

DAOL 다올투자증권

13 May 2024

의료기기 (Overweight)

1Q24 Review: 미국 침공

박종현 의료기기 | alex.park@daolfn.com

이정우 연구원 | jungwoo@daolfn.com



EARNINGS REVIEW

13 May, 2024

박종현 의료기기 | alex.park@daolfn.com

이정우 연구원 | jungwoo@daolfn.com

의료기기 (Overweight)

DAOL 다올투자증권

미국 침공

Issue

커버리지 업종 1분기 Review 및 북미 진출 타임라인 점검

Pitch

1Q24P 실적 리뷰. 대부분 컨센서스 부합하는 실적을 보이는 가운데, 2Q24E는 달러 강세 속 호실적 기대

Rationale

- 성장주 의료기기 업종은 QoQ 실적 성장 및 서프라이즈에 주가 변동성 민감. 2Q24E는 성수기 및 달러 강세로 호실적 가능성 높아짐. 2H24E에 주목할 모멘텀은 북미. 국내 다수 업체들이 북미 진출을 앞두고 있음. 북미 시장 진출의 원년으로서 국내 메디컬 에스테틱 및 홈뷰티 업종 선호 의견(Overweight) 지속
- 클래시스: 1Q24P 해외 무상팁 소진에 따른 매출 본격화로 컨센서스 상회. 2Q24E 환율 효과 및 브라질 볼뉴머 출시. 2H24E 북미 볼뉴머 파트너십 체결 예정. 적정주가 6만원
- 에이피알: 1Q24P 화장품/홈뷰티 매출 호조로 컨센서스 부합. 2Q24E 신제품 및 증설 효과 기대. 적정주가 40만원
- 휴젤: 1Q24P 컨센서스 부합. 공격적인 자사주 매입은 미국 ITC 소송에 대한 긍정적 결과에 대한 기대감으로 판단. 적정주가 27만원 상향
- 파마리서치: 1Q24P 의료기기 및 화장품 매출 호조로 컨센서스 상회. 스킨부스터 시장 개화를 앞장서는 MS 1위. 적정주가 18만원 상향 (뒷면에 계속)

(단위: 원, 십억원, %, %p)

		회사 잠정	당사 예상		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
		2024.03(P)	2024.03(E)	vs Chg	2024.03(E)	vs Con	2023.03(A)	YoY	2023.12(A)	QoQ
제이시스메디칼(287410) BUY(유지) 15,000(유지)	매출액	44.0	35.5	23.7	37.1	18.5	29.1	51.0	39.7	10.8
	영업이익	8.9	9.5	-7.0	9.7	-8.7	7.6	16.4	8.8	0.3
	지배주주순이익	6.9	6.6	5.1	7.3	-5.1	6.7	3.7	4.0	74.6
	OPM	20.2%	26.8%	-6.5%p	26.1%	-5.9%p	26.1%	-5.9%p	22.2%	-1.9%p
	NIM	15.7%	18.6%	-2.9%p	19.7%	-4.0%p	23.0%	-7.3%p	10.1%	5.6%p
원텍(336570) HOLD(하향) 11,000(하향)	매출액	22.6	35.7	-36.9	33.1	-31.8	28.5	-21.0	32.9	-31.5
	영업이익	6.6	15.3	-56.5	13.5	-50.9	13.4	-50.4	10.5	-36.7
	지배주주순이익	5.9	10.9	-45.5	10.3	-42.5	11.8	-49.8	9.9	-40.3
	OPM	29.2%	42.9%	-13.7%p	40.8%	-11.6%p	47.0%	-17.8%p	31.9%	-2.7%p
	NIM	26.1%	30.5%	-4.4%p	31.1%	-5.0%p	41.4%	-15.3%p	30.1%	-4.0%p
휴젤(145020) BUY(유지) 270,000(상향)	매출액	74.3	72.7	2.2	77.7	-4.4	64.4	15.4	88.9	-16.5
	영업이익	24.0	24.3	-1.4	26.7	-10.3	18.5	29.5	36.8	-34.9
	지배주주순이익	20.8	18.5	12.4	20.8	0.0	16.4	27.1	15.4	34.9
	OPM	32.3%	33.4%	-1.1%p	34.4%	-2.1%p	28.7%	3.6%p	41.4%	-9.1%p
	NIM	28.0%	25.4%	2.5%p	26.8%	1.2%p	25.5%	2.5%p	17.3%	10.7%p

Note1: K-IFRS 연결

Note2: 제이시스메디칼, 원텍은 확정실적

Source: 다올투자증권

(단위: 원, 십억원, %, %p)

		회사 잠정	당사 예상		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
		2024.03(P)	2024.03(E)	vs Chg	2024.03(E)	vs Con	2023.03(A)	YoY	2023.12(A)	QoQ
덴티움(145720)	매출액	82.7	85.0	-2.7	87.2	-5.1	68.8	20.2	124.8	-33.7
BUY(유지)	영업이익	19.2	23.1	-16.9	19.2	0.1	21.5	-10.7	47.9	-59.9
170,000(유지)	지배주주순이익	16.7	16.0	4.3	16.5	1.3	18.3	-8.7	27.0	-38.1
	OPM	23.2%	27.2%	-4.0%p	22.0%	1.2%p	31.3%	-8.0%p	38.4%	-15.2%p
	NIM	20.2%	18.8%	1.4%p	18.9%	1.3%p	26.6%	-6.4%p	21.6%	-1.4%p
파마리서치(214450)	매출액	74.7	70.5	5.9	67.9	10.0	55.4	34.7	70.0	6.8
BUY(유지)	영업이익	26.7	27.5	-2.8	25.3	5.5	20.7	28.7	20.4	31.0
180,000(상향)	지배주주순이익	17.2	21.5	-20.0	21.5	-20.0	17.7	-2.8	15.4	11.6
	OPM	35.7%	39.0%	-3.3%p	37.3%	-1.5%p	37.4%	-1.6%p	29.1%	6.6%p
	NIM	23.0%	30.5%	-7.5%p	31.7%	-8.6%p	31.9%	-8.9%p	22.0%	1.0%p
대웅제약(069620)	매출액	296.6	285.5	3.9	297.2	-0.2	292.3	1.5	319.6	-7.2
BUY(유지)	영업이익	31.2	30.7	1.6	32.2	-3.1	31.0	0.7	32.0	-2.6
170,000(유지)	당기순이익	10.8	20.5	-47.3	19.2	-43.8	20.5	-47.2	42.5	-74.6
	OPM	10.5%	10.8%	-0.2%p	10.8%	-0.3%p	10.6%	-0.1%p	10.0%	0.5%p
	NIM	3.6%	7.2%	-3.5%p	6.5%	-2.8%p	7.0%	-3.4%p	13.3%	-9.7%p

Note: K-IFRS 연결 기준(대웅제약은 K-IFRS 별도 기준)

Source: 다올투자증권

- 제이시스메디칼: 1Q24 국내 덴서티 매출 호조에 따라 매출액 컨센서스 상회했으나, 판관비 증가로 영업이익 부합. 7월 ITC 소송이 부담감으로 작용하나, 소송 불확실성 해소 시, 리레이팅 가능. 적정주가 1.5만원 유지
- 원텍: 1Q24 직판 체제 변경에 따라 재고 자산 인식으로 매출 인식 시점 지연. 1Q24 매출액 및 영업이익 컨센서스 하회. 해외 직판 체제는 점진적으로 해소 가능하며 중장기적으로 타사 대비 장점으로 작용할 수 있다는 판단 하에 긍정적인 이슈로 판단. 다만, 내수 매출 QoQ 감소가 아쉬움. 적정주가 1.1만원 하향

환율이 돕는 2Q24E

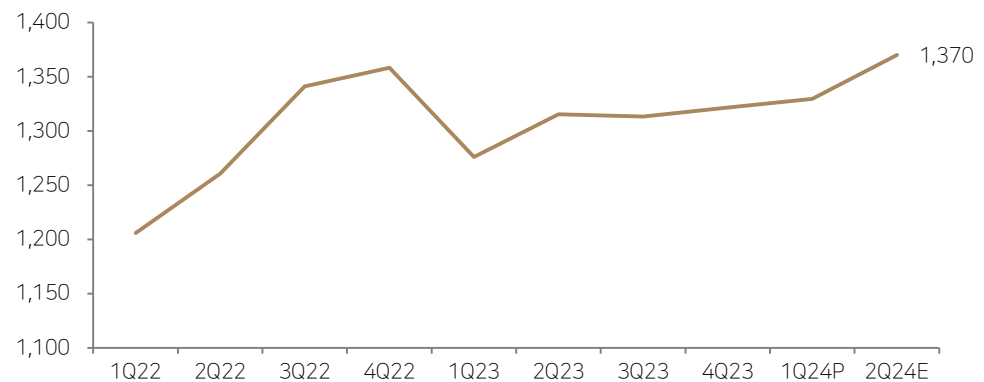
미용 의료기기 업종은 성장주로서 QoQ 성장에 대한 기대감이 주가에 작용한다. 미용 의료기기 업종 실적의 큰 변수는 실적 계절성과 환율이 있다. 수출 비중이 높은 국내 미용 의료기기 업체들은 대부분 환 헤지를 하지 않고, 달러 결제 비중이 높다.

이에 따라 달러 강세는 ASP 증가로 작용하며, 비용에 있어서는 높은 대리점 비중(직판이 아니기에 달러 비용 발생하지 않음)과 부품을 국내에서 공급하기에 달러 강세는 이익 증가로까지 이어진다.

실적 계절성은 구매가 물리는 4분기가 가장 성수기이며, 앞뒤로 있는 1, 3분기는 비수기이다. 이에 따라 4 > 2 > 3 > 1의 실적을 통상적으로 보인다. 따라서, 원달러 환율 강세를 보이는 외증 성수기인 2분기나 4분기에는 QoQ 이익이 크게 상승한다.

2Q24E 클래식스와 에이피알, 휴젤, 파마리서치, 제이시스메디칼의 영업이익은 각각 전분기 대비 +22%, +14%, +29%, +7%, +28%, +103% 증가할 전망이다. 이에 따라 1) 1분기 리뷰 후, 2분기 프리뷰 시기와 2) 3분기 리뷰 후, 4분기 프리뷰 시기, 각각 성수기를 앞두고 QoQ 이익 상승 기대감에 주가 상승을 시현한다.

Fig. 1: 원달러 환율 추이 및 전망



Source: Bloomberg, 다올투자증권

2H24E는 북미 모멘텀으로 접근

2H24E는 금리 인하가 의료기기 업종 수급에 있어 부정적으로 작용할 수 있다. 해당 이슈에도 2H24E에 미용 의료기기 및 홈뷰티 업종 선호 의견을 유지하는 이유는 북미 모멘텀이 존재하기 때문이다. 클래스시스와 휴젤, 에이피알은 북미 진출 및 매출 본격화를 앞두고 있다.

클래스시스는 국내 및 브라질/태국 등 EM에서 MS 1위를 보이는 미용 의료기기 업체였으나, 최대 주주 변경 이전 FDA 허가가 없었다. 베인캐피탈로 최대 주주 변경 이후, FDA 인허가 역량을 끌어올렸으며, 2024.04월 비침습 RF 기기인 볼뉴머의 허가를 당초 예상보다 6개월 먼저 나왔다. 또한 동사는 파트너사 최종 후보를 2개사로 압축하여 2H24E 파트너사 계약을 확인할 수 있다. 국내 1위 업체로서 북미 진출을 통해 국내 EBD 업체들의 경쟁력을 재입증할 수 있는 원년이 될 전망이다.

휴젤은 2024.03월 보툴리눔 독신 레티보에 대하여 FDA 인허가를 획득하였으며, 6/10일 메디톡스와의 ITC 소송 결과를 앞두고 있으며 동사는 2024년 중 1,000억원의 자사주 매입을 통해 북미 사업에 대한 기대감을 보인 바 있다. 소송 결과 확인 뒤, 불확실성 해소되며 북미 사업 진출 방안 확인할 수 있을 전망이다.

홈뷰티 업체인 에이피알은 2024.05월 2공장에 대한 증설이 완료되어 2월에 북미 출시한 부스터프로의 매출 확대를 기대할 수 있다. 파마리서치는 스킨부스터 국내 1위 업체로서 중장기적으로 스킨부스터 확대 흐름 속 해외 확장을 기대한다.

Fig. 2: 커버리지 기업 북미 진출 타임라인

기업	제품명	카테고리	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2025E	2026E
클래스시스	볼뉴머	비침습 RF		FDA 허가	파트너십 체결		판매 개시	
	슈링크	HIFU			임상 개시		품목 허가	파트너십 체결
휴젤	레티보	보툴리눔 독신		6/10 ITC 예비	진출 방안 공개			
에이피알	부스터프로	홈뷰티		판매 개시				
제이시스	포텐자	니들 RF	MOQ 달성		7월 ITC 예비	11월 ITC 최종	2월 계약 종료	
	덴서티	비침습 RF	MOQ 달성					
원텍	올리지오	비침습 RF			진출 방안 공개			
파마리서치	리쥬란	스킨부스터						
대웅제약	나보타	보툴리눔 독신		판매 중				

Source: 다올투자증권

휴젤, Evolus에게서 배우자

2019년에 품목 허가를 획득한 대응제약의 파트너사인 Evolus는 2019년 매출액 3,490만 달러를 기록하여 보툴리눔 독소 제제 업체의 출시 첫해 기대 매출액 수준은 3,000만 달러 수준임을 추정할 수 있다. Evolus는 2019년 출시 이후, Botox 판매사인 Abbvie의 강력한 제품 포트폴리오 효과로 높은 마케팅 비를 집행하고 있다. Evolus는 이에 대응하기 위해 Symaters의 필러를 도입하였다. 이처럼 단일 제품 판매보다는 필러와 독소 등 다양한 메디컬 에스테틱 제품을 보유하고 있는 기업과의 파트너십이 매출 확대에 용이하다.

