의료기기(Overweight) 24 Feb. 2025

피부에 투자하라

- 의료 관광 투어 가이드 -



DAOL 다올투자증권

박종현 의료기기 · 화장품 I alex.park@daolfn.com

이정우 연구원 I jungwoo@daolfn.com

CONTENTS

03 **I. Summary & Focus Chart**

09 **II. 의료 관광, 2027년까지 6배 성장**
II-1. 이제 겨우 회복, 한한령의 진짜 수혜
II-2. 무려 관광객의 10%가 의료 관광을 위해 한국에 온다
II-3. 평일과 주말 저녁, 주요 상권을 기억하라

20 **III. 의료 관광, Deep dive**
III-1. 외국인들은 어떻게 피부과를 찾아올까? SNS를 활용하라
III-2. 수수료 30%짜리 사업이 있다고?
III-3. 외국인 환자들은 왜 한국을 찾을까?
III-4. 현직자 인터뷰(통역)
III-5. 환급도 받아가세요~
III-6. 의정 파업 장기화로 신규 일반의 개원도 증가세. 해외 진출도?

40 **IV. 투자전략**
IV-1. 블록버스터 or 턴어라운드
IV-2. Galderma 45배, 국내 기업 저평가 받을 필요 있을까?

43 **V. 종목별 투자의견**
44 클래시스 (214150) _ Top Picks
49 휴젤 (145020) _ Top Picks
53 파마리서치 (214450)
57 원텍 (336570)
62 엘앤씨바이오 (290650)

I. Summary & Focus Chart

2025년은 한국 미용 의료 관광이 레벨업하는 원년이 될 전망이다. 2024년 **한국을 방문한 관광객 1,348만명 중 10%가 의료 관광을 이용**했다. 2018년 의료관광 소비금액에서 피부과가 차지하는 비중은 15%에 불과하였으나 2024년 49%를 돌파하였다. 성형외과 대비 낮은 리스크와 짧은 다운타임이 장점인 피부과를 방문하는 환자들이 증가하였다. 외국 대비 낮은 시술가 및 시술 선택폭을 기반으로 국내 미용 의료 관광객은 증가할 전망이다. **2027년에 이르러서 국내를 방문하는 의료 관광객은 4.4백만명으로 2024년 의료 관광객수 대비 6배 증가**할 전망이다.

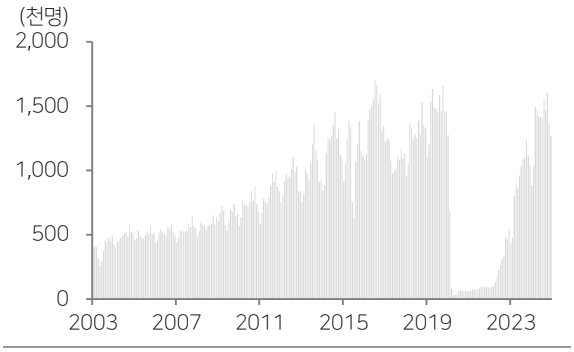
의료 관광객 수 증가에 따라 국내 의료 관광 시장 또한 연평균 +40%에 가까운 성장을 보일 전망이다. 2024년까지 국내 미용 의료기기 업종 성장을 이끈 건 내수 소비 및 해외 현지 판매였다면 2025년부터 의료 관광에서의 매출 또한 새로운 성장 동력으로 작용할 전망이다. 또한 한한령 해제 수혜 종목군으로 미용 의료기기 업종을 제시한다. 본 보고서에서는 의료 관광 시장 전망 및 실제 의료 관광객들이 방문하는 절차 및 실제 처방받는 시술에 대해 분석하였다.

계엄 사태 영향으로 2025.01월 인천공항 도착 국제선 여객수와 의료관광 소비금액은 MoM 감소세를 보였다. 2025.01월과 2월 일평균 여객수는 10만명으로 전년 동기 대비 각각 +12%, +8% 증가한 수준이다. **여행 성수기 도입으로 2025.03월부터 MoM 관광객 증가가 기대한다.**

밸류에이션에 대한 고민은 Galderma의 밸류에이션을 통해 해소할 수 있다. 2024.03월 상장한 **Galderma는 대표 미용 의료 기업으로 2025E PER이 45배를 초과**한 상태다. 반면 국내 미용 의료기기 기업들은 Galderma를 상회하는 매출 성장을 보임에도 20배 중후반의 밸류에이션을 받고 있다. 국내 의료기기 업체들의 거버넌스와 ROE를 감안한다면 저평가 받을 필요 없다.

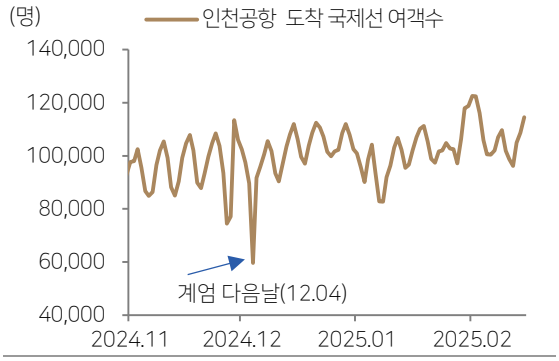
투자 전략은 블록버스터 투자 전략과 턴어라운드 투자 전략이다. MS 1위 기업군은 **클래시스(BUY, TP 7.2만원)과 휴젤(BUY, TP 45만원), 파마리서치(BUY, TP 39만원)**이며, 턴어라운드 기업군은 **원텍(BUY, TP 1만원)과 엘앤씨바이오(Not Rated)**로 제시한다.

Focus Chart 1 월별 외국인 입국자 추이는 2019년 수준 회복 중



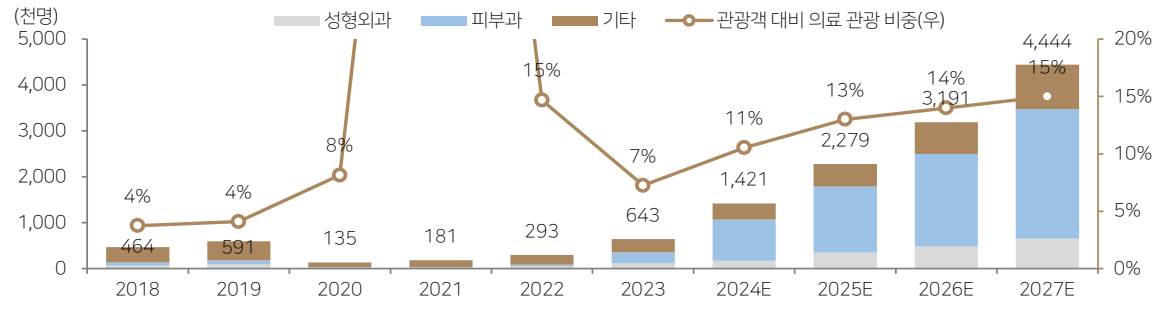
Source: 한국관광공사, 다올투자증권

Focus Chart 2 일별 인천공항 도착 국제선 여객수 추이: 계엄 여파 최소화 중



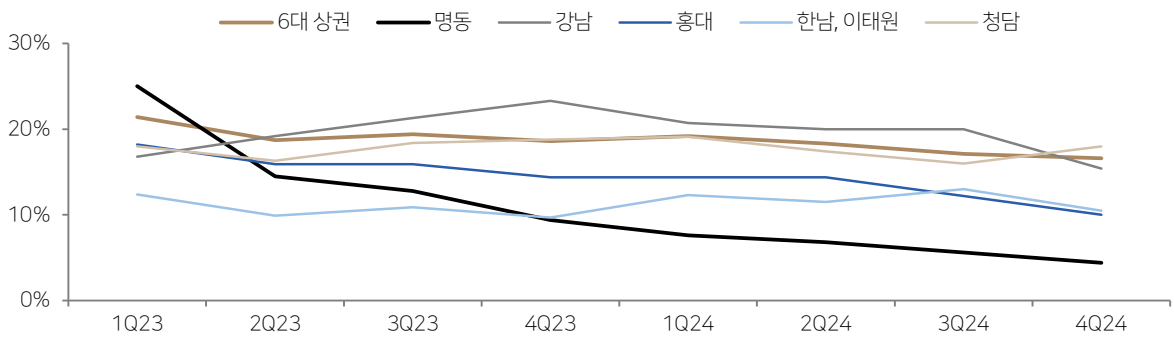
Source: 한국항공협회, 다올투자증권

Focus Chart 3 2027E 의료 관광객은 4.4백만명에 육박할 전망. 파급 경제적 효과는 70조원



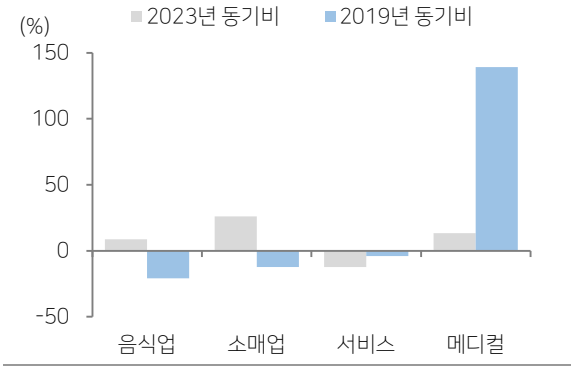
Source: 국제의료정보포털, 한국관광 데이터랩, 한국관광공사, 다올투자증권

Focus Chart 4 서울 6대 상권 공실률도 메디컬 수요 중심으로 감소 중



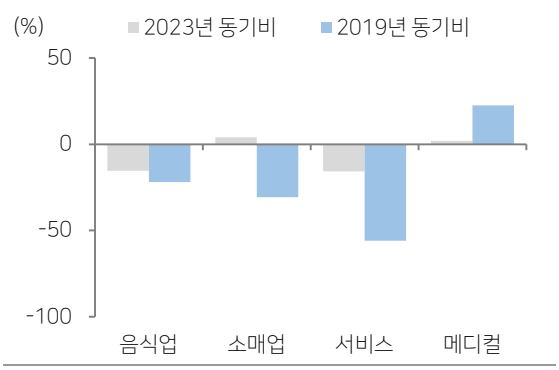
Note: 가로수길은 공실률 30% 초과로 차트 제외
Source: 쿠시먼앤드웨이크필드, 다올투자증권

Focus Chart 5 1H24 명동 업종별 매출 증가율



Source: 신용카드사, 쿠시먼앤드웨이크필드, 다올투자증권

Focus Chart 6 1H24 강남 업종별 매출 증가율



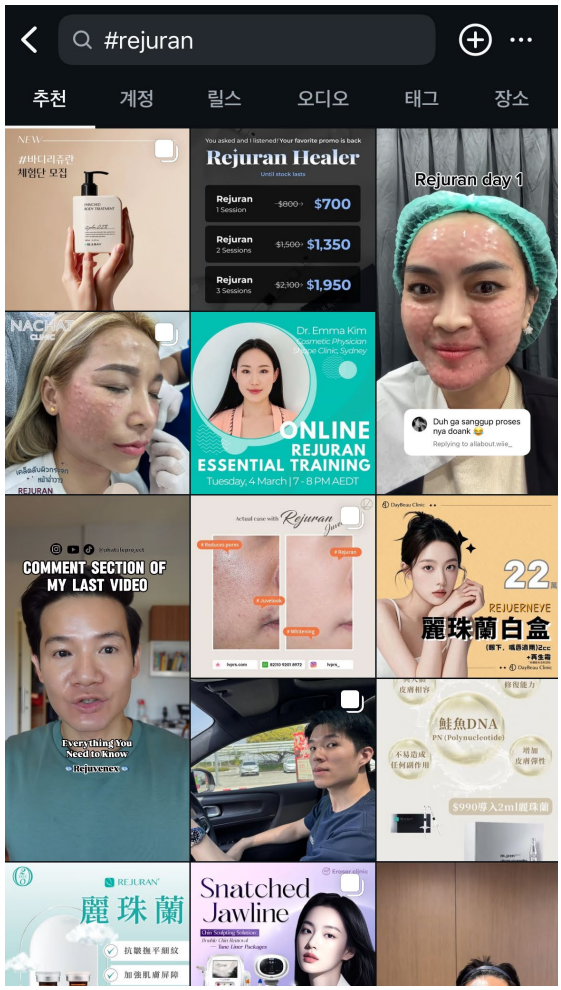
Source: 신용카드사, 쿠시먼앤드웨이크필드, 다올투자증권

Focus Chart 7 샤오홍슈 리쥬란 검색



Source: 샤오홍슈, 다올투자증권

Focus Chart 8 인스타그램 리쥬란 검색



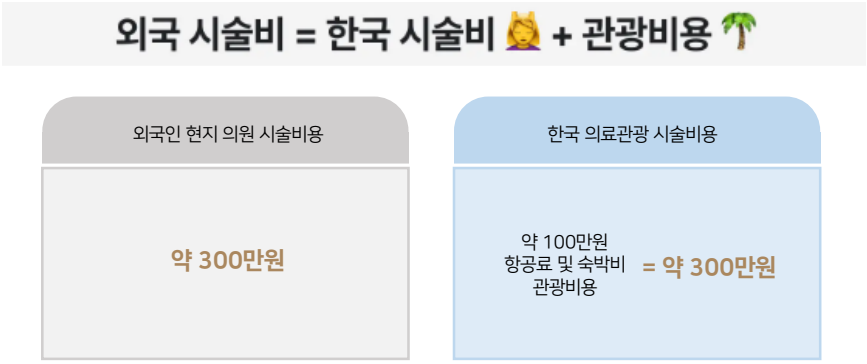
Source: 인스타그램, 다올투자증권

Focus Chart 9 한국관광공사의 공식 투어 가이드북 첫 장: 의료 서비스를 강조



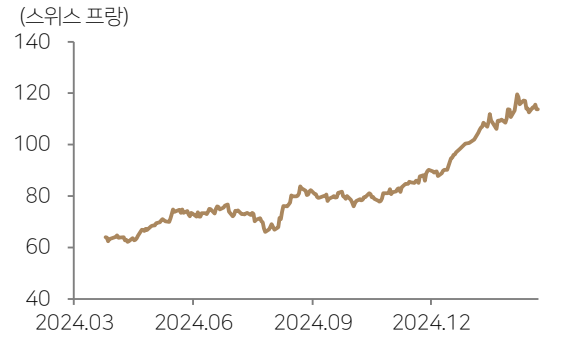
Source: 한국관광공사, 다올투자증권

Focus Chart 10 결국 한국을 방문하는 건 가성비



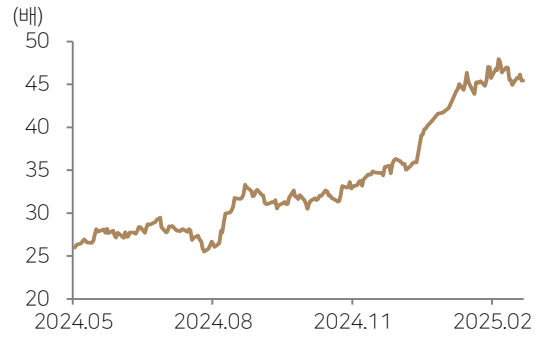
Source: Jerry&Beanstalk, 다올투자증권

Focus Chart 11 갈더마 주가 추이



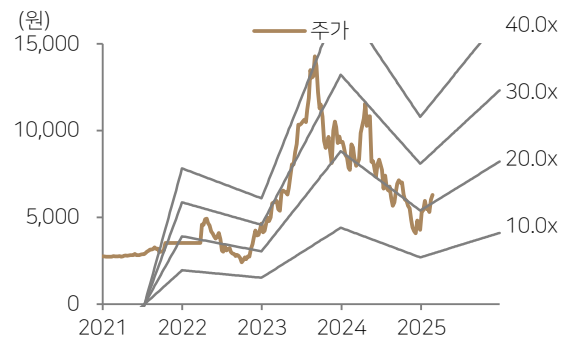
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Focus Chart 12 갈더마 2025E 컨센서스 PER 추이



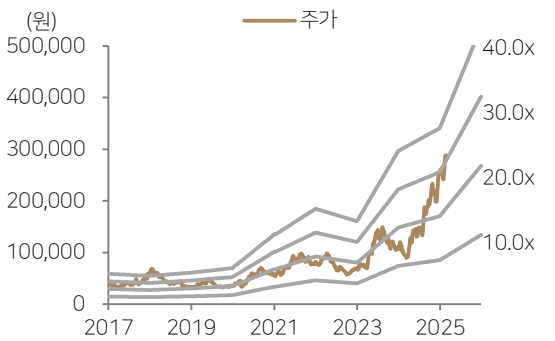
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Focus Chart 13 원텍 12M Fwd PER 추이



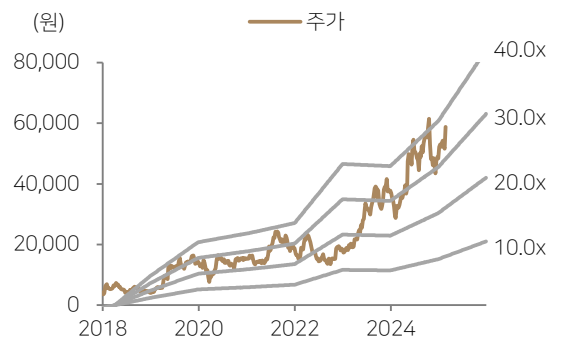
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Focus Chart 14 파마리서치 12M Fwd PER 추이



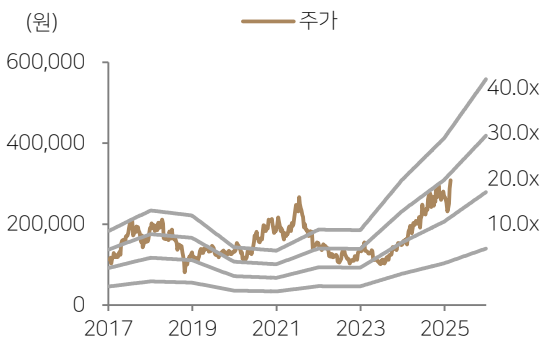
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Focus Chart 15 클래시스 12M Fwd PER 추이



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Focus Chart 16 휴젤 12M Fwd PER 추이



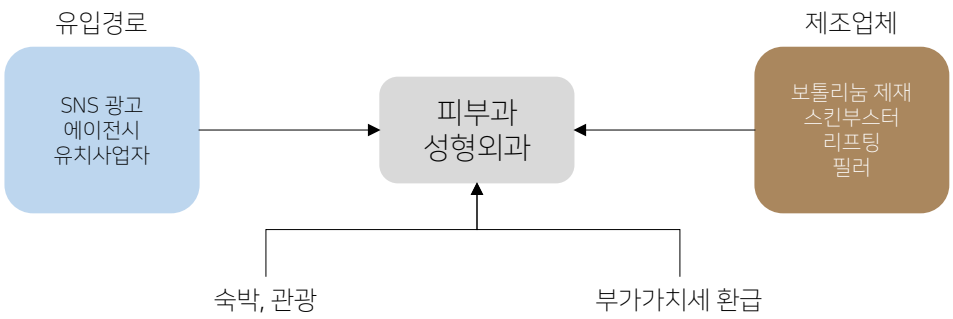
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Focus Chart 17 밸류에이션 테이블

	시가총액	PER(배)			PBR(배)			ROE(%)		
	(십억원)	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
클래시스	3,852	32.9	38.8	28.0	8.7	11.7	8.1	29	30	31
휴젤	3,888	19.3	29.9	22.1	3.2	5.8	4.6	13	17	19
파마리서치	3,027	14.8	33.8	21.5	2.8	6.2	4.9	20	19	25
원텍	562	21.2	23.3	15.3	8.4	4.6	3.7	49.7	21.7	26.5
비올	496	23.0	16.6	14.1	8.6	5.8	4.1	44.9	41.7	34.4
휴메딕스	441	13.4	11.3	9.4	1.8	1.8	1.6	14.7	17.9	18.4
갈더마	43,293	n/a	68.5	46.2	n/a	3.9	6.1	-1.2	4.7	6.9
Inmode	1,888	9.7	7.4	9.7	2.4	1.7	1.7	29.5	24.3	18.7
Evolus	1,272	n/a	n/a	n/a	31.4	254.4	107.6	-42.5	-591.6	78.7
Abbvie	512,329	19.9	23.0	16.5	26.4	94.3	56.2	8.7	9.2	-
미용기기 업종 평균		18.4	26.6	18.8	23.9	85.7	51.3	8.2	7.8	12.7

Source: Bloomberg, 다올투자증권
Note: 클래시스, 휴젤, 파마리서치, 원텍은 당사 추정치, 이외에는 블룸버그 컨센서스

Focus Chart 18 의료 관광 산업 구조



Source: 다올투자증권

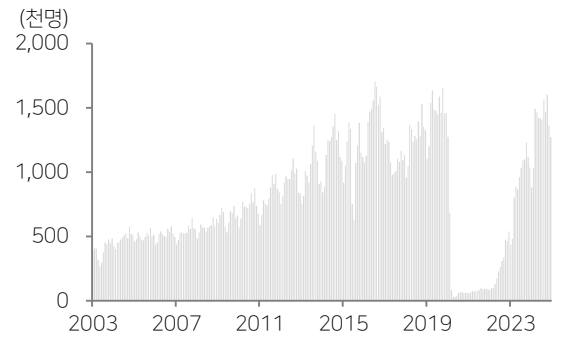
II. 의료 관광, 2027년까지 6배 성장

II-1. 이제 겨우 회복, 한한령의 진짜 수혜

2024년 외국인 입국자는 16.4백만명으로 YoY +48% 증가하였으며 COVID19 펜데믹 이전 최대 외국인 입국자 수였던 17.5백만명의 94%에 육박한다. 2024.12월 대내외적 이슈로 입국자수가 1.3백만명으로 MoM -7% 감소하였으나, YoY +23%로 YoY 성장세는 유지되었다.

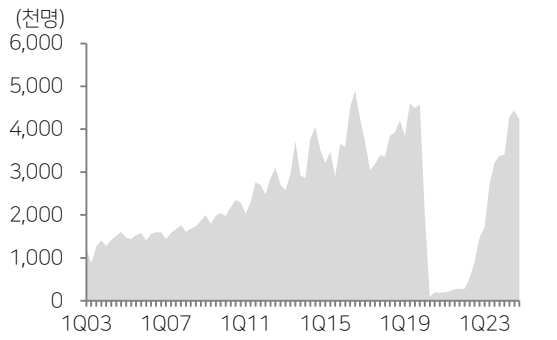
계엄 이후 일시적인 감소세를 보였던 일별 인천공항 도착 국제선 여객 수는 다음날인 12/5일부터 회복하였으며 2025.01월과 2월 일평균 여객수는 10만명으로 전년 동기 대비 각각 +12%, +8% 증가한 수준이다. 여행 성수기 도입으로 2025.03월부터 MoM 관광객 증가가 기대한다.

