2020년 5월 19일 I Equity Research

# 미용성형 Overweight

## 안 아프게 꾸미는 법

- 미용성형 시장 Overview
- 하반기 미용성형 키워드: 비침습, K-beauty, 홈케어
- Top picks: 파마리서치프로덕트, 클래시스

**2020년 하반기 전망**

**Top picks 및 관심종목**

파마리서치프로덕트(214450) I BUY I TP 63,400원 I CP(5월18일) 50,800원
클래시스(214150) I BUY I TP 21,500원 I CP(5월18일) 16,000원
한스바이오메드(042520) I BUY I TP 23,750원 I CP(5월18일) 21,500원
리메드(302550) I BUY I TP 49,100원 I CP(5월18일) 32,600원
제테마(216080) I Not Rated I CP(5월18일) 28,700원

Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com

Analyst 김두현
02-3771-8542
doohyun@hanafn.com

Analyst 안주원
02-3771-3125
joowonahn@hanafn.com

하나금융투자

# CONTENTS


**2020년 하반기 전망 Summary** 3

**1. 미용성형 시장 Overview** 4

1. 글로벌 미용성형 시장 2023년까지 171억 달러로 성장 4
2. 국내 미용성형 산업: 거대한 내수시장을 기반으로 성장 지속 5

**2. 하반기 미용성형 키워드: 비침습, K-beauty, 홈케어** 6

1) 비침습 시술의 성장, 국내 기업들에게 기회다 6
(1) 비침습/최소침습의 붐 6
(2) 볼튤리눔 톡신보다는 필러, 초음파, 자기장, 리프팅실 등 신기술 선호 7
(3) '건강한 몸'을 향한 갈망, 비침습 시술이 더 늘어날 수밖에 없는 이유 10
2) '케이뷰티(K-beauty)': 화장품에서 의료기기로 11
3) 개인용 홈케어 시장 개화로 추가 성장동력 확보 13

**3. 미용성형 업종 최선호주** 14

Top picks: 파마리서치프로덕트, 클래시스 14

**Top picks 및 관심종목** 15

파마리서치프로덕트(214450) 16
클래시스(214150) 20
한스바이오메드(042520) 24
리메드(302550) 28
제테마(216080) 34

Analyst 이정기/김두현/안주원 02-3771-7522/8542/3125

2020년 5월 19일 I Equity Research

# 미용성형

## 안 아프게 꾸미는 법

### 미용성형 시장 Overview

탄탄한 내수시장을 바탕으로 국내 미용성형 산업은 1) 소비 연령층 확대 및 트렌드 변화로 비침습 시술 증가, 2) 케이뷰티(K-beauty) 열풍에 힘입은 수출 확대, 3) 가정용 미용의료기기의 시장 개화에 따라 지속적인 성장이 예상된다.

### 하반기 미용성형 키워드: 비침습, K-beauty, 홈케어

1. 비침습/최소침습 시술 증가는 기본적으로 1) 낮아진 시술비용, 2) 회복기간 및 부작용 최소화, 3) 즉각적이고 자연스러운 효과를 원하는 **소비 트렌트 변화**에 기인한다. 보툴리눔 톡신이 균주 출처 논쟁으로 노이즈가 끊이지 않는 상황 속에서 필러, 리프팅실, 초음파/고주파 등의 **새로운 기술을 적용한 비침습 시술**의 인기가 급부상하고 있다. 마지막으로 **몸매 관련 시술에 대한 수요**가 높아지고 있다.

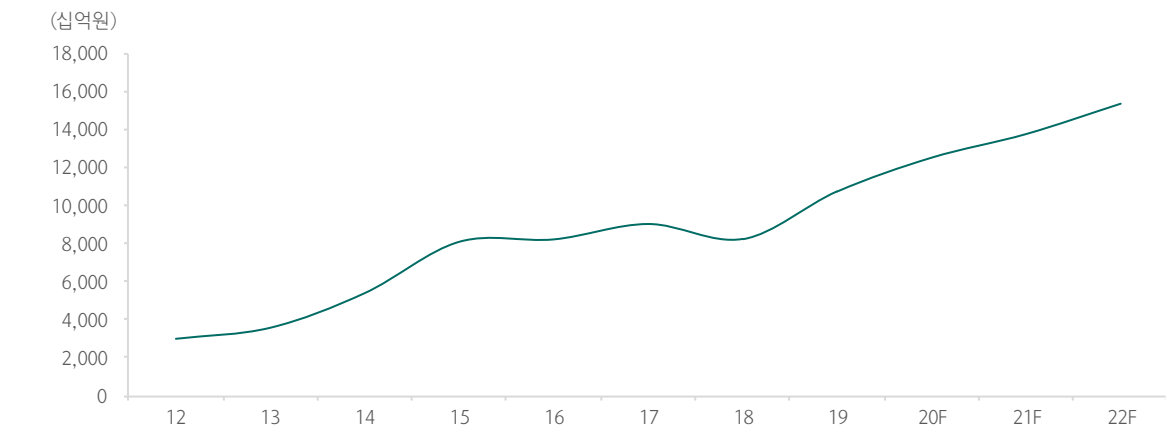
2. 케이뷰티로 인해 전세계는 '한국만의 특징적인 뷰티 문화나 뷰티 습관'에 주목하게 됐다. 초창기 외국인들은 한국인 여성 특유의 '무결점 피부' 에 관심을 가졌고, 이내 최대 10단계에 이르는 스킨케어에 열광했다. 그렇다면 다음으로 뷰티업계가 주목할 '한국만의 뷰티 문화와 습관'은 무엇인가? 본고는 **대중화된 미용성형 시술**이라고 생각한다.

3. 향후 홈셀프 뷰티 디바이스 시장은 1) 코로나19 사태로 인한 셀프 케어의 대중화 2) 중국 시장의 개화를 바탕으로 성장세를 이어갈 전망이다.

### Top picks: 파마리서치프로덕트, 클래시스

하나금융투자 Top Pick은 파마리서치프로덕트(214450.KQ)와 클래시스(214150.KQ)를 제시한다. 이외에 미용성형 시장 확대에 따른 관심종목으로 한스바이오메드(042520.KQ), 리메드(302550.KQ), 그리고 제테마(216080.KQ)를 추천한다. 파마리서치프로덕트는 주력 제품인 리쥬란과 콘쥬란 매출 증가로 전사 외형성장이 기대되며, 클래시스는 강력한 메가브랜드 슈링크를 앞세워 코로나19에도 불구하고 60%대의 영업이익률을 유지할 것으로 예상된다.

국내 의료기기 시가총액 추이 및 전망

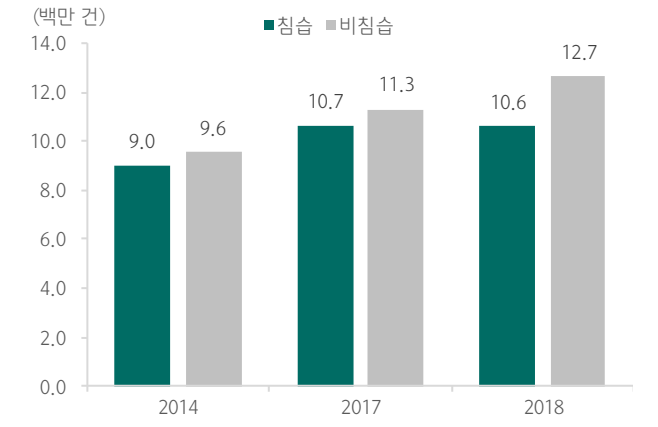



자료: Quantiwise, 하나금융투자

Analyst 이정기/김두현/안주원 02-3771-7522/8542/3125

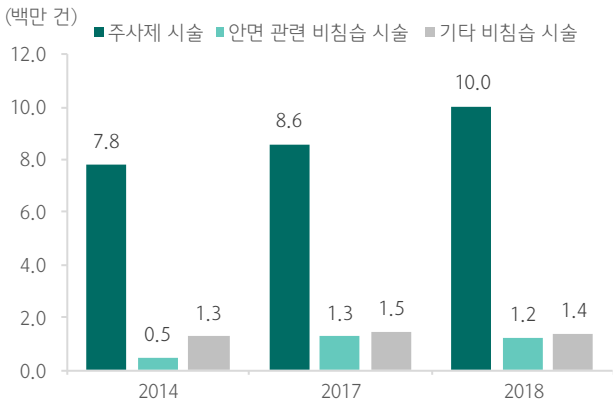
## Summary

**침습/비침습 미용성형 시술건수**




자료: ISAPS, 하나금융투자

**비침습 시술건수(세부내역)**




자료: ISAPS, 하나금융투자

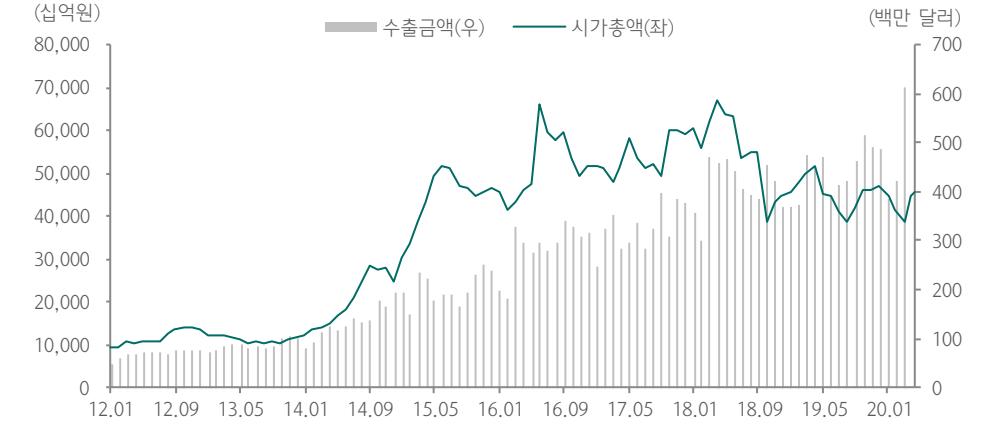
**주요 비침습/최소침습 미용의료기기**

| 종류 | 방식 | 장점 | 단점 | 시술주기 | 제조사 | 브랜드 | 특징 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| HIFU (고강도 집속 초음파) | 비침습 | 레이저 시술에 비해 피부 겉면 손상 없음 | 짧은 시술 주기 | 3~12개월 | 멀츠 | 울쎄라 | 美FDA 허가 |
| | | | | | 하이로닉 | 더블로 | 최초 국산 HIFU 제품 |
| | | | | | 클래시스 | 슈링크 | 낮은 가격, 부위별 정밀 시술 가능 |
| | | | | | 아스테라시스 | 리프테라 | 경쟁 제품 대비 적은 통증 |
| RF (고주파) | 비침습/ 최소침습 | 리프팅뿐 아니라 주름개선 효과도 있음 | 효과가 나타나기까지 시간 소요, 피부 손상 가능 | 3~12개월 | 비올 | 스칼렛 | NMPA 허가, 마이크로니들 사용 |
| | | | | | 솔타메디칼 | 써마지 | 美FDA 허가 |
| | | | | | 인바식스 | 인모드 | 美FDA 허가 |
| 리프팅실 | 최소침습 | 최소침습으로 물리적 거상 효과 | 짧은 시술 주기, 회복기간 필요 | 6~12개월 | 한스바이오메드 | 민트 | 녹는 실리프팅 중 브랜드 인지도가 가장 높음 |
| | | | | | 제테마 | 에피티콘 | 강한 고정력 |

자료: 각사, 하나금융투자

**화장품 수출 증가로 화장품 업종 시가총액 9조 → 66조**

**화장품 수출금액 변화에 따른 국내 주요 화장품 업체 시가총액**




자료: 관세청, Quantiwise, 하나금융투자

Analyst 이정기/김두현/안주원 02-3771-7522/8542/3125

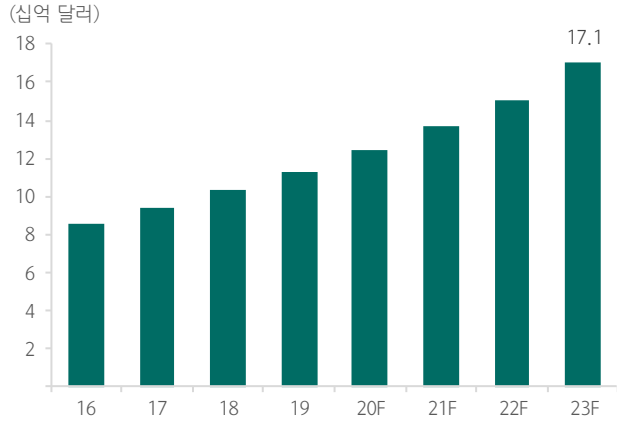
# 1. 미용성형 시장 Overview

## 1. 글로벌 미용성형 시장 2023년까지 171억 달러로 성장

**글로벌 미용성형 시장 2023년까지 171억 달러로 성장**

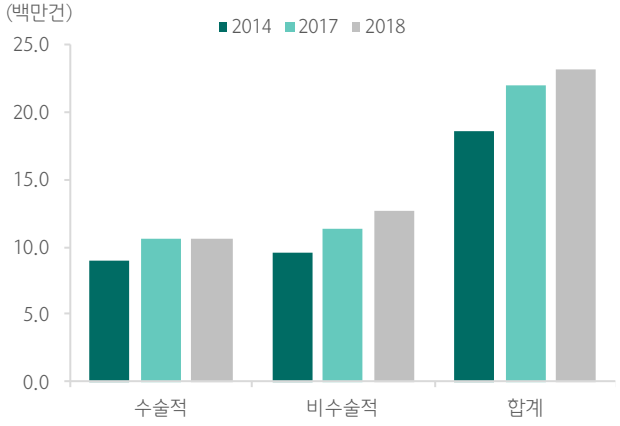
글로벌 미용성형 시장규모는 2018년 기준 103억 달러로, 지난 5년 동안 연평균 10.6% 성장해왔다. 2018년 기준 전세계적으로 2,300만건 이상 시술이 진행됐으며, 비수술적 시술이 전년 대비 10.4% 증가하며 전체 시술 건수 증가를 견인했다. 여성의 경우 유방확대수술과 보툴리눔 톡신 시술이 가장 많았으며, 남성의 경우 여성형유방증과 보툴리눔 톡신 시술이 가장 많았다. 글로벌 미용성형 시장은 1) 비침습/최소침습 시술의 증가와 적용 부위 확대, 2) 새로운 기술 개발과 사용화 친화 제품 증가, 그리고 3) 남성의 미용 의료시술 수요 증가에 힘입어 2023년까지 171억 달러 규모에 달할 것으로 예상된다.

