EARNINGS PREVIEW

10 Jan. 2024

박종현 의료기기 I alex.park@daolfn.com
이정우 연구원 I jungwoo@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

의료기기 (Overweight)

올해도 핵심은 당뇨와 미용

Issue

4Q23E 실적 프리뷰 및 2024년 투자포인트 점검

Pitch

2024년 카카오헬스케어 파스타 출시와 함께 만성 질환 환자에 대한 디지털 헬스케어 관심도 부각 예정이며, 아이센스 Top pick 제시. 미용 의료기기 업종의 핵심은 홈뷰티. 의료 접근성 떨어지는 해외의 홈뷰티 시장은 빠른 성장 기대. 홈뷰티 사업부 포함된 기업들 주목

Rationale

- 아이센스: 컨센서스 상회, CGM 매출액 14억원. 2024E CE 인증 획득 예정이며 파스타 출시 통해 디지털 헬스케어에서 CGM 가치 재조명
- 클래시스: 컨센서스 하회. 2024.01월 홈케어 신제품 출시. 2024.04월 볼뉴머 브라질 출시 주목. 이루다와의 시너지 기대
- 제이시스메디칼: 컨센서스 부합. 2024E 북미향 포텐자와 덴서티 판매 호조 기대. ASP 개선 및 일회성 비용 제거로 이익률 30% 상회
- 원텍: 컨센서스 하회. 2024E 올리지오 기반 해외 확대 주목
- 덴티움: 컨센서스 부합. 2024E 중국 매출액 YoY +14.5% 전망
- 휴젤: 컨센서스 부합, 중국 및 호주 판매 호조. 2024.02월 FDA 품목 허가 후 파트너십 기대. 2024.06월 ITC 예비판결
- 대웅제약: 컨센서스 부합. 2H24E 포시가 계약 종료되나, 펙수클루 및 엔블로 기반 매출 확대로 이익률 개선 기대

(단위: 원, 십억원, %, %p)

		변경 후	변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
		2023.12(E)	2023.12(E)	vs Chg	2023.12(E)	vs Con	2022.12(A)	YoY	2023.09(A)	QoQ
아이센스(099190)	매출액	77.7	77.1	0.8	78.5	-1.0	65.7	18.2	67.0	15.9
BUY	영업이익	7.6	5.1	50.2	6.4	18.8	-1.1	흑전	-0.4	흑전
38,000원(상향)	지배주주순이익	5.4	3.4	60.1	4.3	25.6	-1.3	흑전	-0.8	흑전
	OPM	9.8%	6.6%	-3.2%p	8.2%	-1.6%p	-1.7%	-11.5%p	-0.7%	-10.5%p
	NIM	6.9%	4.4%	-2.6%p	5.5%	-1.5%p	-2.0%	-8.9%p	-1.3%	-8.2%p
클래시스(214150)	매출액	50.9	52.2	-2.6	53.1	-4.2	40.5	25.7	48.2	5.4
BUY	영업이익	25.4	27.5	-7.6	27.2	-6.5	19.4	30.6	24.7	2.9
46,000(유지)	지배주주순이익	19.6	20.8	-5.7	21.7	-9.5	30.0	-34.7	21.2	-7.5
	OPM	49.9%	52.6%	2.7%p	51.1%	1.2%p	48.0%	-1.9%p	51.1%	1.2%p
	NIM	38.6%	39.8%	1.3%p	40.8%	2.3%p	74.2%	35.6%p	43.9%	5.4%p
제이시스메디칼(287410)	매출액	41.3	41.0	0.7	44.0	-6.2	31.8	29.7	39.1	5.5
BUY	영업이익	11.9	12.0	-0.7	12.7	-5.9	8.8	35.6	10.2	16.9
16,000(상향)	지배주주순이익	9.1	9.2	-0.8	12.3	-26.0	6.0	53.3	8.1	13.5
	OPM	29.0%	29.4%	0.4%p	28.9%	-0.1%p	27.7%	-1.3%p	26.1%	-2.8%p
	NIM	22.1%	22.5%	0.3%p	28.1%	5.9%p	18.7%	-3.4%p	20.6%	-1.6%p

Note: K-IFRS 연결 기준
Source: 다올투자증권

(단위: 원, 십억원, %, %p)

		변경 후	변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
		2023.12(E)	2023.12(E)	vs Chg	2023.12(E)	vs Con	2022.12(A)	YoY	2023.09(A)	QoQ
원텍(336570)	매출액	33.1	34.9	-5.0	37.5	-11.6	24.3	36.4	26.4	25.5
BUY	영업이익	11.8	12.5	-5.5	14.5	-18.6	9.5	24.1	9.5	23.8
15,000원(하향)	지배주주순이익	8.4	9.1	-7.5	12.0	-29.9	5.0	69.5	8.7	-3.5
	OPM	35.7%	35.8%	0.2%p	38.7%	3.1%p	39.2%	3.6%p	36.1%	0.5%p
	NIM	25.4%	26.1%	0.7%p	32.0%	6.6%p	20.5%	-5.0%p	33.0%	7.6%p
덴티움(145720)	매출액	117.2	118.8	-1.3	116.3	0.8	94.0	24.7	93.8	25.0
BUY	영업이익	39.9	40.3	-1.0	40.3	-0.9	36.4	9.8	30.0	32.9
170,000원(상향)	지배주주순이익	27.8	28.6	-2.7	32.4	-14.3	9.7	185.9	24.1	15.4
	OPM	34.1%	34.0%	-0.1%p	34.7%	0.6%p	38.7%	4.6%p	32.0%	-2.0%p
	NIM	23.7%	24.0%	0.4%p	27.9%	4.2%p	10.3%	-13.4%p	25.7%	2.0%p
휴젤(145020)	매출액	93.0	93.2	-0.2	92.9	0.2	85.5	8.8	84.8	9.7
BUY	영업이익	34.3	34.1	0.6	34.2	0.5	31.2	10.2	34.6	-0.6
210,000원(유지)	지배주주순이익	25.9	25.8	0.6	26.9	-3.6	2.1	1,109.6	39.4	-34.2
	OPM	36.9%	36.6%	-0.3%p	36.8%	-0.1%p	36.5%	-0.5%p	40.7%	3.8%p
	NIM	27.9%	27.7%	-0.2%p	29.0%	1.1%p	2.5%	-25.4%p	46.4%	18.6%p
대웅제약(069620)	매출액	306.9	320.2	-4.1	320.2	-4.2	293.8	4.4	303.0	1.3
BUY	영업이익	29.2	29.5	-1.1	29.0	0.5	15.3	90.5	34.2	-14.7
170,000(유지)	지배주주순이익	41.6	41.7	-0.2	15.9	162.6	-11.2	흑전	19.8	110.6
	OPM	9.5%	9.2%	-0.3%p	9.1%	-0.4%p	5.2%	-4.3%p	11.3%	1.8%p
	NIM	13.6%	13.0%	-0.5%p	5.0%	-8.6%p	-3.8%	-17.4%p	6.5%	-7.0%p

Note: K-IFRS 연결 기준
Source: 다올투자증권

1H24E 의료기기 핵심 모멘텀은 1) 에이피알 상장과 2) 아이센스 유럽 CE 인증, 3) 휴젤 FDA 품목 허가다. 에이피알 상장에 발맞추어 홈뷰티 디바이스에 대한 관심도가 주목받고 있으며 국내 미용 의료기기 업체들 또한 홈뷰티 디바이스를 출시하여 매출을 다각화하고 있다. 아이센스의 유럽 CE 인증을 앞두고 있으며 카카오헬스케어 파스타 출시를 통해 디지털 헬스케어에 있어 CGM의 역할이 부각될 전망이다. 마지막으로 휴젤은 FDA 품목 허가를 앞두고 있어 품목 허가 시 주요 3대 시장에 모두 출시한 첫 국내 톡신 기업이 된다. 2024.04월 클래시스는 브라질 품목 허가를 예정하고 있다.

Fig. 1: 업종별 모멘텀

	기업	국가	내용	중요도	업종
2024.01월	에이피알	국내	기관 수요 예측		메디컬 에스테틱
2024.01월	한올바이오파마	미국	JPM2024		신약
2024.01월	Inmode	미국	4Q23E 실적 발표		메디컬 에스테틱
2024.02월	아이센스	국내	카카오헬스케어 파스타 런칭		당뇨
2024.02월	휴젤	미국	레티보 FDA 품목 허가	★★★	메디컬 에스테틱
2024.02월	에이피알	국내	코스피 상장		메디컬 에스테틱
2024.03월	아이센스	유럽	CGM 유럽 CE 인증	★★★	당뇨
2024.04월	루닛	국내	Volpara 인수 종료		의료 AI
2024.04월	비올/제이시스메디칼/이루다	미국	ITC 예비 판결	★	메디컬 에스테틱
2024.04월	클래시스	브라질	볼뉴머 브라질 품목 허가	★★★	메디컬 에스테틱
2024.06월	휴젤/메디톡스	미국	ITC 예비 판결	★★★	메디컬 에스테틱
1H24	큐리옥스바이오시스템즈	국내	신제품 출시	★★★	바이오 소부장
	파마리서치	국내	톡신 국내 품목 허가		메디컬 에스테틱
	원텍	브라질	올리지오 브라질 품목 허가	★★★	메디컬 에스테틱
	제이시스메디칼	중국	포텐자 중국 품목 허가		메디컬 에스테틱
	비올	중국	비올 중국 품목 허가		메디컬 에스테틱
	한올바이오파마	중국	바토클리맙 NMPA 재신청		신약
	한올바이오파마	미국	바토클리맙 CIDP 2b상	★★★	신약
2024.07월	제테마	국내	톡신 국내 품목 허가	★★★	메디컬 에스테틱
2024.07월	아이센스	국내	국내 2형 당뇨 CGM 건강보험 지급 여부	★★★	당뇨
2024.08월	비올/제이시스메디칼/이루다	미국	ITC 최종 판결	★	메디컬 에스테틱
2024.10월	휴젤/메디톡스	미국	ITC 최종 판결	★★★	메디컬 에스테틱
2H24	한올바이오파마	미국	바토클리맙 MG 3상 Topline	★★★	신약
2024	한스바이오메드	국내	인공유방 재출시		수술/재생 의료
	휴비츠	국내	3D 구강스캐너 출시		덴탈
	엘앤씨바이오	중국	메가덤플러스 NMPA 허가		수술/재생 의료
	바디텍메드	미국	동물용 진단 OEM 진출		진단
	큐렉소	미국	큐비스-조인트 FDA 승인		수술/재생 의료

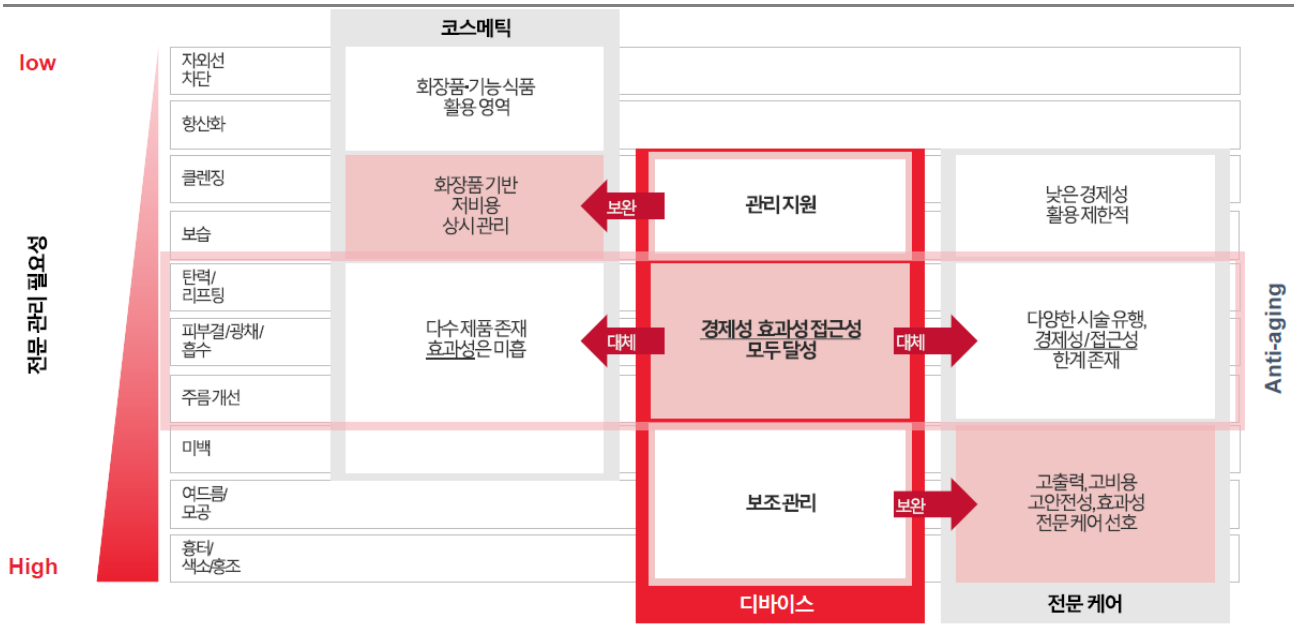
Source: 관세청, 다올투자증권

에이피알 상장과 함께 홈뷰티 디바이스 주목

2024.02월 에이피알 상장을 앞두고 홈뷰티 브랜드에 대한 기대감이 고조되고 있다. 과거 성형 수술과 화장품으로 양분화되었던 피부 관리 시장에서 톡신, 필러와 같은 Injection 시술이 소개되었으며, EBD(Energy based device) 에너지 기반 미용 의료기기가 대중화되었다. 즉, 환자 혹은 소비자들의 피부 관리에 대한 니즈가 개인화되고 다변화되면서 기술 개발과 함께 다양한 피부 관리법이 개발되었다.

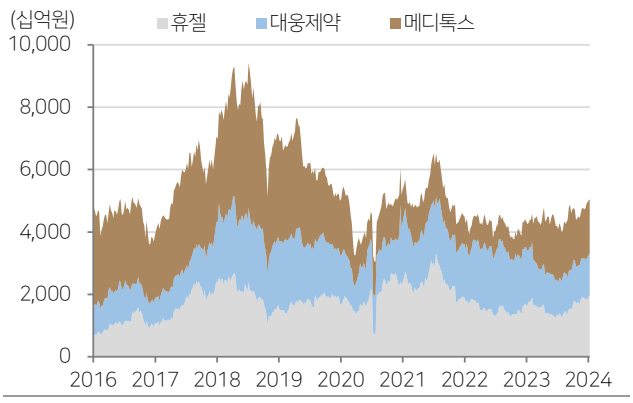
에너지 기반 미용 의료기기는 의료기기로서 임상을 통해 제품에 대한 안전성 및 효능을 입증하여 홈뷰티 기기 대비 높은 출력을 통한 치료가 가능하다. 반면 홈뷰티 기기는 미용 의료기기 대비 낮은 출력이지만 관리 및 유지에 주력하며 낮은 가격이 메리트로 적용 가능하다.

Fig. 2: 케어 영역별 주요 관리 수단



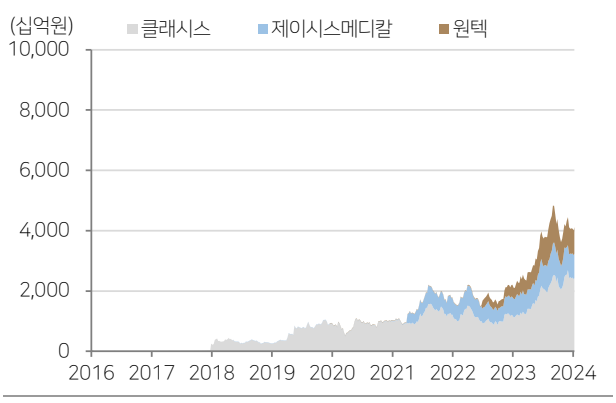
Source: 에이피알, 다올투자증권

Fig. 3: 톡신 3사 시가총액 추이



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 4: EBD 3사 시가총액 추이



Source: Quantiwise, 다올투자증권

홈뷰티 기기의 주요 적응증은 탄력/리프팅, 화장품 흡수력, 주름 개선이다. 홈뷰티 대표 기업인 에이피알의 대표제품인 부스터 프로는 RM(Radiofrequency Microporation)과 EM (Electroporation)을 기반으로 한다. RM은 고주파의 교류 전류가 피부에 닿게 되면 진피 상부까지 미세채널을 형성하여 화장품 및 유효 성분 전달력을 개선한다. EM은 전기천공법으로 고전압의 짧은 전기 펄스를 통해 일시적으로 피부 지질 이중층 망에 미세한 구멍을 만들어 침투 속도를 증가시키는 효과를 가진다.

현재 국내 상장사 5개와 상장 예정인 에이피알을 포함한 6개 기업이 홈뷰티 기기를 판매하고 있다. 2023E 에이피알 홈뷰티 디바이스 매출액은 2,000억원, 동국제약 마데카 프라임은 약 200억원 수준으로 추정된다. 홈뷰티 디바이스는 해외 낮은 의료 접근성을 기반하여 해외 시장 침투를 가속화할 예정이다.

Fig. 5: 국내 상장사 홈뷰티 브랜드



Source: 각 사, 다올투자증권

만약 국내 2형 당뇨 보험 적용이 된다면?

언론에 따르면 2023.04월 임신성 및 제2형 당뇨환자 당뇨병관리기기 건강보험 세부기준 검토 용역이 진행되었으며, 2024.07월 제2형 당뇨환자 대상 건강보험 급여 기준 확대를 전망하고 있다. 2024.01월 기준 미국/일본/프랑스/캐나다 공보험에서는 인슐린 투여 횟수가 1회 이상인 2형 당뇨 환자에게 연속 혈당 측정기기에 대한 보험 급여를 지급하고 있다. 또한 당뇨 환자 치료 지침을 주기적으로 발표하는 ADA(American Diabetes Association) 등은 지속적으로 1형 환자뿐만 아니라 인슐린 치료를 받는 2형 환자 등에 대한 연속 혈당 측정기에 대한 사용을 권고하고 있다.

2021년 기준 국내 당뇨병 유병률은 13.2%이며, 30세 이상 남성과 여성 기준 유병률은 각각 16.5%와 9.9%이다. 해당 통계에 따른 국내 당뇨병 환자는 건강보험 기준(의료 급여 제외) 435만명에 이른다. 그 중 1형 당뇨병 환자는 46,318명, 임신성 당뇨 47,774명이다. 해당 환자를 제외하면 2형 당뇨로 전체 환자의 98%는 2형 당뇨 환자다. 2020년 국내 인슐린 치료율 통계에 따르면 약 4.1%다. 해당 통계를 따르면 약 18만명의 환자들이 인슐린 투여를 진행하고 있다. 미국 CMS 커버리지 기준(인슐린 투여 2형 당뇨 환자 포함)을 따르면 약 18만명의 환자들이 CGM 사용에 건강 보험 급여를 적용받게 된다. 기존 1형 당뇨 대비 3.9배 상승한 TAM(Target addressable market) 규모다.

또한 핵심은 연속 혈당 측정기에 대한 활용이 아닌 연속 혈당 측정기기를 통한 관리를 통해 환자들의 당뇨병 예후에 대한 관리다. 1형 당뇨의 경우 모든 환자에 대해 혈당 조절 및 저혈당 위험을 낮추기 위한 CGM 사용을 권고하고 있다. 연속혈당 측정기 사용을 통해 2형 당뇨병 환자들의 당화혈색소 및 TIR(Time in Range) 호전에 대한 임상 결과가 축적되고 RWD에서도 당뇨병 환자들에 대한 관리가 이루어지고 있다는 점이 입증되고 있다. 연속혈당 측정의 임상적 의의는 당뇨 환자의 혈당 변동성 및 저혈당 발생 빈도를 낮추어 합병증의 발현율을 낮추며 환자 맞춤형 관리가 가능해진다.