Fig. 1: 월별 외국인 입국자 추이



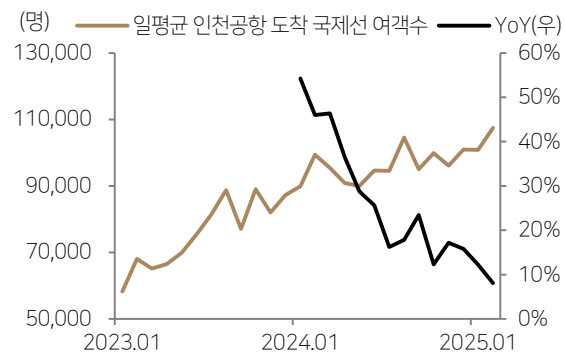
Source: 한국관광공사, 다올투자증권

Fig. 2: 분기별 외국인 입국자 추이



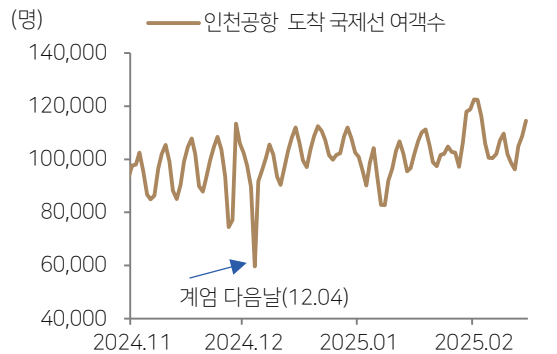
Source: 한국관광공사, 다올투자증권

Fig. 3: 일평균 인천공항 도착 국제선 여객수 추이



Source: 한국항공협회, 다올투자증권

Fig. 4: 일별 인천공항 도착 국제선 여객수 추이



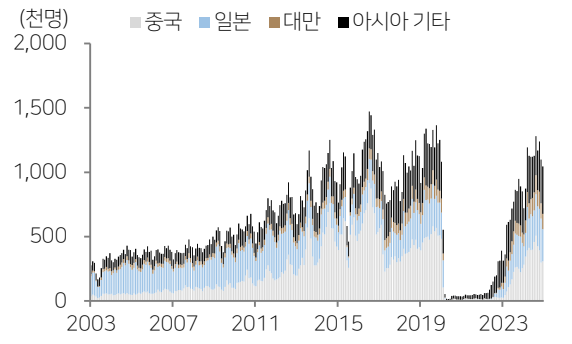
Source: 한국항공협회, 다올투자증권

관광객 증가를 견인하는 국가로는 중국을 기대한다. 2024년 중국인 입국자 수는 4.6백만명으로 COVID19 펜데믹 이전 수준으로 회복을 노리고 있으며, 한한령 이전 중국인 입국자수가 **2016년 8.1백만명에 육박했다는 점을 감안한다면 여전히 +75% 수준의 증가세가 기대된다.**

2024년말 방중 한국인들에 대해 무비자 정책을 시행하였고 한중 관계 완화 기조가 이어진다면 방한 중국인 증가를 기대할 수 있다. **COVID19 펜데믹 이전 대비 K문화 위상이 높아졌다는 점을 감안한다면 2016년 외국인 입국자 수 17.5백만명을 중국 관광객 유입을 기반으로 초과할 전망이다.**

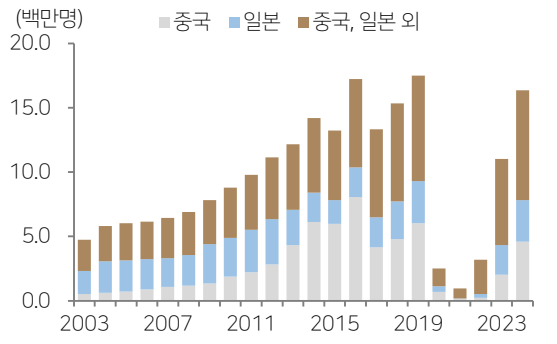
2/19일 중국의 아시아태평양경제협력체(APEC) 정상회의 준비 기구인 '중국아태합장중심' 관계자에 따르면 중국 정부는 10월 경주 APEC 회의를 앞두고 1H25E까지 한국과 완전한 문화 교류를 추진할 계획이라고 밝혔다. 2025.05월 전면 재개방이 기대된다.

Fig. 5: 월별 아시아 외국인 입국자 추이



Source: 한국관광공사, 다올투자증권

Fig. 6: 외국인 입국자 추이



Source: 한국관광공사, 다올투자증권

II-2. 무려 관광객의 10%가 의료 관광을 위해 한국에 온다

외국인 환자란 국민건강보험 가입자나 피부양자가 아닌 외국인(국내에 거주하는 외국인은 제외)환자를 의미

2024년 방문한 16.4백만명의 외국인 입국자 중 82%인 13.5백만명은 관광 목적으로 방문한 외국인이다. 관광 통계 또한 외국인 입국자 추이와 함께 점진적 회복세를 보이고 있는데 2024년 방문한 13.5백만명 관광객은 YoY +52% 증가세를 보였다. 이는 2019년 기록했던 14.4백만명의 93% 수준으로 2025년에는 해당 수치를 추월할 전망이다. **2022년말 밝힌 2027년 외국인 관광객 목표는 30백만명으로 연평균 +30%로 증가해야 하는 수치다.**

Fig. 7: 한국관광공사의 공식 투어 가이드북 첫 장: 의료 서비스를 강조



Source: 한국관광공사, 다올투자증권

관광객 중 가장 빠른 증가세를 보이고 있는 관광 형태는 의료 관광이다. 한국 관광 데이터랩에서는 의료 관광 소비 금액 통계를 제공하고 있다. 국내에서 의료 서비스를 받는 외국인 관광객은 여권이나 외국인등록증을 포함한 신분증을 제시하여 진료를 받기에 추적, 관찰이 가능하다.

2024년 의료관광 소비금액은 1.3조원으로 YoY +121% 성장세를 보이고 있다. COVID19 펜데믹 이후로 3년간 CAGR +100%가 넘는 속도로 성장세를 보이고 있다.

특히나 의료 관광 소비금액은 2024.12월 1,916억원으로 YoY +185%로 역대 최고 금액을 달성하였으나, 2025.01월 962억원으로 YoY +51%, MoM -50% 감소세를 보였다. 이는 계엄사태 등으로 대내외적 악재로 인한 감소세로 판단되며, 비수기인 겨울을 지나 봄이 되면 점진적 증가세를 다시 회복할 전망이다.

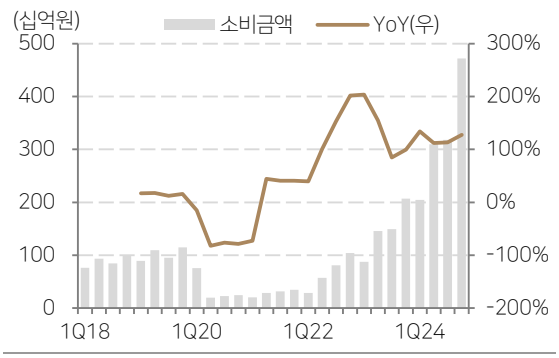
한국 관광 데이터랩에서 KT와 BC카드, 신한카드, 티맵모빌리티 4종의 민간 데이터를 활용한 분석 자료로서 신용카드 결제 데이터 금액을 기반으로 제공한다.

Fig. 8: 월별 의료관광 소비금액 추이



Source: 한국관광 데이터랩, 다올투자증권

Fig. 9: 분기별 의료관광 소비금액 추이

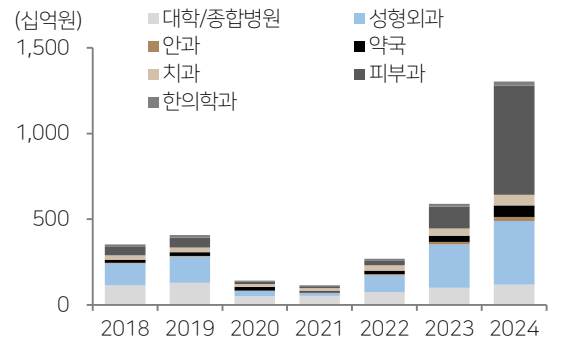


Source: 한국관광 데이터랩, 다올투자증권

진료과별로 가장 빠른 성장을 보이는 진료과는 피부과다. 4Q24 피부과 소비 금액은 2,451억원으로 YoY +270% 성장세를 보였으며 전체 소비 금액의 52%를 차지하고 있다. 2025.01월 503억원으로 YoY +103% 성장세를 보였으나, MoM -50%로 월간 감소가 발생하였다. 2024년 피부과 소비 금액은 6,362억원으로 YoY +400% 성장했다.

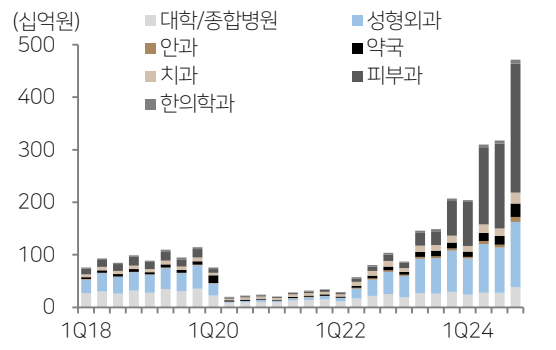
2018년 기준 가장 큰 비중을 차지했던 진료과로는 대학/종합병원과 성형외과가 각각 33%와 36%를 기록했으며, 피부과가 15%를 차지했다는 점을 감안하면 **과거 의료 관광 추이가 대한/종합 병원과 성형외과 중심에서 피부과로 이전했음을 확인할 수 있다.** 피부과에서 진행되는 비침습 시술들이 상대적으로 리스크가 적고, 다운타임이 짧다는 장점을 기반으로 성형외과 대비 급격한 성장을 보였을 것으로 추정한다. 2025.02월 의료 관광 소비 금액을 3/11일 확인할 수 있을 전망이며 겨울을 지나 봄철 도래에 따라 관광객 증가로 의료 관광 소비 금액 또한 성장세를 보일 전망이다.

Fig. 10: 연도별 진료과별 의료관광 소비금액 추이



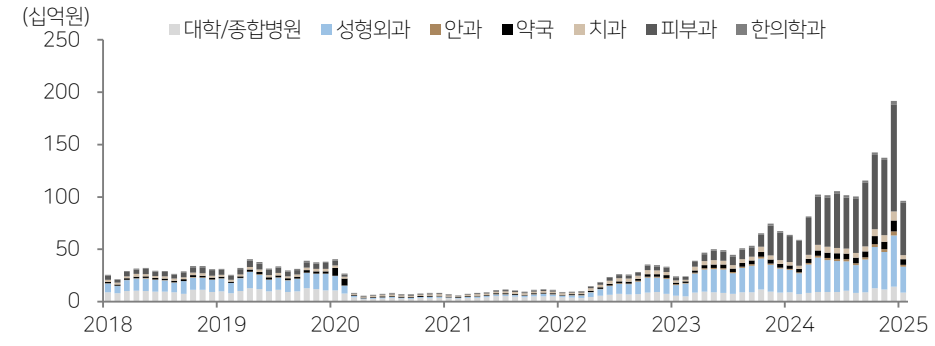
Source: 한국관광 데이터랩, 다올투자증권

Fig. 11: 분기별 진료과별 의료관광 소비금액 추이



Source: 한국관광 데이터랩, 다올투자증권

Fig. 12: 월별 진료과별 의료관광 소비금액 추이

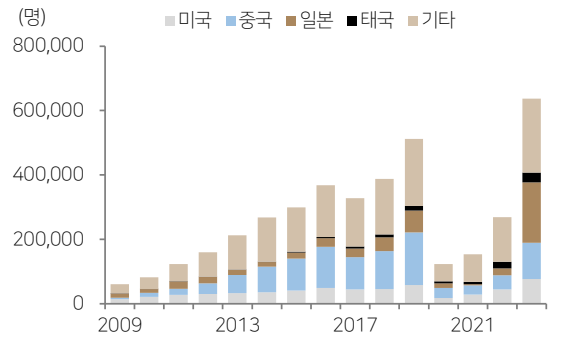


Source: 한국관광 데이터랩, 다올투자증권

2009년부터 국적별 외국인 환자 추이를 확인하면 2009년 6만명에 불과했던 외국인 환자는 2023년 60.5만명으로 10배 가까이 증가했다. 아직 2024년 외국인 환자가 집계되지 않았으나 의료 관광 소비금액 증가율 YoY +121%을 단순 반영한다면 **2024년 외국인 환자는 133.8만명에 달한다. 이는 2024년 방문한 외국인 입국자 1,348만명의 9.9%에 달한다. 2023년 6.8% 대비 +3.1%p 증가한 수치다.**

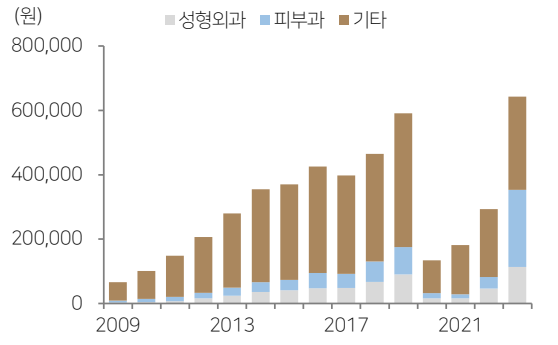
국가별로 일본이 31%, 중국이 19%, 미국이 13%로 합산 62%를 차지하고 있다. 진료과로 확인하면 2023년 피부과 방문 환자는 23.9만명으로 전체 환자 비중의 37%에 달한다. 2022년 3.6만명이 방문했다는 점을 감안하면 YoY +563% 증가하였다.

Fig. 13: 국적별 외국인 환자 유치 실적



Source: 국제의료정보포털, 다올투자증권

Fig. 14: 진료과별 외국인 입국자 추이



Source: 국제의료정보포털, 다올투자증권

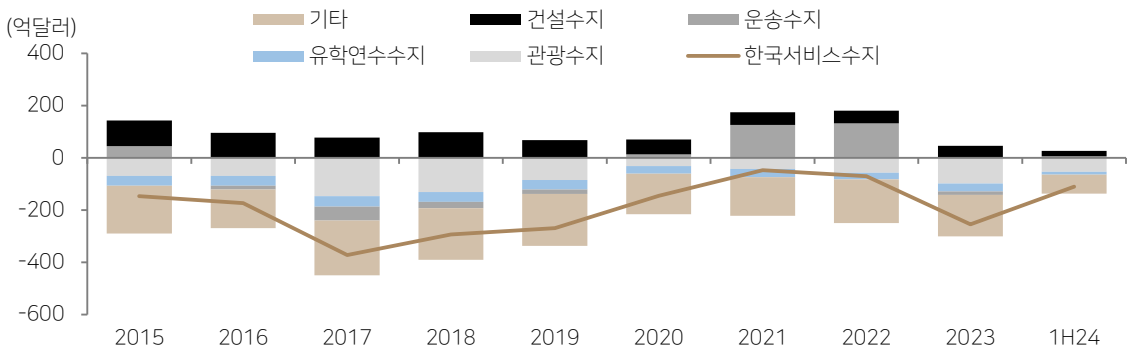
미용 의료 관광 밸류 체인은 큰 틀에서 관광업과 의료 서비스업, 제조업이 연관되어 있다. 2024년 외국인 의료 소비 지출액은 1.3조원으로 YoY +121% 성장세를 보였다. 이는 약국과 의료 서비스를 모두 포함한 진료과목별 금액의 총계로 직접적인 의료 서비스만을 포함한 금액이다. 이와 연계된 쇼핑과 숙박, 관광을 포함한 연계 시장 규모는 2배 이상으로 판단된다.

정부는 2027년 방한 외국인 환자 70만명 유치를 목표로 출입국절차 개선 및 유치산업 경쟁력 강화, 한국 의료 글로벌 인지도 제고 등 부문별 추진 전략을 설정하고 있다. 2023년 이미 유치 환자가 60만명을 넘은 상태다.

의료 관광 산업은 외국인 환자의 치료뿐만 아니라 쇼핑과 숙박 등이 연계되어 있어 경제적 파급 효과가 크며, 외국인 환자 1인 지출액은 일반 관광객 대비 1.8배 정도 높다고 알려져 있다. 국내 관광수지 적자가 서비스 수지에서 차지하는 비중이 1H24 38.7%를 차지하는 만큼 의료 관광객 증가가 서비스 수지 적자폭 축소 개선에 기여할 전망이다. 산업연구원 조사에 따르면 2019년 방한 외국인 환자 49.7만명의 경제적 파급 효과는 의료관광 지출액 3.0조원과 생산 유발액 5.5조원 수준으로 추산했다.

특히나 글로벌 의료 관광 시장은 2020년 820억 달러에서 2025E 1,820억 달러까지 연평균 9.7% 성장이 기대되는 시장이며 싱가포르 및 말레이시아 등 주변국들은 외국인 환자 유치를 위해 공격적인 외국인 환자 유치 정책을 펼치고 있다.

Fig. 15: 한국 서비스수지 추이



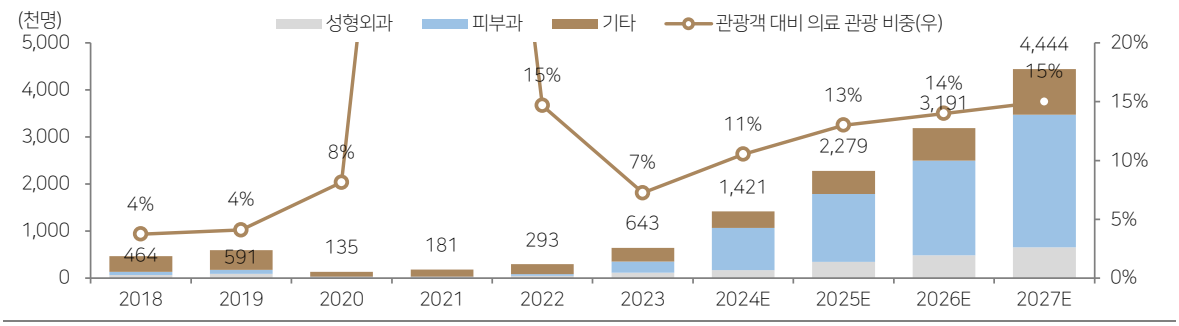
Source: 한국은행, 다올투자증권

2024년 의료 관광 소비 금액 추이를 기반으로 한 **2027년 방문 의료 관광객은 4.4백만명으로 2027년 기존 정부 목표인 70만명을 6.3배 상회하는 방문객이 방문할 것으로 추정한다.**

2024년 전체 관광객 대비 방문한 의료 관광객 비중이 2023년 7% 대비 +4%p 상회한 11%를 달성했기에 2027E 전체 관광객 대비 15% 비중을 달성할 경우 4.4백만명이 추산된다. 11%를 유지할 경우 약 3.3백만명이 추산된다. **의료 관광객 수 증가에 따라 국내 의료 관광 시장 또한 연평균 +40%에 가까운 성장을 보일 전망이다.**

일부 국내 미용 의료기기 업체들의 내수 매출액 성장률 둔화에 대한 우려가 있으나 이는 의료 관광객 증가가 신규 성장 동력으로 기여할 전망이다. 부가적으로 산업연구원 자료에 따라 50만명 의료 관광객으로 8.5조원이 창출된다고 밝힌 바 있어 4.4백만명 유치로 75조원에 가까운 경제적 파급효과가 나타날 전망이다.

Fig. 16: 2027E 의료 관광객 전망



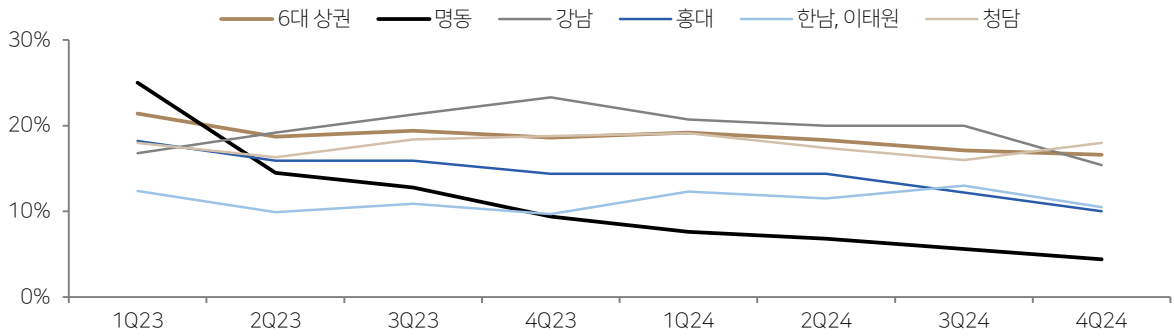
Source: 국제의료정보포털, 한국관광 데이터랩, 한국관광공사, 다올투자증권

II-3. 평일과 주말 저녁, 주요 상권을 기억하라

상권을 통해서도 피부과 및 성형외과 관광객 수 증가 효과를 확인할 수 있다. 4Q24 기준 서울 6대 상권 중 공실률이 가장 낮은 상권은 명동과 홍대, 한남, 강남 순으로 낮다. 명동 공실률은 1Q23 25.0%로 가로수길 상권 제외 가장 높은 공실률을 보였으나, 4Q24 4.4%로 7개 분기 만에 21.6%p 감소하였다.

특히나 명동 상권은 외국인 관광객 방문 빈도가 높은 상권이기 때문에 외국인 관광객 수 증가와 함께 공실률이 빠르게 감소하였다. 특히나 강남과 명동은 전국 관광 소비의 3.1%와 4.1%를 차지하고 있다.

Fig. 17: 서울 6대 가두상권 공실률 추이

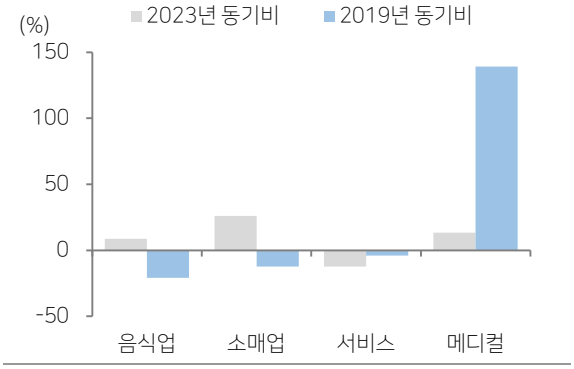


Note: 가로수길은 공실률 30% 초과로 차트 제외
Source: 쿠시먼앤드웨이크필드, 다올투자증권

명동을 포함한 주요 상권 공실률 감소에 기여한 건 메디컬 업종이다. 6대 상권의 신용카드 매출 데이터를 통해 모든 상권에서 메디컬 업종의 매출 증가가 나타났다. COVID19 펜데믹 이전인 1H19과 1H23 대비 해서 모두 매출 증가세를 보였으며, 특히나, 명동과 청담의 메디컬 매출 성장률은 +20%를 상회한 것으로 추정된다. **메디컬 업종 성장과 더불어 피부과 및 병원 개원이 공실률 감소에 기여했다.**

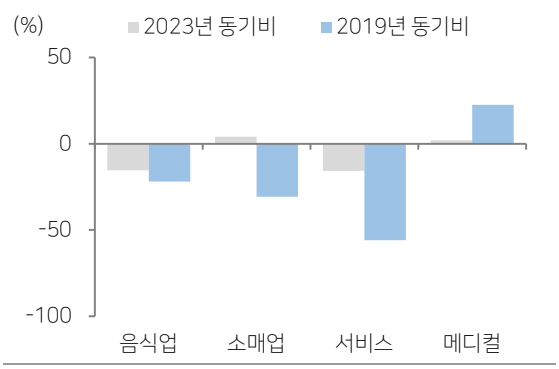
이처럼 관광객 수 회복을 기반으로 서울 6대 상권의 공실률은 전반적인 개선세를 보이고 있으며 특히나 메디컬 업종이 회복세를 주도하고 있다.