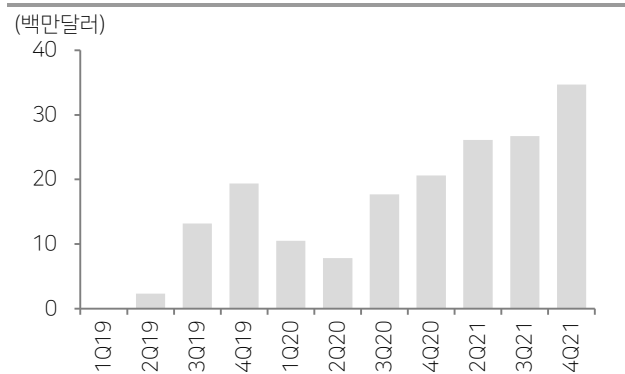
Fig. 3: 해외 보톡스 및 필러 기업 매출액 테이블

(백만달러, %)

기업명	매출구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
Abbvie	매출액 합계	1,733	1,801	1,689	1,828	1,678	1,927	1,851	2,026	7,051	7,482	8,078
	YoY	4.1%	4.9%	0.1%	8.0%	-3.2%	7.0%	9.6%	10.8%	4.3%	6.1%	8.0%
	미국	1,118	1,159	1,130	1,258	1,106	1,265	1,239	1,372	4,665	4,982	5,374
	미용 보톡스	409	420	388	453	389	472	440	502	1,670	1,803	2,001
	Juvederm	122	125	116	156	106	137	130	172	519	545	597
	치료용 보톡스	587	614	626	649	611	655	670	698	2,476	2,633	2,776
	해외	615	642	559	570	572	662	612	655	2,386	2,501	2,704
	미용 보톡스	250	265	232	265	244	278	256	294	1,012	1,071	1,166
	Juvederm	233	243	205	178	191	243	223	221	859	877	957
	치료용 보톡스	132	134	122	127	137	142	134	140	515	552	582
Evolus	매출액	41.7	49.3	50	61	59.3	64.9	63.5	75.2	202	263	345
	YoY	23.0%	32.5%	47.5%	39.9%	42.2%	31.6%	27.0%	23.3%	35.9%	30.1%	31.2%

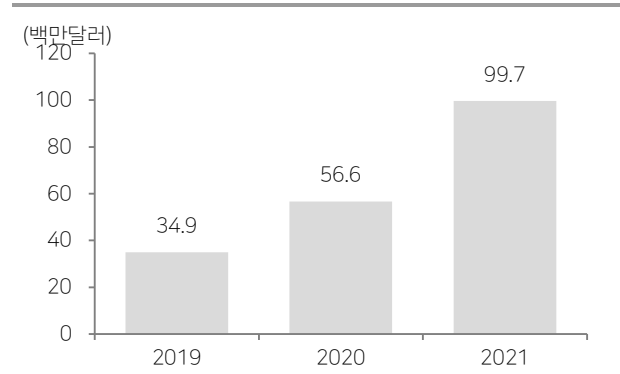
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 4: Evolus 분기 매출액 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 5: Evolus 연간 매출액 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

2024.03월 미국 FDA로부터 레티보 품목 허가를 획득한 휴젤은 2H24E 북미 진출을 앞두고 있다. 2019년 이래로 미국에서 독신 제제를 출시한 업체는 Evolus(EOLS US)와 Revance(RVNC US)가 있다. 두 업체 사례 분석을 통한 매출/비용 추정이 가능하다. Revance는 Daxxify를 직접 제조 및 판매, RHA Collection 필러 브랜드를 유통하고 있다. Evolus는 대웅제약의 나보타를 유통하고 있다. Evolus는 출시 첫분기 2Q19에 약 3,760만달러의 판관비를 소진했다.

따라서 현재 북미에서 독신 판매를 하고 있는 기업들은 독신 외 제품을 보유하거나 품목 허가를 예정하고 있다. 반면 Hugel America는 Croma의 지분 정리 이후, 진행 중이던 필러 임상을 중단하였다. 휴젤 북미 진출에 있어서는 Croma 필러 외 제품에 대한 도입이나 다른 미용 의료기기 제품을 보유한 파트너와의 협력이 필수적이다.

Fig. 6: 휴젤 비용 및 매출액 Assumption

	휴젤	Evolus	Revance
제조	직접 제조	나보타 유통 필러 유통	직접 제조 필러 유통
판매방식	미정	직판	직판
R&D	진행	-	진행
비고	-	높은 매출원가율 낮은 R&D 비용	높은 매출원가율(필러) 높은 R&D 비용
출시 첫분기(백만달러)	4Q24E	2Q19	4Q22
매출액	5.0	2.3	11.0
매출원가	0.8	0.7	
GPM(%)	85.0%	71.4%	
추가 판관비(직판 시)	22.5	37.6	75.0
영업이익(손실)	-18.3	-36.0	
출시 두번째 분기(백만달러)	1Q25E	3Q19	1Q23
매출액	13.0	13.2	22.1
매출원가	2.0	3.7	
GPM(%)	85.0%	71.8%	
추가 판관비(직판 시)	22.5	34.6	-90.8
영업이익(손실)	-11.5	-25.1	

Source: Bloomberg, 다올투자증권

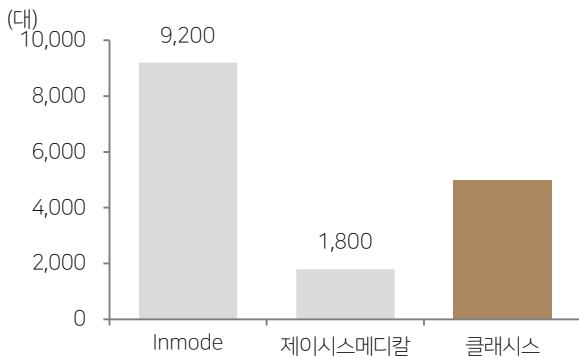
클래시스, 북미 시장 진출 추정

미국에서의 영업 현황 그리고 기술 트렌드의 이유를 들어 미국에서의 성공 확률을 낮게 추정할 수 있으나, 결국 미국에서의 매출이 확인되어야 더 높은 밸류에이션의 타당성이 생긴다. 클래시스는 2H24E 중 불뉴머에 대해 파트너십 체결 예정이다.

미용 의료 기술 트렌드를 이끄는 국내 시장에서 MS 1위를 지키고 있는 동사는 FDA 허가가 2022년 이전에 부재했으나, 2023.11월 바디용 장비 사이즈 및 2024.04월 비침습 RF기기 불뉴머에 대한 FDA 허가를 연이어 획득하며 인허가 역량 또한 축적하고 있다.

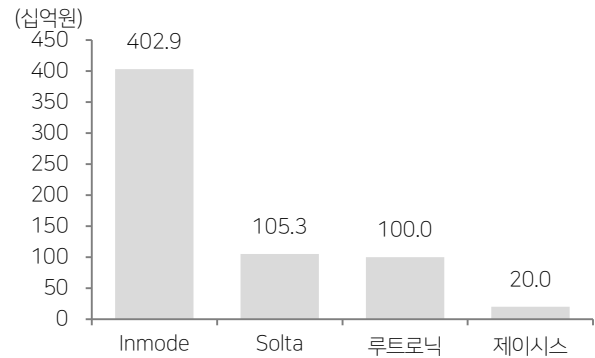
기존 클래시스 및 미용 의료기기 업종에 대한 선호도를 2Q24E까지 유지할 예정이었으나, 불뉴머의 빠른 FDA 인허가 획득으로 2H24E 파트너십 체결 모멘텀이 발생, 하반기 이후에도 미용 의료기기 업종, 특히나 클래시스에 대한 최선호 의견을 유지한다.

Fig. 7: 북미 누적 설치 대수



Note: 제이시스메디칼 북미 누적 설치 대수는 Cynosure MOQ 기반 추정
Source: 다올투자증권

Fig. 8: 2023년 EBD 기업 미국 매출액



Note: Solta Medical 미국 매출액은 2019년과 2020년 미국 매출 비중을 2023년 전체 매출액에 적용
Source: 다올투자증권

대리점 형태로 판매 시, 클래스시의 북미향 슈링크 매출액은 1,800억원으로 추정된다. 또한, 국내 ASP를 통해 달성되는 동사의 이익률이 50% 수준이기에 북미 공헌 이익률은 60%를 상회할 전망이다. 첫번째 소모품 기술이다. 국내 독신 기술 횟수는 연간 5백만회로 미국 독신 기술 4백만회 대비 많다. 국내 슈링크 기술 횟수는 100만회로 이를 북미 기술에 적용한다면 약 80만회다. 국내 독신 단가 대비 미국 독신 공급가는 약 10배 수준으로 추정되기에 이를 기반하면 슈링크 소모품의 연간 달성 규모는 북미 카트리지 공급가 기준으로 2,600억원이다. 파트너십으로 공급 시, 대리점과 이익을 공유하기에 1,000 ~ 1,300억원의 매출이 달성될 전망이다.

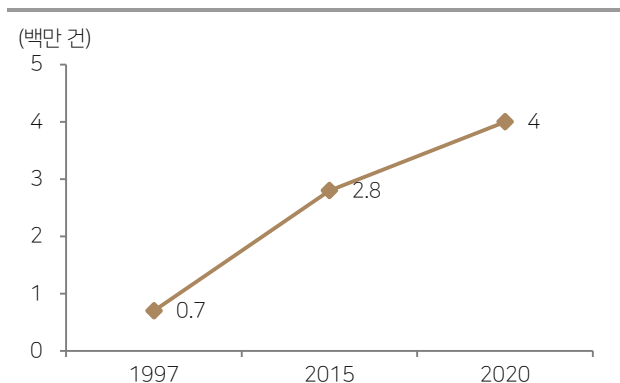
또한, 북미 Medspa는 2022년 8,800개이며 여전히 두 자릿수가 넘는 성장률로 개원이 빠르게 늘고 있다. 특히나 Medspa는 비침습 기술을 전문으로 하는 동사의 직접적인 TAM으로 약 8,800 ~ 10,000개 병원이 TAM으로 고려할 수 있다. 또한 Inmode와 제이시스메디칼의 미국 누적 설치 대수는 각각 9,200개와 2,000개다. 연간 슈링크 판매 대수 1,000대 가정 시, ASP에 따라 연간 200억원 ~ 500억원 수준 매출액 기대한다.

Fig. 9: 독신 기술 대비 슈링크 기술 기반 북미 슈링크 소모품 매출액 추정

국내 기술 횟수 규모 추정	독신	슈링크	단위	비고
매출액	200.0	33.3	십억원	2023년 기준
소모품(카트리지/바이알) 사용 개수	5,000,000	25,615	개	
소모품 1개당 평균 이용 환자 수	1	40	명	1회 시술 300샷, 100U 추정
기술 횟수	5,000,000	1,024,615	회	
기술 비율	5.00	1.02		
북미 기술 횟수 규모 추정	독신	슈링크	단위	비고
기술 비율	5.00	1.02		국내 기술 비율 적용
기술 횟수	3,945,282	808,479	회	독신, ISAPS 2022년 추정
소모품 1개당 평균 이용 환자 수	1	40	명	1회 시술 300샷, 100U 추정
소모품(카트리지/바이알) 사용 개수	3,945,282	20,212	개	
북미 공급가 기준 매출액	2,367.2	262.8	십억원	

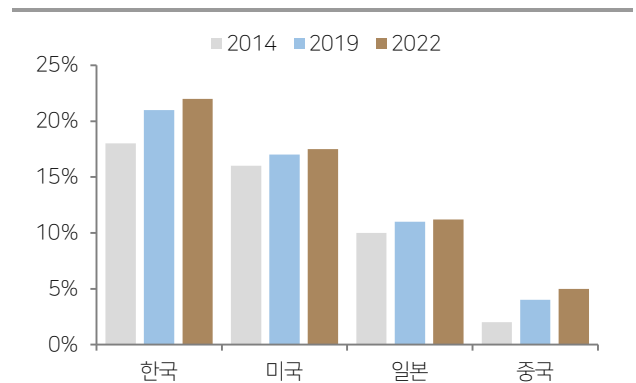
Source: ISAPS. 다올투자증권

Fig. 10: 연간 미국 비침습 미용 기술 수



Source: ASAPS, 다올투자증권

Fig. 11: 국가별 의료 기술 침투율



Source: Qianzhan Industrial Research Institute, China Baogao, 다올투자증권

Inmode만 느리다. 불붙은 Medspa와 Solta

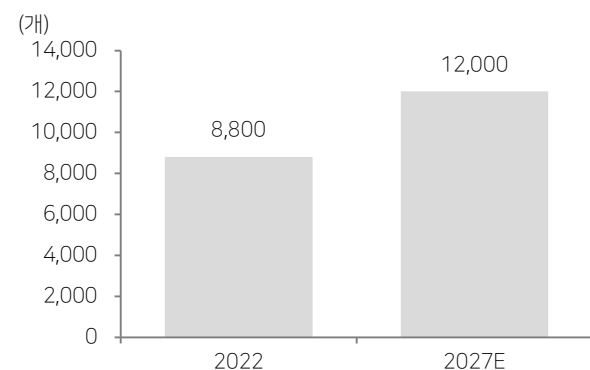
또한, Medspa 기반의 북미 시장의 성장 역시나 주목한다. 1996년부터 운영되기 시작한 Medspa는 비침습 시술 확대로 2010년대부터 본격화되었으며, 2022년 기준 약 8,800여개의 Medspa가 운영 중이다. 2027년까지 약 12,000개의 Medspa가 운영될 예정이며 이에 따라 약 180억 달러 수준의 Medspa 시장은 280억 달러까지 확대될 전망이다.

인구 고령화와 남성 그루밍 추세에 따라 미용 의료 시술에 대한 관심도가 높음을 주목한다. 특히나, Medspa 수요에 있어 구매력이 높은 남성(1회 평균 시술 지출 비용 1,800달러 vs. 여성 1,044달러)의 시술 관심도가 2000년 대비 2020년 3배 이상 증가했다.

이에 따라 최근 5년간 PE 업종에서 400여개 Medspa에 대한 투자건으로 약 31억 달러가 집행되었다. 대표적으로 KKR의 포트폴리오인 Medspa SkinSpirit는 캘리포니아주에 있는 32개 클리닉을 운영 중인 Contempo Aesthetics사를 인수한바 있다.

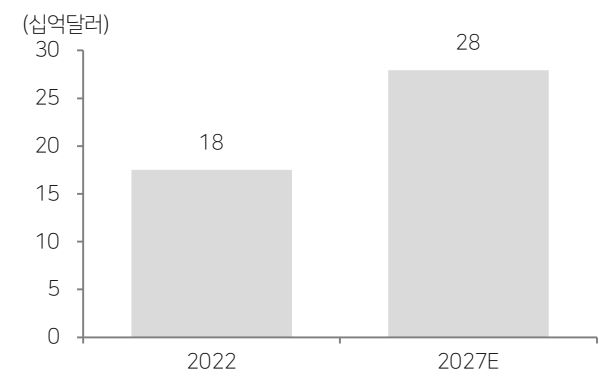
1Q24에 Solta Medical은 매출액 8,800만 달러를 기록하며 YoY +23% 성장을 보였으며, 북미 매출 성장은 2자리수 성장을 기록했다.