Fig. 6: 아이센스 타임라인

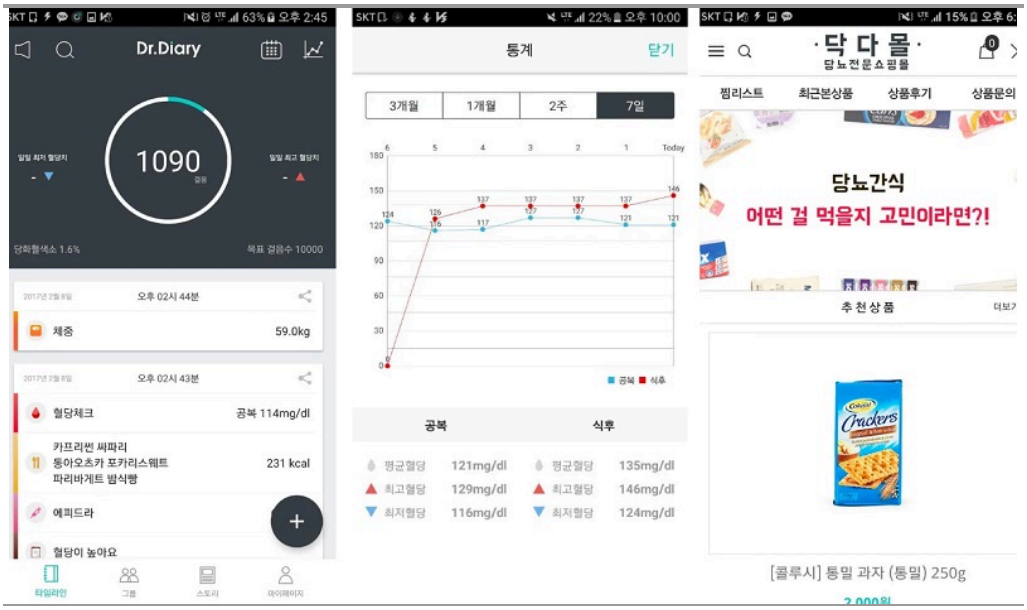


Source: 아이센스, 다올투자증권

또한 CGM 보편화 및 대중화를 통해 대표적인 만성 질환인 당뇨병에 대한 디지털 헬스케어의 침투가 가속화되고 있다는 점 또한 주목한다. 과거 BGM을 통해 당뇨 환자에 대한 혈당을 1일 2-4회 측정하는 데에 한계가 있었다면 CGM을 통해 환자들의 혈당 주기를 파악할 수 있었다.

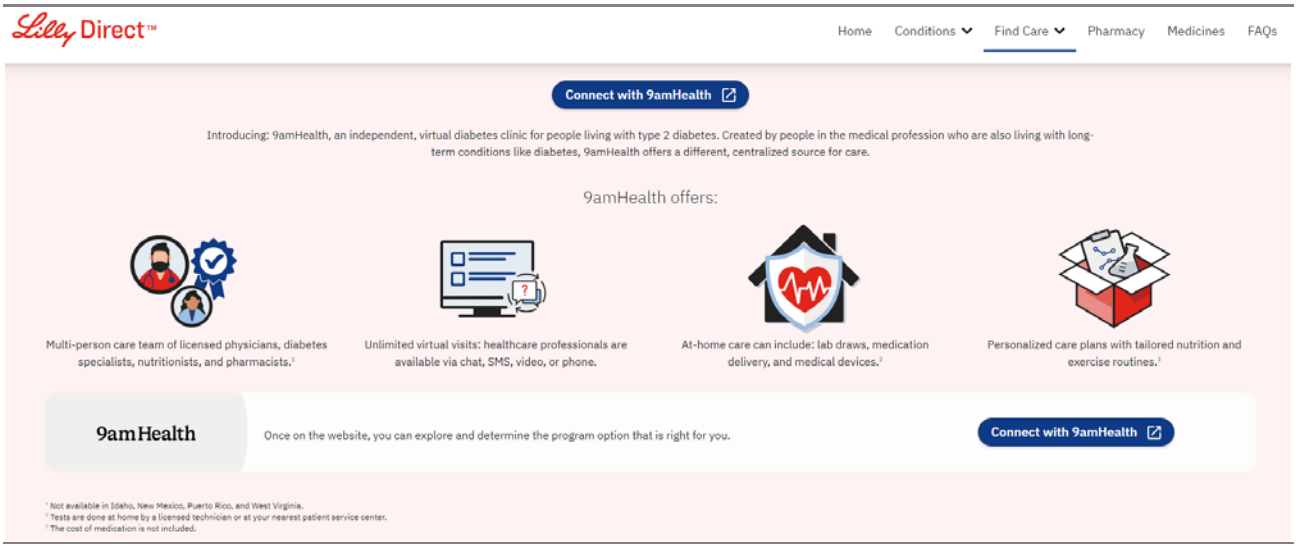
CGM을 통해 환자의 혈당 주기를 알게 된다면 만성 환자들의 개인화된 치료가 가능해지며 추가적으로 인공 췌장(Closed loop insulin delivery system) 도입이 가능해진다. 또한 2023.01월 일라이 릴리는 DTC 의약품 구매 플랫폼 릴리 다이렉트를 출시했다. 원격 진료 등을 통해 환자들의 상태를 점검하여 의약품 구매가 가능해진다. 따라서 당뇨 환자들의 상태를 확인하기 위한 원격 데이터 수집은 필연적이기에 POCT로서 CGM의 가치는 더욱 주목받을 예정이다.

Fig. 7: 모바일 혈당 관리 닥터 다이어리



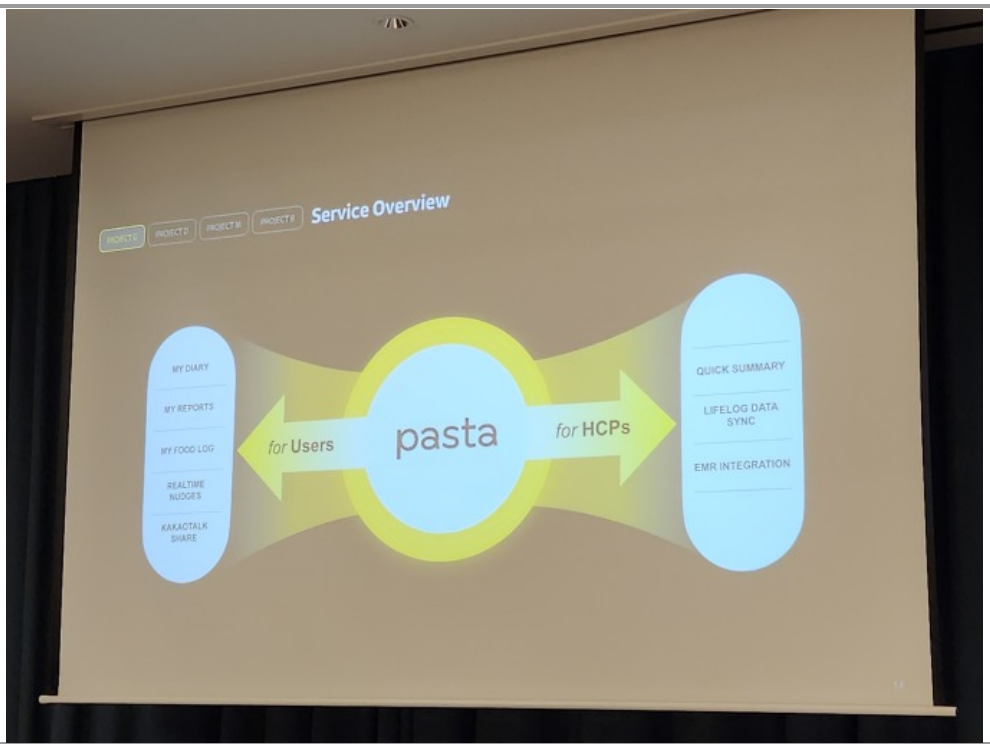
Source: 닥터 다이어리, 다올투자증권

Fig. 8: 일라이 릴리 디지털 헬스케어 플랫폼 - 릴리 다이렉트



Source: 일라이 릴리, 다올투자증권

Fig. 9: 카카오헬스케어 당뇨 환자 관리 솔루션 파스타



Source: 카카오헬스케어, 뉴스핌, 다올투자증권

Fig. 10: 인슐린 주입기 디아콘



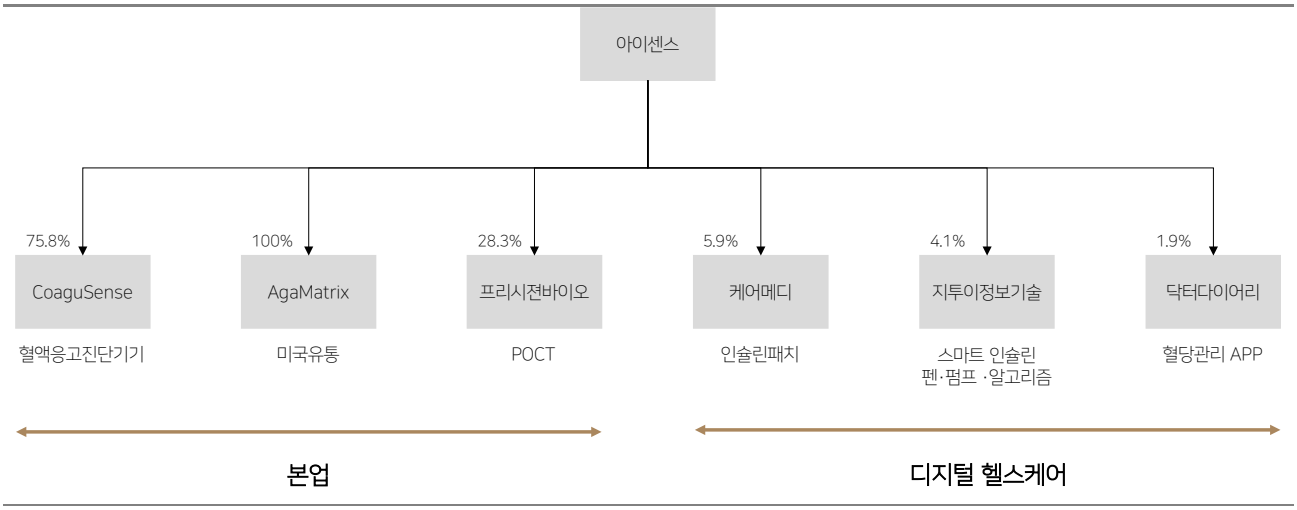
Source: 지투이, 다올투자증권

Fig. 11: 인슐린 패치 케어레보



Source: 케어메디, 다올투자증권

Fig. 12: 아이센스 종속 회사 및 관계 회사 투자 현황



Source: 아이센스, 다올투자증권

Fig. 13: AI 푸드 스캐닝 기업 누비랩



Source: 누비랩, 다올투자증권

Fig. 14: 분기별 품목별 수출 데이터

(천달러)	4Q23	4Q22	YoY(%)	3Q23	QoQ(%)	주요 판매 기업
톡신	87,589	82,548	6.1	73,349	19.4	
미국/캐나다	11,817	10,204	15.8	13,938	-15.2	대웅제약
중국	**22,348**	**11,779**	**89.7**	**14,929**	**49.7**	**휴젤**
임플란트	232,461	187,071	24.3	181,025	28.4	
중국	**84,969**	**71,121**	**19.5**	**82,741**	**2.7**	**덴티움**
미국	9,308	11,719	-20.6	7,422	25.4	디오
러시아	**39,549**	**18,323**	**115.8**	**19,196**	**106.0**	**덴티움**
미용 의료기기	254,162	220,387	15.3	218,237	16.5	
미국	**43,690**	**34,618**	**26.2**	**31,883**	**37.0**	**제이시스**
일본	25,854	21,618	19.6	24,622	5.0	제이시스
브라질	17,577	12,423	41.5	21,596	-18.6	클래시스, 원텍
러시아	**13,216**	**7,248**	**82.3**	**8,323**	**58.8**	**클래시스**
태국	**7,430**	**6,106**	**21.7**	**4,726**	**57.2**	**클래시스**
대만	**10,965**	**9,184**	**19.4**	**7,219**	**51.9**	**원텍**
치과영상장비	74,252	65,633	13.1	67,511	10.0	바텍, 레이
중국	10,674	3,767	183.4	9,747	9.5	
미국	21,931	23,326	-6.0	20,863	5.1	
필러	539,365	463,031	16.5	502,980	7.2	
태국	17,203	12,501	37.6	14,714	16.9	파마리서치
콘택트렌즈	54,453	63,943	-14.8	56,476	-3.6	인터로조

Source: 관세청, 다올투자증권

아이센스 (099190)

4Q23 Preview: 디지털 헬스케어 대장주

Investment Point

- 4Q23E 매출액 777억원(YoY +18%, QoQ +16%), 영업이익 76억원(YoY 흑전, QoQ 흑전) 전망. 3Q23 실적 하회 사유였던 월마트향 매출 회복하여 미국 매출액 293억원 달성. **2023.09월 국내 CGM 매출은 약 14억원 달성 전망**(vs. 3Q23 1.2억원). 영업이익률은 9.7%로 흑자 전환하였는데, CGM 초도 생산 비용 감소 및 추가 일회성 비용 발생하지 않음(AgaMatrix 인수 지급수수료).
- 2024E 매출액 3,190억원(YoY +19%), 영업이익 285억원(YOY +85%) 전망. CGM 매출액 199억원 전망하며, 국내 제약사 및 카카오헬스케어향 매출 통해 발생 기대. 연구개발비는 전년 대비 유사한 255억원 발생 전망
- **1) 2월 카카오헬스케어 파스타 출시와 2) 3월 유럽 CE 인증 획득, 3) 2H24E 국내 2형 당뇨 CGM 건강보험 급여 등재가 핵심 모멘텀.** 2023년 국내 출시에 이어 2024년 유럽 출시를 통해 매출 확대 기대
- **CGM 보편화 및 대중화 통해 만성 질환자 대상 디지털 헬스케어 침투 가속화 기대.** 카카오헬스케어는 당뇨 환자 관리 솔루션인 파스타 출시 예정이며 향후 인공췌장(Closed loop insulin delivery system) 구성에 있어 CGM은 핵심 제품. 디지털 헬스케어 확산에 따라 핵심 제품으로서의 CGM 가치 재조명 기대하며, 동시에 **중저가형 OEM/ODM CGM에 대한 수요는 필연적 증가.** 아이센스는 본업 BGM 사업부에서도 OEM/ODM 매출 비중 50%로 글로벌 제약사 및 유통사 네트워크 확보. 2024년 CGM 매출 본격화 통해 기업 가치 재조명 기대. 2024년 의료기기 업종 탑픽 제시. Peer인 Dexcom 주가 반등에 따라 적정 멀티플 상향으로 적정주가 3.8만원 제시, 투자의견 BUY 유지

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
목표주가	38,000	33,000	상향
Earnings			유지

Stock Information	
현재가 (1/9)	28,450원
예상 주가상승률	33.6%
시가총액	7,829억원
외국인 지분율	25.5%
주요주주지분율(%)	
차근식 (외 9인)	25.8
아크레이 (외 1인)	10.4
Templeton Investment(외 3인)	6.0

Valuation wide	2022	2023E	2024E
PER(배)	28.0	68.2	37.1
PBR(배)	1.7	3.1	2.8
EV/EBITDA(배)	15.3	29.7	19.2
배당수익률(%)	1.1	0.6	0.6

Fig. 15: 아이센스 4Q23 Preview (단위: 십억원, %, %p)

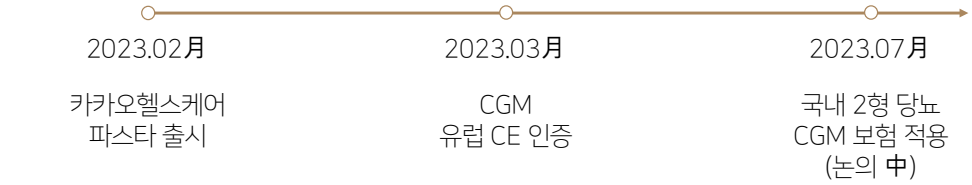
	변경 후	변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2023.12(E)	2023.12(E)	vs Chg	2023.12(E)	vs Con	2022.12(A)	YoY	2023.09(A)	QoQ
매출액	77.7	77.1	0.8	78.5	-1.0	65.7	18.2	67.0	15.9
영업이익	7.6	5.1	50.2	6.4	18.8	-1.1	흑전	-0.4	흑전
지배주주순이익	5.4	3.4	60.1	4.3	25.6	-1.3	흑전	-0.8	흑전
OPM	9.8%	6.6%	-3.2%p	8.2%	-1.6%p	-1.7%	-11.5%p	-0.7%	-10.5%p
NIM	6.9%	4.4%	-2.6%p	5.5%	-1.5%p	-2.0%	-8.9%p	-1.3%	-8.2%p

Fig. 16: 아이센스 실적변경 (단위: 십억원, %, %p)

	변경전				변경후				차이(%,%P)			
	2023.12	2024.03	2024.06	2024.09	2023.12	2024.03	2024.06	2024.09	2023.12	2024.03	2024.06	2024.09
매출액	77.1	71.7	75.1	80.8	77.7	71.7	75.1	80.8	0.7	0.0	0.0	0.0
영업이익	5.1	5.7	6.8	7.3	7.6	5.7	6.7	7.2	49.2	(1.3)	(1.4)	(1.7)
영업이익률	6.6	8.0	9.1	9.0	9.7	7.9	8.9	8.9	3.2	(0.1)	(0.1)	(0.2)
EBITDA	8.5	9.2	10.3	10.8	11.8	9.9	10.9	11.4	38.8	7.8	6.6	5.9
EBITDA이익률	11.0	12.8	13.7	13.3	15.2	13.8	14.6	14.1	4.2	1.0	0.9	0.8
지배주주순이익	3.4	3.9	5.1	5.4	5.4	3.9	5.1	5.4	58.9	(0.2)	(0.2)	(0.2)

Note: K-IFRS 연결
Source: 아이센스, 다올투자증권

Fig. 17: 아이센스 타임라인



Source: 아이센스, 다올투자증권

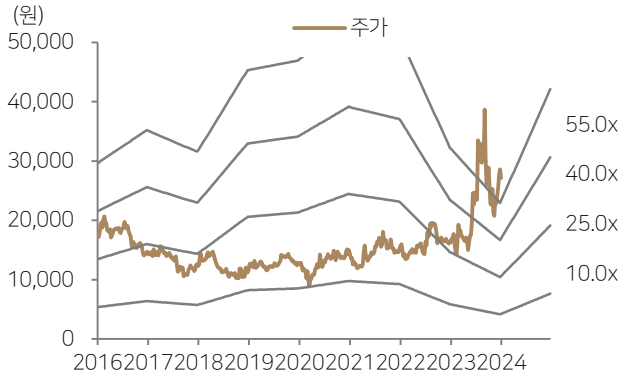
Fig. 18: PER Valuation

PER Valuation	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
EPS(원)	853.3	977.6	927.1	587.2	417.3	766.3
YOY	*4%*	*15%*	*-5%*	*-37%*	*-29%*	*84%*
타겟 PER(배)						50.0
적정주가(원)						38,000

적정주가(원)	38,000
종가(원)	28,450
상승여력	34%

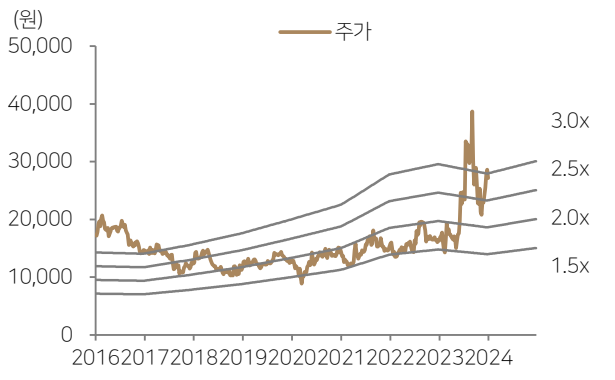
Source: 다올투자증권

Fig. 19: 12M Fwd PER 밴드



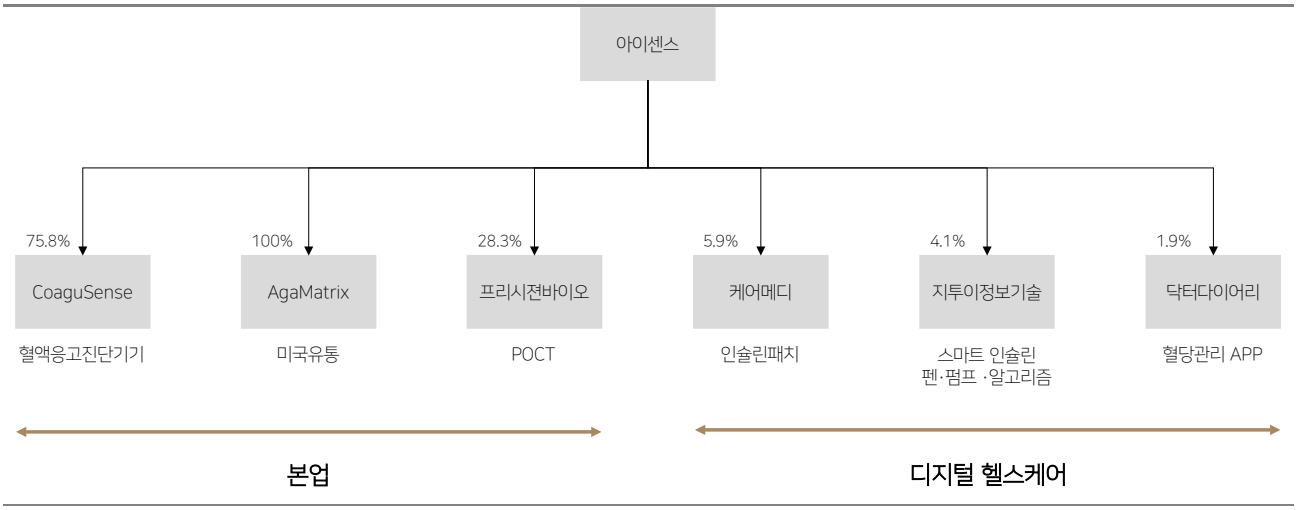
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 20: 12M Fwd PBR 밴드



