

ISSUE & PITCH

5 Sep. 2023

박종현

의료기기 | alex.park@daolfn.com

이정우

연구원 | jungwoo@daolfn.com

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY	BUY	유지
적정주가	46,000	40,000	상향
Earnings			유지

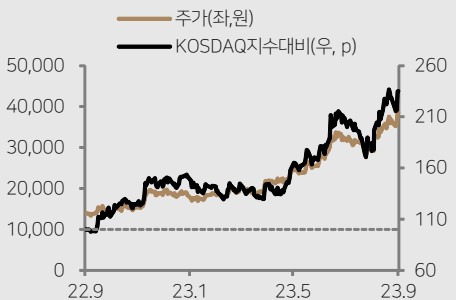
Stock Information

현재가(2/4)	38,650원
예상 주가상승률	19.0%
시가총액	25,036억원
비중(KOSPI내)	0.56%
발행주식수	64,777천주
52주 최저가/최고가	13,400 - 38,850원
3개월 일평균거래대금	151억원
외국인 지분율	74.4%
주요주주지분율(%)	
BCPE (외 3인)	73.8
자사주신탕 (외 1인)	0.6
최창호 (외 1인)	0.0

Valuation wide	2022	2023E	2024E
PER(배)	15.8	32.5	25.9
PBR(배)	5.2	8.6	6.3
EV/EBITDA(배)	16.0	24.3	17.7
배당수익률(%)	0.6	0.2	0.2

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	19.5	90.4	177.1	110.1
KOSDAQ 대비 상대수익률(%)	19.4	75.8	160.1	74.7

Price Trend



클래시스 (214150)

DAOL 다올투자증권

꼭 맞는 퍼즐

Issue

이루다 지분 매입 관련 코멘트

Pitch

이루다 최대주주 지분 18%(잔여 18.3% 콜옵션) 405억원에 인수. 인수단가 11,000원으로 9/4일 종가 대비 11%, 2023E 컨센서스 PER 기준 25.5배로 합리적 인수. 제품 포트폴리오 확장 측면에서 시너지 기대. 추후 연결 통한 EPS 증가 및 시너지 기대로 적정 PER 할증. 적정주가 4.6만원 상향

Rationale

- 클래시스는 미용 의료기기 업체 이루다 지분 주당 11,000원에 지분 18% 취득(405억원). 9/4일 종가 대비 11% 할증된 가격으로 **2023E 컨센서스 PER 기준 25.5배**. 국내 미용 의료기기 업체들의 2023E PER이 27.3배라는 점을 감안 시, **합리적 수준**. 잔여 지분 374.6만주에 대한 콜옵션 보유(18개월). 인수 금융 아닌 현금성 자산 활용(2023E 순현금 620억원)
- 금번 인수를 통해 클래시스와 이루다는 미용 의료기기 제품 포트폴리오 확대를 이루었음. 클래시스의 주요 제품은 HIFU와 비침습 RF이며, 이루다 주요 제품은 Needle RF와 Laser 제품으로 **각 사의 주력 에너지원이 다름**. 이루다는 파트너사 Cutera를 통해 북미 매출을 일으키고 있어 향후 클래시스 북미 진출에 있어 추가적인 파트너십 옵션 또한 기대. 각 사의 주요 제품과 주요 판매 지역이 다르다(Fig. 1)는 점에서 협력에 따른 시너지 기대
- 금번 인수 통한 이루다의 실적 지분법으로 인식됨. 향후 잔여 지분 인수에 따른 연결 가정 시, **EPS +5% 증익 기대**(Fig. 2). EPS 증익 및 지분 인수에 따른 시너지를 기대하며 기존 적정 PER 30배 대비 15% 할증한 34.5배 부여. **적정주가 4.6만원 상향, 투자 의견 BUY 유지**