Fig. 12: 북미 Medspa 개수 전망



Source: Marketdata, 다올투자증권

Fig. 13: 북미 Medspa 매출 규모 전망



Source: Marketdata, 다올투자증권

Fig. 14: 국내외 미용기기 기업 매출액 테이블

(십억원, 백만달러, %)

기업명	지역별	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
클래시스	장비+소모품	37.0	43.8	46.3	43.9	47.3	58.6	56.4	59.3	171.1	221.6	274.5
	YoY	14.7%	50.5%	50.5%	16.9%	27.7%	33.7%	21.8%	35.1%	31.9%	29.5%	23.9%
	국내	14.1	14.0	16.3	15.7	15.7	17.4	18.8	19.5	60.1	71.4	82.0
	장비	5.9	5.7	8.0	7.2	6.5	6.7	7.3	7.7	26.8	28.1	27.4
	소모품	8.2	8.3	8.3	8.5	9.1	10.8	11.5	11.8	33.3	43.3	54.6
	수출	22.9	29.8	30.0	28.2	31.6	41.1	37.6	39.8	111.0	150.1	192.5
	장비	12.5	16.3	17.8	16.6	14.3	22.1	19.5	21.3	63.2	77.1	94.9
	소모품	10.5	13.5	12.2	11.6	17.3	19.1	18.1	18.5	47.8	73.1	97.7
제이시스메디칼	장비+소모품	27.0	32.0	36.0	35.7	41.2	43.6	45.5	48.2	130.8	178.4	219.1
	YoY	9.1%	6.6%	31.7%	23.7%	52.6%	36.2%	26.1%	34.8%	17.8%	36.4%	22.8%
	국내	3.9	5.6	8.2	8.8	10.3	8.7	10.2	10.9	26.5	40.0	60.6
	장비	2.4	3.1	5.0	5.3	6.8	5.0	6.0	6.4	15.8	24.1	39.3
	소모품	1.5	2.5	3.2	3.5	3.5	3.7	4.2	4.5	10.7	15.9	21.2
	수출	23.1	26.5	27.8	26.9	30.9	34.9	35.3	37.2	104.3	138.4	158.5
	장비	11.9	14.6	15.7	15.1	16.2	20.0	19.8	21.4	57.3	77.4	80.9
	소모품	11.2	11.8	12.1	11.9	14.7	15.0	15.5	15.8	47.0	61.0	77.5
원텍	매출액	28.5	30.5	26.4	30.2	22.6	32.9	36.5	41.9	115.6	133.9	175.3
	YoY	67.3%	54.2%	29.3%	24.5%	-21.0%	7.9%	38.4%	38.6%	41.9%	15.8%	31.0%
	국내	17.9	14.1	13.1	13.1	10.0	13.9	14.6	13.3	14.6	18.0	26.1
	수출	10.6	16.4	13.3	17.1	12.6	19.0	21.9	28.6	57.4	82.1	118.6
Inmode	매출액(\$M)	106.0	136.1	123.1	126.8	80.3	120.4	133.8	144.8	492.0	479.6	517.2
	YoY	23.4%	19.8%	1.6%	-5.1%	-24.3%	-11.5%	8.7%	14.2%	8.3%	-2.5%	7.8%
Solta Medical	매출액(\$M)	73.0	88.0	83.0	103.0	88.0	98.0	97.3	122.9	347.0	399.6	426.6
	YoY	1.4%	54.4%	15.3%	4.0%	20.5%	11.4%	17.2%	19.3%	15.7%	15.2%	6.8%

Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 15: 보톡스 2개사 12M Fwd PER 추이

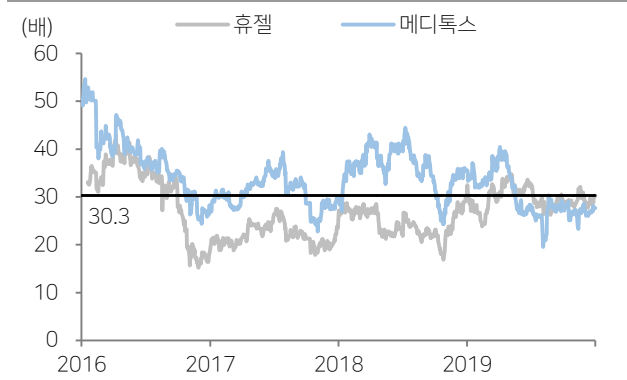


Fig. 16: 임플란트 3개사 12M Fwd PER 추이

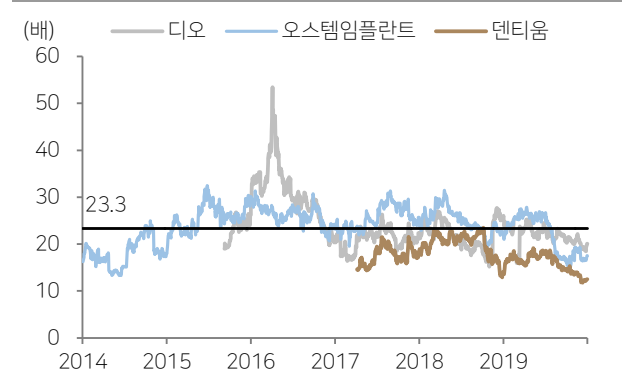


Fig. 17: 미용 의료기기 3개사 12M Fwd PER 추이

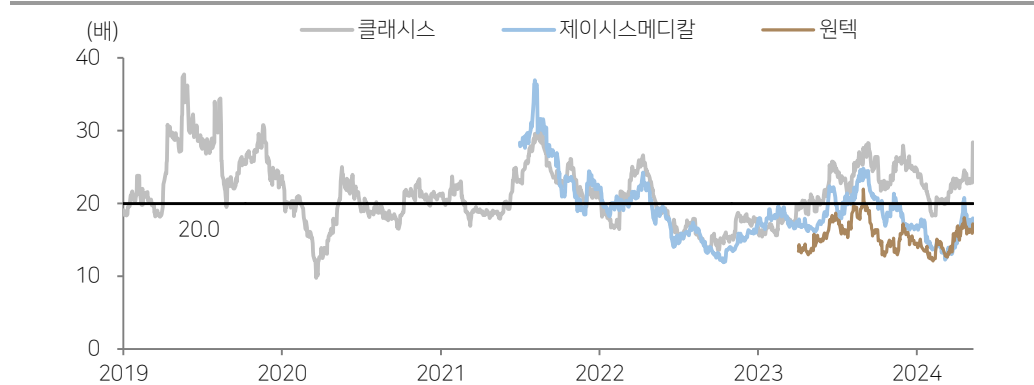


Fig. 18: Peer table

기업명	시가총액 (십억원)	PER		PBR		1W	1M	3M	6M	1YR	YTD
		24E	25E	24E	25E	%	%	%	%	%	%
클래시스	3,040	31.1	25.2	7.9	5.9	23.9	28.4	65.5	24.7	97.9	25.8
제이시스메디칼	812	21.5	16.5	6.8	4.8	1.3	9.2	28.1	(16.9)	25.5	1.0
파마리서치	1,481	16.4	12.8	3.1	2.5	2.4	20.7	38.4	17.5	42.7	30.6
대웅제약	1,283	11.0	9.6	1.9	1.7	(1.1)	(2.2)	(6.8)	3.5	(0.6)	(5.2)
휴젤	2,421	22.8	18.1	3.7	3.2	0.3	3.7	35.1	48.7	80.7	34.9
원텍	968	26.6	19.6	7.5	5.6	0.3	7.2	39.9	22.9	40.7	16.1
비올	658	21.9	16.5	7.5	5.2	15.3	8.8	58.2	43.4	79.9	32.5
이루다	142	-	-	-	-	6.3	12.6	7.0	(6.0)	1.6	1.0
하이로닉	170	16.3	9.3	2.2	1.8	9.6	12.0	12.4	23.0	60.7	15.2
메디톡스	1,000	23.6	15.8	2.0	1.7	(1.0)	0.4	(26.1)	(34.5)	(44.3)	(43.2)
제테마	279	146.6	17.9	3.7	3.1	(1.0)	11.7	6.4	(8.3)	(24.3)	0.3
휴메딕스	380	10.6	9.3	1.6	1.4	(5.7)	8.0	19.7	(4.4)	26.1	0.2
바이오플러스	371	-	-	-	-	(1.2)	(3.3)	(11.0)	(3.2)	0.3	(6.8)
		25.4	17.7	4.9	3.8						

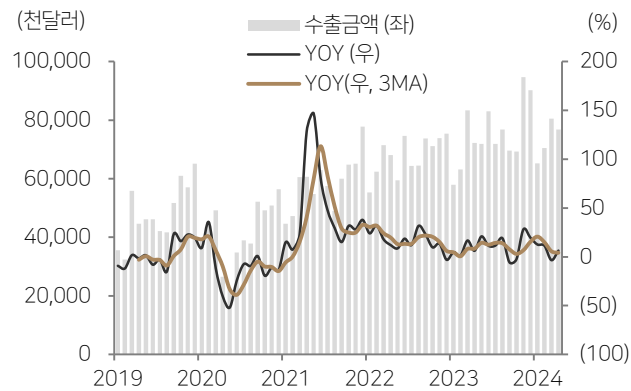
Source: ISAPS. 다올투자증권

Fig. 19: 미용의료기기 수출 데이터

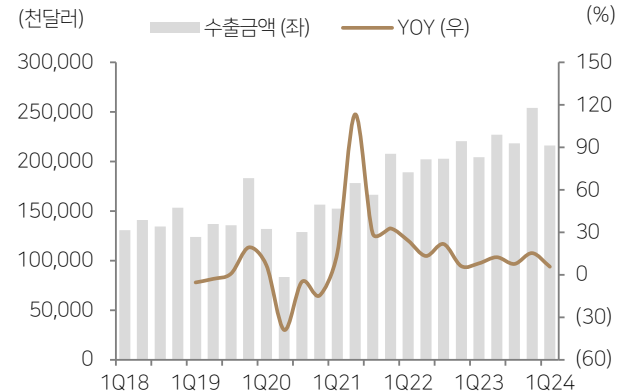
(천달러)

	전체 YOY(%)		주요 국가						주요 지역			
			미국	일본	브라질	러시아	태국	대만	강남구	금천구	고양시	유성구
1Q23	204,478	8.1	28,428	23,532	13,691	6,712	8,543	6,356	39,786	25,602	38,181	10,973
2Q23	227,196	12.4	30,299	24,735	19,333	9,427	6,477	7,967	50,862	27,327	37,031	14,861
3Q23	218,237	7.7	31,883	24,622	21,596	8,323	4,726	7,219	50,650	32,105	38,105	13,509
4Q23	254,162	15.3	43,690	25,854	17,577	13,216	7,430	10,965	48,882	31,323	46,206	16,691
1Q24	216,188	5.7	29,081	29,828	15,605	8,399	12,287	9,465	55,286	31,805	30,757	16,678
Jan-23	57,969	4.8	8,549	5,826	3,632	2,265	1,810	1,687	5,676	7,641	11,222	2,857
Feb-23	63,183	1.3	9,930	7,670	3,513	2,180	2,410	2,082	6,042	8,170	10,810	3,331
Mar-23	83,326	16.7	9,949	10,036	6,546	2,267	4,323	2,587	8,175	9,791	16,149	4,785
Apr-23	72,235	6.2	9,554	7,638	7,313	2,987	2,544	2,964	9,681	8,706	13,992	4,637
May-23	71,905	20.9	9,650	8,128	4,766	2,990	2,197	1,839	8,126	8,542	12,000	3,471
Jun-23	83,056	11.4	11,095	8,969	7,254	3,450	1,736	3,164	7,624	10,079	11,039	6,753
Jul-23	71,849	11.6	7,788	9,277	6,664	2,822	629	823	8,092	11,207	9,640	3,497
Aug-23	76,775	19.0	10,898	7,824	7,687	2,934	1,959	3,218	9,473	10,488	13,167	5,022
Sep-23	69,613	-5.6	13,198	7,522	7,246	2,567	2,138	3,178	7,760	10,410	15,298	4,990
Oct-23	69,286	-2.5	7,996	7,307	6,436	4,052	2,801	2,857	9,348	8,965	10,067	4,869
Nov-23	94,716	28.2	19,903	10,153	5,606	4,402	3,101	3,576	7,884	10,085	20,312	6,986
Dec-23	90,160	19.5	15,791	8,394	5,535	4,761	1,528	4,532	7,209	12,273	15,827	4,836
Jan-24	65,276	12.6	7,806	11,129	3,690	3,014	3,603	3,184	8,374	9,246	9,367	4,425
Feb-24	70,416	11.4	9,070	9,066	5,158	1,170	3,373	2,881	8,362	9,990	11,306	5,385
Mar-24	80,495	-3.4	12,205	9,633	6,756	4,214	5,310	3,399	10,907	12,569	10,084	6,868
Apr-24	76,822	6.4	11,195	10,648	4,425	3,038	4,516	3,970				
5/1~10일	21,071		3,595	1,739	2,123	731	1,399	651				

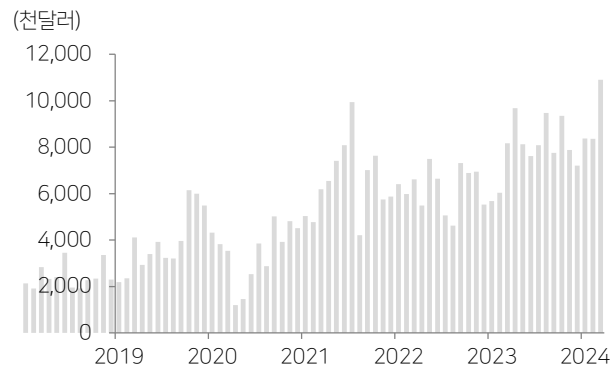
Note: HS Code: 9018.90
Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 20: 미용의료기기 월별 수출 데이터

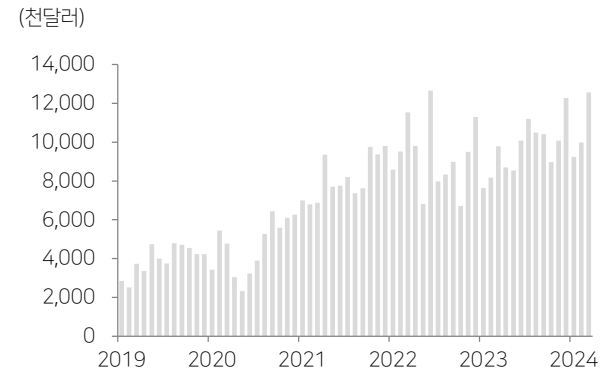
Note: HS Code: 9018.90
Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 21: 미용의료기기 분기별 수출데이터

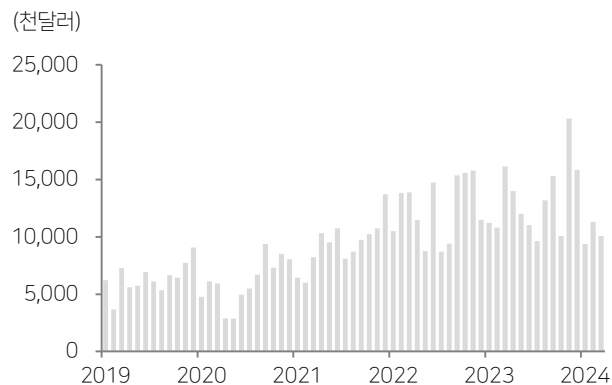
Note: HS Code: 9018.90
Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 22: 미용의료기기 월별 수출 데이터(강남구)

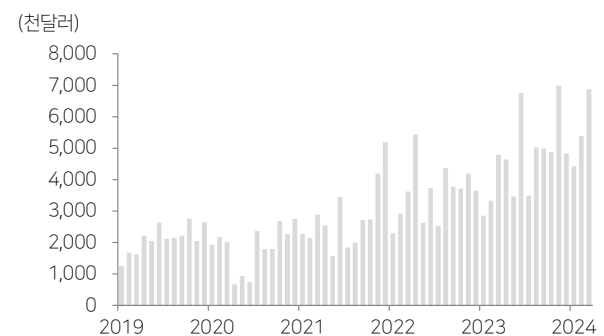
Note: HS Code: 9018.90
Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 23: 미용의료기기 월별 수출데이터(금천구)

Note: HS Code: 9018.90
Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 24: 미용의료기기 월별 수출 데이터(고양시)

