ISSUE & PITCH

20 Nov. 2024

박종현 의료기기 I alex.park@daolfn.com

이정우 연구원 I jungwoo@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

의료기기 (Overweight)

2025 다시 반등해보자

Issue

의료기기 2025년 연간 전망

Pitch

실적 개선 및 해외 지역 확장에 성공한 톡신과 미용 의료기기 업종 YTD 양호한 수익률 보이고 있으며 2025년에도 해당 추세 이어질 전망. 휴젤과 클래시스 최선호

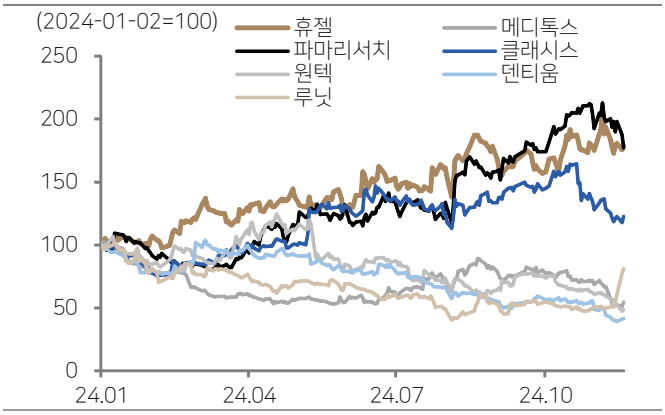
Rationale

- **톡신:** 휴젤(BUY, TP 47만원) 최선호 유지, 미국 진출에 따른 실적 개선 기대. 대웅제약(BUY, TP 21만원) Evolus 실적 기대치 하회로 주가 동반 하락하였으나, 1H25E 중국 나보타 및 펙수클루 허가 모멘텀 유효
- **미용 의료기기:** 클래시스(BUY, TP 7만원) 최선호 유지, 매각설에 따른 주가 하락으로 2025E PER 23배에 불과. 원텍(BUY, TP 0.6만원) 4Q24E 이후, 2025E 기저 효과와 함께 브라질/태국 성장 주목
- **덴탈:** 중국 경기 부진과 함께 1) 유럽 업체들의 MS 확대 및 2) 시장 기대 대비 아쉬운 자본 재배치로 투심 악화, 비선호
- **중소형주:** 개별 모멘텀 존재하는 아이센스(BUY, TP 3만원)과 엠아이텍(BUY, TP 1.3만원), 넥스트바이오메디컬(Not Rated) 주목
- **의료 AI:** 2024년 흑자전환이 불확실해진 가운데, 모멘텀 중심 투자로 전환. 루닛은 아스트라제네카와 제품 개발을 위한 마스터 계약 체결. 추가적인 계약 체결 기대감으로 주가 상승. 본계약까지 1년 이상 기간 소요로 되기에 실적 가시성은 다소 아쉬움. 트레이딩 권고. 다만 정부 효율부를 이끌고 있는 일론 머스크의 의료 AI 친화적 발언은 단기 기대감 작용 가능

Companies on our radar

종목명	투자의견	적정주가	Top picks
클래시스	BUY	7만원	●
휴젤	BUY	47만원	●
대웅제약	BUY	21만원	
파마리서치	BUY	27만원	
아이센스	BUY	3만원	
엠아이텍	BUY	1.3만원	
원텍	BUY	0.6만원	
덴티움	BUY	9만원	
루닛	Not Rated		
넥스트바이오메디컬	Not Rated		
메디톡스	Not Rated		

2024년 상대 주가 추이



Source: Quantiwise, 다올투자증권

기업별 투자포인트

종목	모멘텀	2025E PER
클래시스	북미/유럽 진출 본격화	29.1
휴젤	미국 진출	18.3
대웅제약	중국 나보타 및 펙수클루 허가	12.1
파마리서치	2H25E 유럽 출시	16.7
아이센스	2024.11월 글로벌 계약 체결	89.8
엠아이텍	유럽 신규 계약 기반 매출 확대	12.4
원텍	브라질/태국 매출 본격화	13.9
넥스트바이오	2025E FDA 적응증 확대	-

Source: 다올투자증권

I. 2025년 연간 전망: Top Pick 유지

최선호주는 클래시스(BUY, TP 7만원)과 휴젤(BUY, TP 47만원)은 미국을 중심으로 매출 확대가 기대됨에 따라 유지한다. 관심 종목으로는 대웅제약(BUY, TP 21만원)과 파마리서치(BUY, TP 27만원)을 제시한다. 중소형 종목으로는 아이센스(BUY, TP 3만원)와 엠아이텍(BUY, TP 1.3만원), 넥스트바이오메디컬(Not Rated)을 제시한다.

수출형 기업인 의료기기 업종은 신제품 출시와 지역 확장을 통한 매출 확대가 가시화되는 구간에서 주가 상승폭이 가장 큰 폭으로 나타난다. 또한 원화 약세 구간에서 이익률 개선이 나타난다. 국가별 노출도에 있어서는 국내 기업들의 수출 비중은 EM(남미, 동남아) > 미국 > 중국, 유럽 순이다.

분기 실적에 있어서는 4 > 2 > 3 > 1순의 실적을 보여준다. 그에 따라 의료기기 업종의 계절적 진입 구간은 **1) 3분기 실적 발표 후, 4분기 수출 데이터 호조를 보여주는 구간과 2) 1분기 실적 발표 후, 상대적 성수기 진입하는 2분기 수출 데이터 호조 확인**하는 구간이다.

중국의 재정정책을 포함한 경기 활성화 정책은 의료기기 업체들의 실적에 대한 단기적 가시성을 담보하기 어려우나, 중국 매출 의존도가 높은 덴티움은 중국 경기 활성화 정책에 따른 투심 개선이 나타날 수 있다. 또한, 중국을 포함한 내한 관광객 증가는 메디컬 에스테틱 업종 개선 요소로 작용하고 있다.

Fig. 1: 2025년 업종 영향

구분	상황	실적	주가	카테고리	사유
환율	원화 약세	(+)	(+)	수출	수출 비중 큰 업종
	원화 강세	(-)	(-)	수출	수출 비중 큰 업종
금리	인하	중립	(-)		바이오텍 수급 강세
	인상	중립	(+)		바이오텍 수급 약세
중국	내한 관광객 증가	(+)	(+)	메디컬 에스테틱	의료 관광 수혜
	경기 활성화 정책	(+)	(+)	덴탈	실적 개선 사유
	의료 규제 강화	중립	중립		기허가 업체 선별적 수혜
특수	미국 보편 관세	(-)	(-)		미국 노출도 높은 기업 실적 하회
	AI 관련 규제 완화 및 관련 이벤트	(+)	(+)	의료 AI	실적 가시성 확보
	해운 물류 이슈	중립	중립		항공 운수 이용

Source: 다올투자증권

클래시스 2025E PER은 매각설 이후 주가 하락으로 인하여 PER 23.1배에 도달하여 Historical 밸류에이션 하단 레벨에 근접하였다. 또한 휴젤은 3분기 실적 발표 후, 북남미 톡신 실적 추정치 상향에 따라 2025E PER은 18.3배에 불과하다.

Fig. 2: 커버리지 밸류에이션 테이블

	시가총액	PER(배)			매출액(십억원)			영업이익(십억원)			ROE(%)		
	(십억원)	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
휴젤	3,447	19.3	25.7	18.3	319.7	377.0	469.1	117.8	167.6	225.9	12.7	17.2	19.6
대웅제약	1,504	12.1	17.1	12.1	1,222.0	1,268.9	1,411.8	133.4	158.3	182.5	15.2	10.3	12.9
메디톡스	958	183.8	37.9	18.0	221.1	242.5	283.4	17.3	36.3	68.7	2.0	5.2	10.4
제테마	326	19.9	-	-	58.7	-	-	2.6	-	-	21.7	-	-
휴메딕스	340	13.4	8.3	7.4	152.3	172.4	196.8	37.3	46.4	53.9	14.7	18.4	18.3
톡신		41.3	23.3	15.4									
클래시스	3,026	32.9	29.1	23.1	180.1	240.7	333.7	89.6	119.9	162.1	28.9	30.1	28.8
파마리서치	2,059	14.8	21.2	16.7	261.0	339.7	418.4	92.3	128.8	165.0	19.9	21.2	22.8
에이피알	1,906	-	19.1	14.5	523.8	691.4	883.1	104.2	122.0	160.8	54.9	35.4	31.3
비올	475	23.0	15.8	12.8	42.5	57.7	75.6	22.3	34.2	43.4	44.9	41.9	35.4
원텍	402	21.2	16.8	13.9	115.6	109.5	121.7	46.0	31.3	36.4	49.7	21.2	21.2
미용기기		19.0	23.2	18.3									
덴티움	651	15.0	7.7	7.3	393.2	416.8	447.8	138.3	112.3	122.1	23.0	16.7	15.4
디오	253	98.7	-	20.8	155.8	108.9	140.6	20.9	-38.9	17.6	1.8	-20.5	5.5
덴티스	99	34.5	-	-	94.3	-	-	0.4	-	-	9.0	-	-
바텍	305	9.5	5.9	5.4	384.9	390.8	417.7	64.0	58.9	68.2	13.8	12.1	11.8
레이	104	-	-	-	145.9	-	-	6.1	-	-	-1.8	-	-
덴탈		29.1	4.8	8.3									
넥스트바이오	254	-	-	-	4.9	12.0	37.0	-5.2	-1.4	14.1	-	-	-
엠아이텍	245	17.0	13.4	12.4	46.4	53.6	64.3	14.1	19.2	24.2	14.5	17.7	16.5
내시경		8.3	6.6	6.1									
SD바이오센서	1,265	-	-	-	655.7	-	-	-248.1	-	-	-16.2	-	-
씨젠	1,157	1,635.7	35.2	43.2	367.4	400.0	453.0	-30.1	-9.0	18.0	0.1	3.2	2.6
아이센스	520	212.2	374.7	89.8	265.1	289.5	325.4	10.9	10.0	17.8	1.2	0.4	1.9
바이오노트	480	-	-	-	90.1	-	-	-47.0	-	-	-1.3	-	-
랩지노믹스	208	-	-	-	73.1	-	-	-6.8	-	-	-2.1	-	-
진단		551.9	64.9	26.6									
루닛	1,864	-	-	-	25.1	54.9	87.5	-42.2	-50.8	-24.3	-24.2	-12.5	-11.0
뷰노	392	-	-	47.4	13.3	30.3	50.9	-15.7	-6.2	8.5	-131.9	-49.0	115.2
의료 AI		0.0	0.0	8.2									

Source: Bloomberg, 다올투자증권

2025년 주목할만한 이벤트는 아래와 같다. 국내 기업들 모두 관련 인허가 및 파트너십을 2024년 중 체결한 상황으로 2025년은 본격적인 매출 확대가 기대된다. 2024.11월중 아이센스는 유럽 지역을 포함한 글로벌 파트너십 계약을 체결할 예정이다.

대웅제약의 경우 중국 나보타 및 펙수클루 품목 허가를 앞두고 있으며 현재 실사를 마친 상황으로 1H25E 중 품목 허가를 기대한다. 파트너십을 통한 판매를 목표하고 있다.

대웅제약과 메디톡스의 2심 결과가 변곡점으로 작용할 예정이다. 당사는 대웅제약 2심 결과와 무관하게 Evolus으로의 판매가 가능하다고 가정하고 있기에 패소는 2025E 영업이익 기준 -10 ~ -15% 하향 사유로 판단한다. 해당 이슈 이후 법무 리스크 해소에 따른 밸류에이션 정상화를 기대한다.

Fig. 3: 유니버스 기업별 모멘텀

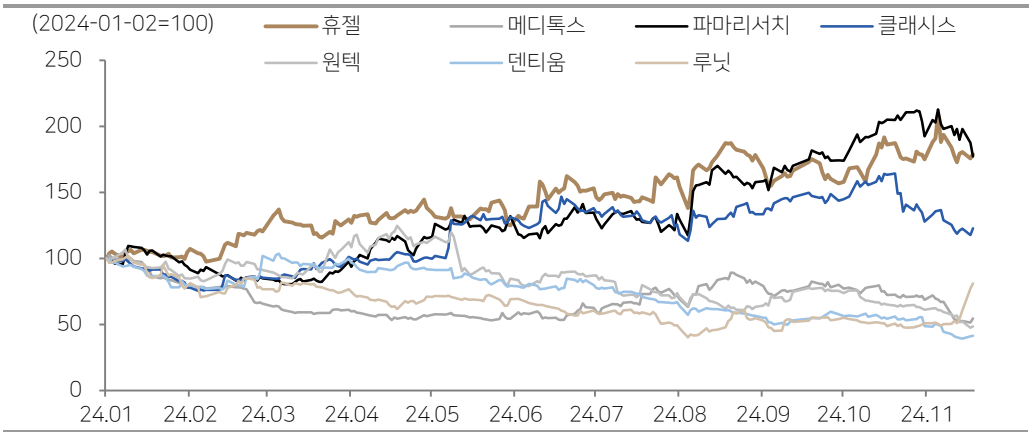
	기업	국가	내용	중요도	업종
2024.11월	아이센스	유럽	CGM 파트너십 계약 체결	★★★	당뇨
2024.12.12	제이시스메디칼/비올	미국	ITC 예비판결	★	메디컬 에스테틱
	에이피알	국내	코스피200 편입(예상)일	★	화장품
2024.12월	파마리서치	국내	톡신 출시	★	메디컬 에스테틱
	제테마	국내	톡신 품목허가	★	메디컬 에스테틱
	휴젤	미국	파트너 베네브 톡신 출시	★	메디컬 에스테틱
2H24	한올바이오파마	미국	IMVT-1402 3개 적응증 IND 제출	★	바이오텍
2025년초	넥스트바이오메디컬	미국	하부위장관 FDA 허가	★★★	내시경
2025.03월	한올바이오파마	미국	바토클리맙 MG 3상 Topline	★★★	바이오텍
	한올바이오파마	미국	바토클리맙 CIDP 2b 초기 데이터	★★	바이오텍
	한올바이오파마	미국	IMVT-1402 4-5개 Pivotal 임상 진입	★★★	바이오텍
1H25	대웅제약	중국	펙수클루 품목허가	★★	메디컬 에스테틱
	대웅제약	중국	나보타 품목허가	★★★	바이오텍
	엠아이텍	국내	생분해성 비혈관 스텐트 임상 개시	★	내시경
2025년	아이센스	국내	무보정 CGM 식약처 허가	★★★	당뇨
	클래시스	유럽	슈링크유니버스 CE-MDR 획득	★★★	메디컬 에스테틱
	클래시스	유럽	볼뉴머 CE-MDR 획득	★★★	메디컬 에스테틱
	대웅제약/메디톡스	국내	민사 2심판결	★★★	메디컬 에스테틱
	메디톡스	미국	FDA 품목 허가 재신청	★	메디컬 에스테틱
2025.06월	원텍	국내	최대주주 락업 해제	★	메디컬 에스테틱
2H25	한올바이오파마	미국	바토클리맙 TED 3상 Topline	★★★	바이오텍
	Evolus	미국	필러 Estyme 정식 출시	★	메디컬 에스테틱
	Evolus	미국	필러 Evolysse 품목 허가	★	메디컬 에스테틱
	파마리서치	유럽	리쥬란 출시	★★★	메디컬 에스테틱
	아이센스	유럽	파트너사 제품 출시	★★★	당뇨

Source: 다올투자증권

2024년에 있어 업종 주가를 견인했던 이슈는 1) 휴젤/메디톡스 ITC 소송 종료와 2) 의료기기 업종 M&A 이슈였다. 법무 리스크 해소와 함께 지급수수료 감소되며 양사의 OPM 개선이 있었고, 톡신 업종 전반의 주가 상승으로 이어졌다.

이에 따라 휴젤과 파마리서치는 YTD +70%를 상회하는 주가 상승을 기록한 데 반해 ITC 소송을 패소한 메디톡스와 실적이 부진했던 덴티움, 원텍은 YTD -50%에 가까운 주가 하락이 있었다.

