행. 분석 서비스 통해 자체 신약 개발 역량 확보, 2024E 임상 진입 주목

Rationale

- In-house 신약 개발 현황 주목. 동사 플랫폼인 Vacinus는 종양세포 NGS 분석, MHC 발현 정보와 TCR-seq 3단계를 통해 후보물질을 선별, 도출. 해당 신항원에 대한 In silico 예측 과정을 통해 최종 후보물질 도출
- 동사 개발 분야는 항암 백신으로 EACR2023 전임상에서 PD-L1 항체와 신항원 병용요법에서 생존율 증가 및 종양 억제능 확인. **1H24E 임상 1상 IND 신청 예정.** mRNA COVID19 백신 개발사들은 백신 매출 통한 유동성 기반으로 항암 백신 개발 재개. mRNA 기반 항암 백신들에 대한 임상 결과 확인되고 있음. 2022.12월 Moderna와 Merck는 PCV mRNA-4157/V940 임상 2상 결과 발표한 바 있음. 해당 임상은 고위험 흑색종 환자 보조요법을 위한 키트루다와 병용 요법
- 신규 사업은 싱글셀 CRO와 DTC 사업. 싱글셀 CRO에 있어서 신규 바이오마커 발굴 및 유전정보에 따른 세포 분류 서비스 제공 예정이며, 향후 공간 분석 및 단백질 분석 역량 확대 예정. DTC 사업은 다양한 B2B 계약 기반 매출 확대 전망하며 특히 2022년 체결한 카카오헬스케어와의 협업 기대. 2H23E 카카오향 DTC 초도 매출 발생 전망. 혈당 관련 컨텐츠 개발 및 헬스 솔루션 제공 예정. 일본 자회사 MOU도 주목. 2024E 병원 및 제약사 대상 유전체진단 및 싱글셀 분석 서비스 제공 예정
- 1H23 기준 NGS 가동률 45%로 높은 매출 원가율로 작용. 원가 구조 개선한 DTC 서비스 통해 원가율 개선 전망. 해당 서비스 매출 통해 BEP 달성 기대하며 향후 신약 개발 성과를 통해 기업 가치 재평가 가능 전망

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	n/a	n/a	n/a	1	4	8	10
영업이익	n/a	n/a	n/a	(1)	(4)	(8)	(10)
EBITDA	n/a	n/a	n/a	(1)	(3)	(6)	(8)
당기순이익	n/a	n/a	n/a	(3)	(9)	(9)	(9)
자산총계	n/a	n/a	n/a	13	30	58	46
자본총계	n/a	n/a	n/a	(2)	(11)	52	43
순차입금	n/a	n/a	n/a	7	13	(45)	(30)
매출증가율	n/a	n/a	n/a	n/a	175.8	114.4	24.0
영업이익률	n/a	n/a	n/a	(103.1)	(99.2)	(93.7)	(96.0)
순이익률	n/a	n/a	n/a	(224.9)	(241.2)	(110.9)	(93.1)
EPS증가율	n/a	n/a	n/a	n/a	적지	적지	적지
ROE	n/a	n/a	n/a	n/a	136.1	n/a	(19.7)

Note: K-IFRS 별도 기준 / Source: 다올투자증권

지니너스

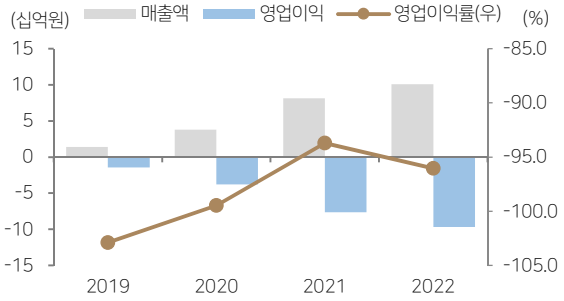
지니너스는,

동사는 2018년 삼성서울병원 삼성유전체연구소로부터 스핀오프한 기업. 2013년 삼성유전체 연구소는 암유전체 진단에 대한 기술개발을 하여 CancerSCAN 서비스를 출시. 동사는 NGS 유전체 분석 기술을 기반으로 연구개발, 유전체 분석 솔루션 등을 개발, 제조함

주요 제품은 1) 임상진단 및 연구와 2) 건강관리. 임상진단 및 연구는 암 유전체 정보 기반 진단 플랫폼인 CancerSCAN과 Single-cell 분석 Celinus가 있으며, 건강관리는 DTC 서비스 InsideMe 등이 있음

Financials

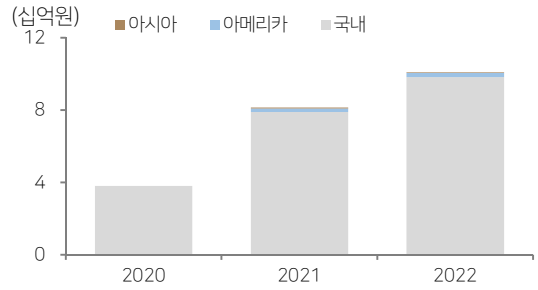
- 2018년 창업 이후, 매출 실적 고성장하였으며, 2022년 매출액 100억원 달성. 싱글셀 분석 매출 비중 80%



Source: 다올투자증권

국가별 Breakdown

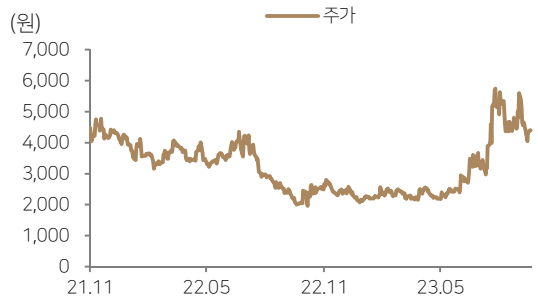
- 국내 위주로 매출이 발생하고 있으나, 자회사인 GxD는 일본 NCCHE과 MOU 체결. 2024E 일본향 서비스 매출 발생 기대



Source: 다올투자증권

주가

- 2023년 카카오 헬스케어와의 협업 등에 기대감으로 주가 상승

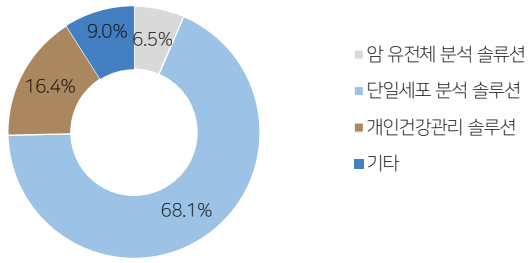


Source: 다올투자증권

지니너스

사업부문 Breakdown

- 1H23 단일세포 분석 솔루션 매출 비중 68%



Source: 다올투자증권

제품사진

- 동사는 향후 DTC 사업 확대에 있어 대량 생산 통한 원가절감 80% 가능
- 카카오 헬스케어와 DTC 사업 관련 MOU 체결. 혈당 관련 컨텐츠 개발 및 헬스 솔루션 제공



Source: 다올투자증권

재무제표 (K-IFRS 별도)

대차대조표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	n/a	6.9	23.4	49.5	36.6
현금성자산	n/a	6.1	21.7	44.8	30.7
매출채권	n/a	0.0	0.4	0.3	2.9
재고자산	n/a	0.6	1.3	4.3	2.8
비유동자산	n/a	6.0	7.0	8.5	9.3
투자자산	n/a	0.0	0.0	0.6	0.7
유형자산	n/a	6.0	6.8	7.2	7.9
무형자산	n/a	0.0	0.2	0.7	0.7
자산총계	n/a	13.0	30.4	58.1	45.8
유동부채	n/a	11.5	38.1	5.6	2.3
매입채무	n/a	1.3	1.7	1.8	0.6
유동성이자부채	n/a	10.2	31.5	0.2	0.2
비유동부채	n/a	3.7	3.5	0.6	0.3
비유동이자부채	n/a	3.3	3.3	0.2	0.3
부채총계	n/a	15.2	41.6	6.2	2.6
자본금	n/a	0.5	2.7	5.4	16.3
자본잉여금	n/a	0.6	0.0	66.8	55.9
이익잉여금	n/a	(3.4)	(12.6)	(21.6)	(30.7)
자본조정	n/a	0.0	(1.3)	1.3	1.8
자기주식	n/a	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	n/a	(2.2)	(11.2)	51.9	43.3
투하자본	n/a	5.2	1.9	7.4	13.0
순차입금	n/a	7.5	13.1	(44.5)	(30.3)
ROA	n/a	na	(42.2)	(20.4)	(18.1)
ROE	n/a	na	136.1	na	(19.7)
ROIC	n/a	na	(76.8)	(119.4)	(69.0)

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	n/a	1.4	3.8	8.1	10.1
증가율 (Y-Y,%)	n/a	n/a	175.8	114.4	24.0
영업이익	n/a	(1.4)	(3.8)	(7.6)	(9.7)
증가율 (Y-Y,%)	n/a	n/a	적지	적지	적지
EBITDA	n/a	(1.0)	(3.1)	(6.5)	(8.1)
영업외손익	n/a	(1.7)	(5.4)	(1.4)	0.3
순이자수익	n/a	(0.7)	(1.0)	(1.0)	0.1
외화관련손익	n/a	0.0	(0.0)	(0.0)	0.0
지분법손익	n/a	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	n/a	(3.1)	(9.2)	(9.0)	(9.4)
당기순이익	n/a	(3.1)	(9.2)	(9.0)	(9.4)
증가율 (Y-Y,%)	n/a	n/a	적지	적지	적지
NOPLAT	n/a	(1.0)	(2.7)	(5.5)	(7.0)
(+) Dep	n/a	0.4	0.6	1.1	1.6
(-) 운전자본투자	n/a	(0.4)	(4.6)	4.3	4.4
(-) Capex	n/a	4.8	1.6	1.6	1.9
OpFCF	n/a	(5.0)	0.8	(10.3)	(11.7)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	94.2
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출총이익률(%)	n/a	(19.4)	36.2	12.6	8.4
영업이익률(%)	n/a	(103.1)	(99.2)	(93.7)	(96.0)
EBITDA마진(%)	n/a	(70.8)	(82.3)	(79.7)	(80.1)
순이익률 (%)	n/a	(224.9)	(241.2)	(110.9)	(93.1)

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업현금	n/a	(2.3)	1.8	(9.3)	(11.9)
당기순이익	n/a	(3.1)	(9.2)	(9.0)	(9.4)
자산상각비	n/a	0.4	0.6	1.1	1.6
운전자본증감	n/a	(1.5)	4.4	(4.4)	(6.3)
매출채권감소(증가)	n/a	(0.0)	(0.3)	0.1	(2.5)
재고자산감소(증가)	n/a	(0.4)	(0.6)	(3.0)	0.2
매입채무증가(감소)	n/a	0.5	0.2	(0.3)	(0.3)
투자현금	n/a	(7.7)	(12.0)	10.7	(9.9)
단기투자자산감소	n/a	(3.0)	(10.0)	13.0	(7.8)
장기투자증권감소	n/a	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	n/a	(4.8)	(1.6)	(1.6)	(1.9)
유무형자산감소	n/a	(0.0)	(0.2)	(0.4)	(0.2)
재무현금	n/a	11.7	15.7	34.7	(0.3)
차입금증가	n/a	3.3	(0.0)	(3.5)	(0.2)
자본증가	n/a	0.0	0.0	38.2	(0.1)
배당금지급	n/a	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	n/a	1.7	5.6	36.1	(22.1)
총현금흐름(Gross CF)	n/a	(0.8)	(2.5)	(4.9)	(5.7)
(-) 운전자본증가(감소)	n/a	(0.4)	(4.6)	4.3	4.4
(-) 설비투자	n/a	4.8	1.6	1.6	1.9
(+) 자산매각	n/a	(0.0)	(0.2)	(0.4)	(0.2)
Free Cash Flow	n/a	(10.0)	(10.1)	1.4	(21.9)
(-) 기타투자	n/a	0.0	0.0	0.0	0.0
잉여현금	n/a	(10.0)	(10.1)	1.4	(21.9)

주요투자지표

(원, 배)	2018	2019	2020	2021	2022
Per share Data					
EPS	n/a	(193)	(572)	(277)	(288)
BPS	n/a	(1,614)	(1,293)	4,715	1,307
DPS	n/a	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PBR	n/a	n/a	n/a	0.9	1.6
EV/ EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
배당수익율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PSR	n/a	n/a	n/a	17.0	6.9
재무건전성 (%)					
부채비율	n/a	(684.7)	(370.8)	11.9	5.9
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	n/a	60.5	61.3	890.3	1,585.0
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	77.6
이자비용/매출액	n/a	53.2	27.5	13.4	0.1
자산구조					
투하자본(%)	n/a	46.2	7.9	14.0	29.2
현금+투자자산(%)		53.8	92.1	86.0	70.8
자본구조					
차입금(%)	n/a	119.6	147.6	0.6	1.0
자기자본(%)	n/a	(19.6)	(47.6)	99.4	99.0

자료: 다올투자증권

지니너스

진단

박종현
의료기기 | alex.park@daolfn.com

마크로젠 (038290)

플랫폼 업체로 발돋움하고자

NOT RATED

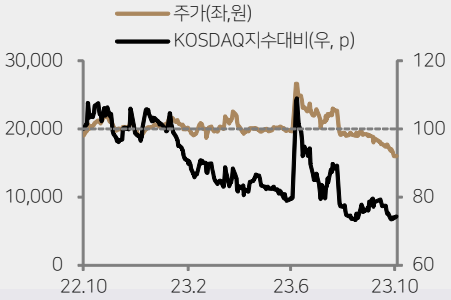
	현재	직전	변동
투자의견	NOT RATED		신규
적정주가			
Earnings			

Stock Information	
현재가 (10/24)	16,260원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	1,763억원
비중(KOSDAQ내)	0.05%
발행주식수	10,841천주
52주 최저가 / 최고가	15,980 - 26,600원
3개월 일평균거래대금	9억원
외국인 지분율	1.3%
주요주주지분율(%)	
서정선 (외 9인)	11.3
자사주 (외 1인)	6.7
자사주신탁 (외 1인)	1.3

Valuation wide	2020	2021	2022
PER(배)	3.3	287.6	n/a
PBR(배)	1.5	1.6	1.2
EV/EBITDA(배)	12.9	13.0	12.4
배당수익률(%)	1.1	1.0	1.6

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(14.1)	(18.3)	(17.3)	(15.1)
KOSDAQ 대비 상대수익률 (%)	(5.7)	(10.1)	(31.2)	(30.6)

Price Trend



Issue

기업 현황 업데이트

Pitch

국내 1위 NGS 분석 업체. 연구기관 및 분석 중심의 매출을 DTC 분석을 통해 다변화하고자 하며, 누적된 데이터를 기반으로 신약 개발 등 신사업 진출하고자 함. DTC 검사 플랫폼 젠톡 및 해외 분석 센터들을 확장하여 신사업 확장 토대를 쌓고 있음

Rationale

- DTC 사업 확대 중이며, EMR 업체들과의 협업도 확대. 2023.06월 유전자 검사 플랫폼인 젠톡을 출시. 2017년부터 미국은 질병 관련 유전자 DTC 테스트 승인했으며, 2018년 암 스크리닝 위한 DTC 서비스도 진행. 그에 비해 국내는 질환 스크리닝 목적 DTC 검사 허가되지 않음. 다만, 13개 질병 항목 대상 DTC 검사 통한 앱 기반 맞춤형 건강증진 서비스 안정성 연구 선정
- 국내 DTC 분석 서비스의 확장성이 규제로 인해 불확실한 만큼 글로벌 사업 진척도가 중요 판단. 2023E 일본 DTC 서비스 출시 예정. 전세계 주요 도시 내 지놈슈퍼센터를 설립하여, 2023년 내 15개 거점 설립 예정. 중기 매출 목표는 약 2,000억원
- 1H23 매출액 636억원(YoY -2%), 영업손실 7억원(적자 전환) 기록. 전년 대비 매출액 감소는 R&D 예산 감소에 따른 연구자 매출 감소. 또한, 해외 및 DTC 서비스 확대에 따른 판관비 확대로 영업 적자 전환. 2023E 매출액 1,376억원(YoY +flat), 영업손실 20억원(YoY 적자 전환) 전망. 2024E 해외 매출 증가에 따른 영업이익 정상화 기대
- DTC 및 ETC, 글로벌 사업을 기반으로 2년 내 300만 데이터 확보를 목표로 하고 있음. 23andMe의 GSK 데이터 이관 사례(3억 달러 투자)가 있음을 감안하면 DTC 업체들의 누적 데이터 가치가 주목받을 수 있음

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	91	102	113	103	113	129	139
영업이익	3	3	1	4	7	12	5
EBITDA	14	15	13	18	21	22	16
지배주주순이익	4	10	3	(4)	88	1	(22)
자산총계	160	179	180	226	288	301	280
자본총계	84	95	118	108	199	202	181
순차입금	(16)	(40)	(69)	8	(22)	(28)	(7)
매출증가율	(11.4)	11.7	10.8	(8.9)	9.5	14.7	7.3
영업이익률	3.4	3.0	0.8	3.6	6.4	9.1	3.8
순이익률	4.7	9.4	2.3	(3.4)	78.4	0.9	(16.1)
EPS증가율	흑전	110.7	(75.3)	적전	흑전	(98.8)	적전
ROE	5.6	10.5	1.6	(11.6)	56.4	1.2	(11.6)

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

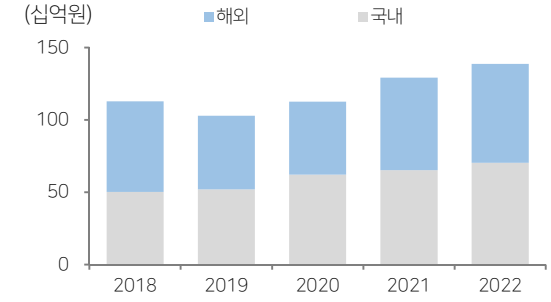
마크로젠

마크로젠은,

동사는 1997년 설립되어 유전체 분석, Oligo 합성 등 유전체 분야 전반에 대한 서비스를 제공. 2000년 코스닥 상장. 주요 매출처는 대학교, 병원 등 연구기관이며 DTC 사업 확장을 통해 B2C 고객 확대 중

국가별 Breakdown

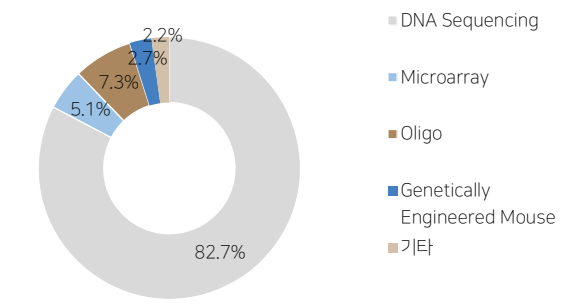
- 해외 분석 센터 확장 중에 있어 해외 매출 확대 전망. 2023년 내 15개 거점 설립 예정. 중기 매출 목표 2,000억원



Source: 다올투자증권

사업부문 Breakdown

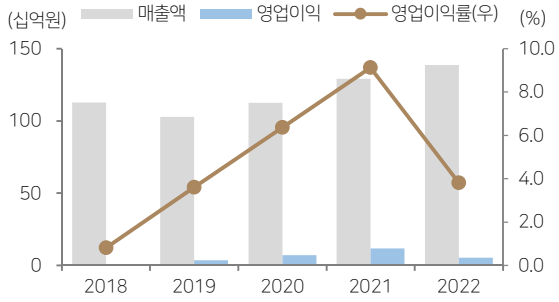
- 1H23 동사 매출 비중의 83%는 DNA 시퀀싱 용역 매출로 발생
- 제품 매출 비중은 약 10%



Source: 다올투자증권

Financials

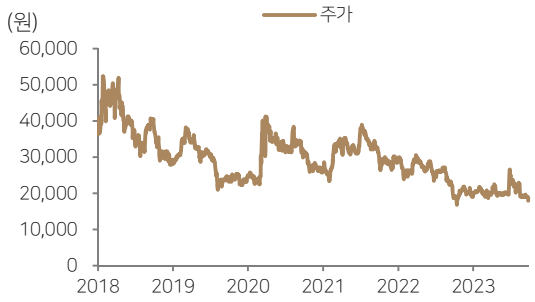
- 2021년 영업이익률 8% 상회했으나,
- 2022년 신사업 관련 비용 지출로 OPM 4% 기록. 2023E 비용 지출 증가로 적자 전환 전망



Source: 다올투자증권

주가

- 동사 이익률 하락에 따라 주가 하락 중. 해외 매출 본격화 등을 통해 이익률 정상화 기대



Source: 다올투자증권

제품사진

- 동사는 전 세계 5위 수준 유전체 분석 플랫폼 보유



Source: 다올투자증권

마크로젠

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	129.0	105.4	96.3	100.2	90.6
현금성자산	82.8	56.0	58.9	62.4	48.6
매출채권	24.8	32.4	23.6	21.9	24.1
재고자산	17.2	13.3	12.6	13.7	15.1
비유동자산	50.5	120.1	191.4	201.0	189.6
투자자산	9.5	62.8	149.0	148.1	124.1
유형자산	40.1	48.4	41.2	51.6	63.3
무형자산	0.9	9.0	1.2	1.3	2.2
자산총계	179.5	225.5	287.8	301.2	280.1
유동부채	59.4	84.6	58.0	76.5	57.6
매입채무	15.1	17.3	13.6	16.2	17.0
유동성이자부채	13.6	34.6	14.8	31.3	12.0
비유동부채	2.0	33.1	31.2	22.5	41.6
비유동이자부채	0.0	29.1	22.5	3.2	29.8
부채총계	61.5	117.7	89.3	99.0	99.2
자본금	5.3	5.3	5.3	5.4	5.4
자본잉여금	88.1	88.8	89.6	94.5	94.3
이익잉여금	39.6	36.1	124.2	122.9	97.8
자본조정	(15.0)	(16.8)	(21.0)	(22.2)	(18.2)
자기주식	(19.4)	(22.8)	(26.5)	(29.0)	(23.7)
자본총계	118.0	107.8	198.5	202.2	181.0
투하자본	45.2	102.6	80.7	68.9	92.4
순차입금	(69.2)	7.7	(21.6)	(27.9)	(6.8)
ROA	1.0	(6.6)	34.2	0.8	(7.6)
ROE	1.6	(11.6)	56.4	1.2	(11.6)
ROIC	1.6	3.6	5.4	2.4	4.8

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	112.8	102.8	112.6	129.2	138.6
증가율 (Y-Y,%)	0.2	(8.9)	9.5	14.7	7.3
영업이익	0.9	3.7	7.2	11.8	5.3
증가율 (Y-Y,%)	(11.4)	299.6	93.0	64.7	(55.1)
EBITDA	12.7	17.9	20.7	22.5	16.3
영업외손익	1.1	4.2	(1.6)	3.1	(34.4)
순이자수익	(0.4)	0.5	0.1	(0.1)	(0.1)
외화관련손익	1.3	0.7	(0.7)	0.2	(0.3)
지분법손익	(2.8)	4.3	(3.0)	(13.1)	(8.2)
세전계속사업손익	2.0	7.9	5.5	14.9	(29.1)
당기순이익	1.7	(13.4)	87.9	2.3	(22.0)
지배기업당기순이익	2.6	(3.5)	88.3	1.1	(22.3)
증가율 (Y-Y,%)	흑전	적전	흑전	(97.4)	적전
NOPLAT	0.8	2.7	4.9	1.8	3.8
(+) Dep	11.8	14.2	13.6	10.7	11.0
(-) 운전자본투자	(3.7)	(1.0)	(5.2)	(1.6)	3.8
(-) Capex	7.2	16.2	13.0	9.0	18.2
OpFCF	9.0	1.6	10.6	5.1	(7.2)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	12.4	4.1	3.4	4.6	10.5
영업이익증가율(3Yr)	(39.4)	5.7	33.4	133.3	12.5
EBITDA증가율(3Yr)	(1.4)	7.5	10.4	21.0	(3.1)
순이익증가율(3Yr)	(44.7)	n/a	111.6	10.6	n/a
영업이익률(%)	0.8	3.6	6.4	9.1	3.8
EBITDA마진(%)	11.2	17.4	18.4	17.4	11.7
순이익률 (%)	2.3	(3.4)	78.4	0.9	(16.1)

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업현금	15.6	14.5	20.6	21.1	10.8
당기순이익	1.7	(13.4)	87.9	2.3	(22.0)
자산상각비	11.8	14.2	13.6	10.7	11.0
운전자본증감	2.5	(1.3)	9.0	1.9	(0.5)
매출채권감소(증가)	(4.9)	(9.7)	4.9	5.4	(2.3)
재고자산감소(증가)	(1.3)	3.6	(2.6)	(1.8)	(2.3)
매입채무증가(감소)	1.3	1.6	4.1	(2.0)	2.2
투자현금	(17.9)	(58.1)	(4.3)	(4.4)	(14.6)
단기투자자산감소	(1.1)	(1.1)	(0.9)	(1.1)	(5.6)
장기투자증권감소	65.0	68.7	67.9	51.2	69.2
설비투자	(7.2)	(16.2)	(13.0)	(9.0)	(18.2)
유무형자산감소	0.3	(7.7)	(0.8)	(0.2)	(1.5)
재무현금	(9.1)	27.3	(4.6)	(6.5)	3.1
차입금증가	(0.1)	30.7	(1.2)	(1.4)	2.0
자본증가	(9.0)	(3.4)	(3.1)	(5.7)	0.8
배당금지급	0.0	0.0	0.0	2.9	3.0
현금 증감	(11.4)	(15.9)	12.0	10.5	(0.9)
총현금흐름(Gross CF)	16.8	13.6	14.0	22.2	13.6
(-) 운전자본증가(감소)	(3.7)	(1.0)	(5.2)	(1.6)	3.8
(-) 설비투자	7.2	16.2	13.0	9.0	18.2
(+) 자산매각	0.3	(7.7)	(0.8)	(0.2)	(1.5)
Free Cash Flow	1.4	(45.8)	18.7	19.6	(1.6)
(-) 기타투자	(65.0)	(68.7)	(67.9)	(51.2)	(69.2)
잉여현금	66.4	22.9	86.6	70.8	67.6

주요투자지표

(원, 배)	2018	2019	2020	2021	2022
Per share Data					
EPS	249	(330)	8,309	103	(2,053)
BPS	11,045	9,840	18,522	18,390	16,339
DPS	0	0	300	300	300
Multiples(x,%)					
PER	117.5	n/a	3.3	287.6	n/a
PBR	2.7	2.5	1.5	1.6	1.2
EV/ EBITDA	19.0	15.1	12.9	13.0	12.4
배당수익율	0.0	0.0	1.1	1.0	1.6
PCR	18.5	19.3	20.6	14.4	15.3
PSR	2.8	2.6	2.6	2.5	1.5
재무건전성 (%)					
부채비율	52.1	109.2	45.0	49.0	54.8
Net debt/Equity	n/a	7.1	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	43.0	n/a	n/a	n/a
유동비율	217.0	124.6	166.0	130.9	157.3
이자보상배율	2.1	n/a	n/a	117.4	46.5
이자비용/매출액	1.5	0.5	0.7	0.7	0.7
자산구조					
투하자본(%)	32.9	46.3	28.0	24.7	34.9
현금+투자자산(%)	67.1	53.7	72.0	75.3	65.1
자본구조					
차입금(%)	10.3	37.1	15.8	14.6	18.8
자기자본(%)	89.7	62.9	84.2	85.4	81.2

자료: 다올투자증권

마크로젠 마크로젠

박종현
의료기기 | alex.park@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

싸이토젠 (217330)

액체생검 시장 확대에 따라 주목

NOT RATED

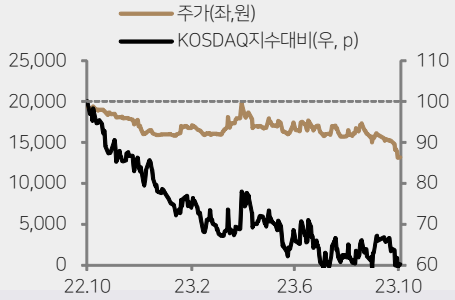
	현재	직전	변동
투자의견	NOT RATED		신규
적정주가			
Earnings			

Stock Information	
현재가 (10/24)	13,600원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	2,561억원
비중(KOSDAQ내)	0.07%
발행주식수	18,831천주
52주 최저가 / 최고가	13,130 - 19,810원
3개월 일평균거래대금	6억원
외국인 지분율	3.0%
주요주주지분율(%)	
전병희 (외 2인)	19.8
어센트바이오펀드 (외 1인)	19.5
김진욱 (외 1인)	8.1

Valuation wide	2020	2021	2022
PER(배)	n/a	n/a	n/a
PBR(배)	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA(배)	n/a	n/a	n/a
배당수익률(%)	n/a	n/a	n/a

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(12.3)	(25.5)	(29.0)	(16.0)
KOSDAQ 대비 상대수익률 (%)	(3.9)	(17.3)	(43.0)	(31.6)

Price Trend



Issue

기업 현황 업데이트

Pitch

북미 중심으로 액체생검 관련 전주기 진단 제품들이 허가받고 있는 가운데, CTC를 활용한 액체생검 기술력 주목. 9/27일 3자 배정 유증 및 CB 발행 통해 유동성 리스크 해소

Rationale

- 경쟁사 Guardant Health가 ctDNA를 활용한 액체생검 전주기 제품을 연이어 출시함에 따라 액체생검 플랫폼의 임상적 유효성 입증 중. 동사는 CTC를 활용한 액체생검 기술을 보유하고 있음
- CTC는 암조직에서 떨어져 나온 암세포로 ctDNA 대비 분리 난이도가 어렵다는 단점을 가지고 있으나, 고밀도미세다공(HDM)칩 반도체 기술과 중력을 활용하여 CTC를 온전하게 검출하는 기술 보유. 동사는 혈액 전처리 후, CTC 분리부터 배양까지 전주기 제품 확보. 또한 NIH 등을 통해 CTC 분리 기술에 대한 신뢰성 확보 중
- 동사 기술을 통한 액체생검으로 조기진단 및 맞춤형 치료제, 동반진단, 치료효과 모니터링 등 확대 가능. B2B 사업으로는 PCR/NGS를 포함한 의료기기 업체들과 협업이 가능하며 B2C로는 자체 정밀의료 CTC 진단 서비스 공급 가능
- 동사는 2018년 당시 일본 다이이찌 산쿄와 EGFR 변이 폐암 환자 대상 CTC 기반 바이오마커 분석 프로젝트 계약 체결한 바 있음. 해당 사례와 같은 추가적인 동반진단 바이오마커 등에 대한 글로벌 파트너십도 기대. 자체 사업으로는 CLIA랩 ExperTox 인수하여 CTC 기반 RUO 및 LDT 서비스 제공 기대
- 9/27일 홍콩계 PEF인 엑셀시아캐피탈코리아에게 400억원 3자 배정 유증과 300억원 CB 발행하여 자금 조달, 유동성 리스크 해소

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	1	0	1	1	0	0	1
영업이익	(3)	(3)	(3)	(4)	(7)	(13)	(11)
EBITDA	(2)	(2)	(2)	(3)	(4)	(10)	(10)
지배주주순이익	(2)	(3)	(3)	(4)	(5)	(11)	(19)
자산총계	5	6	23	20	28	56	41
자본총계	0	5	22	18	18	23	6
순차입금	(0)	(4)	(20)	(12)	(10)	(11)	16
매출증가율	73.6	(75.8)	495.3	(34.8)	(48.2)	(16.0)	117.0
영업이익률	(306.8)	(1367.6)	(213.0)	(561.8)	(1591.6)	(3697.3)	(1,511.3)
순이익률	(252.9)	(1272.7)	(212.1)	(518.3)	(1181.3)	(3125.1)	(2,467.4)
EPS증가율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	(137.0)	(100.6)	(19.4)	(20.7)	(27.0)	(52.6)	n/a

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

싸이토젠
싸이토젠

싸이토젠은,

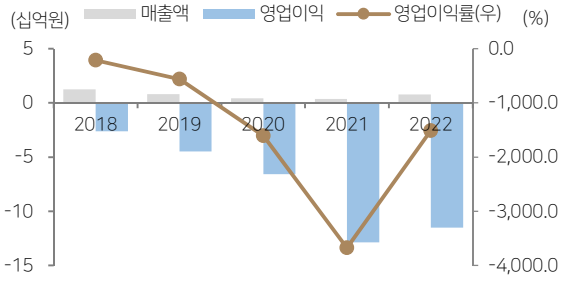
동사는 삼성전기 전략기획 고문 출신 전병희 대표가 2010년 창업. 반도체 미세공정을 적용한 CTC 검출하는 원천기술 확보

동사 경쟁사인 Guardant Health는 NGS 동반진단 제품인 Guardant360의 FDA 승인을 획득하는 등 조직 생검 대비 비열등성 입증 중. 액체 생검은 조직 생검에 비해 조기 진단 및 재활 모니터링 등에 있어 장점을 가질 수 있을 전망