**그림 1. 글로벌 미용성형 시장규모**




자료: Markets and Markets, 하나금융투자

**그림 2. 전세계 시술건수**




자료: ISAPS, 하나금융투자

**표 1. 외과적 시술건수 상위 5위**

| | Female | Number of procedures | Male | Number of procedure |
|---|---|---|---|---|
| 1 | Breast Augmentation | 1,862,506 | Gynecomastia | 269,720 |
| 2 | Liposuction | 1,482,395 | Liposuction | 250,225 |
| 3 | Eyelid Surgery | 872,367 | Eyelid Surgery | 227,593 |
| 4 | Abdominoplasty | 812,387 | Rhinoplasty | 188,696 |
| 5 | Breast Lift | 710,014 | Ear Surgery | 98,728 |

자료: ISAPS, 하나금융투자

**표 2. 비외과적 시술 상위 5위**

| | Female | Number of procedures | Male | Number of procedure |
|---|---|---|---|---|
| 1 | Botulinum Toxin | 5,344,764 | Botulinum Toxin | 752,752 |
| 2 | Hyaluronic Acid | 3,382,281 | Hyaluronic Acid | 347,552 |
| 3 | Hair Removal | 766,768 | Hair Removal | 150,101 |
| 4 | Nonsurgical Fat Reduction | 392,494 | Nonsurgical Fat Reduction | 80,822 |
| 5 | Photo Rejuvenation | 382,843 | Photo Rejuvenation | 53,813 |

자료: Statista, 하나금융투자

Analyst 이정기/김두현/안주원 02-3771-7522/8542/3125

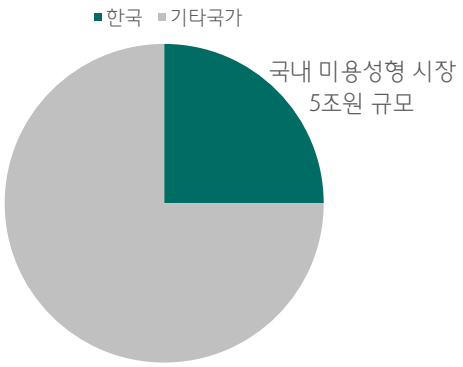
## 2. 국내 미용성형 산업: 거대한 내수시장을 기반으로 성장 지속

**국내 기업들은 거대한 내수시장을 기반으로 빠르게 성장**

국제미용성형외과학회(ISAPS)는 국내 미용성형 시장규모는 5조원으로 전세계 시장의 25%를 차지하는 것으로 추정했다. 한국은 인구 1천명당 평균 성형 건수는 13.5건로 전세계 1위, 총 시술건수 7위, 성형외과 전문의수 5위의 미용성형 강국이다. 국내 기업들은 이런 거대한 내수시장을 기반으로 글로벌 기업의 제품을 모방해 1) 동등 또는 그 이상의 제품을, 2) 보다 경쟁력 있는 가격에 공급해 시장점유율을 가져오는 전략으로 빠르게 성장했다. 대표적으로 메디톡스는 보툴리눔 톡신 제제 '메디톡신'으로 엘러간의 '보톡스'(10%) 재치고 국내 시장점유율 40%를 차지했다. 초음파 기기 시장을 개척한 '울쎄라'를 벤치마크한 클래시스는 '슈링크'로 50%대라는 경이로운 영업이익률을 달성했다. 엘앤씨바이오는 피부이식재 '메가덤'으로 엘러간의 '알로덤'을 밀어냈으며, 한스바이오메드의 실리콘 보형물 '벨라젤'은 국내를 넘어서 엘러간, 모티바 등의 글로벌 시장점유율마저 위협하고 있다. 탄탄한 내수시장을 바탕으로 국내 미용성형 산업은 1) 소비 연령층 확대 및 트렌드 변화로 비침습 시술 증가, 2) 케이뷰티(K-beauty) 열풍에 힘입은 수출 확대, 3) 가정용 미용의료기기의 시장 개화에 따라 지속적인 성장이 예상된다.

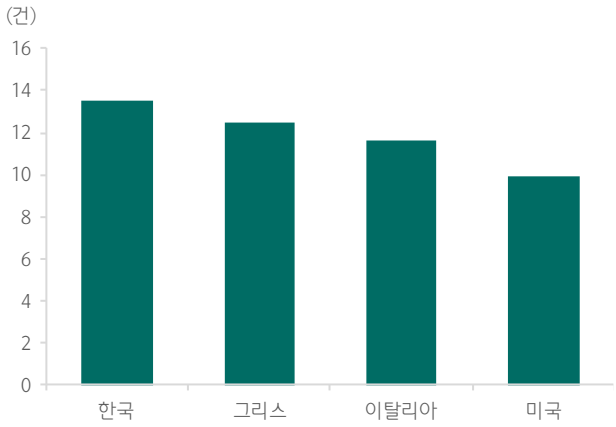
**국내 미용성형 시장 성장 요인:**
1) 소비 연령층 확대 및 트렌드 변화로 비침습 시술 증가,
2) 케이뷰티(K-beauty) 열풍에 힘입은 수출 확대,
3) 가정용 미용의료기기의 시장 개화

**그림 3. 국내 미용성형 시장규모**



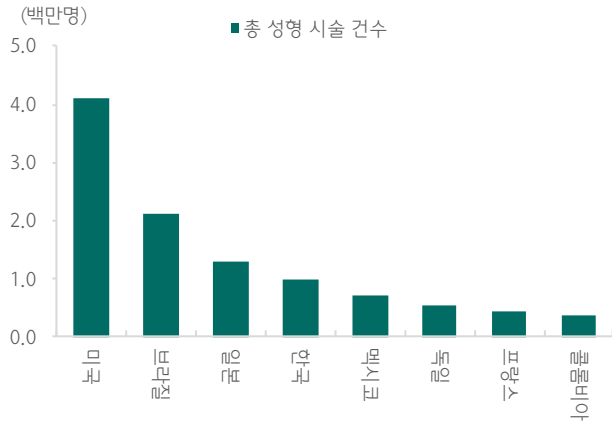

자료: ISAPS, 하나금융투자

**그림 4. 인구 1천명당 연간 성형수술 건수**



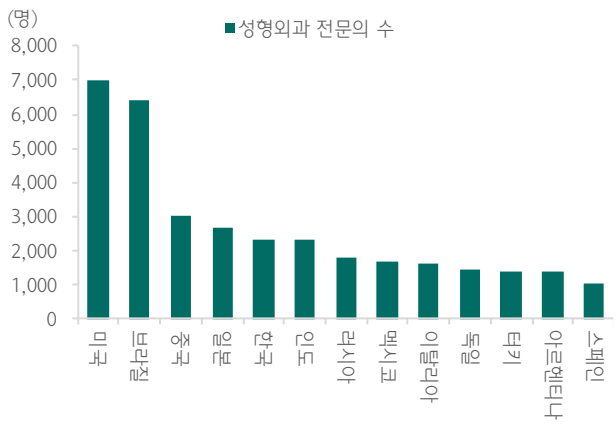

자료: ISAPS, 하나금융투자

**그림 5. 국가별 총 시술건수**




자료: ISAPS, 하나금융투자

**그림 6. 성형외과 전문의수**




자료: Statista, 하나금융투자

Analyst 이정기/김두현/안주원 02-3771-7522/8542/3125

## 2. 하반기 미용성형 키워드: 비침습, K-beauty, 홈케어

### 1) 비침습 시술의 성장, 국내 기업들에게 기회다

#### (1) 비침습/최소침습의 붐

1) 낮아진 시술비용,
2) 회복기간 및 부작용 최소화,
3) 즉각적이고 자연스러운 효과를 원하는 소비 트렌드 변화

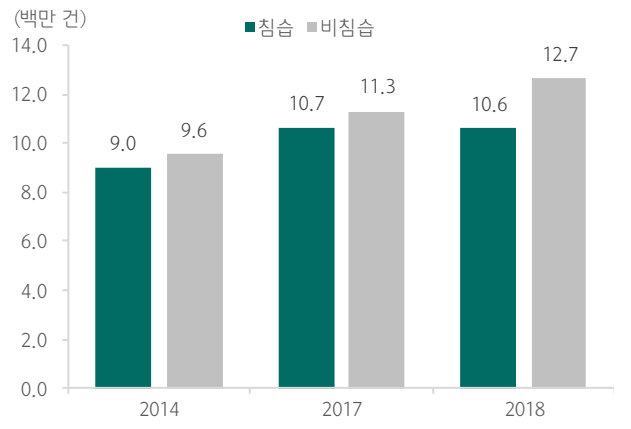
국제미용성형외과학회(ISAPS)에 따르면 2018년 기준 미용성형 수술·시술 건수는 총 2,327만 건으로, 전년 대비 5.4%, 2014년 대비 20.2% 성장했다고 발표했다. 이중 비침습(최소침습) 시술건수는 전년 대비 10.4% 증가한 반면, 침습 시술은 0.6% 감소한 것으로 나타났다. 비침습 시술에서 주사제는 2014년 대비 22.3% 늘어났으며, 주사제를 제외한 안면 관련 시술은 2014년 대비 60.2% 성장했다. 비침습/최소침습 시술의 선호도 증가는 1) 낮아진 시술비용, 2) 회복기간 및 부작용 최소화, 3) 즉각적이고 자연스러운 효과를 원하는 소비 트렌트 변화에 기인한다. 과거 비침습 시술은 부유한 40~50대 여성이 주요 소비자였다면, 최근에는 앞서 언급한 세 가지 변화로 인해 20~30대 여성들 사이에서도 큰 인기를 얻고 있다. 이와 함께 남성들도 이전보다 외모관리와 노화방지에 신경 쓰게 되며 남성 시술도 더불어 증가하고 있다.

최근 20~30대 여성 시술 증가로 비침습 시장 성장 가속화

*용어 설명

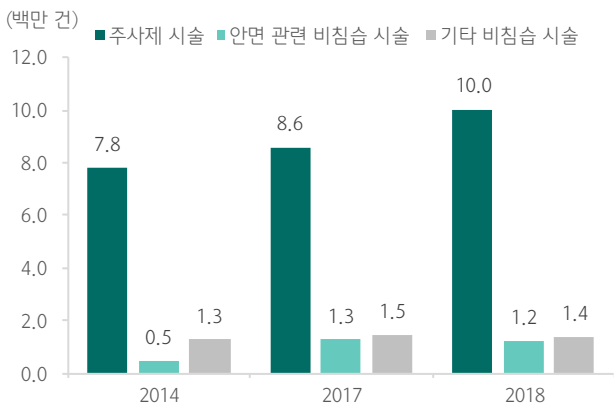
- 침습(invasive): 안면거상술, 지방흡입술, 가슴확대수술 등과 같이 피부를 절개 또는 구멍을 내어 신체를 침습하는 시술
- 비침습(non-invasive): 초음파, 고주파와 같이 피부 절개가 없는 시술
- 최소침습(minimally invasive): 보툴리눔 톡신, HA 필러 등 최소한의 침습을 통한 시술. 본고에서는 편의상 비침습/최소침습을 한 범주로 취급해 서술함

그림 7. 침습/비침습 미용성형 시술건수




자료: ISAPS, 하나금융투자

그림 8. 비침습 시술건수(세부내역)




자료: ISAPS, 하나금융투자

### (2) 볼툴리눔 톡신보다는 필러, 초음파, 자기장, 리프팅실 등 신기술 선호

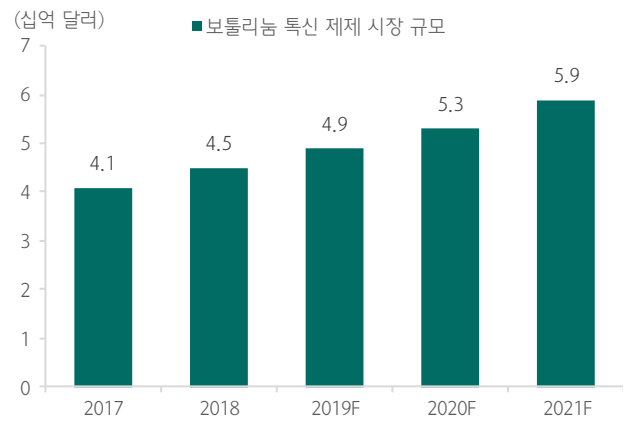
**보툴리눔 톡신 균주 출처의 불확실성은 글로벌 시장 진출 전 해소해야 할 가장 큰 과제**