Fig. 4: 의료기기 대표 기업 상대주가 추이



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 5: 의료기기 업종 구분

	시가총액(십억원)	개수	커버리지 개수
메디컬 에스테틱	14,657	18	4
진단	7,322	32	1
의료 AI	3,034	8	
덴탈	2,386	12	1
바이오 소부장	751	3	
내시경	490	2	1
로보틱스	350	1	
의료 인프라	343	3	
기타 의료기기	2,362	15	
의료기기 소계	31,694	94	7
제약/바이오	229,150	256	2
WICS 건강관리 섹터	260,844	350	9

Source: Quantiwise, 다올투자증권

COVID19 이후 헬스케어 업종에 대한 전반적인 시가총액 상승이 나타났으며, 오스템임플란트 상장 폐지 이후 의료기기 업종 내 시가총액 상위 종목은 휴젤과 클래시스, 파마리서치, 루닛이 위치해있다.

Fig. 6: WICS 건강관리 시가총액 상위 20개 업체

2019		2020		2021		2022		2023		2024.11.19	
기업명	시총	기업명	시총	기업명	시총	기업명	시총	기업명	시총	기업명	시총
SBL	28.6	SBL	54.7	SBL	59.7	SBL	58.4	SBL	54.1	SBL	65.4
셀트리온	23.2	셀트리온	48.5	셀트리온	27.3	셀트리온	22.6	셀트리온	29.5	셀트리온	37.5
셀트리온헬스	7.6	셀트리온헬스	24.7	SKBS	17.2	셀트리온헬스	9.2	SKBP	7.9	알테오젠	20.0
HLB	4.9	SKBP	13.2	셀트리온헬스	12.4	SKBP	5.6	HLB	6.6	유한양행	9.4
한미약품	3.4	셀트리온제약	8.5	SKBP	7.6	SKBS	5.6	SKBS	5.5	HLB	9.2
유한양행	3.0	신풍제약	6.6	SD바이오센서	5.8	유한양행	4.2	유한양행	5.3	SKBP	7.6
한미사이언스	2.5	씨젠	5.1	셀트리온제약	4.5	한미약품	3.7	알테오젠	5.1	리가켐바이오	3.9
헬릭스미스	2.0	알테오젠	5.0	유한양행	4.3	HLB	3.3	한미약품	4.4	한미약품	3.6
한올바이오파마	1.9	한미사이언스	5.0	HLB	3.7	SD바이오센서	3.1	셀트리온제약	3.7	SKBS	3.6
메디톡스	1.7	유한양행	5.0	한미사이언스	3.6	셀트리온제약	2.5	한미사이언스	2.7	휴젤	3.4
휴젤	1.7	HLB	4.9	한미약품	3.3	한미사이언스	2.2	클래시스	2.4	클래시스	3.0
대웅제약	1.6	녹십자	4.7	알테오젠	3.2	오스템임플란트	2.1	루닛	2.3	삼천당제약	2.6
녹십자	1.5	한미약품	4.3	씨젠	3.2	알테오젠	2.0	한올바이오파마	2.3	셀트리온제약	2.4
제넥신	1.5	제넥신	3.1	에스티팜	2.6	대웅제약	1.8	휴젤	1.9	펩트론	2.4
셀트리온제약	1.4	대웅	2.9	녹십자	2.5	휴젤	1.7	삼천당제약	1.8	한미사이언스	2.3
HLB생명과학	1.3	종근당	2.5	오스템임플란트	2.0	에스티팜	1.6	리가켐바이오	1.8	파마리서치	2.1
영진약품	1.2	메드팩토	2.4	휴젤	1.9	녹십자	1.5	메디톡스	1.8	한올바이오파마	2.0
에이비엘바이오	1.1	휴젤	2.4	대웅	1.8	케어젠	1.5	종근당	1.6	루닛	1.9
녹십자홀딩스	1.0	한올바이오파마	2.0	대웅제약	1.7	씨젠	1.4	케어젠	1.5	에스티팜	1.7
신라젠	1.0	녹십자홀딩스	2.0	신풍제약	1.7	클래시스	1.2	녹십자	1.5	보로노이	1.7

Source: Quantiwise, 다올투자증권

II. 톡신: 리스크보단 실적이 보이는 구간

선호순: 휴젤(BUY, TP 47만원) > 대웅제약(BUY, TP 21만원) > 메디톡스(Not Rated)

해외 매출 가시성이 높은 업체 순으로 선호도를 유지한다. 2024년 톡신 FDA 품목 허가를 획득한 휴젤은 파트너십을 체결하여 2025E부터 매출 확대가 기대되며 ITC 관련 비용까지 감소하며, 3Q24 OPM 50%를 상회하였다. 대웅제약은 나보타 및 제품ETC 기반으로 매출과 이익 확대가 나타나는 구간이다.

휴젤은 2025년 미국 매출 본격화가 기대된다. 3Q24 실적에서 확인하였듯 북미 출시에 따른 매출액 효과와 GPM 효과가 시장 기대치를 초과화였다. 한국 제품에 대한 이해도가 높은 베네브를 파트너로 선정한 효과를 기대할 수 있는 구간이다. 베네브는 2024년 내 레티보에 대한 출시를 예정하고 있다. 2025E 매출액 4,691억원(YoY +24%), 영업이익 2,259억원(YoY +35%)을 전망한다.

대웅제약의 파트너 Evolus는 2025년이 북미 출시 6년차로 미국에 최초로 출시한 중저가 톡신 업체로서 시장 MS 13%를 달성하였다. 2H25E 필러 제품 Evolysse 출시와 함께 MS를 공고히 할 전망이다. 대웅제약 2025E 나보타 매출액은 2,236억원으로 YoY +23% 성장이 기대된다. 또한 대웅제약은 1H25E 중국 나보타 및 펙수클루 품목 허가를 앞두고 있다.

메디톡스는 2Q24 ITC 소송 종료와 함께 ITC 비용 감소로 시장 기대치를 크게 상회하는 실적을 기록하였으나, 3Q24 1공장 보수와 국내 매출 부진으로 실적 기대치를 하회하였다. 2025E에 대한 실적 기대치를 높이며, 트레이딩으로 접근하기에는 다소 아쉬운 실적을 기록하였다. 다만, 1H25E 미국 FDA 재신청을 앞두고 있으며, 뉴럭스에 대한 중국 3상 진입을 목표하고 있다.

Fig. 7: 톡신 3개사 진출 개요

2025E	휴젤	대웅제약	메디톡스
매출(십억원)	469.1	1,411.8	283.4
OP(십억원)	225.9	182.5	68.7
PER(배)	18.3	12.1	18.0
미국	- 2024.03월 FDA 품목 허가 - 2024.06월 ITC 예비판결 승소	- 2019년 FDA 품목 허가 - 2024E Evolus 매출액 2.6억 달러	- 1H25E BLA 재신청 예정
유럽	- 2022.01월 유럽 허가 획득 - 2024년 30개국 판매 중	- 2019년 유럽 CE 인증 - Evolus 판매 중	
중국	- 2020.10월 중국 허가 완료 - 파트너사 사환제약	- 1H25E 품목 허가 목표	- 2023.10월 품목 허가 신청 철회 - 뉴럭스로 임상 3상 진행 예정
Legal Issue	- 2024.10월 ITC 최종판결 승소 - 식약처 행정처분 2심 중	- 2025E말 대웅제약/메디톡스 민사 2심	- 대웅제약/메디톡스 민사 2심 - 식약처 행정처분 2심 중 - 중국 JV 배상 청구 소송 - Allergan 중재 신청

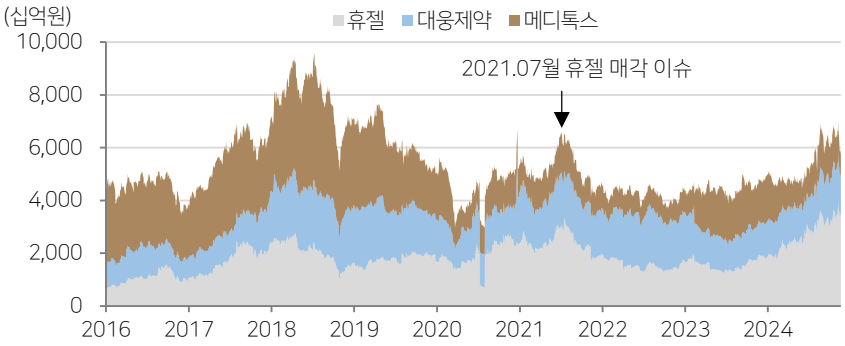
Source: 다올투자증권

ITC 소송이 개시된 2019년 이래로 6조 시가총액을 밑돌았던 3개사의 합산 시가총액은 휴젤의 ITC 예비판결 승소 이후 6조원 시가총액을 돌파하였으며, 휴젤 3Q24 실적 발표 이후 7조원을 돌파하였다. 법적 리스크가 감소하며 디레이팅 요소가 해소되며 기업 가치가 상승한 국면이었다.

메디톡스와 대웅제약의 민사 2심 결과가 가시화되는 2H25E 시점 전까지는 톡신 업종의 가치 상승 국면이 지속될 전망이다. 특히나 2025년은 1) 휴젤의 미국 매출 본격화와 2) 대웅제약의 나보타 중국 품목 허가, 3) 메디톡스의 MT10109L FDA 품목 허가 신청이 기대된다.

또한, 2022년 휴젤의 최대주주가 GS-IMM 컨소시엄과 CBC캐피탈의 컨소시엄으로 변경되어 2025년이면 최대주주 변경 3년차가 된다. 최대주주가 EXIT을 염두하고 있는지가 관건이나 비슷한 시기에 최대주주 변경이 되었던 클래시스가 매각설에 휘말렸던 것만큼 동사에 대한 매각설이 언제 제기되어도 이상하지 않은 시점이다. 다만, 휴젤 최대주주 변경 주당 단가가 28만원인만큼 북미 본격화가 된 시점에 기업 가치 상승이 어느 정도 이루어진 다음 해당 이슈에 대한 논의가 이루어질 수 있다는 판단이다.

Fig. 8: 톡신 3개사 시가총액 추이



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 9: 휴젤 실적 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	64.4	81.6	84.8	88.9	74.3	95.4	105.1	102.2	319.7	377.0	469.1
YoY(%)	*-1%*	*21%*	*20%*	*4%*	*15%*	*17%*	*24%*	*15%*	*13%*	*18%*	*24%*
톡신	31.0	43.4	45.9	48.8	34.3	51.0	64.7	53.3	169.1	203.3	261.6
YoY(%)	*-2%*	*17%*	*10%*	*-3%*	*11%*	*18%*	*41%*	*9%*	*5%*	*20%*	*29%*
수출	14.9	19.0	24.2	28.6	17.1	30.8	41.9	32.1	86.8	121.9	176.2
APAC	6.9	12.7	13.4	19.9	10.1	24.9	18.7	23.9	52.9	77.7	96.2
북남미	4.1	4.4	10.8	5.9	3.5	2.7	18.0	4.1	25.3	28.3	60.4
유럽	3.9	1.9	0.0	2.8	3.5	3.2	5.2	4.1	8.6	15.9	19.5
국내	16.1	24.4	21.7	20.2	17.2	20.3	22.8	21.2	82.3	81.4	85.5
필러	26.1	30.4	31.3	30.0	29.3	36.5	29.9	36.1	117.8	131.7	155.9
YoY(%)	*15%*	*53%*	*47%*	*19%*	*12%*	*20%*	*-4%*	*20%*	*32%*	*12%*	*18%*
수출	19.4	21.9	23.2	22.5	22.9	27.0	23.4	27.4	87.0	100.7	121.7
국내	6.8	8.5	8.0	7.5	6.4	9.5	6.5	8.7	30.8	31.0	34.1
화장품	6.3	6.0	6.6	7.9	9.5	6.6	9.0	10.3	26.8	35.4	44.2
YoY(%)	*17%*	*41%*	*35%*	*23%*	*52%*	*10%*	*36%*	*30%*	*28%*	*32%*	*25%*
의료기기/리프팅실	1.0	1.8	1.0	2.2	1.3	1.3	1.5	2.5	6.0	6.6	7.4
YoY(%)	*4%*	*25%*	*-31%*	*23%*	*22%*	*-28%*	*36%*	*13%*	*5%*	*7%*	*12%*
매출비중											
톡신	48%	53%	54%	55%	46%	53%	62%	52%	53%	54%	56%
필러	41%	37%	37%	34%	39%	38%	28%	35%	37%	35%	33%
화장품	10%	7%	8%	9%	13%	7%	9%	10%	8%	9%	9%
의료기기/리프팅실	2%	2%	1%	2%	2%	1%	1%	2%	2%	2%	2%
매출총이익	50.1	62.9	66.2	67.0	57.1	71.5	82.9	79.0	246.2	290.5	367.1
GPM	77.8%	77.1%	78.1%	75.3%	76.8%	74.9%	78.8%	77.3%	77.0%	77.0%	78.2%
영업이익	18.5	28.0	34.6	36.7	24.0	42.4	53.4	47.8	117.8	167.6	225.9
YoY(%)	*-25%*	*28%*	*39%*	*22%*	*29%*	*52%*	*54%*	*30%*	*16%*	*42%*	*35%*
인건비	8.5	9.2	7.4	7.9	8.6	7.9	6.5	7.2	33.0	30.1	35.4
R&D비용	3.4	3.2	2.8	1.6	2.3	2.2	2.3	2.4	11.0	9.2	11.1
광고선전비	2.3	2.9	3.4	3.1	2.4	3.1	2.8	3.2	11.6	11.6	14.3
ITC 소송비용	3.5	4.0	4.0	4.0	4.0	1.0	0.4	1.0	15.5	6.4	0.0
OPM	28.7%	34.3%	40.7%	41.3%	32.2%	44.5%	50.8%	46.8%	36.8%	44.4%	48.2%
소송비 제외 OPM	36.5%	41.1%	45.5%	45.8%	39.6%	47.1%	51.2%	47.8%	41.7%	46.1%	48.2%
지배주주 순이익	16.4	21.1	39.4	16.2	20.8	34.8	40.3	35.9	93.1	131.7	184.8
YoY(%)	*9%*	*43%*	*53%*	*793%*	*27%*	*65%*	*2%*	*122%*	*62%*	*42%*	*40%*
NPM	*25.4%*	*25.9%*	*46.4%*	*18.2%*	*28.0%*	*36.4%*	*38.3%*	*35.1%*	*29.1%*	*34.9%*	*39.4%*