Note: HS Code: 9018.90
Source: 관세청, 다올투자증권

Fig. 25: 미용의료기기 월별 수출 데이터(유성구)

Note: HS Code: 9018.90
Source: 관세청, 다올투자증권

휴젤 (145020)

1Q24 Review: 바닥이 있는 투자법

Investment Point

- 1Q24P 매출액 743억원(YoY +15%, QoQ -17%), 영업이익 240억원 (YoY +30%, QoQ -35%) 기록하며 동사 추정치 부합, 컨센서스 하회. 주목할 부분은 화장품의 성장. 웰라주 브랜드의 해외 SNS 마케팅과 면세점 및 H&B 채널 매출 확대에 힘입어 매출액 95억원 기록하며 YoY +52% 성장. 2Q24E 이나영 광고 모델 채용과 함께 신규 광고 온에어 예정. 광고선전비 집행으로 2Q24E 비용으로 작용하나, **화장품 매출액 분기 100억원 상회할 수 있는 환경 조성되어 긍정적**. 또한 하이엔드 코스메틱 브랜드 바이리즌 BR 런칭
- 연초부터 1,000억원 자사주 매입에 힘입어 주가 20만원 회복. **공격적인 자사주 매입은 미국 ITC 소송에 대한 긍정적 결과에 대한 동사의 기대감으로 판단**. 이와 더불어 2024E 중 북미 사업 진출 방향 확인할 수 있음. 해당 이벤트 지연이 실망감으로 작용하고 있으나, 당사는 휴젤의 북미 사업 확정 시점을 6/10일 ITC 결과 확인 이후로 판단하여 정상 타임라인
- 동사 2024E EV/EBITDA는 13.0배에 불과. 북미 및 중국 제외하고도 동사 이익 체력은 연간 **최소 1,000억원**. 해당 이익 체력과 현금성 자산 5,000억원 기반으로 추가 자사주 매입까지 기대할 수 있는 가운데(2022년 600억원, 2023년 1,000억원, 2024년 1,000억원) 북미 모멘텀을 앞두고 있음
- 적정주가는 2024E EPS 8,857원에 Target PER 30.0배 적용한 27만원 상향. **해당 적정주가는 북미 사업을 제외한 주가로 향후 북미 사업 방향 설정 및 ITC 결과를 통해 상향 가능한 Bear case valuation**

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
적정주가	270,000	220,000	상향
Earnings			유지

Stock Information

현재가 (05/10)	201,500원
예상 주가상승률	34.0%
시가총액	24,208억원
외국인 지분율	56.3%
주요주주지분율(%)	
Aphrodite (외 1인)	44.6
자사주 (외 1인)	6.7
자사주신탁 (외 1인)	6.7

Valuation wide	2023	2024E	2025E
PER(배)	19.3	22.8	18.1
PBR(배)	3.2	3.7	3.2
EV/EBITDA(배)	11.1	13.0	10.1
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Fig. 26: 휴젤 1Q24 Review

(단위: 십억원, %, %p)

	회사 잠정 2024.03(P)	당사 예상 2024.03(E) vs Chg		시장 컨센서스 2024.03(E) vs Con		전년 동기 2023.03(A) YoY		전분기 2023.12(A) QoQ	
매출액	74.3	72.7	2.2	77.7	-4.4	64.4	15.4	88.9	-16.5
영업이익	24.0	24.3	-1.4	26.7	-10.3	18.5	29.5	36.8	-34.9
지배주주순이익	20.8	18.5	12.4	20.8	0.0	16.4	27.1	15.4	34.9
OPM	32.3%	33.4%	-1.1%p	34.4%	-2.1%p	28.7%	3.6%p	41.4%	-9.1%p
NIM	28.0%	25.4%	2.5%p	26.8%	1.2%p	25.5%	2.5%p	17.3%	10.7%p

Fig. 27: 휴젤 실적변경

(단위: 십억원, %, %p)

	변경전				변경후				차이			
	2024.06	2024.09	2024.12	2025.03	2024.06	2024.09	2024.12	2025.03	2024.06	2024.09	2024.12	2025.03
매출액	93.7	103.5	106.2	85.9	90.7	99.6	103.5	87.1	(3.2)	(3.7)	(2.6)	1.4
영업이익	36.6	41.0	41.8	32.7	31.0	39.7	42.3	33.0	(15.2)	(2.9)	1.3	0.7
영업이익률	39.0	39.6	39.3	38.1	34.2	39.9	40.9	37.9	(4.9)	0.3	1.6	(0.2)
EBITDA	41.0	45.5	46.5	37.6	34.9	43.7	46.4	37.2	(14.9)	(3.9)	(0.2)	(1.1)
EBITDA이익률	43.7	44.0	43.8	43.8	38.4	43.9	44.9	42.7	(5.3)	(0.1)	1.1	(1.1)
지배주주순이익	28.7	31.3	26.6	25.1	25.8	31.6	28.2	26.5	(10.1)	0.8	5.9	5.6

Note: K-IFRS 연결 기준
Source: 휴젤, 다올투자증권

Fig. 28: 휴젤 웰라쥬 뷰티 어워즈 입상

휴젤 '웰라쥬', 각종 뷰티 어워즈 5관왕 달성

2023-12-26 09:04:30


[크게보기](#)

화해, 레페리, 올리브영, 글로우픽 주최 뷰티 어워즈서 제품력 인정받아
리얼 히알투로닉 블루 100 앰플 및 100 토너, 각각 3관왕 2관왕 수상

Source: 메디포뉴스, 다올투자증권

Fig. 29: 휴젤 웰라쥬 GS 홈쇼핑 성과

휴젤 웰라쥬, GS홈쇼핑 앰플 · 세럼 부문 2년 연속 1위

'리얼 히알루로닉 캡슐&앰플', 2022~2023년 총 주문액 기준 1위 달성
고농축 캡슐+고기능 앰플 혼합해 사용...수분 관리 · 탄력 개선 등 도움

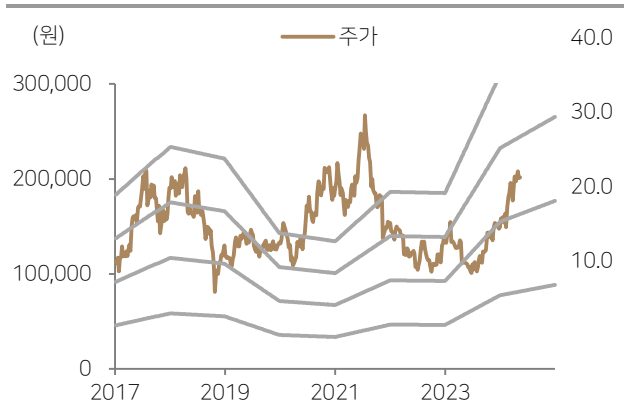
Source: 팜뉴스, 다올투자증권

Fig. 30: 휴젤 밸류에이션

PER Valuation	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
EPS(원)	5,469	3,242	3,363	4,661	4,629	7,452	8,857
YOY	-18%	-41%	4%	39%	-1%	61%	19%
적정 PER(배)							30.0
적정주가(원)							265,696
적정주가(원)							270,000
증가(원)							201,500
상승여력							34%

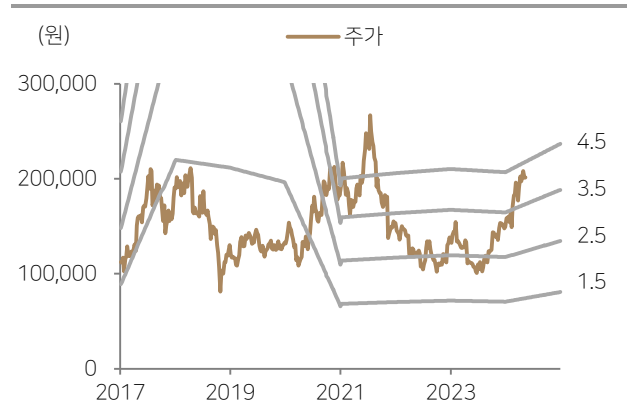
Source: 다올투자증권

Fig. 31: 휴젤 PER 밴드



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 32: 휴젤 PBR 밴드



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 33: 휴젤 실적 추정

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	64.4	81.6	84.8	88.9	74.3	90.7	99.6	103.5	319.7	368.2	430.4
YoY(%)	-1%	21%	20%	4%	15%	11%	17%	16%	13%	15%	17%
특신	31.0	43.4	45.9	48.8	34.3	44.7	51.7	52.8	169.1	183.4	207.4
YoY(%)	-2%	17%	10%	-3%	11%	3%	13%	8%	5%	8%	13%
수출	14.9	19.0	24.2	28.6	17.1	23.9	28.9	30.2	86.8	100.2	121.6
APAC	6.9	12.7	13.4	19.9	10.1	15.5	16.7	17.9	52.9	60.2	73.6
북남미	4.1	4.4	10.8	5.9	3.5	6.2	9.7	8.9	25.3	28.3	33.8
유럽	3.9	1.9	0.0	2.8	3.5	2.3	2.5	3.4	8.6	11.6	14.2
국내	16.1	24.4	21.7	20.2	17.2	20.7	22.7	22.6	82.3	83.2	85.8
필러	26.1	30.4	31.3	30.0	29.3	35.1	36.6	36.3	117.8	137.2	166.5
YoY(%)	15%	53%	47%	19%	12%	15%	17%	21%	32%	16%	21%
수출	19.4	21.9	23.2	22.5	22.9	26.2	27.9	27.7	87.0	104.6	129.1
국내	6.8	8.5	8.0	7.5	6.4	8.9	8.7	8.7	30.8	32.6	37.5
화장품	6.3	6.0	6.6	7.9	9.5	9.0	10.2	11.9	26.8	40.6	48.7
YoY(%)	17%	41%	35%	23%	52%	50%	55%	50%	28%	52%	20%
의료기기/리프팅실	1.0	1.8	1.0	2.2	1.3	2.0	1.2	2.5	6.0	6.9	7.8
YoY(%)	4%	25%	-31%	23%	22%	10%	6%	15%	5%	13%	12%
매출비중											
특신	48%	53%	54%	55%	46%	49%	52%	51%	53%	50%	48%
필러	41%	37%	37%	34%	39%	39%	37%	35%	37%	37%	39%
화장품	10%	7%	8%	9%	13%	10%	10%	11%	8%	11%	11%
의료기기/리프팅실	2%	2%	1%	2%	2%	2%	1%	2%	2%	2%	2%
매출총이익	50.1	62.9	66.2	67.0	57.1	70.1	77.2	79.7	246.2	284.2	331.8
GPM	77.8%	77.1%	78.1%	75.3%	76.8%	77.3%	77.5%	77.0%	77.0%	77.2%	77.1%
영업이익	18.5	28.0	34.6	36.7	24.0	31.0	39.7	42.3	117.8	137.0	171.0
YoY(%)	-25%	28%	39%	22%	29%	11%	15%	15%	16%	16%	25%
인건비	8.5	9.2	7.4	7.9	8.6	9.2	9.8	10.4	33.0	38.0	43.8
R&D비용	3.4	3.2	2.8	1.6	2.3	2.8	2.8	2.8	11.0	10.7	12.3
광고선전비	2.3	2.9	3.4	3.1	2.4	6.4	4.4	4.7	11.6	17.8	21.0
ITC 소송비용	3.5	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	2.0	15.5	14.0	0.0
OPM	29%	34%	41%	41%	32%	34%	40%	41%	37%	37%	40%
소송비 제외 OPM	37%	41%	45%	46%	40%	40%	44%	43%	42%	41%	40%
지배주주 순이익	16.4	21.1	39.4	16.2	20.8	25.8	31.6	28.2	93.1	106.4	133.9
YoY(%)	9%	43%	53%	793%	27%	22%	-20%	74%	62%	14%	26%
NPM	25%	26%	46%	18%	28%	28%	32%	27%	29%	29%	31%

Source: 다올투자증권

휴젤 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	617.9	567.8	631.9	725.1	831.1
현금성자산	531.3	480.0	532.5	612.2	704.6
매출채권	57.7	49.4	55.6	62.5	70.4
재고자산	26.9	34.3	39.6	46.1	51.8
비유동자산	431.9	361.5	404.3	449.9	497.3
투자자산	111.4	44.4	46.3	48.1	50.1
유형자산	120.5	134.7	151.2	170.9	193.1
무형자산	200.1	182.3	206.9	230.8	254.2
자산총계	1,049.8	929.3	1,036.2	1,175.0	1,328.4
유동부채	177.3	57.4	57.9	62.7	66.8
매입채무	24.8	26.8	27.0	31.5	35.3
유동성이자부채	99.4	3.7	3.7	3.7	3.7
비유동부채	23.0	92.1	92.2	92.3	92.4
비유동이자부채	21.0	89.9	89.9	89.9	89.9
부채총계	200.3	149.6	150.1	155.0	159.2
자본금	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3
자본잉여금	327.3	327.3	327.3	327.3	327.3
이익잉여금	899.1	936.3	1,042.7	1,176.7	1,325.9
자본조정	(440.6)	(522.6)	(522.6)	(522.6)	(522.6)
자기주식	(96.4)	(163.1)	(263.1)	(263.1)	(263.1)
자본총계	849.5	779.7	886.1	1,020.0	1,169.2
투하자본	372.9	372.3	425.3	478.7	534.6
순차입금	(410.8)	(386.3)	(438.9)	(518.5)	(610.9)
ROA	5.9	9.9	11.5	12.8	12.5
ROE	7.7	12.7	14.1	15.3	14.8
ROIC	25.5	23.2	26.1	28.7	28.9

손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	281.7	319.7	368.2	430.4	484.3
증가율 (Y-Y,%)	21.5	13.5	15.2	16.9	12.5
영업이익	101.4	117.8	137.0	171.0	193.3
증가율 (Y-Y,%)	6.0	16.2	16.3	24.8	13.1
EBITDA	115.4	131.6	152.7	188.6	213.2
영업외손익	(28.0)	15.8	11.2	15.0	13.9
순이자수익	8.4	14.7	20.4	17.3	16.2
외화관련손익	(3.7)	1.6	0.1	0.2	0.3
지분법손익	0.0	0.0	(0.1)	0.0	0.0
세전계속사업손익	73.1	133.3	148.3	186.0	207.2
당기순이익	60.7	97.7	112.8	141.0	157.1
지배기업당기순이익	57.3	93.1	106.4	133.9	149.2
증가율 (Y-Y,%)	0.5	60.9	15.5	24.9	11.4
NOPLAT	88.6	86.3	104.3	129.6	146.5
(+) Dep	14.0	13.9	15.7	17.7	19.8
(-) 운전자본투자	(18.9)	25.4	11.1	8.8	9.4
(-) Capex	32.8	23.7	27.3	31.9	35.9
OpFCF	88.7	51.0	81.6	106.5	121.0
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	11.3	14.8	16.7	15.2	14.8
영업이익증가율(3Yr)	14.2	14.7	12.7	19.0	18.0
EBITDA증가율(3Yr)	14.1	14.0	11.6	17.8	17.4
순이익증가율(3Yr)	6.5	29.2	23.2	32.4	17.2
영업이익률(%)	36.0	36.8	37.2	39.7	39.9
EBITDA마진(%)	41.0	41.2	41.5	43.8	44.0
순이익률(%)	21.5	30.5	30.6	32.8	32.4