Earnings Forecasts

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
매출액	101	142	186	240	304	383	490
영업이익	52	69	95	128	167	218	286
EBITDA	54	73	100	135	176	229	301
지배주주순이익	44	75	77	97	128	167	218
자산총계	216	331	401	510	648	825	1,056
자본총계	164	230	294	398	531	702	924
순차입금	(8)	(25)	(62)	(114)	(183)	(274)	(396)
매출증가율	31.6	41.0	31.1	29.0	26.8	26.1	27.7
영업이익률	51.4	48.6	51.3	53.2	55.0	56.8	58.4
순이익률	43.5	53.2	41.4	40.4	42.2	43.4	44.6
EPS증가율	14.8	71.9	2.2	25.6	32.6	29.8	31.1
ROE	30.5	38.3	29.4	27.9	27.6	27.0	26.9

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

Fig. 1: 제품 및 지역별 기대 시너지

기술별 주요 제품	클래스시스	이루다	클래스시스 + 이루다
HIFU	슈링크 유니버스		슈링크 유니버스
RF	볼뉴머		볼뉴머
Needle RF		Secret	Secret
LASER		Reepot	Reepot
대륙별 주요 시장	클래스시스	이루다	클래스시스 + 이루다
Korea	한국		한국
America	브라질	미국	브라질 + 미국
Europe	CIS	유럽	CIS + 유럽
APAC	일본, 태국, 호주 등	인도 등	일본, 태국, 호주, 인도 등
Middle East		중동	중동
단위 : 십억원	클래스시스	이루다	
시가총액(9/1 금 기준)	2,497.1	213.3	
매출액	84.9	25.5	
영업이익	43.0	2.8	
자산총계	359.5	82.5	

Note: 매출, 영업이익은 1H23 누적 기준이며, 자산총계는 23년 상반기 말 기준
Source: 다올투자증권

Fig. 2: 지분 취득에 따른 EPS 증익 가정

A) 클래식스			
(십억원)	2022	2023E	2024E
매출액	141.8	185.9	239.7
영업이익	68.9	95.4	127.6
지배주주 당기순이익	75.4	77.0	96.8
OPM	48.6%	51.3%	53.2%
NPM	53.2%	41.4%	40.4%
B) 이루다			
(십억원)	2022	2023E	2024E
매출액	46.3	58.5	77.7
영업이익	8.3	10.9	17.1
지배주주 당기순이익	7.9	8.7	13.5
OPM	17.9%	18.6%	22.0%
NPM	17.1%	14.9%	17.4%
1) 클래식스: 이루다 18% 취득 - 지분법			
(십억원)	2022	2023E	2024E
매출액	141.8	185.9	239.7
영업이익	68.9	95.4	127.6
지배주주 당기순이익	75.4	78.2	98.6
당기순이익 증익 효과		1.5%	1.9%
OPM	48.6%	51.3%	53.2%
NPM	53.2%	42.1%	41.1%
2) 클래식스: 이루다 36% 취득(콜옵션 행사) - 연결			
(십억원)	2022	2023E	2024E
매출액	141.8	244.4	317.4
영업이익	68.9	106.3	144.7
지배주주 당기순이익	75.4	80.1	101.6
당기순이익 증익 효과		4.1%	5.0%
OPM	48.6%	43.5%	45.6%
NPM	53.2%	32.8%	32.0%