Source: 다올투자증권

Fig. 10: 대웅제약 실적 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	292.3	307.1	303.0	319.6	296.6	325.5	315.9	330.8	1,222.0	1,268.8	1,411.8
YoY	*7%*	*5%*	*1%*	*9%*	*1%*	*6%*	*4%*	*4%*	*5%*	*4%*	*11%*
ETC	206.9	220.7	216.5	228.4	209.5	218.0	214.3	218.7	872.5	860.5	913.0
YoY	*5%*	*7%*	*3%*	*7%*	*1%*	*-1%*	*-1%*	*-4%*	*6%*	*-1%*	*6%*
제품 ETC	107.6	118.9	116.4	120.4	122.5	135.6	127.4	133.6	463.3	519.1	554.8
YoY	*11%*	*14%*	*10%*	*10%*	*14%*	*14%*	*9%*	*11%*	*11%*	*12%*	*7%*
제품 ETC 비중(%)	37%	39%	38%	38%	41%	42%	40%	40%	38%	41%	39%
우루사(ETC)	16.0	15.6	17.3	16.8	17.3	17.0	17.6	17.1	65.7	69.0	70.6
펙수클루	11.7	12.5	14.4	16.3	18.1	33.2	22.6	24.5	54.9	98.4	115.5
엔블로	-	1.1	1.3	2.2	2.7	2.8	2.9	4.0	4.6	12.4	20.4
상품 ETC	99.3	101.7	100.1	108.0	86.9	82.4	86.9	85.1	409.1	341.3	358.2
YoY	*-1%*	*1%*	*-3%*	*5%*	*-12%*	*-19%*	*-13%*	*-21%*	*0%*	*-17%*	*5%*
상품 ETC 비중(%)	34%	33%	33%	34%	29%	25%	28%	26%	33%	27%	25%
포시가	23.9	24.9	22.7	24.0	5.9	-	-	-	95.5	5.9	-
나보타	42.7	32.7	38.0	33.7	37.2	53.1	47.3	44.7	147.1	182.3	223.6
YoY	*40%*	*-12%*	*-6%*	*-1%*	*-13%*	*62%*	*24%*	*33%*	*4%*	*24%*	*23%*
나보타 매출 비중(%)	15%	11%	13%	11%	13%	16%	15%	14%	12%	14%	16%
나보타 내수	6.3	6.1	7.4	9.9	6.9	7.9	7.0	7.9	29.7	29.7	31.2
나보타 수출	36.4	26.6	30.6	23.8	30.3	45.2	40.3	36.8	117.4	152.6	192.4
OTC	26.0	27.6	29.2	32.5	31.7	33.7	34.4	40.2	115.3	140.0	183.1
YoY	*-12%*	*-20%*	*-16%*	*13%*	*22%*	*22%*	*18%*	*24%*	*-10%*	*21%*	*31%*
기타	16.7	26.1	19.3	25.0	18.2	20.7	19.9	27.2	87.1	86.0	92.0
매출총이익	142.8	154.4	152.1	158.9	148.5	173.9	160.4	169.5	608.3	652.4	734.3
YoY	*10%*	*6%*	*2%*	*12%*	*4%*	*13%*	*5%*	*7%*	*7%*	*7%*	*13%*
GPM	48.9%	50.3%	50.2%	49.7%	50.1%	53.4%	50.8%	51.2%	49.8%	51.4%	52.0%
영업이익	31.0	36.2	34.2	32.1	31.3	49.5	41.1	36.3	133.5	158.3	182.5
YoY	*16%*	*8%*	*13%*	*110%*	*1%*	*37%*	*20%*	*13%*	*26%*	*19%*	*15%*
OPM	10.6%	11.8%	11.3%	10.0%	10.6%	15.2%	13.0%	11.0%	10.9%	12.5%	12.9%
광고선전비	16.0	18.6	18.6	21.5	16.3	18.8	16.6	21.5	74.7	73.2	82.6
매출액 비중(%)	5.5%	6.1%	6.1%	6.7%	5.5%	5.8%	5.3%	6.5%	6.1%	5.8%	5.9%
R&D	37.5	34.0	36.0	38.1	36.2	39.1	34.8	39.7	145.6	149.8	165.7
매출액 비중(%)	12.8%	11.1%	11.9%	11.9%	12.2%	12.0%	11.0%	12.0%	11.9%	11.8%	11.7%

Source: 다올투자증권

III. 미용 의료기기: 친구들이 떠난 빈자리

선호순: 클래시스(BUY, TP 7만원) > 파마리서치(BUY, TP 27만원) > 원텍(BUY, TP 0.6만원)

2023년 루트로닉과 2024년 제이시스메디칼 상장 폐지와 함께 유니버스 업종이 크게 감소하였다. 이에 따라 수급적으로 주목받은 기업은 파마리서치였다. 2023년 태국 리쥬란 출시와 함께 1H23 실적 상승 기류를 걷던 동사는 태국 매출 감소로 주가 하락하였으나, 2024년 국내외 동반 성장과 함께 PER 10배에 횡보하던 밸류에이션은 20배를 상회할 정도로 주가 상승이 나타났다. 동사의 실적뿐만 아니라 스킨부스터 시장에 대한 전세계적인 관심이 동사 주가를 레벨업하는데 견인하였다. 2025년에도 글로벌 확장 기로를 걷는 국내 대표 미용 기기 업체인 클래시스와 파마리서치를 선호 종목으로 제시한다.

클래시스는 매각설로 인한 불확실성 제기로 주가 큰 폭으로 하락하였으나, EBD 시술 대중화에 따른 수혜가 가장 큰 기업으로 기대된다. 2025E 유럽에서 볼뉴머와 슈링크 유니버스(울트라포머 MPT)에 대한 CE-MDR 획득 예정이며, 이루다와의 합병 효과 또한 기대된다. 2025E 매출액 3,337억원(YoY +39%)와 영업이익 1,621억원(YoY +35%)을 전망한다. 이루다를 제외한 해외 매출액은 1,850억원으로 YoY +26% 성장을 전망하였는데 이는 기존 판매 국가에서의 매출액 성장률을 YoY +20% 가정하였을때, 북미와 유럽 판매 효과를 90억원 수준으로 가정한 것으로 기존 국가 판매 성장률 YoY +25% 가정 및 북미와 유럽 판매 효과를 총 200억원 수준으로 가정한다면 동사 매출액은 3,510억원으로 YoY +46% 수준 성장이 가능하다.

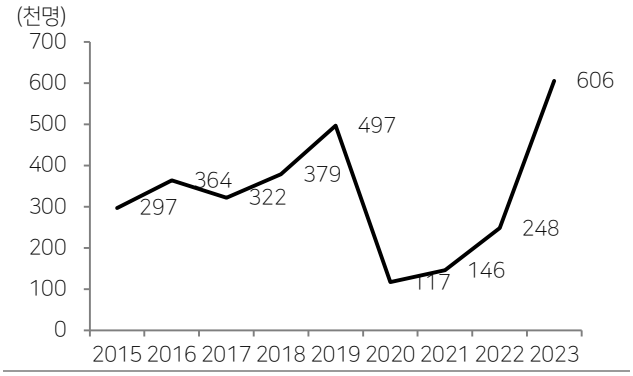
파마리서치는 스킨부스터 시술 흥행에 따라 오리지널 업체로서 시장 지배력이 확대되고 있다. 2024년초 있었던 제네릭 이슈는 오히려 공고한 내수 매출액을 보임에 따라 동사 브랜드력을 다시금 확인하였다. 2025E 매출액 4,184억원(YoY +23%), 영업이익 1,650억원(YoY +28%)을 전망한다. 특히나 내수에 있어서 방한 외국인 관광객을 통해 실적 상승 흐름이 이어질 전망이며, 신규 진출 국가인 대만과 호주, 인도네시아에서의 성장 또한 지속 기대한다. 콘쥬란 급여 축소 횟수 및 화장품 면세점 매출 부진이 실적 하회 요인으로 작용할 수 있으나, 해당 요소 대비 리쥬란의 매출 확장 기조가 더 눈에 띄는 구간이다.

원텍은 3Q24 시장 기대치 하회하는 실적을 기록하였다. 비침습 RF 경쟁 심화에 따라 비침습 RF 시장 선점 효과를 국내에서 유지하지 못했던 동사는 2개 분기 연속 YoY 매출 감소하였으나, 3Q24년 동기 대비 소폭 매출 성장이 나타났다. 향후 동사 주가 회복을 위해서는 1) 올리지오 브라질 출시 효과 및 2) 태국 법인 매출 확대가 동반되어야 한다. 특히나 동사 태국 현지 법인 인력은 40명으로 영업 및 CS 등 인력을 확보해둔 상태로 2025E부터 본격적인 매출 확대를 기대해볼 수 있다. 다만 2024년초부터 나타난 동사의 실적 컨센서스 하회로 시장의 신뢰가 훼손된 만큼 4Q24E 실적 가이던스 달성이 무엇보다 동사 주가 회복의 관건이 될 전망이다. 2025E부터는 브라질과 태국을 중심으로 성장함에 따라 매출액 1,217억원(YoY +11%), 영업이익 364억원(YoY +16%)를 전망한다. 미용 의료기기 업종 평균 PER에 20% 할인한 20배 적용하여 적정주가 6,000원으로 하향하며 적정주가 괴리율 15% 초과함에 따라 투자의견 BUY 상향한다.

내수 성장을 견인하는 또 다른 포인트는 외국인 환자 추이다. 1H24 기준 외국인 환자 미용 성형 부가세 환급 건수가 이미 작년 한해 수치였던 38만건을 초과한 41만건을 기록한 만큼 방한 외국인 환자들의 시술 횟수 증가가 국내 미용 의료기기 업체들의 실적 성장에 기여하고 있다.

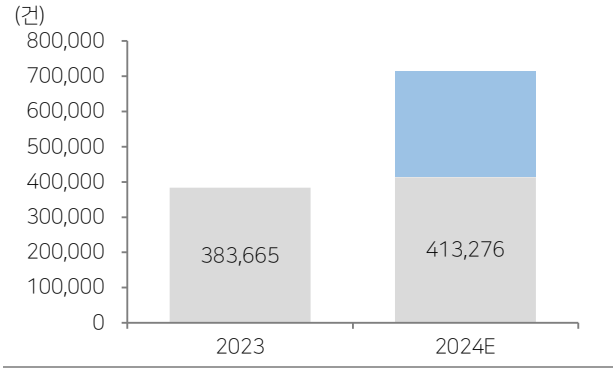
3Q24 파마리서치 실적 발표 중 리쥬란 내수 매출액 20% 수준이 외국인으로 추정되고 있는 만큼 방한 외국인 증가 추이에 따른 실적 성장세 또한 지속될 전망이다.

Fig. 11: 방한 외국인 환자 추이



Source: 보건복지부, 다올투자증권

Fig. 12: 외국인환자 미용 성형 부가세 환급 건수



Source: 한국보건산업진흥원, 다올투자증권

2024년에도 국내 미용 의료기기 업체들에 대한 활발한 인수합병이 이루어진 한 해였다. 2024.06월 프랑스 사모펀드인 아키메드 PE가 제이시스메디칼의 최대주주로 등극하면서 공개매수를 진행하였으며, 이어 이루다는 클래시스에게 합병(합병기일 10/1일)되었다.

2024.09월 상장사였던 하이로닉이 동화약품에게 인수되면서 원텍을 제외한 국내 미용 의료기기 업체 7개사는 PE나 일반 기업이 최대주주로 변경되었거나 상장 폐지되었다. 원텍 최대주주 지분에 대해서는 코스닥 이전상장일(2022.06.30일)로부터 3년간 보호예수가 설정되어 있다. 보호예수는 2025.06월 해제된다. 또한 원텍은 어센트 에쿼티 파트너스로부터 300억원 CB를 발행하였으며 해당 CB에 대한 전환청구기간은 2024.09.15일부터 2028.08.15일이다. 파마리서치는 CVC캐피탈에게 RCPS 2천억원을 발행하였으며 해당 우선주는 주식발행일(2024.10.08일)로부터 3년간 본 주식에 대한 양도가 제한된다.

톡신과 필러로 확대한다면 최대주주 변경 사례가 없던 기업은 메디톡스와 바이오플러스가 존재한다. (모회사가 있는 종근당바이오, 파마리서치바이오, 휴메딕스 제외) 바이오플러스는 린드먼 아시아인베스트먼트로부터 2024.06월 신규 집행한 CB 600억원 중 100억원을 투자받았다.

국내 미용 의료기기 업체에 대한 인수합병이 활발하게 나타난 이유는 1) 미용 의료기기 시장 성장성과 2) 수익성, 3) 안정성이다. 미용 의료기기 시장 침투율은 안티에이징 관심도 증가에 따라 국내를 중심으로 해외 또 빠르게 높아지고 있으며 의료기기 섹터 특성상 높은 이익률을 영위하고 있다. 또한 보험 수가 항목이 아닌 비급여 수가를 통한 비용 청구가 이루어지는 비즈니스 모델 특성상 타업종 대비 현금 회수도 빠르게 나타난다. 또한 국내 미용 시술 시장이 글로벌을 선두하는 시장이기 때문에 국내 업체들의 해외 확장이 기대되는 국면이다.

Fig. 13: 미용 의료기기 인수합병

	기업	기존	신규	비고
2017.07월	휴젤	동양에이치씨	베인캐피탈	최대주주 변경
2019.10월	비올	세렌디아홀딩스	DMS	최대주주 변경
2022.04월	클래시스	정성재 외 3인	베인캐피탈	최대주주 변경
2022.04월	휴젤	베인캐피탈	Aphrodite 컨소시엄	최대주주 변경
2023.07월	루트로닉	황해령	한앤컴퍼니	최대주주 변경, 상장폐지
2023.09월	원텍	김종원		전환사채 3백억원 발행
2024.07월	제이시스메디칼	강동환	아키메드 PE	최대주주 변경, 상장폐지 진행 중
2024.06월	이루다	김용한	클래시스	합병
2024.06월	파마리서치	정상수		RCPS 2천억원 발행
2024.09월	하이로닉	이진우, 이은숙	동화약품	양수도 계약 체결

Source: 다올투자증권

Fig. 14: 클래시스 실적 추정

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	39.0	45.9	48.2	47.0	50.4	58.7	59.4	72.1	180.1	240.7	333.7	441.7
YoY(%)	*10%*	*40%*	*45%*	*16%*	*29%*	*28%*	*23%*	*53%*	*27%*	*34%*	*39%*	*32%*
클래시스(장비)	18.4	22.0	25.8	23.8	20.8	29.9	31.9	29.0	90.0	111.6	130.1	183.8
YoY(%)	-10%	28%	67%	14%	13%	36%	24%	22%	21%	24%	17%	41%
수출	12.5	16.3	17.8	16.6	14.3	23.3	25.4	22.0	63.2	84.9	103.7	160.0
내수	5.9	5.7	8.0	7.2	6.5	6.6	6.5	7.0	26.8	26.7	26.4	23.8
소모품	18.7	21.8	20.5	20.1	26.5	26.1	25.6	29.5	81.1	107.7	136.0	176.9
YoY(%)	58%	83%	34%	21%	42%	20%	25%	47%	46%	33%	26%	30%
수출	10.5	13.5	12.2	11.6	17.3	15.5	13.6	15.0	47.8	61.4	80.9	106.2
내수	8.2	8.3	8.3	8.5	9.1	10.6	12.1	14.5	33.3	46.3	55.1	70.7
이루다	10.9	14.6	14.0	16.7	13.1	13.3	13.1	10.0	56.2	49.4	54.3	65.2
YoY(%)	12%	27%	17%	28%	20%	-9%	-6%	-40%	21%	-12%	10%	20%
MNRF	4.1	4.9	4.9	8.2	5.0	4.8	5.5	4.0	22.1	19.3	21.2	25.5
레이저	3.2	6.0	4.8	4.8	4.1	4.7	4.2	3.5	18.8	16.5	18.2	21.8
소모품	1.3	1.7	1.2	1.5	1.7	1.6	1.4	1.7	5.7	6.4	7.0	8.4
화장품 외	1.4	1.7	1.6	2.8	2.8	2.5	1.6	3.4	7.6	10.3	12.5	15.2
매출비중												
클래시스(장비)	47%	48%	53%	51%	41%	51%	54%	40%	50%	46%	39%	42%
소모품	48%	47%	42%	43%	53%	44%	43%	41%	45%	45%	41%	40%
매출총이익	30.2	36.3	37.0	36.9	40.2	47.5	46.6	55.3	140.4	189.7	254.7	340.4
YoY(%)	*14%*	*49%*	*43%*	*18%*	*33%*	*31%*	*26%*	*50%*	*30%*	*35%*	*34%*	*34%*
GPM	77.5%	79.1%	76.7%	78.5%	79.8%	80.9%	78.4%	76.7%	78.0%	78.8%	76.3%	77.1%
클래시스 별도	-	-	-	-	-	-	-	79.7%	-	-	80.0%	79.8%
이루다	49.9%	51.1%	53.5%	55.0%	56.4%	57.0%	-	58.0%	52.6%	57.0%	57.3%	61.4%
영업이익	19.9	23.1	24.7	21.9	26.5	31.2	29.0	33.2	89.6	119.9	162.1	222.4
YoY(%)	*19%*	*52%*	*41%*	*13%*	*33%*	*35%*	*17%*	*52%*	*30%*	*34%*	*35%*	*37%*
OPM	51.0%	50.4%	51.1%	46.6%	52.6%	53.1%	48.7%	46.1%	49.8%	49.8%	48.6%	50.4%
클래시스 별도 판관비	10.3	13.2	12.3	15.0	13.7	16.3	17.6	18.6	50.8	66.3	75.7	100.0
이루다 판관비	5.0	5.1	5.9	12.2	6.6	7.6	-	3.5	28.1	-	16.9	18.0
광고선전비	1.3	3.7	1.5	2.5	2.2	2.5	4.7	4.9	9.0	14.3	17.1	24.0
R&D비용	2.1	2.3	2.2	2.6	2.8	2.8	3.1	4.0	9.2	12.7	18.2	23.5
지급수수료	1.8	1.0	2.0	2.7	1.7	3.2	2.2	3.0	7.5	10.0	12.2	17.1
지배주주 NP	18.8	18.6	21.2	15.7	26.1	26.6	16.1	29.3	74.2	98.1	125.6	173.0
YoY(%)	*46%*	*34%*	*13%*	*-48%*	*39%*	*43%*	*-24%*	*87%*	*-2%*	*32%*	*28%*	*38%*
NPM	48.2%	40.4%	43.9%	33.4%	51.8%	45.2%	27.1%	40.7%	41.2%	40.8%	37.6%	39.2%