Fig. 18: 1H24 명동 업종별 매출 증가율



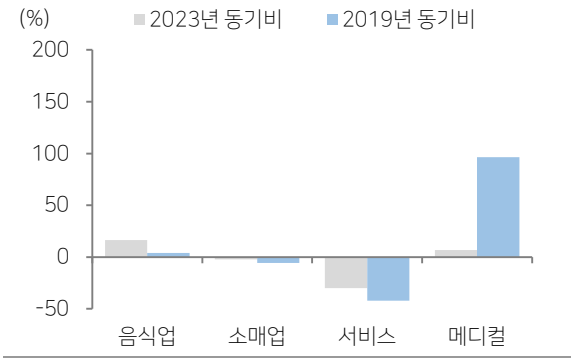
Source: 신용카드사, 쿠시먼앤드웨이크필드, 다올투자증권

Fig. 19: 1H24 강남 업종별 매출 증가율



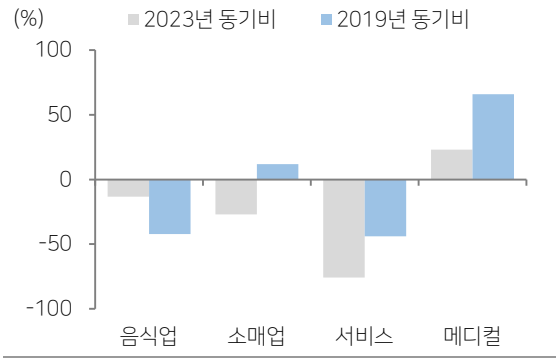
Source: 신용카드사, 쿠시먼앤드웨이크필드, 다올투자증권

Fig. 20: 1H24 홍대 업종별 매출 증가율



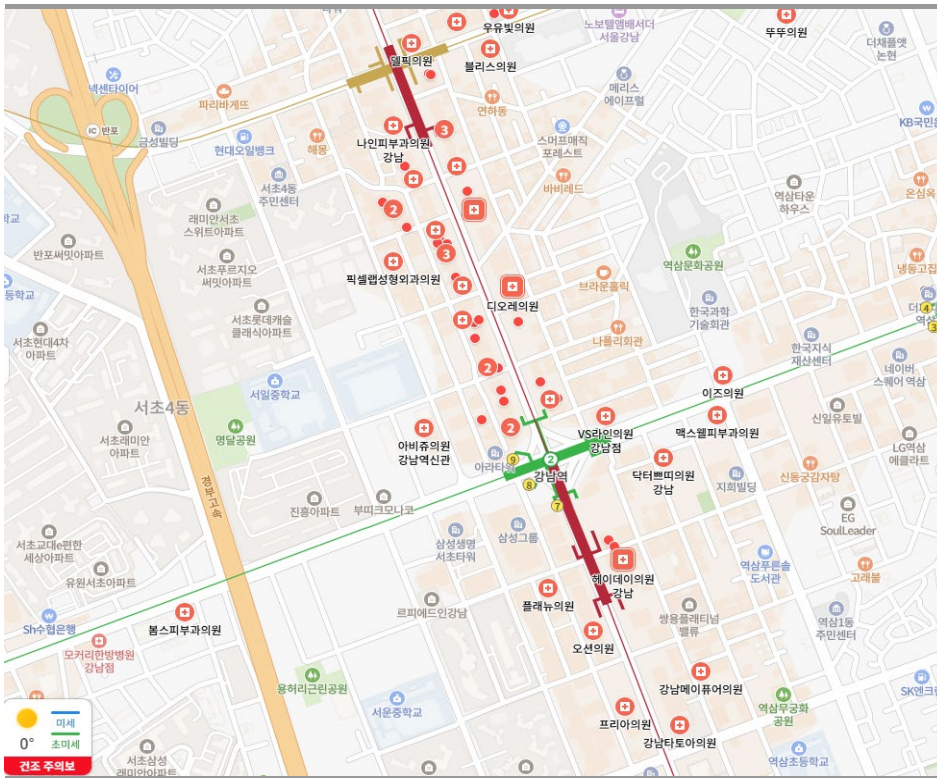
Source: 신용카드사, 쿠시먼앤드웨이크필드, 다올투자증권

Fig. 21: 1H24 청담 업종별 매출 증가율



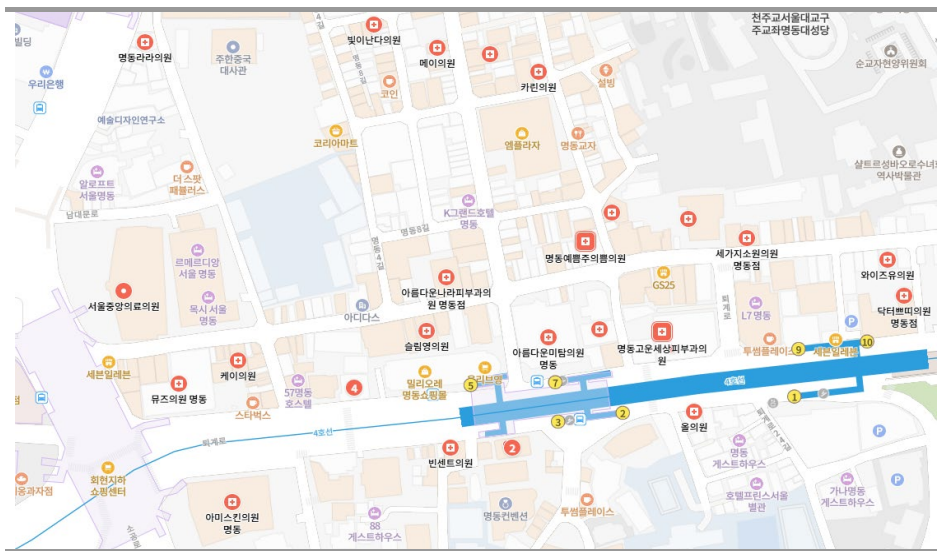
Source: 신용카드사, 쿠시먼앤드웨이크필드, 다올투자증권

Fig. 22: 강남역 인근 피부과



Source: 네이버 지도, 다올투자증권

Fig. 23: 명동 인근 피부과



Source: 네이버 지도, 다올투자증권

III. 의료 관광, Deep dive

III-1. 외국인들은 어떻게 피부과를 찾아올까? SNS를 활용하라

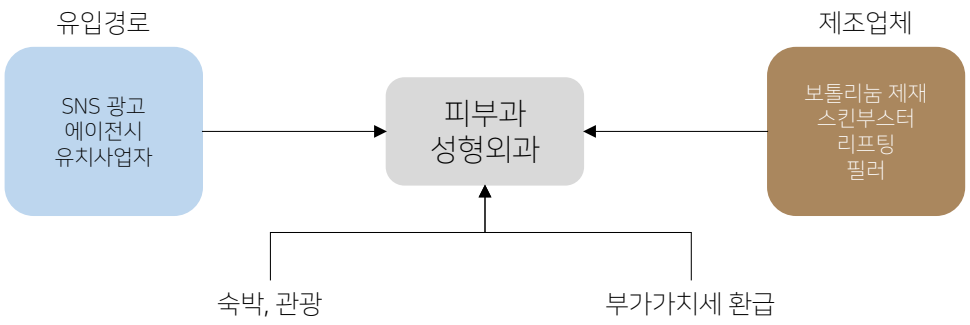
보건복지부 장관은 외국인환자 유치 의료기관에게 외국인환자 유치의료기관 등록증을 발급

먼저 외국인들이 병원에 방문하기 위해서는 외국인 환자 유치 의료기관으로 등록되어 있어야 한다. 외국인 환자 유치 기관 등록 제도의 경우, 외국인 환자를 유치하려는 의료기관에게 일정한 요건을 갖춰 등록하게 한다. 이는 의료 해외 진출 및 외국인 환자 유치 지원에 관한 법률에 근거한다. 해당 법률은 2016년부터 시행되고 있다.

의료기관의 경우, 진료과목 별 전문의를 1명 이상 보유하고 있어야 하며, 의료사고배상책임보험이나 의료배상 공제 조합에 가입되어 있어야 한다. 외국인 환자 유치 의료기관은 2025.02월 기준 3,095개다. 외국인 환자 유치 기관으로 등록되지 않은 상태로 외국인 환자가 내원하게 되면 불법이다.

의료 관광 산업 구조는 SNS 광고 및 유치 사업자를 기반으로 외국인 환자를 유치하여 리프팅/스킨부스터와 같은 비침습 시술을 통해 환자 유입을 늘리고, 배후에는 숙박과 관광이 연계되며 미용/성형 용역에 대해 부가가치세를 환급받는 구조다.

Focus Chart 18 의료 관광 산업 구조



Source: 다올투자증권

외국인 환자 유치 의료기관 육성을 위한 특례로 외국인 환자 유치 등록 기관은 외국인 환자를 유치하기 위한 의료 광고가 가능하다.

오프라인으로는 외국인 전용 판매장이나 공항 등에 의료 광고가 가능하다. **다만 미용 의료 관광 업종도 여타 다른 산업과 동일하게 온라인/SNS 광고 채널이 핵심 광고 채널이다.**

Fig. 24: 의료 광고에 관한 특례

제15조(의료광고에 관한 특례) ① 외국인환자 유치의료기관은 「의료법」 제56조제2항제12호에도 불구하고 외국인환자를 유치하기 위하여 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 장소에서 외국어로 표기된 의료광고를 할 수 있다. 다만, 환자의 치료 전 · 후를 비교하는 사진 · 영상 등 외국인환자를 속이거나 외국인환자로 하여금 잘못 알게 할 우려가 있는 내용에 관한 광고는 하지 못한다. <개정 2018. 3. 27., 2018. 9. 18., 2021. 12. 21.>

1. 「개별소비세법」 제17조에 따른 외국인전용판매장
2. 「관세법」 제196조에 따른 보세판매장
3. 「제주특별자치도 설치 및 국제자유도시 조성을 위한 특별법」 제170조에 따른 지정면세점
4. 「공항시설법」 제2조제3호에 따른 공항 중 국제항공노선이 개설된 공항
5. 「항만법」 제2조제2호에 따른 무역항
6. 「관광진흥법」 제70조에 따라 지정된 관광특구 중 보건복지부령으로 정하는 기준에 따라 보건복지부장관과 협의하여 시 · 도지사가 정하는 지역

② 외국인환자 유치의료기관은 제1항에 따른 의료광고를 하려는 경우 미리 광고의 내용과 방법 등에 관하여 「의료법」 제57조제2항에 따른 기관 또는 단체의 심의를 받아야 한다. <개정 2019. 12. 3.>

③ 제1항제4호 및 제5호의 장소에서는 보건복지부령으로 정하는 바에 따라 성형외과 · 피부과 등 특정 진료과목에 편중된 의료광고를 할 수 없다.

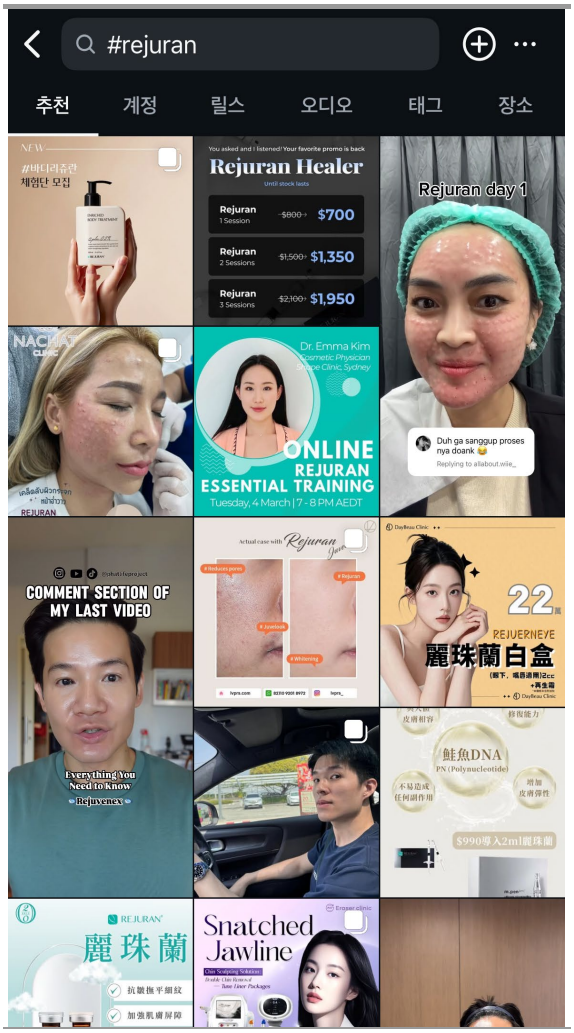
④ 제1항 및 제2항에 따른 의료광고의 기준과 심의에 관하여는 「의료법」 제56조, 제57조제2항부터 제11항까지 및 제57조의2의 규정을 준용한다. <개정 2019. 12. 3.>

Source: 국가법령정보센터, 다올투자증권

가장 보편적인 방법은 광고와 SNS를 통한 유입이다. 환자들이 직접 입소문을 통해 병원을 방문하는 경우도 있지만 샤오홍슈나 틱톡, 인스타그램 같은 SNS에 병원들이 광고를 하면 해당 광고를 통해 예약 및 방문하는 경우가 많다.

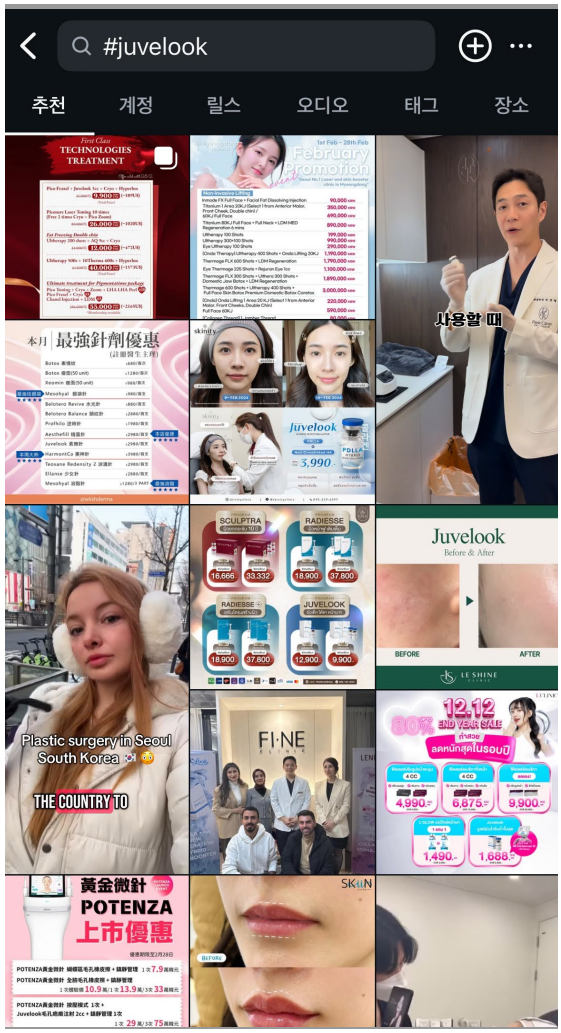
인스타그램에 해당 병원의 제품 가격이나 시술 후기가 올라가면 해당 게시물을 통해 환자들이 유입된다.

Fig. 25: 인스타그램 #Rejuran 검색



Source: 인스타그램, 다올투자증권

Fig. 26: 인스타그램 #Juvelook 검색



Source: 인스타그램, 다올투자증권

중국 환자를 유치하기 위한 대표적인 플랫폼은 샤오홍슈다. 샤오홍슈는 중국판 인스타그램으로 SNS 기능과 온라인 쇼핑몰 기능이 결합되어 있다. 특히 20대 여성 사용자가 전체 활성 사용자의 80%에 이르기 때문에 국내 미용 관광 시술 홍보에 용이하다.

샤오홍슈는 KOS, KOC, KOL 개념이 있어 계정에 대한 엄격한 관리가 진행 중이다. 국내 피부과/의사의 경우, KOS(Key Opinions Sales) 인증을 획득한 경우 보다 제품/병원에 대한 홍보를 용이하게 진행할 수 있다.

Fig. 27: 샤오홍슈 리쥬란 검색



Source: 샤오홍슈, 다올투자증권

Fig. 28: 샤오홍슈 쥬베룩 검색

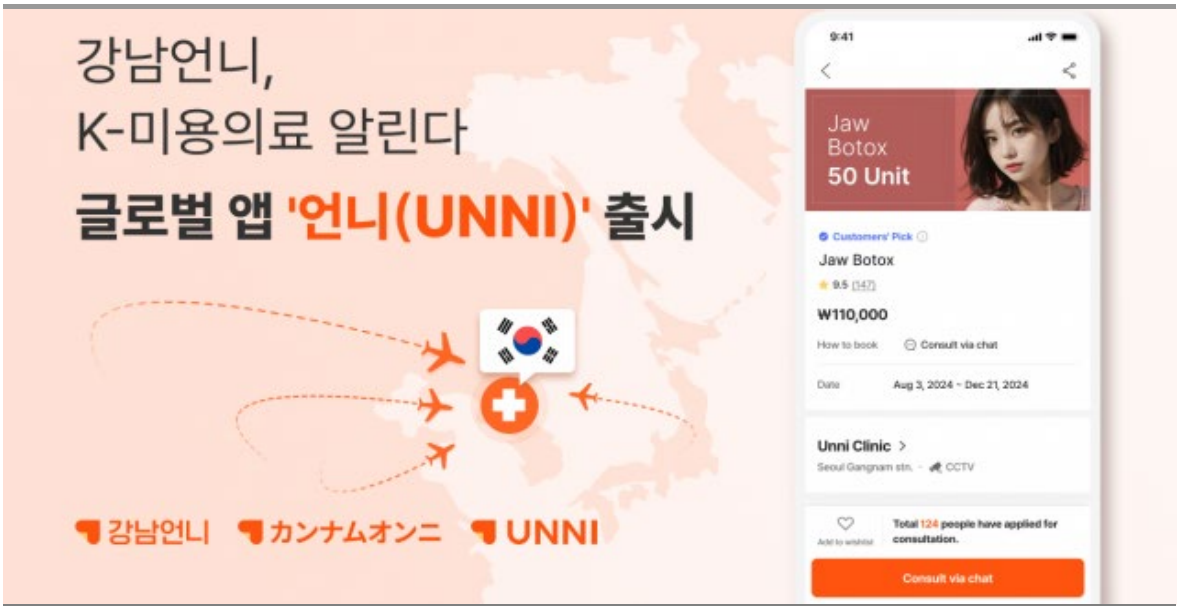


Source: 샤오홍슈, 다올투자증권

또 다른 검색 플랫폼 사례는 강남언니다. 강남언니는 국내 사용자뿐만 아니라 글로벌 미용 의료 관광객을 대상으로 한 어플리케이션 '언니(UNNI)'를 출시하였다. 2023.12월 출시 이후 베트남, 미국, 싱가포르 등 104개국 유저를 대상으로 한국 병원에 상담 신청이 가능했으며 2024.11월 태국어 버전 또한 출시한 상태다. 2015년 출시한 강남언니는 누적 가입자 700만명을 보유하고 있다.

특히 2019년부터 시작한 일본인 대상 성과가 괄목한데 2024.08월 기준 강남언니 가입한 일본 병원은 1,300개 수준이며 가입자는 약 100만명으로 밝힌 바 있다.

Fig. 29: 강남언니 글로벌 앱 UNNI 출시

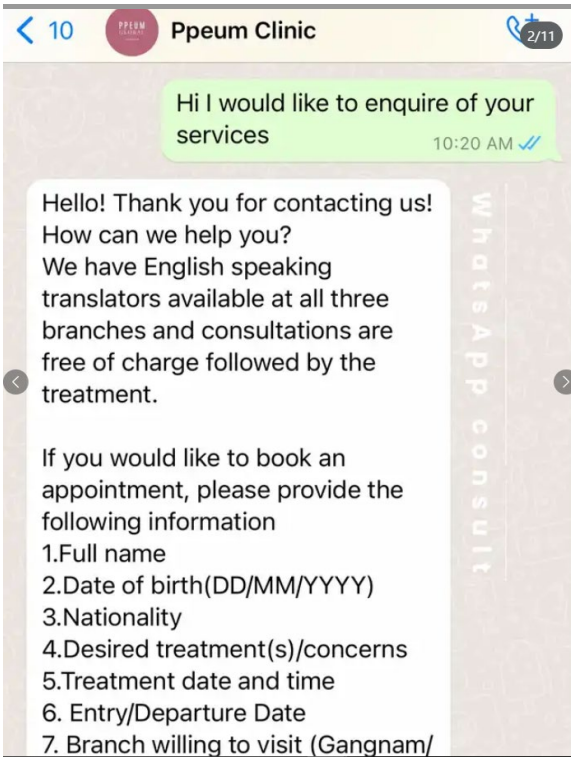


Source: 강남언니, 다올투자증권

외국인 전용 클리닉을 운영하는 경우도 있다. 대표적인 사례는 쁨 글로벌 센터다. 현재 홍대과 강남, 명동, 부산, 제주에 총 5개 지점을 운영 중인 쁨 글로벌 센터는 외국인 환자 전용으로 운영 중인 병원이다.

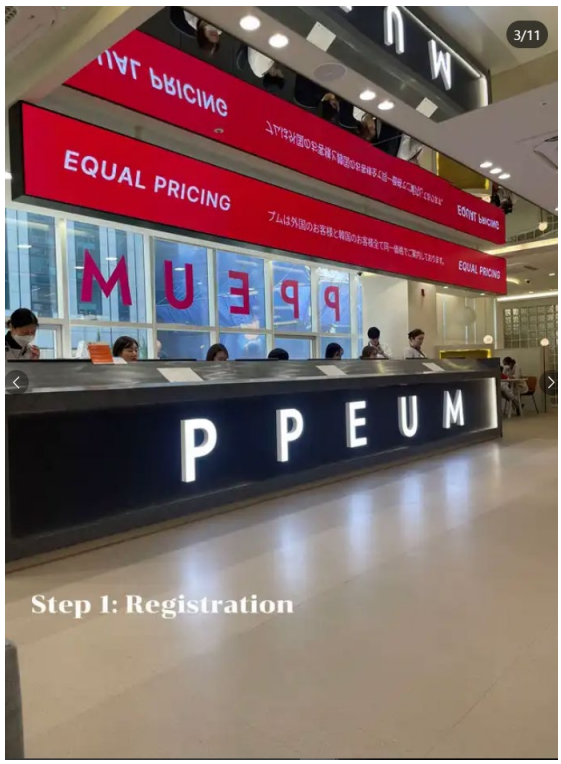
내국인 접수 절차에 비해 신분증 접수나 환급 절차, 통역 절차가 포함되어 있어 외국인 접수가 시간이 오래 걸린다는 점을 감안하여 외국인 환자 전용 클리닉을 개설하였다.

Fig. 30: 쁨 글로벌 센터 예약



Source: Lemon8, 다올투자증권

Fig. 31: 쁨 글로벌 센터 전경



Source: Lemon8, 다올투자증권

구글 리뷰를 통해서도 외국인 환자들의 리뷰를 확인할 수 있다. 해당 리뷰를 통해 외국인 환자들은 시술 만족도와 제반 서비스의 만족도를 확인할 수 있다. 주로 언급되는 내용은 상담 및 통역, 환급으로 외국인 환자들이 시술 외 중요시 하는 우선순위를 확인할 수 있다. .

Fig. 32: 쁨 글로벌 의원 구글 리뷰(번역)



Source: 구글, 다올투자증권

III-2. 수수료 30%짜리 사업이 있다고?

의료 관광의 또다른 축은 환자 알선이다. **내국인과 다르게 외국인에 대한 의료 행위 알선은 합법으로 환자 알선에 따른 수수료를 수취하는 비즈니스도 존재한다. 외국인 환자 유치 사업자다. 수수료율 또한 최대 30%에 이른다.** 과거 따이공 면세 업종이 고객을 데려오는 여행사에게 지급한 송객 수수료과 유사한 개념이다.

국내에서는 의료법 제27조 3항은 주체를 막론하고 영리 목적으로 환자를 소개 및 알선, 유인하는 행위를 금지하고 있다. (의료기관이나 의료인이 스스로 자신에게 환자를 유치하는 행위는 포함되지 않음)

외국인환자 유치의 경우 예외로 둔다. 외국인 환자 유치란 외국인 환자의 국내 의료기관 이용 증진을 위하여 진료 예약, 계약 체결 및 그 대리, 외국인 환자에 대한 진료 정보 제공 및 교통, 숙박 안내 등 진료에 관한 편의를 제공하는 활동을 의미한다.

유치 범위는 크게 1) 상담 또는 진료 예약을 받거나 유치 사업자나 해외 의료기관, 에이전시로부터 환자를 소개받아 진료하는 행위와 2) 외국어 홈페이지 등을 통해 진료 정보를 제공하는 행위, 3) 외국인 전담 인력 채용과 의료 관광 비자 발급, 교통, 숙박 안내 등 외국인 환자를 위한 편의를 제공하는 행위 3가지로 나누어진다.

따라서 한국에 의료 관광을 목적으로 방문하는 관광객의 경우, 외국인 환자 유치 사업의 가이드라인에 맞추어 외국인 환자를 유치하게 된다. 2025.02월 기준 외국인 유치 사업에 등록된 의료기관은 3,095개이며, 유치 사업자는 1,918개에 이른다.

외국인 환자 유치 사업 등록 제도의 의의는 1) 무분별한 외국인 환자 유치 행위로 인한 국내 의료시장 질서 혼탁화 방지와 2) 유치 과다 경쟁으로 인한 공공 의료서비스의 질적 저하, 3) 미자격 의료기관 및 유치업자 난립으로 인한 퀄리티 저하 등이 있다.

Fig. 33: 외국인 환자 유치 사업 소개

진료예약·계약 체결이란?

- 전화, 인터넷 등을 통해 외국인환자의 상담 또는 예약을 받는 행위
  ※『응급의료에 관한 법률』 제2조 제1호에 따른 응급환자 제외
- 유치사업자, 해외 의료기관 및 에이전시 등에 수수료를 지급하고 환자를 소개 받는 행위

외국인환자에 대한 진료정보 제공이란?

- 외국어로 된 홈페이지 · 스마트폰 어플리케이션 개설 및 SNS 운영
  ※ 국제통용어인 영어로 단순 정보를 제공하는 홈페이지는 유치행위에 해당하지 않으나, 진료예약 · 상담 및 외국인환자 대상 특화된 정보를 영어로 제공하는 경우는 진료예약·체결에 해당되므로 유치행위임
- 외국어로 된 의료광고 행위
  ※ 보세판매장 등 면세점, 국제공항, 무역항 등에서만 허용 (외국인환자유치지원법 제 15조 1항)
- 외국인환자를 다른 유치 의료기관에 소개 · 알선 해주는 행위
- 컴퓨터, 화상통신, 전화 등을 이용하여 국외에 있는 의료인에게 환자 건강 및 질병 삼당 교육 등 사전 · 사후 서비스 제공 행위

교통 · 숙박 안내 등 진료에 관련된 편의 제공이란?