Note: 클래식스 당사 추정치 기준, 이루다 컨센서스 추정치 기준
Source: 다올투자증권

Fig. 3: 국가 유형별 Tier업 전망

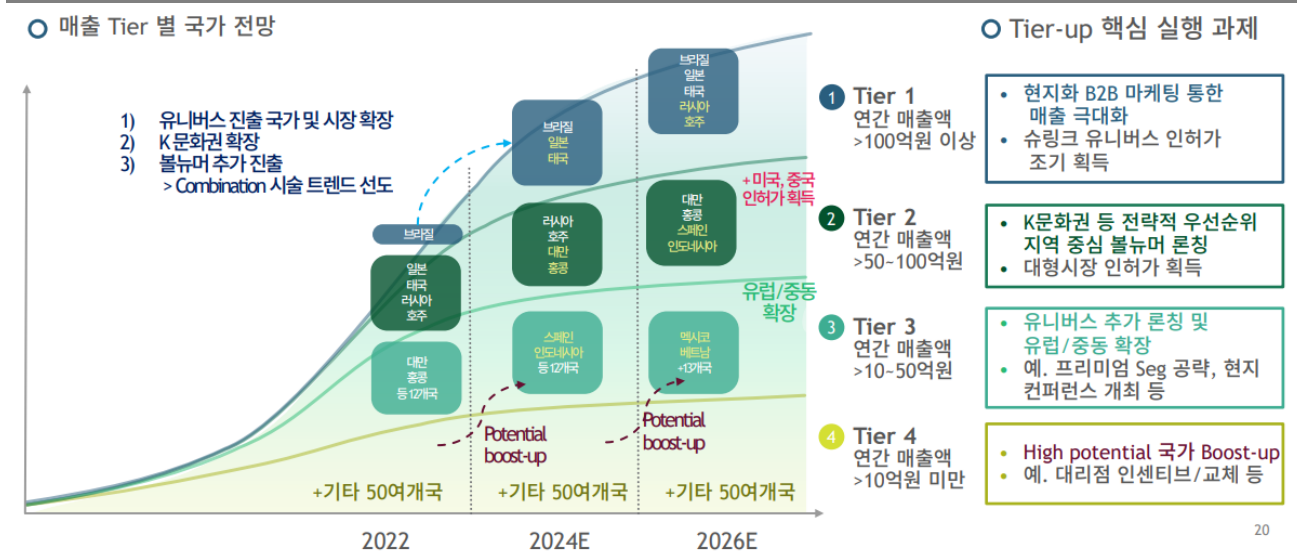


Fig. 4: 클래스시스 매출액 전망

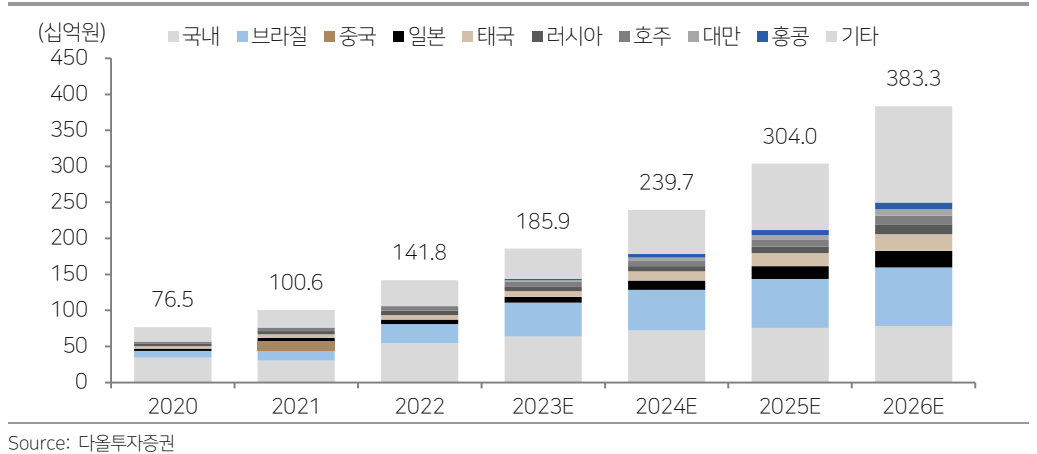
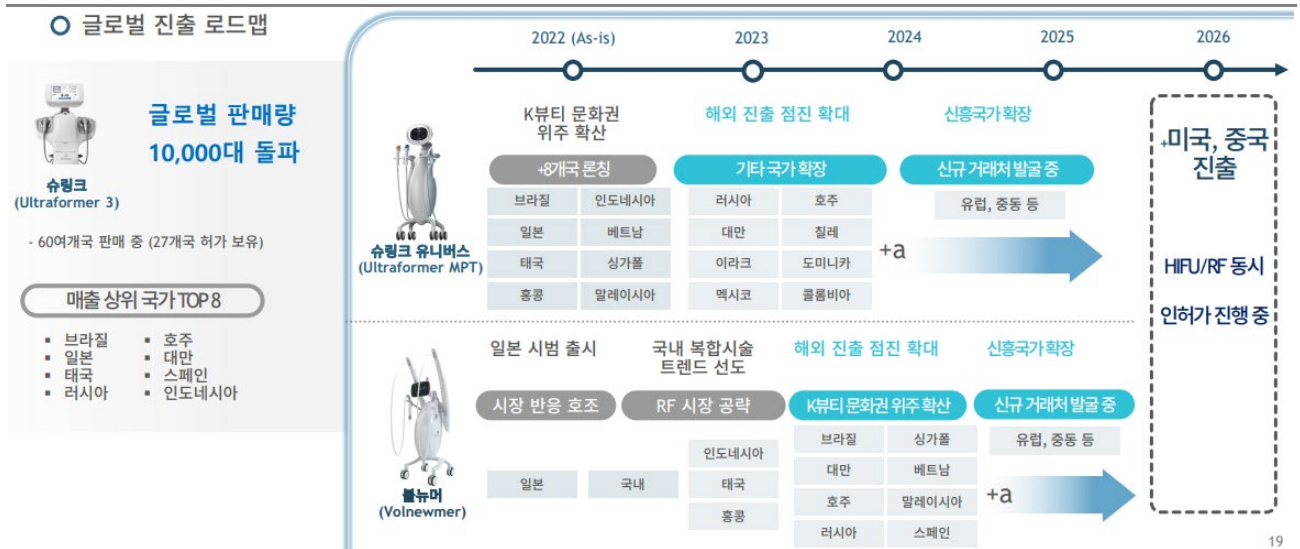