Source: 다올투자증권

Fig. 15: 파마리서치 실적 추정

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	55.4	66.8	68.8	70.0	74.7	83.1	89.2	92.7	261.0	339.7	418.4
YoY(%)	*22%*	*34%*	*49%*	*30%*	*35%*	*24%*	*30%*	*32%*	*34%*	*30%*	*23%*
의료기기	30.2	34.6	34.5	36.8	38.4	43.0	50.7	54.4	136.1	186.4	240.7
YoY(%)	*33%*	*41%*	*51%*	*15%*	*27%*	*24%*	*47%*	*48%*	*33%*	*37%*	*29%*
내수	19.8	23.1	24.8	27.3	28.1	31.4	36.0	39.5	95.0	135.0	172.1
수출	10.3	11.5	9.7	9.5	10.3	11.6	14.7	14.9	41.2	51.5	68.6
의약품	12.4	13.5	14.9	13.7	16.1	18.1	16.1	18.1	54.5	68.5	81.6
YoY(%)	*3%*	*23%*	*32%*	*22%*	*30%*	*34%*	*8%*	*32%*	*20%*	*26%*	*19%*
내수	7.9	8.4	9.1	8.2	10.1	9.6	10.0	10.8	33.6	40.5	50.8
수출	4.5	5.1	5.7	5.5	6.0	8.5	6.1	7.3	20.9	28.0	30.8
화장품	11.0	16.8	16.9	15.3	17.7	19.9	15.6	18.2	60.0	71.4	87.3
YoY(%)	*24%*	*68%*	*59%*	*71%*	*61%*	*18%*	*-7%*	*19%*	*56%*	*19%*	*22%*
내수	6.5	9.2	7.6	6.8	8.2	7.9	5.9	7.1	30.1	29.1	33.4
수출	4.5	7.6	9.2	8.5	9.5	12.0	9.8	11.1	29.9	42.3	53.9
GP	40.4	49.8	50.6	49.4	51.8	59.2	64.6	68.2	190.3	243.8	307.3
GPM	72.9%	74.6%	73.5%	70.6%	69.3%	71.3%	72.4%	73.6%	72.9%	71.8%	73.4%
OP	20.7	23.6	27.5	20.4	26.7	30.8	34.9	36.5	92.3	128.8	165.0
YoY(%)	*36%*	*36%*	*66%*	*21%*	*29%*	*30%*	*27%*	*79%*	*40%*	*40%*	*28%*
OPM	37.4%	35.4%	40.0%	29.1%	35.7%	37.0%	39.1%	39.4%	35.3%	37.9%	39.4%
판관비	19.7	26.2	23.1	29.0	25.1	28.5	29.6	31.7	98.0	114.9	142.2
인건비	5.3	8.1	6.3	7.9	7.7	8.2	8.6	9.5	27.6	33.9	42.0
광고선전비	3.8	5.1	5.2	8.6	5.0	5.7	6.2	7.0	22.6	23.8	29.3
지배주주 NP	17.7	16.7	26.7	15.4	17.2	31.4	24.7	28.5	76.6	101.9	129.5
YoY(%)	*90%*	*66%*	*53%*	*310%*	*-3%*	*88%*	*-7%*	*85%*	*89%*	*33%*	*27%*
NPM	*31.9%*	*25.0%*	*38.8%*	*22.0%*	*23.1%*	*37.8%*	*27.7%*	*30.8%*	*29.3%*	*30.0%*	*30.9%*

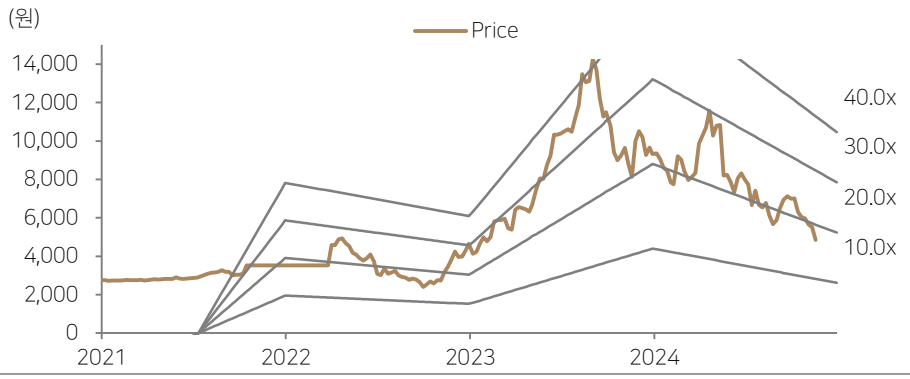
Source: 다올투자증권

Fig. 16: 원텍 PER Valuation

PER Valuation	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EPS(원)	-209.7	-216.8	195.5	152.4	447.6	261.5	316.3	366.1
YOY			*흑자전환*	*-22%*	*194%*	*-42%*	*21%*	*16%*
완전 희석 EPS(원)					436.6	255.1	308.5	357.1
YOY						*-42%*	*21%*	*16%*
적정 PER(배)							20.0	
완전 희석 적정주가(원)							6,000	
적정주가(원)							6,000	
종가(원)							4,495	
상승여력							33%	

Source: 다올투자증권

Fig. 17: 원텍 12M Fwd Valuation



Source: 다올투자증권

Fig. 18: 원텍 브라질 파트너사 Skintec 올리지오X 판매 개시



Source: Skintec, 다올투자증권

Fig. 19: 원텍 실적 추정

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	28.5	30.5	26.4	30.2	22.6	29.0	26.9	31.0	115.6	109.5	121.7
YoY(%)	*67%*	*54%*	*29%*	*24%*	*-21%*	*-5%*	*2%*	*3%*	*42%*	*-5%*	*11%*
올리지오	10.6	7.1	6.8	8.3	5.5	10.1	9.2	10.5	32.8	35.4	38.9
올리지오 팁	6.7	7.4	6.7	6.4	7.0	7.4	5.9	6.2	27.2	26.5	29.9
피코케어	3.4	3.8	2.4	2.7	1.7	1.1	4.8	2.8	12.3	10.4	12.3
라비앙	3.2	5.5	4.9	7.3	3.8	5.2	2.4	6.3	21.0	17.8	15.3
기타	4.7	6.7	5.6	5.3	4.6	5.1	4.5	5.1	22.4	19.3	25.2
연결 수출	10.6	16.4	13.3	17.1	12.6	18.8	15.4	20.7	57.4	67.5	81.7
YoY(%)					*18%*	*15%*	*16%*	*21%*		*18%*	*21%*
수출 비중(%)	*37%*	*54%*	*50%*	*57%*	*56%*	*65%*	*57%*	*67%*	*50%*	*62%*	*67%*
중국	0.4	2.4	1.1	1.5	0.6	1.4	0.6	1.8	5.4	4.5	5.3
대만	2.3	2.1	1.9	1.8	2.5	1.6	1.1	2.0	8.1	7.1	8.9
브라질	3.4	5.8	4.6	7.4	3.7	4.8	2.3	8.9	21.3	19.6	25.5
태국(연결)					0.8	5.3	5.4	5.1		16.6	22.0
말레이시아	0.4	0.9	1.2	1.3	0.4	0.6	0.6	1.9	3.9	3.5	4.6
일본(연결)	1.0	0.8	0.9	1.5	1.3	1.2	1.1	2.7	4.2	6.2	8.5
기타	3.2	4.4	3.5	3.5	3.3	4.0	4.5	-1.8	14.6	10.0	6.9
국내	17.9	14.1	13.1	13.1	10.0	10.2	11.4	10.3	58.2	42.0	40.0
YoY(%)	*117%*	*57%*	*40%*	*2%*	*-44%*	*-28%*	*-13%*	*-21%*	*25%*	*24%*	*24%*
국내 비중(%)	*63%*	*46%*	*50%*	*43%*	*44%*	*35%*	*43%*	*33%*	*50%*	*38%*	*33%*
매출총이익	19.1	19.7	17.1	18.5	16.6	17.0	17.3	19.6	74.3	70.4	78.0
YoY(%)	*85%*	*68%*	*30%*	*35%*	*-13%*	*-13%*	*1%*	*6%*	*52%*	*-5%*	*11%*
매출총이익률	*66.8%*	*64.5%*	*64.7%*	*61.1%*	*73.4%*	*58.6%*	*64.2%*	*63.1%*	*64.2%*	*64.3%*	*64.1%*
영업이익	13.4	12.6	9.5	10.5	6.6	7.0	7.3	10.3	46.0	31.3	36.4
YoY(%)	*149%*	*226%*	*19%*	*10%*	*-50%*	*-44%*	*-23%*	*-2%*	*72%*	*-32%*	*16%*
영업이익률	*46.8%*	*41.4%*	*36.1%*	*34.7%*	*29.4%*	*24.2%*	*27.3%*	*33.3%*	*39.8%*	*28.6%*	*29.9%*
판관비	5.7	7.0	7.5	8.0	9.9	10.0	9.9	9.2	28.2	39.1	41.5
인건비	1.8	1.9	2.0	2.2	2.4	2.4	2.7	2.6	8.0	10.1	11.0
광고선전비	0.7	1.0	1.6	7.4	3.5	1.3	1.9	2.0	10.7	8.6	11.0
당기순이익	11.8	9.0	8.7	9.3	5.9	4.4	4.8	8.2	38.8	23.4	28.3
YoY(%)	*140%*	*-260%*	*-3%*	*87%*	*-50%*	*-51%*	*-45%*	*-12%*	*190%*	*-40%*	*21%*
당기순이익률	*41.3%*	*29.6%*	*33.1%*	*30.8%*	*26.3%*	*15.2%*	*17.9%*	*26.5%*	*33.6%*	*21.3%*	*23.2%*

Source: 다올투자증권

IV. 덴탈: 중국 경기 부진보단 MS 감소가 우려

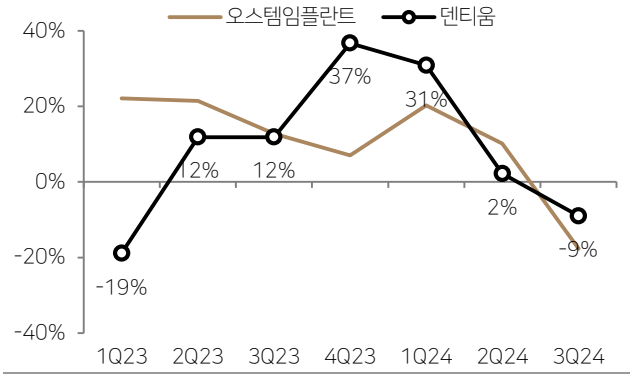
선호순: 덴티움 (BUY, TP 9만원)

3Q24 Straumann이 중국에서 견조하는 성장세를 보임에 비해 오스템임플란트와 덴티움을 비롯한 국내 업체들은 매출 성장이 부진하다. **3Q24 중국향 수출은 69백만달러를 기록하며 YoY -16.6% 감소하였다. 2017년 이후, YoY 감소세를 보인 적은 COVID19가 발발했던 1Q20과 VBP 실행을 앞두고 재고 감축이 일어나던 1Q23 이후 세번째다. 따라서 명확한 이유 없이 중국 매출 감소세가 나타난 이례적인 분기였던 만큼 임플란트 투심에 부정적으로 작용하였다.**

Straumann의 3Q24 APAC 매출 성장률이 YoY +17%를 기록하는 가운데, 중국에서의 성장률이 가장 견조했다. 그에 반해 오스템임플란트 중국 4개 법인 합산 매출액은 797억원으로 YoY -18% 성장에 그쳤으며 덴티움 중국 매출액은 YoY -9% 감소하였다. 3개사 모두 중국에서의 실적 부진이 나타났다면 중국 경기 부진에 따른 실적 부진으로 해석되지만, Straumann이 VBP로 인한 내원 환자 증가를 지속적으로 소통하고 있는만큼 국내 업체들의 부진은 MS 감소로 해석될 여지가 더 크다. 2025년 유의미한 중국 수출 반등이 이어지지 않는 이상 의료기기 카테고리 내 덴탈 업종의 선호순은 미용 의료기기 대비 열위다.

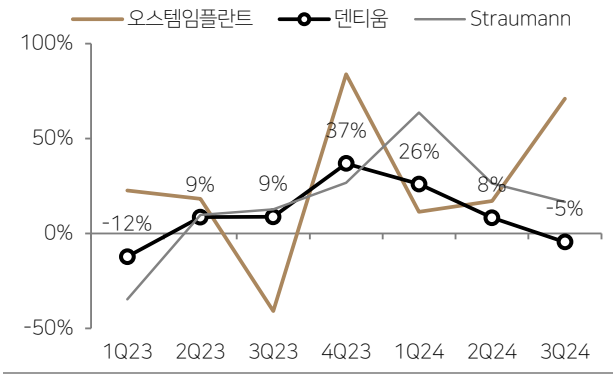
덴티움(BUY, TP 9만원)의 적정주가를 기존 11만원 대비 2만원 하향 조정한 9만원으로 제시한다. 3Q24 실적은 946억원(YoY +1%, QoQ -15%)로 컨센서스 하회하였으며, 중국에서의 매출 부진이 실적 하회 원인이었다. 또한 판관비에 있어 지속적으로 증가하는 광고선전비로 인하여 OPM은 25%(YoY -7.1%p)에 그쳤다. 동사에 대한 적정 OPM 수준을 25-27% 수준으로 하향 조정하여 2025E 매출액 3,040억원(YoY +8.7%)과 영업이익 1,221억원(YoY +8.8%)을 전망한다. 동사 2025E PER은 7.3배에 불과하나, 중국에서의 실적 반등 가시성이 선제될 필요가 있다. 동사는 2024.10월 공시를 통해 베트남 자회사에 CAPEX 323억원을 투자하여 수소연료전지 생산시설 신규 확충 계획을 밝혔다. 해당 공시를 통해 동사 전략적 자원 배분이 주주 우호적으로 이루어지지 않음에 매도세(1) 소극적인 주주환원과 2) 본업 외 투자)가 이어졌다.

Fig. 20: 중국 매출액 성장률(YoY)



Source: 다올투자증권

Fig. 21: ASIA 매출액 성장률(YoY)



Source: 다올투자증권

반면, Straumann은 VBP 시행과 함께 국공립향 제품에 대한 가격 인하율이 40%에 달했지만, 가격 인하 효과가 제거된 2024년에는 프리미엄과 밸류 세그먼트 모두 시장 점유율을 확대하며 중국에서 높은 매출 성장세를 시현하고 있다. 또한 중국 현지 설비를 확장하여 현지 수요를 대응하는 제조 시설과 교육 시설을 갖추고 있는 만큼 국내 임플란트 업체들의 매출 감소를 단순히 경기 부진으로만 해석하기 어려운 이유다.

3Q24 Straumann은 VBP를 통한 중국에서의 내원 환자 증가로 APAC에서 중국이 가장 큰 매출 성장률을 보이고 있다고 밝혔다. Straumann 3Q24 APAC 매출액 성장률은 YoY +17%(중국 외 지역은 두자릿수 성장세)를 기록하였다.