외국인환자의 의료기관 이용 촉진을 목적으로 상품 개발 · 판매, 할인쿠폰 발행 · 제공하는 행위
외국인 전담 간호사 및 코디네이터, 통역사 등을 고용하여 외국인환자 대상 서비스 제공 행위

Source: Medical Korea, 다올투자증권

외국인 환자 유치 사업자는 유치 수수료를 통해 수익화가 가능하다. 유치 수수료는 유치 의료기관이 외국인 환자 유치 행위에 대한 대가로 외국인 환자 유치 사업자에게 지불하는 비용을 의미한다.

유치 수수료율은 총 진료비에서 차지하는 비율로서 유치 의료기관과 유치 사업자간 자율 계약에 따라 정할 수 있으며, 상한을 각각

1. 상급종합병원: 15%
2. 종합병원, 병원: 20%
3. 의원: 30%

를 초과하지 않는 범위로 설정한다. (부가가치세는 별도)

Fig. 34: 외국인 유치사업자 등록이 되지 않은 경우에는 불법


뉴스홈 | 최신기사

제주서 불법 외국인 환자 유치 성행…"부작용 커 엄정 대응"

송고시간 | 2025-01-08 10:30

변지철 기자

| 제주지검, 불법 환자 유치 의원 원장·중국인 적발

Source: 연합뉴스, 다올투자증권

2023년 전체 외국인 환자수 대비 유치 사업자가 유치한 외국인 환자는 14.2%였다. 한방병의원을 방문한 경우, 유치사업자를 이용한 비중이 89%에 달했으며 반대로 의원/기타를 방문한 경우는 8.6%에 불과했다.

진료 과목 중 피부과 비중이 제일 높은 의원/기타에서 외국인 유치 사업자 비중이 낮다는 점은 외국인 환자 중 직접 방문 비중이 상대적으로 높음을 확인할 수 있다.

Fig. 35: 2023년 방문 외국인 환자 대비 유치 사업자 유치 외국인 환자 비중

명	상급종합	종합병원	병원	치과병·의원	한방병·의원	의원·기타
유치환자	8,306	5,729	2,625	1,730	16,300	34,558
전체환자	64,057	81,640	24,950	14,021	18,394	402,706
비중	13%	7%	11%	12%	89%	9%

Source: Medical Korea, 다올투자증권

국내 유치 사업자 외 해외 에이전시도 존재하는데, 한국으로 환자를 송출하는 현지 전문 에이전시를 의미한다. 해외 에이전시는 주로 외국인 환자 유치에 주력하나, 해당 의료 기관에 대한 마케팅도 병행하는 경우도 존재한다. 국제의료관광코디네이터라는 별도 자격증을 두어 두어 의료 관광을 위한 관광객을 대상으로 의료관광 상담, 마케팅, 리스크 관리 및 행정 업무를 담당한다.

Fig. 36: 국제의료관광코디네이터협회 구인정보글

번호	기업명	업종	모집부문/소재지	작성일	마감일	HIT
3,815	아비쥬의원(명동)	피부과	[신입280/어학수당 별도/정착지원금180] 피부과 영어 코디 채용 서울 중구 남대문로 78 (명동1가, 타임워크명동빌딩)	2025-02-09	2025/3/9	24
3,814	바노바기성형외과	성형외과	[바노바기메디컬그룹] 해외 마케팅 경력직 인재 채용 (영어 마케터) 서울 강남구 역삼동 641-9	2025-02-09	2025/3/9	16
3,813	바노바기성형외과	성형외과	[바노바기메디컬그룹] 해외 마케팅 인재 채용 (일본 마케터) 서울 강남구 역삼동 641-9	2025-02-09	2025/3/9	6
3,812	뽐글로벌의원	피부과	[주4일/업계최고우대] 일본어 통역코디 채용 공고 서울 서초구 서초대로77길 55 (서초동, 에이프로 스퀘어)	2025-02-09	2025/3/6	11
3,811	타임리스피부과	피부과	[마포] 피부과 간호조무사, 중국 코디네이터 서울 서대문구 신촌로33길 16 (북아현동, 헤센스마트 더 센트럴)	2025-02-09	2025/3/10	14

Source: 국제의료관광코디네이터협회, 다올투자증권

Fig. 37: 피부과 해외 환자 유치 에이전시 모집



Source: 아이보스, 다올투자증권

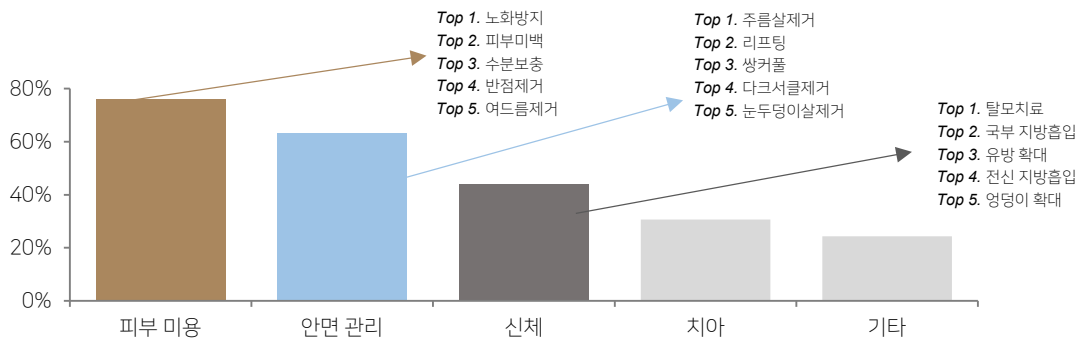
III-3. 외국인 환자들은 왜 한국을 찾을까?

미용 의료 관광 산업에 종사 중인 전문가 인터뷰를 종합하였다. 국내 미용 의료 관광을 선호하는 이유는 **가격과 제품 선택폭, 신뢰도**이다.

COVID19 펜데믹 이후 많은 관광객들이 한국을 방문하는 데에 있어 피부과 방문을 하는 경우가 많아지고 있으며 특히 일정 끝에 피부과를 방문한다. 에이전시를 활용하는 경우도 있지만 SNS나 광고를 통해 직접 피부과를 찾는 경우가 많다.

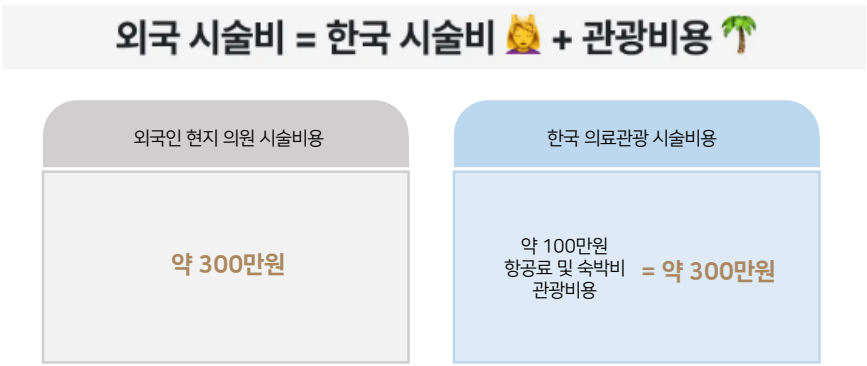
피부과를 방문하게 되면 대부분 2 ~ 3개의 복합 시술을 진행하는 편이며 스킨부스터와 리프팅 시술을 기본적으로 받게 된다. 이에 따라 1회 소비 금액대는 100만원에서 400만원 정도의 밴드를 형성한다.

Fig. 38: 2022년 중국 의료 미용 항목별 소비 비율



Source: 아이루이 컨설팅, 다올투자증권

Fig. 39: 결국 한국을 방문하는 건 가성비



Source: Jerry&Beanstalk, 다올투자증권

III-4. 현직자 인터뷰(통역)

Q. 본인 직업은?

A. 피부과에서 통역사로 근무, 샤오홍슈 채널 운영하고 있어 피부과 추천도 진행 중

Q. 시술 받는 연령대는?

A. 20 ~ 60대까지 다양하며, 피부과는 젊은 연령대가 많다. 40 ~ 60대는 수술을 선호하며, 연령대에 따라 소비하는 금액대가 다르다.(상대적으로 젊은 연령대가 중저가 시술을 사용)

Q. 어떤 리프팅 시술을 선호하는지?

A. 40대 이상은 울쎄라/써마지/온다/티타늄 등 고가 시술도 선호하며, 중저가의 경우 2030 선호도가 높으며 슈링크/인모드/리프테라 등 선호.

Q. 어떤 스킨부스터 시술을 선호하는지?

A. 리쥬란은 기본 베이스. 최근 쥬베룩에 대한 인지도도 높아지고 있음

Q. 해당 시술 외 어떤 시술을 선호하는지?

A. 필러와 보톡스, 지방 분해 주사 등. 필러의 경우 한국과 중국 간의 가격 차이가 큼. 중국은 제품 라인별로 가격이 상이한 반면, 국내는 부위별 시술

Q. 왜 중국에서 미용 의료 관광을 온다고 생각하는지?

A. 최우선은 가격. 그 다음은 중국에서 허가 받지 않은 제품이 많음. 대표적인 사례가 울쎄라류의 HIFU와 리쥬란(주사). 또한 불법 제품에 대한 우려도 있어 제품에 대한 선택폭이 넓으며 신뢰도가 높은 한국 미용 의료 관광 선호

Q. 대부분 복합 시술을 받는지, 소비 금액대는 어떤지?

A. 거의 대부분 2 ~ 3가지 시술을 받는 편. 리프팅/보톡스, 리프팅/스킨부스터 다양한 조합의 시술을 받음. 따라서 소비 금액대는 100만원 이상으로 보고 있음

Q. 계엄 사태 이후 영향?

A. 피부과 환자 감소 일부 있으나 회복 추세에 있는 것으로 파악

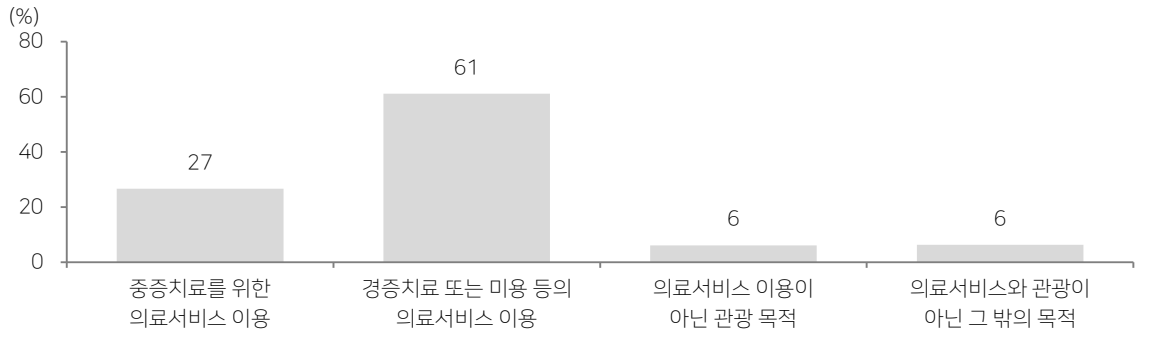
Q. 어떻게 주로 방문하는지?

A. 성형외과는 에이전시를 이용하는 경우가 많고 피부과는 SNS 추천이나 광고

한국보건산업진흥원에서 발간한 2023년 외국인 환자 한국의료 이용경험 및 만족도 조사에 따르면 2022년 89.2점 대비 1점 상승한 90.2점을 기록하였다. 해당 조사는 국내 의료 기관에 방한한 외국인 환자 1,500명을 대상으로 진행했다.

특히나 외국인 환자들이 한국 의료 서비스를 사용함에 있어 의료진 의료 기술을 가장 중요하게 고려하였으며, 의료 서비스를 포함하여 지출한 총 비용은 평균 8,911달러에 달했다. 또한 총 비용 중 의료 비용이 차지하는 비용은 61.9%에 달했다.

Fig. 40: 의료서비스 이용 외국인 중 한국방문 이용목적



Source: 한국보건산업진흥원, 다올투자증권

III-5. 환급도 받아가세요~

국내에서는 외국인 환자를 대상으로 부가가치세 환급 제도를 시행하고 있다. 국내에서는 미용 성형 시술이나 수술에 대하여 10% 부가가치세를 부과하고 있는데, 2016년 4월 1일부터 외국인 관광객을 대상으로 부가 가치세 10%를 환급해주고 있다. 의료 관광 유치 지원을 목적으로 한시적으로 시행되었으나 2025년까지 연장된 상태다. 부가가치세 환급 또한 해외 관광객들의 의료 관광 수요 증가에 기여하고 있다.

1H24 미용 의료 시술 환급건수는 41만건으로 이미 2023년 연간 총 건수였던 38만건을 상회한 상황이다. 국내 미용 의료 관광객 증가에 따라 환급 신청 건수 또한 증가할 전망이다.

Fig. 41: 외국인환자 미용 성형 의료 용역에 대한 부가가치세의 특례 관련 고시

환급대상 의료서비스 범위 (부가가치세법 시행령 제35조제1호)

- 가. 쌍꺼풀수술, 코성형수술, 유방확대·축소술(유방암 수술에 따른 유방 재건술은 제외한다), 지방흡인술, 주름살제거술, 안면윤곽술, 치아성형(치아미백, 라미네이트와 잇몸성형술을 말한다) 등 성형수술(성형수술로 인한 후유증 치료, 선천성 기형의 재건수술과 종양 제거에 따른 재건수술은 제외한다)과 악안면 교정술(치아교정치료가 선행되는 악안면 교정술은 제외한다)
- 나. 색소모반·주근깨·흑색점·기미 치료술, 여드름 치료술, 제모술, 탈모치료술, 모발이식술, 문신술 및 문신제거술, 피어싱, 지방융해술, 피부재생술, 피부미백술, 항노화치료술 및 모공축소술

Source: 보건복지부, 다올투자증권

국내 택스리펀드 1위 업체인 글로벌텍스프리의 1, 2위 업장은 올리브영과 다이소이며, 3위가 미용 성형 의료 서비스 환급이라고 밝힌 바 있다.

추가적으로 2025.02월 글로벌텍스프리는 의료 정보 플랫폼 '강남언니'와 업무협약을 체결하였다. 강남언니 의료 서비스 예약 시스템과 세금 환급 서비스를 연계할 예정으로 방한 외국인 관광객들을 대상으로 예약과 환급 절차를 동시에 이용할 수 있게 할 예정이다.

Fig. 42: 미용 성형 의료 용역 부가가치세 환급절차



Source: 글로벌텍스프리, 다올투자증권

Fig. 43: 외국인 관광객 미용 성형 의료 용역에 대한 부가세 환급 현황

구분	2016 4~12 (9 개월)	2017 1~12 (12 개월)	2018 1~12 (12 개월)	2019 1~12 (12 개월)	2020 1~12 (12 개월)	2021 1~12 (12 개월)	2022 1~12 (12 개월)	2023 1~12 (12 개월)	2024 1~12 (12 개월)	합계 (평균)
환급건수 (천건)	38.8	56.1	82.7	148.6	28.2	3.5	52.6	383.7	413.3	1,207.4
증감율		44.7%	47.5%	79.7%	-81.0%	-87.6%	1398.9%	630.1%	7.7%	
환급액 (억원)	79	104	138	192	37	8	114	417	378	1,467

Source: 한국보건산업진흥원, 다올투자증권

Fig. 44: 외국인 관광객 미용 성형 의료 용역에 대한 부가세 환급건수

(건)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024.6 월
쌍커풀수술	6,190	6,821	4,406	11,826	1,519	353	4,168	13,957	14,213
코성형수술	2,114	2,579	3,218	6,159	1,181	196	2,405	4,362	2,699
유방수술	503	684	959	3,781	779	64	540	955	679
지방흡입술	1,176	1,347	2,053	4,716	1,196	179	2,181	4,820	3,864
주름살제거술	2,929	4,446	8,373	26,370	3,582	384	7,187	34,768	23,740
안면윤관술	1,235	2,001	2,190	3,037	811	139	2,069	2,809	1,706
치아성형술	67	112	121	302	67	8	114	349	777
악안면교정술	91	149	208	214	79	20	222	278	131
색소모반주근깨, 흑색점, 기미등	2,020	2,603	3,593	3,865	664	73	547	2,199	1,674
여드름 치료술	369	455	535	792	94	14	136	509	317
제모술	59	67	52	117	12	5	38	91	26
탈모치료술, 모발이식술	475	581	820	1,118	207	98	587	1,409	985
문신술, 문신제거술, 피어싱	447	401	313	413	40	19	194	933	3,723
지방융해술	760	1,131	1,042	899	91	26	259	4,864	5,910
피부재생술, 피부미백술, 항노화치료술 및 모공축소술	10,324	15,582	22,073	20,163	3,622	499	7,303	52,267	62,683
기타	10,002	17,135	32,756	64,839	14,237	1,429	24,602	259,095	290,149
합계	38,761	56,094	82,712	148,611	28,181	3,506	52,552	383,665	413,276

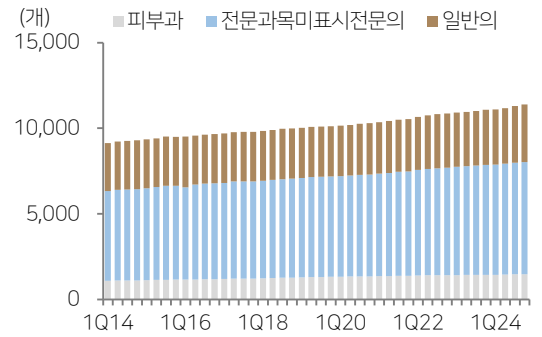
Source: 한국보건산업진흥원, 다올투자증권

III-6. 의정 파업 장기화로 신규 일반의 개원도 증가세. 해외 진출도?

신규 개원의 증가 또한 실적 개선 요인으로 작용할 전망이다. 의정 파업 장기화에 따라 전공의가 아닌 일반의 개원이 증가하는 추세다.

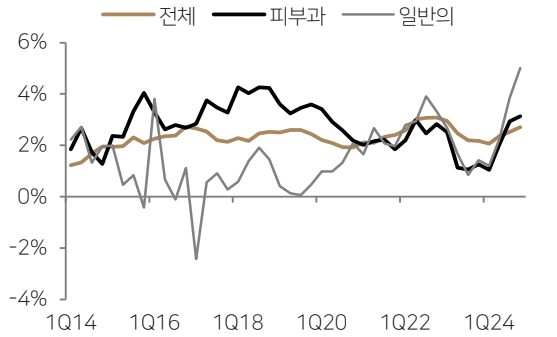
전공의 전단계인 본과 6년, 인턴 1년을 마친 일반의는 일반 병원에서 진료와 직접 개원이 가능하다. 이에 따라 신규 개원 및 피부과/성형외과 일반의 증가 또한 의료기기 장비 매출에 일부 영향이 있을 전망이다.

Fig. 45: 피부과 및 일반의 추이



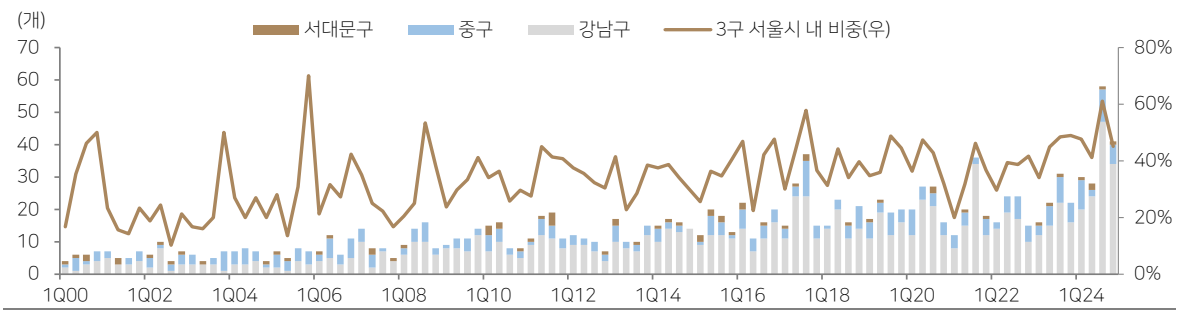
Source: 건강보험심사평가원, 다올투자증권

Fig. 46: 피부과 및 일반의 증가율 추이



Source: 건강보험심사평가원, 다올투자증권

Fig. 47: 서울시 3구 피부과목 진료 의원 신규 개원 수 및 비중



Source: 지방행정인허가데이터, 다올투자증권

Fig. 48: 국내 의사들의 해외 진출



사회 > 복지·의료

[단독] "베트남으로 갈래요" 한국 의사 수십명 지원

인기 많은 성형·피부과는 물론 치과·응급의학 전문의도 신청

정해민 기자

업데이트 2024.10.18. 14:47

가

Source: 조선일보, 다올투자증권

IV. 투자전략

IV-1. 블록버스터 or 턴어라운드

두 가지 투자 전략이 가능하다. **첫번째 전략은 블록버스터 투자 전략으로 국내 미용 의료기기 MS 1위 품목을 보유한 기업에 투자하는 것이다.** 클래시스와 휴젤, 파마리서치는 각각 슈링크와 보툴렉스, 리쥬란이라는 품목 내 MS 1위 제품을 보유하고 있다. 2025E에도 미용 의료 관광객 증가세가 나타난다면 해당 업체들의 내수 실적 성장 또한 동반될 전망이다. 2025E 클래시스와 휴젤, 파마리서치의 내수 매출액 성장률을 각각 YoY +14%(이루다 제외), +6%(톡신 + 필러), +16%(의료기기, 콘쥬란 급여 축소 가정)로 추정한다.

두번째는 **개원의 증가로 실적 턴어라운드 개선이 기대되는 기업**군이다. 원텍(BUY, TP 1만원)과 엘앤씨바이오(Not Rated)를 제시한다. 원텍은 모노폴라 RF제품인 올리지오를 주력 제품으로 두고 있으며 개원의 증가에 따라 부진했던 내수에서 올리지오 판매량 회복에 따른 실적 개선이 기대된다. 엘앤씨바이오는 2023년 무릎 연골 재생의료기기 메가카티를 출시하였으나 의정 사태로 인해 매출 증가로 이어지지 못했다. 엘앤씨바이오는 2Q25E 중국 메가덤플러스 판매와 더불어 스킨부스터 인체조직이식재인 엘라비에 리투오를 출시하여 미용 의료기기 시장 진출에 따른 매출액 증가가 기대된다.

Fig. 49: 밸류에이션 테이블

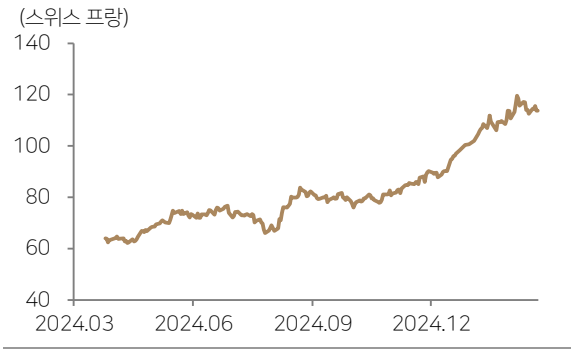
	시가총액	PER(배)			PBR(배)			ROE(%)		
	(십억원)	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
클래시스	3,852	32.9	38.8	28.0	8.7	11.7	8.1	29	30	31
휴젤	3,888	19.3	29.9	22.1	3.2	5.8	4.6	13	17	19
파마리서치	3,027	14.8	33.8	21.5	2.8	6.2	4.9	20	19	25
원텍	562	21.2	23.3	15.3	8.4	4.6	3.7	49.7	21.7	26.5
비올	496	23.0	16.6	14.1	8.6	5.8	4.1	44.9	41.7	34.4
휴메딕스	441	13.4	11.3	9.4	1.8	1.8	1.6	14.7	17.9	18.4
갈더마	43,293	n/a	68.5	46.2	n/a	3.9	6.1	-1.2	4.7	6.9
Inmode	1,888	9.7	7.4	9.7	2.4	1.7	1.7	29.5	24.3	18.7
Evolus	1,272	n/a	n/a	n/a	31.4	254.4	107.6	-42.5	-591.6	78.7
Abbvie	512,329	19.9	23.0	16.5	26.4	94.3	56.2	8.7	9.2	-
미용기기 업종 평균		18.4	26.6	18.8	23.9	85.7	51.3	31.7	8.2	7.8

Source: Bloomberg, 다올투자증권
Note: 클래시스, 휴젤, 파마리서치, 원텍은 당사 추정치, 이외에는 블룸버그 컨센서스

IV-2. Galderma 45배, 국내 기업 저평가 받을 필요 있을까?