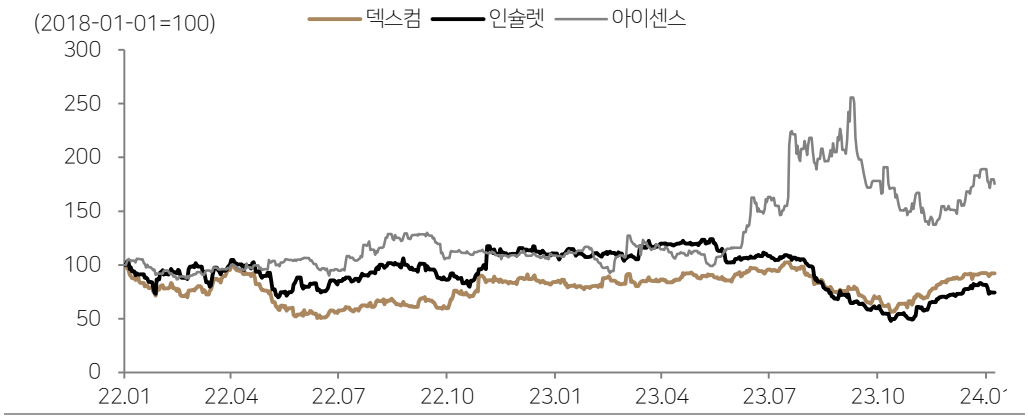
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 21: 아이센스 종속 회사 및 관계 회사 투자 현황



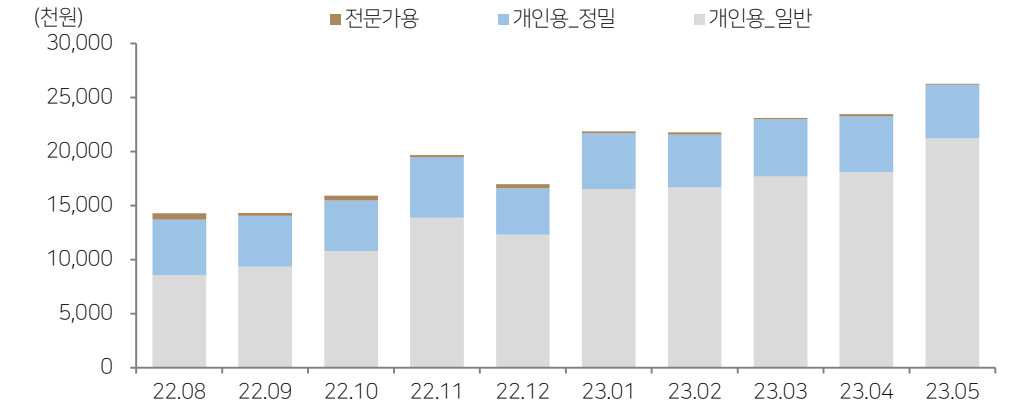
Source: 아이센스, 다올투자증권

Fig. 22: 당뇨 의료기기 업체 상대 주가 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 23: 월별 연속혈당측정검사 추이



Source: HIRA, 다올투자증권

Fig. 24: 아이센스 실적 추정

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	68.8	61.8	68.5	65.7	60.6	62.5	67.0	77.7	264.8	267.8	319.0
YoY(%)	*31%*	*6%*	*16%*	*4%*	*-12%*	*1%*	*-2%*	*18%*	*14%*	*1%*	*19%*
혈당부문	61.2	53.2	59.7	53.1	50.8	52.8	57.5	66.8	227.2	228.0	272.3
CGM							0.1	1.4		1.6	19.9
POCT 부문	7.5	8.4	8.7	8.9	9.8	9.3	9.3	10.6	33.5	39.1	45.6
기타	0.1	0.1	0.1	4.3	0.0	0.3	0.3	0.2	4.7	0.9	1.0
미국	27.9	24.5	24.7	21.7	18.4	21.7	27.4	29.3	98.8	96.8	106.5
아시아	13.6	12.0	14.7	12.4	10.8	12.5	10.2	14.9	52.7	48.4	47.2
국내	11.2	11.7	12.5	13.6	12.4	12.7	13.2	16.4	49.0	54.7	65.6
유럽	8.2	7.1	9.2	7.8	9.2	7.0	8.9	7.9	32.3	33.0	40.7
기타	7.9	6.5	7.4	10.7	9.8	9.0	7.4	9.3	32.6	35.5	59.0
매출총이익	29.6	26.3	25.9	23.7	25.1	23.9	26.8	31.5	105.5	107.3	129.8
YoY(%)	*26%*	*-5%*	*-5%*	*0%*	*-15%*	*-9%*	*4%*	*33%*	*3%*	*2%*	*21%*
GPM	43.1%	42.6%	37.8%	36.0%	41.3%	38.3%	40.0%	40.5%	39.8%	40.0%	40.7%
영업이익	9.8	7.3	3.8	-1.1	4.5	3.8	-0.4	7.6	19.8	15.4	28.5
YoY(%)	*22%*	*-34%*	*-60%*	*-118%*	*-54%*	*-48%*	*적전*	*흑전*	*-43%*	*-22%*	*85%*
OPM	14.3%	11.9%	5.5%	-1.7%	7.4%	6.1%	-0.7%	9.7%	7.5%	5.8%	8.9%
지급수수료	2.0	2.3	2.4	3.5	2.9	2.3	5.2	2.9	10.3	13.3	13.8
연구개발비	6.3	5.9	7.7	7.0	6.5	6.0	7.8	6.6	27.0	26.9	25.5
지배주주 NP	13.0	2.4	2.0	-1.3	4.2	2.8	-0.8	5.4	15.9	11.4	21.1
YoY(%)	*87%*	*-73%*	*-71%*	*-148%*	*-68%*	*14%*	*적전*	*흑전*	*-37%*	*-29%*	*86%*
NPM	18.9%	3.9%	2.9%	-2.0%	6.9%	4.4%	-1.3%	6.9%	6.0%	4.2%	6.6%

Source: 다올투자증권

Fig. 25: 아이센스 CGM 실적 추정

TAM(천명)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	비고
국내	35.0	36.1	37.1	38.2	39.4	1형 당뇨
유럽	3,500.0	3,605.0	3,713.2	3,824.5	3,939.3	주요 국가 기준
미국	7,000.0	7,210.0	7,426.3	7,649.1	7,878.6	인슐린 치료 환자
MS(%)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	비고
국내	3.1%	25.0%	33.0%	37.0%	40.0%	
유럽		0.1%	0.8%	1.0%	1.3%	
미국				0.1%	0.2%	
사용 환자(천명)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	비고
국내	1.1	9.0	12.3	14.2	15.8	2H23E 출시
유럽		5.0	29.7	38.2	49.7	1H24E 출시
미국				5.0	15.0	2026E 출시
기타			5.0	10.0	15.0	
총 사용 환자	1.1	14.0	47.0	67.4	95.5	
매출액(백만원)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	비고
국내	1,566	12,829	17,443	20,144	22,430	
유럽		7,118	42,285	54,442	70,775	
미국				7,118	21,353	
기타			7,118	14,235	21,353	
CGM 매출액	1,566	19,947	66,846	95,939	135,910	
매출액(백만달러)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	비고
아이센스	1.2	15.3	51.4	73.8	104.5	
Dexcom	3,593.0	4,325.0	5,140.0	6,065.0	7,051.0	Bloomberg 컨센
Abbott	40,043.0	41,676.0	44,590.0	47,758.0	50,826.0	Bloomberg 컨센
출시 연차 기준	T+1	2	3	4	5	
아이센스	1.2	15.3	51.4	73.8	104.5	23E T2D 커버리지 확대
Dexcom	2.2	4.6	9.8	29.7	48.6	최초 CGM, 건강보험 X

Source: 다올투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	207.7	217.2	223.4	246.2	284.0
현금성자산	71.5	66.6	53.4	48.2	41.7
매출채권	51.0	57.4	63.8	75.1	93.0
재고자산	50.6	80.7	93.6	110.2	136.4
비유동자산	221.5	232.4	278.3	279.0	283.4
투자자산	36.3	39.8	29.4	30.6	31.8
유형자산	171.1	177.6	210.5	213.6	219.9
무형자산	14.1	15.0	38.4	34.8	31.6
자산총계	429.2	449.6	501.7	525.2	567.4
유동부채	38.4	74.6	93.0	100.0	111.1
매입채무	24.9	32.8	39.4	46.4	57.4
유동성이자부채	7.0	35.3	47.1	47.1	47.1
비유동부채	106.0	70.3	95.2	95.4	95.5
비유동이자부채	96.1	66.1	88.7	88.7	88.7
부채총계	144.4	144.8	188.2	195.4	206.7
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	220.4	236.7	267.6
자본조정	16.7	18.0	19.7	19.7	19.7
자기주식	(3.0)	(0.5)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
자본총계	284.7	304.8	313.5	329.8	360.7
투하자본	292.8	317.0	384.2	405.2	442.1
순차입금	31.6	34.8	82.4	87.6	94.0
ROA	6.8	3.6	2.4	4.1	6.6
ROE	10.3	5.7	3.9	7.0	11.0
ROIC	11.2	5.4	3.3	5.6	8.8

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	232.9	264.8	267.8	319.0	391.1
증가율 (Y-Y,%)	14.3	13.7	1.1	19.1	22.6
영업이익	34.8	19.8	15.4	28.5	49.2
증가율 (Y-Y,%)	14.4	(43.1)	(22.0)	84.6	72.6
EBITDA	45.7	31.9	29.1	45.4	66.0
영업외손익	(4.1)	(0.7)	(0.2)	(1.5)	(1.8)
순이자수익	1.0	0.2	(0.9)	(1.2)	(1.7)
외화관련손익	3.2	(0.8)	0.4	0.0	0.0
지분법손익	(1.4)	(2.2)	(1.6)	(2.1)	(2.6)
세전계속사업손익	30.7	19.2	15.2	27.0	47.4
당기순이익	25.2	15.9	11.4	21.1	35.9
지배기업당기순이익	25.5	16.1	11.5	21.1	35.9
증가율 (Y-Y,%)	(7.9)	(36.8)	(28.6)	85.8	70.3
NOPLAT	28.5	16.5	11.5	22.2	37.3
(+) Dep	10.9	12.1	13.7	16.9	16.8
(-) 운전자본투자	15.9	6.5	12.9	20.9	33.1
(-) Capex	47.6	22.0	39.3	15.9	19.6
OpFCF	(24.2)	(0.0)	(26.9)	2.2	1.4
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	10.4	11.7	9.6	11.0	13.9
영업이익증가율(3Yr)	8.3	(13.1)	(20.3)	(6.5)	35.4
EBITDA증가율(3Yr)	9.4	(7.4)	(11.0)	(0.2)	27.5
순이익증가율(3Yr)	3.9	(11.9)	(25.4)	(5.7)	31.2
영업이익률(%)	15.0	7.5	5.8	8.9	12.6
EBITDA마진(%)	19.6	12.0	10.9	14.2	16.9
순이익률 (%)	10.8	6.0	4.2	6.6	9.2

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금	17.2	6.7	15.3	19.3	22.4
당기순이익	25.2	15.9	11.4	21.1	35.9
자산상각비	10.9	12.1	13.7	16.9	16.8
운전자본증감	(31.2)	(32.7)	(29.8)	(20.9)	(33.1)
매출채권감소(증가)	(10.0)	(5.5)	(13.3)	(11.3)	(17.9)
재고자산감소(증가)	(15.3)	(32.4)	(3.7)	(16.6)	(26.2)
매입채무증가(감소)	3.4	9.3	(7.6)	7.0	11.0
투자현금	(59.6)	16.5	(52.8)	(19.8)	(24.0)
단기투자자산감소	(1.8)	43.3	8.0	(0.1)	(0.1)
장기투자증권감소	0.0	(2.6)	(1.7)	(2.6)	(3.1)
설비투자	(47.6)	(22.0)	(39.3)	(15.9)	(19.6)
유무형자산감소	(0.5)	8.7	(0.3)	(0.4)	(0.4)
재무현금	58.3	(9.2)	26.4	(4.8)	(4.9)
차입금증가	49.3	(6.2)	30.9	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	(11.3)	(5.3)	(6.5)
총현금흐름(Gross CF)	48.7	42.3	48.0	40.3	55.5
(-) 운전자본증가(감소)	15.9	6.5	12.9	20.9	33.1
(-) 설비투자	47.6	22.0	39.3	15.9	19.6
(+) 자산매각	(0.5)	8.7	(0.3)	(0.4)	(0.4)
Free Cash Flow	(42.1)	26.1	(34.6)	(0.5)	(1.6)
(-) 기타투자	0.0	2.6	1.7	2.6	3.1
잉여현금	(42.1)	23.5	(36.3)	(3.1)	(4.7)

주요투자지표

(원, 배)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Per share Data					
EPS	927	587	417	766	1,305
BPS	9,261	9,854	9,307	10,028	11,269
DPS	150	175	180	180	180
Multiples(x,%)					
PER	16.3	28.0	68.2	37.1	21.8
PBR	1.6	1.7	3.1	2.8	2.5
EV/ EBITDA	9.8	15.3	29.7	19.2	13.3
배당수익율	1.0	1.1	0.6	0.6	0.6
PCR	8.5	10.7	16.3	19.4	14.1
PSR	1.8	1.7	2.9	2.5	2.0
재무건전성 (%)					
부채비율	50.7	47.5	60.0	59.3	57.3
Net debt/Equity	11.1	11.4	26.3	26.6	26.1
Net debt/EBITDA	69.0	109.1	282.8	192.9	142.4
유동비율	540.9	291.3	240.2	246.1	255.5
이자보상배율	n/a	n/a	17.7	23.8	28.7
이자비용/매출액	0.4	0.7	1.4	2.1	2.2
자산구조					
투하자본(%)	73.1	74.9	82.3	83.7	85.7
현금+투자자산(%)	26.9	25.1	17.7	16.3	14.3
자본구조					
차입금(%)	26.6	25.0	30.2	29.2	27.3
자기자본(%)	73.4	75.0	69.8	70.8	72.7

자료: 다올투자증권

클래시스 (214150)

4Q23 Preview: 시너지를 이루다

Investment Point

- 4Q23E 매출액 509억원(YoY +26%, QoQ +5%), 영업이익 254억원(YoY +31%, QoQ +3%)을 기록하며 영업이익 컨센서스/당사 추정치 소폭 하회 전망. 2023E 국내 볼뉴머 설치대수는 330대 수준으로 추정되어 가이던스 300대 초과. 해외 학술 활동 증가 등으로 광고선전비 38억원 지출. 이에 따라 OPM 49.9% 달성
- 2024E 매출액 2,322억원(YoY +26%), 영업이익 1,180억원(YoY +27%) 달성 전망. 2024E 브라질 매출액 564억원, 일본과 태국 매출액 130억원 수준 기대. 동사는 연매출액 100억원을 초과하는 기업은 브라질과 일본, 태국 3개국 달성 기대. **볼뉴머 신규 출시 지역은 2024.04월 브라질**과 2H24E 러시아/호주/대만. 인도네시아와 태국은 허가를 획득하였으며 2024E 볼뉴머 출시 예정. **2024.01월 RF 기반 홈케어 기기 출시 예정.** 중저가를 타게팅한 제품으로 출시 예정. 중국 현지 임상 진행 중이며, FDA 사전 미팅 완료
- 1H24E 이루다 인수 완료 후, **이루다와 시너지안 구체화 기대.** 양사간 주력 제품군과 주력 시장이 다르다는 점에서 판관비 및 영업 효율화 통한 매출 확대 및 이익 개선 기대
- 투자의견 BUY 및 적정주가 4.6만원 유지. 동사는 미용 의료기기 대표 기업으로 에너지 기반 리프팅 시술 대중화에 따라 해외 매출 확대 중

BUY

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

Stock Information	
현재가(1/9)	37,500원
예상 주가상승률	22.7%
시가총액	24,291억원
외국인 지분율	74.0%
주요주주지분율(%)	
BCPE (외 3인)	73.8
자사주 (외 1인)	1.2
최창호 (외 1인)	0.0

Valuation wide	2022	2023E	2024E
PER(배)	15.8	31.1	28.1
PBR(배)	5.2	8.9	6.7
EV/EBITDA(배)	16.0	24.4	18.7
배당수익률(%)	0.6	0.2	0.2

Fig. 26: 클래시스 4Q23 Preview (단위: 십억원, %, %p)

	변경 후	변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2023.12(E)	2023.12(E)	vs Chg	2023.12(E)	vs Con	2022.12(A)	YoY	2023.09(A)	QoQ
매출액	50.9	52.2	-2.6	53.1	-4.2	40.5	25.7	48.2	5.4
영업이익	25.4	27.5	-7.6	27.2	-6.5	19.4	30.6	24.7	2.9
지배주주순이익	19.6	20.8	-5.7	21.7	-9.5	30.0	-34.7	21.2	-7.5
OPM	49.9%	52.6%	2.7%p	51.1%	1.2%p	48.0%	-1.9%p	51.1%	1.2%p
NIM	38.6%	39.8%	1.3%p	40.8%	2.3%p	74.2%	35.6%p	43.9%	5.4%p

Fig. 27: 클래시스 실적변경 (단위: 십억원, %, %p)

	변경전				변경후				차이(%,%P)			
	2023.12	2024.03	2024.06	2024.09	2023.12	2024.03	2024.06	2024.09	2023.12	2024.03	2024.06	2024.09
매출액	52.2	48.5	59.5	60.2	50.9	48.5	59.5	60.2	(2.6)	0.0	0.0	0.0
영업이익	27.5	25.1	30.6	31.0	25.4	24.7	30.2	30.3	(7.6)	(1.6)	(1.2)	(2.2)
영업이익률	52.6	51.8	51.4	51.5	49.9	50.9	50.8	50.4	(2.7)	(0.8)	(0.6)	(1.1)
EBITDA	28.9	26.7	32.3	32.8	26.8	26.2	31.9	32.1	(7.3)	(1.7)	(1.2)	(2.2)
EBITDA이익률	55.4	55.0	54.2	54.5	52.7	54.1	53.5	53.3	(2.7)	(0.9)	(0.7)	(1.2)
지배주주순이익	20.8	19.0	23.2	23.5	19.6	17.9	22.1	22.2	(5.7)	(5.6)	(4.4)	(5.4)

Note: K-IFRS 연결
Source: 클래시스, 다올투자증권

Fig. 28: 클래시스 실적 추정

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	35.4	32.7	33.3	40.5	39.0	45.9	48.2	50.9	141.8	184.0	232.2
YoY(%)	*66%*	*11%*	*36%*	*60%*	*10%*	*40%*	*45%*	*26%*	*41%*	*30%*	*26%*
클래시스(장비)	20.5	17.2	15.5	21.0	18.4	22.0	25.8	27.0	74.1	93.1	118.0
YoY(%)	123%	2%	44%	106%	-10%	28%	67%	29%	58%	26%	27%
수출	8.7	9.4	11.5	14.7	12.5	16.3	17.8	19.1	44.2	65.6	87.0
내수	11.8	7.8	4.0	6.3	5.9	5.7	8.0	7.9	29.9	27.5	31.0
소모품	11.8	11.9	15.3	16.6	18.7	21.8	20.5	21.5	55.6	82.5	104.6
YoY(%)	17%	8%	33%	31%	58%	83%	34%	29%	23%	48%	27%
수출	8.3	7.5	9.8	9.1	10.5	13.5	12.2	13.1	34.7	49.2	64.4
내수	3.5	4.4	5.5	7.5	8.2	8.3	8.3	8.4	20.9	33.2	40.2
기타	2.6	3.0	2.0	2.4	1.4	1.7	1.6	2.0	10.0	6.8	8.3
매출비중											
클래시스(장비)	58%	53%	46%	52%	47%	48%	53%	53%	52%	51%	51%
소모품	33%	36%	46%	41%	48%	47%	42%	42%	39%	45%	45%
매출총이익	26.6	24.4	26.0	31.2	30.2	36.3	37.0	39.2	108.2	142.7	180.0
YoY(%)	*59%*	*6%*	*36%*	*65%*	*14%*	*49%*	*43%*	*26%*	*39%*	*32%*	*26%*
GPM	75.1%	74.7%	78.0%	77.2%	77.5%	79.1%	76.7%	77.1%	76.3%	77.6%	77.5%
영업이익	16.7	15.3	17.5	19.4	19.9	23.1	24.7	25.4	68.9	93.1	118.0
YoY(%)	*53%*	*-5%*	*31%*	*70%*	*19%*	*52%*	*41%*	*31%*	*33%*	*35%*	*27%*
OPM	47.2%	46.7%	52.5%	48.0%	51.0%	50.4%	51.1%	49.9%	48.6%	50.6%	50.8%
광고선전비	1.6	2.0	1.1	1.2	1.3	3.7	1.5	3.8	5.9	10.3	14.7
R&D비용	1.1	1.0	1.0	1.3	2.1	2.3	2.2	2.5	4.4	9.2	11.4
지배주주 NP	12.8	13.8	18.7	30.0	18.8	18.6	21.2	19.6	75.4	78.1	86.4
YoY(%)	*34%*	*15%*	*49%*	*210%*	*46%*	*34%*	*13%*	*-35%*	*72%*	*4%*	*11%*
NPM	36.2%	42.2%	56.3%	74.2%	48.2%	40.4%	43.9%	38.6%	53.2%	42.5%	37.2%