Straumann은 2024.03월 중국 구강 스캐너 제조 업체인 AlliedStar를 인수하였다. 이어 설비를 증설하고 있다. Straumann은 2021년 1.7억 프랑을 투자하여 중국 내 China Campus를 설립할 계획을 발표하였다. China Campus의 설립 목적은 1) 현지 치과 의사들에 대한 교육 시설과 2) 임플란트 제조 시설로 구분되어 있다. 2만 제곱미터로 설비로 80% 면적이 제조에 사용될 예정이다. 2024.08월 기준 China Campus 내 직원은 70명으로 연말까지 160명의 직원을 채용할 예정이다.

Fig. 22: Straumann CAPEX는 브라질과 중국에 집중

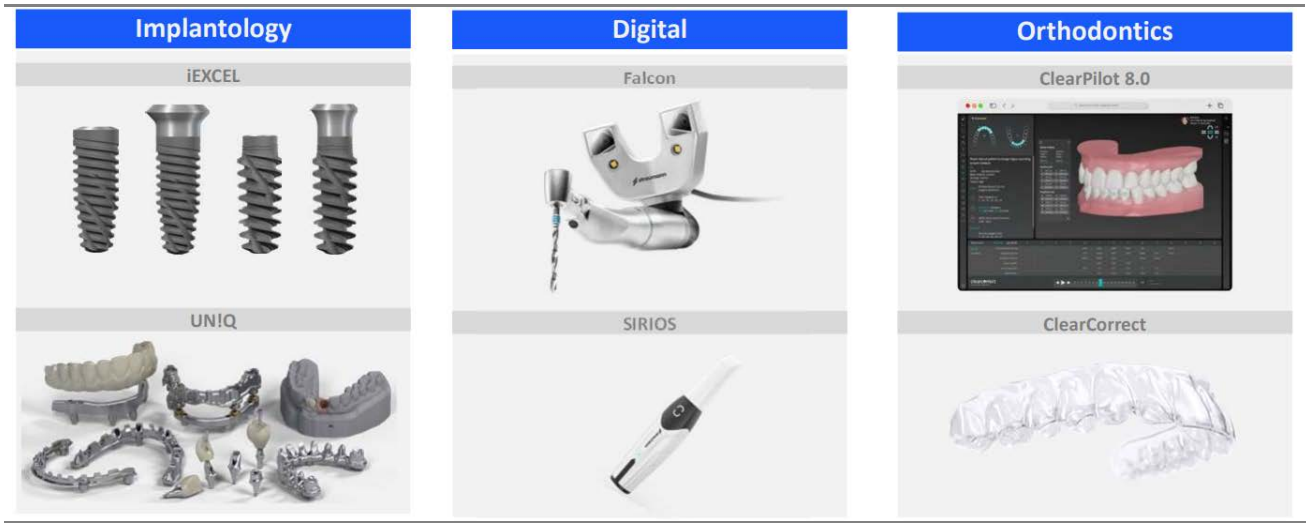


Source: Straumann, 다올투자증권

Straumann은 2024.03월 중국 구강 스캐너 제조 업체인 AlliedStar를 인수하였다. 이어 AlliedStar는 구강 스캐너 SIRIOS를 출시하였다. Straumann은 구강 스캐너 라인업 확대를 기반으로 디지털 덴티스트리 포트폴리오를 완비하고 있으며, 투명 교정 소프트웨어인 ClearPilot 8.0을 정식 출시하였다.

오스템임플란트의 경우, MBK파트너스가 구강스캐너 업체인 메디트를 보유하고 있는 가운데, 2024.05월 브라질 임플란트 3위 업체인 Implacil de Bortoli를 1,200억원에 인수하였으며, 2024.07월 미국 임플란트 업체인 Zimvie에 대한 인수를 논의하고 있다고 밝혔다. Straumann이 프리미엄 세그먼트에 대한 MS를 공고히 하며 지역과 세그먼트를 확장했던 전략과 유사하게 오스템임플란트 또한 동일한 볼트온 전략을 실행하고 있는 모양새다. 반면 오스템임플란트를 제외한 국내 업체들의 경우, 상대적으로 보유 현금 대비 M&A 등에 소극적인 스탠스를 취하고 있다.

Fig. 23: Straumann 신규 제품 라인업



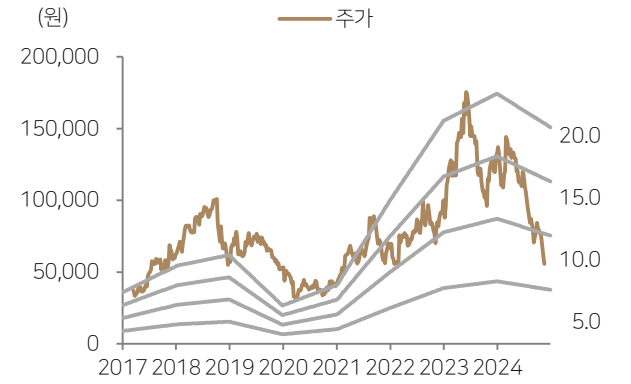
Source: Straumann, 다올투자증권

Fig. 24: 덴티움 PER Valuation

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EPS(원)	1,336	2,037	5,013	7,776	8,720	7,549	7,954	8,154
YOY	*-57%*	*52%*	*146%*	*55%*	*12%*	*-13%*	*5%*	*3%*
타겟 PER(배)							11.0	
적정주가(원)							90,000	
적정주가(원)							90,000	
종가(원)							58,800	
상승여력							53.1%	

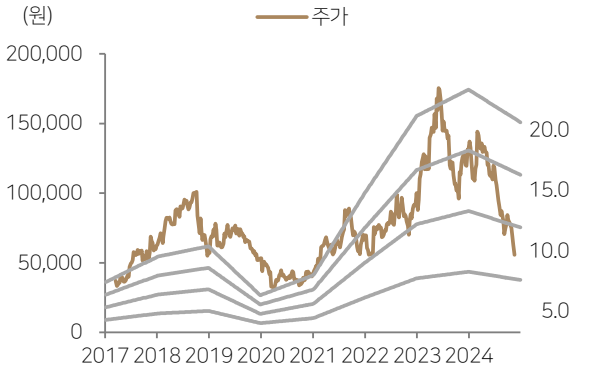
Source: 다올투자증권

Fig. 25: 덴티움 Fwd 12M PER



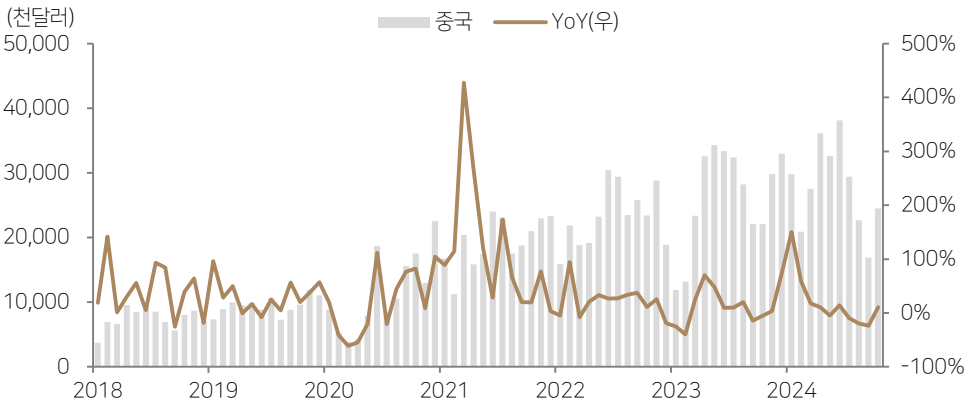
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 26: 덴티움 Fwd 12M PBR



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 27: 중국향 임플란트 수출 추이



Source: 다올투자증권

Fig. 28: 덴티움 실적 추정

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	68.8	106.4	93.8	124.2	82.7	111.7	94.6	127.8	393.2	416.8	447.8
YoY	*-7.7%*	*10.1%*	*3.4%*	*32.1%*	*20.2%*	*5.0%*	*0.9%*	*2.9%*	*10.5%*	*6.0%*	*7.4%*
해외	49.4	86.2	73.6	100.6	61.6	88.1	73.3	99.9	309.7	323.0	343.0
YoY	*-13.3%*	*9.4%*	*0.8%*	*32.7%*	*24.7%*	*2.3%*	*-0.4%*	*-0.7%*	*8.9%*	*4.3%*	*6.2%*
중국	33.1	57.2	54.2	57.4	43.3	58.5	49.3	54.5	201.9	205.6	213.9
YoY	*-18.9%*	*11.9%*	*11.9%*	*36.7%*	*30.9%*	*2.2%*	*-9.0%*	*-5.0%*	*10.7%*	*1.8%*	*4.0%*
아시아	8.9	9.5	11.2	12.8	9.5	13.8	13.1	14.7	42.3	51.1	57.9
YoY	*25.5%*	*-7.8%*	*-4.2%*	*37.1%*	*7.4%*	*44.7%*	*17.1%*	*15.0%*	*10.3%*	*20.6%*	*13.4%*
유럽	5.2	15.3	4.2	28.3	7.4	14.2	9.6	29.7	53.0	60.9	68.4
YoY	*-23.4%*	*-4.5%*	*-61.0%*	*26.4%*	*41.9%*	*-7.0%*	*129.5%*	*5.0%*	*-5.3%*	*15.0%*	*12.3%*
기타	2.3	4.1	4.0	2.1	1.4	1.7	1.2	1.0	12.5	5.3	2.8
YoY	*-4.8%*	*219.0%*	*95.0%*	*0.6%*	*-37.5%*	*-59.2%*	*-68.9%*	*-53.4%*	*59.5%*	*-57.3%*	*-47.4%*
국내	19.4	20.2	20.2	24.2	21.1	23.5	21.4	27.9	84.1	93.9	104.8
YoY	*10.8%*	*13.0%*	*14.0%*	*33.0%*	*8.9%*	*16.3%*	*5.6%*	*15.1%*	*17.8%*	*11.7%*	*11.6%*
GP	51.4	71.5	66.5	89.5	56.0	68.0	65.0	90.4	278.8	279.6	304.0
YoY	*-2.6%*	*5.5%*	*9.8%*	*12.4%*	*9.0%*	*-4.8%*	*-2.2%*	*1.1%*	*7.0%*	*0.3%*	*8.7%*
GPM	74.7%	67.2%	71.0%	72.0%	67.7%	60.9%	68.7%	70.8%	70.9%	67.1%	67.9%
OP	21.5	32.4	30.1	54.3	19.2	27.7	23.6	41.7	138.3	112.3	122.1
YoY	*5.5%*	*-8.0%*	*-10.9%*	*49.2%*	*-10.7%*	*-14.5%*	*-21.4%*	*-23.2%*	*10.0%*	*-18.8%*	*8.8%*
OPM	31.3%	30.4%	32.1%	43.7%	23.2%	24.8%	25.0%	32.6%	35.2%	26.9%	27.3%
매출원가율	*25.3%*	*32.8%*	*29.0%*	*28.0%*	*32.3%*	*39.1%*	*31.3%*	*29.2%*	*29.1%*	*32.9%*	*32.1%*
판관비율	*43.4%*	*36.7%*	*38.9%*	*28.3%*	*44.5%*	*36.1%*	*43.8%*	*38.1%*	*35.7%*	*40.1%*	*40.6%*
대손상각비	0.1	1.5	-0.2	-6.2	-0.2	-2.5	-0.4	0.0	-4.8	-3.2	-3.0
NP(지배)	18.3	20.1	24.1	34.0	16.7	20.6	14.6	32.2	96.5	84.2	88.0
YoY	*16.8%*	*-44.3%*	*-1.9%*	*250.0%*	*-8.8%*	*2.4%*	*-39.1%*	*-5.3%*	*12.2%*	*-12.8%*	*4.6%*
NPM	26.6%	18.9%	25.7%	27.4%	20.2%	18.5%	15.5%	25.2%	24.5%	20.2%	19.7%

Source: 다올투자증권

V. 중소형주: 개별 모멘텀으로 접근

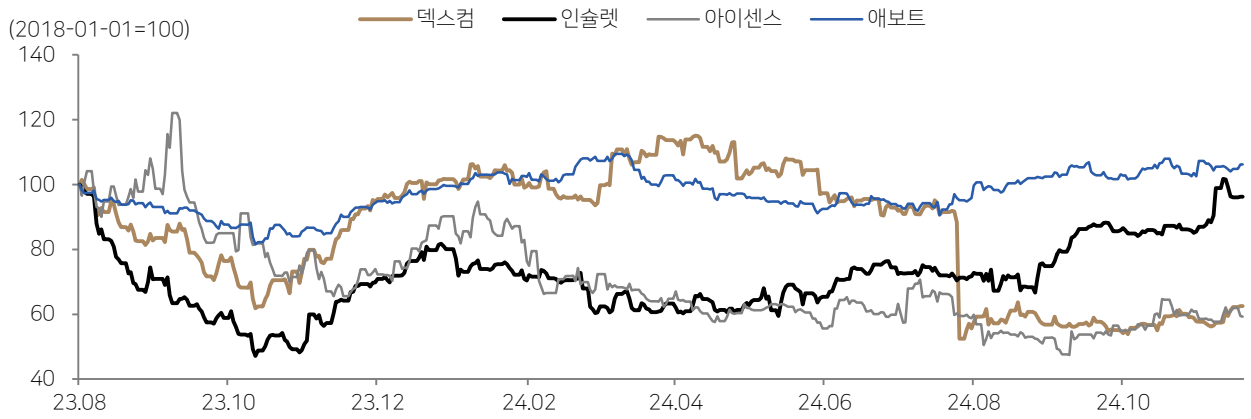
선호: 아이센스(BUY, TP 3만원), 엠아이텍(BUY, TP 1.3만원)
관심: 넥스트바이오메디컬(Not Rated)

아이센스의 적정주가를 3만원으로 하향 조정하며, 투자의견 BUY 유지한다. 적정주가 하향의 근거는 2형 당뇨 환자들에 대한 건강 보험 지급 결정되지 않음에 따라 내수 시장에서의 CGM 시장 확대 속도 감속이다. 아이센스는 3Q23 CGM 케어센스 에어를 출시하였으며, 국내 제약사인 한독과 디지털 헬스케어 사업 추진 중인 카카오 헬스케어가 파트너사로 계약을 체결했으나, 3Q24 CGM 매출액은 7억원에 불과했다. 또한 연내 기대했던 2형 당뇨 환자 대상 CGM 건보 적용 여부가 결정되지 않음에 대한 내수 시장 규모에 대한 불확실성이 커졌다. 그럼에도 동사에 대한 투자의견 BUY를 유지하는 이유는 1) 글로벌 파트너십과 2) 무보정 CGM 출시다. **글로벌 파트너십의 경우 2024.11월 중 계약 체결을 예정하고 있으며 유럽을 포함한 글로벌 계약으로 추정된다. 해당 계약을 기반으로 본격적인 동사의 CGM에 대한 매출 확대가 기대**되며 무보정 제품 출시로 당뇨 환자뿐만 아니라 일반인 혹은 전당뇨 환자 대상 영업 또한 가능해질 전망이다.

엠아이텍 투자 포인트는 1) 유럽 신규 계약에 따른 ASP 상승과 2) 엔저 완화에 따른 일본 매출액 상승, 3) 2025E 의정 사태 완화에 따른 국내 매출 반등 가능성이다. 유럽과 일본에서의 매출액 상승을 기반으로 2025E 매출액 643억원(YoY +20%), 영업이익 242억원(YoY +26%)을 전망한다. 국내를 제외한 해외 판매는 대리점 및 파트너 통해 판매 되고 있기에 판관비율 개선에 따른 OPM 개선을 기대한다. 유럽 계약 종료를 앞둔 파트너사 물량 증가와 엔저 완화에 따른 일본향 매출 증가가 실적 성장 견인 2025E EPS에 적정 PER 20배를 적용한 적정주가 13,000원 제시한다. 적정 PER의 기준은 글로벌 의료기기 업체 7개사의 시가총액 가중평균 PER에 20% 할인. 동사는 생분해성 비혈관 스텐트에 대한 연구 개발 또한 진행 중이다.