Fig. 5: 글로벌 60개국 진출



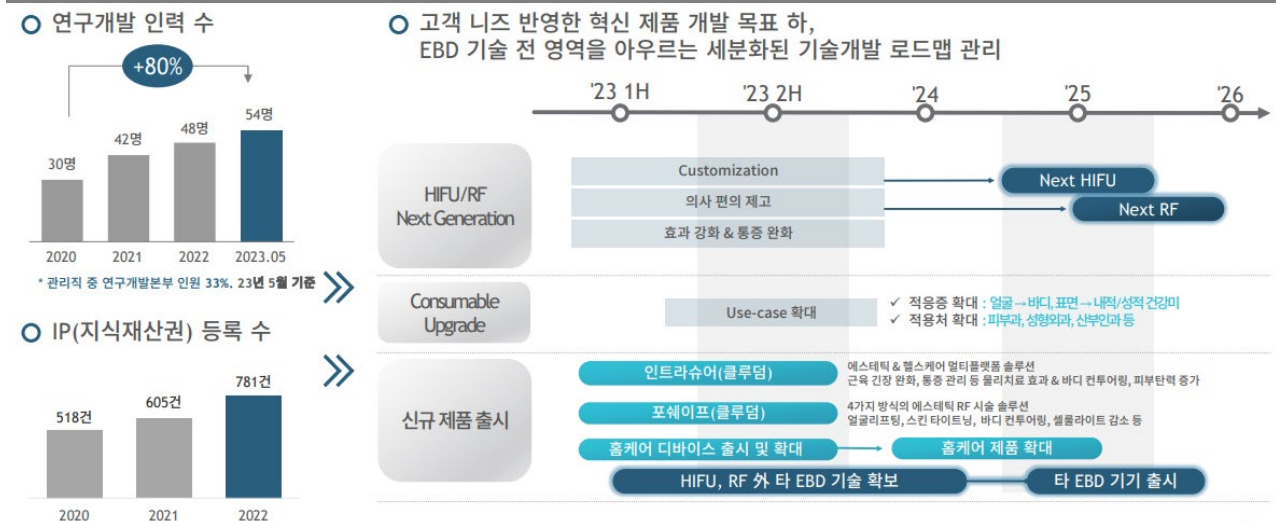
Source: 클래스시스, 다올투자증권

Fig. 6: 클래스시스 실적 추정

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	35.4	32.7	33.3	40.5	39.0	45.9	46.5	54.5	141.8	185.9	239.7
YoY(%)	66%	11%	36%	60%	10%	40%	40%	35%	41%	31%	29%
클래스시스(장비)	20.5	17.2	15.5	21.0	18.4	22.0	21.5	26.6	74.1	88.4	106.0
YoY(%)	123%	2%	44%	106%	-10%	28%	39%	27%	58%	19%	20%
수출	8.7	9.4	11.5	14.7	12.5	16.3	15.5	19.1	44.2	63.3	82.3
내수	11.8	7.8	4.0	6.3	5.9	5.7	6.0	7.5	29.9	25.1	23.7
소모품	11.8	11.9	15.3	16.6	18.7	21.8	22.7	25.6	55.6	88.8	123.7
YoY(%)	17%	8%	33%	31%	58%	83%	48%	54%	23%	60%	39%
수출	8.3	7.5	9.8	9.1	10.5	13.5	14.9	16.9	34.7	55.8	82.1
내수	3.5	4.4	5.5	7.5	8.2	8.3	7.8	8.6	20.9	32.9	41.5
기타	2.6	3.0	2.0	2.4	1.4	1.7	2.0	2.0	10.0	7.1	8.8
매출비중											
클래스시스(장비)	58%	53%	46%	52%	47%	48%	46%	49%	52%	48%	44%