Source: 다올투자증권

Fig. 29: Valuation (원, 배수)

PER Valuation	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
EPS(원)	535.0	590.0	677.0	1,163.7	1,206.4	1,334.1
YOY	*120%*	*10%*	*15%*	*72%*	*4%*	*11%*
PER(고)	41.3	29.0	34.7			
PER(저)	19.0	11.4	19.2			
적정 PER(배)						34.5
적정주가(원)						46,028
적정주가(원)					46,000	
종가(원)					37,500	
상승여력					22.7%	

Source: 다올투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	73.1	147.8	179.2	233.5	302.2
현금성자산	43.6	93.0	115.7	159.3	217.8
매출채권	2.2	8.4	17.1	21.6	25.8
재고자산	16.5	23.4	23.2	29.2	34.9
비유동자산	143.2	183.6	198.0	240.5	290.1
투자자산	61.4	77.9	61.6	64.1	66.7
유형자산	80.7	104.2	133.7	172.3	218.1
무형자산	1.1	1.5	2.7	4.1	5.4
자산총계	216.4	331.4	377.2	474.0	592.3
유동부채	16.8	36.2	38.7	41.6	44.4
매입채무	4.0	8.6	10.4	13.0	15.6
유동성이자부채	0.5	3.0	3.4	3.4	3.4
비유동부채	35.8	65.6	63.6	63.6	63.6
비유동이자부채	35.3	64.9	63.2	63.2	63.2
부채총계	52.6	101.9	102.3	105.3	108.1
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	274.9	368.8	484.3
자본조정	0.0	(5.4)	(30.8)	(30.8)	(30.8)
자기주식	0.0	(5.4)	(15.9)	(15.9)	(15.9)
자본총계	163.7	229.6	274.8	368.7	484.2
투하자본	155.9	204.4	222.7	272.9	329.7
순차입금	(7.8)	(25.1)	(49.1)	(92.7)	(151.2)
ROA	24.8	27.5	22.1	20.3	20.9
ROE	30.5	38.3	31.0	26.9	26.1
ROIC	38.6	29.8	33.6	36.1	36.4

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	100.6	141.8	184.0	232.2	278.1
증가율 (Y-Y,%)	31.6	41.0	29.7	26.2	19.8
영업이익	51.7	68.9	93.1	118.0	144.8
증가율 (Y-Y,%)	27.3	33.2	35.1	26.8	22.7
EBITDA	54.2	72.8	97.6	124.8	153.5
영업외손익	3.9	27.9	8.3	(4.0)	2.0
순이자수익	(0.0)	(1.8)	2.4	(4.0)	2.0
외화관련손익	3.7	(0.4)	5.8	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	55.6	96.8	101.4	114.0	146.8
당기순이익	43.8	75.4	78.1	86.4	111.3
지배기업당기순이익	43.8	75.4	78.1	86.4	111.3
증가율 (Y-Y,%)	14.8	72.1	3.7	10.6	28.7
NOPLAT	40.7	53.7	71.7	89.4	109.7
(+) Dep	2.5	3.9	4.6	6.8	8.7
(-) 운전자본투자	12.5	8.3	6.7	7.8	7.4
(-) Capex	32.6	27.5	13.2	45.0	53.9
OpFCF	(1.9)	21.8	56.4	43.5	57.2
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	28.4	20.5	34.0	32.2	25.2
영업이익증가율(3Yr)	43.6	18.2	31.9	31.6	28.1
EBITDA증가율(3Yr)	43.8	19.1	31.8	32.0	28.2
순이익증가율(3Yr)	43.4	31.2	27.0	25.4	13.9
영업이익률(%)	51.4	48.6	50.6	50.8	52.0
EBITDA마진(%)	53.9	51.3	53.1	53.7	55.2
순이익률 (%)	43.5	53.2	42.5	37.2	40.0

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금	36.4	54.8	63.4	100.4	121.1
당기순이익	43.8	75.4	78.1	86.4	111.3
자산상각비	2.5	3.9	4.6	6.8	8.7
운전자본증감	(9.6)	(6.4)	9.3	(7.8)	(7.4)
매출채권감소(증가)	1.4	(4.9)	(8.6)	(4.5)	(4.2)
재고자산감소(증가)	(7.1)	(7.8)	(1.8)	(6.0)	(5.7)
매입채무증가(감소)	0.5	(0.6)	1.1	2.7	2.5
투자현금	(92.5)	(92.0)	(48.4)	(53.0)	(62.1)
단기투자자산감소	(1.7)	(80.4)	(33.6)	(3.7)	(3.8)
장기투자증권감소	0.0	0.1	0.2	(0.1)	(0.1)
설비투자	(32.6)	(27.5)	(13.2)	(45.0)	(53.9)
유무형자산감소	(0.3)	59.5	(1.4)	(1.8)	(1.8)
재무현금	30.7	21.1	(20.5)	(7.5)	(4.3)
차입금증가	34.6	31.2	(2.3)	0.0	0.0
자본증가	(3.9)	(9.6)	(18.0)	(7.5)	(4.3)
배당금지급	(3.9)	(4.3)	(7.5)	(7.5)	(4.3)
현금 증감	(21.6)	(16.8)	(0.2)	39.9	54.7
총현금흐름(Gross CF)	54.9	73.7	79.5	108.2	128.5
(-) 운전자본증가(감소)	12.5	8.3	6.7	7.8	7.4
(-) 설비투자	32.6	27.5	13.2	45.0	53.9
(+) 자산매각	(0.3)	59.5	(1.4)	(1.8)	(1.8)
Free Cash Flow	(47.2)	(24.7)	40.3	47.4	59.0
(-) 기타투자	0.0	(0.1)	(0.2)	0.1	0.1
잉여현금	(47.2)	(24.6)	40.5	47.3	58.9

주요투자지표

(원, 배)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Per share Data					
EPS	677	1,164	1,206	1,334	1,717
BPS	2,513	3,521	4,201	5,629	7,393
DPS	66	116	66	66	66
Multiples(x,%)					
PER	27.8	15.8	31.1	28.1	21.8
PBR	7.5	5.2	8.9	6.7	5.1
EV/ EBITDA	22.3	16.0	24.4	18.7	14.8
배당수익율	0.4	0.6	0.2	0.2	0.2
PCR	22.2	16.2	30.6	22.5	18.9
PSR	12.1	8.4	13.2	10.5	8.7
재무건전성 (%)					
부채비율	32.1	44.4	37.2	28.6	22.3
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	435.5	408.0	463.0	560.7	679.9
이자보상배율	1,445.3	37.5	n/a	29.5	n/a
이자비용/매출액	0.1	1.8	1.1	0.9	n/a
자산구조					
투하자본(%)	59.7	54.5	55.7	55.0	53.7
현금+투자자산(%)	40.3	45.5	44.3	45.0	46.3
자본구조					
차입금(%)	17.9	22.8	19.5	15.3	12.1
자기자본(%)	82.1	77.2	80.5	84.7	87.9

자료: 다올투자증권

제이시스메디칼 (287410)

4Q23 Preview: 덴서티 미국 기대가 된다

Investment Point

- 4Q23E 매출액 413억원(YoY +30%, QoQ +6%), 영업이익 119억원 (YoY +36%, QoQ +17%)으로 컨센서스 소폭 상회 전망. 3Q23 40대 판매되었던 국내 덴서티는 공격적 마케팅 기반으로 60대 판매 추정되며, 북미향 추가 선적 발생하여 40대 내외 추가 판매 기대. 이에 따라 RF 매출액 147억원 달성 전망. 판관비는 전분기 대비 2억원 감소한 166억원 전망. 광고선전비 및 지급수수료 전분기 대비 감소하나 인건비 증가로 상쇄

- 2024E 매출액 1,764억원(YoY +22%), 영업이익 545억원(YoY +38%) 전망. 주력 사업부인 RF 매출액은 574억원으로 전년 대비 33% 증가 전망. 2024 성장의 핵심은 **북미**. 1) Cynosure는 경영진 교체로 영업 부진하였으나 2024년부터는 영업 재개 기대. 포텐자 MOQ는 400대였으나, Cynosure향 **MOQ 상향 조정 전망**. 2) 북미향 덴서티는 Reveal Laser사가 3Q23 초도 물량에 이어 **4Q23E 추가 선적**이 있었다는 점에서 덴서티 판매 긍정적 흐름 감지. 2H24E MOQ 수량 추가 계약 기대. 또한 2024.01월 주력 제품이었던 포텐자 일본 품목 허가를 획득하여 추가적인 매출 또한 기대. 영업이익률은 YoY +3.6%p 개선된 30.9% 달성 전망하며 1) **ASP 높은 덴서티 매출 비중 확대** 및 2) 일회성으로 작용한 지급 수수료 지출 감소로 판관비율 감소에 따른 이익률 개선 가능

- 투자의견 BUY 유지 및 적정주가 1.6만원 상향. Inmode 가이던스 하향으로 북미 수요 부진에 대한 우려있었으나, 동사는 신규 제품 출시 및 영업망 확대를 통해 북미향 신규 수요 확보 중

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
적정주가	16,000	15,000	상향
Earnings			유지

Stock Information

현재가(1/9)	10,650원
예상 주가상승률	50.2%
시가총액	8,144억원
외국인 지분율	31.9%
주요주주지분율(%)	
강동환 (외 7인)	29.4
Capital Group (외 2인)	7.2
국민연금공단 (외 1인)	6.1

Valuation wide	2022	2023E	2024E
PER(배)	22.4	27.2	19.5
PBR(배)	7.8	9.3	6.3
EV/EBITDA(배)	15.8	17.9	12.4
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Fig. 30: 제이시스메디칼 4Q23 Preview (단위: 십억원, %, %p)

	변경 후	변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2023.12(E)	2023.12(E)	vs Chg	2023.12(E)	vs Con	2022.12(A)	YoY	2023.09(A)	QoQ
매출액	41.3	41.0	0.7	44.0	-6.2	31.8	29.7	39.1	5.5
영업이익	11.9	12.0	-0.7	12.7	-5.9	8.8	35.6	10.2	16.9
지배주주순이익	9.1	9.2	-0.8	12.3	-26.0	6.0	53.3	8.1	13.5
OPM	29.0%	29.4%	0.4%p	28.9%	-0.1%p	27.7%	-1.3%p	26.1%	-2.8%p
NIM	22.1%	22.5%	0.3%p	28.1%	5.9%p	18.7%	-3.4%p	20.6%	-1.6%p

Fig. 31: 제이시스메디칼 실적변경 (단위: 십억원, %, %p)

	변경전				변경후				차이(%,%P)			
	2023.12	2024.03	2024.06	2024.09	2023.12	2024.03	2024.06	2024.09	2023.12	2024.03	2024.06	2024.09
매출액	41.0	35.6	44.5	45.1	41.3	34.6	42.8	45.2	0.7	(2.8)	(3.8)	0.3
영업이익	12.0	11.4	14.4	15.2	11.9	10.6	13.0	14.3	(0.7)	(7.1)	(9.3)	(6.0)
영업이익률	29.4	32.0	32.4	33.7	29.0	30.6	30.5	31.6	(0.4)	(1.4)	(1.9)	(2.1)
EBITDA	13.4	12.9	16.1	17.0	13.5	12.2	14.8	16.2	0.3	(5.3)	(7.6)	(4.7)
EBITDA이익률	32.8	36.2	36.1	37.7	32.6	35.3	34.6	35.9	(0.1)	(0.9)	(1.5)	(1.9)
지배주주순이익	9.2	8.7	11.0	11.7	9.1	8.1	10.0	11.0	(0.8)	(7.3)	(9.5)	(6.1)

Note: K-IFRS 연결
Source: 제이시스메디칼, 다올투자증권

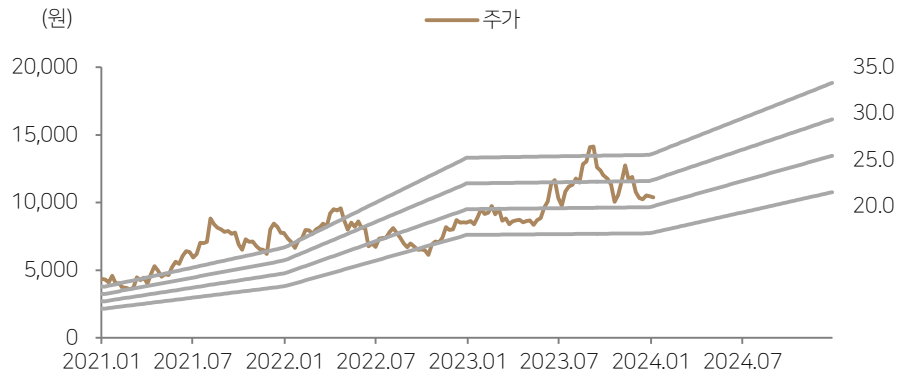
Fig. 32: Valuation (원, 배수)

PER Valuation	2021	2022	2023E	2024E
EPS(원)	190.6	380.5	391.9	546.5
YOY		*100%*	*3%*	*39%*
PER(고)	94.7			
PER(저)	41.3			
적정 PER(배)				30.0
적정주가(원)				16,396

적정주가(원)	16,000
종가(원)	10,650
상승여력	50%

Source: 다올투자증권

Fig. 33: 12M Fwd PER 밴드 추이



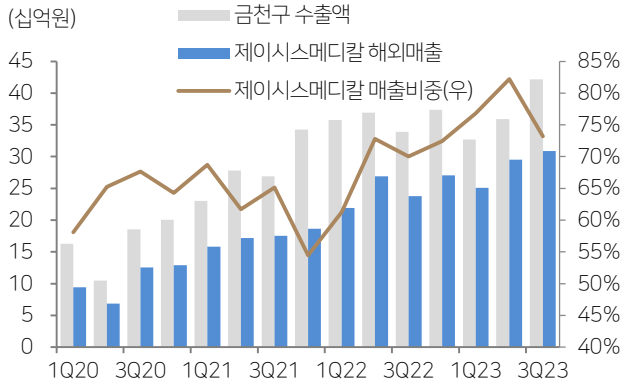
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 34: 제이시스메디칼 실적 추정

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	25.3	30.8	28.6	31.8	29.1	35.2	39.1	41.3	116.5	144.6	176.4
YoY(%)	*39%*	*54%*	*39%*	*42%*	*15%*	*14%*	*37%*	*30%*	*43%*	*24%*	*22%*
RF	7.1	9.4	5.9	9.1	5.8	10.0	12.5	14.7	31.4	43.0	57.4
HIFU	3.6	3.1	5.9	4.6	4.4	3.6	4.1	4.0	17.3	16.2	19.2
IPL	1.2	2.0	1.3	1.4	1.5	1.3	1.4	1.4	5.9	5.5	5.2
Laser	2.5	2.6	3.4	2.4	2.5	2.8	2.8	2.6	10.9	10.7	10.2
소모품	10.2	13.1	10.7	11.4	12.8	14.3	15.3	15.7	45.5	58.0	72.1
기타	0.7	0.6	1.3	2.9	2.1	3.1	3.1	2.9	5.5	11.2	12.3
장비 설치											
RF	300	410	197	325	164	293	310	500	1,232	1,267	1,877
HIFU	238	186	316	236	261	191	189	200	976	841	940
매출비중											
장비	57%	55%	58%	55%	49%	50%	53%	55%	56%	52%	52%
소모품	40%	43%	37%	36%	44%	41%	39%	38%	39%	40%	41%
GP	17.7	20.7	19.5	21.7	19.5	24.6	27.1	28.6	79.6	99.9	124.2
YoY(%)	*36%*	*51%*	*35%*	*40%*	*10%*	*19%*	*39%*	*32%*	*40%*	*26%*	*24%*
GPM	69.9%	67.3%	68.0%	68.2%	67.2%	70.1%	69.3%	69.3%	68.3%	69.1%	70.4%
OP	**8.5**	**9.0**	**7.7**	**8.8**	**7.6**	**9.6**	**10.2**	**11.9**	**34.0**	**39.4**	**54.5**
YoY(%)	*81%*	*56%*	*27%*	*32%*	*-11%*	*8%*	*32%*	*36%*	*47%*	*16%*	*38%*
OPM	33.7%	29.1%	26.9%	27.7%	26.2%	27.4%	26.1%	29.0%	29.2%	27.3%	30.9%
판관비	9.1	11.8	11.8	12.9	11.9	15.0	16.9	16.6	45.5	60.5	69.7
인건비	4.1	5.3	4.6	6.6	6.0	7.4	6.2	7.8	20.5	27.5	32.9
지급수수료	1.6	1.9	1.5	1.9	2.0	2.9	4.0	3.3	6.8	12.2	13.0
광고선전비	1.0	1.2	2.8	1.2	0.7	1.0	3.1	2.1	6.2	6.9	8.6
NP	6.5	7.4	7.2	6.0	6.7	6.2	8.1	9.1	27.0	30.1	41.8
YoY(%)	흑전	28%	17%	-26%	3%	-15%	12%	53%	95%	11%	39%
NPM	*25.7%*	*23.9%*	*25.1%*	*18.7%*	*23.0%*	*17.8%*	*20.6%*	*22.1%*	*23.2%*	*20.8%*	*23.7%*

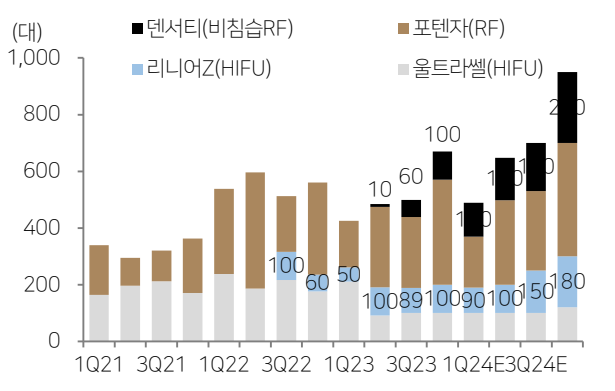
Source: 다올투자증권

Fig. 35: 금천구 수출액 및 제이시스메디칼 해외 매출 추이



Source: 제이시스메디칼, 다올투자증권

Fig. 36: 제이시스메디칼 장비 설치 추이 및 전망



Source: 제이시스메디칼, 다올투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	54.2	74.5	80.7	114.2	153.5
현금성자산	34.3	39.6	39.8	61.9	94.5
매출채권	7.4	10.9	14.6	19.1	21.7
재고자산	10.6	20.4	22.6	29.5	33.6
비유동자산	19.9	43.6	52.9	66.0	80.1
투자자산	9.9	22.1	22.2	23.1	24.1
유형자산	9.0	19.8	28.9	40.7	53.5
무형자산	1.0	1.7	1.8	2.2	2.5
자산총계	74.1	118.1	133.6	180.2	233.6
유동부채	24.0	26.6	32.0	36.8	39.7
매입채무	6.4	8.3	15.3	19.9	22.6
유동성이자부채	10.6	4.9	3.3	3.3	3.3
비유동부채	2.4	11.6	11.3	11.3	11.3
비유동이자부채	1.7	11.3	11.0	11.0	11.0
부채총계	26.4	38.2	43.3	48.1	51.0
자본금	7.1	7.1	7.6	7.6	7.6
자본잉여금	26.8	26.4	26.2	26.2	26.2
이익잉여금	6.9	34.0	64.0	105.8	156.3
자본조정	6.2	11.9	(8.2)	(8.2)	(8.2)
자기주식	(0.3)	(0.3)	(10.3)	(10.3)	(10.3)
자본총계	47.7	80.0	90.3	132.1	182.6
투하자본	25.4	48.9	55.8	75.1	92.7
순차입금	(22.0)	(23.3)	(25.5)	(47.7)	(80.2)
ROA	23.8	28.1	23.9	26.6	24.4
ROE	42.1	42.7	35.6	37.8	32.3
ROIC	91.9	73.0	59.3	65.0	61.2