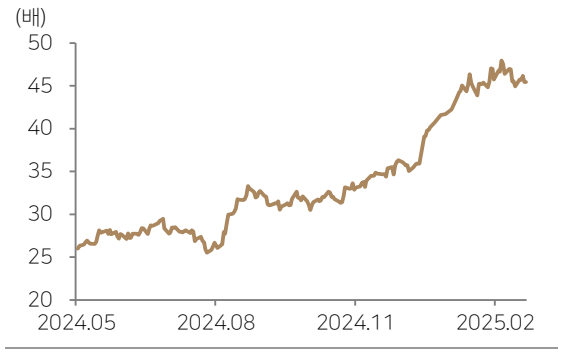
2024.03월 IPO에 성공한 갈더마의 주가는 상장한지 약 11개월만에 공모가 대비 +115% 상승하였다. 상장한 이후 달성한 가장 큰 마일스톤은 여드름 치료제인 넴루비오의 품목허가였으나 GLP-1 처방 후 나타나는 부작용인 오젬픽 페이스에 대한 대안으로 미용 의료 시술이 제시되고 있다는 점이 주가 상승을 견인했다.

Fig. 50: 갈더마 주가 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 51: 갈더마 2025E 컨센서스 PER 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 52: 갈더마 실적 추이 및 전망

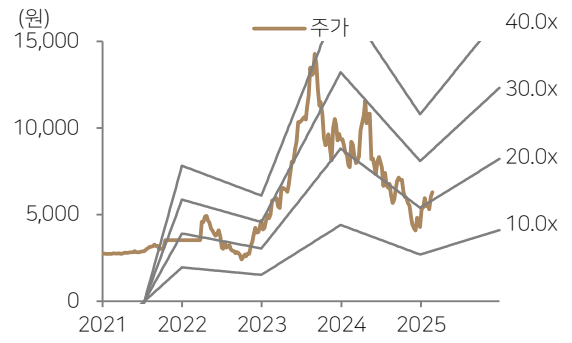
(백만달러)	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	3,445	3,824	4,117	4,361	4,848
YoY(%)		*11%*	*8%*	*6%*	*11%*
주사기류	1,674	1,992	2,128	2,335	2,553
톡신	793	1,002	1,162	1,289	1,426
필러/스킨부스터	811	990	966	1,046	1,127
더마 코스메틱	861	1,089	1,212	1,327	1,437
피부과용 치료제	882	679	742	760	859
매출총이익	2,411	2,630	2,885	3,148	3,526
YoY(%)		*9%*	*10%*	*9%*	*12%*
GPM	70%	69%	70%	72%	73%
영업이익	264	311	536	601	875
YoY(%)		*18%*	*72%*	*12%*	*46%*
OPM	8%	8%	13%	14%	18%
당기순이익	-154.3	-98.5	-57.2	179.7	446.5
YoY(%)		*-36%*	*-42%*	*-414%*	*148%*
NPM	-4%	-3%	-1%	4%	9%

Source: Bloomberg, 다올투자증권

갈더마의 2025E 컨센서스 PER는 45.4배로 컨센서스가 집계된 2024.05월 대비 1.8배 정도 높아진 상태다. 그에 비해 국내 미용 의료기기 업체들의 12M Fwd PER은 히스토리컬 밴드의 중단 수준인 20배 중후반에 머물고 있다.

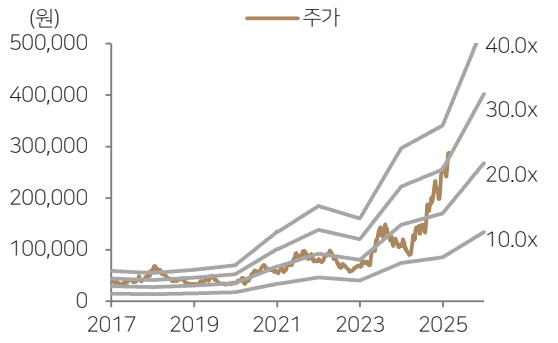
갈더마의 매출 성장률 대비 더 높은 매출 성장률을 보이면서 사모펀드들의 경영과 함께 국내 타업종 대비 우수한 거버넌스를 지키고 있으며, 업종 평균 대비 높은 ROE을 기록 중인 국내 미용 의료기기 업종에 대한 선호 의견을 유지한다. **2025E EPS 대비 40배를 제시한다면 국내 미용 의료기기 업종 클래시스와 휴젤, 파마리서치, 원텍의 Upside는 각각 +36%, +94%, +74%, +138%다.**

Fig. 53: 원텍 12M Fwd PER 추이



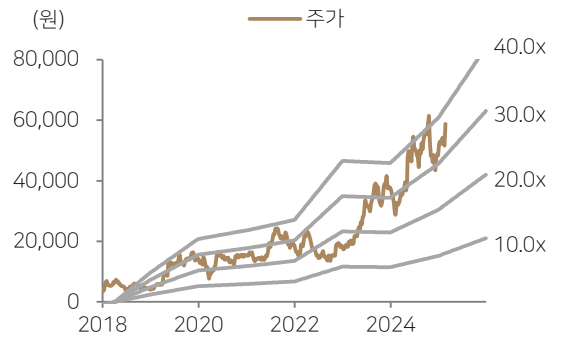
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 54: 파마리서치 12M Fwd PER 추이



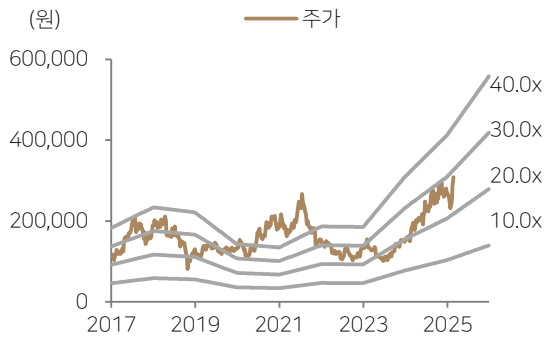
Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 55: 클래시스 12M Fwd PER 추이



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 56: 휴젤 12M Fwd PER 추이



Source: Quantiwise, 다올투자증권

V. 종목별 투자의견

클래시스 (214150) _ Top Picks

휴젤 (145020) _ Top Picks

파마리서치 (214450)

원텍 (336570)

엘앤씨바이오 (290650)



클래시스
(214150)

—

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
적정주가	72,000		유지
Earnings			

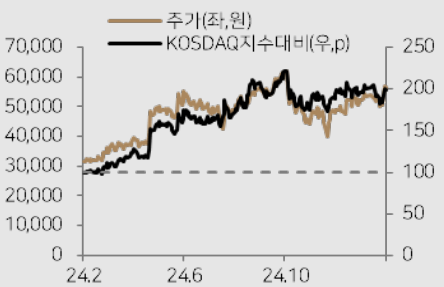
Stock Information

현재가 (02/21)	58,800원
예상 주가상승률	22.4%
시가총액	38,517억원
비중(KOSDAQ내)	0.99%
발행주식수	65,506천주
52주 최저가/최고가	31,500 - 61,900원
90일 일평균거래대금	103억원
외국인 지분율	74.3%
주요주주지분율(%)	
BCPE Centur Investments, LP (외 4인)	73.9
최창호 (외 1인)	0.0
최창호 (외 1인)	0.0

Valuation wide	2023	2024P	2025E
PER(배)	32.9	38.8	28.0
PBR(배)	8.7	11.7	8.1
EV/EBITDA(배)	25.6	29.6	19.6
배당수익률(%)	0.5	0.5	0.7

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률 (%)	11.2	16.0	86.7	23.4
KOSDAQ 대비 상대수익률 (%)	4.5	16.6	97.0	9.2

Price Trend



DAOL 다올투자증권

박종현 의료기기 | alex.park@daolfn.com

의료 관광 필수 소비재

Issue

기업 현황 업데이트

Pitch

국내 리프팅 장비 MS 1위 업체로 미용 의료 관광객 증가에 따른 최고 수혜 기대. 대외 환경 변화에 따른 타격 없음. 북미 진출 및 유럽 출시에 따른 매출 확대로 업종 내 최고 실적 증가세 기대. 적정주가 7.2만원 유지

Rationale

- 대외 환경 변화에 따른 내수 소모품 감소 관찰되지 않음. 슈링크의 견조한 성장 속 볼뉴머 신규 소모품 매출 발생. 피부과 의료 관광에 있어 2030 저연령층은 오리지널 제품군 대비 낮은 가격대 제품 선호. 이에 따라 슈링크 및 볼뉴머의 매출 확대 나타나는 중
- 2025E 매출액 3,569억원(YoY +47%), 영업이익 1,789억원(YoY +46%, OPM 50.1%)으로 제시된 가이던스 상단 전망. 2025.04월 유럽 출시 예정 및 중동 또한 순차 출시 예정. 2nd 국가였던 태국과 일본의 2025E 매출액 성장률은 각각 YoY +45%, +50% 전망
- 매각설 및 북미 낮은 EBD 침투율(2024E 국내 HIFU 40% vs. 북미 15%), 경쟁사 북미 매출 부진으로 인해 성장성 우려 나타나고 있으나 국가별 판매 전략 구체화를 통한 실적으로 불식 기대. 적정주가 7.2만원 유지, 의료기기 업종 Top Pick

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2022	2023	2024P	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	142	180	243	357	472	587	733
영업이익	69	90	122	179	243	317	408
EBITDA	73	94	129	187	252	326	417
지배주주순이익	75	74	98	138	188	245	314
순차입금	(25)	(44)	(42)	(173)	(366)	(617)	(939)
매출증가율	41.0	27.0	34.9	46.9	32.3	24.2	25.1
영업이익률	48.6	49.8	50.4	50.1	51.5	54.1	55.7
지배순이익률	53.2	41.2	40.2	38.6	39.8	41.7	42.8
EPS증가율	71.9	(1.5)	32.4	38.5	36.5	30.1	28.4
ROE	38.3	28.9	30.0	31.2	30.3	28.4	26.9

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

Fig. 57: 클래시스 연간 실적 추정

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024P	2025E	2026E	비고
매출액	76.5	100.6	141.8	180.1	242.9	356.9	472.1	
YoY(%)		*32%*	*41%*	*27%*	*35%*	*47%*	*32%*	
국내	34.6	30.4	54.4	63.1	75.9	86.8	100.1	
YoY(%)		*-12%*	*79%*	*16%*	*20%*	*14%*	*15%*	
브라질	9.2	13.5	26.6	45.7	47.1	47.1	56.5	2025E 울트라포머 3 재고 조정
YoY(%)		*47%*	*97%*	*72%*	*3%*	*0%*	*20%*	
태국	2.3	1.6	6.3	10.0	22.0	31.9	41.5	
YoY(%)		*-30%*	*294%*	*59%*	***120%***	***45%***	***30%***	
일본		5.8	8.2	9.6	14.2	21.3	29.8	2025E 직판 영업 개시
YoY(%)			*41%*	*17%*	***48%***	***50%***	***40%***	
미국					1.3	13.0	21.9	4Q24P 볼뉴머 판매 개시
YoY(%)						***940%***	***68%***	
유럽						11.2	36.2	2H25E 슈링크 유니버스/볼뉴머 출시
YoY(%)							***223%***	
중국							5.0	2027E 볼뉴머 허가
YoY(%)								
이루다					11.7	56.3	67.6	4Q24P 편입
YoY(%)						*382%*	*20%*	
기타	30.4	49.3	46.3	51.7	70.8	89.2	113.5	중동 포함
YoY(%)		*62%*	*-6%*	*12%*	*37%*	*26%*	*27%*	
볼뉴머 판매 대수								
글로벌			50	100	840	1,320	1,800	
미국					25	200	350	
유럽						100	300	2025.04 월 CE-MDR 허가 목표
국내			50	310	345	365	345	
슈링크 판매 대수								
글로벌	1,000	1,800	1,250	3,125	2,100	2,600	4,000	
국내			1,250	490	475	480	400	
유럽						200	700	2025.04 월 CE-MDR 허가 목표

Source: 다올투자증권

Fig. 58: 클래시스 실적 추정

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	**50.4**	**58.7**	**59.4**	**74.4**	**74.3**	**84.5**	**92.5**	**105.6**	**180.1**	**242.9**	**356.9**	**472.1**
YoY(%)	*29%*	*28%*	*23%*	*58%*	*47%*	*44%*	*56%*	*42%*	*27%*	*35%*	*47%*	*32%*
클래시스(장비)	20.8	29.9	31.9	28.9	26.7	32.9	39.7	46.7	90.0	111.5	145.9	195.3
YoY(%)	13%	36%	24%	21%	28%	10%	24%	62%	21%	24%	31%	34%
수출	14.3	23.3	25.4	21.8	19.5	25.5	33.0	40.0	63.2	84.7	118.0	170.0
내수	6.5	6.6	6.5	7.1	7.2	7.4	6.7	6.7	26.8	26.8	27.9	25.3
소모품	26.5	26.1	25.6	31.2	30.3	33.8	36.7	41.8	81.1	109.4	142.6	194.9
YoY(%)	42%	20%	25%	55%	15%	30%	43%	34%	46%	35%	30%	37%
수출	17.3	15.5	13.6	18.1	19.3	21.1	22.0	25.7	47.8	64.5	88.1	124.9
내수	9.1	10.6	12.1	13.1	11.0	12.7	14.7	16.2	33.3	44.9	54.5	70.0
이루다	13.1	13.3	-	11.7	13.7	14.6	14.0	14.0	56.2	51.1	56.3	67.6
YoY(%)	20%	-9%	-	-30%	5%	10%	-	20%	21%	-9%	10%	20%
MNRF	5.0	4.8	-	2.4	5.3	5.3	5.9	2.9	22.1	17.7	19.3	23.2
레이저	4.1	4.7	-	4.8	4.3	5.2	4.5	5.8	18.8	17.8	19.7	23.7
소모품	1.7	1.6	-	3.1	1.8	1.8	1.5	3.7	5.7	7.8	8.8	10.5
기타	2.8	2.5	1.6	2.5	3.4	3.0	2.0	2.9	7.6	9.4	11.3	13.7
매출총이익	40.2	47.5	46.6	56.8	56.5	64.4	70.8	81.2	140.4	191.1	272.9	366.8
YoY(%)	*33%*	*31%*	*26%*	*54%*	*40%*	*36%*	*52%*	*43%*	*30%*	*36%*	*43%*	*34%*
GPM	79.8%	80.9%	78.4%	76.4%	76.0%	76.2%	76.5%	76.9%	78.0%	78.7%	76.5%	77.7%
클래시스	-	-	78.4%	80.4%	80.8%	80.5%	80.2%	80.0%	78.0%	79.9%	80.3%	80.5%
이루다	-	-	-	54.6%	55.0%	55.9%	55.6%	56.5%	-	-	55.8%	60.8%
영업이익	**26.5**	**31.2**	**29.0**	**35.8**	**36.0**	**41.5**	**46.4**	**55.0**	**89.6**	**122.5**	**178.9**	**243.0**
YoY(%)	*33%*	*35%*	*17%*	*63%*	*36%*	*33%*	*60%*	*53%*	*30%*	*37%*	*46%*	*36%*
OPM	52.6%	53.1%	48.7%	48.1%	48.5%	49.1%	50.2%	52.0%	49.8%	50.4%	50.1%	51.5%
클래시스 판관비	13.7	16.3	17.6	18.1	17.7	20.1	21.6	23.6	50.8	65.8	83.1	107.0
이루다 판관비	-	-	-	2.9	2.7	2.8	2.7	2.7	-	-	11.0	16.9
광고선전비	2.2	2.5	4.7	3.3	3.1	3.8	4.0	4.9	9.0	12.8	15.7	22.3
R&D 비용	2.8	2.8	3.1	3.9	3.9	4.3	4.6	4.8	9.2	12.6	17.6	23.2
지급수수료	1.7	3.2	2.2	3.4	2.5	2.8	2.8	3.0	7.5	10.4	11.1	17.1
유무형감가	0.6	0.7	0.7	2.7	2.9	3.0	3.1	3.1	2.2	4.7	12.0	13.4
지배주주 NP	**26.1**	**26.6**	**16.5**	**28.4**	**27.8**	**31.8**	**35.7**	**42.4**	**74.2**	**97.6**	**137.7**	**188.0**
YoY(%)	*39%*	*43%*	*-22%*	*81%*	*6%*	*20%*	*117%*	*49%*	*-2%*	*31%*	*41%*	*37%*
NPM	51.8%	45.2%	27.8%	38.2%	37.4%	37.6%	38.6%	40.2%	41.2%	40.2%	38.6%	39.8%

Source: 다올투자증권

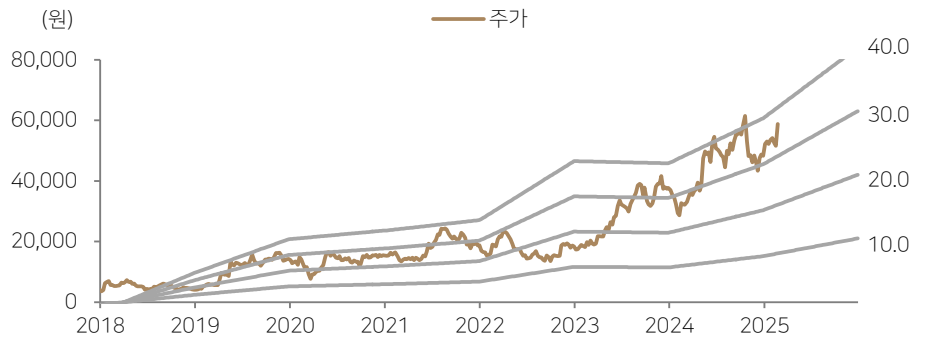
Fig. 59: Valuation

PER Valuation	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025E	2026E
EPS(원)	535	590	677	1,164	1,146	1,517	2,102	2,870
YoY(%)	*120%*	*10%*	*15%*	*72%*	*-2%*	*32%*	*39%*	*37%*
적정 PER(배)								25.0
적정주가(원)								71,750

적정주가(원)	72,000
종가(원)	58,800
상승여력	22.4%

Source: 다올투자증권

Fig. 60: 12M Fwd PER 밴드



Source: 다올투자증권

클래시스 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024P	2025E	2026E
유동자산	147.8	185.7	204.5	361.1	572.3
현금성자산	93.0	109.7	106.2	237.5	429.9
매출채권	8.4	18.2	35.9	50.9	62.0
재고자산	23.4	19.4	23.6	33.5	40.7
비유동자산	183.6	189.7	264.3	267.3	270.3
투자자산	77.9	47.9	83.1	86.5	90.0
유형자산	104.2	139.0	144.3	139.6	135.0
무형자산	1.5	2.8	36.9	41.2	45.2
자산총계	331.4	375.4	468.7	628.4	842.6
유동부채	36.2	29.2	101.6	110.6	117.4
매입채무	8.6	9.6	21.2	30.0	36.6
유동성이자부채	3.0	3.1	63.8	63.8	63.8
비유동부채	65.6	62.7	0.5	0.5	0.5
비유동이자부채	64.9	62.5	0.3	0.3	0.3
부채총계	101.9	91.9	102.1	111.2	117.9
자본금	6.5	6.5	6.6	6.6	6.6
자본잉여금	24.2	24.2	24.2	24.2	24.2
이익잉여금	204.2	271.0	335.7	486.4	693.8
자본조정	(5.4)	(18.2)	0.0	0.0	0.0
자기주식	(5.4)	(20.0)	0.0	0.0	0.0
자본총계	229.6	283.5	366.6	517.2	724.7
투하자본	204.4	236.4	281.5	299.1	312.3
순차입금	(25.1)	(44.1)	(42.1)	(173.4)	(365.8)
ROA	27.5	21.0	23.1	25.1	25.6
ROE	38.3	28.9	30.0	31.2	30.3
ROIC	29.8	32.2	36.1	46.8	60.4

손익계산서

(단위: 십억원)	2022	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	141.8	180.1	242.9	356.9	472.1
증가율 (Y-Y,%)	41.0	27.0	34.9	46.9	32.3
영업이익	68.9	89.6	122.5	178.9	243.0
증가율 (Y-Y,%)	33.2	30.1	36.6	46.1	35.9
EBITDA	72.8	93.9	128.9	187.2	251.5
영업외손익	27.9	4.2	5.5	2.3	4.4
순이자수익	(1.8)	2.7	2.8	4.4	6.4
외화관련손익	(0.4)	1.3	17.4	(0.0)	0.1
지분법손익	0.0	0.0	(1.1)	0.0	0.0
세전계속사업손익	96.8	93.8	127.9	181.2	247.4
당기순이익	75.4	74.2	97.6	137.7	188.0
지배기업당기순이익	75.4	74.2	97.6	137.7	188.0
증가율 (Y-Y,%)	72.1	(1.5)	31.4	41.2	36.5
NOPLAT	53.7	70.9	93.4	135.9	184.7
(+) Dep	3.9	4.3	6.4	8.3	8.6
(-) 운전자본투자	8.3	28.5	10.5	16.3	12.1
(-) Capex	27.5	4.5	4.7	0.0	0.0
OpFCF	21.8	42.2	84.5	128.0	181.2
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	20.5	33.1	34.2	36.0	37.9
영업이익증가율(3Yr)	18.2	30.2	33.3	37.5	39.4
EBITDA증가율(3Yr)	19.1	30.0	33.4	37.0	38.9
순이익증가율(3Yr)	31.2	24.8	30.6	22.2	36.3
영업이익률(%)	48.6	49.8	50.4	50.1	51.5
EBITDA마진(%)	51.3	52.1	53.0	52.4	53.3
순이익률(%)	53.2	41.2	40.2	38.6	39.8

현금흐름표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024P	2025E	2026E
영업현금	54.8	64.6	87.4	154.9	222.6
당기순이익	75.4	74.2	97.6	137.7	188.0
자산상각비	3.9	4.3	6.4	8.3	8.6
운전자본증감	(6.4)	(8.5)	(13.0)	(16.3)	(12.1)
매출채권감소(증가)	(4.9)	(11.9)	(17.0)	(15.0)	(11.1)
재고자산감소(증가)	(7.8)	2.1	(5.0)	(9.9)	(7.3)
매입채무증가(감소)	(0.6)	0.1	12.7	8.9	6.5
투자현금	(92.0)	(48.2)	(69.8)	(14.0)	(14.3)
단기투자자산감소	(80.4)	(35.0)	14.1	(2.7)	(2.8)
장기투자증권감소	0.1	0.2	(41.0)	(1.7)	(1.8)
설비투자	(27.5)	(4.5)	(4.7)	0.0	0.0
유무형자산감소	59.5	(1.5)	(35.8)	(8.0)	(8.0)
재무현금	21.1	(25.6)	(14.4)	(12.9)	(19.4)
차입금증가	(6.0)	(3.3)	(1.6)	0.0	0.0
자본증가	(9.6)	(22.0)	(12.6)	(12.9)	(19.4)
배당금지급	(4.3)	(7.5)	(12.8)	(12.9)	(19.4)
현금 증감	(16.8)	(7.7)	3.8	127.9	188.8
총현금흐름(Gross CF)	73.7	97.9	109.8	171.2	234.7
(-) 운전자본증가(감소)	8.3	28.5	10.5	16.3	12.1
(-) 설비투자	27.5	4.5	4.7	0.0	0.0
(+) 자산매각	59.5	(1.5)	(35.8)	(8.0)	(8.0)
Free Cash Flow	(24.7)	41.3	27.0	140.9	208.3
(-) 기타투자	(0.1)	(0.2)	41.0	1.7	1.8
잉여현금	(24.6)	41.5	(14.1)	139.1	206.4

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2022	2023	2024P	2025E	2026E
Per share Data					
EPS	1,164	1,146	1,517	2,102	2,870
BPS	3,521	4,333	5,034	7,267	10,372
DPS	116	200	300	400	500
Multiples(x,%)					
PER	15.8	32.9	38.8	28.0	20.5
PBR	5.2	8.7	11.7	8.1	5.7
EV/ EBITDA	16.0	25.6	29.6	19.6	13.9
배당수익율	0.6	0.5	0.5	0.7	0.9
PCR	16.2	25.0	34.4	22.5	16.4
PSR	8.4	13.6	15.6	10.8	8.2
재무건전성 (%)					
부채비율	44.4	32.4	27.9	21.5	16.3
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	408.0	635.1	201.2	326.4	487.7
이자보상배율	37.5	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	1.8	1.1	0.8	0.6	0.5
자산구조					
투하자본(%)	54.5	60.0	59.8	48.0	37.5
현금+투자자산(%)	45.5	40.0	40.2	52.0	62.5
자본구조					
차입금(%)	22.8	18.8	14.9	11.0	8.1
자기자본(%)	77.2	81.2	85.1	89.0	91.9