가장 대표적인 비침습 시술은 보툴리눔 톡신 제제이지만, 투자의 관점에서 보면 이미 성숙기에 접어든 보툴리눔 톡신보다 앞으로 성장할 신제품에 집중해야 높은 수익률을 기대할 수 있다. 2019년 기준 보툴리눔 톡신 시장규모는 49억 달러로 2021년까지 59억 달러 규모로 성장이 예상된다. 2018년 기준 시술건수는 600만 건으로 전세계 비침습/최소침습 시술건수의 48.2%를 차지하며, 전년 대비 17.4% 성장했다. 매년 큰 폭의 성장을 이어가며 비침습/최소침습 시장을 주도하고 있는 만큼, 경쟁도 치열해졌다. 국내에만 8개 업체가 식약처로부터 국내 허가를 받았으며, 여기에 수출 허가만 받은 4개 업체와 개발을 계획 중인 업체까지 합하면 총 15곳에 달한다. 이미 1,000억원 규모의 국내 시장은 과당경쟁 상태로 가격이 지속적으로 하락하고 있어 업체들의 마진율 하락이 우려된다. 추가적인 성장을 위해서 글로벌 시장 진출은 필수적인데, 균주 출처의 불확실성은 글로벌 시장 진출 전 이들 기업이 해소해야 할 가장 큰 과제이다. 현재 대웅제약과 메디톡스가 균주 출처를 놓고 법정 공방을 벌이고 있지만, 다른 업체들도 이런 논란으로부터 자유로울 수 없기 때문이다.

**새로운 비침습/최소침습 시술 급부상**

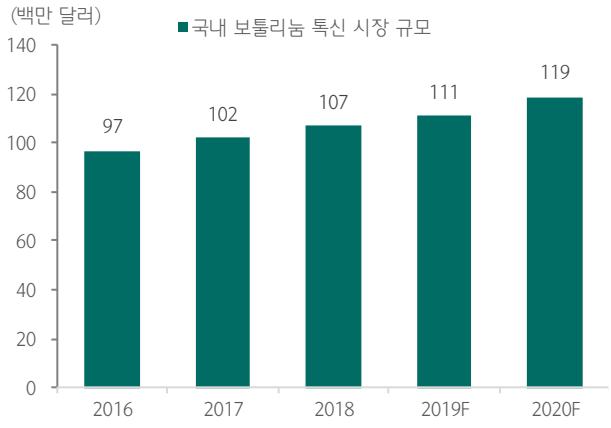
보툴리눔 톡신이 균주 출처 논쟁으로 노이즈가 끊이지 않는 상황 속에서 새로운 비침습/최소침습 시술이 급부상하고 있다. 국내 업체들은 PN 필러와 ECM-필러와 같이 히알루론산과 차별성을 지닌 필러 제품(파마리서치프로덕트), 녹는 리프팅실(한스바이오메드, 제테마), 초음파/고주파 의료기기(클래시스), 자기장 의료기기(리메드) 등을 출시 및 계획하고 있다는 점에 주목할 필요가 있다고 판단한다.

그림 9. 연도별 글로벌 보툴리눔 톡신 시장규모



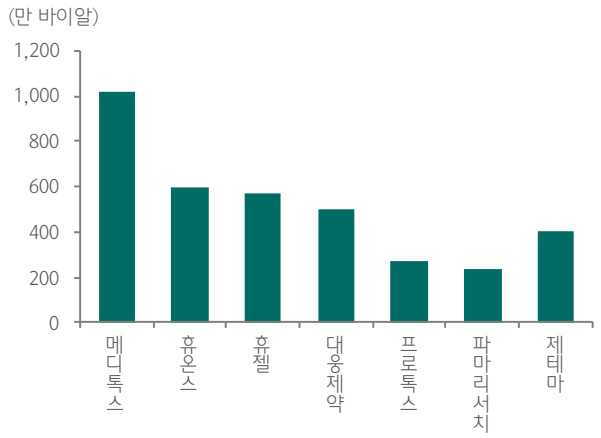

자료: Evaluate Pharma, 하나금융투자

그림 10. 연도별 국내 보툴리눔 톡신 시장규모



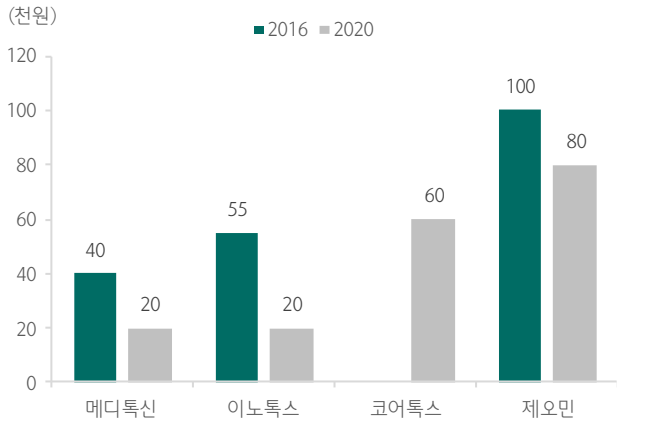

자료: 제테마, 하나금융투자

그림 11. 국내 보툴리눔톡신 제제 생산능력




자료: 각사, 하나금융투자

그림 12. 보툴리눔톡신 시술가 추이




자료: 미인클리닉, 업계자료, 하나금융투자

표 3. 국내 보툴리눔톡신 허가 현황

| 구분 | 제품명 | 업체명 | 허가일 |
|---|---|---|---|
| 국내 허가 | 디스포트 | 입센코리아 | 1999-07 |
| | 비티엑스에이 | 한올바이오파마 | 2002-05 |
| | 메디톡신 | 메디톡스 | 2006-03 |
| | 보톡스 | 한국엘러간 | 2008-04 |
| | 보툴렉스 | 휴젤 | 2009-03 |
| | 제오민 | 멀츠아시아퍼시픽 | 2009-06 |
| | 나보타 | 대웅제약 | 2013-11 |
| | 이노톡스 | 메디톡스 | 2013-12 |
| | 코어톡스 | 메디톡스 | 2016-06 |
| | 리즈톡스 | 휴온스글로벌 | 2016-10 |
| | 원더톡스 | 종근당 | 2019-08 |
| 수출 허가 | 리엔톡스 | 파마리서치바이오 | 2019-02 |
| | 비에톡스 | 한국비엔씨 | 2020-01 |
| | 하이톡스 | 한국비엠아이 | 2020-01 |

자료: 각사, 하나금융투자

그림 13. 기술별 피부층 침투 깊이

| 층 | MMF | HIFU | RF |
|---|---|---|---|
| 표피 진피 | ■ | ■ | ■ |
| 피하조직 SMAS | ■ | ■ | ■ |
| 표피 진피 피하조직 | ■ | ■ | |
| SMAS 표피 | ■ | ■ | |
| 진피 | ■ | | |

자료: 하나금융투자

표 4. 주요 비침습/최소침습 미용의료기기

| 종류 | 방식 | 장점 | 단점 | 시술주기 | 제조사 | 브랜드 | 특징 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| HIFU (고강도 집속 초음파) | 비침습 | 레이저 시술에 비해 피부 겉면 손상 없음 | 짧은 시술 주기 | 3~12개월 | 멀츠 | 울쎄라 | 美FDA 허가 |
| | | | | | 하이로닉 | 더블로 | 최초 국산 HIFU 제품 |
| | | | | | 클래시스 | 슈링크 | 낮은 가격, 부위별 정밀 시술 가능 |
| | | | | | 아스테라시스 | 리프테라 | 경쟁 제품 대비 적은 통증 |
| RF (고주파) | 비침습/ 최소침습 | 리프팅뿐 아니라 주름개선 효과도 있음 | 효과가 나타나기까지 시간 소요, 피부 손상 가능 | 3~12개월 | 비올 | 스칼렛 | NMPA 허가, 마이크로니들 사용 |
| | | | | | 솔타메디칼 | 써마지 | 美FDA 허가 |
| | | | | | 인바식스 | 인모드 | 美FDA 허가 |
| 리프팅실 | 최소침습 | 최소침습으로 물리적 거상 효과 | 짧은 시술 주기, 회복기간 필요 | 6~12개월 | 한스바이오메드 | 민트 | 녹는 실리프팅 중 브랜드 인지도가 가장 높음 |
| | | | | | 제테마 | 에피티콘 | 강한 고정력 |

자료: 각사, 하나금융투자

Analyst 이정기/김두현/안주원 02-3771-7522/8542/3125

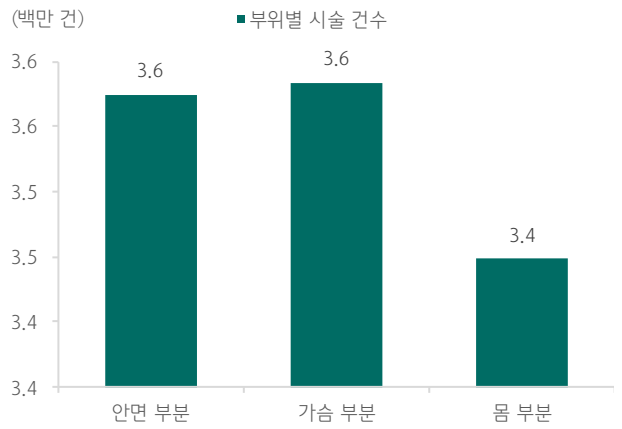
### (3) '건강한 몸'을 향한 갈망, 비침습 시술이 더 늘어날 수밖에 없는 이유

**몸매 관련 시술에서도 비용이 저렴하고 보다 안전한 비침습 시술이 증가**

2018년 기준 전세계 침습 시술 중 안면/머리 부위는 17.2% 감소한 반면, 가슴과 몸 부위는 각각 9.7%, 6.0% 늘어났다(14년 대비 -14.5%, 31.6%, 28.2%). 특히 가슴확대수술(186만회)과 지방흡입수술(173만회) 등 몸매 관련 수술이 성형수술 건수에서 10년 동안 1, 2위를 유지하고 있다. 몸매 성형은 얼굴에 비해 수술 범위도 넓고 전체적인 체형의 조화와 건강까지 신경 써야하는 만큼, 몸매 관련 시술에서도 비용이 저렴하고 보다 안전한 비침습 시술이 증가하고 있다. 국내보다 앞서 몸매 관리에 관심이 커진 북미에서는 냉각, 고주파, 레이저, 초음파, 자기장 등 기존에 안면에 적용했던 기술을 활용한 지방제거 시술이 자리잡았다. 2010년 출시된 엘러간의 '쿨스컬프팅'은 6,000대가 설치되어 사용되고 있으며 10년 동안 1조원 이상의 수입을 벌어들였다. 발 빠른 국내 업체들도 이런 트렌드 변화를 놓치지 않고 실리콘 보형물(한스바이오메드), 바디용 필러(제테마), 지방제거 의료기기(클래시스), 바디토닝(리메드) 등 몸매 관련 신제품을 앞다퉈 출시 및 계획해 적극적인 대응에 나섰다.

**국내 업체들도 이런 트렌드 변화를 놓치지 않고 적극적으로 대응 중**

그림 14. 부위별 시술 건수




자료: ISAPS, 하나금융투자

그림 15. 엘러간 쿨스컬핑

자료: 엘러간, 하나금융투자

그림 16. 엘러간 쿨톤

자료: 엘러간,하나금융투자

그림 17. 클래시스 알파

자료: 클래시스 하나금융투자

### 2) '케이뷰티(K-beauty)': 화장품에서 의료기기로

**케이뷰티 열풍에 힘입어 국내 화장품 수출은 2012년 8억 달러에서 2019년 53억 달러로 연평균 32% 성장**

한류 열풍을 발족하고 주도해온 1, 2번 타자가 케이팝(K-pop)과 케이드라마(K-drama)라면, 그 다음은 타자는 케이뷰티(K-beauty)라고 할 수 있다. 아모레퍼시픽, LG생활건강, 신세계인터네셔날 등 기업은 글로벌 시장에 진출한지 불과 몇 년 만에 시가총액이 4배로 껑충 뛰었다. 해외 투자가들도 이런 한국 미용산업의 경쟁력과 성장성에 주목해 케이뷰티 투자를 확대했다. 골드만삭스는 6억 7천만 달러로 A.H.C의 지배지분을 획득했고, LVMH는 클리오에 5천만 달러를 투자했다. 록시땅과 에스티로더와 같은 대형 화장품 기업도 한국 화장품 업체에 투자를 아끼지 않으며 케이뷰티 열풍을 실감케 했다. 케이뷰티 열풍에 힘입어 국내 화장품 수출은 2012년 8억 달러에서 2019년 53억 달러로 연평균 32% 성장했다.