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	81.3	116.5	144.6	176.4	210.0
증가율 (Y-Y,%)	60.2	43.4	24.1	21.9	19.1
영업이익	23.6	34.0	39.4	54.5	65.8
증가율 (Y-Y,%)	106.3	44.2	15.9	38.3	20.6
EBITDA	26.1	37.1	44.1	62.0	75.8
영업외손익	(10.5)	(0.1)	(1.1)	(0.9)	(1.0)
순이자수익	(0.4)	(0.4)	(0.2)	(0.3)	(0.3)
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	38.3	53.6	64.8
당기순이익	13.5	27.0	30.1	41.8	50.5
지배기업당기순이익	13.6	27.1	30.0	41.8	50.5
증가율 (Y-Y,%)	78.9	100.2	11.5	38.8	20.9
NOPLAT	17.1	27.1	31.0	42.5	51.3
(+) Dep	2.5	3.0	4.7	7.5	10.0
(-) 운전자본투자	4.5	6.8	(1.1)	6.6	3.9
(-) Capex	2.4	12.4	6.3	18.8	22.4
OpFCF	12.7	11.0	30.5	24.6	35.1
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	46.9	41.8	29.5	21.7
영업이익증가율(3Yr)	n/a	131.4	51.1	32.2	24.6
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	104.2	47.4	33.4	26.9
순이익증가율(3Yr)	n/a	190.5	58.6	45.8	23.2
영업이익률(%)	29.0	29.2	27.3	30.9	31.3
EBITDA마진(%)	32.1	31.8	30.5	35.1	36.1
순이익률 (%)	16.6	23.2	20.8	23.7	24.1

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금	20.3	25.3	26.4	42.7	56.7
당기순이익	13.5	27.0	30.1	41.8	50.5
자산상각비	2.5	3.0	4.7	7.5	10.0
운전자본증감	(5.5)	(13.2)	1.6	(6.6)	(3.9)
매출채권감소(증가)	(3.5)	(4.0)	(3.0)	(4.4)	(2.6)
재고자산감소(증가)	(5.6)	(10.0)	(2.6)	(6.9)	(4.1)
매입채무증가(감소)	1.1	(0.0)	(1.7)	4.6	2.7
투자현금	5.7	(21.1)	(9.0)	(20.6)	(24.2)
단기투자자산감소	7.2	0.3	(0.0)	(0.0)	(0.0)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.1)	(0.4)	(0.4)
설비투자	(2.4)	(12.4)	(6.3)	(18.8)	(22.4)
유무형자산감소	(0.4)	(1.0)	(0.5)	(0.8)	(0.8)
재무현금	(9.3)	2.0	(16.5)	0.0	0.0
차입금증가	(1.5)	2.3	(3.5)	0.0	0.0
자본증가	(0.3)	0.0	(2.2)	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	16.7	5.3	(0.1)	22.1	32.5
총현금흐름(Gross CF)	27.4	40.0	32.1	49.3	60.6
(-) 운전자본증가(감소)	4.5	6.8	(1.1)	6.6	3.9
(-) 설비투자	2.4	12.4	6.3	18.8	22.4
(+) 자산매각	(0.4)	(1.0)	(0.5)	(0.8)	(0.8)
Free Cash Flow	27.6	5.7	24.7	22.1	32.5
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.1	0.4	0.4
잉여현금	27.6	5.7	24.6	21.8	32.2

주요투자지표

(원, 배)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Per share Data					
EPS	191	381	392	547	661
BPS	647	1,090	1,149	1,690	2,346
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	40.8	22.4	27.2	19.5	16.1
PBR	12.0	7.8	9.3	6.3	4.5
EV/ EBITDA	20.4	15.8	17.9	12.4	9.7
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	20.2	15.2	25.3	16.5	13.4
PSR	6.8	5.2	5.6	4.6	3.9
재무건전성 (%)					
부채비율	55.4	47.7	47.9	36.4	27.9
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	225.5	280.2	252.0	310.4	386.9
이자보상배율	66.4	95.0	171.5	201.1	218.6
이자비용/매출액	0.5	0.3	0.4	0.6	0.3
자산구조					
투하자본(%)	36.5	44.2	47.4	46.9	43.9
현금+투자자산(%)	63.5	55.8	52.6	53.1	56.1
자본구조					
차입금(%)	20.6	16.9	13.7	9.8	7.3
자기자본(%)	79.4	83.1	86.3	90.2	92.7

자료: 다올투자증권

원텍 (336570)

4Q23 Preview: 여전히 해외 확장 주력 중

Investment Point

- 4Q23E 매출액 331억원(YoY +36%, QoQ +25%), 영업이익 118억원(YoY +24%, QoQ +24%)을 기록하며 영업이익 컨센서스 하회 전망. **4Q23E 올리지오X 국내 출시에 따라 국내 올리지오 총 140대 판매 추정.** 올리지오 팁은 10월 매출 반등하여 79억원 기록 전망. 다만 판관비는 100억원 수준으로 전분기 75억원 대비 25억원 증가. 판관비 주요 사유는 올리지오X 출시에 따른 광고선전비 증가(40억원, YoY +130%). 이에 따라 영업이익률 35.7% 달성
- 2024E 매출액 1,530억원(YoY +29%), 영업이익 629억원(YoY +33%) 달성 기대. 실적 성장의 동력은 1) 국내 올리지오X 출시 및 2) 해외 올리지오 판매 지역 확대. 올리지오 매출액은 528억원으로 YoY +59% 기대. **신규 판매가 기대되는 지역은 북미와 일본, 태국, 브라질, 중국.** 올리지오 팁 매출 또한 351억원으로 YoY +22%
- 원텍은 일본 소재 덴탈 DSO인 SheepMedical CB 65억원 취득. 해당 자금 통해 MSO(Management Service Organization) 설립하여 일본 내 에스테틱 클리닉 공동 전개 예정. SheepMedical CEO는 일본 뷰티 클리닉 창업 및 매각 경험 있어 **MSO 전개 통한 일본 내 원텍 시장 점유율 확대 기대.** 개원하는 에스테틱 클리닉에 원텍 미용 의료기기 입점되는 구조. 2023.11월 원텍 태국 법인 설립 이후, 글로벌 KOL Kick off 행사 등 개최
- 투자의견 BUY 유지하며, 적정주가 1.5만원 소폭 하향. 2024E 동사 PER은 18.9배로 경쟁사 대비 저평가되어 있음. 신규 지역에서의 매출 확대를 통해 동사 주가 반등 기대

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
적정주가	15,000	16,000	하향
Earnings			유지

Stock Information	
현재가(1/9)	9,900원
예상 주가상승률	51.5%
시가총액	8,729억원
외국인 지분율	
주요주주지분율(%)	
김종원 (외 19인)	52.6
원텍우리사주 (외 1인)	0.0
자사주 (외 1인)	0.0

Valuation wide	2022	2023E	2024E
PER(배)	30.5	23.0	19.2
PBR(배)	7.2	9.0	6.2
EV/EBITDA(배)	13.9	17.2	12.4
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Fig. 37: 원텍 4Q23 Preview (단위: 십억원, %, %p)

	변경 후	변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2023.12(E)	2023.12(E)	vs Chg	2023.12(E)	vs Con	2022.12(A)	YoY	2023.09(A)	QoQ
매출액	33.1	34.9	-5.0	37.5	-11.6	24.3	36.4	26.4	25.5
영업이익	11.8	12.5	-5.5	14.5	-18.6	9.5	24.1	9.5	23.8
지배주주순이익	8.4	9.1	-7.5	12.0	-29.9	5.0	69.5	8.7	-3.5
OPM	35.7%	35.8%	0.2%p	38.7%	3.1%p	39.2%	3.6%p	36.1%	0.5%p
NIM	25.4%	26.1%	0.7%p	32.0%	6.6%p	20.5%	-5.0%p	33.0%	7.6%p

Fig. 38: 원텍 실적변경 (단위: 십억원, %, %p)

	변경전				변경후				차이(%,%P)			
	2023.12	2024.03	2024.06	2024.09	2023.12	2024.03	2024.06	2024.09	2023.12	2024.03	2024.06	2024.09
매출액	34.9	33.6	39.5	34.9	33.1	33.2	39.7	37.1	(5.0)	(1.2)	0.4	6.3
영업이익	12.5	14.8	16.2	14.1	11.8	14.6	16.2	15.1	(5.5)	(1.6)	(0.2)	6.5
영업이익률	35.8	44.0	41.1	40.5	35.7	43.8	40.9	40.6	(0.2)	(0.2)	(0.3)	0.1
EBITDA	12.9	15.2	16.7	14.6	12.4	15.2	16.9	15.8	(4.2)	(0.3)	1.2	8.2
EBITDA이익률	37.1	45.3	42.2	41.7	37.5	45.7	42.6	42.5	0.3	0.4	0.3	0.8
지배주주순이익	9.1	10.6	12.0	10.5	8.4	10.3	11.7	11.0	(7.5)	(3.3)	(1.7)	4.8

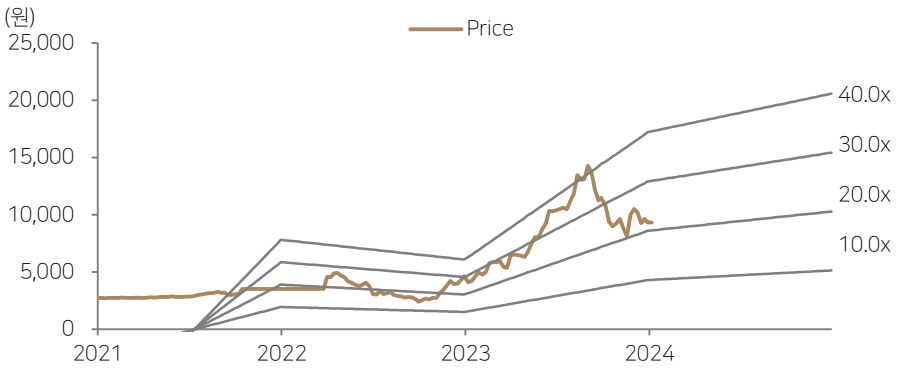
Note: K-IFRS 연결
Source: 클래시스, 다올투자증권

Fig. 39: Valuation (원, 배수)

PER Valuation	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
EPS(원)	-209.7	-216.8	195.5	152.4	430.5	514.4
YOY			*흑자전환*	*-22%*	*183%*	*19%*
적정 PER(배)						30.0
적정주가(원)						15,000
적정주가(원)					15,000	
종가(원)					9,900	
상승여력					52%	

Source: 다올투자증권

Fig. 40: 12M Fwd PER 추이



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 41: 원텍 팁 매출 추정

	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	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E
팁개수(개)	23,250	25,850	24,200	26,337	27,939	29,649	27,833	31,634
팁매출(백만원)	6,673	7,439	6,680	7,901	8,382	8,895	8,350	9,490
YoY	*150%*	*86%*	*35%*	*24%*	*26%*	*20%*	*25%*	*20%*
QoQ	*5%*	*11%*	*-10%*	*18%*	*6%*	*6%*	*-6%*	*14%*

Source: 다올투자증권

Fig. 42: 원텍 실적 추정

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	17.1	19.8	20.4	24.3	28.5	30.5	26.4	33.1	81.5	118.5	153.0
YoY(%)	*80%*	*49%*	*62%*	*55%*	*67%*	*54%*	*29%*	*36%*	*60%*	*45%*	*29%*
올리지오	4.4	3.1	3.9	5.1	10.6	7.1	6.9	9.5	16.4	34.0	52.8
올리지오 팁	2.7	4.0	4.9	6.4	6.7	7.4	6.7	7.9	18.0	28.7	35.1
피코케어	3.4	2.9	3.2	3.6	2.9	3.8	3.0	3.7	13.0	13.4	16.1
라비앙	2.0	3.8	3.2	2.8	3.2	5.5	4.9	5.0	11.8	18.7	24.0
기타	4.6	6.1	5.1	6.5	5.2	6.7	5.0	7.0	22.4	23.8	25.0
수출	8.9	10.5	9.9	11.0	10.2	15.4	12.9	16.5	40.3	55.1	79.4
중국	1.4	1.3	0.8	1.0	0.4	2.4	1.1	1.5	4.4	5.3	5.3
대만	1.6	1.8	1.0	2.2	2.3	2.1	1.9	3.4	6.6	9.6	13.5
브라질	1.8	4.1	2.6	2.9	3.4	5.8	4.6	4.8	11.4	18.7	24.6
기타	4.3	3.4	5.5	4.8	4.2	5.1	5.3	6.9	18.0	21.5	36.1
국내	8.1	9.3	10.5	13.3	18.3	15.1	13.5	16.6	41.2	63.5	73.6
매출총이익	10.3	11.7	13.1	13.7	19.1	19.7	17.1	21.8	48.8	77.6	102.0
YoY(%)	*118%*	*71%*	*84%*	*34%*	*85%*	*68%*	*30%*	*59%*	*69%*	*59%*	*31%*
매출총이익률	*60.3%*	*59.3%*	*64.1%*	*56.5%*	*66.8%*	*64.5%*	*64.7%*	*65.9%*	*59.9%*	*65.5%*	*66.6%*
영업이익	5.4	3.9	8.0	9.5	13.4	12.6	9.5	11.8	26.8	47.4	62.9
YoY(%)	*397%*	*129%*	*189%*	*95%*	*149%*	*226%*	*19%*	*24%*	*157%*	*77%*	*33%*
영업이익률	*31.5%*	*19.6%*	*39.1%*	*39.2%*	*46.8%*	*41.4%*	*36.1%*	*35.7%*	*32.8%*	*39.9%*	*41.1%*
판관비	4.9	7.9	5.1	4.2	5.7	7.0	7.5	10.0	22.1	30.3	39.1
인건비	1.4	1.4	1.5	1.7	1.8	1.9	2.0	2.3	6.1	8.0	10.6
광고선전비	1.0	3.3	4.1	1.7	0.7	1.0	1.6	4.0	10.1	7.3	10.1
당기순이익	4.9	-5.6	9.0	5.0	11.8	9.0	8.7	8.6	13.4	38.1	46.1
YoY(%)	*468%*	*-752%*	*234%*	*-61%*	*140%*	*-260%*	*-3%*	*73%*	*-21%*	*185%*	*21%*
당기순이익률	*28.8%*	*-28.4%*	*43.9%*	*20.5%*	*41.3%*	*29.6%*	*33.1%*	*26.0%*	*16.4%*	*32.2%*	*30.1%*

Source: 다올투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	32.2	63.1	131.9	179.0	231.7
현금성자산	8.8	18.3	61.7	91.8	134.2
매출채권	7.1	8.4	13.8	17.9	20.4
재고자산	14.6	22.0	42.0	54.6	62.3
비유동자산	15.4	10.7	16.1	17.1	18.0
투자자산	8.1	3.3	7.0	7.3	7.6
유형자산	7.0	7.0	7.6	7.0	6.5
무형자산	0.4	0.3	1.4	2.9	3.9
자산총계	47.6	73.8	148.0	196.2	249.8
유동부채	16.3	11.7	26.2	29.0	30.7
매입채무	5.5	5.5	9.1	11.9	13.6
유동성이자부채	4.0	0.6	11.4	11.4	11.4
비유동부채	5.5	5.1	23.2	23.2	23.2
비유동이자부채	5.3	4.8	22.9	22.9	22.9
부채총계	21.8	16.7	49.4	52.2	54.0
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	48.6	94.0	145.9
자본조정	1.4	1.9	5.1	5.1	5.1
자기주식	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
자본총계	25.8	57.1	98.6	143.9	195.8
투하자본	26.3	44.1	71.2	86.4	95.9
순차입금	0.5	(12.9)	(27.4)	(57.5)	(99.9)
ROA	43.8	22.1	34.2	26.4	23.3
ROE	na	32.3	48.8	37.4	30.5
ROIC	35.6	57.2	67.8	60.2	59.4

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	51.1	81.5	118.5	153.0	176.2
증가율 (Y-Y,%)	70.1	59.6	45.4	29.1	15.1
영업이익	10.4	26.8	47.4	62.9	71.7
증가율 (Y-Y,%)	흑전	156.9	77.0	32.7	14.0
EBITDA	12.4	28.5	49.3	65.6	74.8
영업외손익	(1.1)	(9.0)	(1.3)	(2.8)	(3.0)
순이자수익	(0.9)	(0.1)	0.5	(0.7)	(0.7)
외화관련손익	0.5	0.2	0.6	0.9	1.1
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	9.3	17.8	46.0	60.1	68.7
당기순이익	17.0	13.4	38.0	45.4	51.9
지배기업당기순이익	17.0	13.4	38.0	45.4	51.9
증가율 (Y-Y,%)	흑전	(21.3)	183.4	19.5	14.4
NOPLAT	7.6	20.1	39.1	47.5	54.1
(+) Dep	2.0	1.7	1.9	2.7	3.1
(-) 운전자본투자	3.7	22.7	21.7	14.1	8.6
(-) Capex	0.5	0.5	2.0	1.0	1.2
OpFCF	5.3	(1.4)	17.3	35.0	47.5
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	0.1	28.4	58.1	44.2	29.3
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	82.1	38.9
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	74.1	38.0
순이익증가율(3Yr)	943.5	n/a	n/a	38.7	57.0
영업이익률(%)	20.4	32.8	39.9	41.1	40.7
EBITDA마진(%)	24.3	34.9	41.6	42.8	42.5
순이익률 (%)	33.3	16.4	32.0	29.6	29.5

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금	6.1	14.8	18.6	33.9	46.4
당기순이익	17.0	13.4	38.0	45.4	51.9
자산상각비	2.0	1.7	1.9	2.7	3.1
운전자본증감	(5.6)	(14.5)	(30.7)	(14.1)	(8.6)
매출채권감소(증가)	(3.2)	(3.4)	(7.3)	(4.2)	(2.5)
재고자산감소(증가)	(2.6)	(9.2)	(21.6)	(12.7)	(7.7)
매입채무증가(감소)	(1.0)	(1.1)	3.3	2.8	1.7
투자현금	(5.7)	(6.8)	(50.9)	(6.2)	(6.5)
단기투자자산감소	(6.0)	(6.3)	(47.3)	(2.4)	(2.5)
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.1	(0.0)	(0.0)
설비투자	(0.5)	(0.5)	(2.0)	(1.0)	(1.2)
유무형자산감소	0.7	0.1	(1.2)	(2.5)	(2.5)
재무현금	(0.8)	(4.1)	28.2	0.0	0.0
차입금증가	(16.9)	(4.1)	28.0	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	(4.0)	27.7	39.9
총현금흐름(Gross CF)	12.6	29.4	49.0	48.1	55.0
(-) 운전자본증가(감소)	3.7	22.7	21.7	14.1	8.6
(-) 설비투자	0.5	0.5	2.0	1.0	1.2
(+) 자산매각	0.7	0.1	(1.2)	(2.5)	(2.5)
Free Cash Flow	1.3	8.2	(32.6)	27.7	39.9
(-) 기타투자	0.0	0.0	(0.1)	0.0	0.0
잉여현금	1.3	8.2	(32.5)	27.7	39.9

주요투자지표

(원, 배)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Per share Data					
EPS	195	152	431	514	588
BPS	4,015	645	1,102	1,600	2,177
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	13.7	30.5	23.0	19.2	16.8
PBR	0.7	7.2	9.0	6.2	4.5
EV/ EBITDA	1.2	13.9	17.2	12.4	10.3
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	18.4	13.9	17.8	18.2	15.9
PSR	4.6	5.0	7.4	5.7	5.0
재무건전성 (%)					
부채비율	84.5	29.3	50.1	36.3	27.6
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	503.4	616.9	753.8
이자보상배율	11.4	199.3	n/a	85.5	97.5
이자비용/매출액	1.8	0.5	0.3	0.5	0.4
자산구조					
투하자본(%)	60.9	67.2	50.9	46.6	40.3
현금+투자자산(%)	39.1	32.8	49.1	53.4	59.7
자본구조					
차입금(%)	26.6	8.5	25.8	19.2	14.9
자기자본(%)	73.4	91.5	74.2	80.8	85.1

자료: 다올투자증권

덴티움 (145720)