자료: 다올투자증권

박종현 의료기기 | alex.park@daolfn.com

휴젤
(145020)

—

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
적정주가	450,000		유지
Earnings			유지

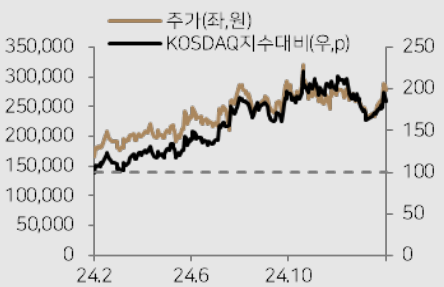
Stock Information

현재가 (02/21)	308,500원
예상 주가상승률	45.9%
시가총액	38,883억원
비중(KOSDAQ내)	1.00%
발행주식수	12,604천주
52주 최저가/최고가	177,100 - 321,000원
90일 일평균거래대금	243억원
외국인 지분율	53.8%
주요주주지분율(%)	
Aphrodite Acquisition	42.5
자사주 (외 1인)	12.9
자사주신탁 (외 1인)	5.4

Valuation wide	2023	2024P	2025E
PER(배)	19.3	29.9	22.1
PBR(배)	3.2	5.8	4.6
EV/EBITDA(배)	11.1	18.8	13.8
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률 (%)	24.9	7.7	70.6	10.0
KOSDAQ 대비 상대수익률 (%)	18.2	8.3	81.0	(4.2)

Price Trend



DAOL 다올투자증권

찐 중국 수혜주

Issue

기업 현황 업데이트

Pitch

동사는 중국 내 MS 확대 중으로 중국 경기 부양 정책에 따른 실질적인 수혜주. 국내 톡신 MS 1위 업체로 의료 관광 수혜 기대. 적정주가 45만원 유지

Rationale

- 불법 의료 시술 방지를 위한 1인1병 정책 등 동사에게 우호적인 정책 하에서 중저가 제품 포지셔닝으로 MS 확대. Allergan 4Q24 중국 매출 감소와 대비. 2025E 중국 톡신 매출액 성장률 YoY +30% 기대. 2/21일 중국 톡신 수출액은 월 환산 기준 9.5백만달러로 YoY +120%, MoM +101%. 중국 경기 부양 정책에 따른 실질적인 수혜주. 2025E 매출액 4,626억원(YoY +24%), 영업이익 2,219억원(YoY +33%)을 전망. 1H25E 베네브 미국 레티브 정식 출시 예정. 파트너사 판매 품목은 의료기기와 화장품였기에 의약품 판매 위한 정비 필요. 1Q25E 선출시 후 재고 확보 위해 2Q25E 미국 선적 기대
- 적정주가 45만원 유지. 미국 출시 지연에 대한 우려가 주가 하방 압력으로 작용하였으나 미국 정식 출시 및 선적 재개를 통해 주가 회복 전망. 2024년말 동사 현금성자산은 4,800억원 수준으로 M&A 및 자사주 매입을 위한 재원으로 활용 전망

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2022	2023	2024P	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	282	320	373	463	532	611	701
영업이익	101	118	166	222	260	303	352
EBITDA	115	132	183	239	279	323	374
지배주주순이익	57	93	130	176	206	236	271
순차입금	(411)	(386)	(447)	(594)	(768)	(966)	(1,193)
매출증가율	21.5	13.5	16.7	24.0	15.0	14.9	14.7
영업이익률	36.0	36.8	44.6	48.0	48.9	49.5	50.1
지배순이익률	20.4	29.1	34.8	38.0	38.7	38.6	38.6
EPS증가율	(0.7)	67.4	33.1	35.4	16.9	14.8	14.8
ROE	7.7	12.7	17.2	19.4	18.9	18.1	17.5

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

Fig. 61: 휴젤 실적 추정

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024P	2025E
매출액	74.3	95.4	105.1	98.2	93.9	123.5	129.4	115.9	319.7	373.0	462.6
YoY(%)	*15%*	*17%*	*24%*	*10%*	*26%*	*29%*	*23%*	*18%*	*13%*	*17%*	*24%*
톡신	34.3	51.0	64.7	53.2	46.4	67.7	81.7	63.3	169.1	203.2	259.2
YoY(%)	*11%*	*18%*	*41%*	*9%*	*35%*	*33%*	*26%*	*19%*	*5%*	*20%*	*28%*
수출	17.1	30.8	41.9	31.4	28.4	46.5	57.8	40.3	86.8	121.2	173.0
APAC	9.7	24.6	18.2	22.9	19.3	22.1	25.5	28.2	52.9	75.4	95.1
북남미	3.5	2.7	18.0	6.7	4.9	20.0	25.2	10.1	25.3	30.9	60.2
유럽	4.0	3.5	5.7	1.7	4.2	4.4	7.1	2.1	8.6	14.9	17.7
국내	17.2	20.3	22.8	21.9	18.0	21.3	23.9	22.9	82.3	82.0	86.2
필러	29.3	36.5	29.9	31.9	34.9	43.3	34.9	36.8	117.8	127.6	149.9
YoY(%)	*12%*	*20%*	*-4%*	*6%*	*19%*	*19%*	*17%*	*15%*	*32%*	*8%*	*17%*
수출	22.9	27.0	23.4	25.3	27.9	32.9	27.7	29.5	87.0	98.5	117.9
국내	6.4	9.5	6.5	6.7	7.0	10.4	7.2	7.3	30.8	29.0	32.0
화장품	9.5	6.6	9.0	11.7	11.4	11.2	11.3	14.6	26.8	36.8	48.5
YoY(%)	*52%*	*10%*	*36%*	*48%*	*20%*	*70%*	*25%*	*25%*	*28%*	*37%*	*32%*
의료기기/리프팅실	1.3	1.3	1.5	1.3	1.3	1.2	1.4	1.1	6.0	5.4	5.0
YoY(%)	*22%*	*-28%*	*36%*	*-41%*	*-3%*	*-9%*	*-4%*	*-14%*	*5%*	*-12%*	*-7%*
매출비중											
톡신	46%	53%	62%	54%	49%	55%	63%	55%	53%	54%	56%
필러	39%	38%	28%	33%	37%	35%	27%	32%	37%	34%	32%
화장품	13%	7%	9%	12%	12%	9%	9%	13%	8%	10%	10%
의료기기/리프팅실	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	1%	1%
매출총이익	57.1	71.5	82.9	75.8	72.8	96.8	101.9	90.1	246.2	287.2	361.5
GPM	76.8%	74.9%	78.8%	77.2%	77.5%	78.4%	78.8%	77.7%	77.0%	77.0%	78.2%
영업이익	24.0	42.4	53.4	46.6	42.1	60.1	64.0	55.7	117.8	166.3	221.9
YoY(%)	*29%*	*52%*	*54%*	*27%*	*76%*	*42%*	*20%*	*20%*	*16%*	*41%*	*33%*
인건비	8.6	7.9	9.0	6.9	8.3	10.1	10.6	9.3	33.0	32.4	38.3
R&D 비용	2.3	2.2	2.3	2.4	2.4	2.9	3.1	2.8	11.0	9.2	11.1
광고선전비	2.4	3.1	2.8	2.5	2.7	3.5	3.5	3.2	11.6	10.8	13.0
ITC 소송비용	4.0	1.0	0.4	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	15.5	6.4	0.0
OPM	32.2%	44.5%	50.8%	47.4%	44.8%	48.7%	49.4%	48.1%	36.8%	44.6%	48.0%
지배주주 순이익	20.8	34.8	40.3	39.3	33.6	46.8	51.1	44.4	93.1	135.1	176.0
YoY(%)	*27%*	*65%*	*2%*	*142%*	*61%*	*35%*	*27%*	*13%*	*62%*	*45%*	*30%*
NPM	*28.0%*	*36.4%*	*38.3%*	*40.0%*	*35.8%*	*37.9%*	*39.5%*	*38.4%*	*29.1%*	*36.2%*	*38.0%*

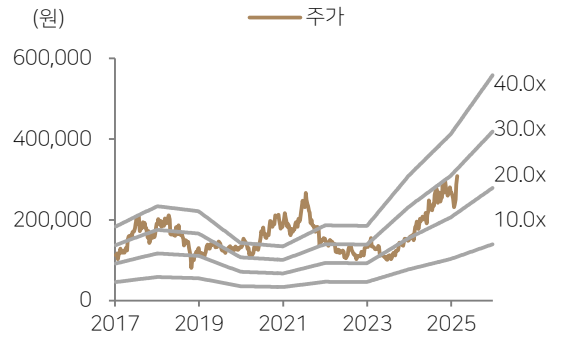
Source: 다올투자증권

Fig. 62: 휴젤 Valuation

PER Valuation	2020	2021	2022	2023	2024P	2025E	2026E
EPS(원)	3,363	4,661	4,629	7,452	10,313	13,961	16,324
YOY	*4%*	*39%*	*-1%*	*61%*	*38%*	*35%*	*17%*
적정주가(원)						446,737	
적정 PER(배)						32.0	
적정주가(원)						450,000	
종가(원)						308,500	
상승여력						46%	

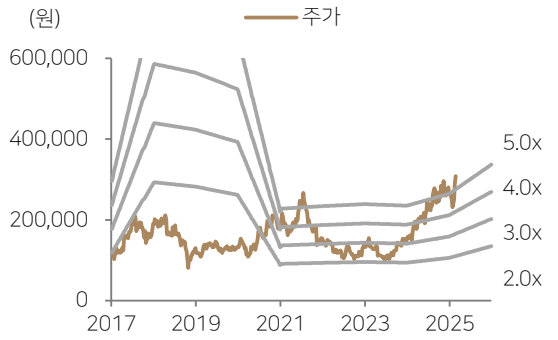
Source: 다올투자증권

Fig. 63: 12M Fwd PER 밴드



Source: 다올투자증권

Fig. 64: 12M Fwd PBR 밴드



Source: 다올투자증권

휴젤 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024P	2025E	2026E
유동자산	617.9	567.8	580.4	741.5	928.6
현금성자산	531.3	480.0	487.6	635.3	808.7
매출채권	57.7	49.4	47.8	53.8	60.6
재고자산	26.9	34.3	40.7	48.0	55.0
비유동자산	431.9	361.5	393.8	412.0	433.8
투자자산	111.4	44.4	56.0	58.3	60.6
유형자산	120.5	134.7	153.6	175.4	200.5
무형자산	200.1	182.3	184.3	178.4	172.7
자산총계	1,049.8	929.3	974.2	1,153.5	1,362.4
유동부채	177.3	57.4	49.1	52.3	55.3
매입채무	24.8	26.8	16.1	19.0	21.7
유동성이자부채	99.4	3.7	5.8	5.8	5.8
비유동부채	23.0	92.1	38.3	38.5	38.6
비유동이자부채	21.0	89.9	35.2	35.2	35.2
부채총계	200.3	149.6	87.5	90.8	93.9
자본금	6.3	6.3	6.6	6.6	6.6
자본잉여금	327.3	327.3	394.5	394.5	394.5
이익잉여금	899.1	936.3	1,066.3	1,242.3	1,448.0
자본조정	(440.6)	(522.6)	(616.2)	(616.2)	(616.2)
자기주식	(96.4)	(163.1)	(262.9)	(262.9)	(262.9)
자본총계	849.5	779.7	886.7	1,062.7	1,268.4
투하자본	372.9	372.3	416.4	443.7	475.1
순차입금	(410.8)	(386.3)	(446.6)	(594.3)	(767.7)
ROA	5.9	9.9	14.4	17.1	17.0
ROE	7.7	12.7	17.2	19.4	18.9
ROIC	25.5	23.2	36.2	39.1	42.9

손익계산서

(단위: 십억원)	2022	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	281.7	319.7	373.0	462.6	532.0
증가율 (Y-Y,%)	21.5	13.5	16.7	24.0	15.0
영업이익	101.4	117.8	166.3	221.9	259.9
증가율 (Y-Y,%)	6.0	16.2	41.2	33.4	17.1
EBITDA	115.4	131.6	182.8	238.9	278.5
영업외손익	(28.0)	15.8	(6.2)	18.7	21.4
순이자수익	8.4	14.7	12.4	20.8	23.0
외화관련손익	(3.7)	1.6	1.8	0.6	1.3
지분법손익	0.0	0.0	(0.0)	0.0	0.0
세전계속사업손익	73.1	133.3	160.2	240.6	281.3
당기순이익	60.7	97.7	137.4	182.4	213.3
지배기업당기순이익	57.3	93.1	130.0	176.0	205.8
증가율 (Y-Y,%)	0.5	60.9	40.7	32.7	16.9
NOPLAT	88.6	86.3	142.7	168.2	197.0
(+) Dep	14.0	13.9	16.5	17.0	18.6
(-) 운전자본투자	(18.9)	25.4	15.3	10.2	10.7
(-) Capex	32.8	23.7	17.1	34.3	39.5
OpFCF	88.7	51.0	126.8	140.6	165.5
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	11.3	14.8	17.2	18.0	18.5
영업이익증가율(3Yr)	14.2	14.7	20.3	29.8	30.2
EBITDA증가율(3Yr)	14.1	14.0	18.5	27.5	28.4
순이익증가율(3Yr)	6.5	29.2	31.5	44.3	29.7
영업이익률(%)	36.0	36.8	44.6	48.0	48.9
EBITDA마진(%)	41.0	41.2	49.0	51.6	52.4
순이익률(%)	21.5	30.5	36.8	39.4	40.1

현금흐름표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024P	2025E	2026E
영업현금	80.6	117.7	144.7	183.6	214.8
당기순이익	60.7	97.7	137.1	182.4	213.3
자산상각비	14.0	13.9	16.5	17.0	18.6
운전자본증감	(31.5)	(1.9)	(7.5)	(10.2)	(10.7)
매출채권감소(증가)	(26.0)	8.0	(0.5)	(6.0)	(6.8)
재고자산감소(증가)	0.3	(8.0)	(4.6)	(7.3)	(6.9)
매입채무증가(감소)	(5.5)	(0.2)	(7.5)	2.9	2.7
투자현금	(191.8)	43.2	68.7	(47.0)	(52.9)
단기투자자산감소	(167.2)	39.8	98.9	(11.9)	(12.5)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(4.8)	(1.0)	(1.0)
설비투자	(32.8)	(23.7)	(17.1)	(34.3)	(39.5)
유무형자산감소	(6.4)	8.1	(5.1)	1.4	1.4
재무현금	(51.4)	(187.1)	(105.2)	0.0	0.0
차입금증가	(1.9)	(1.8)	(1.6)	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)	108.6	136.6	161.9
총현금흐름(Gross CF)	124.1	140.6	178.5	193.8	225.5
(-) 운전자본증가(감소)	(18.9)	25.4	15.3	10.2	10.7
(-) 설비투자	32.8	23.7	17.1	34.3	39.5
(+) 자산매각	(6.4)	8.1	(5.1)	1.4	1.4
Free Cash Flow	(99.2)	181.8	239.7	136.6	161.9
(-) 기타투자	0.0	0.0	4.8	1.0	1.0
잉여현금	(99.2)	181.8	235.0	135.6	160.9

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2022	2023	2024P	2025E	2026E
Per share Data					
EPS	4,629	7,747	10,313	13,961	16,324
BPS	47,801	47,030	52,916	67,343	84,122
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	29.1	19.3	29.9	22.1	18.9
PBR	2.8	3.2	5.8	4.6	3.7
EV/ EBITDA	10.9	11.1	18.8	13.8	11.2
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	13.5	12.8	21.8	20.1	17.2
PSR	5.9	5.6	10.4	8.4	7.3
재무건전성 (%)					
부채비율	23.6	19.2	9.9	8.5	7.4
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	348.5	988.7	1,181.4	1,417.8	1,678.9
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	1.1	0.9	0.6	0.8	0.8
자산구조					
투하자본(%)	36.7	41.5	43.4	39.0	35.3
현금+투자자산(%)	63.3	58.5	56.6	61.0	64.7
자본구조					
차입금(%)	12.4	10.7	4.4	3.7	3.1
자기자본(%)	87.6	89.3	95.6	96.3	96.9

자료: 다올투자증권

파마리서치
(214450)

—

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
적정주가	390,000	330,000	상향
Earnings			유지

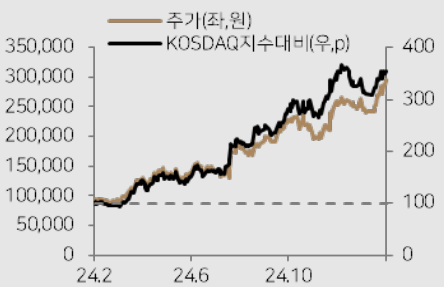
Stock Information

현재가 (02/21)	288,000원
예상 주가상승률	35.4%
시가총액	30,268억원
비중(KOSDAQ내)	0.78%
발행주식수	10,510천주
52주 최저가/최고가	89,100 - 294,500원
90일 일평균거래대금	320억원
외국인 지분율	16.9%
주요주주지분율(%)	
정상수 (외 9인)	38.2
자사주 (외 1인)	1.1
우리사주 (외 1인)	1.1

Valuation wide	2023	2024P	2025E
PER(배)	14.8	33.8	21.5
PBR(배)	2.8	6.2	4.9
EV/EBITDA(배)	9.9	20.6	14.6
배당수익률(%)	0.9	0.4	0.5

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률 (%)	16.6	58.2	204.4	9.7
KOSDAQ 대비 상대수익률 (%)	9.9	58.9	214.8	(4.5)

Price Trend



DAOL 다올투자증권

박종현 의료기기 | alex.park@daolfn.com

디밸류 요소 제거 중

Issue

기업 현황 업데이트

Pitch

국내 스킨부스터 MS 1위 업체로 의료 관광객 증가 수혜 기대. 2H25E 유럽 출시 예정. 적정 PER 상향 조정에 따라 적정주가 39만원 상향

Rationale

- 국내 리쥬란은 온라인몰 구매 비중 높아지는 중. 피부과 보유 재고 수준 낮기에 구매 주기는 1개월. 주문 후 리드타임은 1 ~ 2주 소요. 대외 환경 악화에 따른 주문 감소 관찰되지 않음. 여전히 내수에서 견조한 수요 확인 중
- 이슈되었던 물적분할은 의약품 내수 및 콘쥬란 사업 분할. 대리점 위탁 통해 판매 예정. 사업 효율화는 물론 중장기적 관점에서 비핵심 사업부 매각 가능성도 일부 존재. 해당 전략 시행 시, 미용 의료기기 Pure 기업으로 밸류에이션 상향 가능
- 2025E 매출액 4,491억원(YoY +28%), 영업이익 1,751억원(YoY +39%)을 전망. 2024년말 유럽 CE-MDR과 불가리아, 알바니아 품목 허가 획득. 2025E 의료기기와 화장품 매출액 성장은 YoY +39%와 +30%으로 특히 2H25E 유럽 리쥬란 매출 개시 기대. 의료 관광객 증가에 따른 실적 가시성 확보, 적정 PER 상향에 따라 적정주가 39만원 상향

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2022	2023	2024P	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	195	261	350	449	536	620	707
영업이익	66	92	126	175	208	241	273
EBITDA	77	104	139	190	224	257	290
지배주주순이익	41	77	89	140	165	190	216
순차입금	(75)	(97)	(160)	(260)	(376)	(511)	(664)
매출증가율	26.4	34.0	34.0	28.4	19.3	15.8	14.1
영업이익률	33.8	35.3	36.0	39.0	38.9	38.8	38.6
지배순이익률	20.8	29.3	25.5	31.2	30.8	30.7	30.5
EPS증가율	(13.1)	84.8	14.9	57.2	17.5	15.6	13.4
ROE	13.4	19.9	18.6	24.5	23.4	22.1	20.8

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

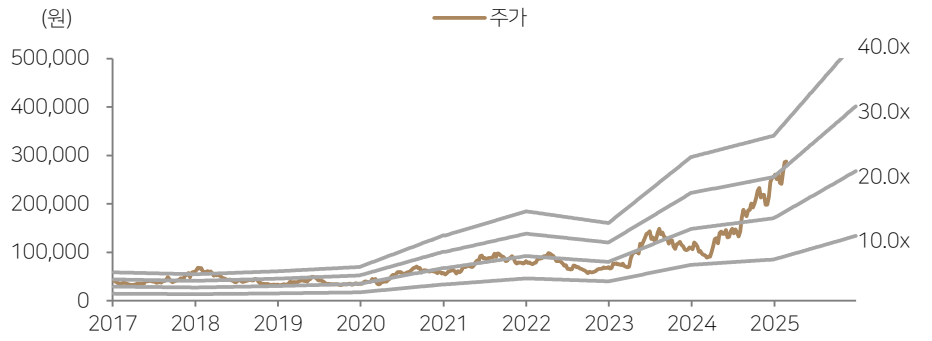
Fig. 65: Valuation

PER Valuation	2020	2021	2022	2023	2024P	2025E	2026E
EPS(원)	3,348	4,617	4,013	7,417	8,519	13,395	15,745
YOY	*91%*	*38%*	*-13%*	*85%*	*15%*	*57%*	*18%*
희석 EPS(원)				6,669	7,659	12,043	14,155
YOY					*15%*	*57%*	*18%*
적정 PER(배)						32.0	
희석 적정주가(원)						385,375	

적정주가(원)	390,000
종가(원)	288,000
상승여력	35.4%

Source: 다올투자증권

Fig. 66: 12M Fwd PER 추이



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 67: 파마리서치 실적 추정

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024P	2025E
매출액	74.7	83.1	89.2	102.6	102.8	108.7	110.8	126.7	261.0	349.7	449.1
YoY(%)	*35%*	*24%*	*30%*	*47%*	*38%*	*31%*	*24%*	*23%*	*34%*	*34%*	*28%*
의료기기	38.4	43.0	50.7	61.5	59.9	61.5	66.6	80.8	136.1	193.6	268.7
YoY(%)	*27%*	*24%*	*47%*	*67%*	*56%*	*43%*	*31%*	*31%*	*33%*	*42%*	*39%*
내수	28.1	31.4	36.0	41.9	41.9	40.6	41.4	46.0	95.0	137.4	169.8
수출	10.3	11.6	14.7	19.6	18.0	20.9	25.2	34.8	41.2	56.2	98.9
의약품	16.1	18.1	16.1	14.2	18.0	19.2	17.9	15.9	54.5	64.5	71.0
YoY(%)	*30%*	*34%*	*8%*	*3%*	*12%*	*6%*	*11%*	*12%*	*20%*	*18%*	*10%*
내수	10.1	9.6	10.0	8.7	11.1	10.5	11.0	8.5	33.6	38.4	41.2
수출	6.0	8.5	6.1	5.5	6.9	8.7	6.8	7.4	20.9	26.1	29.8
화장품	17.7	19.9	16.9	22.8	22.7	25.9	24.2	27.9	60.0	77.3	100.7
YoY(%)	*61%*	*18%*	*0%*	*49%*	*28%*	*30%*	*43%*	*22%*	*56%*	*29%*	*30%*
내수	8.2	7.9	5.9	8.8	9.5	9.1	8.8	9.6	30.1	30.8	37.0
수출	9.5	12.0	11.1	14.0	13.3	16.8	15.5	18.2	29.9	46.5	63.7
GP	51.8	59.2	64.6	75.3	74.5	78.6	80.8	94.2	190.3	250.9	328.1
GPM	69.3%	71.3%	72.4%	73.4%	72.4%	72.3%	72.9%	74.4%	72.9%	71.8%	73.0%
OP	26.7	30.8	34.9	33.6	40.3	42.4	43.8	48.5	92.3	125.9	175.1
YoY(%)	*29%*	*30%*	*27%*	*65%*	*51%*	*38%*	*26%*	*44%*	*40%*	*36%*	*39%*
OPM	35.7%	37.0%	39.1%	32.7%	39.2%	39.0%	39.6%	38.3%	35.3%	36.0%	39.0%
판관비	25.1	28.5	29.6	41.8	34.1	36.1	37.0	45.8	98.0	125.0	153.0
인건비	7.7	8.2	8.6	10.0	9.9	10.1	10.4	11.9	27.6	34.4	42.3
광고비	5.0	5.7	6.2	12.3	8.2	8.7	9.0	13.9	22.6	29.2	39.8
NP	17.2	31.4	24.7	15.8	31.9	34.2	35.3	38.8	76.6	89.1	140.2
YoY(%)	*-3%*	*88%*	*-7%*	*3%*	*85%*	*9%*	*43%*	*145%*	*89%*	*16%*	*57%*
NPM	*23.1%*	*37.8%*	*27.7%*	*15.4%*	*31.0%*	*31.5%*	*31.9%*	*30.6%*	*29.3%*	*25.5%*	*31.2%*