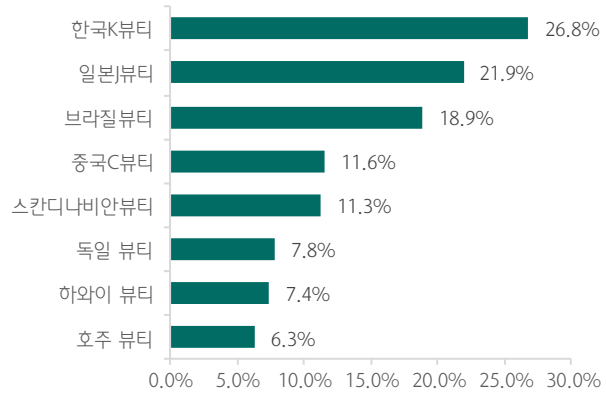
**케이뷰티로 인해 전세계는 '한국만의 특징적인 뷰티 문화나 뷰티 습관'에 주목**

케이뷰티로 인해 전세계는 '한국만의 특징적인 뷰티 문화나 뷰티 습관'에 주목하게 됐다. 초창기 외국인들은 한국인 여성 특유의 '무결점 피부'에 관심을 가졌고, 이내 최대 10단계에 이르는 스킨케어에 열광했다. 이후 한국 뷰티 크리에이터들과 콜라보, 국내 화장품 스타트업 투자, 국내 뷰티기업 벤치마킹 등이 이뤄지며 케이뷰티는 명실상부 전세계 뷰티 트렌드를 선도하는 거대 아이콘으로 자리잡았다.

**다음으로 뷰티업계가 주목할 '한국만의 뷰티 문화와 습관'은 대중화된 미용성형 시술**

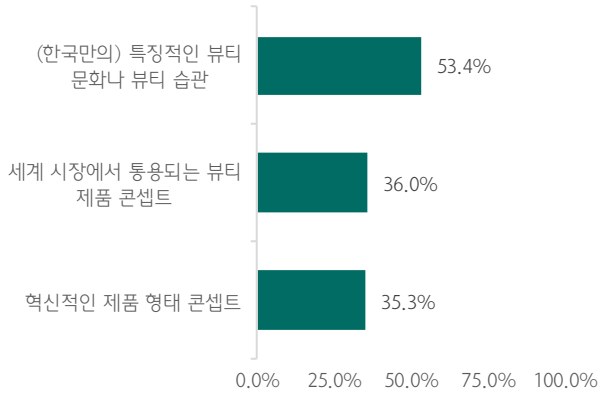
그렇다면 다음으로 뷰티업계가 주목할 '한국만의 뷰티 문화와 습관'은 무엇인가? 본고는 대중화된 미용성형 시술이라고 생각한다. 인구 1천명당 평균 성형 건수 1위, 총 시술건수 7위, 성형외과 전문의 수 5위라는 타이틀에 걸맞게 국내 미용 관련 의료 산업은 전세계적으로 인정을 받았다. 또한, 국내 의료기기 제조 수준은 글로벌 톱 수준으로 수출 규모가 39억 달러에 달하며, 향후 3년간 연평균 9.5% 성장할 전망이다. 뷰티 트렌드를 주도하는 케이뷰티와 뛰어난 의료기기 제조 기술을 기반으로 국내 미용의료기기의 해외 시장 확대가 예상되는 바이다.

그림 18. 2019년 케이뷰티 인지도




자료: 유로모니터, 하나금융투자

그림 19. 케이뷰티의 주요 특성으로 떠오르는 점은 무엇인가?

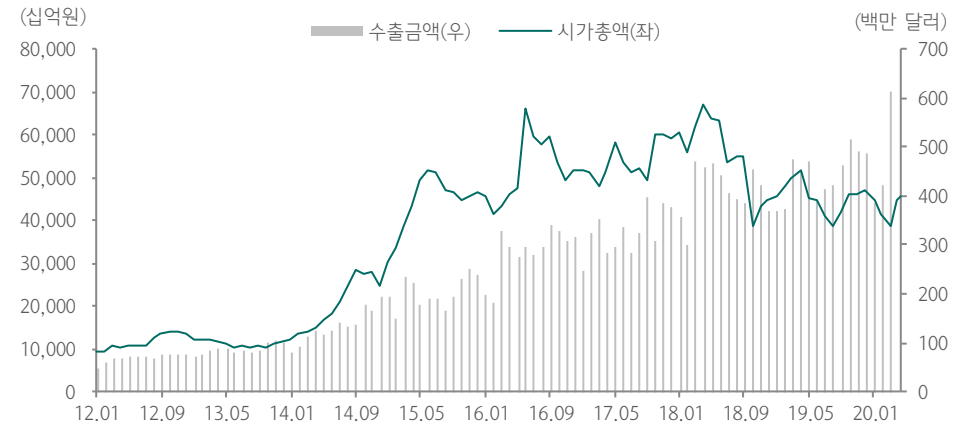



자료: 유로모니터, 하나금융투자

Analyst 이정기/김두현/안주원 02-3771-7522/8542/3125

화장품 수출 증가로 화장품 업종 시가총액 9조 → 66조

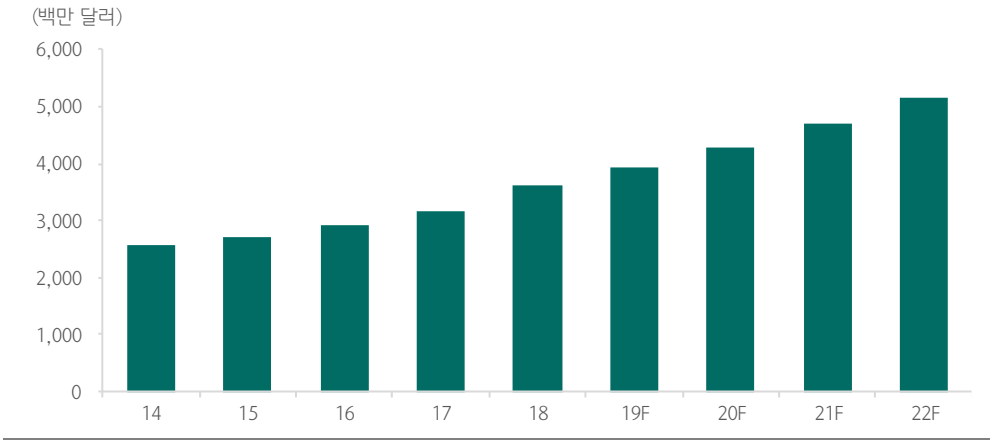
그림 20. 화장품 수출금액 변화에 따른 국내 주요 화장품 업체 시가총액




자료: 관세청, Quantiwise, 하나금융투자

2022년까지 CAGR 9.5% 성장 전망

그림 21. 의료기기 수출금액 추이 및 전망




자료: 한국보건산업진흥원, 하나금융투자

'케이뷰티' 효과로 의료기기 업종 2022년 시가총액 15조 전망

그림 22. 국내 의료기기 시가총액 추이 및 전망

자료: Quantiwise, 하나금융투자

## 3. 개인용 홈케어 시장 개화로 추가 성장동력 확보

**국내 셀프 미용기기 시장은 소비자층 및 디바이스 제품 다변화로 2020년 약 8,900억원 규모 전망**

보톡스, 필러 등 미용 관련 시술이 보편화됨에 따라 자택에서 간편하게 피부관리를 할 수 있는 홈셀프 뷰티 디바이스 시장이 성장하고 있다. 국내 셀프 미용기기 시장은 매년 34%씩 성장하여 2020년 8,900억원 가량의 시장 규모를 기록할 것으로 보인다. 셀프 미용기기 시장이 지속적으로 성장할 수 있었던 배경은 소비자층 및 디바이스 제품의 다변화이다. 기존 셀프 미용기기의 소비층이 중장년층 여성에 국한되었던 반면, 미용에 대한 관심 증대와 더불어 저렴한 가격대의 제품이 출시되며 20~30대 여성 및 남성에 이르기까지 소비층이 확대되었다. 제품 또한 초기 셀프 미용기기 시장을 이끌었던 진동 클렌저, 마사지기 등 기본적인 성능의 제품에서 초음파, 고주파, LED 등 전문 의료기기 수준의 기술이 탑재된 제품이 판매되고 있다.

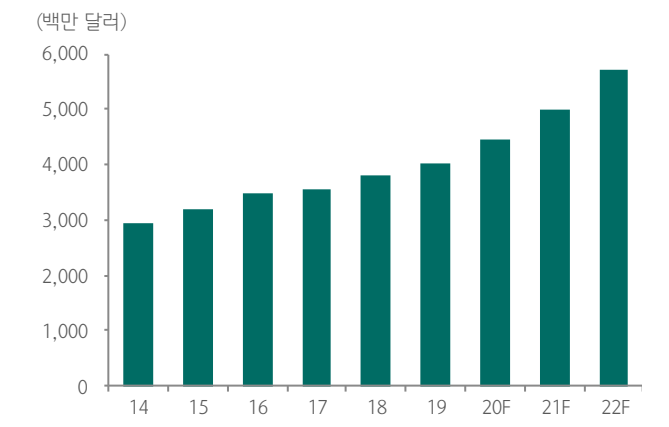
**셀프 케어의 일상화로 인해 1) 이용자 수 증가 2) 제품 사용 부위 확대 되며 국내 홈셀프 뷰티 디바이스 시장 지속 성장 예상**

향후 홈셀프 뷰티 디바이스 시장은 1) 코로나19 사태로 인한 셀프 케어의 대중화 2) 중국 시장의 개화를 바탕으로 성장세를 이어갈 전망이다. 코로나19 장기화로 사회적 거리 두기가 확산되며 홈 케어 제품들의 수요가 증가하여, LED 마스크 등 셀프 미용기기 제품들이 판매 호조를 보이고 있다. 미용기기의 사용 부위도 확장되었다. 얼굴 위주였던 미용기기 제품이 전신, 두피 등으로 확대되며 셀프 케어가 일상화되고 있다. 셀프 케어의 수요 증가 및 사용 부위 확대로 인해 셀프 미용기기는 소수의 중산층이 이용하는 제품이 아닌 대중적인 소비재로 자리매김하며 지속적으로 시장 규모를 키워갈 전망이다.

**중국 미용기기 시장 성장으로 국내 미용기기 업체들의 매출 상승 기대**

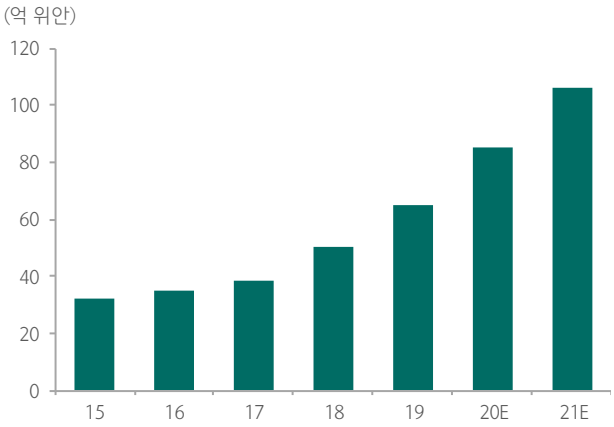
중국 시장 또한 코로나19 사태로 인해 홈셀프 뷰티 디바이스 제품의 판매량이 크게 상승하였다. 2019년 중국 미용기기 시장 규모는 65억 위안을 기록하였으며 2020년에는 85억 위안까지 성장할 전망이다. 현재 중국 셀프 미용기기 시장 내 점유율은 유럽, 일본, 한국이 80%를 차지하고 있는 상황이다. 이에 중국 시장 성장에 따라 국내 미용기기 업체들 또한 큰 폭의 매출 상승을 달성할 수 있을 것으로 기대된다.

**그림 23. 글로벌 뷰티 디바이스 시장**




자료: GBI 리서치, KOTRA, 하나금융투자

**그림 24. 중국 뷰티 디바이스 시장**




자료: 첸잔산업연구원, KOTRA, 하나금융투자

Analyst 이정기/김두현/안주원 02-3771-7522/8542/3125

## 3. 미용성형 업종 최선호주

### Top Picks 파마리서치프로덕트, 클래시스

Top pick
파마리서치프로덕트, 클래시스

하나금융투자 Top Pick은 파마리서치프로덕트(214450.KQ)와 클래시스(214150.KQ)를 제시한다. 이외에 미용성형 시장 확대에 따른 관심종목으로 한스바이오메드(042520.KQ), 리메드(302550.KQ), 그리고 제테마(216080.KQ)를 추천한다. 파마리서치프로덕트는 주력 제품인 리쥬란과 콘쥬란 매출 증가로 전사 외형성장이 기대되며, 클래시스는 강력한 메가브랜드 슈링크를 앞세워 코로나19 영향에도 불구하고 60%대의 영업이익률을 유지할 것으로 예상된다. 관심종목인 한스바이오메드, 리메드, 제테마 등은 새로운 기술 도입과 적용 부위 확대를 통해 미용성형 시장의 새로운 강자가 될 여력을 보유했다.