4Q23 Preview: 다시 성장의 근거를 마련

Investment Point

- 4Q23E 매출액 1,172억원(YoY +25%, QoQ +25%), 영업이익 399억원(YoY +10%, QoQ +33%)을 전망. **선적이 지연되었던 러시아향 선적이 재개되며 유럽향 매출 224억원 달성 기대**(YoY +0%, QoQ +434%). 관세청 4Q23 중국향 수출액 85.0백만달러 기록(YoY +19%, QoQ +3%)했으며, 러시아향 39.5백만 달러 기록하여 YoY +116%, QoQ +106% 기록
- 일회성이었던 2분기 성과급 및 3분기 광고선전비 발생하지 않아 4Q23E OPM 34.1% 달성 기대. VBP 시행 통한 이익률 감소 우려했으나, **VBP 시행 후인 2Q23과 3Q23 중국 법인 합산 영업이익률 15.3% 및 10.4% 기록하여 이익률 하락에 대한 우려 감소**
- 2024E 매출액 4,423억원(YoY +15%), 영업이익 1,470억원(YoY +19%) 추정. OPM은 전년 대비 +0.9%p 개선된 33.2% 추정. **중국향 매출은 2,440억원으로 YoY +15% 수준 기대**되며 아시아 및 유럽에서 안정적인 실적 성장 기대. 중국 경기 회복에 따라 추가적인 매출 상승 또한 기대할 수 있음. 또한 중국향 매출의 경우 VBP 통한 가격 조정은 3년에 1번씩 진행되어 **2024년과 2025년에는 추가적인 가격 조정 없음**
- 투자의견 BUY 유지하며, 해외 Peer 기업 가치 상승에 따라 적정 주가 17만원 상향. 중국 VBP 시행에 따른 수혜주. 투자의견 BUY 유지. 해외 임플란트 제조업체 대비 영업이익 성장률(2023E 가중평균 영업이익 성장률 5%) 상회함에도 PER 기준 저평가(2023E 가중평균 PER 35배)

BUY

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

Stock Information	
현재가(1/9)	133,400원
예상 주가상승률	27.4%
시가총액	14,766억원
외국인 지분율	17.7%
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	16.4	14.1
PBR(배)	3.0	3.4	2.7
EV/EBITDA(배)	8.6	11.4	9.5
배당수익률(%)	0.3	0.2	0.2

Fig. 43: 덴티움 4Q23 Preview (단위: 십억원, %, %p)

	변경 후	변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2023.12(E)	2023.12(E)	vs Chg	2023.12(E)	vs Con	2023.12(A)	YoY	2023.09(A)	QoQ
매출액	117.2	118.8	-1.3	116.3	0.8	94.0	24.7	93.8	25.0
영업이익	39.9	40.3	-1.0	40.3	-0.9	36.4	9.8	30.0	32.9
지배주주순이익	27.8	28.6	-2.7	32.4	-14.3	9.7	185.9	24.1	15.4
OPM	34.1%	34.0%	-0.1%p	34.7%	0.6%p	38.7%	4.6%p	32.0%	-2.0%p
NIM	23.7%	24.0%	0.4%p	27.9%	4.2%p	10.3%	-13.4%p	25.7%	2.0%p

Fig. 44: 덴티움 실적변경 (단위: 십억원, %, %p)

	변경전				변경후				차이(%,%P)			
	2023.12	2024.03	2024.06	2024.09	2023.12	2024.03	2024.06	2024.09	2023.12	2024.03	2024.06	2024.09
매출액	118.8	83.5	122.0	109.5	117.2	82.8	120.6	108.6	(1.3)	(0.9)	(1.2)	(0.8)
영업이익	40.3	24.6	44.8	36.9	39.9	23.5	42.8	36.1	(1.0)	(4.5)	(4.4)	(2.2)
영업이익률	34.0	29.4	36.7	33.7	34.1	28.3	35.5	33.2	0.1	(1.1)	(1.2)	(0.5)
EBITDA	46.1	30.5	50.9	43.1	45.6	29.2	48.8	42.2	(1.1)	(4.0)	(4.1)	(2.2)
EBITDA이익률	38.8	36.5	41.7	39.4	38.9	35.3	40.5	38.8	0.1	(1.2)	(1.3)	(0.6)
지배주주순이익	28.6	17.2	32.0	25.7	27.8	16.3	30.5	25.9	(2.7)	(5.2)	(4.9)	0.7

Note: K-IFRS 연결
Source: 덴티움, 다올투자증권

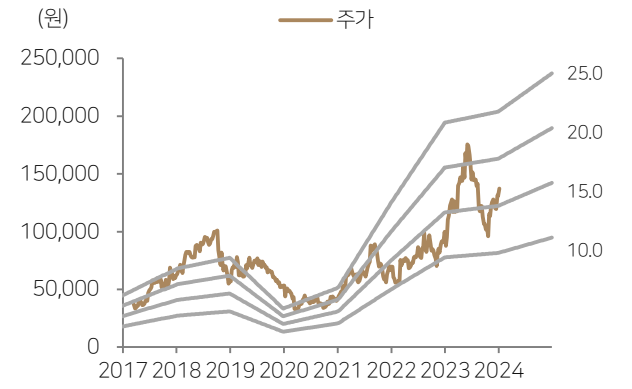
Fig. 45: Valuation (단위: 원, 배, %)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
EPS(원)	3,095	1,336	2,037	5,013	7,776	8,158	9,484
YOY	*14%*	*-57%*	*52%*	*146%*	*55%*	*5%*	*16%*
PER(고)	18.7	20.8	21.7	16.4			
PER(저)	16.8	14.4	18.7	14.9			
타겟 PER(배)							18.0
적정주가(원)							170,000

적정주가(원)	170,000
종가(원)	133,400
상승여력	27.4%

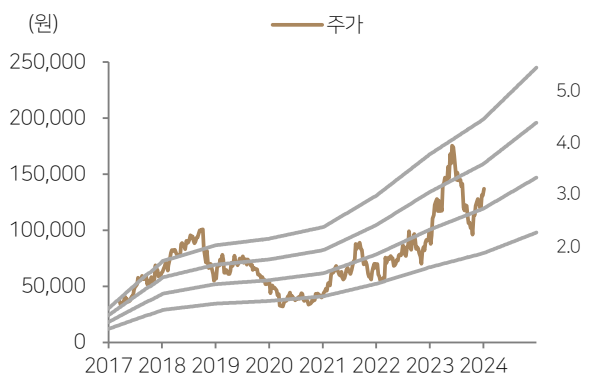
Source: 다올투자증권

Fig. 46: 12M Fwd PER



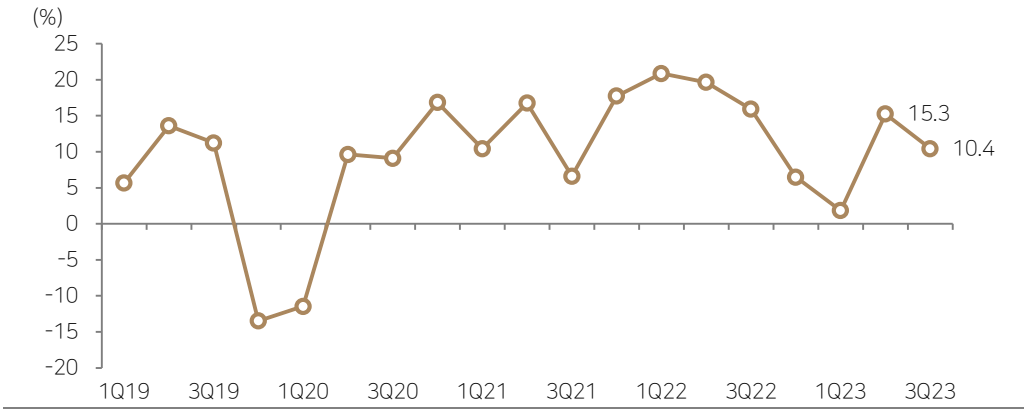
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 47: 12M Fwd PBR



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 48: 덴티움 중국 법인 영업이익률 추이



Source: 다올투자증권

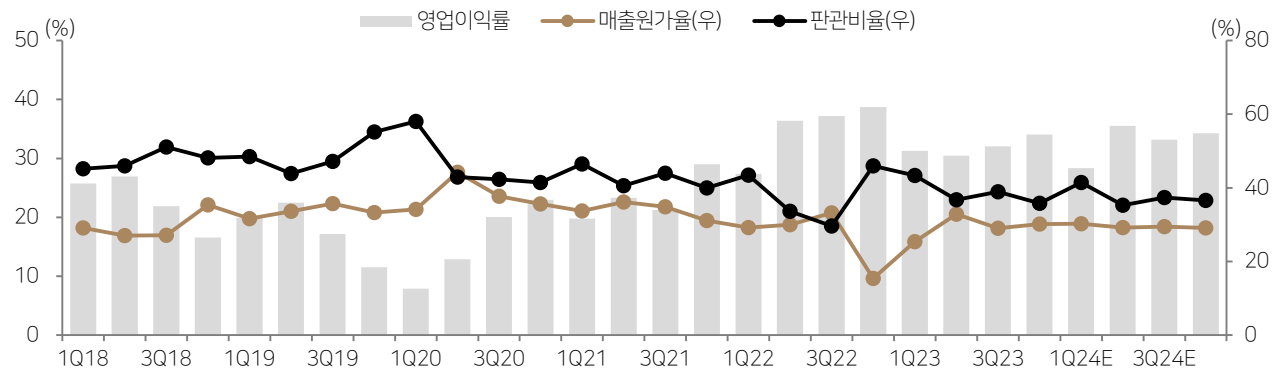
Fig. 49: 덴티움 실적 추정

(단위: 십억원, %)

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	74.5	96.7	90.7	94.0	68.8	106.4	93.8	117.2	355.9	386.2	442.3
YoY	*38.5%*	*33.3%*	*27.4%*	*-0.1%*	*-7.7%*	*10.1%*	*3.4%*	*24.7%*	*22.1%*	*8.5%*	*14.5%*
해외	57.0	78.8	72.9	75.8	49.4	86.2	73.6	96.7	284.5	305.8	353.5
중국	40.8	51.2	48.5	42.0	33.1	57.2	54.2	59.2	182.4	203.7	244.0
아시아	7.1	10.3	11.7	9.3	8.9	9.5	11.2	11.2	38.4	40.7	42.6
유럽	6.8	16.0	10.8	22.4	5.2	15.3	4.2	22.4	55.9	47.1	49.9
기타	2.4	1.3	2.0	2.1	2.3	4.1	4.0	4.0	7.8	14.3	16.9
국내	17.5	17.9	17.7	18.2	19.4	20.2	20.2	20.5	71.4	80.4	88.8
OP	20.4	35.2	33.7	36.4	21.5	32.4	30.1	39.9	125.7	123.9	147.0
YoY	*91.7%*	*108.6%*	*123.3%*	*33.4%*	*5.5%*	*-8.0%*	*-10.9%*	*9.8%*	*79.9%*	*-1.4%*	*18.7%*
OPM	*27.4%*	*36.4%*	*37.2%*	*38.7%*	*31.3%*	*30.4%*	*32.1%*	*34.1%*	*35.3%*	*32.1%*	*33.2%*
매출원가율	*29.2%*	*29.9%*	*33.2%*	*15.3%*	*25.3%*	*32.8%*	*29.0%*	*30.1%*	*26.7%*	*29.8%*	*29.4%*
판관비율	*43.4%*	*33.6%*	*29.7%*	*46.0%*	*43.4%*	*36.7%*	*38.9%*	*35.8%*	*37.9%*	*38.2%*	*37.3%*
NP(지배)	15.7	36.1	24.5	9.7	18.3	20.1	24.1	27.8	86.1	90.3	105.0
YoY	*83.2%*	*152.1%*	*74.4%*	*-47.6%*	*16.8%*	*-44.3%*	*-1.9%*	*185.9%*	*55.1%*	*4.9%*	*16.3%*
NPM	*21.0%*	*37.4%*	*27.1%*	*10.3%*	*26.6%*	*18.9%*	*25.7%*	*23.7%*	*24.2%*	*23.4%*	*23.7%*

Source: 다올투자증권

Fig. 50: 덴티움 이익률 및 원가율 추이



Source: 다올투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	240.3	303.7	348.1	411.0	485.5
현금성자산	66.9	73.8	27.5	56.3	92.4
매출채권	88.0	112.2	151.5	168.5	187.5
재고자산	76.1	100.8	152.1	169.0	188.2
비유동자산	329.9	370.9	407.6	452.3	502.0
투자자산	54.6	60.3	62.6	65.1	67.8
유형자산	273.1	307.7	341.6	383.9	431.1
무형자산	2.2	2.8	3.4	3.2	3.1
자산총계	570.2	674.6	755.7	863.3	987.5
유동부채	180.2	229.3	256.8	261.9	267.6
매입채무	29.8	29.7	40.4	45.0	50.1
유동성이자부채	97.3	138.3	154.4	154.4	154.4
비유동부채	98.9	72.1	56.5	56.6	56.6
비유동이자부채	96.1	70.3	54.3	54.3	54.3
부채총계	279.1	301.4	313.3	318.5	324.2
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	418.2	520.6	639.1
자본조정	(11.4)	(13.0)	(30.5)	(30.5)	(30.5)
자기주식	(19.0)	(19.0)	(19.0)	(19.0)	(19.0)
자본총계	291.1	373.2	442.4	544.8	663.3
투하자본	417.6	507.8	620.3	693.8	776.0
순차입금	126.5	134.7	181.2	152.4	116.3
ROA	10.3	13.8	12.6	13.0	13.1
ROE	21.3	25.9	22.1	21.2	20.0
ROIC	12.5	19.8	16.6	17.0	17.4

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	291.5	355.9	386.2	442.3	494.9
증가율 (Y-Y,%)	26.9	22.1	8.5	14.5	11.9
영업이익	69.9	125.7	123.9	147.0	168.2
증가율 (Y-Y,%)	76.5	79.9	(1.4)	18.7	14.4
EBITDA	83.1	144.7	145.1	171.3	195.3
영업외손익	4.8	(7.3)	(4.5)	(8.5)	(8.5)
순이자수익	(5.7)	(6.1)	(8.5)	(8.4)	(8.4)
외화관련손익	8.5	(2.6)	4.6	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	74.7	118.4	119.5	138.5	159.7
당기순이익	55.5	86.1	90.3	105.0	121.1
지배기업당기순이익	55.5	86.1	90.3	105.0	121.1
증가율 (Y-Y,%)	149.8	55.2	4.8	16.2	15.3
NOPLAT	51.9	91.5	93.7	111.4	127.5
(+) Dep	13.2	18.9	21.2	24.2	27.1
(-) 운전자본투자	(9.0)	48.4	79.4	29.0	32.6
(-) Capex	28.2	52.7	52.0	65.5	73.3
OpFCF	46.0	9.3	(16.5)	41.2	48.6
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	16.1	12.1	18.9	14.9	11.6
영업이익증가율(3Yr)	18.5	41.2	46.3	28.1	10.2
EBITDA증가율(3Yr)	21.0	35.6	38.7	27.3	10.5
순이익증가율(3Yr)	17.4	84.5	59.6	23.7	12.0
영업이익률(%)	24.0	35.3	32.1	33.2	34.0
EBITDA마진(%)	28.5	40.6	37.6	38.7	39.5
순이익률 (%)	19.0	24.2	23.4	23.7	24.5

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금	74.1	47.0	7.3	100.3	115.5
당기순이익	55.5	86.1	90.3	105.0	121.1
자산상각비	13.2	18.9	21.2	24.2	27.1
운전자본증감	(10.6)	(80.8)	(78.4)	(29.0)	(32.6)
매출채권감소(증가)	8.7	(46.8)	(39.0)	(16.9)	(19.1)
재고자산감소(증가)	(25.9)	(25.9)	(51.0)	(17.0)	(19.1)
매입채무증가(감소)	1.7	0.2	9.1	4.5	5.1
투자현금	(21.8)	(49.0)	(55.0)	(69.0)	(76.9)
단기투자자산감소	0.0	0.0	(3.3)	(0.1)	(0.1)
장기투자증권감소	5.2	4.3	(0.0)	(0.1)	(0.1)
설비투자	(28.2)	(52.7)	(52.0)	(65.5)	(73.3)
유무형자산감소	7.7	(1.3)	(0.5)	(0.8)	(0.8)
재무현금	(24.1)	8.8	0.5	(2.6)	(2.6)
차입금증가	(22.3)	10.9	3.1	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	(46.2)	28.7	36.1
총현금흐름(Gross CF)	105.9	165.3	118.3	129.3	148.2
(-) 운전자본증가(감소)	(9.0)	48.4	79.4	29.0	32.6
(-) 설비투자	28.2	52.7	52.0	65.5	73.3
(+) 자산매각	7.7	(1.3)	(0.5)	(0.8)	(0.8)
Free Cash Flow	73.5	35.5	(15.2)	31.3	38.6
(-) 기타투자	(5.2)	(4.3)	0.0	0.1	0.1
잉여현금	78.6	39.8	(15.2)	31.2	38.5

주요투자지표

(원, 배)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Per share Data					
EPS	5,013	7,776	8,158	9,484	10,937
BPS	26,165	33,522	39,733	48,996	59,708
DPS	250	300	300	300	300
Multiples(x,%)					
PER	13.9	12.9	16.4	14.1	12.2
PBR	2.7	3.0	3.4	2.7	2.2
EV/ EBITDA	10.8	8.6	11.4	9.5	8.2
배당수익율	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
PCR	7.3	6.7	12.5	11.4	10.0
PSR	2.7	3.1	3.8	3.3	3.0
재무건전성 (%)					
부채비율	95.9	80.8	70.8	58.5	48.9
Net debt/Equity	43.5	36.1	41.0	28.0	17.5
Net debt/EBITDA	152.3	93.1	124.9	89.0	59.6
유동비율	133.3	132.5	135.6	156.9	181.4
이자보상배율	12.2	20.6	14.6	17.5	20.0
이자비용/매출액	2.1	1.9	2.4	2.1	1.9
자산구조					
투하자본(%)	77.5	79.1	87.3	85.1	82.9
현금+투자자산(%)	22.5	20.9	12.7	14.9	17.1
자본구조					
차입금(%)	39.9	35.9	32.1	27.7	23.9
자기자본(%)	60.1	64.1	67.9	72.3	76.1

자료: 다올투자증권

휴젤 (145020)

4Q23 Preview: 이제 곧 삼국 통일

Investment Point

- 4Q23E 매출액 930억원(YoY +9%, QoQ +10%), 영업이익 343억원 (YoY +14%, QoQ -1%)으로 컨센서스 부합 전망. 1) **중국향 선적 증가**와 2) **호주 판매 호조 지속**에 따른 APAC 매출액 증가가 실적 성장 견인(YoY +25%, QoQ +29% 증가). 추가적으로 3분기 발주 없었던 유럽 발주는 4분기 이루어진 것으로 추정되어 유럽향 매출액 41억원 기대
- 2024E 매출액 3,769억원(YoY +16%), 영업이익 1,382억원(YoY +20%) 전망. 실적 성장의 기반은 1) 중국향 수요 회복과 2) 직판 지역인 호주/캐나다 판매 호조. 중국 경기 회복에 따른 추가적인 매출 확대 또한 가능. 다만, Revance 및 대웅제약 등 경쟁업체들이 중국 품목 허가 대기하고 있으며, 중국 현지 2개 업체들 현지 임상 중으로 경쟁 심화 우려되나, 사환제약과의 협업 및 사환제약 제품 라인업 확장을 통해 경쟁력 유지 기대. 동사는 호주/캐나다와 같이 주요 판매처에서 다각화된 판매 전략 가능
- 투자의견 BUY 및 적정주가 21만원 유지. 동사 기업 가치의 핵심은 미국 FDA와 ITC 결과. **동사는 2024.02월 레티보 FDA 품목 허가 대기**하고 있으며, 현지 파트너사와의 협력을 통한 판매 기대. 북미 톡신 사업 가치는 약 3천억원. **이번 허가를 통해 휴젤은 주요 톡신 시장인 북미/유럽/중국 진출**하게 되는 국내 첫 기업으로 발돋움. ITC 소송은 2024.06월 예비판결 후, 10월 최종 판결 확인. 북미 협업 상황 구체화에 따라 추정치 상향 가능. **2024년은 APAC을 중심으로 EPS의 상승과 FDA/ITC 결과에 따른 밸류에이션 상승을 모두 경험할 수 있는 한 해**

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
적정주가	210,000		유지
Earnings			유지

Stock Information	
현재가(1/9)	159,500원
예상 주가상승률	31.7%
시가총액	19,755억원
외국인 지분율	58.0%
주요주주지분율(%)	
Aphrodite (외 1인)	43.2
자사주 (외 1인)	9.5
Massachusetts Financial (외 1인)	5.8

Valuation wide	2022	2023E	2024E
PER(배)	29.1	19.2	18.6
PBR(배)	2.8	3.1	2.7
EV/EBITDA(배)	10.9	11.9	9.4
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Fig. 51: 휴젤 4Q23 Preview (단위: 십억원, %, %p)

	변경 후	변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2023.12(E)	2023.12(E)	vs Chg	2023.12(E)	vs Con	2022.12(A)	YoY	2023.09(A)	QoQ
매출액	93.0	93.2	-0.2	92.9	0.2	85.5	8.8	84.8	9.7
영업이익	34.3	34.1	0.6	34.2	0.5	31.2	10.2	34.6	-0.6
지배주주순이익	25.9	25.8	0.6	26.9	-3.6	2.1	1,109.6	39.4	-34.2
OPM	36.9%	36.6%	-0.3%p	36.8%	-0.1%p	36.5%	-0.5%p	40.7%	3.8%p
NIM	27.9%	27.7%	-0.2%p	29.0%	1.1%p	2.5%	-25.4%p	46.4%	18.6%p