다만, 후발주자로서 CTC 기반 액체생검에 대한 레퍼런스 확보는 물론 상용화까지 진행하기 위한 비용 부담은 주의

Financials

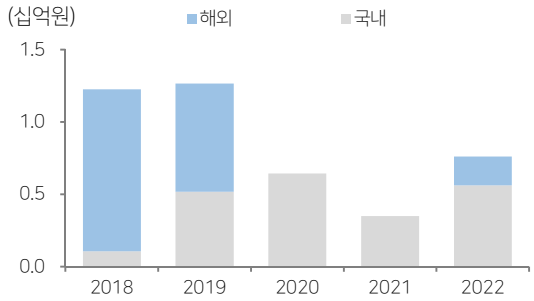
- 2022년 매출액 7.6억원, 영업적자 115억원 기록. 다만, 2022년 인수한 CLIA랩 매출 발생하고 있어 1H23 매출액은 16억원으로 1H22 1.9억원 대비 큰 폭으로 성장



Source: 다올투자증권

국가별 Breakdown

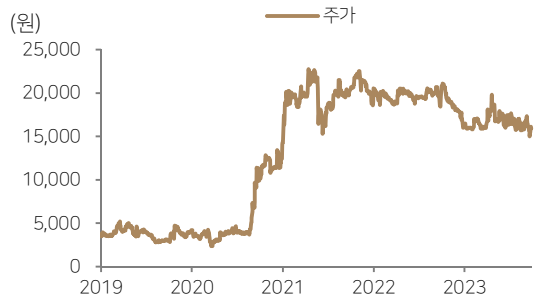
- 2018년 일본을 포함한 해외 매출 발생했으나, 2022년 기준 액체 생검 관련 매출 90% 이상 국내 발생



Source: 다올투자증권

주가

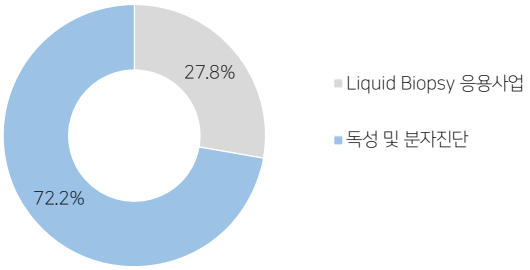
- 펜데믹 이후, 진단 업종 주가 랠리로 동반 주가 상승



Source: 다올투자증권

사업부문 Breakdown

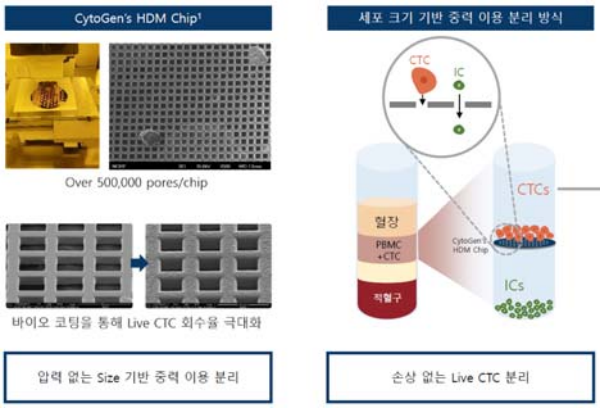
- 1H23 기준 액체 생검 관련 매출 비중 72%. 동사는 전처리 과정을 제외한 액체생검 단계별 진행에 필요한 키트와 장비를 개발하여 판매
- 28%는 2022년 인수한 CLIA랩 ExperTox 매출



Source: 다올투자증권

제품

- HDM 칩 반도체 기술 및 중력 기반 CTC 검출
- 전처리를 제외한 분리/검출/배양 전주기 제품 개발



Source: 다올투자증권

싸이토젠

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	n/a	n/a	n/a	n/a	19.4
현금성자산	n/a	n/a	n/a	n/a	16.2
매출채권	n/a	n/a	n/a	n/a	0.8
재고자산	n/a	n/a	n/a	n/a	0.1
비유동자산	n/a	n/a	n/a	n/a	21.8
투자자산	n/a	n/a	n/a	n/a	7.7
유형자산	n/a	n/a	n/a	n/a	3.1
무형자산	n/a	n/a	n/a	n/a	11.0
자산총계	n/a	n/a	n/a	n/a	41.2
유동부채	n/a	n/a	n/a	n/a	33.9
매입채무	n/a	n/a	n/a	n/a	1.7
유동성이자부채	n/a	n/a	n/a	n/a	32.1
비유동부채	n/a	n/a	n/a	n/a	1.6
비유동이자부채	n/a	n/a	n/a	n/a	0.2
부채총계	n/a	n/a	n/a	n/a	35.6
자본금	n/a	n/a	n/a	n/a	8.9
자본잉여금	n/a	n/a	n/a	n/a	50.8
이익잉여금	n/a	n/a	n/a	n/a	(52.3)
자본조정	n/a	n/a	n/a	n/a	(1.7)
자기주식	n/a	n/a	n/a	n/a	(3.2)
자본총계	n/a	n/a	n/a	n/a	5.7
투하자본	n/a	n/a	n/a	n/a	14.5
순차입금	n/a	n/a	n/a	n/a	16.1
ROA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
ROIC	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	n/a	n/a	n/a	n/a	0.8
증가율 (Y-Y,%)	n/a	n/a	n/a	n/a	117.0
영업이익	n/a	n/a	n/a	n/a	(11.5)
증가율 (Y-Y,%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	(10.2)
영업외손익	n/a	n/a	n/a	n/a	(7.2)
순이자수익	n/a	n/a	n/a	n/a	(3.4)
외화관련손익	n/a	n/a	n/a	n/a	0.2
지분법손익	n/a	n/a	n/a	n/a	0.0
세전계속사업손익	n/a	n/a	n/a	n/a	(18.7)
당기순이익	n/a	n/a	n/a	n/a	(18.8)
지배기업당기순이익	n/a	n/a	n/a	n/a	(18.8)
증가율 (Y-Y,%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
NOPLAT	n/a	n/a	n/a	n/a	(8.3)
(+) Dep	n/a	n/a	n/a	n/a	1.3
(-) 운전자본투자	n/a	n/a	n/a	n/a	1.4
(-) Capex	n/a	n/a	n/a	n/a	0.6
OpFCF	n/a	n/a	n/a	n/a	(9.1)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익률(%)	n/a	n/a	n/a	n/a	(1,511.3)
EBITDA마진(%)	n/a	n/a	n/a	n/a	(1,338.6)
순이익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	(2,467.4)

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업현금	n/a	n/a	n/a	n/a	(6.4)
당기순이익	n/a	n/a	n/a	n/a	(18.8)
자산상각비	n/a	n/a	n/a	n/a	1.3
운전자본증감	n/a	n/a	n/a	n/a	(0.4)
매출채권감소(증가)	n/a	n/a	n/a	n/a	(0.3)
재고자산감소(증가)	n/a	n/a	n/a	n/a	(0.1)
매입채무증가(감소)	n/a	n/a	n/a	n/a	0.1
투자현금	n/a	n/a	n/a	n/a	(6.7)
단기투자자산감소	n/a	n/a	n/a	n/a	3.6
장기투자증권감소	n/a	n/a	n/a	n/a	0.0
설비투자	n/a	n/a	n/a	n/a	(0.6)
유무형자산감소	n/a	n/a	n/a	n/a	(0.1)
재무현금	n/a	n/a	n/a	n/a	(1.0)
차입금증가	n/a	n/a	n/a	n/a	(0.5)
자본증가	n/a	n/a	n/a	n/a	1.1
배당금지급	n/a	n/a	n/a	n/a	0.0
현금 증감	n/a	n/a	n/a	n/a	(14.4)
총현금흐름(Gross CF)	n/a	n/a	n/a	n/a	(6.5)
(-) 운전자본증가(감소)	n/a	n/a	n/a	n/a	1.4
(-) 설비투자	n/a	n/a	n/a	n/a	0.6
(+) 자산매각	n/a	n/a	n/a	n/a	(0.1)
Free Cash Flow	n/a	n/a	n/a	n/a	(13.5)
(-) 기타투자	n/a	n/a	n/a	n/a	0.0
잉여현금	n/a	n/a	n/a	n/a	(13.5)

주요투자지표

(원, 배)	2018	2019	2020	2021	2022
Per share Data					
EPS	n/a	n/a	n/a	n/a	(1,051)
BPS	n/a	n/a	n/a	n/a	(300)
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	0
Multiples(x,%)					
PER	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PBR	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/ EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PSR	n/a	n/a	n/a	n/a	333.5
재무건전성 (%)					
부채비율	n/a	n/a	n/a	n/a	628.8
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	285.2
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	n/a	n/a	n/a	n/a	57.1
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	n/a	n/a	n/a	n/a	516.0
자산구조					
투하자본(%)	n/a	n/a	n/a	n/a	37.7
현금+투자자산(%)					62.3
자본구조					
차입금(%)	n/a	n/a	n/a	n/a	85.1
자기자본(%)	n/a	n/a	n/a	n/a	14.9

자료: 다올투자증권

싸이토젠
싸이토젠

박종현
의료기기 | alex.park@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

피플바이오 (304840)

혈액 기반 바이오마커 가능성 생기는 중

NOT RATED

	현재	직전	변동
투자의견	NOT RATED		신규
적정주가			
Earnings			

Stock Information	
현재가 (10/24)	5,230원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	1,091억원
비중(KOSDAQ내)	0.03%
발행주식수	20,863천주
52주 최저가 / 최고가	4,610 - 13,562원
3개월 일평균거래대금	11억원
외국인 지분율	1.1%
주요주주지분율(%)	
강성민 (외 8인)	20.3
자사주 (외 1인)	0.9
자사주 (외 1인)	0.9

Valuation wide	2020	2021	2022
PER(배)	n/a	n/a	n/a
PBR(배)	n/a	13.3	229.8
EV/EBITDA(배)	n/a	n/a	n/a
배당수익률(%)	n/a	0.0	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(13.1)	(41.7)	(31.7)	(56.7)
KOSDAQ 대비 상대수익률 (%)	(4.7)	(33.5)	(45.7)	(72.2)

Price Trend



Issue

기업 현황 업데이트

Pitch

알츠하이머 보조 진단 키트 알츠온 검사 채널 확대 중. 2021년 신의료기술 인증 후 판매 채널 확대되고 있음. 2022년 알츠하이머 협회의 혈액 기반 키트 활용 권고, 2023년 알츠하이머 치료제 출시에 따라 PET-CT 및 CSF 검사의 대안적 활용 가능성 존재

Rationale

- 2021.12월 신의료기술 인증받은 알츠하이머 보조 진단 키트 알츠온 판매 채널 확대 중. 2023.08월 기준 약 500개 병원을 확보했으며 2023년말까지 600여개 이상 확보 기대. 또한, 송파구청 등 지자체 시범 사업에 지정, 2023E 중 1-2개 추가 시범 사업 지정 목표. 신의료 평가 완료에 따른 2025E 급여화 목표. 1H23 매출액 21억원 기록하여, 2023E 매출액 40억원 달성 기대. 해외 사업 확대도 진행 중. 1H24E 캐나다, 2025E 일본 후생성 승인 예정. 혈중 알파 시누클레인 올리고머 측정하는 파킨슨병 보조 진단 키트 개발 중으로 2025E 상업화 목표. 2023.07월 326억원 규모의 주주배정 유상증자 진행. 151억원은 운영자금 소요, 채무상환 자금 175억원 소요. 11월 유무상증자 완료 예정
- 2022년에 들어 알츠하이머 협회는 혈액 기반 바이오마커에 대한 적절한 활용을 권고하기 시작. 2023년 알츠하이머 치료제 개발에 따라 혈액 기반 진단 키트 개발 이어지는 중. AAIC2023 학회에서 C2N Diagnostics가 차세대 PrecivityAD2 테스트(p-tau217/np-tau217 비율, Ab42/40 비율 측정)에서 FDA 승인받은 두 CSF와 유사한 결과를 발표함으로써 혈액 기반 알츠하이머 진단 보조 키트에 대한 가능성 확인. Quanterix의 LucentAD(p-tau 181) 테스트 2023.06월 LDT승인. Quest 또한 2023.07월 DTC용 아밀로이드베타 진단 키트 출시(FDA 미승인)

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	n/a	0	0	1	1	1	4
영업이익	n/a	(2)	(4)	(4)	(5)	(7)	(12)
EBITDA	n/a	(4)	(4)	(4)	(4)	(7)	(10)
지배주주순이익	n/a	(4)	(4)	(4)	(4)	(5)	(14)
자산총계	n/a	2	7	4	11	51	42
자본총계	n/a	2	5	3	9	19	6
순차입금	n/a	(2)	(6)	(3)	(9)	(9)	14
매출증가율	n/a	0.0	0.0	1645.1	(43.3)	14.0	670.2
영업이익률	n/a	0.0	(7347.1)	(453.8)	(896.8)	(1,253.8)	(263.2)
순이익률	n/a	0.0	(6912.8)	(447.0)	(863.1)	(813.9)	(321.8)
EPS증가율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	적지
ROE	n/a	0.0	(99.6)	(98.6)	(76.0)	n/a	(142.9)

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

피플바이오

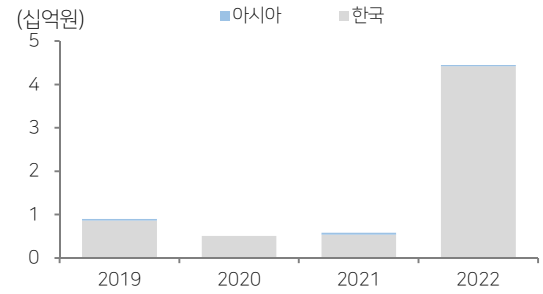
피플바이오는,

2002년에 설립된 피플바이오는 알츠하이머로 대표되는 변형 단백질 관련 질환 진단 가능한 MDS(Multimer Detection System) 기술을 보유한 진단 키트 개발, 제조 기업

대표 제품은 2018년 국내 품목 허가를 획득한 알츠하이머 진단 키트인 inBlood OAb Test. 혈액에서 아밀로이드베타 올리고머화를 측정. 알츠하이머병 환자의 혈장 검체를 이용하여 알츠하이머병 진단에 도움을 주는 체외진단의료기기

국가별 매출 추이

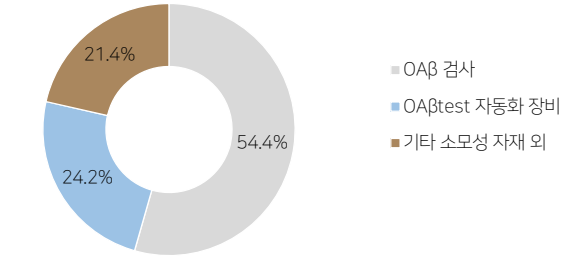
- 2022년 국내 매출 비중이 99%를 차지하나,
- 2024년과 2025년 각각 캐나다 및 일본 출시 예정



Source: 다올투자증권

사업부문 Breakdown

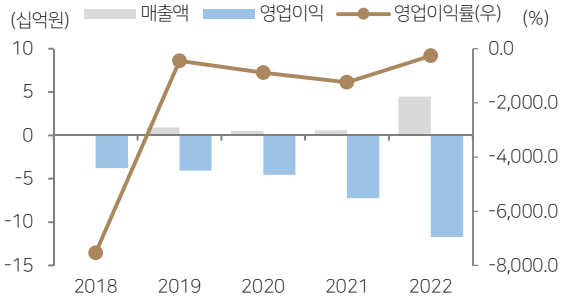
- 1H23 매출액 올리고머화 베타 아밀로이드 검사 매출 비중이 54%를 차지



Source: 다올투자증권

Financials

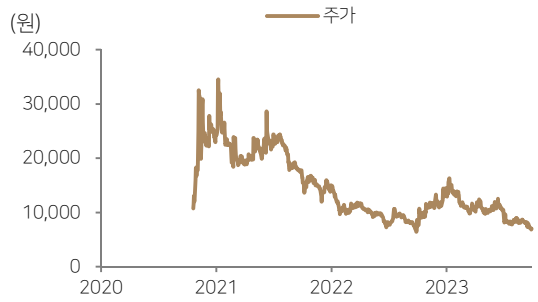
- 2022년 매출액 40억원 발생하였으며,
- 연 판관비 130억원 수준 지출. 2022년 광고선전비 29억원 지출



Source: 다올투자증권

주가

- 2020.10월 코스닥 상장
- 2022년 아두카누맙 출시에 따라 알츠하이머 관련주로 주목받으며 주가 상승



Source: 다올투자증권

사업부문 Breakdown

- 2018.04월 식약처 품목허가 받은 알츠하이머병 혈액검사 키트는 2021.12월 신의료기술 인정
- 2022.11월 알츠온 브랜드 런칭



Source: 다올투자증권

피플바이오

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	n/a	n/a	n/a	40.1	29.3
현금성자산	n/a	n/a	n/a	39.2	19.0
매출채권	n/a	n/a	n/a	0.1	1.7
재고자산	n/a	n/a	n/a	0.3	0.5
비유동자산	n/a	n/a	n/a	11.2	13.0
투자자산	n/a	n/a	n/a	6.3	7.5
유형자산	n/a	n/a	n/a	1.3	2.1
무형자산	n/a	n/a	n/a	3.6	3.3
자산총계	n/a	n/a	n/a	51.3	42.3
유동부채	n/a	n/a	n/a	29.3	32.8
매입채무	n/a	n/a	n/a	0.3	0.8
유동성이자부채	n/a	n/a	n/a	29.0	32.0
비유동부채	n/a	n/a	n/a	3.1	3.6
비유동이자부채	n/a	n/a	n/a	1.0	1.4
부채총계	n/a	n/a	n/a	32.3	36.4
자본금	n/a	n/a	n/a	5.9	6.2
자본잉여금	n/a	n/a	n/a	46.6	49.4
이익잉여금	n/a	n/a	n/a	(37.2)	(51.5)
자본조정	n/a	n/a	n/a	1.6	(0.0)
자기주식	n/a	n/a	n/a	0.0	0.0
자본총계	n/a	n/a	n/a	19.0	5.9
투하자본	n/a	n/a	n/a	4.9	14.7
순차입금	n/a	n/a	n/a	(9.1)	14.4
ROA	n/a	n/a	n/a	na	(32.0)
ROE	n/a	n/a	n/a	na	(142.9)
ROIC	n/a	n/a	n/a	na	(86.5)

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	n/a	n/a	n/a	0.6	4.4
증가율 (Y-Y,%)	n/a	n/a	n/a	14.0	670.2
영업이익	n/a	n/a	n/a	(7.2)	(11.7)
증가율 (Y-Y,%)	n/a	n/a	n/a	n/a	적지
EBITDA	n/a	n/a	n/a	(6.5)	(10.4)
영업외손익	n/a	n/a	n/a	2.3	(3.3)
순이자수익	n/a	n/a	n/a	(1.0)	(2.4)
외화관련손익	n/a	n/a	n/a	(0.0)	0.0
지분법손익	n/a	n/a	n/a	(0.4)	(0.8)
세전계속사업손익	n/a	n/a	n/a	(4.9)	(15.0)
당기순이익	n/a	n/a	n/a	(4.9)	(15.0)
지배기업당기순이익	n/a	n/a	n/a	(4.7)	(14.3)
증가율 (Y-Y,%)	n/a	n/a	n/a	n/a	적지
NOPLAT	n/a	n/a	n/a	(5.2)	(8.5)
(+) Dep	n/a	n/a	n/a	0.7	1.3
(-) 운전자본투자	n/a	n/a	n/a	0.7	8.8
(-) Capex	n/a	n/a	n/a	1.4	1.3
OpFCF	n/a	n/a	n/a	(6.6)	(17.3)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익률(%)	n/a	n/a	n/a	(1,253.8)	(263.2)
EBITDA마진(%)	n/a	n/a	n/a	(1,126.6)	(234.3)
순이익률 (%)	n/a	n/a	n/a	(813.9)	(321.8)

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업현금	n/a	n/a	n/a	(6.8)	(14.0)
당기순이익	n/a	n/a	n/a	(4.9)	(15.0)
자산상각비	n/a	n/a	n/a	0.7	1.3
운전자본증감	n/a	n/a	n/a	(0.8)	(4.1)
매출채권감소(증가)	n/a	n/a	n/a	0.2	(1.6)
재고자산감소(증가)	n/a	n/a	n/a	(0.2)	(0.2)
매입채무증가(감소)	n/a	n/a	n/a	(0.2)	0.3
투자현금	n/a	n/a	n/a	(4.0)	(11.5)
단기투자자산감소	n/a	n/a	n/a	0.6	(8.9)
장기투자증권감소	n/a	n/a	n/a	(3.0)	(1.4)
설비투자	n/a	n/a	n/a	(1.4)	(1.3)
유무형자산감소	n/a	n/a	n/a	(0.0)	(0.0)
재무현금	n/a	n/a	n/a	43.4	0.4
차입금증가	n/a	n/a	n/a	29.7	(0.7)
자본증가	n/a	n/a	n/a	13.0	1.0
배당금지급	n/a	n/a	n/a	0.0	0.0
현금 증감	n/a	n/a	n/a	32.6	(25.2)
총현금흐름(Gross CF)	n/a	n/a	n/a	(6.0)	(10.1)
(-) 운전자본증가(감소)	n/a	n/a	n/a	0.7	8.8
(-) 설비투자	n/a	n/a	n/a	1.4	1.3
(+) 자산매각	n/a	n/a	n/a	(0.0)	(0.0)
Free Cash Flow	n/a	n/a	n/a	(10.8)	(25.7)
(-) 기타투자	n/a	n/a	n/a	3.0	1.4
잉여현금	n/a	n/a	n/a	(13.8)	(27.1)

주요투자지표

(원, 배)	2018	2019	2020	2021	2022
Per share Data					
EPS	n/a	n/a	n/a	(358)	(1,037)
BPS	n/a	n/a	n/a	1,126	63
DPS	n/a	n/a	n/a	0	0
Multiples(x,%)					
PER	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PBR	n/a	n/a	n/a	13.3	229.8
EV/ EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
배당수익율	n/a	n/a	n/a	0.0	0.0
PCR	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PSR	n/a	n/a	n/a	356.2	46.9
재무건전성 (%)					
부채비율	n/a	n/a	n/a	170.0	614.3
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	243.2
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	n/a	n/a	n/a	137.2	89.4
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	n/a	n/a	n/a	196.5	67.0
자산구조					
투하자본(%)	n/a	n/a	n/a	9.7	35.8
현금+투자자산(%)				90.3	64.2
자본구조					
차입금(%)	n/a	n/a	n/a	61.2	84.9
자기자본(%)	n/a	n/a	n/a	38.8	15.1

자료: 다올투자증권

피플바이오
피플바이오

박종현
의료기기 | alex.park@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

소마젠 (950200)

분석 서비스 매출 하반기 회복

Issue

기업 현황 업데이트

Pitch

동사는 B2B 유전체 분석 서비스를 영위하고 있음. CES/NGS 중심 매출 확대되었으며 싱글셀/프로테오믹스 등 신규 서비스 런칭. 기업향 CES, 국책 과제 NGS 매출 확대에 따라 2024E 영업 이익 흑자 전환 달성 기대

Rationale

- 1H23 매출액 163억원(YoY -15%), 영업적자 10억원(YoY 적자지속) 기록. 주요 고객처였던 Variantyx와 Admera Health의 주문 감소로 NGS 매출액 감소 원인(8.5백만달러, YoY -33%). 전년 대비 영업적자폭 축소된 원인은 DTC 사업 관련 구조조정으로 인력 감축에 따른 인건비 절감
- 유전체 분석 서비스의 영업 레버리지는 도입 장비의 가동률 확대에 달려 있음. 1H23기준 NGS와 CES 가동률은 각각 32%와 42%. 프로젝트 수주 증가에 따른 매출 증가가 관건. 2H23E 기대되는 수주는 1) **기업향 CES**. 2023.07월부터 1년간 모더나와 85억원 공급계약 체결(2020년 기준 15억원)하였으며, 추가적인 글로벌 제약사 대상 수주 확보. 2) **NGS는 대형 국책 과제** 위주로 회복 기대하며, 미국 국립보건원 프로젝트 TOPMed 2.0 입찰 개시 예정. 3) 2020년 출시한 싱글셀/단백질체 서비스 또한 점진적으로 수주 증가하고 있음. 글로벌 제약사 대응 목적으로 싱글셀 분석 장비 추가 도입 예정
- 2023E 매출액 362억원(YoY -17%), 영업적자 7억원(YoY 적자지속) 전망. 모더나향 매출은 4Q23E부터 본격화 예정. 2024E는 기업향 CES, 국책 과제 NGS 중심 매출 성장 전망. 다만, 동사 Variantyx/Admera Health 사례와 같이 주요 매출처 주문 감소로 인한 실적 감소 리스크 있음. 기업/국책 과제/연구기관 등 매출 다변화 필요. 동사 연간 판관비 약 100억원 소요되고 있어 2024E 매출 성장으로 영업이익 흑자 전환 기대

NOT RATED

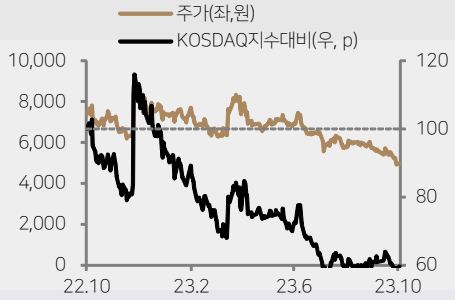
	현재	직전	변동
투자의견	NOT RATED		신규
적정주가			
Earnings			

Stock Information	
현재가 (10/24)	4,985원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	958억원
비중(KOSDAQ내)	0.03%
발행주식수	19,226천주
52주 최저가 / 최고가	4,920 - 9,090원
3개월 일평균거래대금	2억원
외국인 지분율	0.0%
주요주주지분율(%)	
마크로젠 (외 9인)	56.3
강경미 (외 1인)	0.3
이지원 (외 1인)	0.2

Valuation wide	2020	2021	2022
PER(배)	n/a	n/a	n/a
PBR(배)	11.8	7.0	5.7
EV/EBITDA(배)	n/a	n/a	58.7
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(12.8)	(37.0)	(34.8)	(35.8)
KOSDAQ 대비 상대수익률 (%)	(4.4)	(28.8)	(48.7)	(51.3)

Price Trend



Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	n/a	n/a	21	20	19	29	43
영업이익	n/a	n/a	(3)	(5)	(10)	(8)	(1)
EBITDA	n/a	n/a	0	(1)	(7)	(4)	2
당기순이익	n/a	n/a	(3)	(23)	(22)	(7)	(1)
자산총계	n/a	n/a	21	28	51	50	49
자본총계	n/a	n/a	(3)	(19)	37	34	36
순차입금	n/a	n/a	14	39	(20)	(12)	(10)
매출증가율	n/a	n/a	n/a	(3.8)	(5.4)	50.4	51.7
영업이익률	n/a	n/a	(14.6)	(24.2)	(54.1)	(27.0)	(3.4)
순이익률	n/a	n/a	(12.4)	(114.8)	(113.6)	(24.7)	(2.4)
EPS증가율	n/a	n/a	n/a	적지	적지	적지	적지
ROE	n/a	n/a	n/a	206.6	n/a	(19.8)	(3.0)

Note: K-IFRS 별도 기준 / Source: 다올투자증권

소마젠

소마젠은,

동사는 2004년 미국에서 설립되어 2020.07월 외국 기업 기술평가 특례 상장으로 코스닥 시장 상장. 2005년 CES 서비스를 시작한데 이어 2011년 NGS 분석 서비스 개시. 2014년 CLIA 인증

주요 핵심 서비스는 CES, NGS, 싱글셀, 프로테오믹스 분석 등. 국가 기관, 대학병원, 일반 기업을 대상으로 B2B 분석 서비스를 제공

동사 경쟁력은 타 유전체 분석 서비스 기관 대비 낮은 가격과 서비스 대응으로 좋은 고객 레퍼런스를 확보하였으며, 추가적인 입찰과 수주를 통해 매출 확대가 이어지고 있음

기업 비전

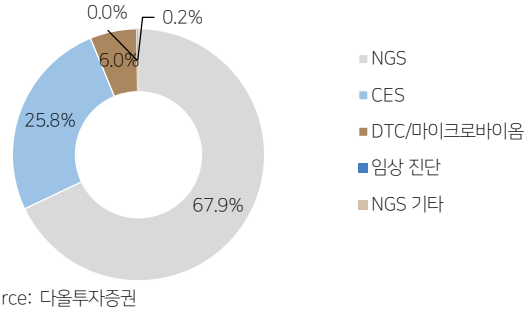
- 핵심사업이었던 CES/NGS에서 싱글셀/프로테오믹스 서비스 확장 중



Source: 다올투자증권

사업부문 Breakdown

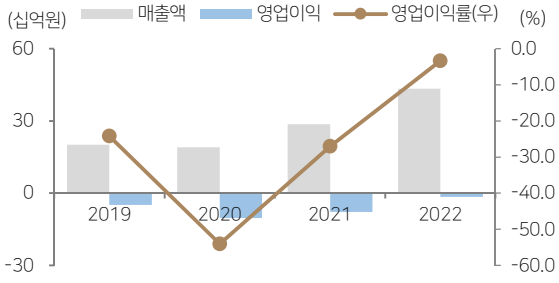
- NGS 서비스 비중이 68%를 차지하고 있으며, CES는 모더나향 매출 확대 등으로 26%로 비중 확대됨



Source: 다올투자증권

Financials

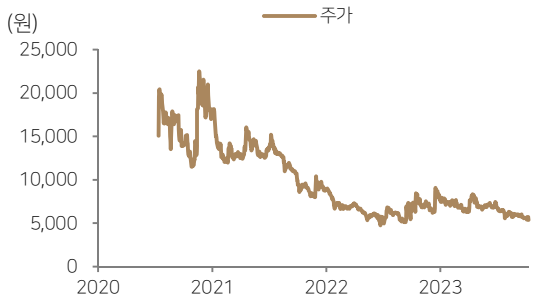
- 2022년 매출액 434억원(YoY +52%), 영업적자 15억원(YoY 적자 유지) 기록



Source: 다올투자증권

주가

- 2020년 외국 기업 기술 평가 특례 상장으로 상장



Source: 다올투자증권

주요 고객사

- 2023.07월 모더나와 85억원 공급계약 체결



Source: 다올투자증권

소마젠

재무제표 (K-IFRS 별도)

대차대조표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	11.8	11.0	34.2	29.4	28.3
현금성자산	5.8	1.3	27.9	19.6	14.9
매출채권	3.9	7.5	3.9	6.5	8.7
재고자산	1.6	1.6	1.8	2.5	4.1
비유동자산	9.3	17.3	16.4	20.2	20.9
투자자산	0.8	0.4	5.1	7.5	7.2
유형자산	8.5	8.7	3.0	3.0	4.1
무형자산	0.1	8.2	8.3	9.7	9.5
자산총계	21.1	28.3	50.6	49.5	49.2
유동부채	7.7	43.8	9.5	10.7	9.7
매입채무	3.4	5.8	3.6	4.8	4.4
유동성이자부채	3.4	36.5	4.0	3.2	1.3
비유동부채	16.9	3.4	3.8	4.7	3.8
비유동이자부채	16.4	3.4	3.8	4.7	3.8
부채총계	24.6	47.2	13.4	15.4	13.5
자본금	1.2	1.4	2.1	2.3	2.4
자본잉여금	3.8	11.1	84.4	92.8	99.5
이익잉여금	(8.6)	(31.8)	(49.8)	(61.6)	(66.8)
자본조정	0.1	0.4	0.6	0.7	0.6
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	(3.4)	(18.9)	37.2	34.1	35.7
투하자본	9.9	19.4	16.3	20.8	24.2
순차입금	14.0	38.6	(20.0)	(11.7)	(9.7)
ROA	na	(93.4)	(54.7)	(14.1)	(2.1)
ROE	na	206.6	na	(19.8)	(3.0)
ROIC	na	(24.0)	(41.8)	(30.2)	(4.7)

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	20.9	20.1	19.0	28.6	43.4
증가율 (Y-Y,%)	9.8	(3.8)	(5.4)	50.4	51.7
영업이익	(3.0)	(4.9)	(10.3)	(7.7)	(1.5)
증가율 (Y-Y,%)	적지	적지	적지	적지	적지
EBITDA	0.2	(1.1)	(6.5)	(4.3)	2.4
영업외손익	0.5	(18.2)	(11.3)	0.7	0.4
순이자수익	(1.9)	(2.1)	(1.1)	(0.2)	(0.1)
외화관련손익	0.5	0.5	0.3	(0.0)	0.0
지분법손익	0.0	0.3	0.4	0.9	0.2
세전계속사업손익	(2.6)	(23.1)	(21.6)	(7.1)	(1.0)
당기순이익	(2.6)	(23.1)	(21.6)	(7.1)	(1.0)
증가율 (Y-Y,%)	적지	적지	적지	적지	적지
NOPLAT	(2.2)	(3.5)	(7.4)	(5.6)	(1.1)
(+) Dep	3.2	3.8	3.7	3.4	3.8
(-) 운전자본투자	1.7	0.8	(1.7)	1.5	2.9
(-) Capex	0.2	1.4	0.5	0.9	2.7
OpFCF	(0.8)	(1.8)	(2.6)	(4.6)	(2.8)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	11.1	29.3
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출총이익률(%)	11.5	11.1	(0.3)	20.5	27.8
영업이익률(%)	(14.6)	(24.2)	(54.1)	(27.0)	(3.4)
EBITDA마진(%)	1.0	(5.3)	(34.3)	(15.1)	5.5
순이익률 (%)	(12.4)	(114.8)	(113.6)	(24.7)	(2.4)