표 5. Top Picks 및 관심종목 주요 실적 및 투자지표

| | | 파마리서치프로덕트 | 클래시스 | 한스바이오메드 | 리메드 | 제테마 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 투자의견 | | BUY | BUY | BUY | BUY | Not Rated |
| 목표주가(원) | | 63,400 | 21,500 | 23,750 | 49,100 | Not Rated |
| 매출액(십억원) | 19 | 83.9 | 81.1 | 67.0 | 18.6 | 13.3 |
| | 20F | 97.0 | 96.5 | 79.1 | 29.6 | 34.0 |
| | 21F | 112.0 | 127.3 | 106.1 | 38.9 | 55.8 |
| 영업이익(십억원) | 19 | 19.1 | 41.7 | 12.6 | 4.3 | (10.7) |
| | 20F | 23.8 | 61.7 | 12.9 | 9.6 | 8.1 |
| | 21F | 30.3 | 10.7 | 20.6 | 13.6 | 17.3 |
| 순이익(십억원) | 19 | 16.7 | 33.4 | 10.0 | 4.4 | (14.7) |
| | 20F | 23.2 | 47.7 | 7.5 | 10.0 | 4.8 |
| | 21F | 27.6 | 54.6 | 14.2 | 10.4 | 12.4 |
| EPS(원) | 19 | 1,680 | 534 | 1,008 | 832 | (2,044) |
| | 20F | 2,341 | 737 | 704 | 1,684 | 560 |
| | 21F | 2,784 | 844 | 1,325 | 1,738 | 1,454 |
| PER(x) | 19 | 21.66 | 26.49 | 21.67 | 15.87 | N/A |
| | 20F | 21.70 | 21.70 | 30.54 | 19.36 | 51.23 |
| | 21F | 18.25 | 18.95 | 16.23 | 18.76 | 19.74 |
| BPS(원) | 19 | 21,610 | 1,366 | 7,575 | 4,229 | 4,037 |
| | 20F | 23,655 | 2,050 | 7,452 | 5,802 | 4,537 |
| | 21F | 26,152 | 2,849 | 8,480 | 7,540 | 5,991 |
| PBR(x) | 19 | 1.68 | 10.36 | 2.88 | 3.12 | 5.12 |
| | 20F | 2.15 | 7.80 | 2.88 | 5.62 | 6.33 |
| | 21F | 1.94 | 5.62 | 2.54 | 4.32 | 4.79 |
| ROE(%) | 19 | 8.20 | 48.06 | 14.20 | 24.53 | (101.92) |
| | 20F | 10.59 | 43.26 | 9.75 | 33.73 | 13.14 |
| | 21F | 11.42 | 34.47 | 16.66 | 26.05 | 27.62 |

자료: 하나금융투자

# Top Picks 및 관심종목


| | |
|---|---|
| 파마리서치프로덕트(214450) | 16 |
| 클래시스(214150) | 20 |
| 한스바이오메드(042520) | 24 |
| 리메드(302550) | 28 |
| 제테마(216080) | 34 |

Analyst 이정기/김두현/안주원 02-3771-7522/8542/3125

2020년 5월 19일

# 파마리서치프로덕트(214450)

## 콘쥬란이 이끌고 리쥬란이 밀어준다

**투자의견 BUY, 목표주가 63,400원 제시**

파마리서치프로덕트에 대해 투자의견 'BUY', 목표주가 63,400원을 제시하며 커버리지를 재개한다. 목표주가는 2020년 예상 EPS 2,341원에 Target PER 29.2배(미용성형 업종 평균)를 적용하여 산출했다. 2019년에는 '콘쥬란(관절여주사제)'과 '리엔톡스(보툴리눔 톡신)'를 성공적으로 런칭했다. '콘쥬란'은 2019년 70억원의 매출을 달성하며 시장에서 좋은 호응을 얻는데 이어 2020년 초에는 급여 전환이 확정됐다. '리엔톡스'는 수출허가를 받아 미등록수출 가능국에 수출이 가능해졌으며, LG화학 향 라이선스아웃 계약을 체결했다. 2020년 두 제품의 시장점유율 확대가 기대된다. '리쥬란힐러'는 항저우이씽과 독점판매 계약을 통해 중국 향 수출 증가가 예상된다.

**'콘쥬란'이 이끌고 '리쥬란HB'가 밀어준다**

1. '콘쥬란'은 PN(폴리뉴클레오티드) 기반의 관절강 주사로 골관절염 K&L Grade 1~3에 속하는 환자에게 주입 시 통증완화 및 관절기능 개선에 도움을 준다. 3월 급여 전환으로 '콘쥬란'의 연간 매출액은 2019년 70억원 대비 크게 늘어난 111억원으로 추정한다.

2. 연간 매출 약 200억원에 달하는 주력 제품 '리쥬란힐러'는 그동안 소비자로부터 시술 시 통증이 크다는 점을 지적 받았다. 파마리서치프로덕트는 소비자들의 의견을 적극 수렴해 연말 전까지 리도카인(국소마취 효과)을 첨가해 통증을 감소 시킨 '리쥬란HB'를 출시할 예정이다. '리쥬란HB'는 기존에 통증으로 인해 기피하던 소비자들을 끌어들여 시술건수가 증가할 것으로 전망한다.

**2020년 매출액 970억원, 영업이익 238억원 전망**

2020년 매출액과 영업이익은 각각 970억원(YoY, +15.6%)과 238억원(YoY, +24.6%)을 전망한다. 매출액은 '콘쥬란' 판매에 힘입어 의료기기 부문이 28.0% 성장한 369억원을 포함해 전 사업부문 매출 증가가 예상된다. 영업이익률은 자회사 파마리서치바이오 적자 감소로 인해 24.5%로 상승할 것으로 전망한다.

**Top Picks**

**BUY**

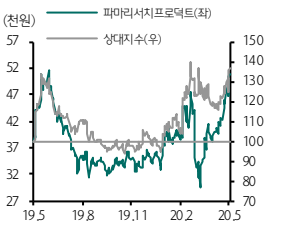
**| TP(12M): 63,400원 | CP(5월18일): 50,800원**

| Key Data | |
|---|---|
| KOSDAQ 지수 (pt) | 690.85 |
| 52주 최고/최저(원) | 51,700/29,700 |
| 시가총액(십억원) | 489.1 |
| 시가총액비중(%) | 0.19 |
| 발행주식수(천주) | 9,627.6 |
| 60일 평균 거래량(천주) | 157.9 |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 6.5 |
| 20년 배당금(예상,원) | 300 |
| 20년 배당수익률(예상,%) | 0.59 |
| 외국인지분율(%) | 2.43 |
| 주요주주 지분율(%) | |
| 정상수 외 6 인 | 47.68 |

| 주가상승률 | 1M | 6M | 12M |
|---|---|---|---|
| 절대 | 26.7 | 44.3 | 15.1 |
| 상대 | 16.4 | 39.8 | 18.9 |

| Consensus Data | 2018 | 2019 |
|---|---|---|
| 매출액(십억원) | 104.9 | 128.7 |
| 영업이익(십억원) | 23.7 | 31.9 |
| 순이익(십억원) | 19.4 | 29.8 |
| EPS(원) | 2,158 | 3,186 |
| BPS(원) | 23,175 | 26,119 |

Stock Price




Financial Data

| 투자지표 | 단위 | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 십억원 | 64.3 | 83.9 | 97.0 | 112.0 | 134.5 |
| 영업이익 | 십억원 | 8.7 | 19.1 | 23.8 | 30.3 | 39.1 |
| 세전이익 | 십억원 | 14.4 | 18.5 | 25.9 | 31.0 | 40.4 |
| 순이익 | 십억원 | 14.4 | 16.7 | 23.2 | 27.6 | 36.0 |
| EPS | 원 | 1,467 | 1,680 | 2,341 | 2,784 | 3,625 |
| 증감율 | % | 7.2 | 14.5 | 39.3 | 18.9 | 30.2 |
| PER | 배 | 22.94 | 21.66 | 21.70 | 18.25 | 14.01 |
| PBR | 배 | 1.69 | 1.68 | 2.15 | 1.94 | 1.72 |
| EV/EBITDA | 배 | 20.74 | 11.93 | 14.22 | 11.25 | 8.53 |
| ROE | % | 7.65 | 8.20 | 10.59 | 11.42 | 13.28 |
| BPS | 원 | 19,952 | 21,610 | 23,655 | 26,152 | 29,490 |
| DPS | 원 | 300 | 300 | 300 | 300 | 300 |

Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com

Analyst 김두현
02-3771-8542
doohyun@hanafn.com

RA 김규상
02-3771-8197
qkim@hanafn.com

Analyst 이정기/김두현/안주원 02-3771-7522/8542/3125

# '콘쥬란'이 이끌고 '리쥬란'이 밀어준다

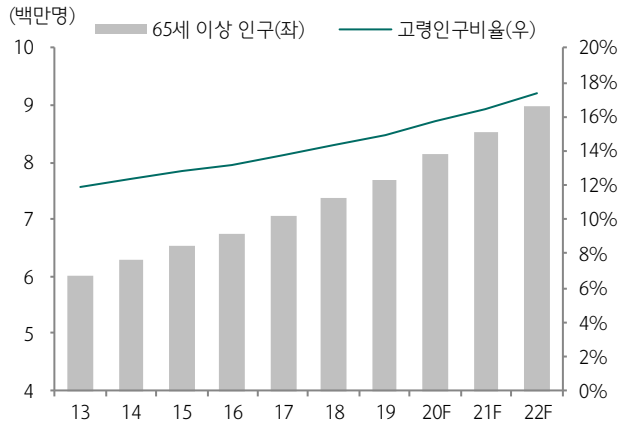
## 1. 기대 수명이 길어질수록 '콘쥬란'이 더욱 중요해진다

**'콘쥬란' 매출액 19년 70억원**
**→ 20년 111억원 추정**

'콘쥬란'은 PN(폴리뉴클레오티드) 기반의 관절강 주사로 골관절염 K&L Grade 1~3에 속하는 환자에게 주입 시 통증완화 및 관절기능 개선에 도움을 준다. 마지막 단계인 4단계는 인공관절 치환술이 유일한 치료법이나, 인공관절의 수명은 대략 10년으로 재수술은 불가능하다. 그래서 최대한 인공관절 치환술을 늦게 받아야 하며, 그러기 위해서 1~3 단계를 최대한 오래 버텨줄 의약품이 필요하다.

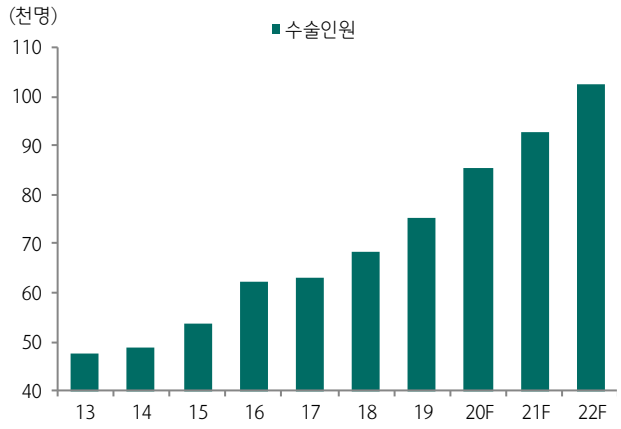
골관절염 시장은 고령인구 증가와 신규 치료제 출시에 힘입어 2015년 약 1조 8천억원에서 2026년 약 4조원 규모로 성장이 전망된다. 이중 히알루론산 주사제는 약 30%를 차지하며, 히알루론산 주사제 시장규모는 약 1,200억원으로 파악된다. 우리나라는 2020년 고령인구 비율이 15.7%(813만명) 달성이 예상되는 고령화 사회로, 통계청은 2025년까지 20%를 넘어 초고령화 사회에 진입할 것으로 전망한다. 관절염의 최후의 수단인 인공관절의 수명은 약 10년으로 이후 재수술이 불가능하다. 최근에는 기대 수명 증가로 최후의 수단인 인공관절 치환술의 시점을 최대한 늦추고 있는 추세이다. 이에 따라 1~3 단계에 적용하는 주사제 제품 시장이 커질 것으로 전망한다. 급여 전환으로 '콘쥬란'의 연간 매출액은 2019년 70억원에서 58.6% 성장한 111억원을 전망한다.