Fig. 52: 휴젤 실적변경 (단위: 십억원, %, %p)

	변경전				변경후				차이(%,%P)			
	2023.12	2024.03	2024.06	2024.09	2023.12	2024.03	2024.06	2024.09	2023.12	2024.03	2024.06	2024.09
매출액	93.2	79.7	90.6	98.7	93.0	79.7	91.2	98.7	(0.2)	0.0	0.7	0.0
영업이익	34.1	25.4	31.6	40.8	34.3	28.0	33.8	37.0	0.6	10.0	6.7	(9.2)
영업이익률	36.6	31.9	34.9	41.3	36.9	35.1	37.0	37.5	0.3	3.2	2.1	(3.8)
EBITDA	38.5	30.0	36.4	45.7	38.5	32.2	38.2	41.6	(0.1)	7.5	4.9	(9.0)
EBITDA이익률	41.3	37.6	40.2	46.3	41.3	40.4	41.8	42.1	0.0	2.8	1.7	(4.2)
지배주주순이익	25.8	19.1	24.9	31.0	25.9	21.1	26.7	28.5	0.6	10.5	6.9	(8.0)

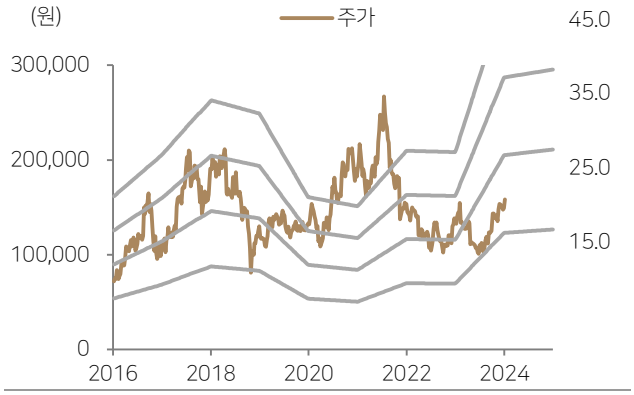
Note: K-IFRS 연결
Source: 휴젤, 다올투자증권

Fig. 53: Valuation (원, 배수)

PER Valuation	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
EPS(원)	5,469	3,242	3,363	4,661	4,629	8,203	8,442
YOY	*-18%*	*-41%*	*4%*	*39%*	*-1%*	*77%*	*3%*
적정 PER(배)							25.0
적정주가(원)							211,043
적정주가(원)							210,000
종가(원)							159,500
상승여력							32%

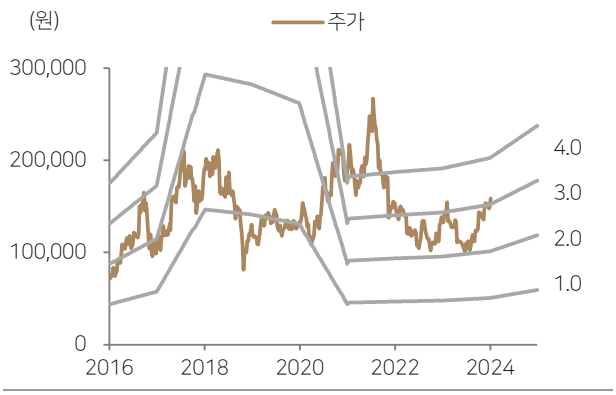
Source: 다올투자증권

Fig. 54: 12M Fwd PER



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 55: 12M Fwd PBR



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 56: 휴젤 실적 추정

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	61.6	63.9	70.7	85.5	64.4	81.6	84.8	93.0	281.7	323.8	376.9
YoY(%)	*2%*	*4%*	*15%*	*79%*	*-1%*	*21%*	*20%*	*9%*	*21%*	*15%*	*16%*
톡신	31.5	36.9	41.9	50.4	31.0	43.4	45.9	54.9	160.7	175.1	206.4
YoY(%)	*-15%*	*5%*	*67%*	*82%*	*-2%*	*17%*	*10%*	*9%*	*28%*	*9%*	*18%*
수출	9.7	17.7	22.3	24.8	14.9	19.0	24.2	28.0	74.5	86.2	111.9
APAC	6.1	11.1	14.8	13.8	6.9	12.7	13.4	17.3	45.9	50.3	67.3
북남미	3.5	5.6	6.6	5.1	4.1	4.4	10.8	6.6	20.8	26.0	31.2
유럽	0.1	0.9	0.8	5.9	3.9	1.9	0.0	4.1	7.7	9.9	13.4
국내	21.8	19.2	19.6	25.5	16.1	24.4	21.7	26.8	86.2	88.9	94.6
필러	22.8	19.9	21.2	25.3	26.1	30.4	31.3	29.7	89.2	117.5	135.6
YoY(%)	*26%*	*-7%*	*-1%*	*8%*	*15%*	*53%*	*47%*	*17%*	*6%*	*32%*	*15%*
수출	16.1	15.7	17.9	18.6	19.4	21.9	23.2	22.4	68.3	86.9	101.3
국내	6.7	4.2	3.3	6.7	6.8	8.5	8.0	7.3	20.9	30.6	34.3
화장품	5.4	4.3	4.9	6.4	6.3	6.0	6.6	7.4	20.9	26.2	30.2
의료기기/리프팅실	1.9	2.8	2.7	3.5	1.0	1.8	1.0	1.1	10.9	4.9	4.7
매출비중											
톡신	51%	58%	59%	59%	48%	53%	54%	59%	57%	54%	55%
필러	37%	31%	30%	30%	41%	37%	37%	32%	32%	36%	36%
영업이익	24.6	21.9	24.8	30.0	18.5	28.0	34.6	34.3	101.4	115.4	138.2
YoY(%)	*-15%*	*-16%*	*13%*	*65%*	*-25%*	*28%*	*39%*	*14%*	*6%*	*14%*	*20%*
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%	41%	37%	36%	36%	*37%*
소송비 제외 OPM	-	42%	41%	40%	37%	41%	45%	41%	41%	40%	41%
지배주주 순이익	15.0	14.8	25.8	1.8	16.4	21.1	39.4	25.9	57.3	102.8	106.3
YoY(%)	*-20%*	*1%*	*26%*	*-54%*	*9%*	*43%*	*53%*	*1330%*	*-1%*	*79%*	*3%*
NPM	*24%*	*23%*	*36%*	*2%*	*25%*	*26%*	*46%*	*28%*	*20%*	*32%*	*28%*

Source: 다올투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	616.1	617.9	603.9	683.8	772.9
현금성자산	540.9	531.3	526.4	595.7	674.1
매출채권	29.8	57.7	39.1	44.0	49.5
재고자산	27.4	26.9	36.5	42.1	47.2
비유동자산	393.6	431.9	413.4	443.9	477.3
투자자산	100.6	111.4	91.8	95.6	99.5
유형자산	95.7	120.5	138.3	168.5	201.5
무형자산	197.4	200.1	183.3	179.8	176.4
자산총계	1,009.7	1,049.8	1,017.4	1,127.7	1,250.1
유동부채	54.0	177.3	82.7	86.6	90.2
매입채무	22.6	24.8	21.8	25.2	28.3
유동성이자부채	6.4	99.4	7.2	7.2	7.2
비유동부채	126.5	23.0	91.1	91.2	91.2
비유동이자부채	115.3	21.0	89.0	89.0	89.0
부채총계	180.6	200.3	173.8	177.7	181.4
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	1,002.0	1,108.3	1,227.1
자본조정	(397.8)	(440.6)	(524.0)	(524.0)	(524.0)
자기주식	(51.9)	(96.4)	(172.1)	(172.1)	(172.1)
자본총계	829.2	849.5	843.6	950.0	1,068.7
투하자본	323.3	372.9	349.0	383.4	421.1
순차입금	(419.1)	(410.8)	(430.2)	(499.6)	(577.9)
ROA	6.1	5.9	10.4	10.4	10.5
ROE	7.9	7.7	13.4	12.9	12.8
ROIC	19.3	25.5	23.7	28.6	29.5

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	231.9	281.7	323.8	376.9	424.5
증가율 (Y-Y,%)	9.9	21.5	14.9	16.4	12.6
영업이익	95.6	101.4	115.4	138.2	156.5
증가율 (Y-Y,%)	22.5	6.0	13.8	19.8	13.2
EBITDA	109.9	115.4	129.8	156.2	177.2
영업외손익	(8.2)	(28.0)	29.6	9.4	8.4
순이자수익	1.5	8.4	13.8	12.3	11.1
외화관련손익	(3.0)	(3.7)	1.1	(0.4)	(0.6)
지분법손익	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	87.4	73.1	145.0	147.7	164.9
당기순이익	60.4	60.7	107.5	111.9	125.0
지배기업당기순이익	57.7	57.3	102.8	106.3	118.8
증가율 (Y-Y,%)	33.3	0.5	77.1	4.2	11.7
NOPLAT	64.7	88.6	85.5	104.8	118.6
(+) Dep	14.3	14.0	14.4	18.0	20.7
(-) 운전자본투자	(71.6)	(18.9)	(6.6)	6.6	7.1
(-) Capex	23.9	32.8	27.8	43.9	49.5
OpFCF	126.7	88.7	78.7	72.2	82.8
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	8.3	11.3	15.3	17.6	14.7
영업이익증가율(3Yr)	16.7	14.2	13.9	13.1	15.6
EBITDA증가율(3Yr)	17.5	14.1	13.5	12.4	15.4
순이익증가율(3Yr)	(7.2)	6.5	33.4	22.8	27.2
영업이익률(%)	41.2	36.0	35.6	36.7	36.9
EBITDA마진(%)	47.4	41.0	40.1	41.4	41.7
순이익률 (%)	26.0	21.5	33.2	29.7	29.4

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금	85.9	80.6	117.8	118.2	132.6
당기순이익	60.4	60.7	107.3	111.9	125.0
자산상각비	14.3	14.0	14.4	18.0	20.7
운전자본증감	(8.0)	(31.5)	13.2	(6.6)	(7.1)
매출채권감소(증가)	(1.8)	(26.0)	19.0	(4.9)	(5.5)
재고자산감소(증가)	(5.8)	0.3	(10.1)	(5.6)	(5.2)
매입채무증가(감소)	2.1	(5.5)	1.7	3.3	3.1
투자현금	180.1	(191.8)	5.2	(64.4)	(70.4)
단기투자자산감소	229.6	(167.2)	2.0	(15.9)	(16.3)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.6)	(2.6)	(2.7)
설비투자	(23.9)	(32.8)	(27.8)	(43.9)	(49.5)
유무형자산감소	(24.5)	(6.4)	15.1	(0.8)	(0.8)
재무현금	(36.0)	(51.4)	(110.6)	0.0	0.0
차입금증가	(1.4)	(1.9)	(1.3)	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)	13.3	53.9	62.2
총현금흐름(Gross CF)	115.2	124.1	126.9	124.9	139.7
(-) 운전자본증가(감소)	(71.6)	(18.9)	(6.6)	6.6	7.1
(-) 설비투자	23.9	32.8	27.8	43.9	49.5
(+) 자산매각	(24.5)	(6.4)	15.1	(0.8)	(0.8)
Free Cash Flow	287.4	(99.2)	145.3	53.9	62.2
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.6	2.6	2.7
잉여현금	287.4	(99.2)	144.7	51.3	59.5

주요투자지표

(원, 배)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Per share Data					
EPS	4,661	4,629	8,300	8,587	9,588
BPS	46,801	47,801	50,722	59,592	69,457
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	32.9	29.1	19.2	18.6	16.6
PBR	3.3	2.8	3.1	2.7	2.3
EV/ EBITDA	13.5	10.9	11.9	9.4	7.9
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	16.5	13.5	15.6	15.8	14.1
PSR	8.2	5.9	6.1	5.2	4.7
재무건전성 (%)					
부채비율	21.8	23.6	20.6	18.7	17.0
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	1,139.9	348.5	730.5	790.1	857.0
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	36.1	35.7	35.2
현금+투자자산(%)	66.5	63.3	63.9	64.3	64.8
자본구조					
차입금(%)	12.8	12.4	10.2	9.2	8.3
자기자본(%)	87.2	87.6	89.8	90.8	91.7

자료: 다올투자증권

대웅제약 (069620)

4Q23 Preview: 더 빛날 Evolus의 가치

Investment Point

- 4Q23E 별도 매출액 3,069억원(YoY +4%, QoQ +1%), 영업이익 292억원(YoY +91%, QoQ -15%)을 전망. 주력 신규 제품인 펙수클루 및 엔블로에서의 안정적인 성장이 실적 성장 기여. 각각 168억원과 25억원 기대
- 4Q23E 영업이익 292억원 추정, 2023E 영업이익률 10.8%로 전년 대비 1.7%p 성장. 2022년은 신규 제품 펙수클루 광고선전비 지출로 영업이익률 10% 하회하였으나, 2023E는 광고선전비 효율화 및 ETC 제품 매출 비중 증가 통한 GPM 개선 등으로 이익률 개선
- 2023E 나보타 매출은 1,700억원로 동사 공헌이익률 40% 감안 시, 나보타 EBIT은 600억원 수준. 1) Evolus향 제외 나보타 사업 철수 가정한 동사 EBIT 수준은 1,041억원, 2) 나보타 사업부 제외 EBIT은 719억원. 동사 시가총액 1.3조원 감안 시 각각 EV/EBIT은 각각 13.4배 및 19.5배. **한올바이오 지분 가치(50% 할인) 제외한 EV/EBIT은 15.0배 및 10.4배로 타사 대비 저평가(유한양행 65.4배, 한미약품 20.6배, HK이노엑 18.9배)**
- 2024E 매출액 1.24조원(YoY +3%), 영업이익 1,433억원(YoY +10%) 성장 기대. **펙수클루(779억원)와 엔블로(143억원) 각각 출시 3년차와 2년차로 성장 가속화 기대.** 나보타 또한 Evolus 판매 지역 확대 등을 기반으로 안정적 매출 성장 기대. 1H24E 중 포시가 판매 종료 예상되나, 이익률 낮았던 ETC 상품 비중 감소에 따라 **신규 ETC 제품 매출 주력하여 이익률 개선 기대(11.5%)**
- 투자의견 BUY 및 적정주가 17만원 유지. Evolus 통해 안정적인 톡신 제제 판매 유통망을 확보했으며, Evolus 도입 필러 통해 추가적인 시너지 기대

BUY

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

Stock Information	
현재가(1/9)	114,000원
예상 주가상승률	49.1%
시가총액	13,209억원
외국인 지분율	10.2%
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	11.9	12.7
PBR(배)	3.8	2.3	2.1
EV/EBITDA(배)	16.2	10.2	9.1
배당수익률(%)	0.4	0.5	0.5

Fig. 57: 대웅제약 4Q23 Preview (단위: 십억원, %, %p)

	변경 후	변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2023.12(E)	2023.12(E)	vs Chg	2023.12(E)	vs Con	2022.12(A)	YoY	2023.09(A)	QoQ
매출액	306.9	320.2	-4.1	320.2	-4.2	293.8	4.4	303.0	1.3
영업이익	29.2	29.5	-1.1	29.0	0.5	15.3	90.5	34.2	-14.7
당기순이익	41.6	41.7	-0.2	15.9	162.6	-11.2	흑전	19.8	110.6
OPM	9.5%	9.2%	-0.3%p	9.1%	-0.4%p	5.2%	-4.3%p	11.3%	1.8%p
NIM	13.6%	13.0%	-0.5%p	5.0%	-8.6%p	-3.8%	-17.4%p	6.5%	-7.0%p

Fig. 58: 대웅제약 실적변경 (단위: 십억원, %, %p)

	변경전				변경후				차이(%,%P)			
	2023.12	2024.03	2024.06	2024.09	2023.12	2024.03	2024.06	2024.09	2023.12	2024.03	2024.06	2024.09
매출액	320.2	325.1	335.8	345.4	306.9	309.4	315.6	301.7	(4.1)	(4.8)	(6.0)	(12.7)
영업이익	29.5	36.1	38.5	38.0	29.2	35.5	38.0	34.5	(1.1)	(1.5)	(1.3)	(9.1)
영업이익률	9.2	11.1	11.5	11.0	9.5	11.5	12.0	11.4	0.3	0.4	0.6	0.4
EBITDA	38.6	45.2	47.7	47.2	38.7	45.2	47.8	44.5	0.2	(0.1)	0.2	(5.8)
EBITDA이익률	12.1	13.9	14.2	13.7	12.6	14.6	15.1	14.7	0.6	0.7	0.9	1.1
지배주주순이익	41.7	22.0	23.8	23.4	41.6	21.8	23.6	19.9	(0.2)	(0.9)	(0.8)	(14.9)

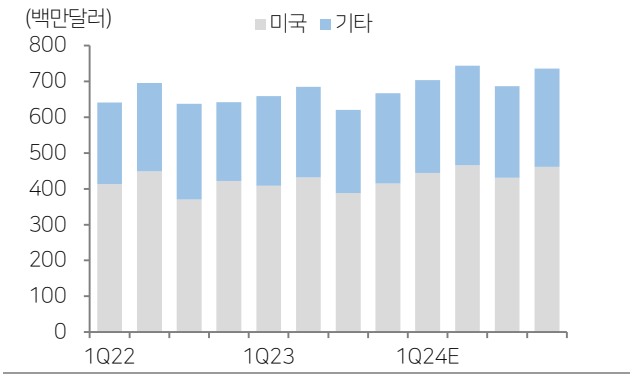
Note: K-IFRS 별도
Source: 대웅제약, 다올투자증권

Fig. 59: 나보타 실적 추정

나보타 매출 (십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E
국내	7.6	7.9	7.8	8.9	6.3	6.1	7.4	6.8	6.5	6.3	7.6	7.0
수출	22.8	29.2	32.6	25.2	36.4	26.6	33.2	30.6	37.4	27.6	31.8	31.9
Evolus향	18.0	21.1	22.1	13.9	22.6	14.1	18.3	15.6	21.6	21.6	24.6	24.6
ROW	4.8	8.1	10.5	11.3	13.8	12.5	15.0	15.0	15.8	6.0	7.2	7.3
나보타 매출 (백만달러)	**1Q22**	**2Q22**	**3Q22**	**4Q22**	**1Q23**	**2Q23**	**3Q23**	**4Q23E**	**1Q24E**	**2Q24E**	**3Q24E**	**4Q24E**
환율(달러/원)	1,206	1,261	1,341	1,358	1,276	1,315	1,313	1,321	1,321	1,321	1,321	1,321
수출ⓐ	18.9	23.2	24.3	18.6	28.5	20.2	25.3	23.1	28.3	20.9	24.1	24.1
Evolus향	14.9	16.7	16.5	10.2	17.7	10.7	13.9	11.8	16.4	16.4	18.6	18.6
ROW	4.0	6.4	7.8	8.4	10.8	9.5	11.4	11.3	11.9	4.5	5.4	5.5
수출 배치 추정(배치)	5.0	6.0	6.0	4.0	6.0	4.0	5.0	4.0	6.0	6.0	7.0	7.0
Evolus(백만달러)	**1Q22**	**2Q22**	**3Q22**	**4Q22**	**1Q23**	**2Q23**	**3Q23**	**4Q23E**	**1Q24E**	**2Q24E**	**3Q24E**	**4Q24E**
매출	33.9	37.2	33.9	43.6	41.7	49.3	50.0	56.6	54.5	69.0	58.3	71.3
매출원가	13.2	15.8	13.5	14.2	12.1	14.7	15.4	17.4	17.0	21.3	18.2	22.3
재고자산	3.5	12.3	21.6	18.9	23.4	19.9	17.6	17.4	17.2	17.0	16.8	16.6
재고자산 변화	0.4	8.8	9.3	-2.7	4.5	-3.5	-2.3	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
매출원가+재고자산변화	13.6	24.6	22.8	11.5	16.6	11.2	13.1	17.2	16.8	21.1	18.0	22.1
Evolus향ⓑ과 괴리	1.4	-7.9	-6.3	-1.3	1.1	-0.5	0.8	-5.4	-0.4	-4.7	0.6	-3.5
Abbvie(백만달러)	**1Q22**	**2Q22**	**3Q22**	**4Q22**	**1Q23**	**2Q23**	**3Q23**	**4Q23E**	**1Q24E**	**2Q24E**	**3Q24E**	**4Q24E**
Botox cosmetic	641.0	695.0	637.0	642.0	659.0	685.0	620.0	666.5	703.7	743.9	686.5	735.7
미국	413.0	449.0	370.0	422.0	409.0	431.4	388.0	415.2	444.2	465.7	430.6	461.0
기타	228.0	246.0	267.0	220.0	250.0	253.6	232.0	251.3	259.5	278.2	255.9	274.7
미국 비중(%)	*64.4%*	*64.6%*	*58.1%*	*65.7%*	*62.1%*	*63.0%*	*62.6%*	*62.3%*	*63.1%*	*62.6%*	*62.7%*	*62.7%*
Allergan 대비 점유율	8.2%	8.3%	9.2%	10.3%	10.2%	11.4%	12.9%	13.6%	12.3%	14.8%	13.5%	15.5%
관세청 수출(백만달러)	**1Q22**	**2Q22**	**3Q22**	**4Q22**	**1Q23**	**2Q23**	**3Q23**	**4Q23**				
미국/캐나다	17.5	16.6	16.5	10.2	17.7	10.7	13.9	11.8				
화성시	18.8	23.6	25.6	20.7	29.2	22.9	22.9					
수출ⓐ과 괴리	0.1	-0.4	-1.3	-2.1	-0.6	-2.7	2.4					