Source: 다올투자증권

파마리서치 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024P	2025E	2026E
유동자산	247.3	256.5	542.6	667.2	810.4
현금성자산	142.1	131.4	397.9	497.6	613.9
매출채권	35.1	34.7	43.0	53.1	64.1
재고자산	24.5	50.2	61.2	75.5	91.1
비유동자산	230.7	278.8	305.8	318.1	334.0
투자자산	74.9	123.8	125.4	130.5	135.8
유형자산	118.0	123.1	148.2	158.0	170.9
무형자산	37.8	32.0	32.2	29.6	27.3
자산총계	478.1	535.3	848.4	985.3	1,144.4
유동부채	54.3	65.9	80.5	89.5	99.3
매입채무	21.1	19.0	37.7	46.5	56.2
유동성이자부채	20.6	33.0	28.8	28.8	28.8
비유동부채	52.1	7.2	214.5	214.6	214.8
비유동이자부채	46.2	1.3	208.9	208.9	208.9
부채총계	106.4	73.1	295.0	304.1	314.1
자본금	5.1	5.2	5.2	5.2	5.2
자본잉여금	157.6	175.4	187.8	187.8	187.8
이익잉여금	190.9	260.8	340.2	468.0	617.2
자본조정	(10.0)	(8.3)	(12.1)	(12.1)	(12.1)
자기주식	(5.3)	(4.6)	(4.6)	(4.6)	(4.6)
자본총계	371.7	462.2	553.4	681.1	830.4
투하자본	255.6	268.2	301.4	325.6	354.8
순차입금	(75.3)	(97.1)	(160.2)	(259.9)	(376.2)
ROA	9.6	15.2	12.8	15.6	15.9
ROE	13.4	19.9	18.6	24.5	23.4
ROIC	18.9	27.0	33.9	43.6	47.8

손익계산서

(단위: 십억원)	2022	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	194.8	261.0	349.7	449.1	535.6
증가율 (Y-Y,%)	26.4	34.0	34.0	28.4	19.3
영업이익	65.9	92.3	125.9	175.1	208.5
증가율 (Y-Y,%)	25.6	40.0	36.5	39.0	19.1
EBITDA	76.5	104.3	139.1	189.5	223.5
영업외손익	(11.9)	8.4	(10.0)	8.6	8.4
순이자수익	1.4	4.4	(4.7)	3.9	2.7
외화관련손익	0.2	(0.4)	(0.0)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	7.9	9.1	10.8
세전계속사업손익	54.0	100.7	115.9	183.7	216.8
당기순이익	43.4	77.3	88.8	143.3	169.1
지배기업당기순이익	40.6	76.6	89.1	140.2	164.8
증가율 (Y-Y,%)	(7.2)	77.9	14.9	61.4	18.0
NOPLAT	53.0	70.8	96.4	136.6	162.6
(+) Dep	10.6	12.0	13.2	14.5	15.0
(-) 운전자본투자	(62.5)	20.6	0.8	15.9	17.2
(-) Capex	17.2	12.1	27.9	20.8	24.8
OpFCF	108.9	50.1	81.0	114.4	135.7
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	32.4	33.9	31.4	32.1	27.1
영업이익증가율(3Yr)	51.2	40.3	33.9	38.5	31.2
EBITDA증가율(3Yr)	42.0	35.6	30.9	35.3	28.9
순이익증가율(3Yr)	43.0	33.5	23.8	48.9	29.8
영업이익률(%)	33.8	35.3	36.0	39.0	38.9
EBITDA마진(%)	39.3	39.9	39.8	42.2	41.7
순이익률(%)	22.3	29.6	25.4	31.9	31.6

현금흐름표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024P	2025E	2026E
영업현금	59.4	64.9	109.4	129.8	152.0
당기순이익	43.4	77.3	89.0	143.3	169.1
자산상각비	10.6	12.0	13.2	14.5	15.0
운전자본증감	(10.5)	(30.7)	4.5	(15.9)	(17.2)
매출채권감소(증가)	(4.8)	(0.3)	(6.9)	(10.1)	(11.0)
재고자산감소(증가)	(8.4)	(28.2)	(13.9)	(14.4)	(15.6)
매입채무증가(감소)	2.5	(0.3)	16.5	8.8	9.6
투자현금	(11.9)	(44.7)	(38.4)	(20.1)	(22.8)
단기투자자산감소	(27.5)	(18.1)	9.8	(2.5)	(2.6)
장기투자증권감소	0.3	(4.0)	2.1	5.4	6.9
설비투자	(17.2)	(12.1)	(27.9)	(20.8)	(24.8)
유무형자산감소	(0.3)	(0.6)	(2.5)	(0.9)	(0.9)
재무현금	(9.3)	(26.0)	198.4	(12.4)	(15.5)
차입금증가	(3.0)	(18.8)	208.4	0.0	0.0
자본증가	(6.3)	(7.2)	(9.7)	(12.4)	(15.5)
배당금지급	6.3	7.5	9.7	12.4	15.5
현금 증감	31.3	(5.7)	269.8	97.3	113.7
총현금흐름(Gross CF)	79.1	105.1	118.5	145.7	169.2
(-) 운전자본증가(감소)	(62.5)	20.6	0.8	15.9	17.2
(-) 설비투자	17.2	12.1	27.9	20.8	24.8
(+) 자산매각	(0.3)	(0.6)	(2.5)	(0.9)	(0.9)
Free Cash Flow	56.8	29.7	84.6	109.7	129.2
(-) 기타투자	(0.3)	4.0	(2.1)	(5.4)	(6.9)
잉여현금	57.1	25.7	86.7	115.1	136.1

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2022	2023	2024P	2025E	2026E
Per share Data					
EPS	4,013	7,417	8,519	13,395	15,745
BPS	30,229	38,867	46,733	59,188	73,669
DPS	660	950	1,200	1,500	1,800
Multiples(x,%)					
PER	17.4	14.8	33.8	21.5	18.3
PBR	2.3	2.8	6.2	4.9	3.9
EV/ EBITDA	8.3	9.9	20.6	14.6	11.9
배당수익율	0.9	0.9	0.4	0.5	0.6
PCR	8.9	10.8	25.4	20.7	17.8
PSR	3.6	4.3	8.6	6.7	5.6
재무건전성 (%)					
부채비율	28.6	15.8	53.3	44.7	37.8
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	455.9	389.2	673.7	745.2	816.2
이자보상배율	n/a	n/a	26.5	n/a	n/a
이자비용/매출액	2.0	1.1	5.1	5.1	5.6
자산구조					
투하자본(%)	54.1	51.2	36.5	34.1	32.1
현금+투자자산(%)	45.9	48.8	63.5	65.9	67.9
자본구조					
차입금(%)	15.2	6.9	30.0	25.9	22.3
자기자본(%)	84.8	93.1	70.0	74.1	77.7

자료: 다올투자증권

박종현 의료기기 | alex.park@daolfn.com

원텍
(336570)

—

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
적정주가	10,000	6,000	상향
Earnings			상향

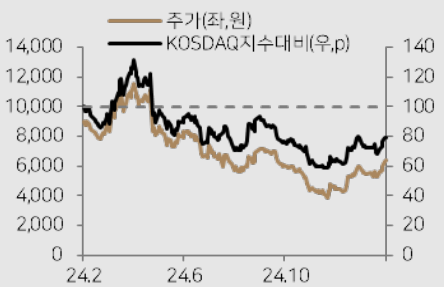
Stock Information

현재가 (02/21)	6,290원
예상 주가상승률	59.0%
시가총액	5,620억원
비중(KOSDAQ내)	0.14%
발행주식수	89,341천주
52주 최저가/최고가	3,860 - 11,570원
90일 일평균거래대금	43억원
외국인 지분율	2.4%
주요주주지분율(%)	
김종원 (외 22인)	52.4

Valuation wide	2023	2024E	2025E
PER(배)	21.2	23.3	15.3
PBR(배)	8.4	4.6	3.7
EV/EBITDA(배)	16.3	15.1	10.3
배당수익률(%)	0.5	0.8	0.8

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률 (%)	11.7	9.0	(28.1)	43.1
KOSDAQ 대비 상대수익률 (%)	5.0	9.7	(17.8)	28.9

Price Trend



DAOL 다올투자증권

오래 쉬었다

Issue

4Q24E Preview

Pitch

4Q24E 컨센서스 소폭 상회 전망, 2025E 브라질 및 미국 기반 매출 성장 기대, 개원의 증가 및 의료 관광객 증가로 내수 실적 또한 YoY +19% 기대. 적정주가 1만원 상향

Rationale

- 4Q24E 매출액 321억원(YoY +6%, QoQ +19%), 영업이익 113억원(YoY +7%, QoQ +53%)을 전망. 실적 견인하는 지역은 태국과 미국. 2024.09월 올리비오 브라질 ANVISA 품목 허가에 따라 브라질 선적이 기대되었으나, 유성구 브라질 수출은 1.5백만달러로 YoY -74% 감소하며 선적 개시되지 않음. 반면 미국 수출 2.9백만달러로 YoY +545% 증가하며 라비앙 미국 출시에 따른 선적 개시 추정. 4Q24 태국 수출 4.4백만달러로 YoY +10% 성장하며 직판 효과 확인 중
- 2025E 매출액 1,397억원(YoY +26%), 영업이익 474억원(YoY +47%)을 전망. 올리지오 브라질 출시(141억원, YoY +13%)와 함께 개원의 증가에 따른 내수 장비 판매 확대 및 의료 관광객 증가에 따른 내수 올리지오팁 매출 증가 기대(내수 476억원, YoY +19%). 실적 추정치 상향에 따라 적정주가 1만원 상향

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	82	116	111	140	161	184	210
영업이익	27	46	32	47	56	65	74
EBITDA	28	48	35	50	58	67	77
지배주주순이익	13	39	24	37	43	50	57
순차입금	(13)	(41)	(40)	(51)	(76)	(105)	(140)
매출증가율	59.6	41.9	(4.4)	26.4	15.4	14.2	14.1
영업이익률	32.8	39.8	29.2	34.0	34.8	35.2	35.4
지배순이익률	16.4	33.6	21.8	26.3	26.9	27.2	27.3
EPS증가율	(22.1)	189.1	(38.8)	52.3	18.2	15.5	14.7
ROE	32.3	49.7	21.7	26.5	24.9	23.2	21.6

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

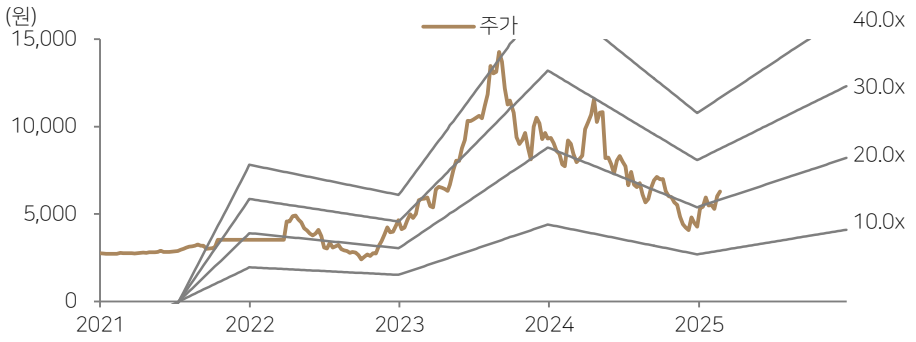
Fig. 68: 원텍 밸류에이션

PER Valuation	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EPS(원)	-216.8	195.5	152.4	447.6	269.5	410.6	485.3
YOY		*흑전*	*-22%*	*194%*	*-40%*	*52%*	*18%*
완전 희석 EPS(원)				436.6	262.9	400.5	473.4
YOY					*-40%*	*52%*	*18%*
적정 PER(배)						24.0	
희석 적정주가(원)						10,000	

적정주가(원)	10,000
종가(원)	6,290
상승여력	59%

Source: 다올투자증권

Fig. 69: 원텍 12M Fwd PER Valuation



Source: 다올투자증권

Fig. 70: 원텍 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	22.6	29.0	26.9	32.1	30.0	32.7	35.6	41.4	115.6	110.5	139.7
YoY(%)	*-21%*	*-5%*	*2%*	*6%*	*33%*	*13%*	*32%*	*29%*	*42%*	*-4%*	*26%*
올리지오	5.5	10.1	9.2	10.5	9.4	9.5	11.6	14.0	32.8	35.4	44.5
올리지오 팁	7.0	7.4	5.9	6.2	6.1	7.8	8.0	8.1	27.2	26.5	29.9
라비앙	3.8	5.2	2.4	7.4	4.8	8.5	5.8	7.4	21.0	18.8	26.4
피코케어	1.7	1.1	4.8	2.8	2.8	2.7	3.5	3.3	12.3	10.4	12.3
기타	4.6	5.1	4.5	5.2	6.9	4.3	6.7	8.6	22.4	19.4	26.5
연결 수출	12.6	18.8	15.4	20.8	18.9	21.9	23.7	27.7	57.4	67.6	92.1
YoY(%)	*18%*	*15%*	*16%*	*22%*	*50%*	*16%*	*53%*	*33%*		*18%*	*36%*
수출 비중(%)	*56%*	*65%*	*57%*	*65%*	*63%*	*67%*	*66%*	*67%*	*50%*	*61%*	*66%*
중국	0.6	1.4	0.6	0.8	0.8	0.8	0.7	0.9	5.4	3.4	3.2
대만	2.5	1.6	1.1	2.5	3.0	2.0	1.3	3.1	8.1	7.7	9.5
브라질	3.7	4.8	2.3	1.9	2.2	3.3	4.5	4.1	21.3	12.6	14.1
태국(연결)	0.8	5.3	5.4	5.4	5.5	7.0	6.7	7.4		16.9	26.6
일본(연결)	1.3	1.2	1.1	1.1	2.1	1.4	1.4	1.4	4.2	4.6	6.4
미국				5.3	2.1	3.7	5.3	6.3		5.3	17.4
기타	3.7	4.6	5.0	3.9	3.1	3.7	3.7	4.4	18.5	17.2	14.8
국내	10.0	10.2	11.4	11.2	11.2	10.8	11.9	13.7	58.2	42.9	47.6
YoY(%)	*-44%*	*-28%*	*-13%*	*-14%*	*12%*	*6%*	*4%*	*22%*	*22%*	*19%*	*19%*
국내 비중(%)	*44%*	*35%*	*43%*	*35%*	*37%*	*33%*	*34%*	*33%*	*50%*	*39%*	*34%*
매출총이익	16.6	17.0	17.3	20.8	19.5	21.6	23.6	27.1	74.3	71.6	91.9
YoY(%)	*-13%*	*-13%*	*1%*	*13%*	*18%*	*27%*	*37%*	*30%*	*52%*	*-4%*	*28%*
매출총이익률	*73.4%*	*58.6%*	*64.2%*	*64.8%*	*65.0%*	*66.1%*	*66.4%*	*65.5%*	*64.2%*	*64.8%*	*65.8%*
영업이익	6.6	7.0	7.3	11.3	10.0	10.9	12.3	14.1	46.0	32.3	47.4
YoY(%)	*-50%*	*-44%*	*-23%*	*7%*	*51%*	*56%*	*68%*	*25%*	*72%*	*-30%*	*47%*
영업이익률	*29.4%*	*24.2%*	*27.3%*	*35.1%*	*33.4%*	*33.4%*	*34.7%*	*34.1%*	*39.8%*	*29.2%*	*34.0%*
판관비	9.9	10.0	9.9	9.5	9.5	10.7	11.3	13.0	28.2	39.4	44.4
인건비	2.4	2.4	2.7	2.7	2.6	2.8	3.1	3.7	8.0	10.1	12.2
광고선전비	3.5	1.3	1.9	2.1	2.1	2.6	2.3	2.9	10.7	8.7	10.0
당기순이익	5.9	4.4	4.8	8.9	8.0	8.4	9.5	10.7	38.8	24.1	36.7
YoY(%)	*-50%*	*-51%*	*-45%*	*-4%*	*36%*	*91%*	*97%*	*20%*	*190%*	*-38%*	*52%*
당기순이익률	*26.3%*	*15.2%*	*17.9%*	*27.8%*	*26.7%*	*25.8%*	*26.7%*	*26.0%*	*33.6%*	*21.8%*	*26.3%*

Source: 다올투자증권

Fig. 71: 유성구 의료기기 수출 데이터

	수출금액	YoY(%)	브라질	태국	미국	대만	일본
1Q23	10,965	24%	2,754	705	102	1,938	792
2Q23	14,802	25%	4,452	954	460	1,909	579
3Q23	13,455	26%	3,553	465	954	1,464	819
4Q23	16,898	46%	5,672	70	902	2,342	1,167
1Q24	16,678	52%	3,045	2,761	3,025	1,504	1,357
2Q24	18,337	24%	3,672	4,077	1,120	1,331	1,016
3Q24	14,717	9%	1,949	4,016	456	1,140	897
4Q24	21,397	27%	1,458	4,429	2,941	2,161	844
Jan-23	2,857	24%	949	32	54	330	238
Feb-23	3,331	14%	620	249	2	752	224
Mar-23	4,777	32%	1,185	424	46	856	330
Apr-23	4,596	-15%	1,260	228	200	808	111
May-23	3,453	32%	886	392	211	256	264
Jun-23	6,753	81%	2,306	334	49	845	204
Jul-23	3,497	38%	840	0	304	207	232
Aug-23	5,020	15%	1,576	86	393	661	234
Sep-23	4,938	31%	1,137	379	257	596	353
Oct-23	5,076	37%	2,609	20	22	361	143
Nov-23	6,986	67%	2,503	29	534	905	617
Dec-23	4,836	32%	560	21	346	1,076	407
Jan-24	4,425	55%	844	783	772	289	686
Feb-24	5,385	62%	943	998	1,601	268	128
Mar-24	6,868	44%	1,258	980	652	947	543
Apr-24	5,387	17%	958	1,022	731	444	389
May-24	4,958	44%	857	786	5	588	195
Jun-24	7,992	18%	1,857	2,269	384	299	432
Jul-24	5,209	49%	1,644	744	8	307	380
Aug-24	5,521	10%	171	2,024	249	740	226
Sep-24	3,987	-19%	134	1,248	199	93	291
Oct-24	8,135	60%	410	1,628	1,830	439	164
Nov-24	6,597	-6%	820	1,636	116	529	393
Dec-24	6,665	38%	228	1,165	995	1,193	287
Jan-25	5,925	34%	39	3,510	481	204	448

Source: 관세청, 다올투자증권

원텍 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	63.1	139.4	164.8	199.2	239.2
현금성자산	18.3	70.7	71.0	82.1	106.6
매출채권	8.4	15.4	19.9	25.7	29.5
재고자산	22.0	39.8	60.3	77.7	89.2
비유동자산	10.7	13.9	14.4	15.0	15.7
투자자산	3.3	4.7	4.6	4.8	5.0
유형자산	7.0	7.9	8.6	9.0	9.6
무형자산	0.3	1.3	1.2	1.2	1.1
자산총계	73.8	153.3	179.2	214.2	254.9
유동부채	11.7	52.9	55.8	58.5	60.3
매입채무	5.5	7.0	8.7	11.2	12.9
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	56.9	59.6	61.4
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	69.1	101.3	140.2
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	122.4	154.6	193.5
투하자본	44.1	58.6	82.4	103.5	117.9
순차입금	(12.9)	(40.7)	(40.0)	(51.0)	(75.6)
ROA	22.1	34.2	14.5	18.6	18.5
ROE	32.3	49.7	21.7	26.5	24.9
ROIC	57.2	72.8	33.8	38.7	38.4

손익계산서

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	81.5	115.6	110.5	139.7	161.1
증가율 (Y-Y,%)	59.6	41.9	(4.4)	26.4	15.4
영업이익	26.8	46.0	32.3	47.4	56.1
증가율 (Y-Y,%)	156.9	72.1	(29.9)	47.0	18.2
EBITDA	28.5	47.9	34.5	49.7	58.4
영업외손익	(9.0)	1.7	0.4	1.0	1.1
순이자수익	(0.1)	0.9	0.1	0.0	0.0
외화관련손익	0.2	(0.2)	1.1	0.8	0.9
지분법손익	0.0	0.0	(0.1)	0.0	0.0
세전계속사업손익	17.8	47.8	32.7	48.4	57.2
당기순이익	13.4	38.8	24.1	36.7	43.4
지배기업당기순이익	13.4	38.8	24.1	36.7	43.4
증가율 (Y-Y,%)	(21.3)	189.9	(38.0)	52.3	18.2
NOPLAT	20.1	37.4	23.8	35.9	42.5
(+) Dep	1.7	1.8	2.3	2.3	2.4
(-) 운전자본투자	22.7	11.4	23.3	20.7	13.6
(-) Capex	0.5	2.1	2.2	2.5	2.9
OpFCF	(1.4)	25.7	0.6	15.0	28.3
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	28.4	56.8	29.4	19.7	11.7
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	45.8	21.0	6.8
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	40.6	20.4	6.9
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	12.3	39.9	3.7
영업이익률(%)	32.8	39.8	29.2	34.0	34.8
EBITDA마진(%)	34.9	41.4	31.2	35.6	36.3
순이익률(%)	16.4	33.6	21.8	26.3	26.9

현금흐름표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금	14.8	26.0	8.6	18.3	32.2
당기순이익	13.4	38.8	24.1	36.7	43.4
자산상각비	1.7	1.8	2.3	2.3	2.4
운전자본증감	(14.5)	(26.8)	(24.3)	(20.7)	(13.6)
매출채권감소(증가)	(3.4)	(9.9)	(9.9)	(5.8)	(3.8)
재고자산감소(증가)	(9.2)	(19.9)	(22.4)	(17.5)	(11.5)
매입채무증가(감소)	(1.1)	1.1	1.7	2.5	1.7
투자현금	(6.8)	(45.7)	0.6	(4.9)	(5.4)
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)	(2.2)	(2.5)	(2.9)
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	6.8	8.9	22.3
총현금흐름(Gross CF)	29.4	52.0	39.1	39.0	45.8
(-) 운전자본증가(감소)	22.7	11.4	23.3	20.7	13.6
(-) 설비투자	0.5	2.1	2.2	2.5	2.9
(+) 자산매각	0.1	(0.9)	0.2	(0.0)	(0.0)
Free Cash Flow	8.2	(20.5)	15.4	13.4	26.8
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
잉여현금	8.2	(20.5)	15.4	13.4	26.8

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Per share Data					
EPS	152	440	270	411	485
BPS	645	1,112	1,356	1,717	2,153
DPS	0	50	50	50	50
Multiples(x,%)					
PER	30.5	21.2	23.3	15.3	13.0
PBR	7.2	8.4	4.6	3.7	2.9
EV/ EBITDA	13.9	16.3	15.1	10.3	8.3
배당수익율	0.0	0.5	0.8	0.8	0.8
PCR	13.9	15.8	14.4	14.4	12.3
PSR	5.0	7.1	5.1	4.0	3.5
재무건전성 (%)					
부채비율	29.3	54.4	46.5	38.5	31.8
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	541.1	263.4	295.5	340.8	396.7
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	52.1	54.4	51.4
현금+투자자산(%)	32.8	56.3	47.9	45.6	48.6
자본구조					
차입금(%)	8.5	23.2	20.2	16.7	13.8
자기자본(%)	91.5	76.8	79.8	83.3	86.2

자료: 다올투자증권

엘앤씨바이오
(290650)

—

Not Rated

	현재	직전	변동
투자의견	Not Rated		유지
적정주가			유지
Earnings			

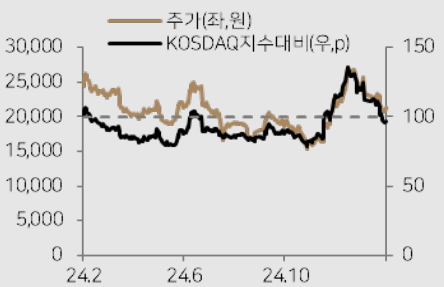
Stock Information

현재가 (02/21)	23,050원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	5,229억원
비중(KOSDAQ내)	0.13%
발행주식수	22,685천주
52주 최저가/최고가	15,270 - 27,100원
90일 일평균거래대금	37억원
외국인 지분율	7.3%
주요주주지분율(%)	
이환철 (외 11인)	31.7
브이아이피자산운용 (외 1인)	6.6
엘앤씨바이오우리사주 (외 1인)	0.0

Valuation wide	2021	2022	2023
PER(배)	60.1	115.3	13.6
PBR(배)	9.9	5.6	4.5
EV/EBITDA(배)	51.0	42.5	51.0
배당수익률(%)	0.1	0.2	0.3

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률 (%)	(10.3)	21.1	(12.0)	(4.4)
KOSDAQ 대비 상대수익률 (%)	(17.0)	21.7	(1.7)	(18.6)

Price Trend



DAOL 다올투자증권

박종현 의료기기 | alex.park@daolfn.com

중국과 스킨부스터 시장 진출!