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금	80.6	117.7	218.8	143.4	160.4
당기순이익	60.7	97.7	112.8	141.0	157.1
자산상각비	14.0	13.9	15.7	17.7	19.8
운전자본증감	(31.5)	(1.9)	(11.1)	(8.8)	(9.4)
매출채권감소(증가)	(26.0)	8.0	(6.2)	(7.0)	(7.9)
재고자산감소(증가)	0.3	(8.0)	(5.3)	(6.6)	(5.7)
매입채무증가(감소)	(5.5)	(0.2)	0.2	4.5	3.9
투자현금	(191.8)	43.2	(81.4)	(79.6)	(84.4)
단기투자자산감소	(167.2)	39.8	(22.9)	(16.4)	(17.1)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.9)	(0.9)	(0.9)
설비투자	(32.8)	(23.7)	(27.3)	(31.9)	(35.9)
유무형자산감소	(6.4)	8.1	(29.4)	(29.4)	(29.4)
재무현금	(51.4)	(187.1)	(100.0)	0.0	0.0
차입금증가	(1.9)	(1.8)	0.0	0.0	0.0
자본증가	(44.5)	(121.8)	(100.0)	0.0	0.0
배당금지급	0.0	(0.1)	0.0	0.0	0.0
현금 증감	(162.4)	(25.8)	37.4	63.8	76.0
총현금흐름(Gross CF)	124.1	140.6	229.9	152.2	169.8
(-) 운전자본증가(감소)	(18.9)	25.4	11.1	8.8	9.4
(-) 설비투자	32.8	23.7	27.3	31.9	35.9
(+) 자산매각	(6.4)	8.1	(29.4)	(29.4)	(29.4)
Free Cash Flow	(99.2)	181.8	137.4	63.8	76.0
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.9	0.9	0.9
잉여현금	(99.2)	181.8	136.5	62.9	75.1

자료: 다올투자증권

주요투자지표

(원, 배)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Per share Data					
EPS	4,629	7,747	8,857	11,148	12,420
BPS	47,801	47,030	53,843	62,996	73,470
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	29.1	19.3	22.8	18.1	16.2
PBR	2.8	3.2	3.7	3.2	2.7
EV/ EBITDA	10.9	11.1	13.0	10.1	8.5
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	13.5	12.8	10.5	15.9	14.3
PSR	5.9	5.6	6.6	5.6	5.0
재무건전성 (%)					
부채비율	23.6	19.2	16.9	15.2	13.6
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	348.5	988.7	1,091.2	1,157.4	1,244.2
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	1.1	0.9	1.1	1.1	1.2
자산구조					
투하자본(%)	36.7	41.5	42.4	42.0	41.5
현금+투자자산(%)	63.3	58.5	57.6	58.0	58.5
자본구조					
차입금(%)	12.4	10.7	9.6	8.4	7.4
자기자본(%)	87.6	89.3	90.4	91.6	92.6

파마리서치 (214450)

1Q24 Review: 확실한 방향성

Investment Point

- 1Q24P 매출액 747억원(YoY +35%, QoQ +7%), 영업이익 267억원(YoY +29%, QoQ +31%) 기록하며 당사 추정치 및 컨센서스 부합. 전 부문의 중국 판매 회복이 실적 성장 핵심. 특히나, 화장품 매출액 177억원 달성하여 YoY +61% 성장. 2Q24E에도 팝업 스토어 운영과 같은 마케팅 활동 강화 및 동남아/일본 매출 확대에 화장품 매출액 역대 최대인 237억원 달성 기대(YoY +41%). 내수 의료기기 매출액은 281억원으로 YoY +42%, QoQ +3%. 경쟁 제품 출시 우려보다는 시장 성장이 주목 받는 구간이며 콘쥘란 건강보험 본인부담률 상승 및 경쟁 제품 실손 지급으로 YoY 감소. 다만, 경쟁 제품 실손 지급 거부 증가세로 매출 회복 기대. 해외 리쥘란 매출 확대는 1H23 이후 둔화되고 있는 흐름이나, 해외 품목 허가 이후 파트너십 체결 등이 점진적으로 이루어질 전망
- 1Q24P 영업이익률 35.7% 기록하였으며, 이는 광고선전비 상승 및 인력 채용(40명)에 따른 인건비 상승. 또한, 화장품 매출 비중 확대에 따른 GPM 하락(YoY -4%p). 2024E 해당 트렌드 지속 판단하여 2024E OPM 35.9% 추정
- 매각설로 인한 공개매수 기대감으로 주가 상승했으나, 동사는 4/23일 기사를 통해 매각설 부인. 다만, 해외 사업 확대를 위한 글로벌 컨설팅 진행 내용 확인. 글로벌 스킨부스터 시장 확대에 따라 국내 스킨부스터 MS 1위 업체로서 해외 확장 기대감 유효. 적정 주가는 2024E 미용 의료기기 업종 평균 PER 24.2배에 10% 할인한 21.7배 적용하여 18만원 상향. 향후 해외 사업 확대 구체화됨에 따라 적정 PER 상향 가능

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
적정주가	180,000	160,000	상향
Earnings			유지

Stock Information

현재가 (05/10)	143,000원
예상 주가상승률	25.9%
시가총액	14,813억원
외국인 지분율	6.9%
주요주주지분율(%)	
정상수 (외 10인)	38.7
국민연금공단 (외 1인)	6.9
자사주 (외 1인)	1.2

Valuation wide	2023	2024E	2025E
PER(배)	14.8	16.4	12.8
PBR(배)	2.8	3.1	2.5
EV/EBITDA(배)	9.9	10.3	8.1
배당수익률(%)	0.9	0.8	1.0

Fig. 34: 파마리서치 1Q24 Review

(단위: 십억원, %, %p)

	회사 잠정	당사 예상		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2024.03(P)	2024.03(E)	vs Chg	2024.03(E)	vs Con	2023.03(A)	YoY	2023.12(A)	QoQ
매출액	74.7	70.5	5.9	67.9	10.0	55.4	34.7	70.0	6.8
영업이익	26.7	27.5	-2.8	25.3	5.5	20.7	28.7	20.4	31.0
지배주주순이익	17.2	21.5	-20.0	21.5	-20.0	17.7	-2.8	15.4	11.6
OPM	35.7%	39.0%	-3.3%p	37.3%	-1.5%p	37.4%	-1.6%p	29.1%	6.6%p
NIM	23.0%	30.5%	-7.5%p	31.7%	-8.6%p	31.9%	-8.9%p	22.0%	1.0%p

Fig. 35: 파마리서치 실적변경

(단위: 십억원, %, %p)

	변경전				변경후				차이			
	2024.06	2024.09	2024.12	2025.03	2024.06	2024.09	2024.12	2025.03	2024.06	2024.09	2024.12	2025.03
매출액	73.4	80.1	87.8	82.6	81.2	82.4	86.3	88.3	10.7	2.9	(1.7)	6.9
영업이익	27.6	29.3	28.4	33.0	28.7	29.4	32.0	34.2	4.0	0.1	12.6	3.7
영업이익률	37.6	36.6	32.3	39.9	35.3	35.6	37.0	38.7	(2.3)	(1.0)	4.7	(1.2)
EBITDA	30.7	32.4	31.5	36.1	31.8	32.5	35.1	37.3	3.6	0.2	11.4	3.4
EBITDA이익률	41.8	40.5	35.9	43.7	39.1	39.4	40.6	42.3	(2.7)	(1.1)	4.8	(1.4)
지배주주순이익	22.8	23.8	23.3	26.8	23.6	23.6	25.7	27.3	3.7	(0.8)	10.5	1.9

Note: K-IFRS 연결 기준
Source: 파마리서치, 다올투자증권

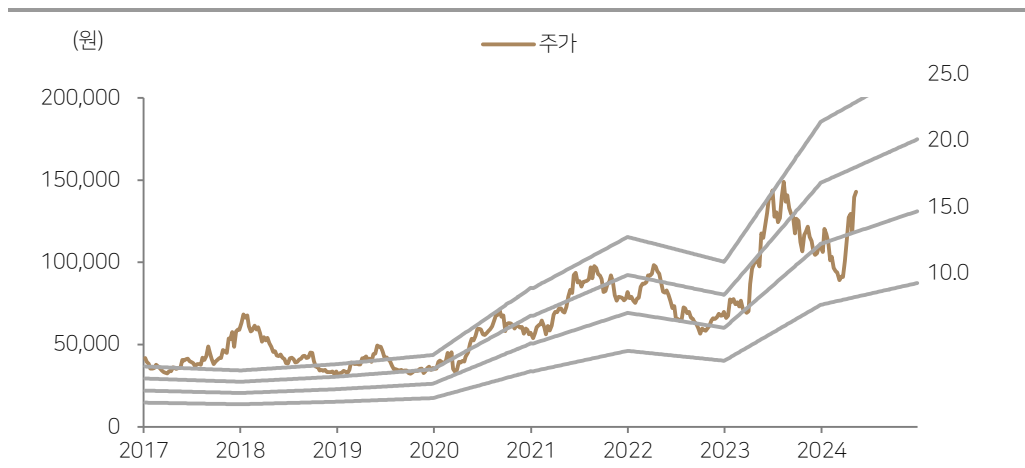
Fig. 36: Valuation

(원, 배수)

PER Valuation	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
EPS(원)	1,522	1,752	3,348	4,617	4,013	7,417	8,740
YOY	11%	15%	91%	38%	-13%	85%	18%
완전 희석 EPS(원)						7,168	8,445
YOY							18%
적정 PER(배)							21.7
완전 희석 적정주가(원)							183,264
적정주가(원)						180,000	
증가(원)						143,000	
상승여력						26%	

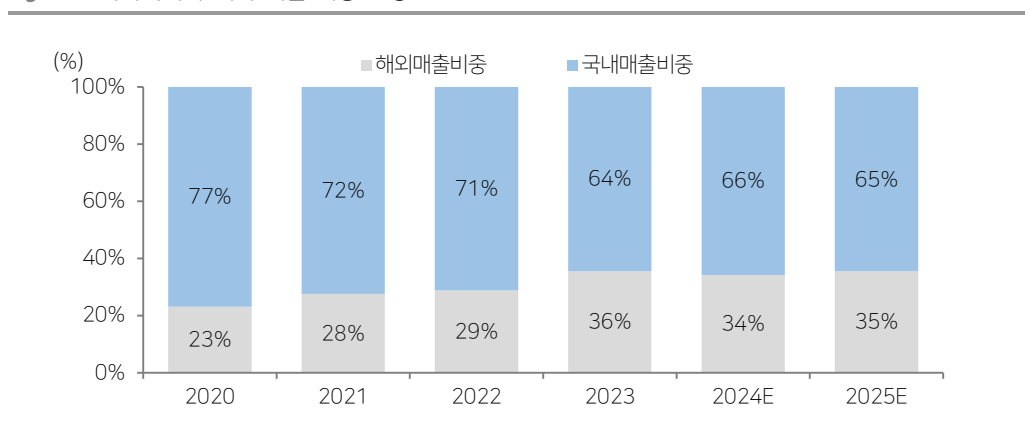
Source: 다올투자증권

Fig. 37: 12M Fwd PER 추이



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 38: 파마리서치 해외 매출 비중 전망



Source: 다올투자증권

Fig. 39: 파마리서치 실적 추정

(십억원)

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	55.4	66.8	68.8	70.0	74.7	81.2	82.4	86.3	261.0	324.7	385.3
YoY(%)	22%	34%	49%	30%	35%	22%	20%	23%	34%	24%	19%
의료기기	30.2	34.6	34.5	36.8	38.4	39.9	41.4	44.3	136.1	163.9	194.3
YoY(%)	33%	41%	51%	15%	27%	15%	20%	20%	33%	20%	19%
내수	19.8	23.1	24.8	27.3	28.1	29.4	30.2	32.9	95.0	120.6	138.5
수출	10.3	11.5	9.7	9.5	10.3	10.5	11.2	11.4	41.2	43.3	55.8
의약품	12.4	13.5	14.9	13.7	16.3	15.4	16.2	19.7	54.5	67.6	83.3
YoY(%)	3%	23%	32%	22%	31%	14%	9%	43%	20%	24%	23%
내수	7.9	8.4	9.1	8.2	10.1	9.0	9.2	13.7	33.6	42.1	52.7
수출	4.5	5.1	5.7	5.5	6.2	6.4	7.0	6.0	20.9	25.5	30.7
화장품	11.0	16.8	16.9	15.3	17.7	23.7	22.7	20.2	60.0	84.3	99.0
YoY(%)	24%	68%	59%	71%	61%	41%	35%	32%	56%	40%	17%
내수	6.5	9.2	7.6	6.8	8.2	13.8	11.6	9.5	30.1	43.2	49.7
수출	4.5	7.6	9.2	8.5	9.5	9.9	11.1	10.7	29.9	41.1	49.4
GP	40.4	49.8	50.6	49.4	51.7	57.4	58.8	63.0	190.3	230.8	278.9
GPM	73%	75%	74%	71%	69%	71%	71%	73%	73%	71%	72%
OP	20.7	23.6	27.5	20.4	26.7	28.7	29.4	32.0	92.3	116.7	142.8
YoY(%)	36%	36%	66%	21%	29%	21%	7%	57%	40%	26%	22%
OPM	37.4%	35.4%	40.0%	29.1%	35.7%	35.3%	35.6%	37.0%	35.3%	35.9%	37.0%
판관비	19.7	26.2	23.1	29.0	25.1	28.7	29.4	31.0	98.0	114.1	136.2
인건비	5.3	8.1	6.3	7.9	7.7	8.5	8.8	9.0	27.6	34.0	40.6
광고선전비	3.8	5.1	5.2	8.6	5.0	6.6	7.0	7.4	22.6	26.1	30.9
지배주주 NP	17.7	16.7	26.7	15.4	17.2	23.6	23.6	25.7	76.6	90.2	115.5
YoY(%)	90%	66%	53%	310%	-3%	41%	-12%	67%	89%	18%	28%
NPM	31.9%	25.0%	38.8%	22.0%	23.1%	29.1%	28.6%	29.8%	29.3%	27.8%	30.0%

Source: 다올투자증권

파마리서치 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	247.3	256.5	330.5	427.4	536.0
현금성자산	142.1	131.4	183.4	263.1	354.7
매출채권	35.1	34.7	44.8	51.9	58.8
재고자산	24.5	50.2	61.8	71.5	81.0
비유동자산	230.7	278.8	286.6	297.2	309.9
투자자산	74.9	123.8	128.8	134.0	139.5
유형자산	118.0	123.1	129.0	137.3	147.2
무형자산	37.8	32.0	28.7	25.8	23.2
자산총계	478.1	535.3	617.1	724.5	845.9
유동부채	54.3	65.9	71.7	75.7	79.6
매입채무	21.1	19.0	24.6	28.5	32.3
유동성이자부채	20.6	33.0	33.0	33.0	33.0
비유동부채	52.1	7.2	7.3	7.5	7.7
비유동이자부채	46.2	1.3	1.3	1.3	1.3
부채총계	106.4	73.1	79.0	83.2	87.3
자본금	5.1	5.2	5.2	5.2	5.2
자본잉여금	157.6	175.4	175.4	175.4	175.4
이익잉여금	190.9	260.8	341.3	444.6	561.8
자본조정	(10.0)	(8.3)	(12.9)	(12.9)	(12.9)
자기주식	(5.3)	(4.6)	(4.6)	(4.6)	(4.6)
자본총계	371.7	462.2	538.1	641.4	758.6
투하자본	255.6	268.2	288.1	307.6	328.9
순차입금	(75.3)	(97.1)	(149.1)	(228.8)	(320.4)
ROA	9.6	15.2	16.3	17.9	17.6
ROE	13.4	19.9	19.9	21.5	20.6
ROIC	18.9	27.0	32.8	37.4	40.0