소모품	33%	36%	46%	41%	48%	47%	49%	47%	39%	48%	52%
매출총이익	26.6	24.4	26.0	31.2	30.2	36.3	36.5	42.6	108.2	145.6	189.4
YoY(%)	59%	6%	36%	65%	14%	49%	41%	36%	39%	35%	30%
GPM	75.1%	74.7%	78.0%	77.2%	77.5%	79.1%	78.4%	78.1%	76.3%	78.3%	79.0%
영업이익	16.7	15.3	17.5	19.4	19.9	23.1	22.9	29.5	68.9	95.4	127.6
YoY(%)	53%	-5%	31%	70%	19%	52%	31%	52%	33%	38%	34%
OPM	47.2%	46.7%	52.5%	48.0%	51.0%	50.4%	49.1%	54.1%	48.6%	51.3%	53.2%
광고선전비	1.6	2.0	1.1	1.2	1.3	3.7	3.8	2.7	5.9	11.6	15.1
R&D비용	1.1	1.0	1.0	1.3	2.1	2.3	2.3	2.7	4.4	9.4	10.4
지배주주 NP	12.8	13.8	18.7	30.0	18.8	18.6	17.3	22.3	75.4	77.0	96.8
YoY(%)	34%	15%	49%	210%	46%	34%	-7%	-26%	72%	2%	26%
NPM	36.2%	42.2%	56.3%	74.2%	48.2%	40.4%	37.3%	41.0%	53.2%	41.4%	40.4%

Source: 다올투자증권

Fig. 7: 주요 영역별 기술개발 로드맵



Source: 클래스시스, 다올투자증권

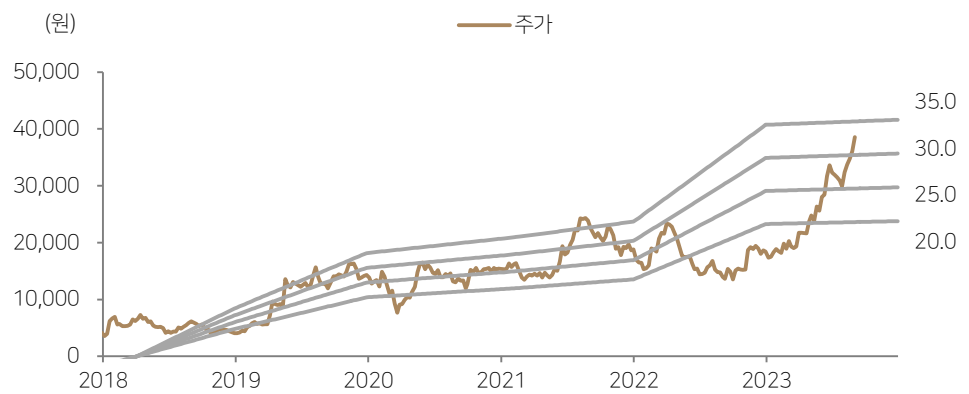
Fig. 8: Valuation

(원, 배수)