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업현금	3.5	(1.7)	(4.6)	(5.6)	(0.3)
당기순이익	(2.6)	(23.1)	(21.6)	(7.1)	(1.0)
자산상각비	3.2	3.8	3.7	3.4	3.8
운전자본증감	3.0	(0.8)	1.4	(1.8)	(3.0)
매출채권감소(증가)	3.3	(3.6)	3.0	(2.4)	(2.2)
재고자산감소(증가)	1.3	(0.0)	(0.4)	(0.6)	(1.5)
매입채무증가(감소)	(1.8)	1.0	(0.8)	0.6	0.6
투자현금	(0.7)	(9.5)	(1.8)	(2.7)	(3.0)
단기투자자산감소	(0.6)	0.0	0.0	0.0	0.7
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(0.2)	(1.4)	(0.5)	(0.9)	(2.7)
유무형자산감소	0.0	(8.1)	(1.2)	(1.9)	(0.9)
재무현금	(1.4)	6.5	33.0	(2.4)	(2.8)
차입금증가	(1.4)	6.5	(8.6)	(3.1)	(3.1)
자본증가	0.0	0.0	43.9	0.7	0.3
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	1.4	(4.7)	26.6	(10.8)	(6.1)
총현금흐름(Gross CF)	1.0	(0.7)	(7.0)	(3.3)	3.1
(-) 운전자본증가(감소)	1.7	0.8	(1.7)	1.5	2.9
(-) 설비투자	0.2	1.4	0.5	0.9	2.7
(+) 자산매각	0.0	(8.1)	(1.2)	(1.9)	(0.9)
Free Cash Flow	3.3	(11.0)	(7.5)	(7.8)	(2.9)
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
잉여현금	3.3	(11.0)	(7.5)	(7.8)	(2.9)

주요투자지표

(원, 배)	2018	2019	2020	2021	2022
Per share Data					
EPS	(249)	(1,853)	(1,140)	(369)	(55)
BPS	(3,366)	(2,172)	1,530	1,277	1,362
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PBR	n/a	n/a	11.8	7.0	5.7
EV/ EBITDA	67.6	n/a	n/a	n/a	58.7
배당수익율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	n/a	n/a	n/a	n/a	48.7
PSR	n/a	n/a	18.0	5.9	3.4
재무건전성 (%)					
부채비율	(714.8)	(249.7)	35.9	45.1	37.9
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	6,760.4	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	153.5	25.1	358.0	273.7	292.6
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	9.1	10.5	6.2	1.0	0.6
자산구조					
투하자본(%)	60.2	91.9	33.0	43.5	52.3
현금+투자자산(%)	39.8	8.1	67.0	56.5	47.7
자본구조					
차입금(%)	121.0	189.9	17.4	18.8	12.7
자기자본(%)	(21.0)	(89.9)	82.6	81.2	87.3

자료: 다올투자증권

소마젠 소마젠

이 페이지는 편집상 공백입니다

수출 주도 헬스케어

개별 기업 수 (개)	4
합산 시가총액 (십억원)	1,225
2022년 합산 매출액 (십억원)	538
대표 기업	#제이브이엠, #인바디, #휴비츠, #인터로조
대표 제품	콘택트렌즈, 조제 자동화 기기, 안과용 의료기기, 체성분 분석기
투자 포인트	#신제품, #신사업

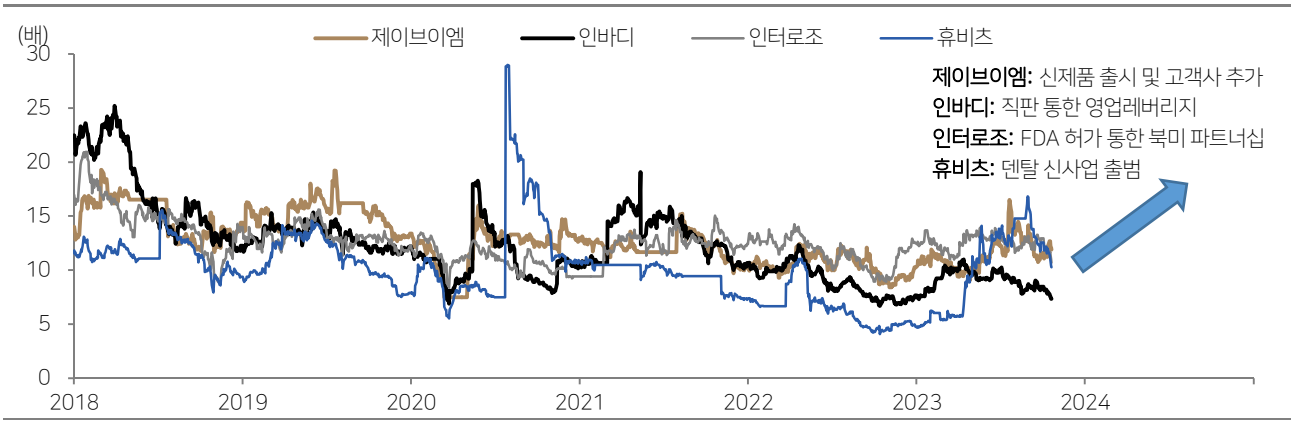
IV-7. 수출 주도 헬스케어 : 꾸준함 더하기 새로움

Fig. 143: 수출 주도 헬스케어 요약

(십억원)		휴비츠	제이브이엠	인바디
시가총액		179.4	352.4	301.7
매출액	2022	109.4	142.0	160.0
	2023E	127.7	164.6	176.3
영업이익	2022	19.0	22.0	40.7
	2023E	19.8	32.2	40.5
PER	2023E	10.3	11.9	11.3
주요 제품		안과용 진단기 안경원용 장비	조제 자동화 장비 관리 자동화 장비	체성분 분석기 체수분 분석기
투자포인트		신규 OCT 매출 확배 바이오메트리 신규 출시 2024E 구강스캐너 출시	유럽 법인 흑자 따른 이익 개선 신규 고객사 확보 MENITH 신제품 출시	미국 중심 해외매출 성장 직판체제 전환 후 이익개선 기대

Source: 다올투자증권

Fig. 144: 수출 주도 헬스케어 12M Fwd 컨센서스 PER 추이



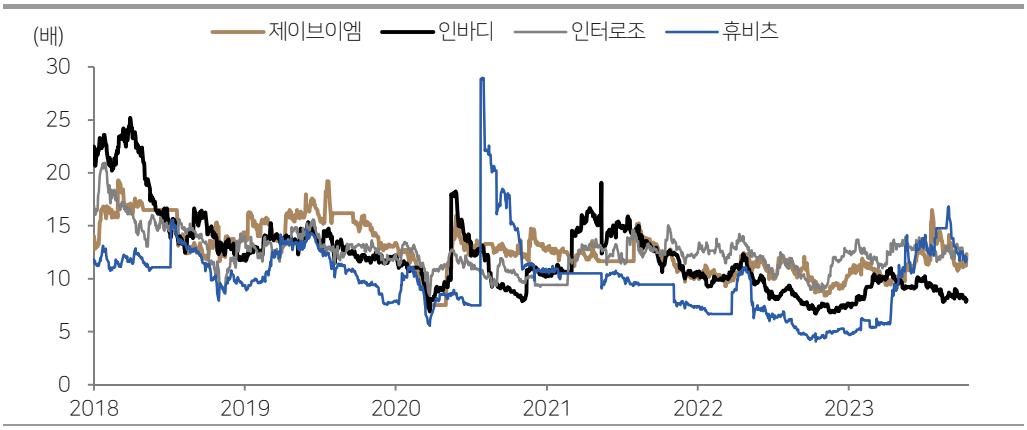
Source: Quantiwise, 다올투자증권

수출 주도 헬스케어 대표 업체인 인터로조와 제이브이엠, 인바디, 휴비츠는 안정적인 실적 성장을 기반으로 12M Fwd PER 10배 초반의 밸류에이션으로 평가받고 있다. 해당 업체들의 대표 제품과 함께 헬스케어 시장의 구조적인 성장과 함께 주목 받고 있다.

제이브이엠과 **인바디**는 시장의 구조적 성장이 기대된다. 원격 의료 및 비대면 의약품 배송 서비스가 확대되고 있는 가운데, 의료 접근성 확대 및 환자들의 복약 순응도 증가를 위해 조제 자동화에 대한 수요가 높아지고 있다. 따라서 제이브이엠은 조제 자동화 사업의 구조적 성장에 발 맞추어 실적이 개선되고 있으며, 글로벌 판매가 확대되고 있다. 인바디는 인구 고령화 및 웰니스에 대한 관심 증가에 따라 체성분 분석기에 대한 수요가 증가하여 구조적 성장이 이루어지고 있다. 동사는 과거 대리점 판매 방식에서 직접 판매 방식으로 사업 체제를 전환하고 있어 일시적 이익률 하락을 겪고 있으나 중장기적으로 견조한 판매 체계를 확보할 전망이다.

인터로조와 **휴비츠**는 신규 지역 확대 및 신사업 확대를 주목한다. 인터로조는 실리콘 하이드로겔 원료 내재화와 신규 설비인 3공장 증축을 통해 매출 확대가 이루어지고 있으며, 2023E 실리콘 하이드로겔 콘택트 렌즈에 대한 FDA 인허가와 함께 2024E 북미 매출 확대가 기대된다. 휴비츠의 경우, 기존 안과 관련 매출이 견조하게 성장하는 가운데, 광학 기술을 기반하여 덴탈 신사업을 출범했다. 2024E 국내 구강 스캐너 출시를 예정하고 있다. 양사 모두 신사업 및 신규 지역 진출을 통한 매출 확대에 따라 저평가 해소 기대된다. 4개사의 컨센서스 12M Fwd PER은 제이브이엠 12.3배, 인바디 8.0배, 인터로조 11.9배, 휴비츠 11.8배다.

Fig. 145: 12M Fwd 컨센서스 PER 추이



Source: Quantiwise, 다올투자증권

박종현
의료기기 | alex.park@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

휴비츠 (065510)

광학 강자 덴탈 신사업 진출

NOT RATED

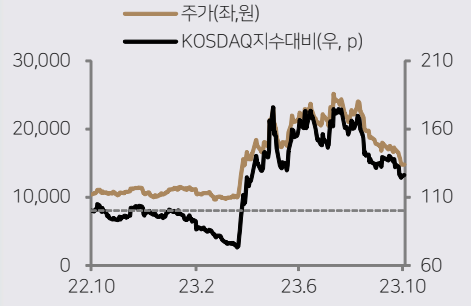
	현재	직전	변동
투자의견	NOT RATED		신규
적정주가			
Earnings			

Stock Information	
현재가(10/24)	15,000원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	1,820억원
비중(KOSDAQ내)	0.05%
발행주식수	12,136천주
52주 최저가/최고가	9,640 - 25,150원
3개월 일평균거래대금	42억원
외국인 지분율	4.4%
주요주주지분율(%)	
김현수 (외 5인)	26.1
자사주 (외 1인)	10.6
KB자산운용 (외 1인)	8.0

Valuation wide	2020	2021	2022
PER(배)	n/a	11.8	7.1
PBR(배)	1.3	1.3	1.3
EV/EBITDA(배)	10.4	9.2	6.7
배당수익률(%)	1.3	2.2	2.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(15.3)	(3.3)	42.9	46.3
KOSDAQ 대비 상대수익률 (%)	(6.9)	4.9	28.9	30.8

Price Trend



Issue
기업 현황 업데이트

Pitch
동사는 광학 기술 기반한 안과용/안경원용 장비 판매 업체. 본업은 OCT/바이오메트리 등 신제품 출시에 따른 믹스 개선되고 있으며, 구강 스캐너 출시 하여 덴탈 장비 제조업 확대. 동사 컨센서스 PER은 Historical Valuation에 근접하여 신사업 가치 미반영. 덴탈 신사업 구체화 주목

Rationale
- **본업:** OCT 출시에 따른 안과용 매출 비중 상승. 2018년 출시 후, 10%였던 안과용 장비는 1H23 36%로 확대. OCT ASP 타 사업부 대비 높아 믹스 개선에 따른 영업이익률 개선 이어지고 있음. 2H23E 백내장 진단기기 바이오메트리 출시 예정. 2024E 유럽 CE 인증 후, 본격적인 매출 기여하여 제2의 OCT와 같은 믹스 개선 기대됨. 2007년 설립된 상해 휴비츠는 중저가 안경 장비 제조. 펜데믹 이후 적자 지속되었으나, 구조조정 통한 2024E 흑자 전환 기대. 2023E 매출액 1,250억원(YoY +14%), 영업이익 200억원(YoY +5%) 전망하며, 상해 법인 흑전되는 2024E부터는 추가적인 이익률 개선 가능. 1H23 대비 성장률 둔화는 중국/유럽 발주 감소. 신제품 출시 등을 통해 매출 성장세 회복 전망
- **신규 사업**: 동사 신사업은 디지털 덴티스트리. 동사는 3D 프린터/ 밀링 머신 출시했으며, **2024E 동사 핵심 기준인 광학 기술 기반한 구강 스캐너 출시 예정.** 당초 예정이던 2023.10월 대비 일정 지연됨. 덴탈 장비 판매 체제는 직판/ 대리점 체제/ 임플란트 제조사 파트너십으로 구분됨. 동사 관계사 오스비스는 임플란트 제조&판매를 영위하고 있어 오스비스 통한 판매 주목해야함
- 동사 컨센서스 PER은 2010년 이후 Historical Valuation 평균인 12.1배에 근접. 디지털 덴티스트리 신사업 가치 미반영

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	67	70	79	88	70	95	109
영업이익	12	9	8	12	7	10	19
EBITDA	17	14	14	17	12	15	23
지배주주순이익	11	3	7	8	(3)	9	17
자산총계	140	141	142	152	155	153	177
자본총계	83	84	90	94	85	95	109
순차입금	35	37	32	34	38	27	35
매출증가율	(23.9)	5.2	12.5	11.6	(20.3)	35.6	15.2
영업이익률	18.6	12.9	10.6	13.3	9.8	10.2	17.4
순이익률	16.5	4.4	9.6	9.5	(4.3)	9.6	15.2
EPS증가율	40.6	(71.9)	128.0	11.1	적전	흑전	89.8
ROE	15.6	4.4	9.3	9.7	(3.6)	10.9	17.4

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

휴비츠

휴비츠는,

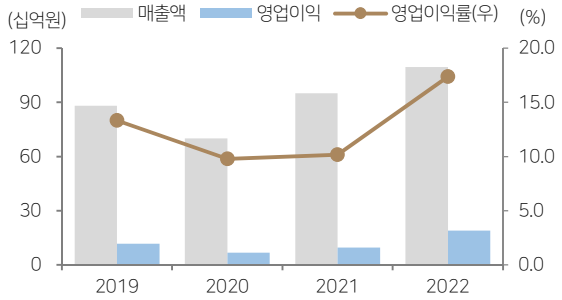
동사는 1999년 설립되어 광전자 의료 계측기기 제조 및 판매를 주요 사업으로 영위. 2003년 코스닥 시장 상장. 동사는 국내 최초 자동 검안용 굴절력 측정기 등 출시하였으며 핵심 기술은 광학/SW/전자 기술

안과용 제품은 안압계, 세극등 현미경, OCT장비로 3가지 장비. 안과용 진단기기 외 제품은 안경원용 제품으로 검안기기/렌즈 가공기 판매 중이며 매출 비중 65%

동사는 핵심 기술 광학 기술 기반으로 덴탈 신사업 진출. 3D프린터 출시했으며 2024E 중 밀링 머신/ 구강스캐너 출시 예정

Financials

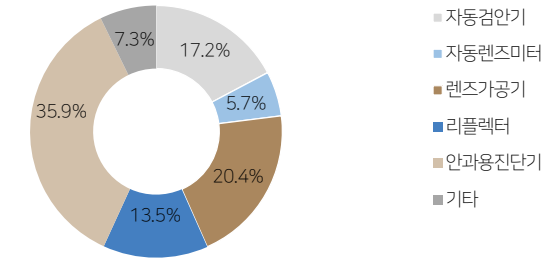
- 2022년 매출액 1,090억원(YoY +15%), 영업이익 190억원(YoY +96%) 달성
- OCT 등 포함한 제품 믹스 개선에 따라 OPM 개선 중



Source: 다올투자증권

사업부문 Breakdown

- 동사 사업부는 안경원용 진단기기, 안과용 진단기기로 구분
- 안과용 진단기기는 2018년 OCT 출시 후, 2022년 매출액 160억원, 1H23 107억원 달성. 해당 장비는 개인 병원 타겟



Source: 다올투자증권

주가

- 동사 Historical PER은 10배 이하였으나,
- 메디트 MBK 인수 후, 디지털 덴티스트리 신사업 가치 주목받아 주가 상승



Source: 다올투자증권

제품사진

- 동사 신사업인 디지털 덴티스트리 제품군 라인업
- 3D 프린터, 구강스캐너, 밀링머신으로 3가지 제품



Source: 오스비스, 다올투자증권

휴비츠

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	47.2	53.3	62.4	53.7	70.4
현금성자산	4.8	5.5	13.7	9.0	9.3
매출채권	19.4	19.9	14.2	14.2	19.9
재고자산	20.1	22.9	23.1	26.7	35.9
비유동자산	94.5	98.6	93.1	99.7	106.8
투자자산	17.8	18.3	14.4	21.2	17.1
유형자산	63.4	66.7	70.2	70.8	77.2
무형자산	13.3	13.6	8.5	7.7	12.5
자산총계	141.7	151.9	155.5	153.4	177.2
유동부채	25.5	34.5	51.1	42.6	55.3
매입채무	6.0	7.2	6.7	8.8	11.1
유동성이자부채	19.0	26.7	43.9	33.2	43.3
비유동부채	26.4	23.0	19.7	15.8	12.5
비유동이자부채	17.6	12.4	7.8	3.3	1.2
부채총계	51.9	57.5	70.8	58.4	67.8
자본금	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9
자본잉여금	12.9	13.1	13.4	13.5	13.8
이익잉여금	68.8	74.4	69.7	77.6	92.7
자본조정	(3.7)	(5.5)	(10.6)	(9.1)	(9.5)
자기주식	(4.0)	(6.0)	(10.9)	(10.9)	(10.9)
자본총계	89.8	94.4	84.7	95.0	109.4
투하자본	121.5	128.0	122.3	122.1	144.3
순차입금	31.7	33.6	37.9	27.4	35.2
ROA	5.3	5.7	(2.0)	5.9	10.1
ROE	9.3	9.7	(3.6)	10.9	17.4
ROIC	5.2	9.4	4.0	5.7	13.0

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	78.9	88.0	70.1	95.0	109.4
증가율 (Y-Y,%)	12.5	11.6	(20.3)	35.6	15.2
영업이익	8.3	11.7	6.9	9.7	19.0
증가율 (Y-Y,%)	21.4	40.8	(41.5)	41.0	96.3
EBITDA	13.9	17.4	12.1	14.6	23.5
영업외손익	(1.6)	(3.4)	(9.6)	(4.3)	(0.7)
순이자수익	(1.0)	(0.9)	(1.0)	(0.7)	(0.9)
외화관련손익	0.7	0.5	(0.7)	0.9	0.5
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	6.8	8.4	(2.8)	5.3	18.3
당기순이익	7.6	8.3	(3.0)	9.1	16.6
지배기업당기순이익	7.1	7.9	(2.7)	9.0	17.1
증가율 (Y-Y,%)	흑전	10.4	적전	흑전	82.7
NOPLAT	6.0	11.7	5.0	7.0	17.3
(+) Dep	5.6	5.7	5.3	4.9	4.5
(-) 운전자본투자	6.5	4.2	1.5	(6.3)	13.9
(-) Capex	1.2	5.3	2.3	3.6	5.9
OpFCF	3.9	7.8	6.5	14.5	2.0
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	4.2	9.6	(0.1)	6.4	7.5
영업이익증가율(3Yr)	(9.6)	(1.9)	(9.0)	5.1	17.4
EBITDA증가율(3Yr)	(4.8)	1.2	(4.7)	1.7	10.4
순이익증가율(3Yr)	0.6	(9.8)	n/a	6.4	25.9
영업이익률(%)	10.6	13.3	9.8	10.2	17.4
EBITDA마진(%)	17.6	19.8	17.3	15.4	21.4
순이익률 (%)	9.6	9.5	(4.3)	9.6	15.2

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업현금	8.4	13.5	10.2	22.8	8.8
당기순이익	7.6	8.3	(3.0)	9.1	16.6
자산상각비	5.6	5.7	5.3	4.9	4.5
운전자본증감	(6.8)	(4.5)	(0.3)	5.2	(18.8)
매출채권감소(증가)	(1.2)	(0.4)	7.3	(2.6)	(3.8)
재고자산감소(증가)	(2.3)	(2.9)	(1.7)	(4.4)	(10.5)
매입채무증가(감소)	(2.8)	(0.8)	(2.9)	(0.3)	(0.2)
투자현금	(1.9)	(10.8)	(5.0)	(10.7)	(14.2)
단기투자자산감소	(0.2)	(0.3)	2.0	0.1	(1.4)
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(1.2)	(5.3)	(2.3)	(3.6)	(5.9)
유무형자산감소	(0.1)	(5.0)	(4.6)	(4.8)	(5.5)
재무현금	(6.2)	(2.2)	3.3	(17.0)	5.9
차입금증가	(4.4)	1.6	10.0	(16.0)	8.1
자본증가	(1.7)	(3.7)	(6.7)	(1.1)	(2.1)
배당금지급	1.7	1.7	1.7	1.1	2.1
현금 증감	0.3	0.4	8.2	(4.7)	0.2
총현금흐름(Gross CF)	15.9	19.2	11.3	18.1	28.2
(-) 운전자본증가(감소)	6.5	4.2	1.5	(6.3)	13.9
(-) 설비투자	1.2	5.3	2.3	3.6	5.9
(+) 자산매각	(0.1)	(5.0)	(4.6)	(4.8)	(5.5)
Free Cash Flow	7.2	3.8	6.0	12.6	(4.8)
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
잉여현금	7.2	3.8	6.0	12.6	(4.8)

주요투자지표

(원, 배)	2018	2019	2020	2021	2022
Per share Data					
EPS	597	663	(229)	757	1,436
BPS	5,943	6,263	5,889	6,757	7,610
DPS	150	150	100	200	200
Multiples(x,%)					
PER	13.5	12.6	n/a	11.8	7.1
PBR	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3
EV/ EBITDA	9.2	7.6	10.4	9.2	6.7
배당수익율	1.9	1.8	1.3	2.2	2.0
PCR	6.0	5.2	7.8	5.9	4.3
PSR	1.2	1.1	1.3	1.1	1.1
재무건전성 (%)					
부채비율	57.8	60.9	83.6	61.5	61.9
Net debt/Equity	35.3	35.5	44.8	28.9	32.2
Net debt/EBITDA	228.4	192.7	312.8	188.0	150.1
유동비율	185.0	154.5	122.2	126.0	127.3
이자보상배율	8.5	12.4	6.7	14.4	21.0
이자비용/매출액	1.4	1.2	1.8	0.8	0.9
자산구조					
투하자본(%)	84.3	84.3	81.3	80.2	84.6
현금+투자자산(%)	15.7	15.7	18.7	19.8	15.4
자본구조					
차입금(%)	28.9	29.3	37.9	27.7	28.9
자기자본(%)	71.1	70.7	62.1	72.3	71.1

자료: 다올투자증권

휴비츠 휴비츠

박종현
의료기기 | alex.park@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

인바디 (041830)

기대도 실망도 너무 과했다

NOT RATED

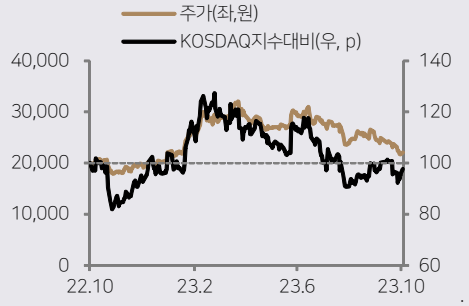
	현재	직전	변동
투자의견	NOT RATED		신규
적정주가			
Earnings			

Stock Information	
현재가 (10/24)	22,450원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	3,072억원
비중(KOSDAQ내)	0.08%
발행주식수	13,684천주
52주 최저가 / 최고가	17,950 - 32,000원
3개월 일평균거래대금	9억원
외국인 지분율	37.1%
주요주주지분율(%)	
차기철 (외 8인)	28.7
FIDELITY (외 10인)	10.0
FIL LIMITED (외 6인)	6.7

Valuation wide	2020	2021	2022
PER(배)	13.6	9.3	8.2
PBR(배)	1.6	1.7	1.3
EV/EBITDA(배)	7.8	6.2	4.3
배당수익률(%)	0.8	0.9	1.5

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(8.2)	(22.0)	13.7	11.1
KOSDAQ 대비 상대수익률	0.3	(13.8)	(0.3)	(4.4)

Price Trend



Issue

기업 현황 업데이트

Pitch

미국 중심의 해외 성장 스토리 유효, 미 해병대 입찰로 타 군으로의 확장 가능성도 존재. 해외법인 인력 지속 확충하며 직접판매 중심의 사업구조 지향. 해외 지속 확장 시 영업 레버리지 효과로 OPM 상승 기대

Rationale

- 미국 내 체성분 분석기 침투율 30%대 수준이며 미국 서부지역과는 달리 동부지역에서는 인지도 미미한 상황. 4Q22와 1Q23에 미 해병대에 입찰 성공하며 400여대 가량 공급. 미 해병대향 추가 입찰 가능성 존재하며 해당 레퍼런스를 통해 타 군으로의 확장 가능성도 존재. 낮은 침투율과 레퍼런스 확대 가능성 감안하면 미국 시장은 아직 성장기로 판단
- 2023E 매출액 1,763억원(YoY +10.2%) 전망. 미국 성장률 YoY+20.6%로 성장스토리 이어나갈 전망. 국내 인바디 기기는 2020년 이후 포화상태로 판단, 당분간 성장 침체 전망. 유럽지역 성장 기대되나 2021년 높은 성장 기저로 전년과 비슷한 10% 수준의 성장 전망. 일본지역 경쟁기업의 가정용 인바디 집중화로 전문가용 인바디 부문 위주의 꾸준한 성장 기대. 중국, 여전히 경쟁 심화로 성장 침체 유지.
- 2023E 영업이익 406억원 전망(YoY -0.3%). 매출성장에도 인건비 상승(YoY +14.6%)으로 인한 전년과 유사. 최근 2년간 국내외 인력 공격적으로 확충. 국내 1Q21 256명→2Q23 318명, 해외 1Q21 약 320명→2Q23 약 380명. 당분간 급격한 인력 충원 예정 없을 전망. 외형성장 지속 시 영업 레버리지 효과 볼 수 있음
- 현재 12M fwd 컨센서스 기준 PER 7배~10배 사이에서 거래 중. 2015년 중국향 인바디 밴드 수출 기대감이 있던 당시 44배, 2018년 영업이익 역성장하기 이전인 30배 수준 대비 멀티플 과도하게 하향되어 있음. 미국 중심의 해외 성장스토리 지속될 경우 향후 밸류 리레이팅 가능

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	80	93	100	117	107	138	160
영업이익	22	25	24	28	19	36	41
EBITDA	24	27	26	32	24	40	46
지배주주순이익	17	19	20	20	18	34	34
자산총계	97	112	132	155	166	204	243
자본총계	92	107	125	140	150	184	216
순차입금	(43)	(50)	(8)	(36)	(53)	(68)	(80)
매출증가율	(31.8)	16.8	6.8	17.5	(8.5)	28.7	16.1
영업이익률	27.6	26.7	23.8	23.6	17.8	26.0	25.4
순이익률	21.3	20.7	19.7	17.5	16.4	24.7	21.1
EPS증가율	(16.8)	13.7	1.8	3.9	(14.2)	94.3	(0.6)
ROE	20.2	19.4	16.9	15.5	12.1	20.4	17.0

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

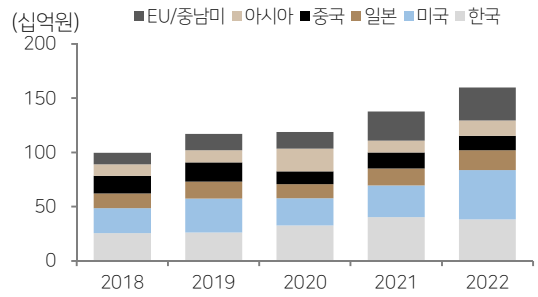
인바디

인바디는,

동사는 1996년에 설립되어 체성분 분석기를 주력제품으로 성장해온 회사. 초기에는 한약 효과를 입증하기 위한 기기로 한의원에 주로 공급되었으나 병원, 피트니스센터, 군부대, 학교 등으로 공급처가 다양해짐
2012년 가정용 인바디, 2015년 웨어러블 기기 '인바디 밴드', 2017년 혈압계 등의 신제품을 출시하며 제품 포트폴리오 확장 중

국가별 Breakdown

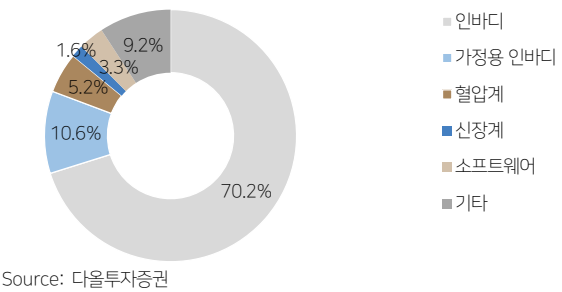
- 2022년 기준 해외 매출비중은 76.1%. 해외 중에서는 미국, EU가 각각 28.5%, 12.6%로 높은 비중 차지
- 미국은 2020년을 제외하고 2015년 이후 꾸준히 10% 중반대 이상의 성장을 보여준 국가. 2022년 말에는 미 해병대에 입찰 성공하며 4Q22와 1Q23에 공급, 관련 레퍼런스 쌓아가는 중
- 중국향 매출은 중국 내 플레이어들의 등장으로 경쟁 심화, 성장률과 외형 모두 축소



Source: 다올투자증권

사업부문 Breakdown

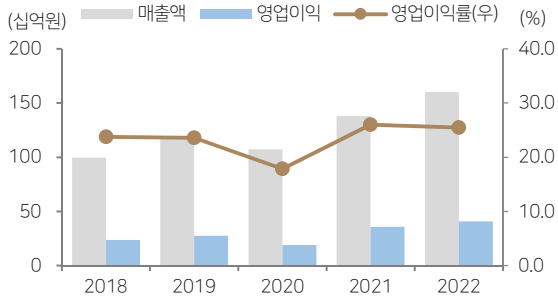
- 2022년 연간 기준 매출액 1,600억원(+16% YoY), 영업이익 407억원(+14% YoY) 기록
- 2Q23E 제품별 매출비중은 전문가용 인바디 70.2%, 가정용 인바디 10.6%, 소프트웨어 3.3%로 84.1%가 인바디 관련 제품에서 발생
- 체수분 측정기 BWA는 아직 전체 매출에서 2% 수준



Source: 다올투자증권

Financials

- 2022년 매출액, 영업이익 각각 1,600억원, 407억원. 매출원가율은 24.3%로 낮은 수준



Source: 다올투자증권

주가

- 2018년 영업이익 소폭 역성장하며 미래 성장성에 대한 우려 반영으로 주가 하락
- 12M fwd PER 7배~10배에서 거래되는 중. 작년 말 미 해병대 입찰로 주가 반등했으나 이후 추가 입찰 소식 부재로 8배 수준까지 하향



Source: 다올투자증권

제품사진

- 현재 라인업 이외에 11월에 미국, 일본에 전문가용 인바디 2종, 가정용 인바디 1종 출시 예정
- 1Q24 전문가용 코르트혈압계, 가정용 코르트혈압계 미국 출시 예정