Issue

기업 현황 업데이트

Pitch

동사는 2025E 중국 매출 개시 및 미국 진출, 스킨부스터 국내 시장 진입에 따라 실적 개선 기대. 해외 진출 및 신제품 출시에 따른 매출과 이익 턴어라운드 기업으로 관심 종목 제시

Rationale

- 미국과 중국, 한국 3개국 중장기 로드맵에 주목. 2025.01월 메가덤 플러스 NMPA 품목 허가 획득, 2Q25E 엘앤씨차이나 중국 SI 투자 유치와 함께 선적 개시 예정, 2030년 중국 매출 목표 1조원. 미국 JV 설립 통해 원료 수급 안정화와 미국 시장 진출 예정. 첫 제품은 메가너브로 기허가 제품 대비 상온 보관 등 장점 있는 전략 품목(경쟁사 Axogen 시총 8억달러)

- 2024.11월 휴메딕스와 판권 계약을 체결한 인체조직 이식재 스킨부터 엘라비에 리투오는 2/20일 런칭 심포지엄 이후 본격 매출 확대 기대. 2025E 매출액 1,169억원(YoY +66%), 영업이익 138억원(YoY +338%)을 전망. 리투오 출시로 인체조직이식재 매출액 537억원으로 YoY +20%, 중국 메가덤플러스 매출액 200억원 전망. 해외 진출 및 신제품 출시에 따른 이익률 상승 기대(2025E OPM 12%, YoY +8%p). 2026E EPS 20배 적용 시 적정 시가총액 7,500억원 수준

Earnings Forecasts (단위: 십억원,%)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	n/a	21	29	33	46	53	69
영업이익	n/a	5	9	7	13	9	8
EBITDA	n/a	6	10	9	16	14	13
지배주주순이익	n/a	5	7	11	14	5	48
순차입금	n/a	(21)	(12)	(7)	(11)	71	26
매출증가율	n/a	n/a	37.2	13.1	38.5	15.1	31.0
영업이익률	n/a	25.8	31.0	22.2	28.8	18.0	11.3
지배순이익률	n/a	24.5	24.9	32.8	30.2	8.6	70.2
EPS증가율	n/a	n/a	36.9	50.5	23.2	(67.1)	964.2
ROE	n/a	n/a	15.3	20.9	21.8	6.2	39.6

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

엘앤씨바이오는,

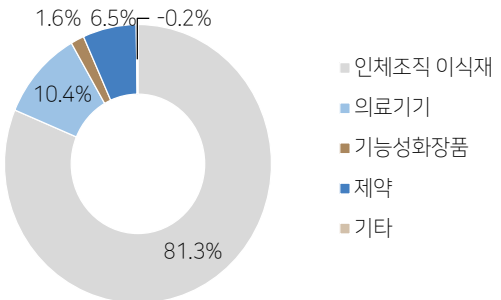
동사는 2011년 시지바이오 출신 이환철 대표가 설립하였으며 2018.11월 코스닥 상장. 동사 사업부는 인체조직 이식재와 의료기기, 기타 사업부로 구분

인체조직 이식재는 11종 조직에 대한 식약처 등 인허가를 통해 판매 중. 인체조직 기반의 의료기기는 기존 인체조직이식재에 0.01% 이상의 바이오 폴리머가 가교. 2022.11월 식약처 허가를 획득한 메가카티는 인체조직기반 의료기기로 동종 초자연골ECM을 주입. 2024.11월 인체조직이식재 스킨부스터 엘라비에 리투오 출시

2022.06월 어센트캐피탈 대상 600억원 CB발행하여 큐렉소 지분 취득하였으며, 2023.07월 659억원 큐렉소 지분 양도(4백만주). 2024.12월 China Healthcare 외 4개사로부터 엘앤씨차이나 잔여지분 취득

사업부문 Breakdown

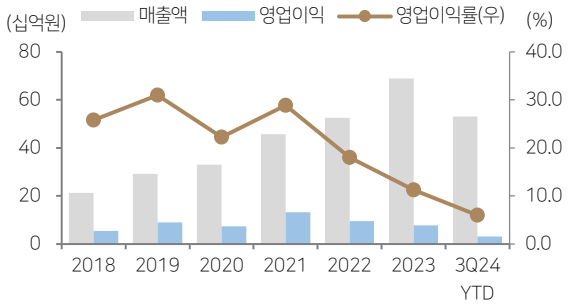
- 3Q24누적 기준 인체조직 이식재 매출 비중은 82%, 의료기기 및 기능성 화장품 매출 비중은 10%, 2%
- 메가카티 및 메가덤플러스(중국) 판매 개시에 따라 의료기기 매출 비중 확대 전망



Source: 엘앤씨바이오, 다올투자증권

Financials

- 2023년 매출액 689억원(YoY +31%), 영업이익 78억원(YoY -18%) 기록
- 임상 비용 상승 및 원달러 환율 상승으로 매출원가율 상승으로 이익률 하락



Source: 엘앤씨바이오, 다올투자증권 추정

주가

- 동사는 2018.11월 상장. 2020.06월 엘앤씨바이오 차이나 설립 이후, 중국 IB CICC로부터 투자유치 지연되며 주가 하락
- 2022년 메가카티 국내 식약처 허가 후, 평가 유예 신의료기술 선정와 함께 2023.10월 출시. 의정파업 이슈로 메가카티 매출 부진으로 주가 하락
- 2025.01월 중국 메가덤플러스 NMPA 허가 및 스킨부스터 리투오 출시로 주가 상승



Source: 다올투자증권

Fig. 72: 엘라비에 리투오 런칭 세미나



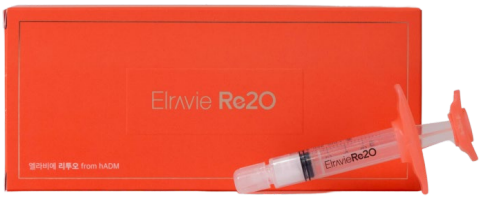
Source: 의학신문, 다올투자증권

Fig. 73: 엘라비에 리투오 런칭 세미나



Source: 의학신문, 다올투자증권

Fig. 74: 엘라비에 리투오



Source: 엘앤씨바이오, 다올투자증권

Fig. 75: 메가덤플러스



Source: 엘앤씨바이오, 다올투자증권

Fig. 76: 엘앤씨바이오 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	16.6	17.9	18.6	17.5	45.7	52.6	68.9	70.5	116.9	190.1
YoY	*12%*	*9%*	*-10%*	*3%*	*39%*	*15%*	*31%*	*2%*	*66%*	*63%*
별도 매출액	13.2	13.8	14.3	13.9	36.2	41.7	56.1	55.2	89.5	136.1
인체조직 이식재	10.9	11.3	11.6	11.0	29.5	34.3	40.4	44.8	53.7	69.8
의료기기	1.2	1.5	1.6	1.7	4.7	5.3	9.7	6.0	30.0	60.0
기능성화장품	0.1	0.2	0.3	0.3	1.0	0.9	3.1	1.0	1.2	1.3
제약	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9	1.3	3.1	3.6	4.6	5.0
기타	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.0
엘앤씨차이나									20.0	50.0
글로벌의학연구센터	3.0	2.9	2.6	2.6	9.5	9.1	9.9	11.1	12.2	13.4
엘앤씨이에스	0.6	0.5	0.8	0.5	1.0	2.1	3.1	2.4	2.6	2.7
엘앤씨메디케어	0.4	2.1	2.7	2.0			3.6	7.2	7.6	7.8
매출총이익	8.3	9.2	9.1	8.6	28.5	27.0	34.8	35.2	60.8	108.4
YoY	*10%*	*14%*	*-23%*	*16%*	*45%*	*-5%*	*29%*	*1%*	*73%*	*78%*
GPM	50%	52%	49%	49%	62%	51%	50%	50%	52%	57%
별도 매출총이익	6.7	7.5	7.3	7.0	22.4	22.8	30.7	28.6	51.0	77.6
영업이익	1.7	1.3	0.2	0.0	13.2	9.5	7.8	3.2	13.8	48.4
YoY	*-22%*	*-17%*	*-96%*	*-101%*	*80%*	*-28%*	*-18%*	*-59%*	*335%*	*251%*
OPM	10%	7%	1%	0%	29%	18%	11%	4%	12%	25%
별도 영업이익	1.5	1.2	0.7	0.5	7.9	6.7	8.0	3.9	15.2	27.2
당기순이익	2	1	-5	0	13.8	4.5	48.4	-3	10.0	36.7
YoY	*158%*	*-23%*	*-110%*	*-100%*	*28%*	*-67%*	*965%*	*적전*	*-491%*	*267%*
NPM	*9%*	*6%*	*-28%*	*0%*	*30%*	*9%*	*70%*	*-4%*	*9%*	*19%*

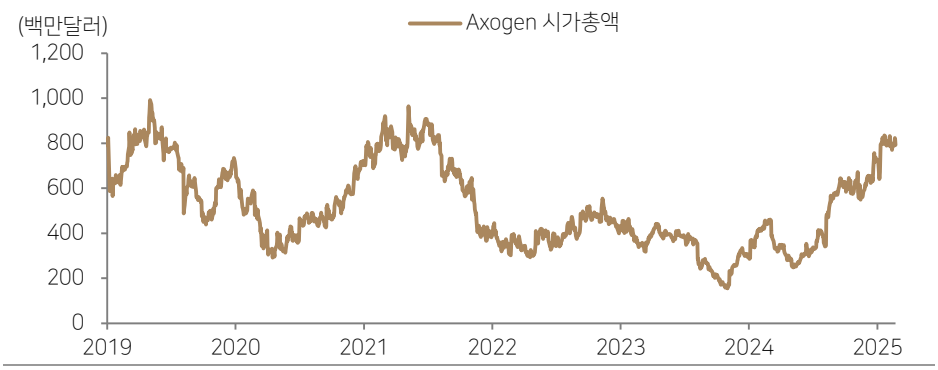
Source: 다올투자증권

Fig. 77: AxoGen 실적 추이 및 전망

(백만달러)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
매출액	106.7	112.3	127.4	138.6	159.0	186.3
YoY	*27%*	*5%*	*13%*	*9%*	*15%*	*17%*
매출총이익	89.4	90.7	104.4	114.4	127.9	141.0
YoY	*26%*	*2%*	*15%*	*10%*	*12%*	*10%*
GPM	84%	81%	82%	83%	80%	76%
영업이익	-28.3	-23.1	-22.4	-28.9	-21.4	-5.7
YoY	*38%*	*-18%*	*-3%*	*29%*	*-26%*	*-73%*
OPM	-27%	-21%	-18%	-21%	-13%	-3%
당기순이익	-29.1	-23.8	-27.0	-28.9	-21.7	-11.7
YoY	*30%*	*-18%*	*13%*	*7%*	*-25%*	*-46%*
NPM	-27%	-21%	-21%	-21%	-14%	-6%

Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 78: Axogen 시가총액 추이



Source: 다올투자증권

Fig. 79: Axogen 제품군



Source: Axogen, 다올투자증권

엘앤씨바이오 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
유동자산	46.1	45.5	47.6	64.3	130.4
현금성자산	13.4	22.3	17.8	10.7	55.9
매출채권	9.5	9.3	14.4	16.6	21.9
재고자산	6.2	8.1	12.3	34.2	46.3
비유동자산	20.1	35.1	59.8	135.4	131.9
투자자산	12.6	25.4	40.7	78.7	55.8
유형자산	7.3	9.5	17.9	53.1	74.7
무형자산	0.2	0.2	1.1	3.6	1.5
자산총계	66.2	80.6	107.4	199.7	262.2
유동부채	3.4	3.7	5.6	18.7	101.8
매입채무	1.5	1.9	3.3	6.7	6.3
유동성이자부채	0.2	0.4	0.7	10.6	80.8
비유동부채	2.6	15.6	8.5	73.2	3.5
비유동이자부채	1.6	14.7	6.1	71.3	1.4
부채총계	6.0	19.3	14.1	91.9	105.4
자본금	3.7	11.0	11.4	11.4	11.4
자본잉여금	35.5	30.4	43.9	52.0	53.4
이익잉여금	20.7	20.6	33.3	36.9	83.6
자본조정	(1.7)	(4.2)	(3.6)	(2.3)	(1.5)
자기주식	(1.6)	(4.3)	(6.4)	(6.4)	(3.9)
자본총계	60.3	61.3	93.3	107.8	156.9
투하자본	40.5	33.3	47.4	105.4	137.6
순차입금	(11.6)	(7.2)	(10.9)	71.2	26.3
ROA	13.7	16.6	16.6	3.7	21.0
ROE	15.3	20.9	21.8	6.2	39.6
ROIC	21.2	18.6	29.7	9.0	4.9

손익계산서

(단위: 십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	29.2	33.0	45.7	52.6	68.9
증가율 (Y-Y,%)	(36.2)	13.1	38.5	15.1	31.0
영업이익	9.0	7.3	13.2	9.5	7.7
증가율 (Y-Y,%)	(31.4)	(18.9)	79.8	(28.0)	(18.3)
EBITDA	10.1	8.9	16.1	14.0	13.4
영업외손익	0.9	5.6	3.9	(4.9)	55.2
순이자수익	0.9	0.1	(0.0)	(2.4)	(4.6)
외화관련손익	0.0	(0.0)	(0.1)	(0.3)	0.2
지분법손익	(0.0)	5.4	3.7	(0.8)	60.3
세전계속사업손익	9.9	12.9	17.1	4.6	62.9
당기순이익	8.5	12.1	15.6	5.7	48.5
지배기업당기순이익	7.3	10.8	13.8	4.5	48.4
증가율 (Y-Y,%)	(45.7)	43.7	28.2	(63.5)	752.6
NOPLAT	7.7	6.9	12.0	6.9	6.0
(+) Dep	1.1	1.6	2.9	4.5	5.7
(-) 운전자본투자	4.2	(9.5)	5.0	20.5	8.0
(-) Capex	2.0	3.0	10.3	37.5	24.5
OpFCF	2.6	14.9	(0.4)	(46.6)	(20.8)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	n/a	29.1	21.7	27.8
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	34.0	1.6	1.9
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	39.2	11.4	14.6
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	45.2	(12.4)	58.7
영업이익률(%)	31.0	22.2	28.8	18.0	11.3
EBITDA마진(%)	34.7	27.0	35.2	26.6	19.5
순이익률(%)	29.0	36.8	34.1	10.8	70.5

현금흐름표

(단위: 십억원)	2019	2020	2021	2022	2023
영업현금	6.4	7.4	10.9	(6.1)	(12.1)
당기순이익	8.5	12.1	15.6	5.7	48.5
자산상각비	1.1	1.6	2.9	4.5	5.7
운전자본증감	(4.0)	(2.4)	(7.2)	(21.4)	(26.5)
매출채권감소(증가)	(2.4)	(0.7)	(3.3)	(0.1)	(5.4)
재고자산감소(증가)	(0.9)	(2.2)	(4.6)	(23.3)	(12.2)
매입채무증가(감소)	(0.0)	0.1	0.8	1.7	(1.2)
투자현금	(15.8)	0.8	(20.5)	(83.6)	24.6
단기투자자산감소	0.4	9.4	1.6	(2.0)	(35.8)
장기투자증권감소	(1.0)	(3.5)	0.0	(40.5)	100.4
설비투자	(2.0)	(3.0)	(10.3)	(37.5)	(24.5)
유무형자산감소	(0.1)	(0.0)	(1.0)	0.0	(0.2)
재무현금	0.5	1.3	4.7	78.9	(4.2)
차입금증가	(0.3)	14.6	5.3	80.0	(2.9)
자본증가	0.4	(13.4)	(3.1)	(1.1)	(2.0)
배당금지급	0.0	0.7	1.1	1.1	1.1
현금 증감	(8.9)	9.5	(4.9)	(10.8)	8.4
총현금흐름(Gross CF)	11.0	10.7	17.4	16.3	15.3
(-) 운전자본증가(감소)	4.2	(9.5)	5.0	20.5	8.0
(-) 설비투자	2.0	3.0	10.3	37.5	24.5
(+) 자산매각	(0.1)	(0.0)	(1.0)	0.0	(0.2)
Free Cash Flow	(8.8)	9.1	(10.3)	(88.7)	13.5
(-) 기타투자	1.0	3.5	0.0	40.5	(100.4)
잉여현금	(9.8)	5.6	(10.3)	(129.2)	113.9

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2019	2020	2021	2022	2023
Per share Data					
EPS	328	494	609	200	2,132
BPS	7,876	2,632	3,697	4,160	6,413
DPS	33	50	50	50	100
Multiples(x,%)					
PER	26.0	69.8	37.9	115.1	10.8
PBR	1.1	13.1	6.2	5.5	3.6
EV/ EBITDA	17.5	83.9	31.9	42.5	41.0
배당수익율	0.4	0.1	0.2	0.2	0.4
PCR	17.1	70.6	30.1	32.1	34.1
PSR	6.5	22.9	11.4	9.9	7.6
재무건전성 (%)					
부채비율	9.9	31.5	15.2	85.2	67.2
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	66.0	16.8
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	509.0	196.3
유동비율	1,355.3	1,238.2	845.3	343.1	128.0
이자보상배율	n/a	n/a	462.2	3.9	1.7
이자비용/매출액	0.2	2.3	1.0	5.9	9.0
자산구조					
투하자본(%)	60.9	41.2	44.8	54.1	55.2
현금+투자자산(%)	39.1	58.8	55.2	45.9	44.8
자본구조					
차입금(%)	2.9	19.7	6.8	43.2	34.4
자기자본(%)	97.1	80.3	93.2	56.8	65.6

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 : 83.4%	HOLD : 16.6%	SELL : 0.0%

투자등급 관련사항

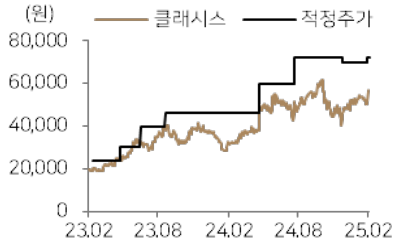
아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미
· BUY: 추천기준일 종가대비 +15% 이상
· HOLD: 추천기준일 종가대비 -15% 이상~ +15% 미만.
· SELL: 추천기준일 종가대비 -15% 미만.
· SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커진 경우, 분석 잠정적 중단. 적정주가 미제시.

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	2023.05.11	2023.07.03	2023.09.05	2024.05.08	2024.08.09	2024.11.08
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	30,000원	40,000원	46,000원	60,000원	72,000원	70,000원

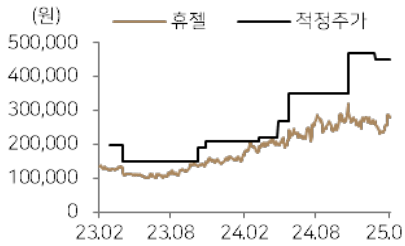
일자	2025.02.14
투자의견	BUY
적정주가	72,000원

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	50,872원	54,500원	-27.3	-22.1
2025.02.14	72,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(25년 02월 21일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

휴젤 (145020)



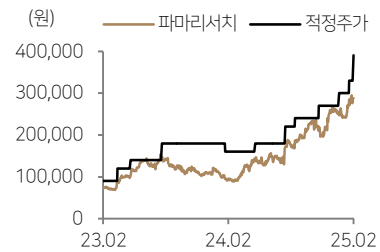
일자	2023.03.15	2023.04.17	2023.04.19	2023.10.25	2023.11.14	2024.03.26
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	200,000원	200,000원	150,000원	190,000원	210,000원	220,000원
일자	2024.05.13	2024.06.11	2024.11.07	2025.01.13		
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY		
적정주가	270,000원	350,000원	470,000원	450,000원		

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
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	270,477원	296,000원	-42.5	-37.0
2025.01.13	450,000원	254,826원	288,000원	-43.4	-36.0

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(25년 02월 21일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

파마리서치 (214450)



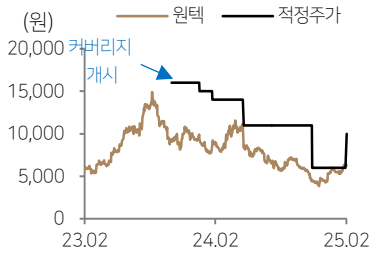
일자	2023.04.06	2023.05.15	2023.05.16	2023.08.14	2024.02.13	2024.05.13
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	120,000원	12,000원	140,000원	180,000원	160,000원	180,000원
일자	2024.08.08	2024.09.06	2024.11.14	2025.01.13	2025.02.11	2025.02.24
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	220,000원	240,000원	270,000원	300,000원	330,000원	390,000원

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	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	107,058원	143,000원	-33.1	-10.6
2024.05.13	180,000원	140,954원	166,900원	-21.7	-7.3
2024.08.08	220,000원	176,460원	188,100원	-19.8	-14.5
2024.09.06	240,000원	211,807원	235,500원	-11.8	-1.9
2024.11.14	270,000원	232,023원	266,500원	-14.1	-1.3
2025.01.13	300,000원	252,471원	273,500원	-15.8	-8.8
2025.02.11	330,000원	284,583원	294,500원	-13.8	-10.8
2025.02.24	390,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(25년 02월 21일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

원텍 (336570)



일자	2023.10.25	2024.01.10	2024.02.13	2024.05.13	2024.11.20	2025.02.24
투자의견	BUY	BUY	BUY	HOLD	BUY	BUY
적정주가	16,000원	15,000원	14,000원	11,000원	6,000원	10,000원

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	9,533원	11,570원	-31.9	-17.4
2024.05.13	11,000원	6,802원	8,650원	-38.2	-21.4
2024.11.20	6,000원	5,011원	6,390원	-16.5	6.5
2025.02.24	10,000원	-	-	-	

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(25년 02월 21일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

Research Division

DAOL 다올투자증권

리서치본부장

상무
김 현
hyunkim@daolfn.com

기업분석

조선 · 기계 · 방산
최광식
gs.choie@daolfn.com

건설 · 부동산
박영도
ypark@daolfn.com

자동차
유지웅
jwyoo@daolfn.com

제약 · 바이오
이지수
jislee@daolfn.com

금융
김지원
jiwonkim@daolfn.com

반도체 · 소부장
고영민
ym.ko@daolfn.com

화장품 · 의료기기
박종현
alex.park@daolfn.com

게임 · 엔터 · 레저
김혜영
hyyy@daolfn.com

투자전략

투자전략
조병현
bhcho@daolfn.com

계량분석
김경훈
aimhigh2027@daolfn.com

채권분석
허정인
jeongin@daolfn.com

시황분석
김지현
jeehyun12@daolfn.com

최근 3개월간 발간한 In-Depth

2024.11.12	김경훈	Quant : 신흥국 우위의 또 다른 10년 : ASSET ALLOCATION & BEYOND
2024.11.13	이지수	제약 · 바이오 2025 전망 : 보이는 게 진짜다
2024.11.18	최광식	조선 2025 전망 : 놀라운 것을 보게 될 것이다
2024.11.19	유지웅	자동차 2025 전망 : 분위기 전환 시간
2024.11.20	고영민	반도체/소부장 2025 전망 : 한국 반도체 십년지계(十年之計)
2024.11.25	조병현 · 허정인 · 김지현	매크로 2025 전망 – Snake Way
2024.12.18	박영도	건설 : PF STATUS QUO Vol. 8
2025.01.02	유지웅	자동차 : Tesla : 상상을 돌파하며
2025.01.13	고영민	반도체/소부장 : CES 2025 참관기: Beyond the Imagination
2025.02.21	김지현	MACRO ISSUE – 시황분석 : 1년 반 만에 돌아오는 공매도 대응책

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.