넥스트바이오메디컬은 내시경 지혈제 제조 업체로 글로벌 의료기기 업체인 Medtronic과 공급계약을 체결하여 제품력을 입증하였으며, 2022년말 FDA 품목 허가 획득하였다. 투자 포인트는 1) Nexpowder 하부 위장관 FDA 허가에 따른 매출 성장과 2) 일본향 Nexpowder 공급 계약 체결, 3) 근골격계 통증 색전 치료재 'Nexsphere-F' 개발이다. 2024.09월 Nexsphere-F FDA 허가용 임상시험계획 승인받아 4Q24E 임상 개시 기대한다. 2024E 매출액 100억원(YoY +105%), 영업적자 25억원(YoY 적자 지속) 추정. FDA로부터 하부 위장관 허가에 대하여 보완 요청을 받은 동사는 연내 재제출을 목표하여 1Q25E 하부위장관 FDA 품목 허가 목표하고 있으며, 일본향 Nexpowder 매출액은 공급 계약 체결 후, 2025E 개시 기대한다. 동사가 Nexpowder를 직접 제조하기에 가동률 개선에 따른 매출총이익률 개선 기대되며, 2025E 영업이익 기준 흑자 전환 기대한다.

Fig. 29: 당뇨병 의료기기 상대주가 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 30: 아이센스 실적 추정

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	60.6	62.5	67.0	74.9	68.4	69.9	71.5	79.7	265.1	289.5	325.4
YoY(%)	*-12%*	*1%*	*-2%*	*14%*	*13%*	*12%*	*7%*	*6%*	*0%*	*9%*	*12%*
혈당부문	50.8	52.8	57.5	64.6	57.4	58.0	60.9	68.5	225.8	244.8	277.6
CGM	-	-	0.1	0.8	1.7	1.8	0.7	2.4	0.9	6.6	26.6
국내	-	-	0.1	0.8	1.7	1.4	0.5	0.0	0.9	3.7	0.0
해외	-	-	-	0.0	-	0.4	0.2	0.0	0.0	0.6	0.0
POCT 부문	9.8	9.3	9.3	10.2	10.7	11.5	9.4	11.1	38.7	42.7	46.7
미국	18.4	21.7	27.4	32.5	24.6	26.8	30.1	34.5	100.0	116.0	121.8
아시아	10.8	12.5	10.2	13.6	11.6	12.6	11.0	13.6	47.1	48.7	49.8
국내	12.4	12.7	13.2	14.9	14.2	14.6	14.3	17.9	53.2	61.0	74.1
유럽	9.2	7.0	8.9	7.5	9.5	7.2	7.6	10.1	32.6	34.4	50.7
기타	9.8	9.0	7.4	6.4	8.9	8.7	7.3	3.6	32.7	28.5	29.1
매출총이익	25.1	23.9	26.8	30.3	27.2	28.5	29.9	33.8	106.1	119.4	142.3
YoY(%)	*-15%*	*-9%*	*4%*	*28%*	*9%*	*19%*	*11%*	*12%*	*1%*	*13%*	*19%*
GPM	41.3%	38.3%	40.0%	40.4%	39.8%	40.8%	41.7%	42.5%	40.0%	41.3%	43.7%
영업이익	4.5	3.8	-0.4	3.0	0.8	2.0	3.8	3.4	10.9	10.0	17.8
YoY(%)	*-54%*	*-48%*	*적전*	*흑전*	*-82%*	*-49%*	*흑전*	*11%*	*-45%*	*-9%*	*78%*
OPM	7.4%	6.1%	-0.7%	4.1%	1.2%	2.8%	5.3%	4.2%	4.1%	3.4%	5.5%
판관비	20.6	20.1	27.3	27.2	26.4	26.6	26.0	30.5	95.1	109.5	124.5
인건비	7.5	7.8	8.8	10.2	9.4	9.8	9.5	10.8	34.3	39.5	44.3
지급수수료	2.9	2.3	5.2	3.4	3.5	3.9	3.0	4.3	13.9	14.7	16.3
연구개발비	6.5	6.0	7.8	6.7	7.3	8.2	7.3	8.9	27.0	31.8	38.5
지배주주 NP	4.2	2.8	-0.8	-2.4	-0.3	0.0	0.9	0.8	3.4	1.1	5.8
YoY(%)	*-68%*	*14%*	*적전*	*흑전*	*-106%*	*-100%*	*흑전*	*흑전*	*-79%*	*-66%*	*406%*
NPM	6.9%	4.4%	-1.3%	-3.2%	-0.4%	0.0%	1.2%	1.0%	1.3%	0.4%	1.8%

Source: 다올투자증권

Fig. 31: 아이센스 DCF Valuation

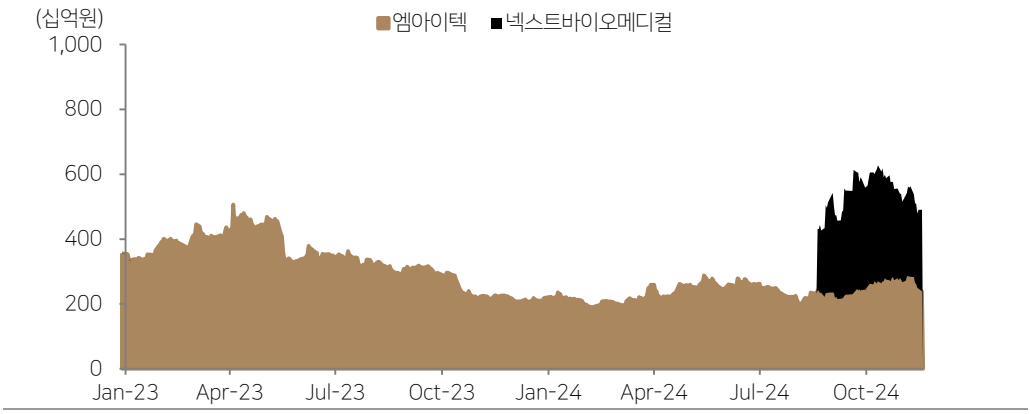
(십억원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
매출액	289.5	325.4	366.1	426.3	504.8	567.3	623.1	696.0	790.6	918.8
YoY	*9%*	*12%*	*13%*	*16%*	*18%*	*12%*	*10%*	*12%*	*14%*	*16%*
BGM 포함 Legacy	282.9	298.8	316.9	337.1	359.6	341.6	324.5	308.3	292.9	278.2
YoY		*6%*	*6%*	*6%*	*7%*	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
CGM	6.6	26.6	49.2	89.2	145.2	225.7	298.5	387.7	497.8	640.6
YoY		*302%*	*85%*	*81%*	*63%*	*55%*	*32%*	*30%*	*28%*	*29%*
EBIT	10.0	17.8	17.5	58.6	76.4	97.8	111.8	129.7	152.9	184.1
YoY	*-9%*	*78%*	*-2%*	*236%*	*30%*	*28%*	*14%*	*16%*	*18%*	*20%*
EBIT 마진율	3.4%	5.5%	4.8%	13.8%	15.1%	17.2%	17.9%	18.6%	19.3%	20.0%
세율	50.8%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%
NOPLAT	**4.9**	**13.5**	**13.2**	**44.5**	**57.9**	**74.1**	**84.7**	**98.4**	**115.9**	**139.6**
유무형 감가상각비	15.2	18.9	22.2	22.4	22.6	30.5	33.6	37.0	40.8	47.2
매출액 대비 비중(%)	5.2%	5.8%	6.1%	5.3%	4.5%	5.4%	5.4%	5.3%	5.2%	5.1%
Gross Cash Flow	**20.1**	**32.4**	**35.4**	**66.8**	**80.5**	**104.6**	**118.3**	**135.3**	**156.7**	**186.8**
순운전자본 변동	12.9	12.3	7.1	38.8	-1.4	57.1	20.6	28.4	41.2	50.3
순운전자본(기초)	126.3	139.1	151.5	158.6	197.5	196.0	253.1	273.7	302.1	343.3
순운전자본(기말)	139.1	151.5	158.6	197.5	196.0	253.1	273.7	302.1	343.3	393.6
매출액 대비 비중(%)	48.1%	46.5%	43.3%	46.3%	38.8%	44.6%	43.9%	43.4%	43.4%	42.8%
CAPEX	17.1	30.2	32.0	20.3	20.6	37.2	41.7	42.9	44.7	53.6
매출액 대비 비중(%)	5.9%	9.3%	8.7%	4.8%	4.1%	6.6%	6.7%	6.2%	5.7%	5.8%
투자현금흐름	**29.9**	**42.6**	**39.1**	**59.2**	**19.2**	**94.3**	**62.3**	**71.3**	**85.9**	**103.9**
Free Cash Flow	-9.8	-10.2	-3.7	7.7	61.4	10.3	56.1	64.0	70.8	82.9

항목	%	비고
Cost of Equity	11.0%	
Risk Free	3.0%	3년 국고채
Beta	1.01	52주 평균 베타
Risk Premium	7.9%	KOSPI 12M Fwd PER 역수 - 3년 국고채
Cost of Debt	5.2%	
WACC	8.7%	
Terminal Growth	3.0%	

NPV of FCF	180.8
NPV of CV	719.3
Enterprise Value	900.1
비영업가치	76.2
부채	143.8
자본가치	832.5
보통주수 (천주)	27,637.3
적정 주가 (원)	30,000

Source: 다올투자증권

Fig. 32: 넥스트바이오메디컬과 엠아이텍 합산 시가총액 추이



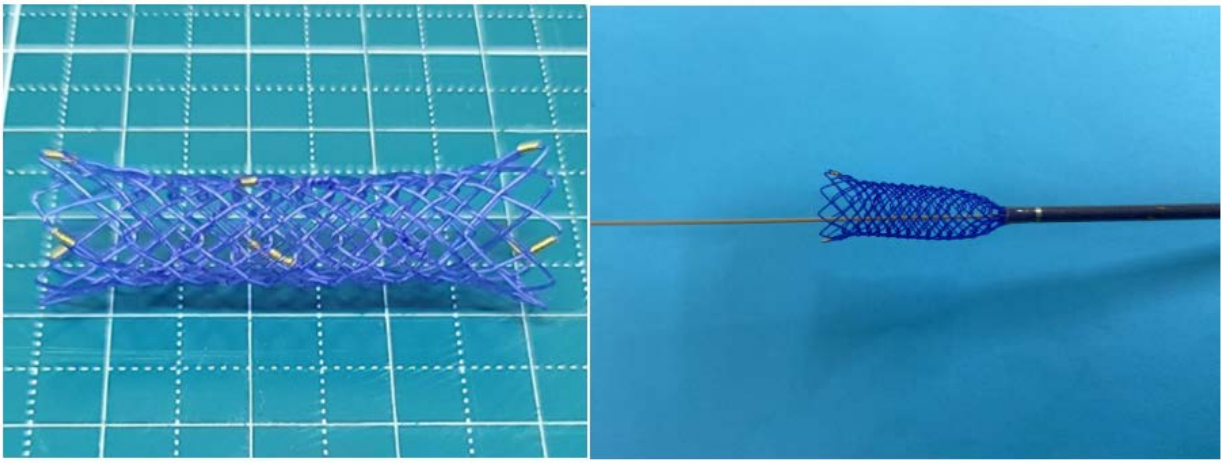
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 33: 엠아이텍 실적 추정

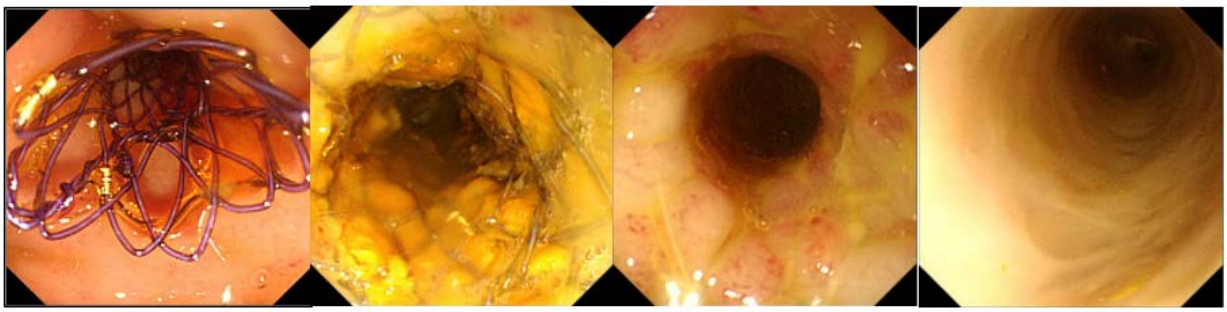
(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	12.4	11.3	7.2	15.5	13.3	12.8	15.4	12.1	46.4	53.6	64.3
YoY	*19.6%*	*-22.2%*	*-42.4%*	*-17.6%*	*7.2%*	*13.3%*	*113.1%*	*-22.1%*	*-17.5%*	*15.5%*	*20.1%*
해외	8.9	7.2	5.3	10.4	10.4	9.7	11.8	9.0	31.9	41.0	50.4
YoY	*18.0%*	*-28.7%*	*-36.1%*	*-42.6%*	*17.2%*	*34.6%*	*121.4%*	*-13.4%*	*-27.9%*	*28.6%*	*23.1%*
유럽	0.3	0.9	2.3	4.0	2.8	2.7	3.9	2.9	7.6	12.4	16.9
YoY	*-88.6%*	*-64.7%*	*-35.2%*	*-49.6%*	*852.7%*	*189.9%*	*67.0%*	*-27.0%*	*-54.9%*	*62.9%*	*36.9%*
아시아	7.3	4.8	1.9	4.8	6.5	5.1	6.2	4.3	18.8	22.1	26.5
YoY	*91.9%*	*-26.6%*	*-43.2%*	*-41.5%*	*-11.8%*	*6.3%*	*228.0%*	*-10.0%*	*-14.1%*	*17.4%*	*20.0%*
미국	1.0	1.0	0.6	0.9	0.9	1.4	1.2	1.1	3.5	4.5	5.0
YoY	*10.2%*	*52.8%*	*-29.0%*	*-19.1%*	*-9.9%*	*41.7%*	*90.3%*	*20.0%*	*-1.1%*	*30.0%*	*10.0%*
기타	0.3	0.5	0.5	0.7	0.3	0.5	0.6	0.6	2.0	2.0	2.1
YoY	*13.8%*	*65.3%*	*-11.2%*	*-16.4%*	*-5.6%*	*0.0%*	*11.8%*	*-2.6%*	*2.8%*	*1.3%*	*2.0%*
국내	3.5	4.1	1.9	5.0	2.9	3.1	3.7	3.0	14.5	12.6	13.9
YoY	*104.1%*	*24.7%*	*-38.6%*	*27.5%*	*-18.3%*	*-24.5%*	*92.3%*	*-40.0%*	*20.5%*	*-12.9%*	*10.0%*
OP	4.0	2.7	2.1	5.2	5.4	3.8	6.0	3.9	14.1	19.2	24.2
YoY	*62.5%*	*-38.7%*	*-35.7%*	*-57.1%*	*34.4%*	*39.5%*	*183.7%*	*-24.8%*	*-36.9%*	*36.2%*	*26.2%*
OPM	32.7%	24.3%	29.2%	33.4%	41.0%	29.9%	38.9%	32.2%	30.3%	35.8%	37.6%
매출원가율	*41.7%*	*49.0%*	*43.1%*	*47.0%*	*38.2%*	*42.2%*	*42.3%*	*44.2%*	*45.4%*	*41.7%*	*40.9%*
판관비율	*25.7%*	*26.7%*	*27.7%*	*19.7%*	*20.8%*	*27.9%*	*18.8%*	*23.6%*	*24.2%*	*22.5%*	*21.5%*
NP	4.9	1.9	1.0	4.9	5.6	4.8	4.4	3.1	12.8	17.8	19.2
YoY	*55.9%*	*-60.6%*	*-82.5%*	*-6.8%*	*13.7%*	*155.4%*	*318.7%*	*-38.1%*	*-33.2%*	*39.1%*	*8.0%*
NPM	40.0%	16.5%	14.4%	32.0%	42.4%	37.2%	28.2%	25.4%	27.6%	33.2%	29.9%