손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	194.8	261.0	324.7	385.3	436.1
증가율 (Y-Y,%)	26.4	34.0	24.4	18.7	13.2
영업이익	65.9	92.3	116.7	142.8	163.3
증가율 (Y-Y,%)	25.6	40.0	26.5	22.3	14.4
EBITDA	76.5	104.3	129.1	155.4	176.3
영업외손익	(11.9)	8.4	3.3	11.4	13.5
순이자수익	1.4	4.4	11.6	21.1	24.2
외화관련손익	0.2	(0.4)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	(0.8)	(0.0)	0.1
세전계속사업손익	54.0	100.7	120.0	154.2	176.8
당기순이익	43.4	77.3	93.7	120.3	137.9
지배기업당기순이익	40.6	76.6	90.2	115.5	132.5
증가율 (Y-Y,%)	(7.2)	77.9	21.3	28.3	14.6
NOPLAT	53.0	70.8	91.2	111.3	127.4
(+) Dep	10.6	12.0	12.4	12.6	13.0
(-) 운전자본투자	(62.5)	20.6	16.3	13.1	13.0
(-) Capex	17.2	12.1	15.0	17.8	20.2
OpFCF	108.9	50.1	72.3	93.0	107.2
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	32.4	33.9	28.2	25.5	18.7
영업이익증가율(3Yr)	51.2	40.3	30.5	29.4	21.0
EBITDA증가율(3Yr)	42.0	35.6	27.7	26.6	19.1
순이익증가율(3Yr)	43.0	33.5	26.0	40.4	21.3
영업이익률(%)	33.8	35.3	35.9	37.0	37.4
EBITDA마진(%)	39.3	39.9	39.8	40.3	40.4
순이익률(%)	22.3	29.6	28.9	31.2	31.6

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금	59.4	64.9	82.7	115.2	132.6
당기순이익	43.4	77.3	93.7	120.3	137.9
자산상각비	10.6	12.0	12.4	12.6	13.0
운전자본증감	(10.5)	(30.7)	(16.3)	(13.1)	(13.0)
매출채권감소(증가)	(4.8)	(0.3)	(10.1)	(7.0)	(7.0)
재고자산감소(증가)	(8.4)	(28.2)	(11.5)	(9.7)	(9.6)
매입채무증가(감소)	2.5	(0.3)	5.6	3.9	3.8
투자현금	(11.9)	(44.7)	(23.6)	(25.9)	(28.5)
단기투자자산감소	(27.5)	(18.1)	(2.6)	(2.7)	(2.8)
장기투자증권감소	0.3	(4.0)	(4.8)	(4.1)	(4.2)
설비투자	(17.2)	(12.1)	(15.0)	(17.8)	(20.2)
유무형자산감소	(0.3)	(0.6)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
재무현금	(9.3)	(26.0)	(9.7)	(12.2)	(15.3)
차입금증가	(3.0)	(18.8)	0.0	0.0	0.0
자본증가	(6.3)	(7.2)	(9.7)	(12.2)	(15.3)
배당금지급	6.3	7.5	9.7	12.2	15.3
현금 증감	31.3	(5.7)	49.4	77.0	88.8
총현금흐름(Gross CF)	79.1	105.1	99.0	128.3	145.6
(-) 운전자본증가(감소)	(62.5)	20.6	16.3	13.1	13.0
(-) 설비투자	17.2	12.1	15.0	17.8	20.2
(+) 자산매각	(0.3)	(0.6)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
Free Cash Flow	56.8	29.7	59.1	89.3	104.1
(-) 기타투자	(0.3)	4.0	4.8	4.1	4.2
잉여현금	57.1	25.7	54.3	85.2	99.9

주요투자지표

(원, 배)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Per share Data					
EPS	4,013	7,417	8,740	11,195	12,841
BPS	30,229	38,867	46,533	56,822	68,432
DPS	660	950	1,200	1,500	1,800
Multiples(x,%)					
PER	17.4	14.8	16.4	12.8	11.1
PBR	2.3	2.8	3.1	2.5	2.1
EV/ EBITDA	8.3	9.9	10.3	8.1	6.6
배당수익률	0.9	0.9	0.8	1.0	1.3
PCR	8.9	10.8	14.9	11.5	10.1
PSR	3.6	4.3	4.5	3.8	3.4
재무건전성 (%)					
부채비율	28.6	15.8	14.7	13.0	11.5
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	455.9	389.2	461.2	564.8	673.0
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	2.0	1.1	2.6	0.7	0.7
자산구조					
투하자본(%)	54.1	51.2	48.0	43.6	40.0
현금+투자자산(%)	45.9	48.8	52.0	56.4	60.0
자본구조					
차입금(%)	15.2	6.9	6.0	5.1	4.3
자기자본(%)	84.8	93.1	94.0	94.9	95.7

자료: 다올투자증권

제이시스메디칼 (287410)

1Q24 Review: 국내 MS 증가 고무적

Investment Point

- 1Q24 매출액 440억원(YoY +51%, QoQ +11%)과 영업이익 89억원(YoY +16%, QoQ +0%) 달성하며, 매출액 컨센서스 상회하였으나, 영업이익 하회. 해당 사유는 덴서티 공격적인 국내 마케팅의 결과. 덴서티 국내 영업 활동 증가로 광고선전비 YoY +30억원 증가한 37억원 집행됨. **이에 따라 국내 매출액은 103억원(YoY +159%)으로 장비와 소모품 매출액 각각 YoY +44억원, +20억원 증가하였음.** 이는 중장기적으로 덴서티 무상팀 소진에 따른 국내 소모품 매출 증가도 기대할 수 있음. 또한, Cynosure와 Reveal Lasers와의 MOQ 수준의 매출 기록하고 있음. Cynosure는 마이크로니들 RF 제품인 포텐자와 지니어스를 가격 이원화 정책을 통해 판매하고 있어, 2024년까지의 판매 불확실성은 해소된 상태. ITC 예비 판결 결과는 7월로 지연되어 이에 따른 지급 수수료 집행은 2Q24E까지 지연
- 일본과 미국 중심 매출 구조에서 국내 사업이 플러스 알파로 작용.** 소송 불확실성 해소 시, 해당 부분이 **Upside로서 재평가 가능.** 국내 MS 증가에 따른 효과로 2024E 매출액 기준 추정치 대비 상향하여 1,929억 (YoY +35%) 전망. 영업이익 지급 수수료 및 광고선전비 증가에 따라 OPM 26.7%로 하향 조정, 516억원 추정(YoY +42%). ITC 소송 예비 판결 결과가 7월로 지연된 가운데, 사업 불확실성이 Downside risk로 작용하고 있음. 기존에 합의한 이루다와 루트로닉의 합의금 범위가 총 70억원 ~ 130억원 수준인 가운데, 소송 패소 시, 합의금 지출에 따른 이익률 하락은 Bear case로 작용 가능. 중국 포텐자 임상 재진입에 따라 허가 시기 지연으로 모멘텀 단기 소멸

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
적정주가	15,000		유지
Earnings			유지

Stock Information

현재가 (05/10)	10,590원
예상 주가상승률	41.6%
시가총액	8,116억원
외국인 지분율	26.2%
주요주주지분율(%)	
강동환 (외 7인)	28.8
The Capital Group (외 2인)	7.1
자사주 (외 1인)	1.6

Valuation wide	2023	2024E	2025E
PER(배)	32.3	21.5	16.5
PBR(배)	8.6	6.8	4.8
EV/EBITDA(배)	19.2	13.4	9.8
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Fig. 40: 제이시스메디칼 1Q24 Review

(단위: 십억원, %, %p)

	회사 실적	당사 예상		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2024.03(A)	2024.03(E)	vs Chg	2024.03(E)	vs Con	2023.03(A)	YoY	2023.12(A)	QoQ
매출액	44.0	35.5	23.7	37.1	18.5	29.1	51.0	39.7	10.8
영업이익	8.9	9.5	-7.0	9.7	-8.7	7.6	16.4	8.8	0.3
지배주주순이익	6.9	6.6	5.1	7.3	-5.1	6.7	3.7	4.0	74.6
OPM	20.2%	26.8%	-6.5%p	26.1%	-5.9%p	26.1%	-5.9%p	22.2%	-1.9%p
NIM	15.7%	18.6%	-2.9%p	19.7%	-4.0%p	23.0%	-7.3%p	10.1%	5.6%p

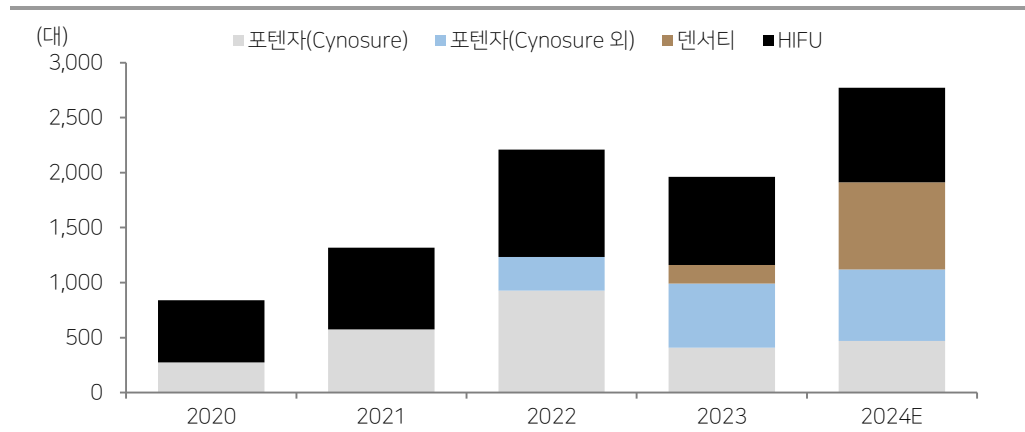
Fig. 41: 제이시스메디칼 실적변경

(단위: 십억원, %, %p)

	변경전				변경후				차이			
	2024.06	2024.09	2024.12	2025.03	2024.06	2024.09	2024.12	2025.03	2024.06	2024.09	2024.12	2025.03
매출액	42.9	44.8	49.3	49.0	47.3	49.2	52.5	59.6	10.4	9.8	6.3	21.7
영업이익	12.3	14.3	16.0	14.4	11.8	14.8	16.1	16.1	(3.9)	3.1	0.7	11.5
영업이익률	28.7	32.0	32.5	29.5	25.0	30.0	30.8	27.0	(3.7)	(2.0)	(1.7)	(2.5)
EBITDA	13.9	16.0	17.8	16.4	13.4	16.5	18.0	18.2	(3.2)	3.1	1.0	10.7
EBITDA이익률	32.4	35.8	36.2	33.5	28.4	33.6	34.4	30.5	(4.0)	(2.2)	(1.8)	(3.0)
지배주주순이익	8.7	10.3	11.6	10.4	8.4	10.7	11.7	11.7	(3.9)	3.4	0.5	12.3

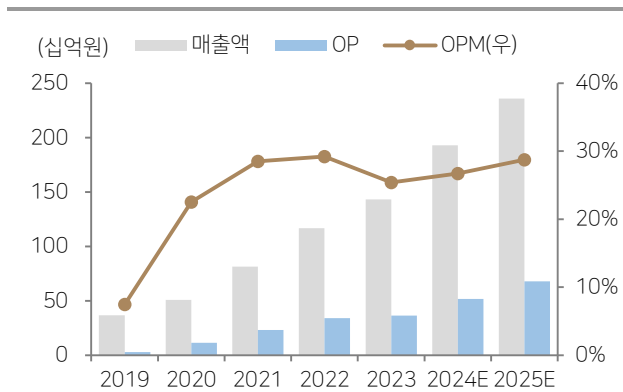
Note: K-IFRS 연결 기준
Source: 제이시스메디칼, 다올투자증권

Fig. 42: 제이시스메디칼 제품별 매출 추이 및 전망



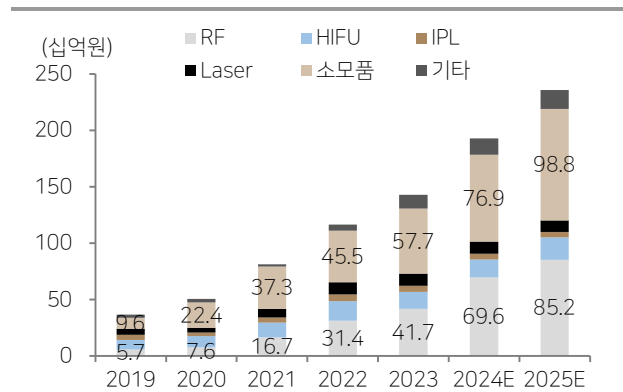
Source: 제이시스메디칼, 다올투자증권

Fig. 43: 제이시스메디칼 실적 추이 및 전망



Source: 다올투자증권

Fig. 44: 제이시스메디칼 매출 비중 추이



Source: 다올투자증권

Fig. 45: 제이시스메디칼 Valuation

(원, 배수)				
PER Valuation	2021	2022	2023	2024E
EPS(원)	190.6	380.5	324.3	491.6
YOY		100%	-15%	52%
적정 PER(배)				30.0
적정주가(원)				14,747
적정주가(원)			15,000	
증가(원)			10,590	
상승여력			42%	

Source: 다올투자증권

Fig. 46: 제이시스메디칼 실적 추정

(단위: 십억원, %)