**그림 1. 국내 65세 이상 인구 전망**



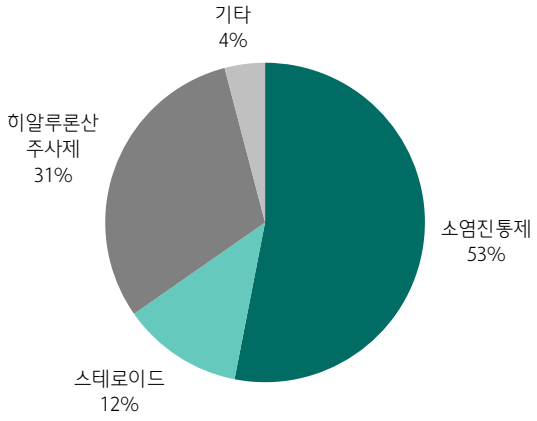

주: 통계청 중위추계
자료: 통계청, 하나금융투자

**그림 2. 국내 슬관절 치환술 수술인원**



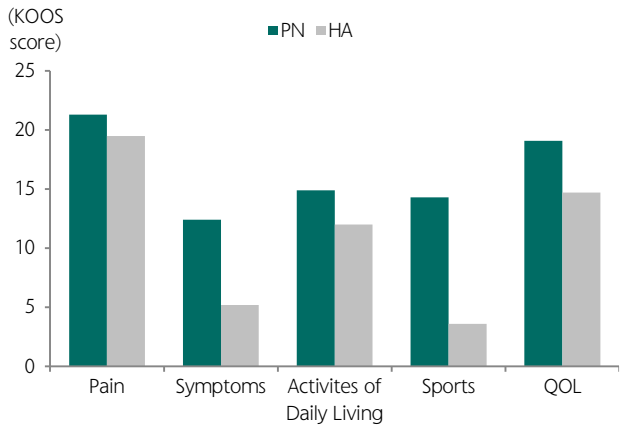

주: 2018~2020년은 당사 추정치
자료: 국민건강보험공단, 하나금융투자

**그림 3. 2019년 글로벌 골관절염 치료제별 매출 비중**




자료: Credence Research, 하나금융투자

**그림 4. PN과 HA 주사제 효능 비교**




자료: 파마리서치프로덕트, 하나금융투자

Analyst 이정기/김두현/안주원 02-3771-7522/8542/3125

### 2. '리쥬란힐러'로 입증된 리프팅 효과, 무통증 '리쥬란HB'로 매출 레벨업

**항저우이씽과 리쥬란힐러 중화권 독점판매 계약: 5년 간 최고 245억원**

리쥬란힐러는 PN(폴리뉴클레오티드) 기반의 피부 탄력 및 세포조직을 재생시키는 항노화 치료제이다. 근본적인 피부의 상태를 개선한다는 점에서 필러와 차별성이 존재한다. 2014년 출시 후 소비자들로부터 좋은 반응을 얻었으며, 2019년 기준 190억원을 달성했다. 2020년 1월 중국 항저우이씽(Hangzhou Yxintent)과 홍콩, 마카우, 중국에서 5년 동안 최소 245억원 독점판매 계약을 체결했다. 지난 2월 의료기기 1등급 허가를 받아 본격적으로 병원 향 판매가 가능해졌다는 점이 고무적이다. 중국 시장에서 리쥬란 브랜드 확산을 통해 리쥬란코스메틱 판매와 시너지 효과를 낼 수 있을 것으로 예상된다.

**국소마취제 리도카인 포함한 '리쥬란HB' 연내 출시 전망**

그 동안 '리쥬란힐러'는 그동안 소비자로부터 시술 시 통증이 크다는 점을 지적 받았다. 파마리서치프로덕트는 소비자들의 의견을 적극 수렴해 연말 전까지 리도카인(국소마취 효과)을 첨가해 통증을 감소 시킨 '리쥬란HB'를 출시할 예정이다. '리쥬란HB'는 기존에 통증으로 인해 기피하던 소비자들을 끌어들여 시술건수가 증가할 것으로 전망한다.

## 실적 추정

### 2020년 매출액 970억원, 영업이익 238억원 전망

2020년 매출액과 영업이익은 각각 970억원(YoY, +15.6%)과 238억원(YoY, +24.6%)을 전망한다. 매출액은 '콘쥬란' 판매에 힘입어 의료기기 부문이 28.0% 성장한 369억원을 포함해 전 사업부문 매출 증가가 예상된다. 영업이익률은 자회사 파마리서치바이오 적자 감소로 인해 24.5%로 상승할 것으로 전망한다.

**표 1. 실적 추정** (단위: 십억원)

| | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 3Q19 | 1Q20 | 2Q20F | 3Q20F | 4Q20F | 2017 | 2018 | 2019 | 2020F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **20.5** | **20.0** | **19.6** | **23.8** | **20.7** | **24.2** | **24.3** | **27.8** | **54.5** | **64.3** | **83.9** | **97.0** |
| *YoY(%)* | *41.1* | *18.2* | *26.4* | *37.3* | *1.1* | *20.7* | *24.0* | *17.0* | *18.5* | *18.0* | *30.5* | *15.6* |
| 의약품 | 10.6 | 8.6 | 9.3 | 11.1 | 8.8 | 10.2 | 11.0 | 12.9 | 33.8 | 42.6 | 39.7 | 42.8 |
| 의료기기 | 6.4 | 7.9 | 6.7 | 7.8 | 8.8 | 9.4 | 9.1 | 9.6 | 11.0 | 13.7 | 28.8 | 36.9 |
| 화장품 | 2.9 | 2.7 | 3.2 | 3.9 | 2.4 | 3.7 | 3.7 | 4.3 | 9.0 | 5.9 | 12.7 | 14.1 |
| 기타 | 0.5 | 0.9 | 0.3 | 1.0 | 0.7 | 1.0 | 0.4 | 1.1 | 0.6 | 2.1 | 2.6 | 3.1 |
| **영업이익** | **4.9** | **4.1** | **3.6** | **6.4** | **4.6** | **5.6** | **6.0** | **7.7** | **14.8** | **8.7** | **19.1** | **23.8** |
| *OPM(%)* | *24.0* | *20.7* | *18.5* | *26.8* | *22.0* | *23.0* | *24.6* | *27.8* | *27.3* | *13.5* | *22.8* | *24.5* |
| **(지배)순이익** | **5.1** | **3.4** | **3.8** | **4.3** | **4.9** | **5.1** | **5.4** | **7.3** | **13.0** | **14.4** | **16.7** | **23.2** |
| *NPM(%)* | *25.1* | *16.9* | *19.5* | *18.2* | *23.6* | *20.9* | *22.3* | *26.1* | *23.8* | *22.4* | *19.9* | *23.9* |

자료: 파마리서치프로덕트, 하나금융투자

Analyst 이정기/김두현/안주원 02-3771-7522/8542/3125

## 추정 재무제표

### 손익계산서

(단위: 십억원)

| | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **64.3** | **83.9** | **97.0** | **112.0** | **134.5** |
| 매출원가 | 26.1 | 33.8 | 37.4 | 42.0 | 49.1 |
| 매출총이익 | 38.2 | 50.1 | 59.6 | 70.0 | 85.4 |
| 판관비 | 29.5 | 31.0 | 35.8 | 39.7 | 46.3 |
| **영업이익** | **8.7** | **19.1** | **23.8** | **30.3** | **39.1** |
| 금융손익 | 8.6 | 0.9 | 0.0 | 0.6 | 1.3 |
| 종속/관계기업손익 | (1.0) | (1.0) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타영업외손익 | (2.0) | (0.4) | 2.0 | 0.1 | (0.0) |
| **세전이익** | **14.4** | **18.5** | **25.9** | **31.0** | **40.4** |
| 법인세 | 3.1 | 3.7 | 5.6 | 6.9 | 9.0 |
| 계속사업이익 | 11.3 | 14.9 | 20.3 | 24.1 | 31.4 |
| 중단사업이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **당기순이익** | **11.3** | **14.9** | **20.3** | **24.1** | **31.4** |
| 비지배주주지분 순이익 | (3.1) | (1.8) | (2.9) | (3.5) | (4.6) |
| **지배주주순이익** | **14.4** | **16.7** | **23.2** | **27.6** | **36.0** |
| 지배주주지분포괄이익 | 15.0 | 17.1 | 22.7 | 27.0 | 35.1 |
| NOPAT | 6.8 | 15.3 | 18.6 | 23.5 | 30.4 |
| EBITDA | 13.7 | 26.7 | 30.8 | 36.7 | 45.0 |
| **성장성(%)** | | | | | |
| 매출액증가율 | 18.0 | 30.5 | 15.6 | 15.5 | 20.1 |
| NOPAT증가율 | (43.8) | 125.0 | 21.6 | 26.3 | 29.4 |
| EBITDA증가율 | (14.9) | 94.9 | 15.4 | 19.2 | 22.6 |
| 영업이익증가율 | (41.2) | 119.5 | 24.6 | 27.3 | 29.0 |
| (지배주주)순익증가율 | 10.8 | 16.0 | 38.9 | 19.0 | 30.4 |
| EPS증가율 | 7.2 | 14.5 | 39.3 | 18.9 | 30.2 |
| **수익성(%)** | | | | | |
| 매출총이익률 | 59.4 | 59.7 | 61.4 | 62.5 | 63.5 |
| EBITDA이익률 | 21.3 | 31.8 | 31.8 | 32.8 | 33.5 |
| 영업이익률 | 13.5 | 22.8 | 24.5 | 27.1 | 29.1 |
| 계속사업이익률 | 17.6 | 17.8 | 20.9 | 21.5 | 23.3 |

### 대차대조표

(단위: 십억원)

| | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | **105.8** | **104.5** | **128.5** | **156.5** | **191.4** |
| 금융자산 | 75.4 | 69.0 | 87.5 | 109.2 | 134.6 |
| 현금성자산 | 21.1 | 19.7 | 37.8 | 58.9 | 83.5 |
| 매출채권 등 | 17.2 | 20.6 | 23.8 | 27.5 | 33.0 |
| 재고자산 | 12.3 | 13.9 | 16.1 | 18.6 | 22.3 |
| 기타유동자산 | 0.9 | 1.0 | 1.1 | 1.2 | 1.5 |
| **비유동자산** | **152.4** | **165.5** | **160.9** | **157.2** | **155.5** |
| 투자자산 | 36.4 | 43.0 | 45.4 | 48.2 | 52.4 |
| 금융자산 | 1.6 | 4.0 | 4.6 | 5.4 | 6.4 |
| 유형자산 | 66.1 | 73.9 | 70.0 | 66.4 | 63.1 |
| 무형자산 | **45.7** | **43.5** | **40.4** | **37.6** | **35.0** |
| 기타비유동자산 | **4.2** | **5.1** | **5.1** | **5.0** | **5.0** |
| **자산총계** | **258.2** | **269.9** | **289.4** | **313.7** | **346.9** |
| **유동부채** | **15.5** | **18.6** | **19.8** | **22.0** | **25.1** |
| 금융부채 | 3.0 | 3.5 | 3.0 | 3.0 | 3.1 |
| 매입채무 등 | 10.5 | 10.0 | 11.6 | 13.4 | 16.1 |
| 기타유동부채 | 2.0 | 5.1 | 5.2 | 5.6 | 5.9 |
| **비유동부채** | **23.8** | **22.9** | **23.8** | **24.7** | **26.2** |
| 금융부채 | **17.3** | **17.4** | **17.4** | **17.4** | **17.4** |
| 기타비유동부채 | 6.5 | 5.5 | 6.4 | 7.3 | 8.8 |
| **부채총계** | **39.3** | **41.5** | **43.6** | **46.7** | **51.4** |
| **지배주주지분** | **197.6** | **209.1** | **229.4** | **254.1** | **287.3** |
| 자본금 | **4.7** | **4.8** | **4.8** | **4.8** | **4.8** |
| 자본잉여금 | 124.1 | 126.7 | 126.7 | 126.7 | 126.7 |
| 자본조정 | (0.0) | (5.3) | (5.3) | (5.3) | (5.3) |
| 기타포괄이익누계액 | (0.2) | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| 이익잉여금 | 69.0 | 82.8 | 103.1 | 127.8 | 160.9 |
| **비지배주주지분** | **21.3** | **19.3** | **16.4** | **12.9** | **8.3** |
| **자본총계** | **218.9** | **228.4** | **245.8** | **267.0** | **295.6** |
| 순금융부채 | (55.1) | (48.1) | (67.1) | (88.7) | (114.0) |

### 투자지표

| | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당지표(원)** | | | | | |
| EPS | 1,467 | 1,680 | 2,341 | 2,784 | 3,625 |
| BPS | 19,952 | 21,610 | 23,655 | 26,152 | 29,490 |
| CFPS | 940 | 2,876 | 3,314 | 3,707 | 4,526 |
| EBITDAPS | 1,398 | 2,697 | 3,109 | 3,702 | 4,533 |
| SPS | 6,546 | 8,456 | 9,777 | 11,290 | 13,561 |
| DPS | 300 | 300 | 300 | 300 | 300 |
| **주가지표(배)** | | | | | |
| PER | 22.9 | 21.7 | 21.7 | 18.2 | 14.0 |
| PBR | 1.7 | 1.7 | 2.1 | 1.9 | 1.7 |
| PCFR | 35.8 | 12.7 | 15.3 | 13.7 | 11.2 |
| EV/EBITDA | 20.7 | 11.9 | 14.2 | 11.3 | 8.5 |
| PSR | 5.1 | 4.3 | 5.2 | 4.5 | 3.7 |
| **재무비율(%)** | | | | | |
| ROE | 7.7 | 8.2 | 10.6 | 11.4 | 13.3 |
| ROA | 6.4 | 6.3 | 8.3 | 9.2 | 10.9 |
| ROIC | 7.6 | 11.1 | 13.2 | 17.0 | 22.0 |
| 부채비율 | 18.0 | 18.2 | 17.7 | 17.5 | 17.4 |
| 순부채비율 | (25.2) | (21.1) | (27.3) | (33.2) | (38.6) |
| 이자보상배율(배) | 10.8 | 8.1 | 10.2 | 13.1 | 16.8 |