Source: 다올투자증권

Fig. 34: 엠아이텍 다중층 약물방출 생분해성 스텐트



<참고자료 , 자가 팽창형 약물방출 생분해성 소화기계 스텐트 및 스텐트 전달장치에 탑재된 모습>



담도 협착부위 삽입 후 1주 후 3주 후 16주 후

<참고자료, 대동물 담도 협착 부위에 약물방출 생분해성 스텐트를 삽입 후 협착이 확장되어 가는 모습 및 시간이 지남에 따라 담도 내강이 원상 복귀되어 완벽히 치유된 모습>

Source: 엠아이텍, 다올투자증권

VI. 의료 AI: 트레이딩 이상의 의미가 되기 위해서는

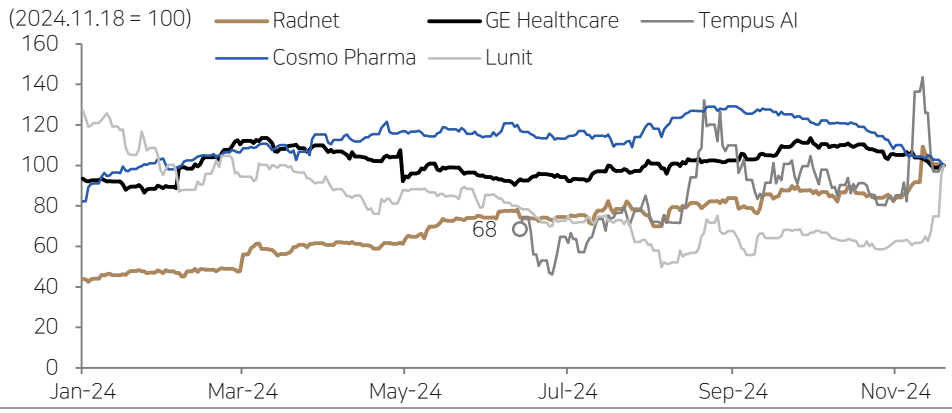
관심: 루닛 (Not Rated)

2024년 국내 의료 AI 업체들은 주가 부진을 겪었다. 2024년 흑자 전환을 목표로 하던 뷰노와 제이엘케이는 기대 대비 부진한 매출액 기록하며 분기 흑전도 어려운 상황이다. 다시금 국내 의료 AI는 실적 대비 모멘텀에 의존한 주가 상승 구간에 직면했다. 11/17일 루닛은 표적 항암제를 위한 AI 바이오마커 입찰에서 단독으로 선정되었다. 이번 계약은 EGFR 변이 판독을 위해 '루닛 스코프 지노타입 프리딕터'를 활용할 계획이다.

양사간 제품 개발을 위한 임상이나 논문 등 진척에 따라 일정 부분 마일스톤을 수취하는 마스터 계약이며, 향후 제품 개발에 따라 본계약 또한 기대된다. 제품 개발까지 기간을 고려한다면 본계약까지의 기간은 최소 1년 이상 소요될 전망이다. 조직 생검에서의 Human Error 이슈나 NGS/PCR 비용 부담을 완화하기 위한 방향으로 제품 개발이 이루어질 전망이다. 국내 PCR이나 NGS 검사 비용이 100만원 이하에 진행되며, 해외 또한 1,000달러 전후의 가격에서 검사가 이루어지고 있다. 이번 계약의 의미는 상업화가 점진적으로 이루어지던 루닛 스코프가 처음으로 글로벌 빅파마와 계약이 이루어진 첫 사례리며, 향후 조직 생검 동반진단에 있어 추가적인 빅파마들과의 논의를 기대할 수 있다.

의료 AI 업체들의 실적 부진으로 주가가 YTD 하락한 상황에서 의료 AI에 대한 기대감이 긍정적으로 작용하였다. 반면 해외 의료 AI 업체들은 자사 보유 플랫폼(검진센터/하드웨어)을 기반으로 AI 채택율을 높이며 실적 개선이 이루어지고 있는데 반해 국내 대부분 업체들은 플랫폼 부재하며 소프트웨어 Only 판매를 진행하고 있다. 확장성이나 선점 효과가 부족하다는 판단, 하드웨어를 보유하고 있는 업체는 심전도 패치 모비케어를 보유하고 있는 씨어스테크놀로지가 있으며, 플랫폼 업체로 확장 전략을 모색 중인 루닛(Not Rated)을 주목한다.

Fig. 35: 의료 AI 업체 주가 추이



Source: Quantiwise, 다올투자증권

일론 머스크의 발언 또한 이슈가 되고 있다. 일론 머스크는 X 상에서 AI가 의사와 변호사의 수준을 따라잡을 것이라는 발언을 올렸으며, 지난 10/29일에는 xAI가 개발한 생성형 AI 모델인 그록을 활용하여 개인 의료정보를 분석할 수 있다고 밝힌 바 있다.

환자의 상태를 진단하는 것은 의사가 건강 상태나 환자의 질병 징후의 결과를 알려는 것으로 병의 오진하였을 때 그에 따른 치료가 이루어졌을 때 부작용이 생긴다. AI가 단독으로 진단하는 경우 생길 수 있는 부작용으로 아직 FDA는 굉장히 소수의 제품에 대해서만 자율형 AI를 기반한 의료기기를 허가하고 있기 때문에 생성형 AI 모델을 기반으로 한 진단 결과는 그 정확도 여부를 떠나 진단 행위로 인정되지 않는다.

다만 도널드 트럼프 차기 행정부에서 비벡 라마스와미와 일론 머스크가 정부 효율부를 이끌고 있으며 AI를 언급한 만큼 의료 AI 업종의 단기 기대감이 작용할 수 있다.

Fig. 36: 일론 머스크 코멘트



Source: X, 다올투자증권

아이센스 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	217.2	217.8	285.6	284.2	278.2
현금성자산	66.6	47.3	103.1	81.8	66.1
매출채권	57.4	67.1	70.0	72.5	76.3
재고자산	80.7	83.5	92.5	109.7	115.4
비유동자산	232.4	281.0	270.4	282.7	293.5
투자자산	39.8	42.6	23.3	24.2	25.2
유형자산	177.6	200.0	207.2	220.4	232.1
무형자산	15.0	38.5	40.0	38.0	36.2
자산총계	449.6	498.8	556.1	566.9	571.7
유동부채	74.6	139.3	139.5	147.0	149.5
매입채무	32.8	41.1	40.3	47.8	50.3
유동성이자부채	35.3	95.2	96.0	96.0	96.0
비유동부채	70.3	56.0	99.5	99.7	100.0
비유동이자부채	66.1	48.7	90.0	90.0	90.0
부채총계	144.8	195.3	238.9	246.7	249.5
자본금	6.9	13.8	13.8	13.8	13.8
자본잉여금	47.0	41.7	51.3	51.3	51.3
이익잉여금	213.9	211.6	210.2	213.2	215.2
자본조정	18.0	17.3	22.1	22.1	22.1
자기주식	(0.5)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
자본총계	304.8	303.5	317.2	320.2	322.1
투하자본	317.0	371.1	390.6	414.5	431.8
순차입금	34.8	96.5	82.9	104.2	119.9
ROA	3.6	0.7	0.2	1.0	0.8
ROE	5.7	1.2	0.4	1.9	1.6
ROIC	5.4	1.8	1.3	3.3	3.1

손익계산서

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	264.8	265.1	289.5	325.4	366.1
증가율 (Y-Y,%)	13.7	0.1	9.2	12.4	12.5
영업이익	19.8	10.9	10.0	17.8	17.5
증가율 (Y-Y,%)	(43.1)	(44.8)	(8.8)	78.3	(1.7)
EBITDA	31.9	24.5	25.1	36.7	39.6
영업외손익	(0.7)	(4.8)	(7.6)	(10.1)	(11.3)
순이자수익	0.2	(1.0)	(3.3)	(4.7)	(5.2)
외화관련손익	(0.8)	0.5	(0.3)	0.0	0.0
지분법손익	(2.2)	(1.9)	(2.2)	(2.5)	(2.8)
세전계속사업손익	19.2	6.1	2.3	7.7	6.2
당기순이익	15.9	3.4	1.2	5.8	4.7
지배기업당기순이익	16.1	3.7	1.4	5.8	4.7
증가율 (Y-Y,%)	(36.8)	(78.6)	(66.2)	404.1	(18.9)
NOPLAT	16.5	6.1	4.9	13.5	13.2
(+) Dep	12.1	13.6	15.2	18.9	22.2
(-) 운전자본투자	6.5	15.0	12.9	12.3	7.1
(-) Capex	22.0	42.1	16.7	30.2	32.0
OpFCF	(0.0)	(37.5)	(9.5)	(10.2)	(3.7)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	11.7	9.2	7.5	7.1	11.4
영업이익증가율(3Yr)	(13.1)	(28.9)	(34.1)	(3.5)	16.9
EBITDA증가율(3Yr)	(7.4)	(16.0)	(18.1)	4.8	17.4
순이익증가율(3Yr)	(11.9)	(50.0)	(64.2)	(28.5)	11.4
영업이익률(%)	7.5	4.1	3.4	5.5	4.8
EBITDA마진(%)	12.0	9.2	8.7	11.3	10.8
순이익률 (%)	6.0	1.3	0.4	1.8	1.3

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금	6.7	13.0	20.1	15.1	22.8
당기순이익	15.9	3.4	1.2	5.8	4.7
자산상각비	12.1	13.6	15.2	18.9	22.2
운전자본증감	(32.7)	(10.1)	(24.3)	(12.3)	(7.1)
매출채권감소(증가)	(5.5)	(11.6)	(2.7)	(2.5)	(3.8)
재고자산감소(증가)	(32.4)	6.3	(9.9)	(17.2)	(5.7)
매입채무증가(감소)	9.3	(4.1)	0.4	7.5	2.5
투자현금	16.5	(63.8)	(29.6)	(34.7)	(36.8)
단기투자자산감소	43.3	4.5	(12.2)	(1.0)	(1.0)
장기투자증권감소	(2.6)	(1.0)	(1.0)	(2.9)	(3.2)
설비투자	(22.0)	(42.1)	(16.7)	(30.2)	(32.0)
유무형자산감소	8.7	(0.6)	(0.2)	0.0	0.0
재무현금	(9.2)	34.9	40.9	(2.8)	(2.8)
차입금증가	(6.2)	39.2	42.5	0.0	0.0
자본증가	(3.7)	(4.5)	(1.2)	(2.8)	(2.8)
배당금지급	4.1	4.8	2.8	2.8	2.8
현금 증감	14.4	(16.3)	33.3	(22.3)	(16.8)
총현금흐름(Gross CF)	42.3	29.2	46.9	27.5	29.9
(-) 운전자본증가(감소)	6.5	15.0	12.9	12.3	7.1
(-) 설비투자	22.0	42.1	16.7	30.2	32.0
(+) 자산매각	8.7	(0.6)	(0.2)	0.0	0.0
Free Cash Flow	26.1	(44.7)	(7.0)	(19.5)	(14.0)
(-) 기타투자	2.6	1.0	1.0	2.9	3.2
잉여현금	23.5	(45.7)	(8.0)	(22.4)	(17.2)

주요투자지표

(원, 배)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Per share Data					
EPS	587	135	50	210	170
BPS	9,854	8,935	9,316	9,496	9,634
DPS	175	100	100	100	100
Multiples(x,%)					
PER	28.0	212.2	373.5	89.5	110.4
PBR	1.7	3.2	2.0	2.0	2.0
EV/ EBITDA	15.3	36.1	24.0	17.0	16.1
배당수익율	1.1	0.3	0.5	0.5	0.5
PCR	10.7	27.0	11.1	18.9	17.4
PSR	1.7	3.0	1.8	1.6	1.4
재무건전성 (%)					
부채비율	47.5	64.4	75.3	77.1	77.5
Net debt/Equity	11.4	31.8	26.1	32.5	37.2
Net debt/EBITDA	109.1	393.9	329.9	283.9	302.7
유동비율	291.3	156.3	204.8	193.4	186.1
이자보상배율	n/a	10.9	3.0	3.8	3.4
이자비용/매출액	0.7	1.1	2.3	3.0	3.0
자산구조					
투하자본(%)	74.9	80.5	75.6	79.6	82.5
현금+투자자산(%)	25.1	19.5	24.4	20.4	17.5
자본구조					
차입금(%)	25.0	32.2	37.0	36.7	36.6
자기자본(%)	75.0	67.8	63.0	63.3	63.4

자료: 다올투자증권

덴티움 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	303.7	370.6	412.1	464.1	518.3
현금성자산	73.8	88.3	46.2	77.9	114.6
매출채권	112.2	139.7	182.1	192.5	201.6
재고자산	100.8	127.0	168.1	177.7	186.1
비유동자산	370.9	403.2	454.5	489.7	524.6
투자자산	60.3	63.8	93.6	97.4	101.3
유형자산	307.7	335.4	351.4	376.4	402.1
무형자산	2.8	4.0	9.5	15.9	21.2
자산총계	674.6	773.8	866.5	953.8	1,042.9
유동부채	229.3	263.0	280.5	283.0	285.4
매입채무	29.7	31.0	32.5	34.4	36.0
유동성이자부채	138.3	163.6	179.0	179.0	179.0
비유동부채	72.1	46.9	56.0	56.1	56.2
비유동이자부채	70.3	45.1	53.3	53.3	53.3
부채총계	301.4	309.9	336.5	339.1	341.5
자본금	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2
자본잉여금	49.3	49.3	49.3	49.3	49.3
이익잉여금	331.4	424.3	506.5	591.1	677.9
자본조정	(13.0)	(15.1)	(30.8)	(30.8)	(30.8)
자기주식	(19.0)	(19.0)	(19.0)	(19.0)	(19.0)
자본총계	373.2	463.9	530.0	614.6	701.4
투하자본	507.8	580.5	712.2	764.9	814.9
순차입금	134.7	120.4	186.1	154.4	117.7
ROA	13.8	13.3	10.2	9.7	9.0
ROE	25.9	23.0	16.7	15.4	13.7
ROIC	19.8	18.2	13.5	12.5	12.0

손익계산서

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	355.9	393.2	416.8	447.8	470.4
증가율 (Y-Y,%)	22.1	10.5	6.0	7.4	5.1
영업이익	125.7	138.3	112.3	122.1	124.8
증가율 (Y-Y,%)	79.9	10.0	(18.8)	8.8	2.3
EBITDA	144.7	159.2	136.0	148.1	153.7
영업외손익	(7.3)	(3.8)	(5.1)	(6.0)	(5.8)
순이자수익	(6.1)	(6.1)	(7.4)	(7.4)	(7.3)
외화관련손익	(2.6)	1.3	5.2	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	118.4	134.5	107.1	116.1	119.1
당기순이익	86.1	96.5	83.3	88.0	90.3
지배기업당기순이익	86.1	96.5	83.6	88.0	90.3
증가율 (Y-Y,%)	55.2	12.1	(13.7)	5.7	2.5
NOPLAT	91.5	99.3	87.3	92.6	94.6
(+) Dep	18.9	20.9	23.8	26.0	28.8
(-) 운전자본투자	48.4	44.1	81.4	17.8	15.2
(-) Capex	52.7	42.3	32.8	48.2	50.6
OpFCF	9.3	33.8	(3.2)	52.7	57.6
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	12.1	19.6	12.7	8.0	6.2
영업이익증가율(3Yr)	41.2	51.7	17.1	(1.0)	(3.3)
EBITDA증가율(3Yr)	35.6	43.0	17.9	0.8	(1.2)
순이익증가율(3Yr)	84.5	63.2	14.5	0.7	(2.2)
영업이익률(%)	35.3	35.2	26.9	27.3	26.5
EBITDA마진(%)	40.6	40.5	32.6	33.1	32.7
순이익률 (%)	24.2	24.5	20.0	19.7	19.2