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	29.1	35.2	39.1	39.7	44.0	44.9	46.4	49.6	143.0	184.8	220.8
YoY(%)	15%	14%	37%	25%	51%	28%	19%	25%	23%	29%	19%
RF	5.8	10.0	12.5	13.4	14.5	15.5	14.9	16.5	41.7	61.5	70.3
HIFU	4.4	3.6	4.1	3.0	4.1	3.1	4.1	4.6	15.1	15.9	19.8
IPL	1.5	1.3	1.4	1.3	1.6	1.2	1.3	1.2	5.4	5.3	5.1
Laser	2.5	2.8	2.8	2.7	2.8	2.7	2.7	2.6	10.8	10.7	10.2
소모품	12.8	14.3	15.3	15.4	18.2	18.7	19.7	20.3	57.7	76.9	98.8
기타	2.1	3.1	3.1	3.9	2.8	3.7	3.7	4.3	12.2	14.5	16.7
장비 설치(대)											
RF	164	293	310	393	387	506	483	536	1,160	1,912	2,241
HIFU	261	191	189	161	229	160	220	250	802	859	1,059
국내	4.0	5.6	8.3	8.9	10.3	8.7	10.2	11.1	26.8	40.4	61.1
장비	2.4	3.1	5.0	5.3	6.8	5.0	6.0	6.4	15.8	24.1	39.3
소모품	1.5	2.5	3.2	3.5	3.5	3.7	4.2	4.5	10.7	15.9	21.2
해외	25.1	29.5	30.9	30.7	33.6	36.1	36.2	38.5	116.2	144.4	159.7
장비	11.9	14.6	15.7	15.1	16.2	17.5	17.0	18.6	57.3	69.3	66.0
소모품	11.2	11.8	12.1	11.9	14.7	15.0	15.5	15.8	47.0	61.0	77.5
매출비중											
장비	49%	50%	53%	51%	52%	50%	50%	50%	51%	51%	48%
소모품	44%	41%	39%	39%	41%	42%	42%	41%	40%	42%	45%
GP	19.5	24.6	27.1	27.7	30.8	31.5	32.6	34.7	99.0	129.7	157.2
YoY(%)	10%	19%	39%	28%	58%	28%	20%	26%	24%	31%	21%
GPM	67.2%	70.1%	69.3%	69.8%	70.1%	70.1%	70.3%	70.1%	69.2%	70.2%	71.2%
OP	7.6	9.6	10.2	8.8	8.9	11.4	14.2	15.5	36.3	49.9	64.7
YoY(%)	-11%	8%	32%	0%	16%	18%	38%	75%	7%	37%	30%
OPM	26.2%	27.4%	26.1%	22.3%	20.2%	25.4%	30.5%	31.2%	25.4%	27.0%	29.3%
판관비	11.9	15.0	16.9	18.9	22.0	20.1	18.5	19.3	62.7	79.8	92.5
인건비	6.0	7.4	6.2	7.4	7.6	8.2	8.1	8.9	27.1	32.8	39.3
지급수수료	2.0	2.9	4.0	5.0	5.6	4.9	3.2	3.0	13.9	16.6	18.0
광고선전비	0.7	1.0	3.1	2.9	3.7	2.9	3.0	3.0	7.7	12.6	14.9
영업외순익	0.8	-1.6	-0.1	0.1	-0.1	-1.2	-1.2	-1.2	-0.8	-3.7	-4.7
세전이익	8.4	8.0	10.1	8.9	8.7	10.2	13.0	14.3	35.5	46.2	59.9
NP	6.7	6.2	8.1	4.1	7.0	8.0	10.1	11.1	25.1	36.2	46.8
YoY(%)	3%	-15%	12%	-31%	5%	27%	26%	170%	-7%	44%	29%
NPM	23.0%	17.8%	20.6%	10.4%	16.0%	17.7%	21.8%	22.5%	17.6%	19.6%	21.2%

Source: 다올투자증권

제이시스메디칼 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	74.5	90.5	150.3	186.4	231.9
현금성자산	39.6	49.2	97.9	125.4	161.5
매출채권	10.9	15.2	19.8	23.3	27.1
재고자산	20.4	22.6	29.1	34.2	39.8
비유동자산	43.6	51.8	66.7	83.4	101.6
투자자산	22.1	17.8	18.6	19.3	20.1
유형자산	19.8	32.1	45.3	60.7	77.5
무형자산	1.7	1.9	2.8	3.5	4.0
자산총계	118.1	142.3	217.0	269.9	333.5
유동부채	26.6	23.5	70.8	74.5	78.5
매입채무	8.3	13.4	20.6	24.3	28.2
유동성이자부채	4.9	3.3	43.3	43.3	43.3
비유동부채	11.6	22.5	22.6	22.6	22.6
비유동이자부채	11.3	22.3	22.3	22.3	22.3
부채총계	38.2	46.1	93.4	97.1	101.1
자본금	7.1	7.6	7.6	7.6	7.6
자본잉여금	26.4	26.3	26.3	26.3	26.3
이익잉여금	34.0	58.8	96.4	145.6	205.2
자본조정	11.9	2.3	(8.0)	(8.0)	(8.0)
자기주식	(0.3)	(10.3)	(10.3)	(10.3)	(10.3)
자본총계	80.0	96.2	123.6	172.8	232.4
투하자본	48.9	63.2	81.4	102.7	125.8
순차입금	(23.3)	(23.6)	(32.3)	(59.8)	(95.9)
ROA	28.1	19.3	21.6	20.8	20.4
ROE	42.7	28.8	35.6	34.5	30.6
ROIC	73.0	45.9	56.0	57.4	55.7

손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	116.5	143.0	192.9	235.7	275.9
증가율 (Y-Y,%)	43.4	22.7	34.9	22.2	17.0
영업이익	34.0	36.3	51.6	67.7	81.6
증가율 (Y-Y,%)	44.2	6.7	42.0	31.3	20.5
EBITDA	37.1	40.6	58.3	76.9	93.4
영업외손익	(0.1)	(0.8)	(2.2)	(2.7)	(2.7)
순이자수익	(0.4)	(0.1)	(1.6)	(2.0)	(2.0)
외화관련손익	0.2	(0.6)	(0.1)	(0.0)	(0.0)
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	33.9	35.5	49.4	65.0	78.9
당기순이익	27.0	25.1	38.7	50.7	61.5
지배기업당기순이익	27.1	24.8	37.6	49.2	59.7
증가율 (Y-Y,%)	100.2	(7.0)	54.3	30.9	21.4
NOPLAT	27.1	25.7	40.4	52.8	63.6
(+) Dep	3.0	4.3	6.7	9.2	11.8
(-) 운전자본투자	6.8	7.9	3.7	4.9	5.3
(-) Capex	12.4	14.3	19.3	23.6	27.6
OpFCF	11.0	7.7	24.2	33.5	42.5
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	46.9	41.2	33.4	26.5	24.5
영업이익증가율(3Yr)	131.4	47.0	29.8	25.8	31.0
EBITDA증가율(3Yr)	104.2	43.4	30.8	27.5	32.0
순이익증가율(3Yr)	190.5	49.3	42.1	23.3	34.8
영업이익률(%)	29.2	25.4	26.7	28.7	29.6
EBITDA마진(%)	31.8	28.4	30.2	32.6	33.8
순이익률(%)	23.2	17.6	20.1	21.5	22.3

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금	25.3	32.7	30.3	53.4	66.1
당기순이익	27.0	25.1	38.7	50.7	61.5
자산상각비	3.0	4.3	6.7	9.2	11.8
운전자본증감	(13.2)	(2.4)	(3.7)	(4.9)	(5.3)
매출채권감소(증가)	(4.0)	(6.4)	(4.5)	(3.5)	(3.8)
재고자산감소(증가)	(10.0)	(2.7)	(6.5)	(5.1)	(5.5)
매입채무증가(감소)	(0.0)	1.2	7.2	3.6	3.9
투자현금	(21.1)	(17.7)	(21.6)	(25.9)	(30.0)
단기투자자산감소	0.3	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.4)	(0.4)	(0.4)
설비투자	(12.4)	(14.3)	(19.3)	(23.6)	(27.6)
유무형자산감소	(1.0)	(0.7)	(1.6)	(1.6)	(1.6)
재무현금	2.0	(5.1)	40.0	0.0	0.0
차입금증가	2.3	7.5	40.0	0.0	0.0
자본증가	0.0	(2.2)	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	5.3	9.2	48.7	27.5	36.1
총현금흐름(Gross CF)	40.0	42.2	34.1	58.4	71.5
(-) 운전자본증가(감소)	6.8	7.9	3.7	4.9	5.3
(-) 설비투자	12.4	14.3	19.3	23.6	27.6
(+) 자산매각	(1.0)	(0.7)	(1.6)	(1.6)	(1.6)
Free Cash Flow	5.7	22.2	8.7	27.5	36.1
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.4	0.4	0.4
잉여현금	5.7	22.2	8.3	27.1	35.7

주요투자지표

(원, 배)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Per share Data					
EPS	381	324	492	643	780
BPS	1,090	1,217	1,563	2,198	2,971
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	22.4	32.3	21.5	16.5	13.6
PBR	7.8	8.6	6.8	4.8	3.6
EV/ EBITDA	15.8	19.2	13.4	9.8	7.7
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	15.2	19.0	23.8	13.9	11.3
PSR	5.2	5.6	4.2	3.4	2.9
재무건전성 (%)					
부채비율	47.7	47.9	75.6	56.2	43.5
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	280.2	384.8	212.2	250.1	295.3
이자보상배율	95.0	371.6	32.7	33.9	40.8
이자비용/매출액	0.3	0.2	0.8	0.8	0.7
자산구조					
투하자본(%)	44.2	48.5	41.1	41.5	40.9
현금+투자자산(%)	55.8	51.5	58.9	58.5	59.1
자본구조					
차입금(%)	16.9	21.0	34.7	27.5	22.0
자기자본(%)	83.1	79.0	65.3	72.5	78.0

자료: 다올투자증권

원텍 (336570)

1Q24 Review: 직판 체제 성장통 당면, 국내 경쟁이 아쉽

Investment Point

- 1Q24 매출액 226억원(YoY -21%, QoQ -32%), 영업이익 66억원(YoY -50%, QoQ -37%) 기록하며 당사 추정치 및 컨센서스 50% 하회. 약 100억원 수준의 매출 하회가 나타났으며, 국내와 해외는 각각 다른 요소가 작용. 1) 2024.01월 올리지오 태국 품목 허가 이후, 태국 법인 판매 개시. 이에 따라 태국향 70대 선적되었으나, 태국 법인에서 판매가 이루어지지 않아 이를 연결 재무제표상 재고자산으로 인식. **대리점에서 직판 체제로 변경되는 과정에서 일어나는 과정**으로서 해당 부문 컨센서스에 반영되지 못해 하회했으나, 점진적 해소 기대. 안정적으로 해외 법인 안착 시, 타사 대비 경쟁력으로 작용할 수 있다는 판단
- 국내에 있어서는 비침습 RF 제품 경쟁 심화로 QoQ 매출 부진. 이에 따라 내수 매출액 QoQ -23%. 급격한 매출 증가에 따라 매출채권 증가로 대손상각비 14억원 인식, 분기 약 10억원 수준 대손상각비 추가 인식 예정
- 직판 체제 변경에 따른 매출 인식 시점 변경이나 대손상각 이슈는 점진적으로 해소 가능한 이슈이나, 내수에서의 매출 감소는 다소 아쉬움. 북미에서의 투자 성과가 중요해짐. 다만 투자 성과 시점보다는 보다 유의미한 파트너와의 협업을 통해 북미 진출을 확인해야 함. 당사는 2023년 대리점 통한 북미 진출 시도의 성과가 다소 아쉬웠기 때문에 보다 신중한 검토를 진행하는 중. 투자 의견 HOLD로 하향하며, 적정주가 2024E PER 27배 적용한 1.1만원 하향. 추정치 상향의 근거는 태국과 일본, 말레이시아 등 해외 법인의 성과 가속화되는 경우

HOLD

	현재	직전	변동
투자 의견	HOLD	BUY	하향
적정주가	11,000	14,000	하향
Earnings			하향

Stock Information

현재가 (05/10)	10,830원
예상 주가상승률	1.6%
시가총액	9,676억원
외국인 지분율	5.1%
주요주주지분율(%)	
김종원 (외 21인)	52.3
국민연금공단 (외 1인)	6.0
원텍우리사주 (외 1인)	0.0

Valuation wide	2023	2024E	2025E
PER(배)	21.2	26.6	19.6
PBR(배)	8.4	7.5	5.6
EV/EBITDA(배)	16.3	18.1	12.9
배당수익률(%)	0.5	0.5	0.5

Fig. 47: 원텍 1Q24 Review

(단위: 십억원, %, %p)

	2024.03(A)	당사 예상		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
		2024.03(E)	vs Chg	2024.03(E)	vs Con	2023.03(A)	YoY	2023.12(A)	QoQ
매출액	22.6	35.7	-36.9	33.1	-31.8	28.5	-21.0	32.9	-31.5
영업이익	6.6	15.3	-56.5	13.5	-50.9	13.4	-50.4	10.5	-36.7
지배주주순이익	5.9	10.9	-45.5	10.3	-42.5	11.8	-49.8	9.9	-40.3
OPM	29.2%	42.9%	-13.7%p	40.8%	-11.6%p	47.0%	-17.8%p	31.9%	-2.7%p
NIM	26.1%	30.5%	-4.4%p	31.1%	-5.0%p	41.4%	-15.3%p	30.1%	-4.0%p

Fig. 48: 원텍 실적변경

(단위: 십억원, %, %p)

	변경전				변경후				차이			
	2024.06	2024.09	2024.12	2025.03	2024.06	2024.09	2024.12	2025.03	2024.06	2024.09	2024.12	2025.03
매출액	38.4	39.5	46.8	43.6	32.9	36.5	41.9	39.8	(14.3)	(7.6)	(10.6)	(8.8)
영업이익	15.5	16.1	16.8	17.8	13.4	14.1	13.0	15.4	(13.5)	(12.7)	(22.8)	(13.2)
영업이익률	40.4	40.8	35.9	40.7	40.8	38.5	31.0	38.7	0.4	(2.3)	(4.9)	(2.0)
EBITDA	16.2	16.8	17.5	18.5	14.0	14.6	13.5	16.0	(13.8)	(13.1)	(22.7)	(13.6)
EBITDA이익률	42.2	42.5	37.4	42.4	42.4	40.0	32.3	40.2	0.2	(2.5)	(5.1)	(2.2)
지배주주순이익	11.2	11.7	12.7	13.5	9.7	10.1	10.2	12.1	(13.6)	(13.5)	(20.2)	(10.5)

Note: K-IFRS 연결 기준
Source: 원텍, 다올투자증권

Fig. 49: Valuation

(원, 배수)

PER Valuation	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
EPS(원)	-209.7	-216.8	195.5	152.4	447.6	406.5
YOY			흑자전환	-22%	194%	-9%
완전 회석 EPS(원)					436.6	396.5
YOY						-9%
적정 PER(배)						27.0
적정주가(원)						11,000
적정주가(원)					11,000	
종가(원)					10,830	
상승여력					2%	

Source: 다올투자증권

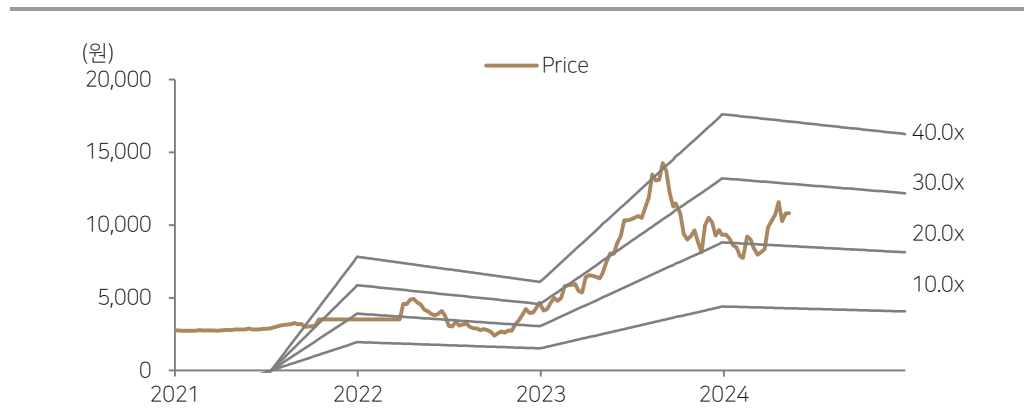
Fig. 50: 원텍 팁 매출 추정 (별도)