### 현금흐름표

(단위: 십억원)

| | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | **5.2** | **19.3** | **24.4** | **27.2** | **32.3** |
| 당기순이익 | 11.3 | 14.9 | 20.3 | 24.1 | 31.4 |
| 조정 | (4.1) | 13.5 | 7.0 | 6.4 | 5.9 |
| 감가상각비 | 5.0 | 7.7 | 7.0 | 6.4 | 5.9 |
| 외환거래손익 | (0.1) | (0.6) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 지분법손익 | (3.0) | 1.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | (6.0) | 5.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 영업활동 자산부채 변동 | (2.0) | (9.1) | (2.9) | (3.3) | (5.0) |
| **투자활동 현금흐름** | **(18.4)** | **(11.6)** | **(2.9)** | **(3.3)** | **(5.0)** |
| 투자자산감소(증가) | 6.9 | (6.6) | (2.4) | (2.8) | (4.2) |
| 유형자산감소(증가) | (28.4) | (9.6) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | 3.1 | 4.6 | (0.5) | (0.5) | (0.8) |
| **재무활동 현금흐름** | **16.9** | **(9.1)** | **(3.5)** | **(2.8)** | **(2.8)** |
| 금융부채증가(감소) | 20.4 | 0.6 | (0.6) | 0.1 | 0.1 |
| 자본증가(감소) | 1.6 | 2.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타재무활동 | (2.3) | (9.3) | 0.0 | (0.1) | (0.1) |
| 배당지급 | (2.8) | (3.0) | (2.9) | (2.8) | (2.8) |
| **현금의 증감** | **4.1** | **(1.4)** | **18.0** | **21.1** | **24.6** |
| Unlevered CFO | 9.2 | 28.5 | 32.9 | 36.8 | 44.9 |
| Free Cash Flow | (23.4) | 9.7 | 24.4 | 27.2 | 32.3 |

자료: 하나금융투자

Analyst 이정기/김두현/안주원 02-3771-7522/8542/3125

2020년 5월 19일

# 클래시스(214150)

## 1분기 놀라운 60%대 영업이익률, 올해 계속된다

**투자의견 'BUY', 목표주가 21,500원 제시**

클래시스에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 21,500원을 제시하며 커버리지를 재개한다. 목표주가는 20F EPS 737원에 Target PER 29.2배(미용성형 업종 평균)를 적용해 산출했다. 클래시스의 주요 제품인 슈링크는 침습 시술과 경쟁 제품대비 통증, 상처, 부작용 등이 적어 소비자의 선택을 받았으며, 시술가격하락에 따른 시술건수 증가로 소모품 판매량도 동반 증가하고 있다. 슈링크 장비 및 소모품 매출 확대에 힘입어 매출총이익률 80%대, 영업이익률 60%대를 달성했으며, 향후에도 시술건수 증가 및 해외 수출 확대로 이익률은 더욱 상승할 것으로 예상된다.

**1Q20 매출액 214억원, 영업이익 134원 시현**

2020년 1분기 실적은 매출액 214억원(YoY, +32.3%)과 영업이익 134억원(YoY, +80.5%)을 시현했다. 코로나19 영향에도 불구하고 분기 매출액 200억원대를 유지했다. 국내는 2월 말, 해외는 3월 말부터 코로나19에 의해 영업에 타격을 받았으나, 슈링크 브랜드의 빠른 시장점유율 상승에 의한 매출성장 요인이 더 크게 작용해 견조한 매출을 시현한 것으로 판단한다. 슈링크의 글로벌 누적 판매 대수는 4,500만대 이상으로 추정되며, 이에 따라 소모품 매출 성장도 이어갔다. 코로나19 영향이 상대적으로 컸던 국내에서 50억원(YoY, +24.3%), 영향이 적었던 해외에서 55억원(YoY, +109.0%)의 매출을 달성하며 전사 이익 증가를 견인했다.

**2020년 매출액 965억원, 영업이익 603억원 전망**

클래시스의 2020년 연결 매출액과 영업이익은 각각 965억원(YoY, +19.0%), 603억원(YoY, +44.6%)으로 전망한다. 코로나19의 영향을 온전히 받을 것으로 예상되는 2분기 실적은 다소 우려스럽지만, 성수기인 3분기에는 국내외 소비자들의 '보복소비'에 따른 매출 성장이 예상되어 연간 실적 추정치 달성에는 큰 무리가 없다고 판단된다. 부문별 매출액은 클래시스 410억원, 클루덤 62억원, 소모품 467억원, 스케덤 26억원으로 추정해 반영했다. 영업이익률은 장비의 누적 판매 대수 증가에 따른 소모품 매출의 큰 성장으로 2019년 51.4%보다 상승한 62.5%에 달할 것으로 예상한다.

**Top Picks**

**BUY**

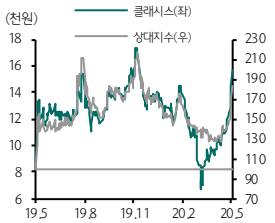
**| TP(12M): 21,500원 | CP(5월 18일): 16,000원**

| Key Data | |
|---|---|
| KOSDAQ 지수 (pt) | 690.85 |
| 52주 최고/최저(원) | 17,650/7,050 |
| 시가총액(십억원) | 1,035.3 |
| 시가총액비중(%) | 0.41 |
| 발행주식수(천주) | 64,709.2 |
| 60일 평균 거래량(천주) | 553.6 |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 6.2 |
| 20년 배당금(예상,원) | 46 |
| 20년 배당수익률(예상,%) | 0.29 |
| 외국인지분율(%) | 1.23 |
| 주요주주 지분율(%) | |
| 정성재 외 6 인 | 85.22 |

| 주가상승률 | 1M | 6M | 12M |
|---|---|---|---|
| 절대 | 53.8 | (9.3) | 18.1 |
| 상대 | 41.4 | (12.2) | 22.1 |

| Consensus Data | 2020 | 2021 |
|---|---|---|
| 매출액(십억원) | 90.1 | 107.0 |
| 영업이익(십억원) | 48.5 | 56.2 |
| 순이익(십억원) | 38.3 | 46.0 |
| EPS(원) | 592 | 706 |
| BPS(원) | 1,924 | 2,604 |

Stock Price




Financial Data

| 투자지표 | 단위 | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 십억원 | 47.5 | 81.1 | 96.5 | 127.3 | 161.2 |
| 영업이익 | 십억원 | 17.5 | 41.7 | 60.3 | 73.1 | 93.2 |
| 세전이익 | 십억원 | 17.8 | 41.7 | 61.7 | 70.7 | 90.3 |
| 순이익 | 십억원 | 14.9 | 33.4 | 47.7 | 54.6 | 69.8 |
| EPS | 원 | 242 | 534 | 737 | 844 | 1,078 |
| 증감률 | % | 흑전 | 120.7 | 38.0 | 14.5 | 27.7 |
| PER | 배 | 16.85 | 26.49 | 21.70 | 18.95 | 14.84 |
| PBR | 배 | 4.96 | 10.36 | 7.80 | 5.62 | 4.12 |
| EV/EBITDA | 배 | 13.82 | 20.31 | 15.50 | 12.17 | 8.90 |
| ROE | % | 34.51 | 48.06 | 43.26 | 34.47 | 32.05 |
| BPS | 원 | 824 | 1,366 | 2,050 | 2,849 | 3,881 |
| DPS | 원 | 14 | 46 | 46 | 46 | 46 |

Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com

Analyst 김두현
02-3771-8542
doohyun@hanafn.com

RA 김규상
02-3771-8197
qkim@hanafn.com

Analyst 이정기/김두현/안주원 02-3771-7522/8542/3125

# 메가브랜드가 된 '슈링크', 다음은 '알파'

## 1. 슈링크 누적 판매대수 증가 → 소모품 매출 증가 → 전사 영업이익률 상승

2020년 슈링크의 누적판매 대수를 전년 대비 36% 증가한 6,400대로 추정하며, 이에 따른 소모품 매출액 467억원과 전사 영업이익률 62.5%를 전망

슈링크는 클래시스의 HIFU(고강도 집속 초음파) 기술을 활용한 리프팅 미용의료기기 브랜드로 2019년 기준 매출액 368억원, 글로벌 누적 판매대수 4,500만대 이상을 달성한 메가브랜드이다. 누적 판매대수와 시술건수 증가로 소모품 매출은 2017년 92억원, 2018년 157억원, 그리고 2019년에는 350억원을 시현했다. 프린터 회사는 카트리지로 수익을 창출하듯이, 클래시스도 소모품이 영업 레버리지 효과에 기여하는 바가 크다. 2017년 소모품 매출액이 92억원일 때 전사 영업이익률은 31.0%였으나, 2019년 350억원으로 증가하자 영업이익률은 51.4%로 상승했다. 하나금융투자는 2020년 슈링크의 누적판매 대수를 전년 대비 36% 증가한 6,400대로 추정하며, 이에 따른 소모품 매출액 467억원과 전사 영업이익률 62.5%를 전망한다.

## 2. 비침습 냉동 지방분해 의료기기 '알파'

'알파'는 국내외 시장에서 슈링크와 더불어 클래시스 브랜드를 확립시킬 것으로 예상

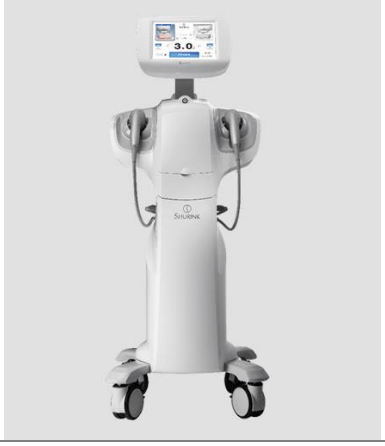
2019년에 출시한 신제품 냉각제어 장비인 '클라투 알파'는 비침습적 방식으로 효과적으로 극소부위의 피하지방층을 감소시키는 장비이다. 알파는 1) 비침습적 사용방식으로 고객들에게 편안한 시술을 제공할 수 있으며, 2) 인체공학적으로 디자인되어 사용부위에 따라 밀착 시술이 가능하고, 3) 한국의료기기안전정보원에서 인증 받아 기술력을 검증 받았다. 최근 유럽 공략의 일환으로 IMCAS에서 클라투 알파 아카데미 진행 등 공격적으로 마케팅을 진행하며 인지도를 쌓아가고 있다. 국내외 시장에서 슈링크와 더불어 클래시스 브랜드를 확립시킬 것으로 예상한다.

표 1. 슈링크 누적 판매대수에 따른 소모품 매출액 추이 및 전망

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020F |
|---|---|---|---|---|
| 슈링크 누적 판매대수(대) | 2,000 | 3,500 | 4,700 | 6,400 |
| 슈링크 매출액(십억원) | 20.9 | 25.1 | 36.8 | 41.0 |
| 수출 | 13.8 | 14.8 | 19.6 | 23.1 |
| 내수 | 7.1 | 10.2 | 17.1 | 17.9 |
| 소모품 매출액(십억원) | 9.2 | 15.7 | 35.0 | 46.7 |
| 수출 | 6.2 | 7.8 | 14.6 | 16.3 |
| 내수 | 3.0 | 7.8 | 20.4 | 30.4 |

주: 슈링크 누적 판매대수는 하나금융투자 추정치
자료: 클래시스, 하나금융투자

그림 1. 클래시스 슈링크



자료: 하나금융투자

표 2. HIFU 침투 깊이

| 층 | MMF | HIFU | RF |
|---|---|---|---|
| 표피 | ■ | ■ | ■ |
| 진피 | ■ | ■ | ■ |
| 피하조직 | ■ | ■ | |
| SMAS | ■ | ■ | |
| 근육 | ■ | | |

자료: 하나금융투자

Analyst 이정기/김두현/안주원 02-3771-7522/8542/3125

## 실적추정

### 2020년 매출액 965억원, 영업이익 603억원 전망

클래시스의 2020년 연결 매출액과 영업이익은 각각 965억원(YoY, +19.0%), 603억원(YoY, +44.6%)으로 전망한다. 코로나19의 영향을 온전히 받을 것으로 예상되는 2분기 실적은 다소 우려스럽지만, 성수기인 3분기에는 국내외 소비자들의 '보복소비'에 따른 매출 성장이 예상되어 연간 실적 추정치 달성에는 큰 무리가 없다고 판단된다. 부문별 매출액은 클래시스 410억원, 클루덤 62억원, 소모품 467억원, 스케덤 26억원으로 추정해 반영했다. 영업이익률은 장비의 누적 판매 대수 증가에 따른 소모품 매출의 큰 성장으로 2019년 51.4%보다 상승한 62.5%에 달할 것으로 예상한다.