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금	47.0	65.0	(14.9)	96.4	103.9
당기순이익	86.1	96.5	83.3	88.0	90.3
자산상각비	18.9	20.9	23.8	26.0	28.8
운전자본증감	(80.8)	(58.9)	(97.0)	(17.8)	(15.2)
매출채권감소(증가)	(46.8)	(28.5)	(36.5)	(10.5)	(9.0)
재고자산감소(증가)	(25.9)	(27.9)	(50.5)	(9.7)	(8.3)
매입채무증가(감소)	0.2	3.3	3.2	1.9	1.6
투자현금	(49.0)	(47.2)	(41.7)	(61.3)	(63.9)
단기투자자산감소	0.0	(3.8)	(0.0)	(0.1)	(0.1)
장기투자증권감소	4.3	0.0	(0.1)	(0.2)	(0.2)
설비투자	(52.7)	(42.3)	(32.8)	(48.2)	(50.6)
유무형자산감소	(1.3)	(1.5)	(6.9)	(9.3)	(9.3)
재무현금	8.8	(2.8)	15.5	(3.4)	(3.4)
차입금증가	10.9	(0.2)	19.0	0.0	0.0
자본증가	(2.2)	(2.6)	(3.4)	(3.4)	(3.4)
배당금지급	2.2	2.6	3.4	3.4	3.4
현금 증감	6.2	14.9	(42.0)	31.7	36.6
총현금흐름(Gross CF)	165.3	161.7	107.9	114.1	119.2
(-) 운전자본증가(감소)	48.4	44.1	81.4	17.8	15.2
(-) 설비투자	52.7	42.3	32.8	48.2	50.6
(+) 자산매각	(1.3)	(1.5)	(6.9)	(9.3)	(9.3)
Free Cash Flow	35.5	55.6	(30.8)	35.1	40.1
(-) 기타투자	(4.3)	0.0	0.1	0.2	0.2
잉여현금	39.8	55.6	(30.8)	35.0	39.9

주요투자지표

(원, 배)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Per share Data					
EPS	7,776	8,720	7,549	7,954	8,154
BPS	33,522	41,616	47,131	54,192	61,560
DPS	300	400	400	400	400
Multiples(x,%)					
PER	12.9	15.0	7.8	7.4	7.2
PBR	3.0	3.1	1.2	1.1	1.0
EV/ EBITDA	8.6	9.9	6.2	5.4	5.0
배당수익율	0.3	0.3	0.7	0.7	0.7
PCR	6.7	9.0	6.0	5.7	5.5
PSR	3.1	3.7	1.6	1.5	1.4
재무건전성 (%)					
부채비율	80.8	66.8	63.5	55.2	48.7
Net debt/Equity	36.1	26.0	35.1	25.1	16.8
Net debt/EBITDA	93.1	75.7	136.8	104.2	76.6
유동비율	132.5	140.9	146.9	164.0	181.6
이자보상배율	20.6	22.6	15.1	16.6	17.1
이자비용/매출액	1.9	1.9	2.0	1.9	1.8
자산구조					
투하자본(%)	79.1	79.2	83.6	81.4	79.1
현금+투자자산(%)	20.9	20.8	16.4	18.6	20.9
자본구조					
차입금(%)	35.9	31.0	30.5	27.4	24.9
자기자본(%)	64.1	69.0	69.5	72.6	75.1

자료: 다올투자증권

원텍 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	63.1	139.4	163.8	188.6	217.4
현금성자산	18.3	70.7	92.0	109.6	132.4
매출채권	8.4	15.4	0.0	0.0	0.0
재고자산	22.0	39.8	58.3	65.3	71.2
비유동자산	10.7	13.9	14.4	14.7	15.1
투자자산	3.3	4.7	4.6	4.8	5.0
유형자산	7.0	7.9	8.6	8.7	9.0
무형자산	0.3	1.3	1.2	1.2	1.1
자산총계	73.8	153.3	178.2	203.2	232.5
유동부채	11.7	52.9	55.5	56.7	57.7
매입채무	5.5	7.0	8.4	9.4	10.3
유동성이자부채	0.6	29.5	30.4	30.4	30.4
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	56.6	57.8	58.8
자본금	8.8	8.8	8.9	8.9	8.9
자본잉여금	35.7	36.0	41.6	41.6	41.6
이익잉여금	10.6	49.4	68.3	92.1	120.4
자본조정	1.9	5.1	2.8	2.8	2.8
자기주식	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
자본총계	57.1	99.3	121.6	145.4	173.7
투하자본	44.1	58.6	60.7	66.9	72.3
순차입금	(12.9)	(40.7)	(60.9)	(78.6)	(101.3)
ROA	22.1	34.2	14.1	14.8	15.0
ROE	32.3	49.7	21.2	21.2	20.5
ROIC	57.2	72.8	38.7	43.3	45.9

손익계산서

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	81.5	115.6	109.5	121.7	133.9
증가율 (Y-Y,%)	59.6	41.9	(5.3)	11.1	10.1
영업이익	26.8	46.0	31.3	36.4	42.2
증가율 (Y-Y,%)	156.9	72.1	(31.9)	16.2	15.9
EBITDA	28.5	47.9	33.6	38.6	44.5
영업외손익	(9.0)	1.7	0.4	0.9	1.0
순이자수익	(0.1)	0.9	0.1	0.0	0.0
외화관련손익	0.2	(0.2)	1.1	0.7	0.8
지분법손익	0.0	0.0	(0.1)	0.0	0.0
세전계속사업손익	17.8	47.8	31.7	37.3	43.2
당기순이익	13.4	38.8	23.4	28.3	32.7
지배기업당기순이익	13.4	38.8	23.4	28.3	32.7
증가율 (Y-Y,%)	(21.3)	189.9	(39.8)	21.0	15.7
NOPLAT	20.1	37.4	23.1	27.6	32.0
(+) Dep	1.7	1.8	2.3	2.2	2.3
(-) 운전자본투자	22.7	11.4	1.6	6.0	5.1
(-) Capex	0.5	2.1	2.1	2.2	2.4
OpFCF	(1.4)	25.7	21.6	21.6	26.7
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	28.4	56.8	28.9	14.3	5.0
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	44.4	10.8	(2.9)
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	39.3	10.7	(2.4)
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	11.2	28.3	(5.6)
영업이익률(%)	32.8	39.8	28.6	29.9	31.5
EBITDA마진(%)	34.9	41.4	30.7	31.8	33.2
순이익률 (%)	16.4	33.6	21.3	23.2	24.4

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금	14.8	26.0	29.5	24.5	29.9
당기순이익	13.4	38.8	23.4	28.3	32.7
자산상각비	1.7	1.8	2.3	2.2	2.3
운전자본증감	(14.5)	(26.8)	(2.6)	(6.0)	(5.1)
매출채권감소(증가)	(3.4)	(9.9)	10.0	0.0	0.0
재고자산감소(증가)	(9.2)	(19.9)	(20.4)	(7.0)	(6.0)
매입채무증가(감소)	(1.1)	1.1	1.4	1.0	0.9
투자현금	(6.8)	(45.7)	0.6	(4.6)	(4.9)
단기투자자산감소	(6.3)	(42.6)	3.0	(2.1)	(2.2)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
설비투자	(0.5)	(2.1)	(2.1)	(2.2)	(2.4)
유무형자산감소	0.1	(0.9)	0.2	(0.0)	(0.0)
재무현금	(4.1)	25.7	(2.5)	(4.5)	(4.5)
차입금증가	(4.1)	25.4	(0.7)	0.0	0.0
자본증가	(0.0)	0.2	(1.8)	(4.5)	(4.5)
배당금지급	0.0	0.0	4.4	4.5	4.5
현금 증감	3.8	5.9	27.8	15.5	20.6
총현금흐름(Gross CF)	29.4	52.0	38.4	30.5	35.0
(-) 운전자본증가(감소)	22.7	11.4	1.6	6.0	5.1
(-) 설비투자	0.5	2.1	2.1	2.2	2.4
(+) 자산매각	0.1	(0.9)	0.2	(0.0)	(0.0)
Free Cash Flow	8.2	(20.5)	36.3	20.0	25.1
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
잉여현금	8.2	(20.5)	36.3	20.0	25.1

주요투자지표

(원, 배)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Per share Data					
EPS	152	440	262	316	366
BPS	645	1,112	1,348	1,615	1,931
DPS	0	50	50	50	50
Multiples(x,%)					
PER	30.5	21.2	17.2	14.2	12.3
PBR	7.2	8.4	3.3	2.8	2.3
EV/ EBITDA	13.9	16.3	10.1	8.4	6.8
배당수익율	0.0	0.5	1.1	1.1	1.1
PCR	13.9	15.8	10.5	13.2	11.5
PSR	5.0	7.1	3.7	3.3	3.0
재무건전성 (%)					
부채비율	29.3	54.4	46.5	39.7	33.9
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	541.1	263.4	295.3	332.8	377.0
이자보상배율	199.3	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.5	0.6	1.5	n/a	n/a
자산구조					
투하자본(%)	67.2	43.7	38.6	36.9	34.5
현금+투자자산(%)	32.8	56.3	61.4	63.1	65.5
자본구조					
차입금(%)	8.5	23.2	20.3	17.6	15.2
자기자본(%)	91.5	76.8	79.7	82.4	84.8

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 : 85.4%	HOLD : 14.6%	SELL : 0.0%

투자등급 관련사항

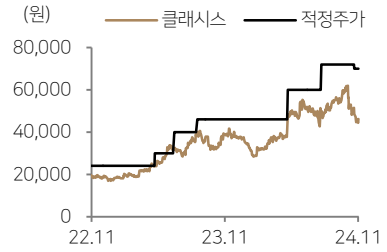
아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미
· BUY: 추천기준일 종가대비 +15% 이상.
· HOLD: 추천기준일 종가대비 -15% 이상~ +15% 미만.
· SELL: 추천기준일 종가대비 -15% 미만.
· SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커진 경우, 분석 잠정적 중단. 적정주가 미제시.

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

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

클래시스 (214150)



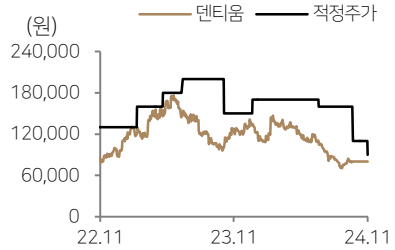
일자	2022.11.10	2023.05.11	2023.07.03	2023.09.05	2024.05.09	2024.08.09
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	24,000원	30,000원	40,000원	46,000원	60,000원	72,000원
일자	2024.11.08					
투자의견	BUY					
적정주가	70,000원					

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2023.05.11	30,000원	28,727원	33,700원	-4.2	12.3
2023.07.03	40,000원	32,958원	38,850원	-17.6	-2.9
2023.09.05	46,000원	35,533원	41,700원	-22.8	-9.4
2024.05.08	60,000원	49,607원	55,300원	-17.3	-7.8
2024.08.09	72,000원	53,645원	61,900원	-25.5	-14.0
2024.11.08	70,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(24년 11월 19일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

덴티움 (145720)



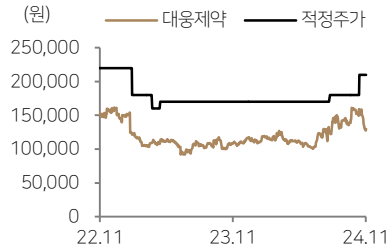
일자	2023.01.09	2023.03.02	2023.05.10	2023.07.03	2023.10.25	2024.01.10
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	130,000원	160,000원	180,000원	200,000원	150,000원	170,000원
일자	2024.07.09	2024.10.10	2024.11.19			
투자의견	BUY	BUY	BUY			
적정주가	160,000원	110,000원	90,000원			

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2023.03.02	160,000원	135,415원	156,800원	-15.4	-2.0
2023.05.10	180,000원	161,628원	176,300원	-10.2	-2.1
2023.07.03	200,000원	124,970원	153,800원	-37.5	-23.1
2023.10.25	150,000원	123,879원	141,500원	-17.4	-5.7
2024.01.10	170,000원	122,969원	146,800원	-27.7	-13.7
2024.07.09	160,000원	86,741원	105,800원	-45.8	-33.9
2024.10.10	110,000원	71,625원	82,500원	-34.9	-25.0
2024.11.19	90,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(24년 11월 19일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

대웅제약 (069620)



일자	2023.02.16	2023.04.11	2023.05.04	2024.08.12	2024.11.01
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	180,000원	160,000원	170,000원	180,000원	210,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2023.02.16	180,000원	111,189원	123,600원	-38.2	-31.3
2023.04.11	160,000원	109,375원	113,700원	-31.6	-28.9
2023.05.04	170,000원	109,342원	126,900원	-35.7	-25.4
2024.08.12	180,000원	139,056원	150,000원	-22.8	-16.7
2024.11.01	210,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(24년 11월 19일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

원텍 (336570)



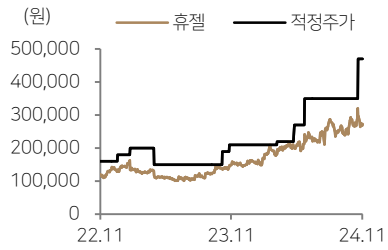
일자	2023.10.25	2024.01.10	2024.02.13	2024.05.13	2024.11.20
투자의견	BUY	BUY	BUY	HOLD	BUY
적정주가	16,000원	15,000원	14,000원	11,000원	6,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2023.10.25	16,000원	9,593원	10,840원	-40.0	-32.3
2024.01.10	15,000원	8,436원	9,310원	-43.8	-37.9
2024.02.13	14,000원	9,511원	11,570원	-32.1	-17.4
2024.05.13	11,000원	6,820원	8,650원	-38.0	-21.4
2024.11.20	6,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(24년 11월 19일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

휴젤 (145020)



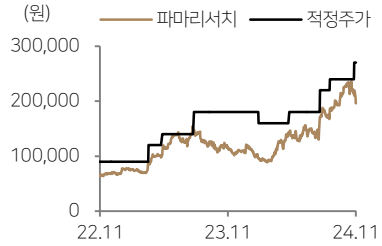
일자	2022.11.15	2023.01.09	2023.02.10	2023.03.15	2023.04.17	2023.04.19
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	160,000원	180,000원	200,000원	200,000원	200,000원	150,000원
일자	2023.10.25	2023.11.14	2024.03.26	2024.05.13	2024.06.11	2024.11.07
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	190,000원	210,000원	220,000원	270,000원	350,000원	470,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
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	201,432원	221,000원	-8.4	0.5
2024.05.13	270,000원	205,684원	220,000원	-23.8	-18.5
2024.06.11	350,000원	251,175원	321,000원	-28.2	-8.3
2024.11.07	470,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(24년 11월 19일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

파마리서치 (145020)



일자	2023.04.06	2023.05.15	2023.05.16	2023.08.14	2024.02.13	2024.05.13
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	120,000원	120,000원	140,000원	180,000원	160,000원	180,000원
일자	2024.08.08	2024.09.06	2024.11.14			
투자의견	BUY	BUY	BUY			
적정주가	220,000원	240,000원	270,000			

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2023.04.06	120,000원	97,408원	103,800원	-18.8	-13.5
2023.05.15	120,000원	102,900원	102,900원	75.8	75.8
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	140,522원	156,200원	-21.9	-13.2
2024.08.08	220,000원	176,460원	188,100원	-19.8	-14.5
2024.09.06	240,000원	211,616원	235,500원	-11.8	-23.8
2024.11.14	270,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(24년 11월 19일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

아이센스 (099190)



일자	2023.06.27	2023.07.31	2023.11.06	2024.01.10	2024.02.05	2024.05.07
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	34,000원	37,000원	33,000원	38,000원	32,000원	38,000원
일자	2024.11.20					
투자의견	BUY					
적정주가	30,000원					

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2023.06.27	34,000원	26,731원	33,950원	-21.4	-0.2
2023.07.31	37,000원	28,770원	38,700원	-22.2	4.6
2023.11.06	33,000원	24,028원	28,600원	-27.2	-13.3
2024.01.10	38,000원	27,250원	30,050원	-28.3	-20.9
2024.02.05	32,000원	20,744원	23,550원	-35.2	-26.4
2024.05.07	38,000원	18,632원	22,400원	-51.0	-41.1
2024.11.20	30,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(24년 11월 19일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

엠아이텍 (179290)



일자	커버리지	2024.10.28
투자의견	개시	BUY
적정주가		13,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2024.10.28	13,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(24년 11월 19일)
** 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.