Source: 다올투자증권

인바디

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	55.5	74.0	84.4	110.1	135.5
현금성자산	9.6	40.6	57.5	71.5	86.6
매출채권	12.0	11.6	8.8	17.3	18.1
재고자산	15.9	19.9	16.3	18.4	27.9
비유동자산	76.2	80.9	81.8	93.7	107.2
투자자산	3.9	10.1	16.5	20.3	30.1
유형자산	71.1	70.0	64.6	72.1	75.4
무형자산	1.1	0.8	0.7	1.3	1.7
자산총계	131.7	154.9	166.2	203.8	242.7
유동부채	5.9	10.9	11.1	16.3	19.2
매입채무	0.6	3.6	3.9	5.0	6.2
유동성이자부채	1.1	2.2	2.0	2.0	2.1
비유동부채	1.2	4.2	4.9	3.7	7.4
비유동이자부채	0.5	2.6	2.8	1.8	4.3
부채총계	7.2	15.1	16.0	20.0	26.6
자본금	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
자본잉여금	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
이익잉여금	121.3	140.0	155.6	187.8	219.0
자본조정	(4.3)	(7.7)	(13.0)	(11.5)	(11.2)
자기주식	(3.4)	(7.1)	(12.1)	(12.1)	(12.1)
자본총계	124.5	139.8	150.2	183.8	216.0
투하자본	113.4	103.3	96.5	113.2	129.3
순차입금	(8.0)	(35.8)	(52.7)	(67.6)	(80.2)
ROA	16.0	14.2	10.9	18.4	15.2
ROE	16.9	15.5	12.1	20.4	17.0
ROIC	22.3	18.4	16.2	29.5	26.7

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	99.6	117.1	107.1	137.8	160.0
증가율 (Y-Y,%)	6.8	17.5	(8.5)	28.7	16.1
영업이익	23.7	27.6	19.1	35.9	40.7
증가율 (Y-Y,%)	24.0	16.7	(30.9)	87.7	13.5
EBITDA	25.7	31.6	23.6	40.3	46.1
영업외손익	0.9	0.6	1.6	3.5	1.8
순이자수익	0.4	0.3	0.4	0.6	1.4
외화관련손익	0.4	0.5	(0.5)	1.0	0.7
지분법손익	0.0	0.0	0.1	0.1	(0.1)
세전계속사업손익	24.6	28.2	20.7	39.3	42.5
당기순이익	19.6	20.4	17.6	34.0	33.8
지배기업당기순이익	19.7	20.4	17.5	34.0	33.8
증가율 (Y-Y,%)	11.4	4.4	(14.0)	93.6	(0.5)
NOPLAT	18.8	20.0	16.2	31.0	32.4
(+) Dep	2.0	4.0	4.5	4.4	5.4
(-) 운전자본투자	21.3	(16.3)	(7.1)	6.7	7.4
(-) Capex	40.9	3.1	1.7	11.3	5.4
OpFCF	(41.3)	37.2	26.1	17.5	25.0
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	13.1	13.6	4.7	11.4	11.0
영업이익증가율(3Yr)	5.8	7.8	(8.5)	14.8	13.8
EBITDA증가율(3Yr)	6.3	10.0	(4.0)	16.2	13.4
순이익증가율(3Yr)	4.1	6.3	(3.2)	20.2	18.3
영업이익률(%)	23.8	23.6	17.8	26.0	25.4
EBITDA마진(%)	25.8	27.0	22.0	29.2	28.8
순이익률 (%)	19.6	17.4	16.4	24.7	21.1

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업현금	17.7	24.2	28.5	30.4	30.4
당기순이익	19.6	20.4	17.6	34.0	33.8
자산상각비	2.0	4.0	4.5	4.4	5.4
운전자본증감	(5.1)	(0.4)	7.7	(9.3)	(11.9)
매출채권감소(증가)	0.4	1.3	2.1	(7.8)	(2.7)
재고자산감소(증가)	(5.2)	(4.1)	3.1	(1.7)	(10.2)
매입채무증가(감소)	(0.1)	0.9	0.6	0.2	0.3
투자현금	(17.7)	(12.0)	(16.3)	(25.1)	(22.0)
단기투자자산감소	23.3	(10.4)	(14.5)	(14.3)	(13.9)
장기투자증권감소	0.1	0.0	0.0	0.0	(2.4)
설비투자	(40.9)	(3.1)	(1.7)	(11.3)	(5.4)
유무형자산감소	(0.1)	0.7	(0.1)	1.3	(0.6)
재무현금	(1.7)	(7.4)	(9.2)	(4.3)	(5.3)
차입금증가	0.0	(2.0)	(2.3)	(2.4)	(2.6)
자본증가	(1.9)	(5.4)	(6.9)	(1.8)	(2.6)
배당금지급	1.6	1.6	1.9	1.8	2.6
현금 증감	(1.6)	4.8	2.6	1.6	3.0
총현금흐름(Gross CF)	26.2	32.7	25.9	43.8	49.6
(-) 운전자본증가(감소)	21.3	(16.3)	(7.1)	6.7	7.4
(-) 설비투자	40.9	3.1	1.7	11.3	5.4
(+) 자산매각	(0.1)	0.7	(0.1)	1.3	(0.6)
Free Cash Flow	3.4	20.3	17.2	9.4	15.7
(-) 기타투자	(0.1)	(0.0)	0.0	0.0	2.4
잉여현금	3.5	20.3	17.2	9.4	13.2

주요투자지표

(원, 배)	2018	2019	2020	2021	2022
Per share Data					
EPS	1,438	1,493	1,280	2,487	2,471
BPS	9,006	10,153	10,913	13,331	15,609
DPS	120	140	140	200	300
Multiples(x,%)					
PER	15.1	15.8	13.6	9.3	8.2
PBR	2.4	2.3	1.6	1.7	1.3
EV/ EBITDA	11.2	9.1	7.8	6.2	4.3
배당수익율	0.6	0.6	0.8	0.9	1.5
PCR	11.4	9.9	9.2	7.2	5.6
PSR	3.0	2.8	2.2	2.3	1.7
재무건전성 (%)					
부채비율	5.7	10.8	10.6	10.9	12.3
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	937.2	682.1	759.0	677.5	705.5
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
자산구조					
투하자본(%)	89.3	67.1	56.6	55.2	52.6
현금+투자자산(%)	10.7	32.9	43.4	44.8	47.4
자본구조					
차입금(%)	1.3	3.3	3.1	2.1	2.9
자기자본(%)	98.7	96.7	96.9	97.9	97.1

자료: 다올투자증권

인바디
인바디

박종현
의료기기 | alex.park@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

제이브이엠 (054950)

명확한 방향성

NOT RATED

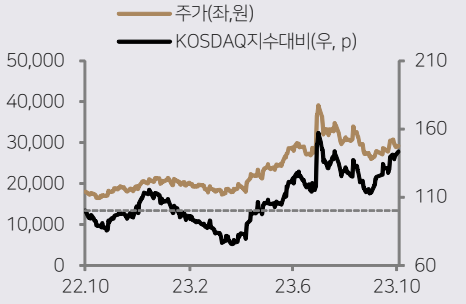
	현재	직전	변동
투자의견	NOT RATED		신규
적정주가			
Earnings			

Stock Information	
현재가 (10/24)	29,350원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	3,548억원
비중(KOSDAQ내)	0.10%
발행주식수	12,090천주
52주 최저가 / 최고가	16,500 - 39,100원
3개월 일평균거래대금	60억원
외국인 지분율	3.3%
주요주주지분율(%)	
한미사이언스 (외 1인)	39.2
자사주 (외 1인)	4.7
김종인 (외 1인)	0.8

Valuation wide	2020	2021	2022
PER(배)	21.8	18.8	15.7
PBR(배)	0.9	1.2	1.6
EV/EBITDA(배)	10.0	7.6	7.8
배당수익률(%)	1.1	1.4	1.5

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	12.0	55.6	66.8	43.5
KOSDAQ 대비 상대수익률	20.5	63.8	52.8	28.0

Price Trend



Issue
기업 현황 업데이트

Pitch
파우치형 자동 조제 글로벌 시장 점유율 1위 업체로 의약품 조제 및 관리 자동화 솔루션에 대한 시장 수요가 늘어남에 따라 수혜 확대 기대. 히스토리컬 PER 밴드 하단 구간에 진입

Rationale
- 글로벌 병원 및 약국 자동화 솔루션 선도 기업. 대표 제품은 약품 조제 및 포장 장비인 ATDPS이며 약품 검수 VIZEN, 약품 파우치 와인딩 WIZER 등 제품 보유. 복약 순응도를 향상하는 제품으로서 의료비 재정 절감에 필수적이며, 원격/비대면 의약품 배송 확대됨에 따라 수요 확대 기대. 대표 예시로 미국 메디케어 Part D 처방약 보험사 평가에 복약 순응도 반영

- 국내는 높은 점유율 기반 노후 ATDPS 교체 수요 또한 발생하고 있으며, 건기식 소분 판매 시범 업체 확대에 따라 신규 매출 기대. **소분 건기식 제도는 실증특례 마무리되는 2024.06월 법제화 전망.** 동사는 건기식 소분 전용 ATDPS 개발 예정. 유럽 법인은 2Q23 경영진 교체 및 대리점 재정비를 포함한 1회성 비용 발생했으나, **분기 매출 체력 80억원 수준 확인되며 영업 흑자 기조** 유지

- 2023E 매출액 1,661억원(YoY +17%), 영업이익 323억원(YoY +47%) 기대. 제품 ASP가 국내 대비 해외가 높음에 따라 해외 매출 비중 확대에 따라 영업이익률 개선. 주 고객인 병원들의 예산 집행 시기가 연말에 집중되어 상저하고 실적 전망. 2024년 차세대 파우치 조제 자동화 시스템인 MENITH 출시 예정. 2023E 컨센서스 PER 13배로 2010년 이후 동사의 평균 PER은 20배였다는 점은 감안하면 매수 구간 판단. 의약품 조제 시장 수요가 구조적으로 성장함에 따라 수혜를 볼 업체로서 주목

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	98	106	104	110	115	116	142
영업이익	15	19	13	10	16	12	22
EBITDA	21	25	20	17	21	18	27
지배주주순이익	11	11	8	6	10	9	16
자산총계	177	172	177	180	200	211	232
자본총계	112	121	123	124	137	143	158
순차입금	14	8	0	(7)	(14)	(31)	(38)
매출증가율	(10.9)	8.2	(2.4)	6.3	4.8	0.4	22.6
영업이익률	15.1	17.7	12.8	9.5	13.6	10.8	15.5
순이익률	11.3	10.8	7.9	5.3	9.0	7.7	11.1
EPS증가율	91.3	3.3	(28.8)	(28.9)	80.0	(14.3)	76.0
ROE	10.2	9.8	6.7	4.7	8.0	6.4	10.4

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

제이브이엠

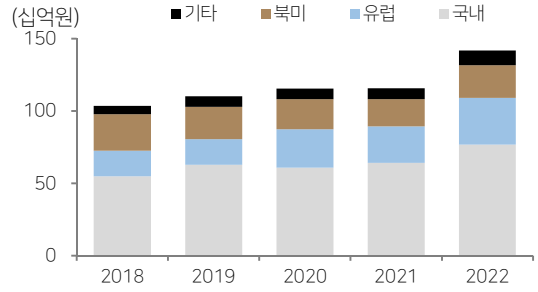
제이브이엠은,

동사는 약국 조제장비 개발, 생산, 판매를 목적으로 1977년 설립(법인 전환은 1996년). 2006년 코스닥 시장에 상장하였으며, 2016년 한미사이언스가 최대주주로 변경되며 한미약품 그룹 자회사로 편입

2008년 JVM Europe을 설립하여 유럽 지역에 대해 직접 영업하고 있으며, 북미는 한미약품을 통해 대리점 체제 판매하고 있으며, 중국은 시노팜을 통한 독점적 대리점 체제 영업

국가별 Breakdown

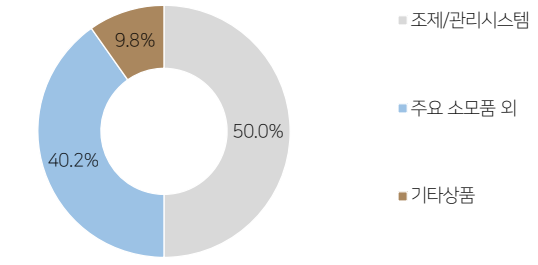
- 동사는 59개국 시장에 진출하였음. 2022년 기준 해외 매출액 비중은 46%
- 기존 적자였던 유럽 법인은 영업 레버리지 통해 흑자 전환



Source: 다올투자증권

사업부문 Breakdown

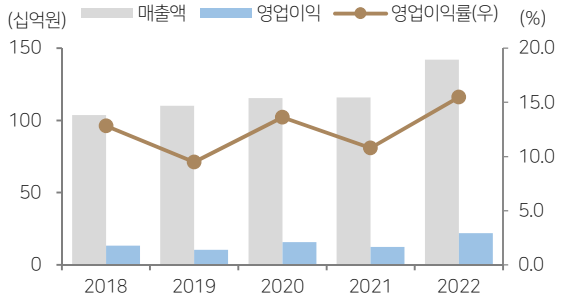
- 1H23 기준 조제/관리 시스템 매출 비중은 50%. 또한 장비 판매 이후 소모품 판매가 이루어져 recurring 매출 발생하는 구조



Source: 다올투자증권

Financials

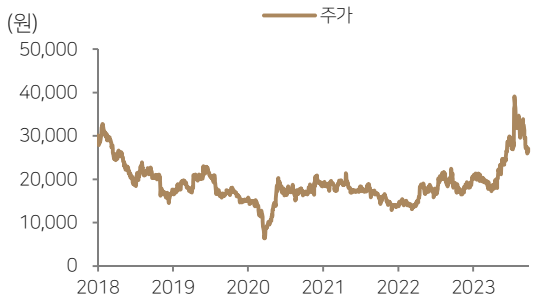
- 2022년 매출액 1,420억원(YoY +23%), 영업이익 220억원(YoY +76%) 달성
- 2023E 매출액 1,661억원(YoY +17%), 영업이익 323억원(YoY +47%) 기록 전망



Source: 다올투자증권

주가

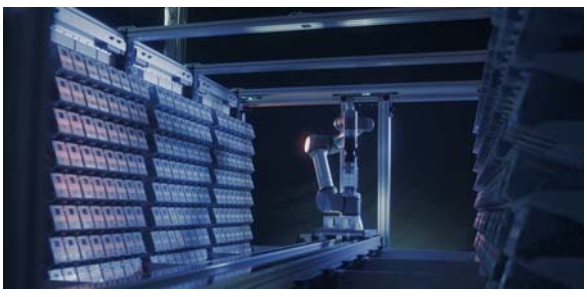
- 1Q23 동사 매출 확대 및 신규 글로벌 고객사에 대한 기대감으로 주가 상승



Source: 다올투자증권

제품사진

- 동사는 신제품 개발에도 주력하고 있으며 2024E 차세대 파우치 조제 자동화 시스템인 MENITH 출시 예정이며, 다관절 협동 로봇 팔을 통해 캐니스터 교환 가능하여, 조제 속도는 기존 대비 2배 이상
- 조제 외 전자동 약품 분배 캐비닛 시스템인 INTIPharm도 보유



Source: 다올투자증권

제이브이엠

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	75.3	81.6	86.4	99.5	119.5
현금성자산	22.1	25.8	40.3	56.2	69.8
매출채권	29.2	26.3	21.7	17.9	18.7
재고자산	22.7	24.9	22.7	24.0	28.7
비유동자산	101.5	98.5	113.5	111.6	112.2
투자자산	34.3	34.1	36.0	37.1	39.1
유형자산	56.5	57.5	72.7	69.9	70.0
무형자산	10.7	6.9	4.7	4.6	3.1
자산총계	176.7	180.1	199.9	211.0	231.7
유동부채	49.3	54.3	59.9	63.9	70.3
매입채무	21.9	28.6	26.1	30.4	26.2
유동성이자부채	22.5	19.0	26.0	24.2	30.7
비유동부채	4.3	2.2	2.7	3.6	3.3
비유동이자부채	0.0	0.3	0.4	0.5	0.8
부채총계	53.6	56.5	62.6	67.6	73.6
자본금	3.2	3.2	3.2	6.0	6.0
자본잉여금	48.2	48.2	48.2	45.3	45.3
이익잉여금	83.1	87.0	96.0	102.2	116.9
자본조정	(11.3)	(14.8)	(10.0)	(10.0)	(10.1)
자기주식	(18.2)	(21.6)	(23.6)	(23.6)	(23.6)
자본총계	123.2	123.6	137.4	143.5	158.1
투하자본	117.5	111.0	113.7	100.8	109.8
순차입금	0.4	(6.5)	(13.9)	(31.4)	(38.2)
ROA	4.7	3.3	5.5	4.4	7.1
ROE	6.7	4.7	8.0	6.4	10.4
ROIC	8.3	6.3	11.6	11.1	15.5

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	103.6	110.1	115.4	115.8	142.0
증가율 (Y-Y,%)	(2.4)	6.3	4.8	0.4	22.6
영업이익	13.3	10.5	15.7	12.5	22.0
증가율 (Y-Y,%)	(15.3)	(21.3)	50.1	(20.4)	76.0
EBITDA	20.1	17.5	21.4	18.1	26.9
영업외손익	(2.5)	(2.1)	(3.1)	(3.1)	(0.7)
순이자수익	0.4	0.6	0.7	0.8	1.5
외화관련손익	0.2	(0.0)	(0.3)	(0.1)	(0.1)
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	10.8	8.4	12.6	9.4	21.3
당기순이익	8.2	5.8	10.4	9.0	15.8
지배기업당기순이익	8.2	5.8	10.4	9.0	15.8
증가율 (Y-Y,%)	(21.9)	(28.9)	80.0	(14.3)	76.0
NOPLAT	10.0	7.2	13.0	11.9	16.3
(+) Dep	6.8	7.0	5.7	5.6	4.9
(-) 운전자본투자	(2.5)	(6.0)	(8.2)	(8.7)	6.6
(-) Capex	4.4	4.8	7.1	2.8	3.1
OpFCF	14.9	15.5	19.7	23.3	11.6
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	5.4	3.9	2.8	3.8	8.8
영업이익증가율(3Yr)	27.1	(10.9)	(5.7)	(2.1)	28.1
EBITDA증가율(3Yr)	17.1	(6.5)	(5.1)	(3.5)	15.5
순이익증가율(3Yr)	16.1	(19.5)	(3.1)	3.1	39.5
영업이익률(%)	12.8	9.5	13.6	10.8	15.5
EBITDA마진(%)	19.4	15.9	18.5	15.6	19.0
순이익률 (%)	7.9	5.3	9.0	7.7	11.1

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업현금	19.9	18.6	19.8	26.1	14.8
당기순이익	8.2	5.8	10.4	9.0	15.8
자산상각비	6.8	7.0	5.7	5.6	4.9
운전자본증감	0.1	(1.4)	(2.9)	5.0	(13.3)
매출채권감소(증가)	0.4	2.7	4.3	3.0	(0.2)
재고자산감소(증가)	(4.6)	(6.0)	(1.9)	(1.6)	(5.5)
매입채무증가(감소)	5.2	6.3	(2.7)	3.3	(4.5)
투자현금	(14.6)	(6.8)	(17.8)	(22.6)	(18.4)
단기투자자산감소	(8.4)	(3.4)	(11.3)	(15.4)	(13.0)
장기투자증권감소	0.0	1.7	0.0	0.0	0.0
설비투자	(4.4)	(4.8)	(7.1)	(2.8)	(3.1)
유무형자산감소	(1.5)	(0.6)	0.8	(2.3)	(1.5)
재무현금	(7.7)	(9.7)	2.7	(4.4)	4.1
차입금증가	(2.4)	(4.8)	6.6	(2.2)	5.9
자본증가	(5.5)	(5.5)	(4.3)	(2.3)	(2.3)
배당금지급	1.8	2.1	2.3	2.3	2.3
현금 증감	(2.4)	2.1	4.7	(0.9)	0.4
총현금흐름(Gross CF)	24.7	22.5	24.5	20.3	29.9
(-) 운전자본증가(감소)	(2.5)	(6.0)	(8.2)	(8.7)	6.6
(-) 설비투자	4.4	4.8	7.1	2.8	3.1
(+) 자산매각	(1.5)	(0.6)	0.8	(2.3)	(1.5)
Free Cash Flow	10.3	14.3	3.7	2.7	(1.9)
(-) 기타투자	0.0	(1.7)	0.0	0.0	0.0
잉여현금	10.3	16.0	3.7	2.7	(1.9)

주요투자지표

(원, 배)	2018	2019	2020	2021	2022
Per share Data					
EPS	675	480	864	740	1,303
BPS	17,769	18,435	20,946	11,489	12,825
DPS	183	209	209	200	300
Multiples(x,%)					
PER	26.1	32.3	21.8	18.8	15.7
PBR	1.0	0.8	0.9	1.2	1.6
EV/ EBITDA	10.6	10.3	10.0	7.6	7.8
배당수익율	1.0	1.4	1.1	1.4	1.5
PCR	8.6	8.3	9.3	8.3	8.3
PSR	2.1	1.7	2.0	1.5	1.7
재무건전성 (%)					
부채비율	43.5	45.7	45.6	47.1	46.5
Net debt/Equity	0.3	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	2.1	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	152.7	150.2	144.3	155.6	170.0
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
자산구조					
투하자본(%)	67.6	64.9	59.8	51.9	50.2
현금+투자자산(%)	32.4	35.1	40.2	48.1	49.8
자본구조					
차입금(%)	15.5	13.5	16.1	14.7	16.6
자기자본(%)	84.5	86.5	83.9	85.3	83.4

자료: 다올투자증권

제이브이엠
제이브이엠

이 페이지는 편집상 공백입니다

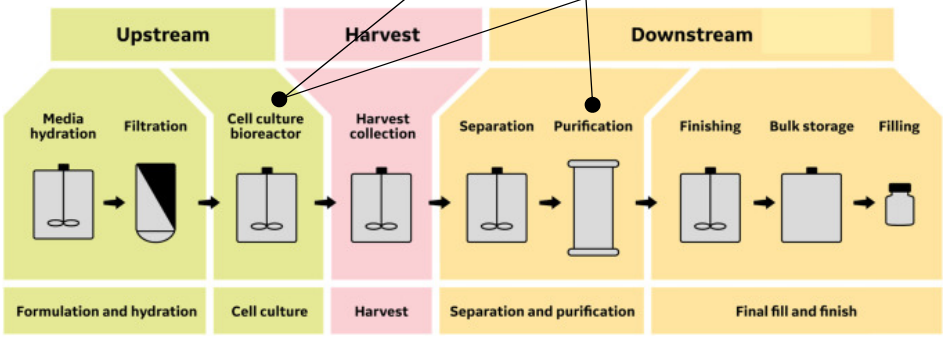
바이오 소부장

개별 기업 수 (개)	3
합산 시가총액 (십억원)	602
2022년 합산 매출액 (십억원)	160
대표 기업	#큐리옥스바이오시스템즈, #아미코젠, #마이크로디지탈
대표 제품	세포 자동화 분석 시스템, 배지, 레진, 일회용 세포 배양 시스템
투자 포인트	#2024E 매출 본격화

IV-8. 바이오 소부장
: 이제는 진짜 숫자가 필요해

Fig. 146: 항체 의약품 생산 공정 및 국내 바이오 소부장 기업 요약

(십억원)		큐리옥스바이오시스템즈	아미코젠	마이크로디지탈
시가총액		254.8	243.4	105.6
매출액	2022	7.2	144.3	8.9
	2023E	11.0	160.0	10.0
영업이익	2022	-11.4	-4.9	-8.0
	2023E	-9.0	5.0	0.2
주요 제품		세포 자동화 분석 플랫폼	Basal 및 맞춤형 배지 Affinity Protein A	일회용 세포 배양 시스템



Source: 다올투자증권

Fig. 147: 바이오프로세싱 기업 밸류에이션 테이블

Company	시가총액 (십억원)	매출액(십억원)		PER(배)		PSR(배)		PBR(배)		EV/EBITDA(배)	
		2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
Thermo-Fisher	242,269	58,838	61,838	20.8	19.3	4.1	3.9	3.8	3.5	18.8	17.5
Lonza	36,708	9,801	10,409	24.6	21.7	3.7	3.5	2.2	2.1	13.5	12.2
Sartorius	22,242	4,081	4,628	34.6	28.5	5.4	4.8	5.7	5.0	23.4	18.8
Avantor	18,768	9,377	9,699	19.2	17.2	2.0	1.9	2.6	2.3	14.7	13.8
Repligen	11,003	872	1,004	83.8	64.1	12.6	10.9	4.2	3.9	56.3	40.7
합계				24.2	21.5	4.3	4.1	3.7	3.4	19.6	17.6

Source: Bloomberg, 다올투자증권

CHO세포는 1957년 헬라 세포를 연구하던 테오도르 퍽이 햄스터 난소의 세포를 추출하여 CHO세포 명명. 해당 세포는 헬라 세포보다 빠르게 분열하는 특징

바이오 프로세싱이란 저분자 화합물에서 바이오 의약품 개발이 진행됨이 따라 바이오 의약품 생산 공정에 투입되는 장비 및 소재를 의미한다. 대표적인 바이오 의약품인 치료제의 경우, CHO(Chinese Hamster Ovary) 세포 같은 세포주를 통해 개발한다. FDA에서 승인한 세포 유래 바이오 의약품 중 CHO 세포에서 생산된다. 바이오 의약품 생산을 위해서는 GOI(Gene of interest)와 Selection market 효소 유전자를 CHO세포에 형질 주입한다. 유전자가 들어간 CHO세포를 선별해 세포 배양 규모를 늘려 효소 저해제를 넣어 유전자 증폭을 유도한다. 수율이 좋은 CHO세포를 선정하여 공정을 최적화한다.

항체 의약품은 이처럼 소품종 대량 생산을 하기 위한 프로세스가 정립되어 있으며 그에 비해 세포, 유전자 치료제는 자가 유래 치료제 등 태생적 한계로 인해 다품종 소량 생산이 필요한 경우가 다수다. 다품종 소량 생산에 특화된 Single-use, 즉 일회용 세포 배양 시스템들이 채택되기 시작했다. 글로벌 바이오 프로세싱 상장사 4개사가 있다. 세포&유전자 치료제 특화 바이오프로세싱 기업인 Repligen의 2023E PER은 약 84배 수준이다. Thermo-Fisher와 Lonza는 각각 의료기기 매출, CMO 매출이 비중이 크기에 직접적인 밸류에이션 비교가 어렵다.

Fig. 148: 바이오프로세싱 기업 밸류에이션 테이블

Company	시가총액 (십억원)	매출액(십억원)		PER(배)		PSR(배)		PBR(배)		EV/EBITDA(배)	
		2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
Thermo-Fisher	242,269	58,838	61,838	20.8	19.3	4.1	3.9	3.8	3.5	18.8	17.5
Lonza	36,708	9,801	10,409	24.6	21.7	3.7	3.5	2.2	2.1	13.5	12.2
Sartorius	22,242	4,081	4,628	34.6	28.5	5.4	4.8	5.7	5.0	23.4	18.8
Avantor	18,768	9,377	9,699	19.2	17.2	2.0	1.9	2.6	2.3	14.7	13.8
Repligen	11,003	872	1,004	83.8	64.1	12.6	10.9	4.2	3.9	56.3	40.7
합계				24.2	21.5	4.3	4.1	3.7	3.4	19.6	17.6

Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 149: 바이오프로세싱 매출액 추이

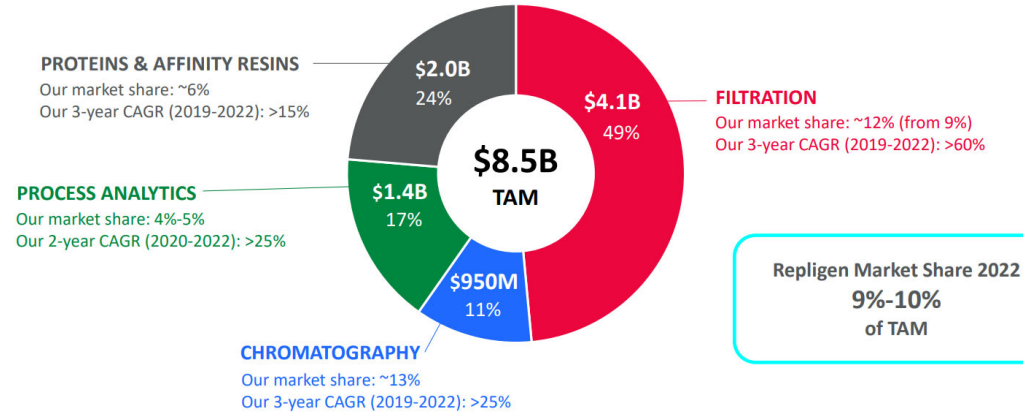
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
	691	1,247	5,864	6,040	6,394	7,386	7,512
소모품	691	1,247	4,299	4,404	4,715	5,455	5,603
장비			902	901	861	1,009	989
서비스			664	736	818	923	921
바이오파마 비중						52%	55%
	5,366	5,710	6,471	6,951	10,576	6,388	7,036
	4,978	5,728	6,269	6,856	12,168	15,631	13,532
	1,052	1,081	1,212	1,441	1,910	2,887	3,493
	105	141	194	270	366	671	802

Source: Bloomberg, 다올투자증권

바이오 프로세싱 장비들이란 바이오 의약품을 생산하기 위한 장비 및 소재를 의미하며, 바이오 프로세싱 기업들은 Merck, Cytiva, Sartorius, Thermo Fisher 등 상위 업체들이 글로벌 시장 MS의 75% 이상을 독점하고 있다.

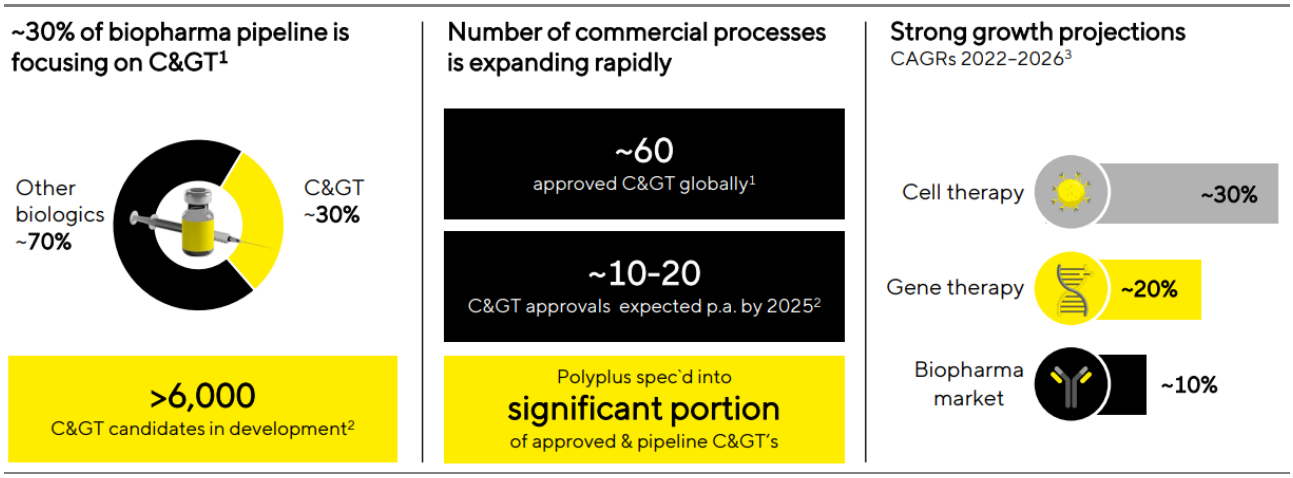
CGT치료제 바이오프로세싱 특화 기업인 Repligen의 IR 자료에 따르면 정제 및 분석 시장은 약 85억 달러로 추산되며, 글로벌 제약사들의 임상 30%는 세포&유전자 치료제 임상이다. 6,000개 이상의 후보물질에 대한 임상이 지금도 이루어지고 있다. 전세계적으로 약 60개의 세포&유전자 치료제가 인허가를 획득했으며, 2025년까지 추가적으로 10 ~ 20개의 치료제가 허가를 획득할 전망이다. 이처럼 세포 치료제 및 유전자 치료제는 2026년까지 각각 CAGR 30%, 20%로 성장할 전망이다.

Fig. 150: 바이오 의약품 정제 및 분석 시장



Source: Repligen, 다올투자증권

Fig. 151: 세포&유전자 치료제 시장 규모



Source: Sartorious, 다올투자증권

2023.04월 Repligen이 인수한 FlexBiosys의 사례를 통해 국내 기업 가치 추산하고자 한다. 2009년에 설립된 FlexBiosys의 주요 제품은 2D와 3D 일회용 세포 배양 백을 판매한다. 2023년 기준 매출액은 약 70 ~ 100억원으로 추정되며 2024년 약 25%의 매출 성장이 기대된다. Repligen은 해당 기업은 약 4,100만 달러(450억원), 2023E 기준 PSR 4.5 ~ 6.0배에 인수하였다. 글로벌 중소형 바이오 소부장 업체 인수 사례 통해 추산한 중소형 바이오 소부장 기업의 PSR은 약 4.5 ~ 6.0배다.