PER Valuation	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
EPS(원)	535.0	590.0	677.0	1,163.7	1,188.9	1,493.8
YOY	120%	10%	15%	72%	2%	26%
PER(고)	41.3	29.0	34.7			
PER(저)	19.0	11.4	19.2			
적정 PER(배)					34.5	34.5
적정주가(원)					41,018	51,534
적정주가(원)					46,000	
증가(원)					38,650	
상승여력					19.0%	

Source: 다올투자증권

Fig. 9: 12M Fwd PER 추이



Source: 다올투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	73.1	147.8	194.2	259.2	342.9
현금성자산	43.6	93.0	129.0	181.6	250.0
매출채권	2.2	8.4	15.5	19.9	25.5
재고자산	16.5	23.4	26.6	34.3	43.8
비유동자산	143.2	183.6	206.9	250.5	304.7
투자자산	61.4	77.9	65.6	68.3	71.1
유형자산	80.7	104.2	138.8	178.6	229.0
무형자산	1.1	1.5	2.5	3.6	4.6
자산총계	216.4	331.4	401.2	509.8	647.6
유동부채	16.8	36.2	42.2	46.6	51.9
매입채무	4.0	8.6	14.1	18.2	23.2
유동성이자부채	0.5	3.0	3.2	3.2	3.2
비유동부채	35.8	65.6	64.7	64.7	64.7
비유동이자부채	35.3	64.9	63.9	63.9	63.9
부채총계	52.6	101.9	107.0	111.3	116.6
자본금	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
자본잉여금	24.1	24.2	24.2	24.2	24.2
이익잉여금	133.1	204.2	273.8	378.0	510.6
자본조정	0.0	(5.4)	(10.2)	(10.2)	(10.2)
자기주식	0.0	(5.4)	(5.4)	(5.4)	(5.4)
자본총계	163.7	229.6	294.2	398.5	531.0
투하자본	155.9	204.4	229.3	280.8	344.8
순차입금	(7.8)	(25.1)	(61.9)	(114.5)	(182.9)
ROA	24.8	27.5	21.0	21.2	22.2
ROE	30.5	38.3	29.4	27.9	27.6
ROIC	38.6	29.8	33.8	37.9	40.5

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	100.6	141.8	185.9	239.7	304.0
증가율 (Y-Y,%)	31.6	41.0	31.1	29.0	26.8
영업이익	51.7	68.9	95.4	127.6	167.3
증가율 (Y-Y,%)	27.3	33.2	38.5	33.8	31.1
EBITDA	54.2	72.8	100.3	134.6	176.3
영업외손익	3.9	27.9	4.7	0.0	2.0
순이자수익	(0.0)	(1.8)	1.1	0.0	2.0
외환관련손익	3.7	(0.4)	3.3	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	55.6	96.8	100.1	127.7	169.3
당기순이익	43.8	75.4	77.0	96.8	128.3
지배기업당기순이익	43.8	75.4	77.0	96.8	128.3
증가율 (Y-Y,%)	14.8	72.1	2.2	25.6	32.6
NOPLAT	40.7	53.7	73.4	96.8	126.8
(+) Dep	2.5	3.9	4.9	7.0	9.0
(-) 운전자본투자	12.5	8.3	4.7	8.1	10.0
(-) Capex	32.6	27.5	21.8	46.5	58.9
OpFCF	(1.9)	21.8	51.8	49.2	66.9
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	28.4	20.5	34.5	33.6	28.9
영업이익증가율(3Yr)	43.6	18.2	32.9	35.1	34.4
EBITDA증가율(3Yr)	43.8	19.1	32.9	35.4	34.3
순이익증가율(3Yr)	43.4	31.2	26.4	30.2	19.4
영업이익률(%)	51.4	48.6	51.3	53.2	55.0
EBITDA마진(%)	53.9	51.3	53.9	56.2	58.0
순이익률 (%)	43.5	53.2	41.4	40.4	42.2