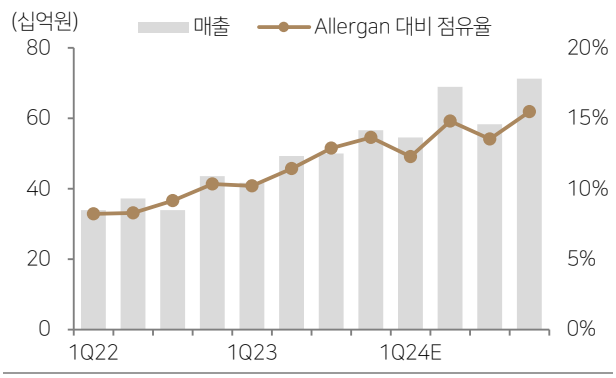
Source: 대웅제약, 관세청, Bloomberg, Abbvie, 다올투자증권

Fig. 60: Botox cosmetic 매출 추이 및 전망



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 61: Evolus 매출 추이 및 전망



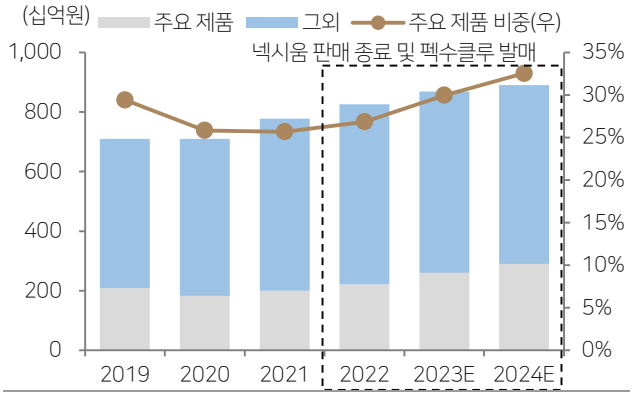
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 62: 대웅제약 실적 현황 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	272.2	293.8	301.4	293.9	292.3	307.1	303.0	306.9	1,161.3	1,209.3	1,243.4
YoY	*13%*	*8%*	*14%*	*7%*	*7%*	*5%*	*1%*	*4%*	*10%*	*4%*	*3%*
ETC	197.6	205.8	209.5	212.7	206.9	220.7	216.5	224.7	825.6	868.8	890.7
YoY	*9%*	*5%*	*7%*	*4%*	*5%*	*7%*	*3%*	*6%*	*6%*	*5%*	*3%*
주요 제품	50.2	51.9	56.9	62.6	62.1	64.5	64.8	68.9	221.6	260.3	289.9
YoY	*5%*	*7%*	*12%*	*19%*	*24%*	*24%*	*14%*	*10%*	*11%*	*17%*	*11%*
우루사(ETC)	13.9	15.8	15.2	16.2	16.0	15.6	17.3	16.5	61.1	65.4	67.0
펙수클루	-	-	5.8	10.9	11.7	12.5	14.4	16.8	16.7	55.4	77.9
엔블로	-	-	-	-	-	1.1	1.3	2.5	-	4.9	14.3
주요 상품	79.7	81.5	82.6	79.5	79.5	81.8	80.0	75.2	323.3	316.5	270.0
YoY	*1%*	*-5%*	*-5%*	*-10%*	*0%*	*0%*	*-3%*	*-5%*	*-5%*	*-2%*	*-15%*
포시가	21.1	24.4	24.5	23.5	23.9	24.9	22.7	18.5	93.5	90.0	38.8
코프로모션 수수료	13.0	11.6	13.5	13.0	11.9	12.0	11.5	13.3	51.1	48.7	49.6
나보타	30.4	37.1	40.4	34.2	42.7	32.7	38.0	37.4	142.1	150.8	162.4
나보타 내수	7.6	7.9	7.8	8.9	6.3	6.1	7.4	6.8	32.2	26.6	27.4
나보타 수출	22.8	29.2	32.6	25.2	36.4	26.6	30.6	30.6	109.8	124.2	135.0
OTC	29.7	34.3	34.8	28.8	26.0	27.6	29.2	24.7	127.6	107.5	114.1
기타	14.5	16.6	16.7	18.2	16.7	26.1	19.3	20.1	66.0	82.2	76.2
영업이익	26.8	33.6	30.3	15.3	31.0	36.2	34.2	29.2	106.0	130.6	143.3
YoY	*33%*	*26%*	*27%*	*-38%*	*16%*	*8%*	*13%*	*91%*	*11%*	*23%*	*10%*
OPM	9.8%	11.4%	10.1%	5.2%	10.6%	11.8%	11.3%	9.5%	9.1%	10.8%	11.5%
광고선전비	14.8	19.2	20.0	20.5	16.0	18.6	18.6	19.2	74.5	72.4	76.1
매출액 대비 비중(%)	5.4%	6.5%	6.6%	7.0%	5.5%	6.1%	6.1%	6.3%	6.4%	6.0%	6.1%
R&D	32.2	33.0	36.0	38.1	37.5	34.0	36.0	36.2	139.3	143.7	146.6
매출액 대비 비중(%)	11.8%	11.2%	11.9%	13.0%	12.8%	11.1%	11.9%	11.8%	12.0%	11.9%	11.8%

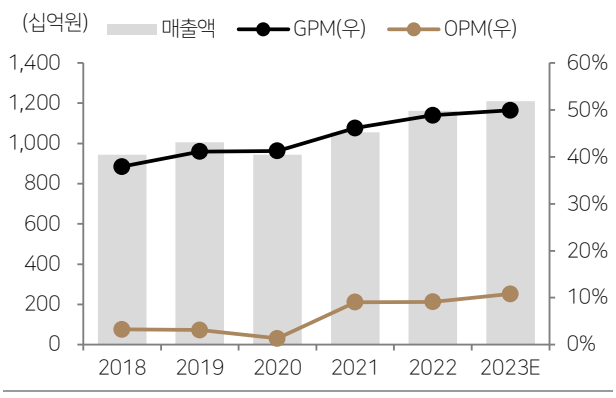
Note: K-IFRS 별도 기준 / Source: 대웅제약, 다올투자증권

Fig. 63: ETC 주요 제품 매출 비중 추이 및 전망



Source: 다올투자증권

Fig. 64: 대웅제약 매출액 및 이익률 전망



Source: 다올투자증권

Fig. 65: 대웅제약 SOTP Valuation

23E EBITDA (십억원) ⓐ	113.3	2023E 별도 추정 실적에서 나보타 수출 실적 제외
Target EV/EBITDA multiple (배) ⓑ	11.5	국내 제약사 2023E 평균 EV/EBITDA 적용
순차입금 (십억원) ⓒ	368.6	2023년 말 추정치
영업가치 (십억원) ① = ⓐ×ⓑ-ⓒ	934.4	
HL036 신약가치 (십억원) ⓓ	91.6	대웅제약과 한올바이오파마 수익배분 5:5
한올바이오파마 지분가치 (십억원) ⓔ	350.0	한올바이오파마 적정주가 46,000원에 할인율 50% 적용
비영업가치 (십억원) ② = ⓓ+ⓔ	441.6	
나보타 해외 사업가치 (십억원) ③	617.9	**Evolus향 수출실적에 대한 FCF 합산(ROW 포함 시 8,951억원)** WACC 11.0%, Terminal Growth 2.0%
적정 시가총액 (십억원) ①+②+③	1,994	
보통주 발행주식수 (천주)	11,506	자사주 제외
적정주가 (원)	170,000	
종가 (원)	114,000	
상승여력	49.1%	

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	406.0	444.0	510.6
현금성자산	68.7	36.7	38.4	64.6	103.3
매출채권	149.6	158.7	156.3	161.3	173.3
재고자산	142.9	176.0	199.3	205.7	221.0
비유동자산	888.5	991.1	1,114.5	1,183.6	1,252.9
투자자산	440.3	479.0	534.8	556.5	579.1
유형자산	301.1	334.4	368.8	371.1	374.9
무형자산	147.2	177.7	210.9	255.9	298.9
자산총계	1,259.7	1,374.0	1,520.5	1,627.6	1,763.4
유동부채	436.9	441.5	600.0	606.8	623.2
매입채무	136.2	179.7	210.6	217.3	233.5
유동성이자부채	252.7	229.6	357.0	357.0	357.0
비유동부채	208.5	272.7	124.7	127.5	130.3
비유동이자부채	185.8	211.0	51.6	51.6	51.6
부채총계	645.4	714.2	724.7	734.3	753.5
자본금	29.0	29.0	29.0	29.0	29.0
자본잉여금	133.2	133.8	158.3	158.3	158.3
이익잉여금	501.1	543.0	646.9	744.4	861.1
자본조정	(49.0)	(45.9)	(38.5)	(38.5)	(38.5)
자기주식	(18.4)	(18.4)	(2.8)	(2.8)	(2.8)
자본총계	614.3	659.9	795.7	893.2	1,009.9
투하자본	686.7	734.8	790.4	846.4	908.5
순차입금	369.8	403.9	370.2	344.0	305.2
ROA	2.9	3.7	7.6	6.6	7.3
ROE	6.0	7.6	15.2	12.4	13.0
ROIC	10.3	10.8	17.0	14.9	16.1

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,055.2	1,161.3	1,209.3	1,243.4	1,306.5
증가율 (Y-Y,%)	11.7	10.1	4.1	2.8	5.1
영업이익	95.5	106.0	130.5	143.3	167.8
증가율 (Y-Y,%)	656.4	11.0	23.2	9.8	17.1
EBITDA	128.4	138.0	166.1	182.7	209.4
영업외손익	(70.0)	(61.3)	(19.2)	(20.9)	(21.0)
순이자수익	(7.7)	(5.7)	(12.0)	(12.1)	(12.1)
외화관련손익	3.0	1.0	(0.5)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	25.5	44.6	111.3	122.4	146.8
당기순이익	35.8	48.6	110.6	104.4	123.6
증가율 (Y-Y,%)	1,040.4	35.7	127.7	(5.6)	18.4
NOPLAT	69.2	76.8	129.6	122.2	141.3
(+) Dep	32.9	32.1	35.6	39.5	41.7
(-) 운전자본투자	(31.7)	16.2	(9.8)	4.9	11.5
(-) Capex	20.2	45.7	56.4	31.0	32.6
OpFCF	113.7	47.0	118.6	125.7	138.9
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	3.8	4.9	8.6	5.6	4.0
영업이익증가율(3Yr)	41.4	49.9	117.8	14.5	16.6
EBITDA증가율(3Yr)	19.1	29.8	53.8	12.5	14.9
순이익증가율(3Yr)	189.1	33.9	227.8	42.9	36.5
매출총이익율 (%)	46.2	48.9	49.9	51.0	52.2
영업이익률(%)	9.1	9.1	10.8	11.5	12.8
EBITDA마진(%)	12.2	11.9	13.7	14.7	16.0
순이익률 (%)	3.4	4.2	9.1	8.4	9.5

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금	48.0	92.5	145.6	141.7	156.7
당기순이익	35.8	48.6	110.6	104.4	123.6
자산상각비	32.9	32.1	35.6	39.5	41.7
운전자본증감	(11.2)	7.3	(20.6)	(4.9)	(11.5)
매출채권감소(증가)	(23.5)	(9.3)	2.5	(5.0)	(12.0)
재고자산감소(증가)	(12.7)	(43.7)	(31.7)	(6.3)	(15.3)
매입채무증가(감소)	11.4	38.6	4.3	6.7	16.2
투자현금	(100.2)	(89.1)	(153.4)	(108.6)	(111.1)
단기투자자산감소	(28.4)	20.3	(11.0)	(0.0)	(0.0)
장기투자증권감소	(10.5)	(18.9)	(42.1)	(15.2)	(15.9)
설비투자	(20.2)	(45.7)	(56.4)	(31.0)	(32.6)
유무형자산감소	(41.1)	(41.2)	(43.5)	(55.8)	(55.8)
재무현금	32.9	(6.2)	14.1	(6.9)	(6.9)
차입금증가	(0.6)	0.4	(29.2)	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)	6.4	26.2	38.7
총현금흐름(Gross CF)	71.0	103.1	182.8	146.6	168.1
(-) 운전자본증가(감소)	(31.7)	16.2	(9.8)	4.9	11.5
(-) 설비투자	20.2	45.7	56.4	31.0	32.6
(+) 자산매각	(41.1)	(41.2)	(43.5)	(55.8)	(55.8)
Free Cash Flow	(40.4)	21.3	8.7	33.1	45.6
(-) 기타투자	10.5	18.9	42.1	15.2	15.9
잉여현금	(51.0)	2.4	(33.4)	17.8	29.7

주요투자지표

(원, 배)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Per share Data					
EPS	3,089	4,191	9,544	9,011	10,668
BPS	40,314	41,616	50,472	55,004	61,365
DPS	600	600	600	600	600
Multiples(x,%)					
PER	47.9	37.8	11.9	12.7	10.7
PBR	3.7	3.8	2.3	2.1	1.9
EV/ EBITDA	16.2	16.2	10.2	9.1	7.8
배당수익율	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
PCR	24.2	17.8	7.2	9.0	7.9
PSR	1.6	1.6	1.1	1.1	1.0
재무건전성 (%)					
부채비율	105.1	108.2	91.1	82.2	74.6
Net debt/Equity	60.2	61.2	46.5	38.5	30.2
Net debt/EBITDA	287.9	292.6	222.9	188.2	145.7
유동비율	84.9	86.7	67.7	73.2	81.9
이자보상배율	12.3	18.7	10.9	11.8	13.8
이자비용/매출액	0.9	0.7	1.1	1.0	0.9
자산구조					
투하자본(%)	57.4	58.8	58.0	57.7	57.1
현금+투자자산(%)	42.6	41.2	42.0	42.3	42.9
자본구조					
차입금(%)	41.7	40.0	33.9	31.4	28.8
자기자본(%)	58.3	60.0	66.1	68.6	71.2

자료: 다올투자증권

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다

투자등급 비율

BUY : 91.0%	HOLD : 9.0%	SELL : 0.0%

투자등급 관련사항

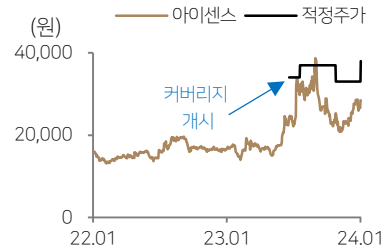
아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 적정수익률을 의미
· BUY: 추천기준일 종가대비 +15% 이상~.
· HOLD: 추천기준일 종가대비 -15% 이상~ +15% 미만.
· REDUCE: 추천기준일 종가대비 -15% 미만.
· SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커진 경우, 분석 잠정적 중단. 적정이 미제시.

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

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

아이센스(099190)



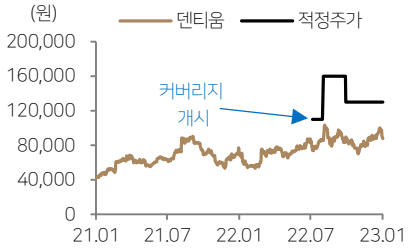
일자	커버리지 개시	2023.06.27	2023.07.31	2023.11.06	2024.01.10
투자의견		BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가		34,000원	37,000원	33,000원	38,000원
일자					
투자의견					
적정주가					
일자					
투자의견					
적정주가					

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	28,770원	38,700원	-22.24	-4.59
2023.11.06	33,000원	23,926원	28,600원	-27.5	-13.3
2024.01.10	38,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2024년 1월 9일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

클래시스(214150)



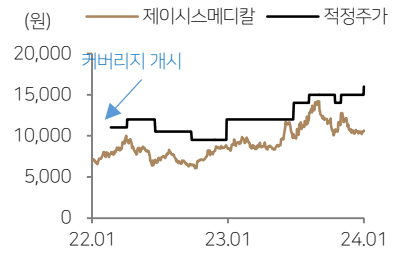
일자	2022.03.15	2022.05.19	2022.08.10	2023.05.11	2023.07.03	2023.09.05
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	29,000원	26,000원	24,000원	30,000원	40,000원	46,000원
일자						
투자의견						
적정주가						
일자						
투자의견						
적정주가						

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	-17.9	-2.9
2023.09.05	46,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2024년 1월 9일)
** 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	2023.11.10	2024.01.10		
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY		
적정주가	15,000원	14,000원	15,000원	16,000원		
일자						
투자의견						
적정주가						

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2022.03.15	11,000원	8,863원	10,000원	-19.4	-9.1
2022.04.18	12,000원	8,122원	9,590원	-32.3	-20.1
2022.06.29	10,500원	7,147원	8,280원	-31.9	-21.1
2022.10.04	9,500원	7,691원	8,830원	-19.0	-7.1
2023.01.09	12,000원	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	-15.6	-5.4
2023.10.25	14,000원	11,192원	12,540원	-16.9	-5.4
2023.11.10	15,000원	11,042원	12,750원	-20.1	-10.4
2024.01.10	16,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2024년 1월 9일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

원텍(336570)



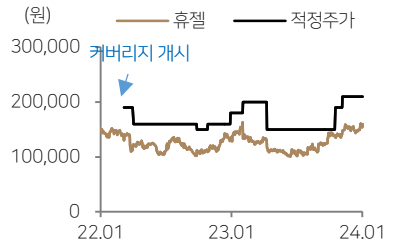
일자	커버리지	2023.10.25	2024.01.10
투자의견	개시	BUY	BUY
적정주가		16,000원	15,000원
일자			
투자의견			
적정주가			
일자			
투자의견			
적정주가			

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2023.10.25	16,000원	9,587원	10,840원	-40.1	-32.3
2024.01.10	15,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2024년 1월 9일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

휴젤(145020)



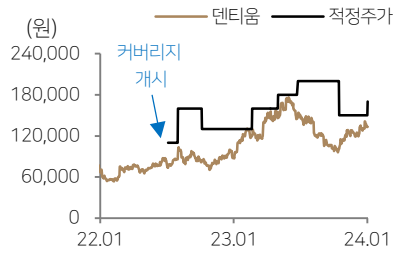
일자	2022.3.15	2022.4.11	2022.10.4	2022.11.15	2023.01.09	2023.02.10
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	190,000원	160,000원	150,000원	160,000원	180,000원	200,000원
일자	2023.04.18	2023.10.25	2023.11.14			
투자의견	BUY	BUY	BUY			
적정주가	150,000원	190,000원	210,000원			
일자						
투자의견						
적정주가						

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2022.03.15	190,000원	131,263원	142,900원	-30.9	-24.8
2022.04.11	160,000원	119,237원	136,000원	-25.5	-15.0
2022.10.04	150,000원	111,175원	120,700원	-25.9	-19.5
2022.11.15	160,000원	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	139,093원	142,000원	-26.8	-25.3
2023.11.14	210,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2024년 1월 9일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

덴티움(145720)



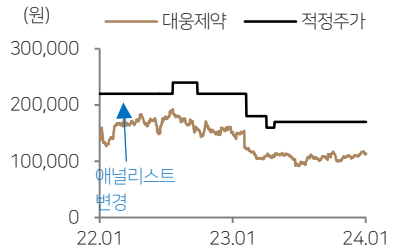
일자	2022.07.13	2022.08.09	2022.10.04	2023.03.02	2023.05.10	2023.07.03
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	110,000원	160,000원	130,000원	160,000원	180,000원	200,000원
일자	2023.10.25	2024.01.10				
투자의견	BUY	BUY				
적정주가	150,000원	170,000원				
일자						
투자의견						
적정주가						

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2022.07.13	110,000원	81,647원	86,600원	-25.8	-21.3
2022.08.09	160,000원	90,456원	103,500원	-43.5	-35.3
2022.10.04	130,000원	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	123,692원	141,500원	-17.54	-5.67
2024.01.10	170,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2024년 1월 9일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 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
일자						
투자의견						
적정주가						
일자						
투자의견						
적정주가						

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(2024년 1월 9일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

www.daolfn.com

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

DAOL 다올투자증권

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.