Fig. 152: FlexBiosys M&A 정리

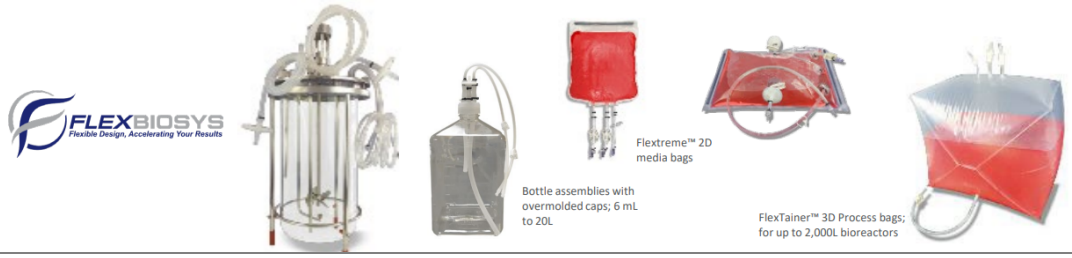
Founded	2009
Headquarters	Branchburg, NJ
Employees	~30
Leadership	Gayle Tarry, CEO, Stan Tarry, CTO (Founder)
Customer Base	Primarily U.S. biopharma with some C&GT

Products and capabilities
- Single-use liners
- 2D single-use bags
- 3D single-use bags
- Custom assemblies

Facilities
- 22,000 sq. ft. incl. 7,500 sq. ft. clean room space (ISO Class 7)
- Gusseted tubing machinery

Customer benefits of single-use
- Minimize risk of cross contamination
- Reduce cleaning costs
- Shorten process turnaround time

Revenue overview
- $7M base (non-COVID) revenue FY22
- $6-$8M base revenue FY23e
- 25% revenue growth FY24



Source: Repligen, 다올투자증권

국내 바이오 소부장으로 대표되는 기업은 큐리옥스바이오시스템즈와 아미코젠, 마이크로디지탈이 있다. 2023년 신규 상장한 **큐리옥스바이오시스템즈**는 세포 분석 자동화 솔루션을 보유하고 있어 이미 글로벌 제약사향 매출을 기록하고 있는 업체로서 상용화 궤도에 안착했다고 판단한다. 향후 레퍼런스 확대에 따른 매출 가속화가 기대된다. 향후 글로벌 업체들과의 OEM 계약 등을 통해 안정적인 유통 채널을 확보할 전망이다.

아미코젠과 **마이크로디지탈**은 상용화를 앞두고 있는 상태다. 아미코젠은 2차례에 걸친 유상증자와 자본조달을 통해 송도와 여수에 신규 공장 완공을 앞두고 있다. 4Q23E 완공 후, 2024E부터 배지와 레진에 대한 매출 발생이 기대된다. 마이크로디지탈의 경우, 글로벌 바이오 프로세싱 업체와의 계약 체결을 앞두고 있어 해당 계약 체결에 따른 매출 발생이 기대된다. 그와 별개로 국내 상장사 2개와 공급 계약 체결을 한 바 있어 일회용 세포 배양 시스템에 대한 레퍼런스를 착실히 쌓고 있다.

해당 3개 업체는 각각 OEM/ 직접 판매/ 글로벌 파트너십을 표방하고 있으며, 글로벌 업체들의 과점화가 진행되고 있는 바이오 프로세싱 시장에서 각각 적합한 판매 전략을 선택한 것으로 판단된다. 마지막으로 해당 바이오 소부장 업체들에 대한 기대 대비 타임라인이 지연되고 있어 향후 바이오 소부장 업체들에 대한 가치 재평가를 위해서는 본격적인 매출에 대한 확인이 필요하다.

Fig. 153: 2020년 이후 바이오프로세싱 기업 M&A 추이

연월	인수자	피인수기업	인수금액	Target 설명
23.07	donaldson	univercells	$148M	세포 및 유전자 치료 연구, 개발 및 상업적 제조를 위한 생물 제조 솔루션 생산업체. 바이러스의 집중 생산 위한 sclae-X 일회용 구조의 고정층 생물반응기 등을 제품으로 가지고 있음
23.05	getinge	high purity	$370M	일회용 어셈블리 제공 업체. 단일클론 항체, 백신, 세포 및 유전자 치료법, 기타 차세대 치료법을 생산하는 선도적인 바이오제약 및 생명공학 기업을 지원
23.04	repligen	flexbiosys	$41.1M	바이오프로세싱 백, 병 및 튜브 어셈블리를 포함하는 포괄적인 범위의 제품을 제공
23.03	sartorius	polyplus	€2.6B	고품질 GMP 등급의 형질주입 제품과 기타 DNA/RNA 전달 시약, 플라스미드 DNA 를 개발 및 생산
23.02	biotage	astrea bioseparations	$190M	바이오제조를 위한 크로마토그래피 수지, 흡착제, 컬럼, 나노섬유 기반 정제기술 등 제공
23.01	kkr/astrea	delta	$215M	크로마토그래피 제품 및 구성 요소를 바이오 의약품에 설계, 제조 및 공급
22.06	azenta	barkey	€80M	열장, 혈액 및 줄기 세포의 자동 해동분야 기업. 주요 제품은 내동 보존된 샘플 및 치료법의 제어된 속도 해동에 사용
22.05	dover	malema	$225M	바이오 의약품, 반도체 및 산업 분야의 고객에게 서비스를 제공하는 고정밀 미션 크리티컬 유량 측정 및 제어 기기의 설계 및 제조
22.06	donaldson	purilogics	$20M	크로마토그래피 제품 기ㅐ발 위해 새로운 기술 플랫폼 활용하는 초기단계의 생명공학 회사
22.01	maravai	mychem	$240M	진단, 제약, 유전체학 및 연구 시장의 고객에게 독점 초순수 뉴클레오티드를 공급. mRNA 생산에 중요한 원자재를 제공
22.01	sanisure	GL engineering	미공개	제약 산업을 위한 맞춤형 일회용 충전 바늘과 열전대 테스트 클램프를 포함하여 멸균 공정 엔지니어링 개념과 솔루션의 최고 품질, 혁신적인 설계, 프로토타입 제작, 제조 및 설치를 제공
21.12	repligen	bioflex solutions	$31.8M	바이오프로세스 장비용 일회용 부품을 전문으로 취급. 바이오제약 및 고순도 산업을 위한 특수 성형 부품 및 부속품을 공급하는 고순도 공급업체
21.11	donaldson	solaris	$45.9M	식품 및 음료, 생명공학 및 기타 생명과학 시장에 사용되는 생물반응기, 발효기, 접선유동여과 시스템을 포함한 생물처리 장비를 설계하고 제조.
21.09	repligen	avitide	$150M	친화성 리간드 라이브러리와 동급 최고의 리간드-수지 개발 타임라인을 갖춘 선도적인 크로마토그래피 개발업체
21.10	ecolab	purolite	$3.7B	레진 기술, 서비스 기업. 단클론 항체, 세포 및 유전자 치료법, 만성 질환에 대한 면역 치료법, 코로나 19 와 같은 백신과 같은 고품질 약물을 생산할 수 있도록 돕는 중요한 솔루션을 제공
21.09	avantor	masterflex	$2.7B	연동 펌프 및 무균 일회용 유체 이송 기술을 생산.
21.09	saint-gobain	equflow	€20M	유량계 설계, 공급업체. 맞춤형 수정이 가능한 영구 유량계와 컨트롤러를 제품에 추가
21.06	dover	quantex	비공개	일회용 정밀 펌프 업체. 일회용 정변위 펌프 기술을 개발하여 위생 및 멸균 응용 분야에서 다양한 압력, 온도, 점도 및 유량에 걸쳐 정밀하고 미세하게 투여
21.07	sartorius	cellgenix	€100M	세포 및 유전자 치료 제품 제조를 위한 GMP 품질의 성장 인자, 사이토카인 및 배지와 같은 세포 배양 성분을 생산 및 판매
21.06	danaher	precision nanosystems	비공개	mRNA 를 포함한 유전 의약품 전달을 위한 지질 나노입자의 개발 및 제조를 가능하게 하는 기술 솔루션을 제공
21.06	danaher	aldevron	$9.6B	고품질 플라스미드 DNA, mRNA 및 단백질을 제조하여 연구, 임상 및 상업 응용 분야 전반에 걸쳐 생명 공학 및 제약 고객에게 서비스를 제공
21.06	repligen	polymem	$470M	중공 섬유 멤브레인, 멤브레인 모듈 및 시스템의 개발 및 제조. 수처리, 고체/액체 분리, 기체 분리, 액체/기체 이동 및 생물공저 응용분야에 사용
21.04	Carlyle group	unchained labs	$435M	백신 및 유전자 치료와 같은 생물학적 제품을 고안하는 데 사용되는 실험실 도구를 제공
21.03	mettler	pendotech	$185M	일회용 센서, 송신기, 제어 시스템 및 소프트웨어 제조업체이자 유통업체. 주로 생물공정 응용 분야의 측정, 모니터링 및 데이터 수집에 사용
21.01	sartorius	novasep (chromatography division)	비공개	주로 올리고뉴클레오티드, 펩타이드, 인슐린과 같은 소형 생체분자에 적합한 크로마토그래피 시스템과 생물학적 제제의 연속 제조를 위한 혁신적인 시스템으로 구성
20.08	repligen	artesyn	$200M	평판 여과, 크로마토그래피, 미디어/버퍼 준비 및 연속 다운스트림 제조를 위한 자동화된 일회용 시스템을 제공
20.08	repligen	nms (non-metalic solutions)	$16.2M	USP 클래스 VI 폴리프로필렌 공정 용기, 표준 또는 맞춤형 설계 믹싱 백 리테이너, 맞춤형 가공 매니폴드, 동심원 리듀서, 다양한 최적 성능의 튜브, 피팅, 액세서리 및 부품과 같은 고품질 제품 제공
20.08	sartorius	bia separations	$440M	세포 및 유전자 치료와 기타 첨단 치료법에 사용되는 바이러스, 플라스미드, mRNA 등 대형 생체분자의 정제 및 분석 제품 제조
20.07	3i	sanitech west	비공개	제약 및 생명공학 산업에 고순도 액체 취급 제품을 제조, 공급
20.06	repligen	emt	비공개	실리콘 성형 부품을 제조. 제품은 TC 엔드, 호스 및 튜브 세트, 병뚜껑 마개 등
20.03	dover	em-tec	비공개	심장, 혈관 및 이식 수술, 투석 및 "생명 유지" 절차, 자동화된 생물공정 모니터링, 실험실 및 산업 분야와 관련하여 사용되는 혁신적인 유량 측정 장비를 생산

Source: 다올투자증권

이 페이지는 편집상 공백입니다

박종현
의료기기 | alex.park@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

큐리옥스바이오시스템즈 (445680)

바뀐 건 없다

Issue

기업 현황 업데이트

Pitch

동사 Laminar Wash 제품은 다품종 소량 생산 체제의 세포 치료제 생산 프로세스 혁신 가져올 제품으로 기대, 글로벌 제약사 상대 유의미한 매출 기록하고 있는 바이오 소부장 업체. 동사 주가 공모가 대비 대비 130% 상승하였으나, 실적 개선 및 BEP 달성을 통해 밸류에이션 정당화 기대

Rationale

- 원심분리기를 사용해 수작업으로 진행되던 세포 세척 공정을 자동화하는 Laminar wash 기술을 보유하고 있음. **노바티스/GSK/길리어드 등 글로벌 빅파마 상위 20개 업체 중 18개 업체를 고객으로 확보**. 초창기 연구소 위주의 매출에서 제약사향 매출 비중 확대되고 있음. 세포 분석 공정을 자동화하며 재현성을 높여 원심 분리 프로토콜 문제점 해결
- 미국 FDA와 NIST가 참여한 세포 분석 표준 컨소시엄에 합류하여 세포 분석 표준화 프로세스를 설립 중. 2024E 권고안 발표 예정이며 Laminar wash 제품 분석 공정 표준 채택 기대. **상업화된 CAR-T 치료제 생산 프로세스에 대한 채택을 위한 제품 성능 테스트 진행 중**. 해당 프로세스 채택 시, 보다 본격적인 시장 침투 기대. 생산 프로세스 채택 시, FDA를 포함한 규제 기관 변경 허가 통해 공급 가능
- 2022년 매출 72억원 달성했으며, 2023E 매출액 130억원 하회한 110억원 전망. 글로벌 제약사 Lay-off 영향으로 도입 의사 결정 지연되어 영업 환경 일부 악화되었으나, 중장기적 관점에서 동사 경쟁력 유지
- 2023E PSR은 20배이며, 2024E PSR은 10배로 글로벌 바이오 프로세싱 Peer들 PSR 대비 높은 수준이나 **글로벌 제약사향으로 유의미한 매출 기록하고 있는 국내 기업으로서 밸류에이션 정당화 기대**

NOT RATED

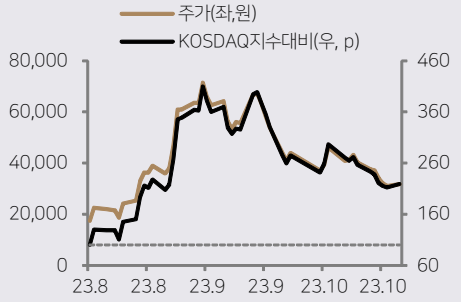
	현재	직전	변동
투자의견	NOT RATED		유지
적정주가			
Earnings			

Stock Information	
현재가 (10/24)	31,600원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	2,532억원
비중(KOSDAQ내)	0.07%
발행주식수	8,012천주
52주 최저가 / 최고가	17,330 - 71,500원
3개월 일평균거래대금	707억원
외국인 지분율	2.1%
주요주주지분율(%)	
김남용 (외 10인)	27.9

Valuation wide	2020	2021	2022
PER(배)	n/a	n/a	n/a
PBR(배)	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA(배)	n/a	n/a	n/a
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(41.3)	n/a	n/a	n/a
KOSDAQ 대비 상대수익률	(32.8)	n/a	n/a	n/a

Price Trend



Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	n/a	n/a	n/a	1	4	6	7
영업이익	n/a	n/a	n/a	(2)	(3)	(8)	(11)
EBITDA	n/a	n/a	n/a	(1)	(2)	(7)	(10)
지배주주순이익	n/a	n/a	n/a	(3)	(6)	(15)	(11)
자산총계	n/a	n/a	n/a	47	41	56	49
자본총계	n/a	n/a	n/a	25	17	6	44
순차입금	n/a	n/a	n/a	8	14	27	(8)
매출증가율	n/a	n/a	n/a	n/a	218.0	26.0	31.0
영업이익률	n/a	n/a	n/a	(140.4)	(74.5)	(151.0)	(157.8)
순이익률	n/a	n/a	n/a	(217.4)	(143.2)	(263.0)	(158.8)
EPS증가율	n/a	n/a	n/a	n/a	적지	적지	적지
ROE	n/a	n/a	n/a	n/a	(29.9)	(127.1)	(46.5)

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

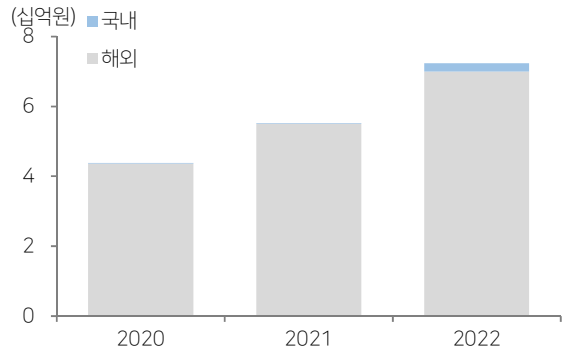
큐리옥스바이오시스템즈는,

동사는 Centrifuge wash(원심 분리 세척)을 대체하여 세포 손상을 최소화하는 자동화 기기를 개발. 2017년 해당 기술을 정립하여 2018년 국내 큐리옥스바이오시스템즈를 설립하여 기술이전

2023년 기준 글로벌 상위 20개 제약사 중 18개를 고객사로 보유. 향후 글로벌 바이오 장비 기업과 OEM 계약을 통해 매출 확보 전망

사업부문 Breakdown

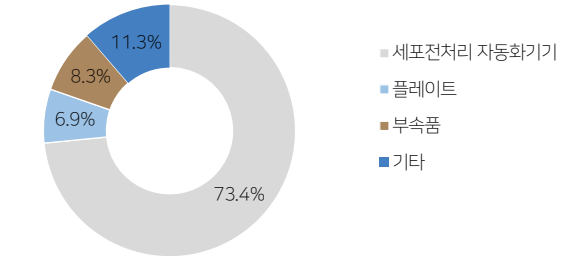
- 동사 매출은 해외에서 발생하고 있으며, 글로벌 제약사 대상 영업을 통해 매출 확대 중
- 향후 NIST 세포 분석 표준화 프로세스 설립 등 레퍼런스 확보 통해 매출 확보 기대



Source: 다올투자증권

사업부문 Breakdown

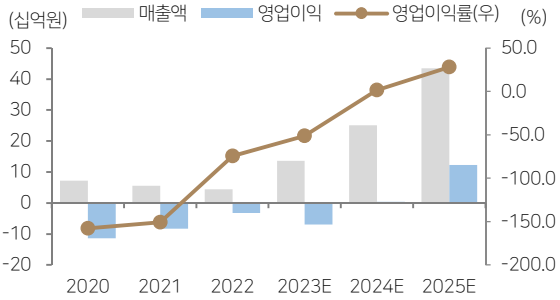
- 1Q23 매출액 기준 세포전처리 자동화기기 매출 비중 73.4%



Source: 다올투자증권

Financials

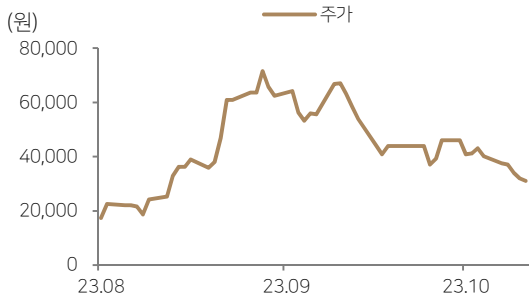
- 2023E 매출액 110억원 달성 전망. 점진적 매출 확대 통해 2024E BEP 달성 전망



Source: 다올투자증권

주가

- 2023.08월 상장하였으며, 상장 3개월 오버행 물량은 약 100만주



Source: 다올투자증권

주요 제품

- 동사 핵심 기술인 라미나 워시 적용된 전처리 세척 자동화 설비인 HT2000



Source: 다올투자증권

큐리옥스바이

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	n/a	13.1	9.9	23.1	13.9
현금성자산	n/a	10.8	7.9	19.8	8.7
매출채권	n/a	0.8	1.2	1.3	1.9
재고자산	n/a	0.8	0.6	1.8	2.9
비유동자산	n/a	33.8	31.5	32.7	34.7
투자자산	n/a	0.2	0.2	0.4	0.6
유형자산	n/a	0.2	0.2	0.2	0.6
무형자산	n/a	33.3	31.0	32.1	33.5
자산총계	n/a	46.9	41.4	55.8	48.6
유동부채	n/a	20.0	22.1	48.4	2.8
매입채무	n/a	1.0	0.5	1.6	1.6
유동성이자부채	n/a	18.2	21.3	46.3	0.2
비유동부채	n/a	2.1	2.0	1.8	1.9
비유동이자부채	n/a	0.1	0.3	0.2	0.2
부채총계	n/a	22.1	24.1	50.2	4.8
자본금	n/a	0.5	0.5	0.5	3.3
자본잉여금	n/a	27.9	27.9	27.9	71.7
이익잉여금	n/a	(3.1)	(9.4)	(23.9)	(35.4)
자본조정	n/a	(0.6)	(1.8)	1.0	4.3
자기주식	n/a	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	n/a	24.8	17.3	5.6	43.9
투하자본	n/a	32.3	31.0	32.3	35.5
순차입금	n/a	7.6	13.7	26.7	(8.3)
ROA	n/a	n/a	(14.2)	(29.9)	(22.0)
ROE	n/a	n/a	(29.9)	(127.1)	(46.5)
ROIC	n/a	n/a	(7.5)	(19.1)	(24.4)

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	n/a	1.4	4.4	5.5	7.2
증가율 (Y-Y,%)	n/a	n/a	218.0	26.0	31.0
영업이익	n/a	(1.9)	(3.3)	(8.3)	(11.4)
증가율 (Y-Y,%)	n/a	n/a	적지	적지	적지
EBITDA	n/a	(1.4)	(2.1)	(7.1)	(9.8)
영업외손익	n/a	(1.1)	(3.2)	(6.4)	0.1
순이자수익	n/a	(0.5)	(1.3)	(1.7)	(2.6)
외화관련손익	n/a	(0.2)	(0.3)	0.3	0.0
지분법손익	n/a	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	n/a	(3.1)	(6.4)	(14.7)	(11.3)
당기순이익	n/a	(3.0)	(6.3)	(14.5)	(11.5)
지배기업당기순이익	n/a	(3.0)	(6.3)	(14.5)	(11.5)
증가율 (Y-Y,%)	n/a	n/a	적지	적지	적지
NOPLAT	n/a	(1.4)	(2.4)	(6.0)	(8.3)
(+) Dep	n/a	0.5	1.1	1.2	1.6
(-) 운전자본투자	n/a	0.5	0.7	(0.1)	1.4
(-) Capex	n/a	0.3	0.2	0.3	0.8
OpFCF	n/a	(1.6)	(2.2)	(5.0)	(9.0)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	73.8
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익률(%)	n/a	(140.4)	(74.5)	(151.0)	(157.8)
EBITDA마진(%)	n/a	(102.0)	(49.0)	(128.6)	(135.7)
순이익률 (%)	n/a	(217.5)	(143.2)	(263.0)	(158.9)

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업현금	n/a	(1.9)	(2.7)	(5.1)	(10.0)
당기순이익	n/a	(3.0)	(6.3)	(14.5)	(11.5)
자산상각비	n/a	0.5	1.1	1.2	1.6
운전자본증감	n/a	(0.6)	(1.0)	0.2	(0.9)
매출채권감소(증가)	n/a	(0.4)	(2.2)	0.1	1.2
재고자산감소(증가)	n/a	0.1	0.1	(1.2)	(0.7)
매입채무증가(감소)	n/a	(0.1)	1.2	0.8	(1.5)
투자현금	n/a	(35.8)	2.1	(8.3)	4.7
단기투자자산감소	n/a	(3.1)	2.3	(8.0)	5.7
장기투자증권감소	n/a	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	n/a	(0.3)	(0.2)	(0.3)	(0.8)
유무형자산감소	n/a	0.0	0.1	0.0	(0.0)
재무현금	n/a	45.6	0.1	17.0	(0.2)
차입금증가	n/a	(0.0)	0.1	(0.1)	(0.2)
자본증가	n/a	28.5	0.0	0.0	0.0
배당금지급	n/a	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	n/a	7.7	(0.6)	4.0	(5.4)
총현금흐름(Gross CF)	n/a	(1.3)	(1.7)	(5.4)	(9.2)
(-) 운전자본증가(감소)	n/a	0.5	0.7	(0.1)	1.4
(-) 설비투자	n/a	0.3	0.2	0.3	0.8
(+) 자산매각	n/a	0.0	0.1	0.0	(0.0)
Free Cash Flow	n/a	(37.7)	(0.6)	(13.5)	(5.4)
(-) 기타투자	n/a	0.0	0.0	0.0	0.0
잉여현금	n/a	(37.7)	(0.6)	(13.5)	(5.4)

주요투자지표

(원, 배)	2018	2019	2020	2021	2022
Per share Data					
EPS	n/a	(920)	(1,927)	(4,458)	(1,750)
BPS	n/a	(9,915)	(15,853)	(24,232)	1,577
DPS	n/a	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PBR	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/ EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
배당수익율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PSR	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
재무건전성 (%)					
부채비율	n/a	89.4	139.3	897.6	10.9
Net debt/Equity	n/a	30.6	79.3	478.1	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	n/a	65.5	44.8	47.6	492.1
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	n/a	38.6	31.7	30.8	38.4
자산구조					
투하자본(%)	n/a	74.7	79.3	61.6	79.3
현금+투자자산(%)		25.3	20.7	38.4	20.7
자본구조					
차입금(%)	n/a	42.6	55.5	89.3	0.9
자기자본(%)	n/a	57.4	44.5	10.7	99.1

자료: 다올투자증권

큐리옥스바이
큐리옥스바이

박종현
의료기기 | alex.park@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

아미코젠 (092040)

4Q23E 완공을 앞두고

NOT RATED

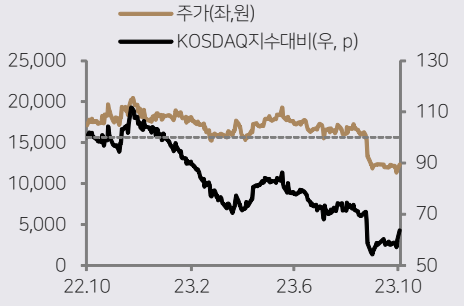
	현재	직전	변동
투자의견	NOT RATED		신규
적정주가			
Earnings			

Stock Information	
현재가 (10/24)	12,630원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	3,468억원
비중(KOSDAQ내)	0.09%
발행주식수	27,455천주
52주 최저가 / 최고가	11,352 - 20,460원
3개월 일평균거래대금	28억원
외국인 지분율	4.6%
주요주주지분율(%)	
신용철 (외 7인)	16.2
자사주 (외 1인)	1.1

Valuation wide	2020	2021	2022
PER(배)	23.3	168.0	n/a
PBR(배)	5.6	3.8	3.3
EV/EBITDA(배)	56.1	112.2	69.6
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	4.0	(19.3)	(29.0)	(29.5)
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	12.4	(11.1)	(43.0)	(45.1)

Price Trend



Issue

기업 현황 업데이트

Pitch

동사 최대 투자포인트인 바이오 소부장 소재인 배지/레진 공장 2023E말 완공 예정으로 각각 3천억원/1.6천억원 CAPA 확보. 1Q24부터 배진/레진 가동에 따라 바이오 소재 국산화에 따른 사업 가치 재조명 기대

Rationale

- 동사 최대 투자포인트는 바이오 소부장 국산화. 동사는 2021년부터 송도 및 여수에 각각 배지(연 CAPA 100톤, 3천억원)와 레진(연 CAPA 1만 리터, 1.6천억원) 생산 예정. 고객사와 레진 테스트 진행 중으로 경쟁사 대비 우수한 DBC/Elution 성능 입증하고 있음. 세포주부터 맞춤형 배지 개발까지 One-stop 서비스 제공 가능

- 바이오 소부장 국산화 사업 추진 이후, 제품에 대한 레퍼런스 확보 및 성능 입증으로 상업화 시기 예상보다 지연되었음. **다만 2024년 준공 이후, 바이오 부품 소재 매출 발생을 통해 동사 경쟁력 확인 전망.** 자회사 Puriogen 통한 자체 판매뿐만 아니라 파트너십도 가능. Bioprocessing 업체들 평균 PSR 4.0배인점 감안 시, 바이오 소재 사업 가치는 최대 1.8조원 수준

- 1H23 매출액 2023E 매출액 778억원으로 YoY +25%였으며 영업이익 7억원 기록하며 흑자 전환. 자회사 아미코젠 차이나 동물용 항생제 완제 의약품 매출 증가가 실적 상향 견인. 1) 개별인정 콜라겐 10월 판매 개시 및 2) 아미코젠 차이나 툴로스로마이신 신공장 가동으로 **2023E 매출액 1,600억원(YoY +11%) 및 영업이익 50억원(YoY 흑자전환) 전망**

- 9/15일 주주배정 후 실권주 일반공모로 957억원 증자 예정. 해당 자금 중 500억원은 전환사채 상환 예정이며 457억원은 배지/레진 공장 건설 자금으로 소요 예정

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	69	74	95	115	116	125	144
영업이익	4	2	2	(2)	3	(5)	(5)
EBITDA	9	10	10	8	13	6	8
지배주주순이익	2	(5)	40	0	32	4	(47)
자산총계	146	164	231	241	283	411	430
자본총계	107	116	160	158	193	233	170
순차입금	8	1	20	13	(3)	63	157
매출증가율	(40.1)	6.8	28.3	21.9	0.6	7.8	15.5
영업이익률	6.1	2.6	2.4	(1.9)	2.7	(3.7)	(3.4)
순이익률	2.3	(6.3)	42.5	0.1	27.3	3.0	(32.7)
EPS증가율	1,801.6	적전	흑전	(99.8)	36,330.6	(88.5)	적전
ROE	2.3	(4.2)	38.3	(0.2)	23.5	2.8	(28.8)

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

아미코젠

아미코젠은,

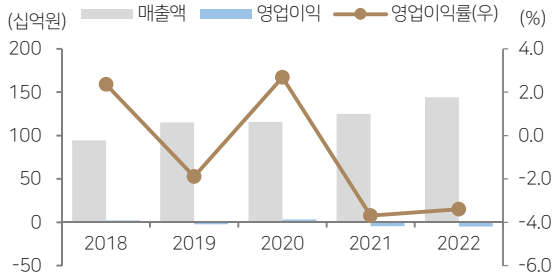
아미코젠은 2000년 설립되어 유전자 진화기술 및 단백질 공학기술을 기반으로 맞춤식 효소/단백질 개량 기술을 확보하고 있음. 기존 화학 촉매를 대체하는 친환경 생물 촉매로서 효소를 이용한 API, 의약품, 식품 등으로 사업 확장

2004년 유럽 다국적 제약사에 제약용 특수 효소 기술 이전 사례로 기술력을 입증. 2013년 기술 특례 상장으로 코스닥 상장. 2021년 비피도 지분 인수 등 M&A 통한 시너지 도모

바이오 소부장 국산화의 경우, 항체 의약품 생산의 30% 원가 차지하는 배지와 레진 개발 중. 레진은 전남 여수 연간 1만 리터로 Affinity 계열 Protein A 등 제조. 송도 완공 예정인 배지 공장은 연간 100톤 예정. 기초 배지 및 맞춤형 배지 모두 생산 가능

Financials

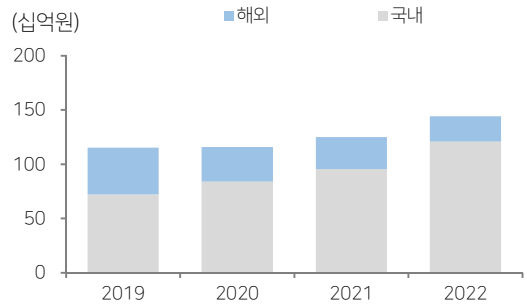
- 2022년 매출액 1,443억원(YoY +15.5%), 영업적자 48억원 달성하여 적자 지속
- 1H23 매출액 778억원(YoY +25%), 영업이익 7억원 달성하며 흑자 전환



Source: 다올투자증권

사업부문 Breakdown

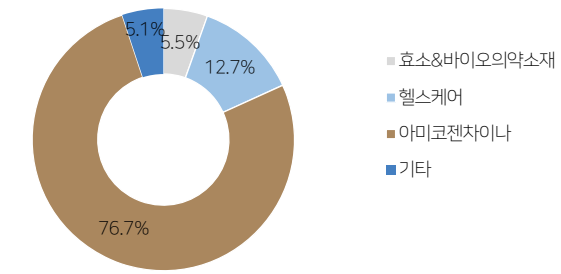
- 2011년 제약용 특수효소 중국 수출하여 아미코젠 차이나의 매출이 회사의 실적 견인
- 헬스케어 사업으로는 B2B/B2C 효소 제조 및 판매 중



Source: 다올투자증권

사업부문 Breakdown

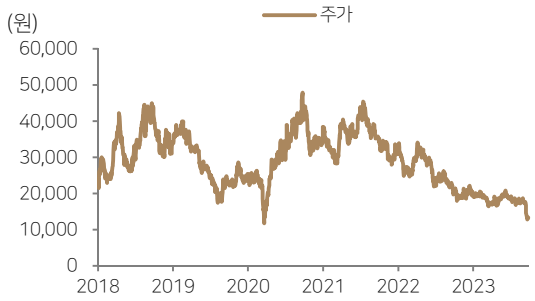
- 1H23 기준 아미코젠 차이나 매출 비중 76.7%이나 향후 헬스케어 매출 비중 확대 전망