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금	36.4	54.8	74.0	110.6	135.8
당기순이익	43.8	75.4	77.0	96.8	128.3
자산상각비	2.5	3.9	4.9	7.0	9.0
운전자본증감	(9.6)	(6.4)	(0.8)	(8.1)	(10.0)
매출채권감소(증가)	1.4	(4.9)	(7.3)	(4.5)	(5.5)
재고자산감소(증가)	(7.1)	(7.8)	(4.5)	(7.7)	(9.5)
매입채무증가(감소)	0.5	(0.6)	7.8	4.1	5.0
투자현금	(92.5)	(92.0)	(63.6)	(54.6)	(67.3)
단기투자자산감소	(1.7)	(80.4)	(39.6)	(4.0)	(4.2)
장기투자증권감소	0.0	0.1	0.2	(0.1)	(0.1)
설비투자	(32.6)	(27.5)	(21.8)	(46.5)	(58.9)
유무형자산감소	(0.3)	59.5	(1.2)	(1.4)	(1.4)
재무현금	30.7	21.1	(9.2)	(7.5)	(4.3)
차입금증가	34.6	31.2	(1.6)	0.0	0.0
자본증가	(3.9)	(9.6)	(7.5)	(7.5)	(4.3)
배당금지급	(3.9)	(4.3)	(7.5)	(7.5)	(4.3)
현금 증감	(21.6)	(16.8)	4.4	48.5	64.3
총현금흐름(Gross CF)	54.9	73.7	84.3	118.7	145.8
(-) 운전자본증가(감소)	12.5	8.3	4.7	8.1	10.0
(-) 설비투자	32.6	27.5	21.8	46.5	58.9
(+) 자산매각	(0.3)	59.5	(1.2)	(1.4)	(1.4)
Free Cash Flow	(47.2)	(24.7)	19.9	56.0	68.5
(-) 기타투자	0.0	(0.1)	(0.2)	0.1	0.1
잉여현금	(47.2)	(24.6)	20.1	55.9	68.4

주요투자지표

(원, 배)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Per share Data					
EPS	677	1,164	1,189	1,494	1,981
BPS	2,513	3,521	4,503	6,096	8,127
DPS	66	116	66	66	66
Multiples(x,%)					
PER	27.8	15.8	32.5	25.9	19.5
PBR	7.5	5.2	8.6	6.3	4.8
EV/ EBITDA	22.3	16.0	24.3	17.7	13.2
배당수익률	0.4	0.6	0.2	0.2	0.2
PCR	22.2	16.2	29.7	21.1	17.2
PSR	12.1	8.4	13.5	10.4	8.2
재무건전성 (%)					
부채비율	32.1	44.4	36.3	27.9	22.0
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	435.5	408.0	459.9	556.5	661.1
이자보상배율	1,445.3	37.5	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.1	1.8	1.1	0.8	n/a
자산구조					
투하자본(%)	59.7	54.5	54.1	52.9	51.8
현금+투자자산(%)	40.3	45.5	45.9	47.1	48.2
자본구조					
차입금(%)	17.9	22.8	18.6	14.4	11.2
자기자본(%)	82.1	77.2	81.4	85.6	88.8

자료: 다올투자증권

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 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 : 92.2% HOLD : 7.8% SELL : 0.0%

투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미
 · BUY: 추천기준일 증가대비 +15% 이상.
 · HOLD: 추천기준일 증가대비 -15% 이상 ~ +15% 미만.
 · REDUCE: 추천기준일 증가대비 -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

클래스스 (214150)



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

	일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)	2022.03.15	29,000원	21,027원	23,700원	-27.5	-18.3
	2022.05.19	26,000원	15,861원	17,650원	-39.0	-32.1
	2022.08.10	24,000원	18,065원	25,150원	-24.7	4.8
	2023.05.11	30,000원	28,727원	33,700원	-4.24	12.3
	2023.07.03	40,000원	32,828원	38,850원	-17.93	-2.88
	2023.09.05	46,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 증가 산출일(2023년 9월 4일)

** 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.