	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	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E
팁개수(개)	23,250	25,850	24,200	25,000	36,800	40,199	33,812	34,209
팁매출(백만원)	6,673	7,439	6,680	7,500	11,040	12,060	10,144	10,263
YOY	150%	86%	35%	18%	65%	62%	52%	37%
QoQ	5%	11%	-10%	12%	47%	9%	-16%	1%

Source: 다올투자증권

Fig. 51: 12M Fwd PER 추이



Source: Quantwise, 다올투자증권

Fig. 52: 원텍 실적 추정

(십억원)

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	28.5	30.5	26.4	30.2	22.6	32.9	36.5	41.9	115.6	133.9	175.3
YoY(%)	67%	54%	29%	24%	-21%	8%	38%	39%	42%	16%	31%
올리지오	10.6	7.1	6.8	8.3	5.5	7.4	11.2	12.8	32.8	37.0	47.9
올리지오 팁	6.7	7.4	6.7	6.4	7.0	10.9	9.6	10.0	27.2	37.4	59.7
피코케어	3.4	3.8	2.4	2.7	1.7	2.7	2.8	2.8	12.3	10.0	12.6
라비앙	3.2	5.5	4.9	7.3	3.8	5.7	5.7	7.2	21.0	22.5	18.7
기타	4.7	6.7	5.6	5.3	4.6	6.2	7.1	9.1	22.4	27.0	36.5
수출	10.6	16.4	13.3	17.1	12.6	19.0	21.9	28.6	57.4	82.1	118.6
YoY(%)	9%	41%	26%	44%	18%	3%	36%	32%		22%	38%
수출 비중(%)	37%	54%	50%	57%	56%	58%	60%	68%	50%	61%	68%
중국	0.4	2.4	1.1	1.5	0.6	1.2	1.3	1.8	5.4	5.0	6.0
대만	2.3	2.1	1.9	1.8	2.5	3.0	2.6	2.8	8.1	10.9	13.6
브라질	3.4	5.8	4.6	7.4	3.7	7.6	7.9	8.9	21.3	28.1	36.5
태국(연결)					0.8	1.5	2.0	3.5		7.7	19.7
말레이시아	0.4	0.9	1.2	1.3	0.4	1.4	1.6	1.9	3.9	5.3	6.9
일본(연결)	1.0	0.8	0.9	1.5	1.3	1.4	1.8	2.7	4.2	7.1	9.7
기타	3.2	4.4	3.5	3.5	3.3	3.0	4.8	7.0	14.6	18.0	26.1
국내	17.9	14.1	13.1	13.1	10.0	13.9	14.6	13.3	58.2	51.8	56.8
YoY(%)	117%	57%	40%	2%	-44%	-1%	11%	2%	26%	25%	25%
국내 비중(%)	63%	46%	50%	43%	44%	42%	40%	32%	50%	39%	32%
매출총이익	19.1	19.7	17.1	18.5	16.6	23.9	25.4	27.1	74.3	93.0	122.4
YoY(%)	85%	68%	30%	35%	-13%	22%	49%	47%	52%	25%	32%
매출총이익률	66.8%	64.5%	64.7%	61.1%	73.4%	72.6%	69.6%	64.9%	64.2%	69.5%	69.8%
영업이익	13.4	12.6	9.5	10.5	6.6	13.4	14.1	13.0	46.0	47.1	63.8
YoY(%)	149%	226%	19%	10%	-50%	6%	47%	24%	72%	2%	36%
영업이익률	46.8%	41.4%	36.1%	34.7%	29.4%	40.8%	38.5%	31.0%	39.8%	35.2%	36.4%
판관비	5.7	7.0	7.5	8.0	9.9	10.5	11.4	14.2	28.2	45.9	58.5
인건비	1.8	1.9	2.0	2.2	2.4	2.5	2.9	3.3	8.0	11.0	14.4
광고선전비	0.7	1.0	1.6	7.4	3.5	3.4	4.4	5.7	10.7	17.0	23.9
당기순이익	11.8	9.0	8.7	9.3	5.9	9.7	10.1	10.2	38.8	35.8	48.6
YoY(%)	140%	-260%	-3%	87%	-50%	7%	16%	10%	190%	-8%	36%
당기순이익률	41.3%	29.6%	33.1%	30.8%	26.3%	29.3%	27.6%	24.3%	33.6%	26.8%	27.7%

Source: 다올투자증권

원텍 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	63.1	139.4	172.0	215.4	268.9
현금성자산	18.3	70.7	105.5	140.9	185.6
매출채권	8.4	15.4	0.0	0.0	0.0
재고자산	22.0	39.8	52.9	60.7	69.4
비유동자산	10.7	13.9	16.0	18.5	21.2
투자자산	3.3	4.7	4.9	5.1	5.3
유형자산	7.0	7.9	8.4	9.4	10.6
무형자산	0.3	1.3	2.7	4.0	5.2
자산총계	73.8	153.3	188.0	233.9	290.1
유동부채	11.7	52.9	56.2	57.9	59.7
매입채무	5.5	7.0	10.1	11.6	13.3
유동성이자부채	0.6	29.5	29.5	29.5	29.5
비유동부채	5.1	1.1	1.1	1.1	1.1
비유동이자부채	4.8	0.6	0.6	0.6	0.6
부채총계	16.7	54.0	57.3	59.0	60.8
자본금	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8
자본잉여금	35.7	36.0	36.0	36.0	36.0
이익잉여금	10.6	49.4	80.8	125.0	179.3
자본조정	1.9	5.1	5.1	5.1	5.1
자기주식	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
자본총계	57.1	99.3	130.7	174.9	229.2
투하자본	44.1	58.6	55.3	64.0	73.7
순차입금	(12.9)	(40.7)	(75.4)	(110.9)	(155.6)
ROA	22.1	34.2	21.0	23.0	22.4
ROE	32.3	49.7	31.2	31.8	29.1
ROIC	63.1	139.4	172.0	215.4	268.9

손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	81.5	115.6	133.9	175.3	204.8
증가율 (Y-Y,%)	59.6	41.9	15.8	31.0	16.8
영업이익	26.8	46.0	47.1	63.8	77.2
증가율 (Y-Y,%)	156.9	72.1	2.3	35.5	20.9
EBITDA	28.5	47.9	49.3	66.3	80.1
영업외손익	(9.0)	1.7	(0.7)	0.3	0.3
순이자수익	(0.1)	0.9	0.0	0.0	0.0
외화관련손익	0.2	(0.2)	2.5	2.8	3.3
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	17.8	47.8	46.4	64.1	77.5
당기순이익	13.4	38.8	35.8	48.6	58.8
지배기업당기순이익	13.4	38.8	35.8	48.6	58.8
증가율 (Y-Y,%)	(21.3)	189.9	(7.7)	35.6	20.9
NOPLAT	20.1	37.4	36.4	48.4	58.5
(+) Dep	1.7	1.8	2.2	2.5	2.9
(-) 운전자본투자	22.7	11.4	(5.4)	6.3	7.0
(-) Capex	0.5	2.1	2.4	3.2	3.7
OpFCF	(1.4)	25.7	41.5	41.4	50.7
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	28.4	56.8	37.9	29.1	21.0
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	65.4	33.6	18.8
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	58.3	32.6	18.7
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	28.2	53.7	14.8
영업이익률(%)	32.8	39.8	35.2	36.4	37.7
EBITDA마진(%)	34.9	41.4	36.8	37.8	39.1
순이익률(%)	16.4	33.6	26.8	27.7	28.7

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금	14.8	26.0	43.4	44.8	54.7
당기순이익	13.4	38.8	35.8	48.6	58.8
자산상각비	1.7	1.8	2.2	2.5	2.9
운전자본증감	(14.5)	(26.8)	5.4	(6.3)	(7.0)
매출채권감소(증가)	(3.4)	(9.9)	15.4	0.0	0.0
재고자산감소(증가)	(9.2)	(19.9)	(13.2)	(7.8)	(8.7)
매입채무증감(감소)	(1.1)	1.1	3.1	1.5	1.7
투자현금	(6.8)	(45.7)	(6.6)	(7.5)	(8.1)
단기투자자산감소	(6.3)	(42.6)	(2.4)	(2.5)	(2.6)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
설비투자	(0.5)	(2.1)	(2.4)	(3.2)	(3.7)
유무형자산감소	0.1	(0.9)	(1.6)	(1.6)	(1.6)
재무현금	(4.1)	25.7	(4.4)	(4.4)	(4.4)
차입금증가	(4.1)	25.4	0.0	0.0	0.0
자본증가	(0.0)	0.2	(4.4)	(4.4)	(4.4)
배당금지급	0.0	0.0	4.4	4.4	4.4
현금 증감	3.8	5.9	32.4	33.0	42.1
총현금흐름(Gross CF)	29.4	52.0	38.0	51.1	61.7
(-) 운전자본증개(감소)	22.7	11.4	(5.4)	6.3	7.0
(-) 설비투자	0.5	2.1	2.4	3.2	3.7
(+) 자산매각	0.1	(0.9)	(1.6)	(1.6)	(1.6)
Free Cash Flow	8.2	(20.5)	36.8	37.4	46.6
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
잉여현금	8.2	(20.5)	36.8	37.4	46.6

자료: 다올투자증권

주요투자지표

(원, 배)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Per share Data					
EPS	152	440	406	551	666
BPS	645	1,112	1,452	1,938	2,540
DPS	0	50	50	50	50
Multiples(x,%)					
PER	30.5	21.2	26.6	19.6	16.3
PBR	7.2	8.4	7.5	5.6	4.3
EV/ EBITDA	13.9	16.3	18.1	12.9	10.1
배당수익률	0.0	0.5	0.5	0.5	0.5
PCR	13.9	15.8	25.1	18.7	15.5
PSR	5.0	7.1	7.1	5.4	4.7
재무건전성 (%)					
부채비율	29.3	54.4	43.8	33.7	26.5
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	541.1	263.4	306.1	372.3	450.6
이자보상배율	199.3	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.5	0.6	n/a	n/a	n/a
자산구조					
투하자본(%)	67.2	43.7	33.4	30.5	27.8
현금+투자자산(%)	32.8	56.3	66.6	69.5	72.2
자본구조					
차입금(%)	8.5	23.2	18.7	14.7	11.6
자기자본(%)	91.5	76.8	81.3	85.3	88.4

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 등 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 중간사로 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 조식분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 꿀꿀'을 사용하여 작성하였습니다.

BUY : 85.7%	HOLD : 13.6%	SELL : 0.6%
-------------	--------------	-------------

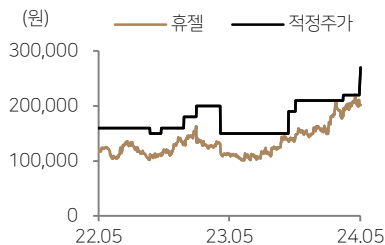
아래 종목투자자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미

- 투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음

· Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우

- 주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

휴젤 (145020)

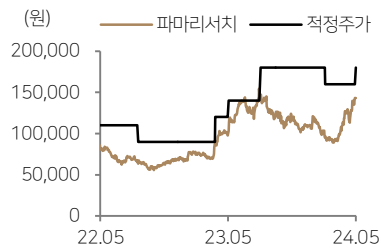


일자	2022.10.04	2022.11.15	2023.01.09	2023.02.10	2023.03.15	2023.04.17
투자조건	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	150,000원	160,000원	180,000원	200,000원	200,000원	200,000원
일자	2023.04.19	2023.10.25	2023.11.14	2024.03.26	2024.05.13	
투자조건	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	
적정주가	150,000원	190,000원	210,000원	220,000원	270,000원	

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)	일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
	2022.10.04	150,000원	111,352원	120,700원	-25.8	-19.5
	2022.11.15	160,000원	126,158원	142,600원	-21.2	-10.9
	2023.01.09	180,000원	145,255원	163,500원	-19.3	-9.2
	2023.02.10	200,000원	130,123원	140,400원	-34.9	-29.8
	2023.04.19	150,000원	114,483원	144,000원	-23.7	-4.0
	2023.10.25	190,000원	139,093원	142,000원	-26.8	-25.3
	2023.11.14	210,000원	164,090원	209,500원	-21.9	-0.2
	2024.03.26	220,000원	201,430원	221,000원	-8.4	0.5
	2024.05.13	270,000원	-	-	-	-

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

파마리서치 (214450)



일자	2022.08.30	2023.04.06	2023.05.15	2023.05.16	2023.08.14	2024.02.13
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	90,000원	120,000원	12,000원	140,000원	180,000원	160,000원
일자	2024.05.13					
투자의견	BUY					
적정주가	180,000원					

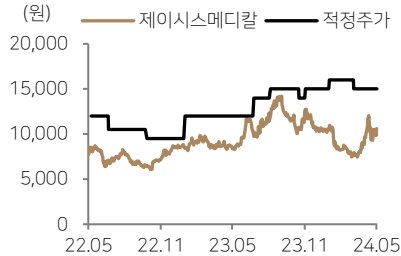
적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2022.08.30	90,000원	67,844원	87,900원	-24.6	-2.3
2023.04.06	120,000원	97,408원	103,800원	-18.8	-13.5
2023.05.15	12,000원	102,900원	102,900원	757.5	757.5
2023.05.16	140,000원	129,840원	154,400원	-7.3	10.3
2023.08.14	180,000원	117,356원	146,900원	-34.8	-18.4
2024.02.13	160,000원	106,449원	140,800원	-33.5	-12.0
2024.05.13	180,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(24년 05월 10일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

제이시스메디칼 (287410)



일자	2022.06.29	2022.10.04	2023.01.09	2023.07.03	2023.08.14	2023.10.25
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	10,500원	9,500원	12,000원	14,000원	15,000원	14,000원
일자	2023.11.10	2024.01.10	2024.03.12			
투자의견	BUY	BUY	BUY			
적정주가	15,000원	16,000원	15,000원			

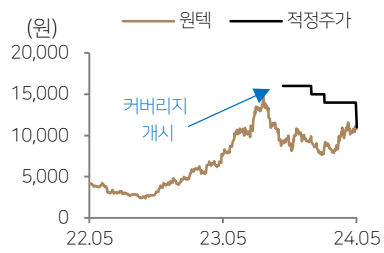
적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
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	12,464원	14,190원	-16.9	-5.4
2023.10.25	14,000원	11,192원	12,540원	-20.1	-10.4
2023.11.10	15,000원	11,032원	12,750원	-26.5	-15.0
2024.01.10	16,000원	8,772원	10,970원	-45.2	-31.4
2024.03.12	15,000원	9,228원	12,020원	-38.5	-19.9

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(24년 05월 10일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

원텍 (336570)



일자	2023.10.25	2024.01.10	2024.02.13	2024.05.13
투자의견	BUY	BUY	BUY	HOLD
적정주가	16,000원	15,000원	14,000원	11,000원

[illegible]

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(24년 05월 10일)

** 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.