Source: 다올투자증권

주가

- 2020년 바이오 소부장 진출에 따른 기대감으로 주가 상승하였으나, 적자 지속으로 주가 하락
- 영업이익률 개선 및 신사업 본격화 주목



Source: 다올투자증권

사업부문 Breakdown

- 동사는 바이오 프로세스 핵심인 배지와 레진 판매 예정
- 4Q23E 완공 후, 매출화 예정



Source: 다올투자증권

아미코젠

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	75.3	92.0	110.3	123.7	143.9
현금성자산	15.2	26.6	45.8	45.6	36.7
매출채권	18.9	25.9	23.5	33.4	57.0
재고자산	33.7	33.4	35.3	38.7	45.9
비유동자산	155.9	149.4	173.0	287.6	285.7
투자자산	57.9	46.6	64.3	136.9	104.2
유형자산	79.9	82.8	87.0	129.4	164.1
무형자산	18.1	20.0	21.7	21.2	17.4
자산총계	231.2	241.4	283.4	411.2	429.7
유동부채	53.4	65.5	70.9	160.5	205.2
매입채무	20.3	25.2	27.1	47.9	57.0
유동성이자부채	28.6	33.1	35.9	99.9	142.8
비유동부채	17.6	17.5	19.8	17.9	54.7
비유동이자부채	6.3	6.9	7.5	9.1	51.3
부채총계	70.9	83.0	90.6	178.4	259.9
자본금	9.6	9.6	9.6	9.9	9.9
자본잉여금	62.9	63.3	63.5	85.6	85.7
이익잉여금	60.9	60.6	92.4	98.3	51.3
자본조정	(6.0)	(11.4)	(12.6)	(7.6)	(15.1)
자기주식	0.0	(5.0)	(5.0)	(5.0)	(5.0)
자본총계	160.3	158.4	192.7	232.9	169.8
투하자본	125.7	128.9	128.9	171.4	234.4
순차입금	19.7	13.4	(2.5)	63.4	157.4
ROA	21.0	(0.1)	12.3	1.4	(10.9)
ROE	38.3	(0.2)	23.5	2.8	(28.8)
ROIC	1.5	(1.2)	1.9	(1.5)	(1.8)

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	94.5	115.2	115.9	124.9	144.3
증가율 (Y-Y,%)	28.3	21.9	0.6	7.8	15.5
영업이익	2.2	(2.2)	3.1	(4.6)	(4.9)
증가율 (Y-Y,%)	(28.3)	적전	흑전	적전	적지
EBITDA	10.2	7.9	13.1	6.2	7.8
영업외손익	50.9	1.3	37.7	14.3	(45.7)
순이자수익	(0.9)	(0.9)	(1.1)	(2.6)	(7.0)
외화관련손익	0.2	0.2	(0.4)	1.2	0.2
지분법손익	0.8	(0.8)	(0.3)	(7.4)	(23.5)
세전계속사업손익	53.1	(0.9)	40.8	9.7	(50.6)
당기순이익	41.4	(0.2)	32.3	4.7	(45.8)
지배기업당기순이익	40.2	0.1	31.6	3.7	(47.2)
증가율 (Y-Y,%)	28.4	적전	흑전	(85.3)	적전
NOPLAT	1.7	(1.6)	2.5	(2.3)	(3.6)
(+) Dep	8.0	10.1	10.0	10.8	12.7
(-) 운전자본투자	8.4	(2.4)	(3.5)	(12.0)	27.4
(-) Capex	10.9	19.3	13.9	47.3	45.9
OpFCF	(9.6)	(8.4)	2.1	(26.8)	(64.2)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	42.8	18.6	16.3	9.7	7.8
영업이익증가율(3Yr)	(1.6)	n/a	17.9	n/a	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	29.1	(5.9)	9.4	(15.5)	(0.4)
순이익증가율(3Yr)	153.7	n/a	n/a	(51.5)	n/a
영업이익률(%)	2.4	(1.9)	2.7	(3.7)	(3.4)
EBITDA마진(%)	10.8	6.8	11.3	4.9	5.4
순이익률 (%)	43.8	(0.2)	27.9	3.8	(31.7)

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업현금	2.8	8.8	8.9	8.1	(22.4)
당기순이익	41.4	(0.2)	32.3	4.7	(45.8)
자산상각비	8.0	10.1	10.0	10.8	12.7
운전자본증감	(10.6)	(1.7)	(1.3)	1.5	(25.0)
매출채권감소(증가)	1.1	(8.9)	5.0	(3.2)	(30.8)
재고자산감소(증가)	(7.5)	0.9	(1.3)	(1.8)	(8.8)
매입채무증가(감소)	(2.3)	4.8	(1.1)	5.8	14.9
투자현금	(11.2)	(3.7)	(2.1)	(98.6)	(72.5)
단기투자자산감소	9.2	9.8	18.6	24.7	(4.2)
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	(0.7)	(6.5)
설비투자	(10.9)	(19.3)	(13.9)	(47.3)	(45.9)
유무형자산감소	(1.4)	(2.7)	(2.4)	(9.9)	(1.3)
재무현금	7.3	4.3	2.9	84.0	89.6
차입금증가	5.9	6.9	3.8	59.1	87.8
자본증가	0.9	(4.7)	0.2	22.4	0.1
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	(1.2)	9.2	9.3	(3.9)	(6.7)
총현금흐름(Gross CF)	14.9	11.5	14.9	10.4	11.9
(-) 운전자본증가(감소)	8.4	(2.4)	(3.5)	(12.0)	27.4
(-) 설비투자	10.9	19.3	13.9	47.3	45.9
(+) 자산매각	(1.4)	(2.7)	(2.4)	(9.9)	(1.3)
Free Cash Flow	(6.9)	6.0	11.5	(86.7)	(85.5)
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.0	0.7	6.5
잉여현금	(6.9)	6.0	11.5	(87.4)	(92.0)

주요투자지표

(원, 배)	2018	2019	2020	2021	2022
Per share Data					
EPS	2,093	5	1,645	189	(2,390)
BPS	5,692	5,312	6,832	8,352	5,792
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	16.3	5,636.8	23.3	168.0	n/a
PBR	6.0	4.8	5.6	3.8	3.3
EV/ EBITDA	66.0	63.8	56.1	112.2	69.6
배당수익율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	43.8	42.5	49.4	60.2	32.2
PSR	6.9	4.2	6.4	5.0	2.7
재무건전성 (%)					
부채비율	44.2	52.4	47.0	76.6	153.1
Net debt/Equity	12.3	8.5	n/a	27.2	92.7
Net debt/EBITDA	192.8	170.6	n/a	1,029.8	2,027.3
유동비율	141.1	140.4	155.7	77.1	70.2
이자보상배율	2.6	n/a	2.8	n/a	n/a
이자비용/매출액	1.2	1.1	1.2	2.4	5.2
자산구조					
투하자본(%)	63.2	63.8	53.9	48.4	62.4
현금+투자자산(%)	36.8	36.2	46.1	51.6	37.6
자본구조					
차입금(%)	17.9	20.2	18.3	31.9	53.3
자기자본(%)	82.1	79.8	81.7	68.1	46.7

자료: 다올투자증권

아미코젠 아미코젠

박종현
의료기기 | alex.park@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

마이크로디지탈 (305090)

일회용 세포배양시스템 차근차근 진행 중

NOT RATED

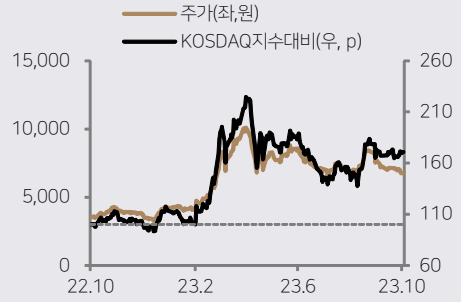
	현재	직전	변동
투자의견	NOT RATED		신규
적정주가			
Earnings			

Stock Information	
현재가 (10/24)	6,870원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	1,074억원
비중(KOSDAQ내)	0.03%
발행주식수	15,637천주
52주 최저가 / 최고가	3,250 - 10,090원
3개월 일평균거래대금	7억원
외국인 지분율	0.3%
주요주주지분율(%)	
김경남 (외 6인)	30.7
이경애 (외 6인)	7.2
마이크로디지탈우리사주(외1인)	0.0

Valuation wide	2020	2021	2022
PER(배)	n/a	n/a	n/a
PBR(배)	9.6	6.7	11.4
EV/EBITDA(배)	n/a	n/a	n/a
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(9.8)	(29.9)	92.4	99.4
KOSDAQ 대비 상대수익률	(1.4)	(21.7)	78.4	83.9

Price Trend



Issue

기업 현황 업데이트

Pitch

동사 바이오 의약품 소부장 대표 상장사. 핵심 투자 포인트는 일회용 세포배양시스템 셀빅의 기술이전. 2022년 이후, 국내 상장사 2개 업체에 공급 계약을 체결하였으며 해당 레퍼런스를 기반으로 추가적인 판매 기대

Rationale

- 2022년 매출액 89억원(YoY +107%), 영업적자 80억원(YoY 적자 유지) 기록. 바이오 프로세스 매출 성장이 실적 성장 견인. 동사 바이오 프로세스 제품은 일회용 세포배양 시스템 셀빅과 일회용백 더백이 있음. 해당 부문 매출은 2021년 2.5억원에서 2022년 49억원, 1H23 21억원으로 성장. 바이오 메디컬은 자동화 분석 시스템으로 연간 30억원 수준 매출 기록

- 세포/유전자 치료제 분야 성장에 따라 바이오 의약품 다품종 소량생산이 요구됨에 따라 다회용 스테인리스 기반 바이오리액터가 아닌 일회용 바이오리액터에 대한 수요 증가 전망. 50억 달러 규모의 글로벌 일회용 바이오 리액터 시장은 2025E 140억 달러 성장 전망. 다만, 바이오 프로세스 장비/소재는 Thermo Fisher / Cytiva / Sartorious 등 소수 업체가 과점하고 있으며 장비/소재에 대한 풀라인업을 확보하고 있어 신규 업체 제품에 대한 레퍼런스 확보 및 초기 판매가 어려움

- 산자부 2020년 '바이오 소부장 연대 협력 협의체' 발족 후, 셀트리온와 2D 일회용백 더백에 대한 공급 계약 체결. 일회용 세포 배양 시스템 셀빅 판매 위한 레퍼런스 활용 기대. 동사는 셀트리온, 프레스티지바이오파마 공급 사례처럼 제품에 대한 테스트를 통해 레퍼런스를 확보하고 있어 매출 확대 가능성 확인. 2023E 매출액 100억원(YoY +12%), 영업이익 BEP 전망. 일회용 세포배양 시스템 매출액은 전년 대비 유사 기대. 1H23 현금성 자산 및 단기금융상품은 70억원 수준

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	4	5	5	4	2	4	9
영업이익	0	0	(1)	(6)	(11)	(6)	(8)
EBITDA	0	1	(1)	(5)	(9)	(5)	(6)
당기순이익	(3)	(0)	(2)	(6)	(10)	(8)	(9)
자산총계	4	5	12	23	21	35	28
자본총계	0	0	9	18	8	12	5
순차입금	2	1	(5)	(8)	1	4	6
매출증가율	(7.4)	4.2	3.7	(16.9)	(41.7)	88.0	106.4
영업이익률	0.7	10.8	(26.0)	(162.3)	(459.0)	(149.4)	(89.5)
순이익률	(75.1)	(0.7)	(35.1)	(160.4)	(457.1)	(177.2)	(105.4)
EPS증가율	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
ROE	n/a	(6.5)	(35.6)	(47.2)	(82.3)	(76.0)	(104.8)

Note: K-IFRS 별도 기준 / Source: 다올투자증권

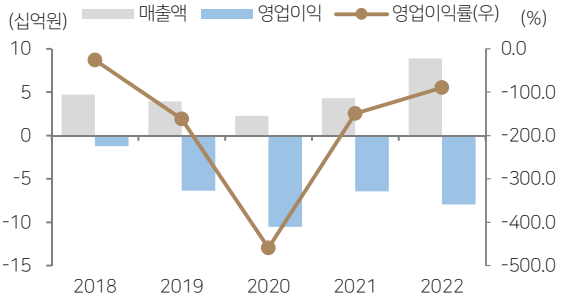
마이크로디지탈은,

동사는 2002년 설립 후, R&D를 통해 바이오, 메디컬 측정 장비 국산화에 주력. 동사 사업부는 바이오 프로세스와 바이오 메디컬 사업부로 구분

동사 일회용 세포 배양 시스템인 셀빅은 기존의 Rocking 및 Orbital 방식의 일회용 바이오리액터 장점을 결합한 Free Rocking 제품. 동사는 1 ~1000L 제품을 보유하고 있어 고객사 주문에 대응 가능

Financials

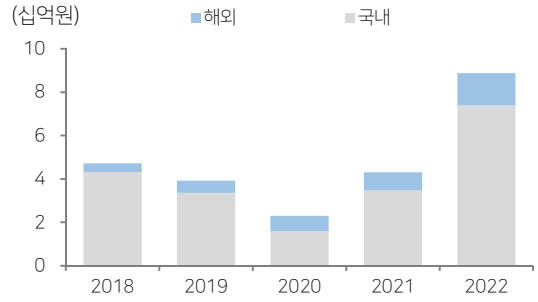
- 2022년 매출액 89억원(YoY +107%), 영업적자 80억원(YoY 적자 유지)
- 2020년 이후 바이오 프로세스 장비 판매로 매출 성장 이어지고 있음. 바이오시밀러 상장사 2곳에 공급 계약을 체결



Source: 다올투자증권

국가별 Breakdown

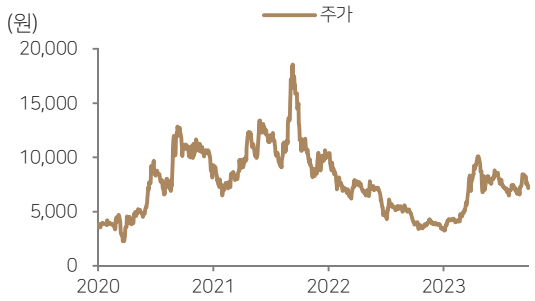
- 바이오/메디컬 장비 국산화를 통해 매출 발생하고 있어 주요 매출처는 국내에 집중
- 향후 일회용 배양시스템 L/O 등을 통해 해외 매출 확대 기대



Source: 다올투자증권

주가

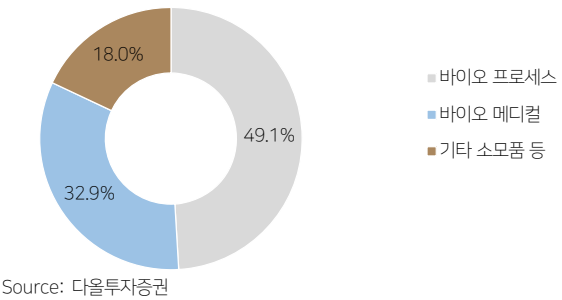
- 동사 2019년 상장
- 2021.09월 프레스티지바이오파마와 공급계약과 함께 일회용 세포배양시스템 사업 본격화 기대감으로 주가 상승



Source: 다올투자증권

사업부문 Breakdown

- 동사 사업부는 바이오 프로세스와 바이오 메디컬로 구분
- 바이오 프로세스는 셀빅과 일회용 2D, 3D 백
- 바이오메디컬은 흡광, 발광, 형광 분석 시스템



Source: 다올투자증권

제품사진

- 동사 투자포인트인 일회용 세포배양 시스템 셀빅
- Rocking 및 Orbital 방식의 일회용 바이오리액터의 장점 결합



Source: 마이크로디지탈, 다올투자증권

마이크로디지

재무제표 (K-IFRS 별도)

대차대조표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	9.7	17.3	10.1	19.7	17.0
현금성자산	6.9	10.6	7.8	12.0	12.8
매출채권	1.1	1.7	0.5	1.5	0.8
재고자산	1.6	1.8	1.6	5.4	3.0
비유동자산	2.0	5.9	10.7	15.5	11.4
투자자산	1.0	2.4	4.7	8.9	1.6
유형자산	0.9	2.9	5.4	6.0	9.1
무형자산	0.0	0.6	0.6	0.6	0.7
자산총계	11.7	23.2	20.8	35.2	28.4
유동부채	1.9	2.9	7.9	6.2	16.6
매입채무	0.5	1.3	2.6	2.8	2.1
유동성이자부채	1.3	1.2	5.2	1.2	14.3
비유동부채	0.9	2.5	5.3	16.6	6.3
비유동이자부채	0.2	1.0	3.4	14.4	4.0
부채총계	2.8	5.4	13.2	22.8	23.0
자본금	1.5	1.8	3.6	3.8	7.7
자본잉여금	10.9	26.4	24.5	35.5	33.3
이익잉여금	(3.5)	(10.4)	(20.9)	(28.5)	(37.7)
자본조정	0.0	0.0	0.4	1.6	2.1
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	8.9	17.8	7.6	12.4	5.4
투하자본	3.3	9.3	5.3	9.0	11.0
순차입금	(5.4)	(8.4)	0.8	3.6	5.6
ROA	(19.3)	(36.1)	(47.6)	(27.2)	(29.4)
ROE	(35.6)	(47.2)	(82.3)	(76.0)	(104.8)
ROIC	(42.2)	(73.8)	(104.3)	(64.9)	(57.5)

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	4.7	3.9	2.3	4.3	8.9
증가율 (Y-Y,%)	3.7	(16.9)	(41.7)	88.0	106.4
영업이익	(1.2)	(6.4)	(10.5)	(6.4)	(8.0)
증가율 (Y-Y,%)	적지	적지	적지	적지	적지
EBITDA	(1.0)	(5.5)	(9.0)	(4.9)	(6.2)
영업외손익	(0.3)	0.2	0.1	(2.1)	(1.4)
순이자수익	(0.1)	0.1	0.1	(0.4)	(1.1)
외화관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	(0.0)
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	(1.5)	(6.1)	(10.4)	(8.5)	(9.3)
당기순이익	(1.7)	(6.3)	(10.5)	(7.6)	(9.4)
증가율 (Y-Y,%)	적지	적지	적지	적지	적지
NOPLAT	(0.9)	(4.6)	(7.6)	(4.7)	(5.8)
(+) Dep	0.2	0.9	1.5	1.5	1.8
(-) 운전자본투자	1.5	2.9	(5.4)	3.0	(0.8)
(-) Capex	0.8	2.6	4.1	2.2	4.2
OpFCF	(3.0)	(9.2)	(4.8)	(8.4)	(7.4)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	(3.5)	(20.5)	(3.0)	31.3
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출총이익률(%)	33.3	(4.1)	(107.2)	23.0	2.6
영업이익률(%)	(26.0)	(162.3)	(459.0)	(149.4)	(89.5)
EBITDA마진(%)	(21.2)	(139.4)	(394.4)	(114.8)	(69.6)
순이익률 (%)	(35.1)	(160.4)	(457.1)	(177.2)	(105.4)

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업현금	(1.4)	(5.1)	(5.8)	(7.0)	(3.8)
당기순이익	(1.7)	(6.3)	(10.5)	(7.6)	(9.4)
자산상각비	0.2	0.9	1.5	1.5	1.8
운전자본증감	(1.0)	(0.4)	(1.6)	(3.6)	(0.0)
매출채권감소(증가)	0.2	(0.4)	0.8	(1.6)	0.1
재고자산감소(증가)	(0.9)	(0.2)	(2.3)	(3.8)	2.0
매입채무증가(감소)	0.1	(0.1)	0.1	0.2	(0.2)
투자현금	(2.2)	(13.6)	(0.4)	(10.6)	1.4
단기투자자산감소	(1.0)	(7.2)	0.1	(8.6)	5.8
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(0.8)	(2.6)	(4.1)	(2.2)	(4.2)
유무형자산감소	(0.0)	(0.6)	(0.0)	0.5	(0.3)
재무현금	8.0	15.1	6.1	16.8	2.1
차입금증가	(0.9)	(0.7)	6.1	8.8	1.4
자본증가	6.8	15.8	0.0	8.0	0.7
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	4.3	(3.6)	(0.1)	(0.8)	(0.3)
총현금흐름(Gross CF)	(0.4)	(4.7)	(4.2)	(3.3)	(3.5)
(-) 운전자본증가(감소)	1.5	2.9	(5.4)	3.0	(0.8)
(-) 설비투자	0.8	2.6	4.1	2.2	4.2
(+) 자산매각	(0.0)	(0.6)	(0.0)	0.5	(0.3)
Free Cash Flow	(3.5)	(18.7)	(6.2)	(17.5)	(2.2)
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
잉여현금	(3.5)	(18.7)	(6.2)	(17.5)	(2.2)

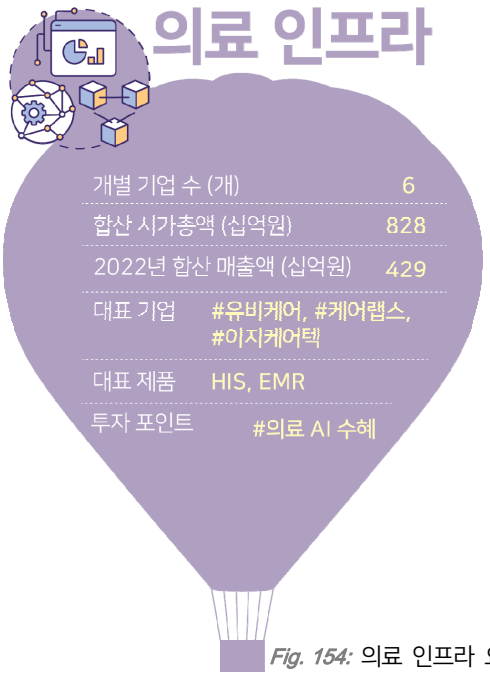
주요투자지표

(원, 배)	2018	2019	2020	2021	2022
Per share Data					
EPS	(142)	(434)	(721)	(525)	(630)
BPS	3,045	4,741	965	1,555	303
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PBR	n/a	0.8	9.6	6.7	11.4
EV/ EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
배당수익율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PSR	n/a	13.5	58.7	36.6	6.0
재무건전성 (%)					
부채비율	31.9	30.3	172.2	183.6	422.5
Net debt/Equity	n/a	n/a	11.1	29.1	103.2
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	510.9	603.9	128.2	315.8	102.0
이자보상배율	n/a	62.8	98.8	n/a	n/a
이자비용/매출액	2.9	1.6	6.3	10.7	14.3
자산구조					
투하자본(%)	29.0	41.8	30.1	30.2	43.5
현금+투자자산(%)	71.0	58.2	69.9	69.8	56.5
자본구조					
차입금(%)	14.2	11.0	53.0	55.7	77.2
자기자본(%)	85.8	89.0	47.0	44.3	22.8

자료: 다올투자증권

마이크로디지
마이크로디지

이 페이지는 편집상 공백입니다



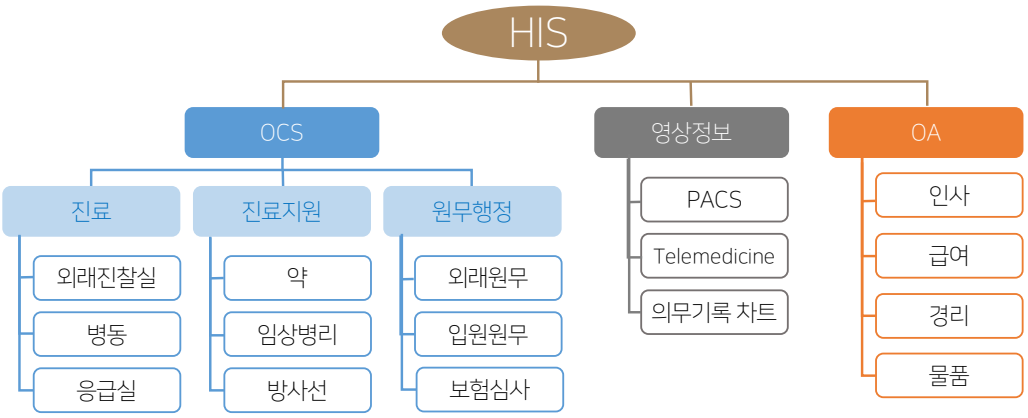
IV-9. 의료 인프라 : AI 수혜를 볼 수 있을까?

Fig. 154: 의료 인프라 요약

(십억원)		유비케어	이지케어텍	케어랩스
시가총액		223.1	116.7	78.6
매출액	2022	133.3	73.2	87.6
	2023E	160.0	80.0	100.0
영업이익	2022	6.8	-4.1	-6.4
	2023E	5.6	3.0	-
투자포인트		- 똑닥 등 신규사업 수익화	- 국내 HIS 교체 주기 돌입 - 일본 신규 수주 기대 - 의료 AI 수수료 매출 기대	- 바비톡 시술 플랫폼 출시

Source: 다올투자증권

Fig. 155: HIS과 EMR, PACS의 구분



Source: 다올투자증권

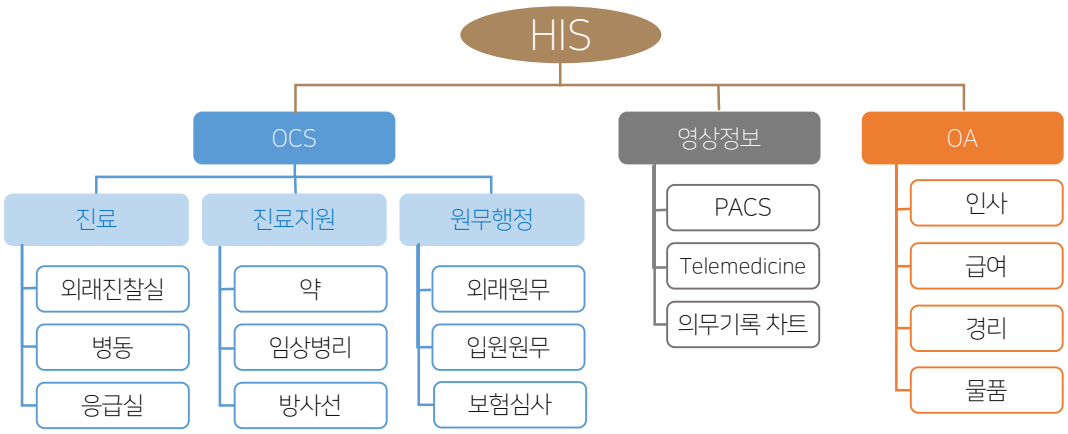
의료 인프라 기업들은 병원이나 의료 현장에서 사용되는 시스템을 전산화하는 기업들로 분류되며 HIS 업체인 이지케어텍과 EMR 국내 1위인 유비케어와 케어랩스가 있다. HIS는 통합의료정보시스템으로 의료, 행정, 재정 및 서비스의 해당 처리와 같은 병원 운영의 모든 측면을 관리할 수 있도록 설계된 통합 정보 시스템이다. EMR과 PACS는 HIS에 포함되는 시스템의 일부로 EMR(Eletronic Medical Records)는 환자의 진료 정보를 전산화한 것이며, PACS(Picture archiving and communication system)으로 영상 진단 장치를 통해 획득된 영상 정보를 획득, 저장하고, 판독과 진료 기록을 함께 전송, 관리하는 시스템이다.

의료 인프라 업체들은 COVID19 펜데믹 당시 원격 의료/ 비대면 진료 관련 수혜에 대한 기대로 주가가 상승한 바가 있지만, 비대면 진료 법제화 무산 등으로 주가 하락하였다. 다만, 각 업체들의 비대면 진료 관련 매출은 발생하지 않는 상황이기에 실적에 대한 영향은 제한적이다. 다만 연계된 서비스 일부는 지속적인 적자를 경험하고 있어 일부 서비스들의 점진적 유료화가 진행되고 있다. 의료 인프라 업체들의 경우 신규 사업의 확장과 더불어 비용 투자에 대한 수익성 재고가 필요한 시점이다.

최근 AI 의료가 대두됨과 동시에 HIS/PACS 업체들의 연관성이 주목된다. 엑스레이나 CT를 기반으로 한 AI 영상 진단의 경우, 독자적인 영업이 가능하지만 PACS나 HIS 업체와의 연계가 가능하다. 대부분의 기능들이 PACS를 통해 연동되기 때문이다. 해당 업체들과의 협업을 통해 영업망을 확대하기에 AI 영상 진단 업체들과 계약을 체결하여 향후 구동 건수 당 로열티 매출 등이 가능하다.

비대면 진료는 COVID19 펜데믹으로 대면진료가 어려워져 2020.02월부터 한시적으로 비대면 진료가 한시적으로 허용되었다. 2023.05월까지 월 평균 이용자는 약 20만명에 달했으나, 시범사업이 개시된 6월부터는 월 평균 이용자가 30% 이상 감소한 것으로 파악된다. 6월 15만명, 7월 14만명에 그쳤다. 한시적 비대면 진료 가능 시기에는 이용 대상에 제한이 없었으나, 비대면 진료 시범 사업은 재진을 원칙으로 하며 일부 대상에 대해서만 초진을 허용한다. 초진 제한 등으로 비대면 진료 이용자 수는 감소를 겪고 이에 따라 비대면 진료 등 제공하는 서비스 업체들은 어려움을 겪고 있는 실정이다.

Fig. 156: HIS과 EMR, PACS의 구분



Source: 다올투자증권

박종현
의료기기 | alex.park@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

유비케어 (032620)

만성질환과 고령화, 신사업들에 주목

NOT RATED

	현재	직전	변동
투자의견	NOT RATED		신규
적정주가			
Earnings			

Stock Information	
현재가 (10/24)	4,355원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	2,273억원
비중(KOSDAQ내)	0.06%
발행주식수	52,197천주
52주 최저가 / 최고가	4,275 - 7,310원
3개월 일평균거래대금	6억원
외국인 지분율	1.2%
주요주주지분율(%)	
GC케어 (외 2인)	52.7
자사주 (외 1인)	2.8

Valuation wide	2020	2021	2022
PER(배)	80.4	29.6	73.4
PBR(배)	5.9	4.1	3.0
EV/EBITDA(배)	29.7	27.5	21.7
배당수익률(%)	0.5	0.5	1.2

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(9.3)	(27.1)	(6.3)	(13.6)
KOSDAQ 대비 상대수익률	(0.8)	(18.8)	(20.3)	(29.1)

Price Trend



Issue

기업 현황 업데이트

Pitch

동사 EMR 관련 매출은 부가 서비스 확대를 통해 확대되고 있으며, 이익률 하락의 원인이었던 신사업들은 2024E부터 점진적 수익화 이루어질 전망. 신사업인 닥터바이스와 또하나의가족은 높은 잠재력을 보유한 만성질환과 실버케어 플랫폼. 해당 플랫폼 확대 및 고도화 추이에 주목

Rationale

- 본업인 EMR 솔루션 매출은 병의원 비즈니스 효율화해주는 부가 솔루션 매출로 높은 MS로 인해 정체될 수 있던 EMR 솔루션 매출의 성장 기조를 유지시킴. 동사 EMR 솔루션은 약 MS 40%로 추정되며 1위
- 2023E 매출액 1,620억원(YoY+21%), 영업이익 56억원(YoY -18%) 전망 (1H23 중단영업손실 11억 포함). 신규 사업 영업 적자에 따라 이익률 하락. 2023.05월 완전 자회사된 의약품 자동조제기 제조사 크레템은 1H23 영업적자 13억원, 헥톤프로젝트(또하나의가족) 1H23 영업적자 2억원
- 향후 이익률 개선의 관건은 1) 신사업 수익화와 2) 본업 이익률 개선. 신사업은 순차 수익화가 이루어지고 있으며, 본업의 경우, EMR 부문 영업이익률 13%는 유지 가정 하에 적자 전환된 유통 사업부 또한 이익률 개선 확인
- 만성질환 닥터바이스는 11월 중 출시를 목표하고 있으며, EMR 연동. 일차의료 만성질환 관리 시범사업에 선정되었으며 2023.10월부터 30곳 내과의원 대상으로 비공개 그룹 테스트 진행. 본사업 선정 내용에 따라 수가 및 질환 범위 확인 가능. 2021.03월 출시한 실버케어 플랫폼 또하나의가족의 플랫폼 고도화 및 수익화 주목. 현재 요양병원 검색 기능 및 요양 일지 등 제공하는 탑재 및 기능 강화 예정. **신사업 수익화에 따른 이익 개선 추이 확인 필요**

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	68	82	100	111	105	112	133
영업이익	6	8	10	12	13	10	7
EBITDA	7	8	11	14	15	13	11
지배주주순이익	5	4	6	7	6	13	4
자산총계	65	69	130	137	154	149	162
자본총계	47	47	104	106	109	121	124
순차입금	(34)	(34)	(67)	(21)	(51)	(31)	(33)
매출증가율	(38.4)	20.3	21.7	11.0	(5.5)	6.6	19.3
영업이익률	9.3	9.1	9.6	11.1	12.2	8.9	5.1
순이익률	7.4	4.3	5.8	6.1	5.9	11.9	2.7
EPS증가율	(3.4)	(29.8)	25.1	17.9	(8.3)	113.5	(73.1)
ROE	11.0	7.6	8.2	7.2	6.6	12.1	3.5

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

유비케어

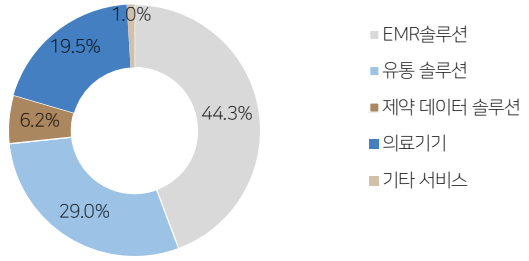
유비케어는,

동사는 1992년 메디슨 사내벤처로 발족하여 국내 최초 병의원 EMR 의사랑 출시. 1994년 법인 설립하여 1997년 코스닥 상장. 2002년 유비케어로 사명 변경. 2017년 병의원 예약/접수 모바일 어플리케이션 똑닥 서비스 실시하였으며, 2020년 GC 녹십자 그룹 계열사 편입

동사 핵심 사업은 EMR 솔루션 사업으로 국내 병의원/약국 25,700처에 판매. 해당 사업에서 파생된 제약 데이터 솔루션 및 유통 솔루션, 신사업 등으로 분류

사업부문 Breakdown

- 동사 사업부는 EMR솔루션, 유통 솔루션, 제약 데이터 솔루션으로 구분
- EMR 솔루션 매출 비중 44%이며, 유통 솔루션 매출 비중 29%



Source: 다올투자증권

신사업 닥터바이스

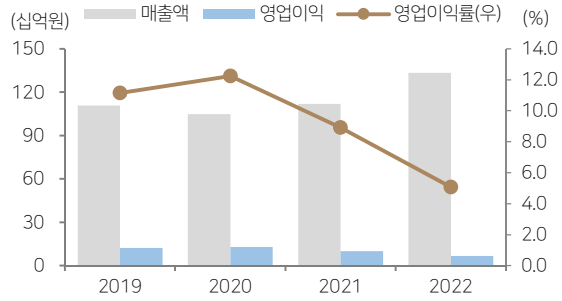
- 닥터바이스는 만성질환 관리 플랫폼으로 EMR이 연동되며 각각 환자 및 의사 대상 플랫폼 제공



Source: 유비케어, 다올투자증권

Financials

- 2022년 매출액 1,333억원(YoY +19%), 영업이익 68억원(YoY -32%) 기록



Source: 다올투자증권

주가

- 2020년 원격 의료 등에 대한 기대감으로 주가 상승한 바 있음. 수익성 하락으로 주가 하락



Source: 다올투자증권

신사업 또하나의가족

- 고령화에 따른 요양 서비스 증가에 대응하여 요양 플랫폼 고도화 지속
- 현재 가입 시설은 누적 2,500개이며, 방문 보호자수는 2Q23 약 18만명



Source: 유비케어, 다올투자증권

유비케어

유비케어

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	88.0	98.0	106.0	89.9	75.3
현금성자산	66.9	21.5	60.1	40.1	47.3
매출채권	17.9	20.4	25.9	11.3	12.0
재고자산	1.1	3.6	3.9	2.5	8.5
비유동자산	42.0	38.8	48.2	59.4	86.6
투자자산	13.2	9.6	22.3	35.5	50.0
유형자산	5.9	6.3	4.1	2.1	7.9
무형자산	22.9	22.9	21.8	21.8	28.7
자산총계	129.9	136.7	154.2	149.3	161.9
유동부채	23.9	29.2	33.8	19.2	24.6
매입채무	20.8	25.9	24.3	13.3	16.7
유동성이자부채	0.0	0.1	0.1	1.3	4.1
비유동부채	1.6	1.7	10.9	9.1	13.8
비유동이자부채	0.0	0.0	8.7	7.8	10.0
부채총계	25.5	30.9	44.7	28.3	38.4
자본금	26.1	26.1	26.1	26.1	26.1
자본잉여금	54.2	54.3	54.2	54.2	50.8
이익잉여금	25.2	29.4	33.5	44.0	46.5
자본조정	(3.9)	(7.2)	(7.3)	(6.5)	(6.6)
자기주식	(3.6)	(6.6)	(6.6)	(6.6)	(6.6)
자본총계	104.4	105.9	109.5	121.0	123.5
투하자본	26.5	76.6	47.0	66.6	55.5
순차입금	(66.9)	(21.4)	(51.3)	(31.0)	(33.2)
ROA	6.1	5.5	4.7	9.0	2.6
ROE	8.2	7.2	6.6	12.1	3.5
ROIC	47.4	16.4	15.2	14.1	7.4

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	99.9	110.9	104.8	111.8	133.3
증가율 (Y-Y,%)	21.7	11.0	(5.5)	6.6	19.3
영업이익	9.6	12.4	12.8	10.0	6.7
증가율 (Y-Y,%)	(25.4)	29.2	3.7	(22.2)	(32.4)
EBITDA	11.0	14.4	15.2	13.2	10.6
영업외손익	(0.5)	(1.5)	(4.2)	5.9	(0.7)
순이자수익	0.8	0.2	0.3	0.6	0.9
외화관련손익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	(0.8)
지분법손익	(1.2)	(3.1)	(5.1)	1.3	(3.4)
세전계속사업손익	9.1	10.9	8.6	15.8	6.1
당기순이익	6.1	7.3	6.8	13.6	4.1
지배기업당기순이익	5.8	6.8	6.2	13.3	3.6
증가율 (Y-Y,%)	(11.1)	20.5	(6.6)	98.8	(69.8)
NOPLAT	7.8	8.4	9.4	8.0	4.5
(+) Dep	1.4	2.1	2.3	3.2	3.8
(-) 운전자본투자	0.9	50.1	(35.2)	19.7	(24.4)
(-) Capex	1.5	1.3	3.1	1.4	2.2
OpFCF	6.9	(40.9)	43.8	(9.8)	30.5
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	18.9	17.6	8.5	3.8	6.4
영업이익증가율(3Yr)	28.2	24.9	19.5	1.4	(18.3)
EBITDA증가율(3Yr)	25.3	25.6	21.8	6.4	(9.9)
순이익증가율(3Yr)	(0.6)	13.1	24.6	30.8	(17.6)
영업이익률(%)	9.6	11.1	12.2	8.9	5.1
EBITDA마진(%)	11.0	13.0	14.5	11.8	7.9
순이익률 (%)	6.1	6.6	6.5	12.2	3.1

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업현금	8.4	11.8	11.8	8.4	4.3
당기순이익	6.1	7.3	6.8	13.6	4.1
자산상각비	1.4	2.1	2.3	3.2	3.8
운전자본증감	(1.0)	(2.7)	(4.1)	(2.5)	(1.2)
매출채권감소(증가)	(3.9)	(3.1)	(4.1)	12.7	3.2
재고자산감소(증가)	1.6	(2.7)	(0.7)	1.5	0.2
매입채무증가(감소)	3.1	3.9	(1.2)	(8.9)	(2.7)
투자현금	(56.7)	(11.7)	15.2	(16.9)	(1.8)
단기투자자산감소	(37.0)	(9.1)	28.9	(24.8)	25.1
장기투자증권감소	(3.2)	0.0	(8.4)	(3.5)	(23.8)
설비투자	(1.5)	(1.3)	(3.1)	(1.4)	(2.2)
유무형자산감소	(0.3)	(1.2)	0.6	(1.3)	0.1
재무현금	46.2	(5.1)	(1.5)	(2.7)	(3.6)
차입금증가	(0.1)	(0.3)	1.1	(0.2)	(2.1)
자본증가	46.3	(4.8)	(3.0)	(2.5)	(2.0)
배당금지급	1.2	1.8	2.0	2.5	2.0
현금 증감	(2.0)	(5.0)	25.4	(11.2)	(1.1)
총현금흐름(Gross CF)	11.8	16.0	17.1	14.0	9.8
(-) 운전자본증가(감소)	0.9	50.1	(35.2)	19.7	(24.4)
(-) 설비투자	1.5	1.3	3.1	1.4	2.2
(+) 자산매각	(0.3)	(1.2)	0.6	(1.3)	0.1
Free Cash Flow	(45.9)	1.7	28.1	(5.4)	6.8
(-) 기타투자	3.2	(0.0)	8.4	3.5	23.8
잉여현금	(49.1)	1.7	19.8	(8.9)	(17.0)

주요투자지표

(원, 배)	2018	2019	2020	2021	2022
Per share Data					
EPS	110	130	119	255	69
BPS	1,510	1,527	1,623	1,841	1,685
DPS	35	40	50	40	60
Multiples(x,%)					
PER	39.8	44.1	80.4	29.6	73.4
PBR	2.9	3.8	5.9	4.1	3.0
EV/ EBITDA	14.8	19.3	29.7	27.5	21.7
배당수익율	0.8	0.7	0.5	0.5	1.2
PCR	19.4	18.7	29.3	28.1	26.7
PSR	2.3	2.7	4.8	3.5	2.0
재무건전성 (%)					
부채비율	24.4	29.2	40.8	23.3	31.1
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	368.6	335.4	313.7	468.1	306.6
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	n/a	0.0	0.1	0.2	0.3
자산구조					
투하자본(%)	24.9	71.1	36.3	46.8	36.3
현금+투자자산(%)	75.1	28.9	63.7	53.2	63.7
자본구조					
차입금(%)	0.0	0.2	7.5	7.0	10.2
자기자본(%)	100.0	99.8	92.5	93.0	89.8

자료: 다올투자증권

유비케어 유비케어

박종현
의료기기 | alex.park@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

이지케어텍 (099750)

의료AI 보급 확대에 따른 중장기 수혜 기대

NOT RATED

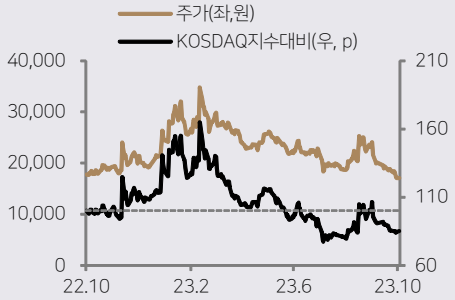
	현재	직전	변동
투자의견	NOT RATED		신규
적정주가			
Earnings			

Stock Information	
현재가 (10/24)	17,580원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	1,202억원
비중(KOSDAQ내)	0.03%
발행주식수	6,835천주
52주 최저가 / 최고가	17,060 - 34,800원
3개월 일평균거래대금	21억원
외국인 지분율	0.4%
주요주주지분율(%)	
서울대학교병원 (외 7인)	36.2
카카오헬스케어 (외 1인)	6.6
이지케어텍우리사주(외1인)	3.7

Valuation wide	2020	2021	2022
PER(배)	n/a	n/a	n/a
PBR(배)	3.4	4.9	9.8
EV/EBITDA(배)	n/a	n/a	83.2
배당수익률(%)	0.7	0.5	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(18.8)	(25.4)	(0.7)	(10.3)
KOSDAQ 대비 상대수익률	(10.3)	(17.1)	(14.7)	(25.8)

Price Trend



Issue
의료 인프라

Pitch
국내 HIS 교체 시기 돌입 및 일본과 중동 매출 본격화 전망. 의료 AI 급여화에 따른 보급은 추가적인 매출처로 기대

Rationale
- 24기 1분기 매출액 171억원(QoQ -0.4%), 영업손실 2억원(QoQ 적자). 국내 매출액 134억원으로 QoQ +17%으로 국내 전남대병원 유지보수 계약 체결, 단국대, 강원대 병원 매출 인식 본격화. 해외 매출액은 23억원으로 QoQ -29%
- 24기 매출액 800억원(YoY +9.3%) 및 영업이익 30억원(YoY 흑전) 공시하였으며 해당 가이던스 달성 전망. 24기 2분기부터 보라매병원 HIS 구축 사업 선정(계약금액 117억원)되어 국내 매출 성장. 해외 부문은 일본 및 중동 지역 성장 기대. 일본향 BESTCare 2.0 개발 완료되어 추가 프로젝트 수주에 따른 매출 확대 및 수익성 향상 전망. 22기 출시한 중소형 병원 클라우드 사업부 매출 빠르게 확대 중. 퍼블릭/프라이빗 고객 추가에 따른 수익성 확대 전망(고정비 연간 60억원 수준)
- 카카오헬스케어: 2023.01월 카카오헬스케어 100억원 유상증자 통해 2대 주주 등극. 동사는 카카오헬스케어와 TFT를 통해 협력 방안 논의 중. 1) DX 플랫폼 구축, 2) 미국/일본 시장 진출 방안 모색, 3) 카카오 클라우드 사업 확대라는 3가지 방안을 구체화하는 중
- 의료 AI: 국내 써드 파티 의료 AI 솔루션은 동사를 포함한 HIS 상에서 구동됨. 의료 AI 솔루션 급여화에 따른 보급 확대로 수수료 매출 기대되며, 자체적으로 개발한 성인 폐렴 타깃 닥터앤서 2.0 임상 진행 중. 2024E 국내 식약처 품목 허가 기대

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	n/a	53	55	55	65	77	92
영업이익	n/a	4	4	4	(2)	(4)	1
EBITDA	n/a	4	5	4	(1)	(1)	3
지배주주순이익	n/a	4	4	4	(1)	(8)	(3)
자산총계	n/a	34	39	58	58	53	55
자본총계	n/a	25	29	46	42	34	32
순차입금	n/a	(14)	(13)	(26)	(7)	(8)	(1)
매출증가율	n/a	n/a	4.6	(1.1)	18.1	18.9	19.7
영업이익률	n/a	7.8	8.1	6.7	(3.3)	(5.2)	0.6
순이익률	n/a	7.0	6.4	7.1	(1.5)	(10.3)	(3.5)
EPS증가율	n/a	n/a	(3.8)	(14.6)	적전	적지	적지
ROE	n/a	n/a	13.3	10.2	(2.3)	(21.0)	(9.7)

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

이지케어텍

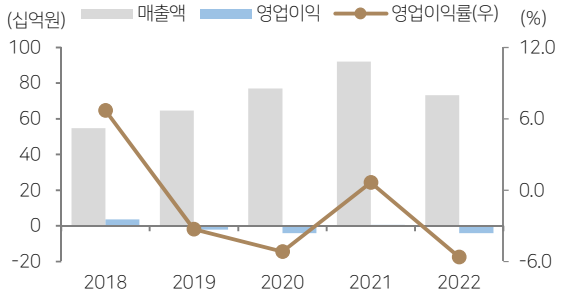
이지케어텍은,

동사는 서울대학교병원으로부터 의료정보시스템(HIS) 전문 기업으로 분사. 의료계 직접 경험을 갖춘 임직원들이 사업에 직, 간접 참여하여 차별화된 HIS인 상급 병원용 BESTCare 2.0과 중소 병원용 클라우드 EMR EDGE & NEXT 제품 보유. 2014년 기점으로 해외 확장 진행 중이며, 2023.01월 카카오헬스케어 2대 주주로 참여

HIS는 의료 데이터를 체계적으로 관리하는 전자 시스템으로 EMR이 대표적인 사례

Financials

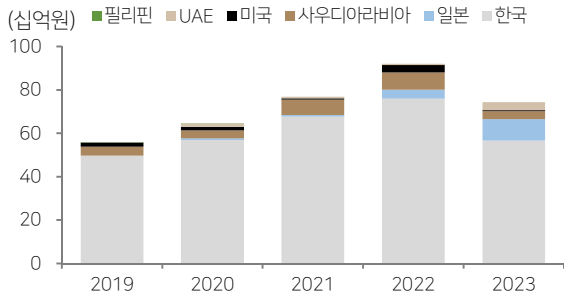
- 2022년 국내 수주 감소로 매출액 감소하여 적자 폭 확대
- 2023E 신규 수주 기반 800억원 매출 달성 전망



Source: 다올투자증권

국가별 Breakdown

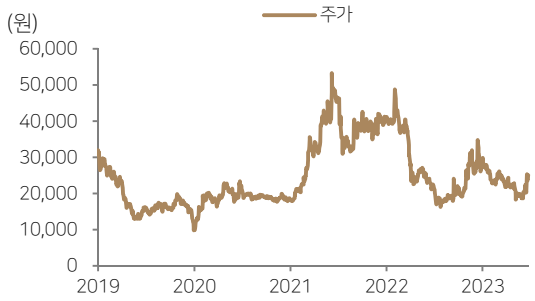
- 23기 한국 매출 비중 수주 감소했으나, 24기 신규 수주 기반 한국 매출 회복 기대
- 23기 일본 매출 100억원 달성했으며, 추가 프로젝트 수주에 따른 매출 및 수익성 확보 기대



Source: 다올투자증권

주가

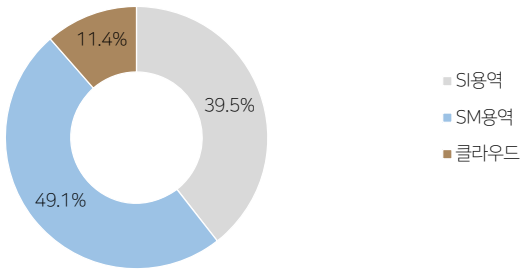
- 동사 주가는 원격 의료 및 비대면 진료에 대한 기대감과 주가가 동행하였음
- 2023.01월 카카오헬스케어 2대주주 참여



Source: 다올투자증권

사업부문 Breakdown

- 24기 1분기 기준 클라우드 매출 비중은 11.4%. 향후 고객사 확대에 따른 매출 비중 확대 기대



Source: 다올투자증권

제품사진

- 동사 핵심 제품은 대형 병원용 통화의료정보시스템 BESTCare 2.0



Source: 다올투자증권

이지케어텍

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	31.2	42.4	32.8	29.9	31.0
현금성자산	13.1	26.4	8.6	14.7	8.1
매출채권	17.4	15.0	23.3	14.6	22.3
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	8.0	15.4	25.6	23.0	24.4
투자자산	2.0	4.5	6.2	9.1	15.1
유형자산	0.7	0.7	2.7	3.5	3.9
무형자산	5.3	10.1	16.7	10.4	5.5
자산총계	39.2	57.8	58.4	52.9	55.4
유동부채	8.1	6.3	9.9	11.8	20.5
매입채무	7.1	5.0	8.9	4.2	11.6
유동성이자부채	0.0	0.2	0.5	4.6	5.1
비유동부채	2.4	5.4	7.0	7.2	3.3
비유동이자부채	0.0	0.0	0.9	1.6	1.6
부채총계	10.4	11.7	16.9	19.0	23.8
자본금	2.5	3.2	3.2	3.2	3.2
자본잉여금	0.0	16.1	16.1	16.2	16.2
이익잉여금	26.6	30.3	28.8	20.3	16.6
자본조정	(0.4)	(3.5)	(6.6)	(5.8)	(4.3)
자기주식	0.0	0.0	(1.7)	(1.5)	(1.5)
자본총계	28.8	46.1	41.5	33.9	31.6
투하자본	14.5	18.7	32.5	23.3	28.0
순차입금	(13.1)	(26.2)	(7.2)	(8.5)	(1.4)
ROA	9.9	7.9	(1.7)	(14.2)	(5.9)
ROE	13.3	10.2	(2.3)	(21.0)	(9.7)
ROIC	30.4	19.4	(6.0)	(10.3)	1.7

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	55.4	54.8	64.7	76.9	92.1
증가율 (Y-Y,%)	(28.0)	(1.1)	18.1	18.9	19.7
영업이익	4.5	3.7	(2.1)	(4.0)	0.6
증가율 (Y-Y,%)	흑전	(18.5)	적전	적지	흑전
EBITDA	4.8	4.0	(1.4)	(1.2)	3.1
영업외손익	(0.1)	0.9	0.6	(3.8)	(3.0)
순이자수익	0.3	0.2	0.2	(0.1)	(0.1)
외화관련손익	(0.4)	0.3	0.3	(0.3)	0.5
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	4.4	4.5	(1.5)	(7.8)	(2.4)
당기순이익	3.6	3.8	(1.0)	(7.9)	(3.2)
지배기업당기순이익	3.5	3.9	(1.0)	(7.9)	(3.2)
증가율 (Y-Y,%)	흑전	6.2	적전	적지	적지
NOPLAT	3.7	3.2	(1.5)	(2.9)	0.4
(+) Dep	0.3	0.3	0.8	2.7	2.5
(-) 운전자본투자	2.4	(0.1)	4.8	(6.8)	(0.5)
(-) Capex	0.3	0.4	0.8	0.5	0.5
OpFCF	1.3	3.3	(6.4)	6.2	3.0
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	n/a	6.9	11.6	18.9
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	(45.5)
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	(8.5)
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익률(%)	8.1	6.7	(3.3)	(5.2)	0.6
EBITDA마진(%)	8.7	7.3	(2.1)	(1.6)	3.3
순이익률 (%)	6.5	7.0	(1.5)	(10.3)	(3.5)

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업현금	3.5	2.2	(7.7)	3.3	(4.6)
당기순이익	3.6	3.8	(1.0)	(7.9)	(3.2)
자산상각비	0.3	0.3	0.8	2.7	2.5
운전자본증감	(2.5)	(3.3)	(8.7)	2.2	(13.4)
매출채권감소(증가)	(3.3)	1.1	(8.4)	6.4	(14.5)
재고자산감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무증가(감소)	1.5	(1.9)	2.9	(4.4)	6.6
투자현금	(3.9)	(17.4)	7.9	0.9	(0.5)
단기투자자산감소	0.1	(12.0)	15.4	1.7	0.0
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(0.3)	(0.4)	(0.8)	(0.5)	(0.5)
유무형자산감소	(3.7)	(4.8)	(6.7)	(0.4)	(0.2)
재무현금	(0.4)	16.4	(2.6)	2.9	(1.4)
차입금증가	0.0	0.2	(0.4)	3.5	(0.8)
자본증가	(0.4)	16.2	(2.2)	(0.6)	(0.5)
배당금지급	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
현금 증감	(1.1)	1.3	(2.4)	6.7	(6.6)
총현금흐름(Gross CF)	5.5	5.9	1.3	1.8	10.6
(-) 운전자본증가(감소)	2.4	(0.1)	4.8	(6.8)	(0.5)
(-) 설비투자	0.3	0.4	0.8	0.5	0.5
(+) 자산매각	(3.7)	(4.8)	(6.7)	(0.4)	(0.2)
Free Cash Flow	(1.0)	(14.7)	0.5	4.9	(3.4)
(-) 기타투자	0.0	0.0	(0.0)	0.0	0.0
잉여현금	(1.0)	(14.7)	0.5	4.9	(3.4)

주요투자지표

(원, 배)	2018	2019	2020	2021	2022
Per share Data					
EPS	716	611	(155)	(1,240)	(500)
BPS	4,716	5,634	3,882	3,676	4,097
DPS	145	86	86	86	0
Multiples(x,%)					
PER	n/a	43.4	n/a	n/a	n/a
PBR	n/a	4.7	3.4	4.9	9.8
EV/ EBITDA	n/a	35.8	n/a	n/a	83.2
배당수익율	0.0	0.3	0.7	0.5	0.0
PCR	n/a	28.5	62.3	65.5	24.2
PSR	n/a	3.1	1.3	1.5	2.8
재무건전성 (%)					
부채비율	36.2	25.3	40.7	56.1	75.1
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	387.2	674.6	331.2	253.0	151.0
이자보상배율	n/a	n/a	10.0	n/a	4.1
이자비용/매출액	0.0	n/a	0.1	0.1	0.2
자산구조					
투하자본(%)	48.9	37.7	68.7	49.4	54.8
현금+투자자산(%)	51.1	62.3	31.3	50.6	45.2
자본구조					
차입금(%)	0.0	0.4	3.3	15.6	17.3
자기자본(%)	100.0	99.6	96.7	84.4	82.7

자료: 다올투자증권

이지케어텍
이지케어텍

박종현
의료기기 | alex.park@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

케어랩스 (263700)

미용 의료시술 수혜 주목

Issue
기업 현황 업데이트

Pitch
비대면 진료 입법화 무산은 아쉬우나, 모바일 뷰티케어 플랫폼 '바비톡' 시술 플랫폼 출시에 따른 매출 확대 기대

Rationale

- 동사는 헬스케어 플랫폼, 마케팅, 솔루션 3개 사업부로 구분. 2023.01월 원익홀딩스 지분 23.27% 620억원에 인수하며 최대주주 등극
- 국내 최다 유저 MAU 29만명 확보한 모바일 뷰티케어 플랫폼 '바비톡' 매출 성장 주목. 누적 가입자는 600만명 수준. 2022년 매출액 234억원으로 5년간 CAGR은 24%, 영업이익은 15억원으로 마케팅 투자 및 핵심 인력 확보로 수익성 하락(2021년 OPM 39%). 1H23 매출액은 129억원, 영업이익 26억원. 시술 플랫폼은 2Q22 출시. 바비톡 매출은 B2B로 발생하며, 시술 방문객도 성형 방문객과 유사한 수준의 ASP를 보이고 있어 시술 매출 확대 기대
- 다만, 모바일 헬스케어 플랫폼 '굿닥'은 비대면 진료 입법화 무산으로 매출 감소 전망. 9/1일 시범 사업 내용에 따르면 약 배송 및 초진 제한. 의료 인프라 기업들 관련 사업 축소 및 철수 중. 원격의료산업 협의회에 따르면 일평균 비대면진료는 8월 3,500건으로 5월 5,000건 대비 감소. 의료기관 진료 취소율 증가 중
- 2023E 매출액 1,000억원으로 YoY +14% 기대하나 1) 굿닥 매출 감소 및 2) 바비톡 마케팅 비용 증가에 따른 영업 적자 유지 전망. 원익홀딩스 지분 인수 이후, 다각화되었던 사업부 정리를 통해 영업 효율성 제고. 2025E BEP 전환 전망. 비대면진료 입법화 무산 아쉬우나, 시술 플랫폼 출시에 따른 바비톡 매출액 증가 주목
-

NOT RATED

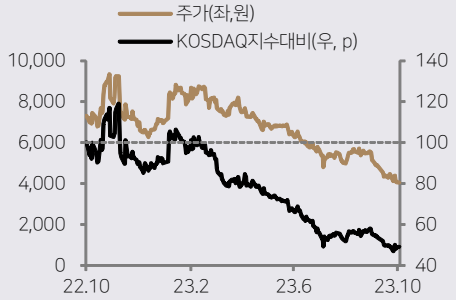
	현재	직전	변동
투자의견	NOT RATED		신규
적정주가			
Earnings			

Stock Information	
현재가 (10/24)	4,090원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	794억원
비중(KOSDAQ내)	0.02%
발행주식수	19,414천주
52주 최저가 / 최고가	4,050 - 9,330원
3개월 일평균거래대금	5억원
외국인 지분율	1.0%
주요주주지분율(%)	
원익홀딩스 (외 3인)	32.4
자사주 (외 1인)	0.1
자사주신탁 (외 1인)	0.1

Valuation wide	2020	2021	2022
PER(배)	33.6	137.6	n/a
PBR(배)	2.2	2.5	2.0
EV/EBITDA(배)	13.3	33.3	n/a
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(19.8)	(45.5)	(42.4)	(38.1)
KOSDAQ 대비 상대수익률	(11.3)	(37.2)	(56.4)	(53.7)

Price Trend



Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	n/a	39	54	68	77	94	88
영업이익	n/a	6	5	4	6	3	(6)
EBITDA	n/a	7	6	6	9	6	(2)
지배주주순이익	n/a	5	4	1	4	1	(26)
자산총계	n/a	40	125	127	132	199	181
자본총계	n/a	27	64	67	103	108	92
순차입금	n/a	(4)	6	10	(32)	31	41
매출증가율	n/a	n/a	38.2	25.6	12.3	22.5	(6.7)
영업이익률	n/a	15.9	9.3	5.3	7.8	3.5	(7.3)
순이익률	n/a	12.2	6.5	0.9	5.6	1.3	(29.8)
EPS증가율	n/a	n/a	(44.2)	(84.3)	447.6	(71.1)	적전
ROE	n/a	n/a	9.3	0.9	5.6	1.2	(28.2)

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

케어랩스

케어랩스는,

동사는 2012년 김동수 대표이사가 설립하였으며 2013년 옐로우투오 최대주주 변경되어 옐로모바일 산하 인수. 2023.01월 원익홀딩스로 최대주주 변경

주요 사업부는 플랫폼, 마케팅, 솔루션 3개 사업부로 구분되며, 헬스케어 플랫폼 '굿닥'과 뷰티케어 플랫폼 '바비톡'이 대표 플랫폼. COVID19 펜데믹 당시 한시적 허용된 비대면 진료로 굿닥 매출 증가했으나 비대면진료 입법화 난항을 겪으며 굿닥 적자 전환. 바비톡은 2021년 당시 영업이익률 39% 달성하였으나, 2022년 판관비 증가로 이익률 감소

미용 성형 정보앱 바비톡

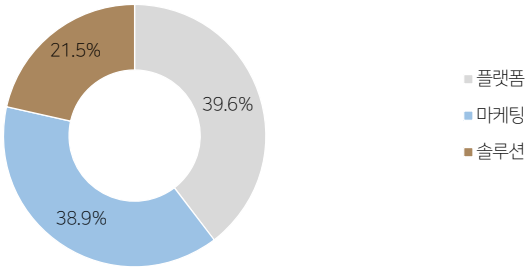
- 피부과, 성형외과 정보앱인 바비톡은 2023.04월 기준 전국 3,900개 병원 및 의사 제휴
- 2022년부터 광고 마케팅 개시하여 수익성 하락하였으나, 공격적 MS 확대 중. 2Q22 시술 플랫폼도 출시



Source: 다올투자증권

사업부문 Breakdown

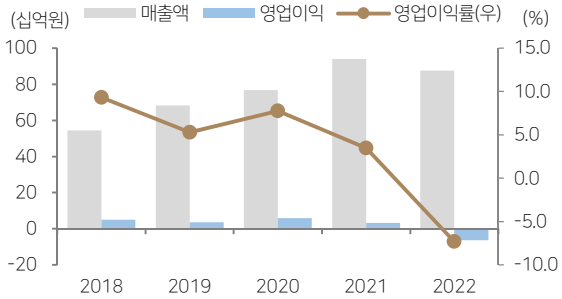
- 1H23 누적 기준 플랫폼 매출액 비중 39.6%, 마케팅 비중 38.9%. 바이브알씨는 성형외과 및 피부과 전문 마케팅 제공하여 안정적 매출 기반 제공



Source: 다올투자증권

Financials

- 2022년 매출액 876억원 달성하였으며, 바비톡 마케팅 비용 증가 및 매출 감소로 적자 전환
- 2023E 매출액 1,000억원(YoY +14%) 기대하며 2025E BEP 전환 전망



Source: 다올투자증권

주가

- 헬스케어 플랫폼 굿닥 사업부로 인해 COVID19 원격 의료 및 비대면 진료에 대한 기대감 주가 상승



Source: 다올투자증권

사업부

- 주요 사업부는 플랫폼, 마케팅, 솔루션 3개 사업부로 구분되며 플랫폼 사업부가 매출 견인

Source: 다올투자증권

케어랩스

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	51.1	47.5	61.7	77.8	111.7
현금성자산	43.5	38.0	48.3	44.3	31.6
매출채권	4.7	6.4	4.6	6.4	5.7
재고자산	0.2	0.6	0.5	1.2	0.4
비유동자산	73.5	79.6	70.2	120.8	68.9
투자자산	21.3	20.9	14.4	18.4	33.4
유형자산	20.1	22.4	23.0	68.4	12.7
무형자산	32.1	36.2	32.8	34.0	22.9
자산총계	124.6	127.1	131.9	198.6	180.7
유동부채	14.2	43.7	14.7	38.4	34.2
매입채무	4.9	5.8	6.1	8.3	7.1
유동성이자부채	5.3	33.3	2.6	23.4	18.9
비유동부채	46.4	16.0	14.0	52.3	54.9
비유동이자부채	44.4	14.7	13.5	51.9	54.2
부채총계	60.6	59.6	28.7	90.6	89.1
자본금	3.1	3.2	8.7	8.7	9.2
자본잉여금	44.4	47.5	75.1	76.1	86.0
이익잉여금	11.7	12.3	13.7	15.2	(12.0)
자본조정	0.5	(0.7)	0.5	2.3	1.3
자기주식	0.0	(1.0)	0.0	(0.1)	(0.1)
자본총계	64.0	67.5	103.2	108.0	91.6
투하자본	53.6	62.0	61.0	124.9	103.9
순차입금	6.3	10.1	(32.3)	31.0	41.4
ROA	4.7	0.4	3.5	0.8	(13.9)
ROE	9.3	0.9	5.6	1.2	(28.2)
ROIC	12.1	4.5	7.1	1.1	(4.0)

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	54.4	68.3	76.7	93.9	87.6
증가율 (Y-Y,%)	38.2	25.6	12.3	22.5	(6.7)
영업이익	5.1	3.6	6.0	3.3	(6.4)
증가율 (Y-Y,%)	(14.9)	(28.7)	64.8	(45.0)	적전
EBITDA	6.3	5.9	8.5	6.1	(2.4)
영업외손익	(0.8)	(3.2)	0.2	0.7	(20.4)
순이자수익	(0.5)	(1.2)	(0.6)	(1.0)	(1.7)
외화관련손익	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	0.1
지분법손익	(0.1)	(0.4)	0.2	0.6	0.0
세전계속사업손익	4.3	0.5	6.2	3.9	(26.8)
당기순이익	3.8	0.5	4.5	1.2	(26.4)
지배기업당기순이익	3.6	0.6	4.3	1.3	(26.1)
증가율 (Y-Y,%)	(14.8)	(86.2)	753.1	(72.5)	적전
NOPLAT	4.6	2.6	4.3	1.0	(4.6)
(+) Dep	1.2	2.3	2.6	2.8	4.0
(-) 운전자본투자	(0.7)	0.5	2.0	17.3	46.2
(-) Capex	17.7	2.9	1.8	3.7	6.7
OpFCF	(11.2)	1.5	3.1	(17.1)	(53.6)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	n/a	24.9	20.0	8.7
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	(1.6)	(13.5)	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	7.5	(1.0)	n/a
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	(4.1)	(31.4)	n/a
영업이익률(%)	9.3	5.3	7.8	3.5	(7.3)
EBITDA마진(%)	11.5	8.7	11.1	6.5	(2.7)
순이익률 (%)	7.1	0.8	5.9	1.3	(30.1)

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업현금	3.6	4.5	11.3	4.3	(6.2)
당기순이익	3.8	0.5	4.5	1.2	(26.4)
자산상각비	1.2	2.3	2.6	2.8	4.0
운전자본증감	(2.0)	(0.8)	2.7	(0.3)	(3.3)
매출채권감소(증가)	(0.8)	(1.0)	0.8	(2.2)	0.4
재고자산감소(증가)	(0.2)	(0.3)	0.0	(0.8)	0.3
매입채무증가(감소)	0.6	(0.6)	0.2	1.5	0.4
투자현금	(42.5)	(17.5)	16.7	(68.3)	(2.2)
단기투자자산감소	(11.7)	(9.2)	20.6	(16.0)	1.0
장기투자증권감소	(5.0)	(0.7)	0.0	2.0	0.1
설비투자	(17.7)	(2.9)	(1.8)	(3.7)	(6.7)
유무형자산감소	(0.9)	(1.1)	(0.8)	(1.6)	3.2
재무현금	70.4	(3.9)	(2.1)	60.0	(4.9)
차입금증가	45.1	(6.0)	(0.7)	59.1	(15.1)
자본증가	25.3	2.1	(1.5)	(0.1)	(0.5)
배당금지급	0.0	0.0	0.3	0.0	0.5
현금 증감	31.6	(16.9)	25.9	(4.1)	(13.4)
총현금흐름(Gross CF)	6.7	5.8	9.2	8.0	0.7
(-) 운전자본증가(감소)	(0.7)	0.5	2.0	17.3	46.2
(-) 설비투자	17.7	2.9	1.8	3.7	6.7
(+) 자산매각	(0.9)	(1.1)	(0.8)	(1.6)	3.2
Free Cash Flow	(37.7)	(12.5)	28.6	(60.6)	(4.8)
(-) 기타투자	5.0	0.7	0.0	(2.0)	(0.1)
잉여현금	(42.7)	(13.2)	28.6	(58.7)	(4.7)

주요투자지표

(원, 배)	2018	2019	2020	2021	2022
Per share Data					
EPS	292	46	251	73	(1,434)
BPS	4,481	4,048	3,788	3,962	3,389
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	33.3	168.3	33.6	137.6	n/a
PBR	2.2	1.9	2.2	2.5	2.0
EV/ EBITDA	19.8	18.2	13.3	33.3	n/a
배당수익율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	17.6	16.9	15.8	21.7	161.2
PSR	2.2	1.4	1.9	1.8	1.4
재무건전성 (%)					
부채비율	94.6	88.4	27.8	84.0	97.3
Net debt/Equity	9.8	15.0	n/a	28.7	45.2
Net debt/EBITDA	99.8	170.4	n/a	508.4	n/a
유동비율	360.1	108.8	419.5	202.9	326.5
이자보상배율	9.5	2.9	10.8	3.1	n/a
이자비용/매출액	1.4	2.8	1.3	1.6	2.9
자산구조					
투하자본(%)	45.3	51.3	49.3	66.6	61.5
현금+투자자산(%)	54.7	48.7	50.7	33.4	38.5
자본구조					
차입금(%)	43.7	41.6	13.5	41.1	44.4
자기자본(%)	56.3	58.4	86.5	58.9	55.6

자료: 다올투자증권

이 페이지는 편집상 공백입니다

Appendix. 관세청 수출 데이터

Fig. 157: 미용의료기기 수출 데이터 (천달러)

(천달러)	20 일 잠정치	2023.10 월	2022.10 월	YoY(%)	2023.09 월	MoM(%)	주요 판매 기업
톡신	18,726	26,695	22,696	17.6	30,248	-11.7	
미국/캐나다	2,789	2,789	2,702	3.2	5,536	-49.6	대웅제약
중국	**7,035**	**10,552**	**1,426**	**640.0**	**7,372**	**43.1**	**휴젤**
홍콩	356	533	3,432	-84.5	1,080	-50.6	
임플란트	38,466	57,699	52,047	10.9	58,163	-0.8	
중국	10,471	15,706	23,400	-32.9	22,100	-28.9	덴티움
미국	1,391	2,087	3,436	-39.3	2,358	-11.5	디오
러시아	**6,871**	**10,306**	**4,456**	**131.3**	**6,390**	**61.3**	**덴티움**
미용 의료기기	40,848	61,272	71,070	-13.8	69,613	-12.0	
미국	4,527	6,790	11,748	-42.2	1,320	414.5	제이시스
중국	2,575	3,863	3,547	8.9	3,740	3.3	
일본	**4,241**	**6,362**	**5,485**	**16.0**	**7,522**	**-15.4**	**제이시스**
브라질	**4,223**	**6,335**	**4,936**	**28.3**	**7,246**	**-12.6**	**클래시스, 원텍**
치과영상장비	16,885	25,327	24,169	4.8	25,671	-1.3	바텍
중국	83	124	1,561	-92.1	5,387	-97.7	
미국	**7,741**	**11,611**	**9,047**	**28.3**	**9,068**	**28.0**	
필러	110,870	166,305	143,506	15.9	190,105	-12.5	
태국	**4,363**	**6,545**	**4,386**	**49.2**	**4,703**	**39.2**	**파마리서치**
콘택트렌즈	7,991	11,986	16,253	-26.3	24,023	-50.1	인터로조

Note: HS Code: 9018.90
Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 158: 톡신 수출 데이터

(천달러)

			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	20,675	20,327
1Q23	75,474	33.2	14,496	3,248	7,258	6,494	2,919	9,730	4,148	29,177	15,000
2Q23	75,679	0.3	8,482	2,255	16,115	7,403	5,297	11,326	3,268	22,886	14,607
3Q23	73,349	-13.1	11,559	2,379	14,929	8,138	2,429	13,618	3,095	22,940	16,486
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	7,466	10,437
Jan-23	25,128	13.8	5,561	986	944	2,230	680	3,803	502	11,262	7,482
Feb-23	27,266	98.8	5,882	0	2,656	1,625	1,532	3,228	1,893	9,541	4,725
Mar-23	23,080	10.5	3,053	2,262	3,658	2,639	707	2,699	1,753	8,374	2,793
Apr-23	20,543	-21.5	2,868	0	4,444	2,136	748	1,578	959	5,868	4,271
May-23	22,404	2.8	2,802	0	4,983	2,130	1,618	3,881	977	6,461	5,246
Jun-23	32,732	19.0	2,812	2,255	6,689	3,138	2,932	5,867	1,331	10,557	5,090
Jul-23	24,387	-5.4	8,261	1	2,121	2,212	428	5,468	1,103	10,293	6,034
Aug-23	18,713	-8.4	140	0	5,436	2,994	920	2,708	756	2,712	2,809
Sep-23	30,248	-20.7	3,158	2,378	7,372	2,932	1,080	5,443	1,236	9,935	7,643
10/1~20 일	18,726		2,789	0	7,035	899	356	3,331	269		

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

Fig. 159: 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	51,725	42,546	10,539
1Q23	152,309	4.7	48,466	9,159	16,073	779	2,713	6,489	41,093	27,124	13,062
2Q23	217,560	13.9	99,986	7,821	31,413	1,419	7,778	2,496	59,605	56,294	14,621
3Q23	181,025	3.0	82,741	7,422	19,196	1,164	4,466	4,446	55,446	29,087	13,714
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	14,275	21,859	5,703
Jan-23	42,432	7.7	11,906	2,138	3,716	267	968	1,090	12,428	10,789	2,253
Feb-23	45,578	-7.2	13,159	2,904	4,655	172	1,139	936	9,908	8,600	4,584
Mar-23	64,299	12.8	23,402	4,117	7,702	340	606	4,462	18,757	7,735	6,225
Apr-23	63,505	13.5	32,597	2,060	7,267	324	1,174	847	18,039	16,866	2,314
May-23	73,036	14.9	34,038	2,369	11,260	181	1,665	906	21,052	18,056	3,905
Jun-23	81,019	13.3	33,351	3,392	12,886	914	4,939	743	20,514	21,372	8,402
Jul-23	61,882	3.8	32,397	2,588	6,656	833	738	1,178	19,276	8,910	3,305
Aug-23	60,980	6.6	28,243	2,477	6,150	105	1,550	1,640	23,617	11,180	4,348
Sep-23	58,163	-1.3	22,100	2,358	6,390	226	2,178	1,628	12,553	8,997	6,061
10/1 일~20 일	38,466		10,471	1,391	6,871	133	2,789	1,195			

Note: HS Code 9021.29.0000
Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 160: 미용 의료기기 수출 데이터 (천달러)

			주요 국가				주요 지역			
	전체	YOY(%)	미국	중국	일본	브라질	강남구	금천구	고양시	유성구
1Q21	152,359	15.4	20,649	12,740	18,062	4,063	15,990	20,667	20,674	7,304
2Q21	178,368	113.3	25,223	16,903	20,563	5,024	22,052	24,815	30,588	7,559
3Q21	166,467	29.1	27,796	14,750	18,852	5,571	21,173	23,185	26,550	6,563
4Q21	207,660	32.8	36,255	20,544	22,300	7,119	19,258	28,931	34,713	12,123
1Q22	189,138	32.8	36,280	9,267	18,972	6,823	19,017	29,645	38,176	8,839
2Q22	202,093	13.3	38,845	12,043	20,836	9,125	19,635	29,281	34,961	11,795
3Q22	202,674	21.8	31,668	10,500	20,821	11,596	17,002	25,295	33,472	10,668
4Q22	220,387	6.1	34,618	12,614	21,618	12,423	19,363	27,513	42,811	11,558
1Q23	204,478	8.1	28,428	8,518	23,532	13,691	19,893	25,602	38,181	10,973
2Q23	227,196	12.4	30,299	11,283	24,735	19,333	25,431	27,327	37,031	14,861
3Q23	218,237	7.7	31,883	10,973	24,622	21,596	25,325	32,105	38,105	13,509
Jan-22	55,335	24.1	12,013	2,394	6,519	1,753	6,412	8,587	10,494	2,297
Feb-22	62,390	32.2	10,511	3,731	5,394	1,349	5,992	9,521	13,808	2,914
Mar-22	71,413	17.9	13,756	3,142	7,059	3,721	6,613	11,537	13,874	3,628
Apr-22	68,038	12.1	12,042	4,053	6,382	3,430	5,492	9,813	11,475	5,438
May-22	59,468	8.6	12,776	2,820	5,896	1,749	7,494	6,811	8,753	2,623
Jun-22	74,587	18.6	14,027	5,170	8,557	3,946	6,649	12,657	14,733	3,734
Jul-22	64,380	12.1	11,054	3,692	6,643	2,044	5,067	7,971	8,708	2,530
Aug-22	64,517	31.7	8,343	3,508	6,914	3,813	4,618	8,333	9,399	4,363
Sep-22	73,777	22.9	12,271	3,300	7,264	5,739	7,317	8,991	15,365	3,775
Oct-22	71,070	9.7	11,748	3,547	5,485	4,936	6,895	6,714	15,569	3,713
Nov-22	73,897	13.5	13,216	4,387	6,943	4,502	6,942	9,506	15,775	4,192
Dec-22	75,420	-3.0	9,654	4,680	9,190	2,985	5,526	11,293	11,467	3,653
Jan-23	57,969	4.8	8,549	2,308	5,826	3,632	5,676	7,641	11,222	2,857
Feb-23	63,183	1.3	9,930	2,919	7,670	3,513	6,042	8,170	10,810	3,331
Mar-23	83,326	16.7	9,949	3,291	10,036	6,546	8,175	9,791	16,149	4,785
Apr-23	72,235	6.2	9,554	2,812	7,638	7,313	9,681	8,706	13,992	4,637
May-23	71,905	20.9	9,650	4,729	8,128	4,766	8,126	8,542	12,000	3,471
Jun-23	83,056	11.4	11,095	3,742	8,969	7,254	7,624	10,079	11,039	6,753
Jul-23	71,849	11.6	7,788	3,598	9,277	6,664	8,092	11,207	9,640	3,497
Aug-23	76,775	19.0	10,898	3,635	7,824	7,687	9,473	10,488	13,167	5,022
Sep-23	69,613	-5.6	13,198	3,740	7,522	7,246	7,760	10,410	15,298	4,990
10/1~20 일	40,848		4,527	2,575	4,241	4,223				

Note: HS Code 9018.90
Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 161: 치과 영상 장비 수출 데이터 (천달러)

			주요 국가					주요 지역	
	전체	YOY(%)	중국	미국	러시아	인도	대만	화성시	성남시
1Q21	60,059	27.9	11,054	13,887	3,247	2,206	1,524	45,919	
2Q21	65,831	216.8	13,505	11,852	5,290	1,499	2,149	50,050	
3Q21	70,139	78.6	17,088	19,590	4,183	1,330	1,047	60,988	
4Q21	71,111	1.8	12,591	16,485	5,226	3,160	2,058	56,313	
1Q22	67,920	13.1	8,264	18,324	5,751	1,827	2,618	54,267	
2Q22	73,991	12.4	8,773	22,132	2,855	3,281	1,990	61,163	
3Q22	67,749	-3.4	7,541	16,335	6,516	2,071	1,841	55,228	
4Q22	65,633	-7.7	3,767	23,326	7,147	1,153	2,532	36,833	14,435
1Q23	61,887	-8.9	4,702	13,902	5,871	3,381	1,485	40,637	11,483
2Q23	60,353	-18.4	6,217	15,433	2,576	2,880	2,081	34,186	16,066
3Q23	67,511	-0.4	9,747	20,863	4,766	2,109	1,841	32,146	19,359
Jan-22	21,567	12.3	418	8,157	1,613	430	1,079	18,389	
Feb-22	19,131	1.7	1,251	5,101	1,871	560	751	15,371	
Mar-22	27,222	23.5	6,595	5,066	2,267	838	787	20,507	
Apr-22	26,234	39.1	3,176	8,155	980	1,454	706	22,133	
May-22	23,123	2.8	2,718	8,274	1,009	796	672	19,357	
Jun-22	24,634	0.6	2,879	5,703	866	1,031	612	19,673	
Jul-22	24,305	-5.0	2,198	7,819	1,792	787	521	19,721	
Aug-22	19,587	3.2	3,086	4,135	1,649	370	588	14,598	
Sep-22	23,856	-6.7	2,257	4,381	3,075	914	732	20,909	
Oct-22	24,169	7.6	1,561	9,047	2,206	880	855	16,119	2,991
Nov-22	23,480	-7.9	1,299	9,418	3,222	273	798	13,580	5,450
Dec-22	17,984	-22.3	907	4,861	1,719	0	879	7,134	5,994
Jan-23	19,771	-8.3	549	6,383	1,280	1,081	434	15,369	1,307
Feb-23	22,309	16.6	1,436	4,243	4,365	1,185	134	12,914	6,048
Mar-23	19,807	-27.2	2,717	3,276	226	1,115	917	12,354	4,128
Apr-23	23,219	-11.5	680	6,005	1,631	1,270	781	16,037	3,965
May-23	18,037	-22.0	1,128	6,301	94	1,313	704	10,943	4,115
Jun-23	19,096	-22.5	4,409	3,127	851	297	596	7,206	7,986
Jul-23	18,291	-24.7	1,308	5,061	1,000	346	753	8,259	5,379
Aug-23	23,549	20.2	3,052	6,734	2,445	742	942	10,520	6,235
Sep-23	25,671	7.6	5,387	9,068	1,321	1,021	146	13,367	7,745
10/1~20 일	16,885		83	7,741	403	828	728		

Note: HS Code 9022.13.0000
Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 162: 기타화장품(필러) 수출 데이터 (천달러)

			주요 국가			주요 지역구			
	전체	YOY(%)	중국	일본	태국	강릉시	춘천시	성남시	원주시
1Q21	472,569	27.9	226,977	43,751	6,044	1,167	12,363	44,231	5,034
2Q21	504,623	39.6	227,870	51,968	7,362	999	14,853	38,231	14,426
3Q21	426,420	0.1	182,565	45,995	8,337	584	12,958	28,782	15,890
4Q21	416,605	-11.6	148,051	47,248	9,739	1,374	13,354	36,885	7,594
1Q22	405,909	-14.1	134,769	51,565	10,513	917	13,103	44,238	12,453
2Q22	504,443	0.0	203,106	48,211	12,123	1,115	13,969	48,515	15,825
3Q22	458,281	7.5	165,446	44,589	9,592	1,888	13,355	37,573	10,849
4Q22	463,031	11.1	152,428	35,480	12,501	2,644	12,901	44,094	10,297
1Q23	485,027	19.5	136,480	44,152	16,399	5,559	14,211	57,043	9,509
2Q23	523,990	3.9	149,729	43,068	19,237	5,112	16,628	71,363	12,827
3Q23	502,980	9.8	126,736	48,420	14,714	5,043	15,192	87,330	10,980
Jan-22	118,644	682.5	35,748	11,926	3,339	331	3,423	13,643	1,715
Feb-22	129,175	1,336.6	46,395	14,939	3,380	248	5,094	12,557	1,884
Mar-22	158,090	473.9	52,626	24,700	3,794	338	4,586	18,038	8,854
Apr-22	153,875	707.7	59,578	11,773	4,159	246	5,149	15,408	4,666
May-22	188,240	822.9	88,945	16,396	4,437	404	3,998	19,107	6,578
Jun-22	162,328	519.9	54,583	20,042	3,527	465	4,822	14,000	4,581
Jul-22	144,938	769.7	49,522	13,324	2,886	599	3,747	11,571	4,019
Aug-22	146,620	972.1	52,178	15,107	3,454	825	5,885	12,755	2,709
Sep-22	166,723	564.4	63,746	16,158	3,252	464	3,723	13,247	4,121
Oct-22	143,506	703.1	46,667	9,360	4,386	815	4,863	13,889	4,232
Nov-22	162,965	538.9	58,905	15,538	3,515	805	4,306	14,769	4,144
Dec-22	156,560	566.7	46,856	10,582	4,600	1,024	3,732	15,436	1,921
Jan-23	121,275	2.2	27,384	11,376	5,135	1,470	3,791	15,078	2,806
Feb-23	168,012	30.1	53,180	13,123	5,259	1,716	4,915	16,988	3,794
Mar-23	195,740	23.8	55,916	19,653	6,005	2,373	5,505	24,977	2,909
Apr-23	166,300	8.1	50,824	10,934	7,667	1,937	5,183	20,036	4,102
May-23	168,530	-10.5	51,540	10,425	5,926	1,860	5,786	23,072	5,771
Jun-23	189,160	16.5	47,365	21,709	5,644	1,315	5,659	28,255	2,954
Jul-23	155,542	7.3	35,617	13,287	4,890	1,502	4,106	28,332	1,684
Aug-23	157,333	7.3	35,524	14,361	5,121	1,605	5,555	30,860	1,458
Sep-23	190,105	14.0	55,595	20,773	4,703	1,936	5,531	28,138	7,838
10/1~20 일	110,870		35,562	7,771	4,363				

Note: HS Code: 3304.99.9000
Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 163: 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	22,983
1Q23	61,152	13.4	1,242	9,833	3,996	2,057	3,732	18,417	20,318
2Q23	55,962	2.6	925	9,793	4,180	2,113	1,940	13,906	18,393
3Q23	56,476	-8.1	1,149	12,231	2,968	3,527	1,722	16,580	21,620
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	16,238
Jan-23	13,957	4.1	592	2,052	1,021	459	829	3,304	2,108
Feb-23	20,392	40.1	178	3,647	1,548	795	612	7,331	5,640
Mar-23	26,803	3.2	472	4,134	1,427	803	2,291	7,782	12,570
Apr-23	14,410	2.5	154	3,438	1,547	406	175	2,578	1,889
May-23	15,383	-18.7	344	3,568	1,267	1,026	673	3,695	3,170
Jun-23	26,169	21.5	427	2,787	1,366	681	1,092	7,633	13,334
Jul-23	14,632	-7.4	276	4,107	1,006	963	685	2,985	5,963
Aug-23	17,821	3.0	538	4,268	1,397	1,369	671	3,740	3,014
Sep-23	24,023	-15.3	335	3,856	565	1,195	365	9,854	12,643
10/1~20 일	7,991		58	3,887	327	427	748	667	

Note: HS Code: 9001.30.0000
Source: 관세청, 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 : 91.0%	HOLD : 9.0%	SELL : 0.0%

투자등급 관련사항

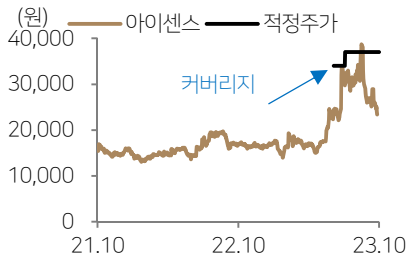
아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미
· BUY: 추천기준일 종가대비 +15% 이상.
· HOLD: 추천기준일 종가대비 -15% 이상~ +15% 미만.
· REDUCE: 추천기준일 종가대비 -15% 미만.
· SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커진 경우, 분석 잠정적 중단.
적정주가 미제시.

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

아이센스 (099190)



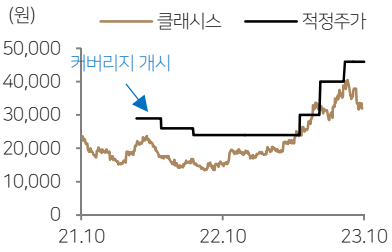
일자	커버리지 개시	2023.06.27	2023.07.31
투자의견		BUY	BUY
적정주가		34,000원	37,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2023.06.27	34,000원	26,526원	33,950원	-21.98	-0.15
2023.07.31	37,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2023년 10월 24일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

클래시스 (214150)



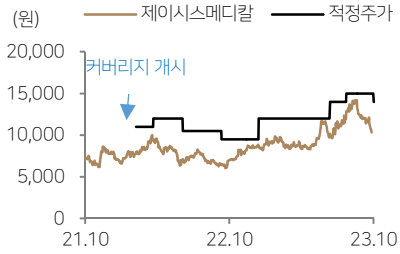
일자	2022.03.15	2022.05.19	2022.08.10	2023.05.11	2023.07.03	2023.09.05
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	29,000원	26,000원	24,000원	30,000원	40,000원	46,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2022.03.15	29,000원	21,027원	23,700원	-27.5	-18.3
2022.05.19	26,000원	15,861원	17,650원	-39.0	-32.1
2022.08.10	24,000원	18,065원	25,150원	-24.7	4.8
2023.05.11	30,000원	28,727원	33,700원	-4.24	12.3
2023.07.03	40,000원	32,828원	38,850원	-17.93	-2.88
2023.09.05	46,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2023년 10월 24일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

제이시스메디칼 (287410)



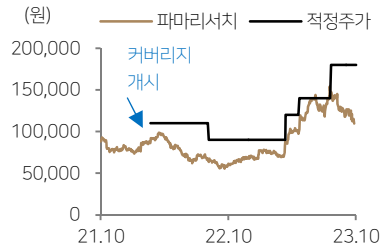
일자	2022.03.15	2022.04.18	2022.06.29	2022.10.04	2023.01.09	2023.07.03
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	11,000원	12,000원	10,500원	9,500원	12,000원	14,000원
일자	2023.08.14	2023.10.25				
투자의견	BUY	BUY				
적정주가	15,000원	14,000원				

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	9,195원	11,720원	-23.4	-2.3
2023.07.03	14,000원	10,797원	12,330원	-22.9	-11.9
2023.08.14	15,000원	12,662원	14,190원	-15.59	-5.4
2023.10.25	14,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2023년 10월 24일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

파마리서치 (214450)



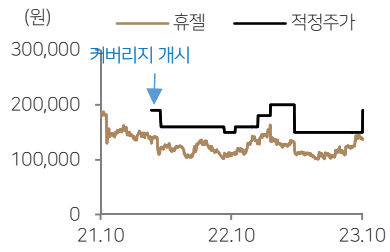
일자	2022.03.15	2022.08.30	2023.04.06	2023.05.16	2023.08.14
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	110,000원	90,000원	120,000원	140,000원	180,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2022.03.15	110,000원	79,318원	98,400원	-27.9	-10.6
2022.08.30	90,000원	63,945원	71,100원	-29.0	-21.0
2023.04.06	120,000원	97,408원	103,800원	-18.8	-13.5
2023.05.16	140,000원	129,840원	154,400원-	-7.3	10.3
2023.08.14	180,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2023년 10월 24일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

휴젤 (145020)



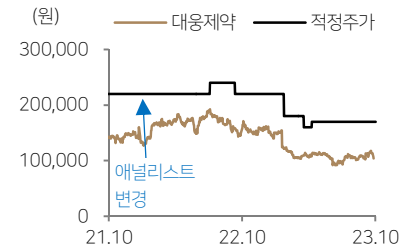
일자	2022.3.15	2022.4.11	2022.10.4	2022.11.15	2023.01.09	2023.02.10
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	190,000원	160,000원	150,000원	160,000원	180,000원	200,000원
일자	2023.04.18	2023.10.25				
투자의견	BUY	BUY				
적정주가	150,000원	190,000원				

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	160,000원	126,158원	-21.2	-10.9
2023.01.09	180,000원	144,386원	157,400원	-19.8	-28.7
2023.02.10	200,000원	130,407원	140,400원	-34.8	-29.8
2023.04.19	150,000원	114,303원	144,000원	-23.8	-4
2023.10.25	190,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2023년 10월 24일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

대웅제약 (069620)



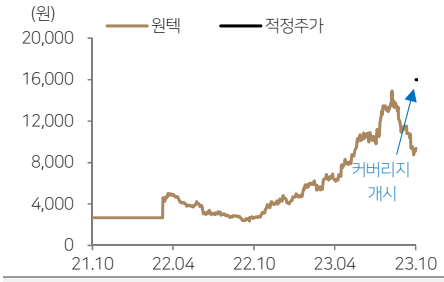
일자	2022.3.15	2022.7.29	2022.10.4	2023.02.15	2023.4.11	2023.05.04
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	220,000	240,000	220,000	180,000	160,000	170,000

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2022.03.15	220,000원	170,995원	191,000원	-22.3	-13.2
2022.07.29	240,000원	171,488원	183,500원	-28.6	-23.5
2022.10.04	220,000원	152,243원	171,000원	-30.8	-22.3
2023.02.15	180,000원	111,247원	123,600원	-38.2	-31.3
2023.04.11	160,000원	109,340원	113,700원	-31.7	-28.9
2023.05.04	170,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2023년 10월 24일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

원텍 (336570)



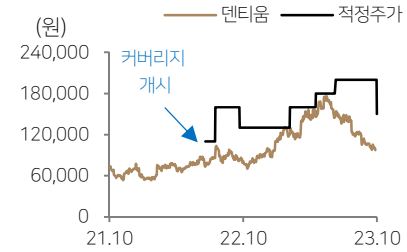
일자	커버리지 개시	2023.10.25
투자의견		BUY
적정주가		16,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2023.10.25	16,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2023년 10월 24일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

덴티움 (145720)



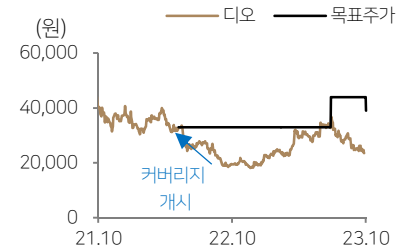
일자	2022.07.13	2022.08.09	2022.10.04	2023.03.02	2023.05.10	2023.07.03
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	110,000원	160,000원	130,000원	160,000원	180,000원	200,000원
일자	2023.10.25					
투자의견	BUY					
적정주가	150,000원					

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	94,876원	130,500원	-27.0	0.4
2023.03.02	160,000원	135,415원	156,800원	-15.4	-2.0
2023.05.10	180,000원	161,628원	176,300원	-8.6	2.6
2023.07.03	200,000원	126,418원	153,800원	-36.79	-23.1
2023.10.25	150,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2023년 10월 24일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

디오 (039840)



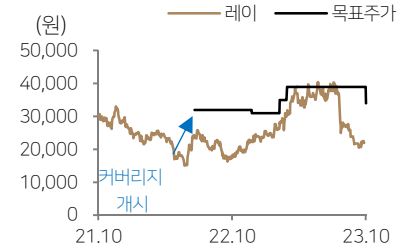
일자	2022.09.05	2023.07.21	2023.10.25
투자의견	BUY	BUY	BUY
적정주가	33,000원	44,000원	39,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2022.09.05	33,000원	24,428원	34,650원	-25.98	-5
2023.07.21	44,000원	28,339원	36,800원	-35.59	-16.36
2023.10.25	39,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2023년 10월 24일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

레이 (228670)



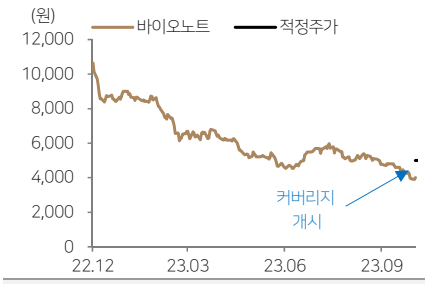
일자	2022.7.13	2022.12.6	2023.03.02	2023.03.22	2023.08.14	2023.10.25
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD	BUY
적정주가	32,000원	31,000원	35,000원	39,000원	39,000원	34,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2022.07.13	32,000원	20,581원	25,800원	-35.7	-19.4
2022.12.06	31,000원	24,117원	27,700원	-22.2	-10.7
2023.03.02	35,000원	28,711원	30,950원	-17.9	-11.6
2023.03.22	39,000원	32,780원	40,400원	-15.95	3.59
2023.10.25	34,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2023년 10월 24일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

바이오노트 (377740)



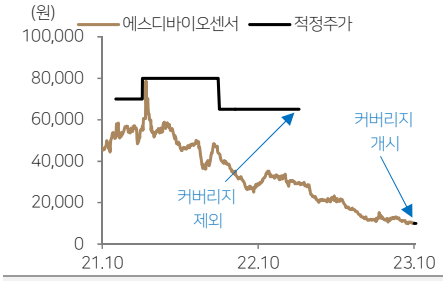
일자	커버리지	2023.10.25
투자의견	개시	BUY
적정주가		5,500원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2023.10.25	5,500원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2023년 10월 24일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

에스디바이오센서 (137310)



일자	2021.11.24	2022.01.26	2022.07.25	커버리지	2023.10.25
투자의견	BUY	BUY	BUY	개시	HOLD
적정주가	70,000원	80,000원	65,000원		10,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2021.11.24	70,000원	54,426원	58,400원	-22.25	-16.57
2022.01.26	80,000원	50,058원	78,600원	-37.43	-1.75-
2022.07.25	65,000원	32,340원	43,500원	-50.25	-33.08
2023.10.25	10,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2023년 10월 24일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

Research Division

DAOL 다올투자증권

리서치본부장

상무
김현
hyunkim@daolfn.com

기업분석

조선 · 기계 · 방산
최광식
gs.choie@daolfn.com

건설 · 부동산	자동차	제약 · 바이오	금융	반도체/소부장
박영도	유지웅	이지수	김지원	고영민
ypark@daolfn.com	jwyoo@daolfn.com	jislee@daolfn.com	jiwonkim@daolfn.com	ym.ko@daolfn.com

그린인프라 · 2차전지	의료기기	인터넷 · 게임	엔터테인먼트
전혜영	박종현	김하정	김혜영
yhhy95@daolfn.com	alex.park@daolfn.com	hajkim@daolfn.com	hyyy@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

최근 3개월간 발간한 In-Depth

2023.08.17	송주연	주식투자를 위한 리스크지표 사용설명서
2023.08.21	유지웅	자동차 : 한국의 부품주에 투자하라
2023.08.28	김혜영	엔터테인먼트 : 엔터의 도파민, 현지 아이돌
2023.08.29	최광식	방위산업 : K-방산, Back to the Basic
2023.09.05	허정인	Fixed Income : 금리에 대한 네 가지 오해
2023.09.15	박영도	건설산업 : 계속되는 품질·안전 이슈
2023.09.17	고영민	반도체/소부장산업 : Happy New Big Cycle
2023.09.19	이지수	제약·바이오 : 글로벌 폐암 돋보기: 연금술사
2023.09.20	전혜영	그린인프라 : 지구를 지켜라 #1 - 수소 ① 생산/운송
2023.10.16	김지원	증권 : 금리의 파도 건너기

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.