**표 3. 실적 추정**

(단위: 십억원)

| | | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 3Q19 | 1Q20 | 2Q20F | 3Q20F | 4Q20F | 2017 | 2018 | 2019 | 2020F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | | **16.2** | **21.6** | **21.1** | **22.3** | **21.4** | **19.9** | **27.1** | **29.3** | **34.9** | **47.5** | **81.1** | **96.5** |
| *YoY(%)* | | *64.7* | *88.2* | *81.4* | *53.1* | *32.3* | *(7.9)* | *28.7* | *31.1* | - | *36.1* | *70.7* | *19.0* |
| 클래시스 | 수출 | 3.9 | 4.9 | 5.0 | 5.9 | 5.6 | 3.0 | 6.9 | 7.7 | 13.8 | 14.8 | 19.6 | 23.1 |
| | 내수 | 3.2 | 5.5 | 4.1 | 4.4 | 3.6 | 4.3 | 4.5 | 5.5 | 7.1 | 10.2 | 17.1 | 17.9 |
| | 소계 | 7.0 | 10.4 | 9.1 | 10.3 | 9.2 | 7.3 | 11.4 | 13.2 | 20.9 | 25.1 | 36.8 | 41.0 |
| 클루덤 | 수출 | 1.7 | 1.6 | 0.9 | 1.3 | 1.3 | 1.6 | 1.0 | 1.4 | 3.0 | 3.9 | 5.4 | 5.2 |
| | 내수 | 0.3 | 0.4 | 0.3 | 0.2 | 0.1 | 0.4 | 0.3 | 0.2 | 0.9 | 1.4 | 1.2 | 1.0 |
| | 소계 | 2.0 | 1.9 | 1.1 | 1.5 | 1.4 | 1.9 | 1.2 | 1.7 | 3.9 | 5.4 | 6.6 | 6.2 |
| 소모품 | 수출 | 2.6 | 3.6 | 4.8 | 3.6 | 5.5 | 2.8 | 4.6 | 5.7 | 6.2 | 7.8 | 14.6 | 16.3 |
| | 내수 | 4.0 | 4.8 | 5.2 | 6.4 | 5.0 | 7.0 | 9.1 | 8.2 | 3.0 | 7.8 | 20.4 | 30.4 |
| | 소계 | 6.7 | 8.3 | 10.0 | 10.0 | 10.5 | 9.8 | 13.7 | 13.9 | 9.2 | 15.7 | 35.0 | 46.7 |
| 스케덤 | 수출 | 0.4 | 0.5 | 0.3 | 0.3 | 0.2 | 0.5 | 0.3 | 0.3 | 0.5 | 1.0 | 1.5 | 1.3 |
| | 내수 | 0.2 | 0.4 | 0.5 | 0.2 | 0.1 | 0.4 | 0.5 | 0.2 | 0.4 | 0.4 | 1.3 | 1.2 |
| | 소계 | 0.5 | 0.9 | 0.8 | 0.5 | 0.3 | 0.9 | 0.8 | 0.5 | 0.9 | 1.4 | 2.8 | 2.6 |
| **영업이익** | | **7.4** | **9.6** | **11.8** | **12.9** | **13.4** | **11.1** | **15.0** | **16.6** | **10.8** | **17.5** | **41.7** | **60.3** |
| *OPM(%)* | | *46.0* | *44.4* | *55.9* | *57.9* | *62.7* | *61.8* | *62.7* | *62.8* | *31.0* | *36.8* | *51.4* | *62.5* |
| **(지배)순이익** | | **5.9** | **7.6** | **9.5** | **10.3** | **11.4** | **9.0** | **11.2** | **12.8** | **(5.1)** | **14.9** | **33.4** | **47.7** |
| *NPM(%)* | | *36.6* | *35.4* | *45.2* | *46.3* | *53.2* | *50.2* | *46.8* | *48.6* | *(14.7)* | *31.3* | *41.2* | *49.5* |

자료: 클래시스, 하나금융투자

**표 1. 주요 비침습/최소침습 미용의료기기**

| 종류 | 방식 | 장점 | 단점 | 시술주기 | 제조사 | 브랜드 | 특징 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| HIFU (고강도 집속 초음파) | 비침습 | 레이저 시술에 비해 피부 겉면 손상 없음 | 짧은 시술 주기 | 3~12개월 | 멀츠<br>하이로닉<br>클래시스<br>아스테라시스 | 울쎄라<br>더블로<br>슈링크<br>리프테라 | 美FDA 허가<br>최초 국산 HIFU 제품<br>낮은 가격, 부위별 정밀 시술 가능<br>경쟁 제품 대비 적은 통증 |
| RF (고주파) | 비침습/ 최소침습 | 리프팅뿐 아니라 주름개선 효과도 있음 | 효과가 나타나기까지 시간 소요, 피부 손상 가능 | 3~12개월 | 비올<br>솔타메디칼<br>인바식스 | 스칼렛<br>써마지<br>인모드 | NMPA 허가, 마이크로니들 사용<br>美FDA 허가<br>美FDA 허가 |
| 리프팅실 | 최소침습 | 최소침습으로 물리적 거상 효과 | 짧은 시술 주기, 회복기간 필요 | 6~12개월 | 한스바이오메드<br>제테마 | 민트<br>에피티콘 | 녹는 실리프팅 중 브랜드 인지도가 가장 높음<br>강한 고정력 |

자료: 각사, 하나금융투자

Analyst 이정기/김두현/안주원 02-3771-7522/8542/3125

## 추정 재무제표

### 손익계산서

(단위: 십억원)

| | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **47.5** | **81.1** | **96.5** | **127.3** | **161.2** |
| 매출원가 | 12.7 | 17.2 | 17.5 | 23.2 | 29.1 |
| 매출총이익 | 34.8 | 63.9 | 79.0 | 104.1 | 132.1 |
| 판관비 | 17.3 | 22.2 | 18.6 | 31.0 | 38.9 |
| **영업이익** | **17.5** | **41.7** | **60.3** | **73.1** | **93.2** |
| 금융손익 | (0.2) | (0.2) | 0.2 | 0.5 | 0.8 |
| 종속/관계기업손익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타영업외손익 | 0.5 | 0.2 | 1.2 | (3.0) | (3.8) |
| **세전이익** | **17.8** | **41.7** | **61.7** | **70.7** | **90.3** |
| 법인세 | 2.9 | 8.3 | 14.0 | 16.0 | 20.5 |
| 계속사업이익 | 14.9 | 33.4 | 47.7 | 54.6 | 69.8 |
| 중단사업이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **당기순이익** | **14.9** | **33.4** | **47.7** | **54.6** | **69.8** |
| 비지배주주지분 순이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **지배주주순이익** | **14.9** | **33.4** | **47.7** | **54.6** | **69.8** |
| 지배주주지분포괄이익 | 14.9 | 33.4 | 47.7 | 54.6 | 69.8 |
| NOPAT | 14.6 | 33.4 | 46.7 | 56.5 | 72.1 |
| EBITDA | 18.2 | 43.1 | 61.7 | 74.4 | 94.4 |
| **성장성(%)** | | | | | |
| 매출액증가율 | 36.1 | 70.7 | 19.0 | 31.9 | 26.6 |
| NOPAT증가율 | (17.0) | 128.8 | 39.8 | 21.0 | 27.6 |
| EBITDA증가율 | 65.5 | 136.8 | 43.2 | 20.6 | 26.9 |
| 영업이익증가율 | 62.0 | 138.3 | 44.6 | 21.2 | 27.5 |
| (지배주주)순익증가율 | 흑전 | 124.2 | 42.8 | 14.5 | 27.8 |
| EPS증가율 | 흑전 | 120.7 | 38.0 | 14.5 | 27.7 |
| **수익성(%)** | | | | | |
| 매출총이익률 | 73.3 | 78.8 | 81.9 | 81.8 | 81.9 |
| EBITDA이익률 | 38.3 | 53.1 | 63.9 | 58.4 | 58.6 |
| 영업이익률 | 36.8 | 51.4 | 62.5 | 57.4 | 57.8 |
| 계속사업이익률 | 31.4 | 41.2 | 49.4 | 42.9 | 43.3 |

### 대차대조표

(단위: 십억원)

| | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | **26.6** | **57.6** | **95.1** | **150.1** | **220.4** |
| 금융자산 | 16.5 | 45.0 | 80.1 | 130.3 | 195.3 |
| 현금성자산 | 10.5 | 34.0 | 67.8 | 115.3 | 177.3 |
| 매출채권 등 | 2.6 | 3.2 | 3.8 | 5.0 | 6.3 |
| 재고자산 | 5.9 | 8.7 | 10.4 | 13.7 | 17.3 |
| 기타유동자산 | 1.6 | 0.7 | 0.8 | 1.1 | 1.5 |
| **비유동자산** | **49.1** | **56.0** | **55.3** | **55.4** | **55.6** |
| 투자자산 | 2.5 | 3.3 | 4.0 | 5.3 | 6.7 |
| 금융자산 | 2.5 | 3.3 | 4.0 | 5.3 | 6.7 |
| 유형자산 | 46.1 | 51.1 | 49.8 | 48.6 | 47.5 |
| 무형자산 | **0.2** | **0.7** | **0.7** | **0.6** | **0.6** |
| 기타비유동자산 | **0.3** | **0.9** | **0.8** | **0.9** | **0.8** |
| **자산총계** | **75.7** | **113.7** | **150.5** | **205.5** | **275.9** |
| **유동부채** | **14.8** | **25.5** | **17.5** | **20.8** | **24.4** |
| 금융부채 | 5.8 | 9.8 | 0.2 | 0.3 | 0.4 |
| 매입채무 등 | 1.7 | 2.4 | 2.9 | 3.8 | 4.8 |
| 기타유동부채 | 7.3 | 13.3 | 14.4 | 16.7 | 19.2 |
| **비유동부채** | **9.8** | **0.3** | **0.3** | **0.3** | **0.4** |
| 금융부채 | **9.6** | **0.1** | **0.1** | **0.1** | **0.1** |
| 기타비유동부채 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.3 |
| **부채총계** | **24.6** | **25.7** | **17.8** | **21.1** | **24.8** |
| **지배주주지분** | **51.0** | **87.9** | **132.7** | **184.3** | **251.1** |
| 자본금 | **6.2** | **6.4** | **6.4** | **6.4** | **6.4** |
| 자본잉여금 | 19.2 | 23.5 | 23.5 | 23.5 | 23.5 |
| 자본조정 | 0.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타포괄이익누계액 | (0.0) | (0.0) | (0.0) | (0.0) | (0.0) |
| 이익잉여금 | 25.5 | 58.0 | 102.8 | 154.4 | 221.2 |
| **비지배주주지분** | **0.0** | **0.0** | **0.0** | **0.0** | **0.0** |
| **자본총계** | **51.0** | **87.9** | **132.7** | **184.3** | **251.1** |
| 순금융부채 | (1.0) | (35.1) | (79.8) | (129.9) | (194.8) |

### 투자지표

| | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당지표(원)** | | | | | |
| EPS | 242 | 534 | 737 | 844 | 1,078 |
| BPS | 824 | 1,366 | 2,050 | 2,849 | 3,881 |
| CFPS | 322 | 715 | 971 | 1,104 | 1,401 |
| EBITDAPS | 298 | 690 | 953 | 1,149 | 1,459 |
| SPS | 775 | 1,298 | 1,491 | 1,968 | 2,491 |
| DPS | 14 | 46 | 46 | 46 | 46 |
| **주가지표(배)** | | | | | |
| PER | 16.8 | 26.5 | 21.7 | 18.9 | 14.8 |
| PBR | 5.0 | 10.4 | 7.8 | 5.6 | 4.1 |
| PCFR | 12.7 | 19.8 | 16.5 | 14.5 | 11.4 |
| EV/EBITDA | 13.8 | 20.3 | 15.5 | 12.2 | 8.9 |
| PSR | 5.3 | 10.9 | 10.7 | 8.1 | 6.4 |
| **재무비율(%)** | | | | | |
| ROE | 34.5 | 48.1 | 43.3 | 34.5 | 32.0 |
| ROA | 21.4 | 35.3 | 36.1 | 30.7 | 29.0 |
| ROIC | 34.5 | 62.6 | 82.1 | 99.3 | 124.9 |
| 부채비율 | 48.3 | 29.3 | 13.4 | 11.5 | 9.9 |
| 순부채비율 | (2.0) | (40.0) | (60.2) | (70.5) | (77.6) |
| 이자보상배율(배) | 40.0 | 152.1 | 545.1 | 9,108.0 | 9,622.3 |

### 현금흐름표

(단위: 십억원)

| | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | **16.0** | **39.0** | **48.3** | **54.3** | **69.3** |
| 당기순이익 | 14.9 | 33.4 | 47.7 | 54.6 | 69.8 |
| 조정 | 2.2 | 8.1 | 1.4 | 1.2 | 1.2 |
| 감가상각비 | 0.8 | 1.4 | 1.3 | 1.2 | 1.2 |
| 외환거래손익 | 0.0 | 0.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 지분법손익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | 1.4 | 6.3 | 0.1 | 0.0 | 0.0 |
| 영업활동 자산부채 변동 | (1.1) | (2.5) | (0.8) | (1.5) | (1.7) |
| **투자활동 현금흐름** | **(20.3)** | **(12.7)** | **(2.0)** | **(3.9)** | **(4.3)** |
| 투자자산감소(증가) | 0.4 | (0.9) | (0.6) | (1.3) | (1.4) |
| 유형자산감소(증가) | (14.8) | (6.2) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | (5.9) | (5.6) | (1.4) | (2.6) | (2.9) |
| **재무활동 현금흐름** | **(4.4)** | **(2.5)** | **(12.5)** | **(2.9)** | **(2.9)** |
| 금융부채증가(감소) | (5.4) | (5.5) | (9.6) | 0.1 | 0.1 |
| 자본증가(감소) | 1.5 | 4.5 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타재무활동 | 0.0 | (0.6) | 0.1 | 0.0 | 0.0 |
| 배당지급 | (0.5) | (0.9) | (3.0) | (3.0) | (3.0) |
| **현금의 증감** | **(8.7)** | **23.5** | **33.8** | **47.5** | **62.1** |
| Unlevered CFO | 19.7 | 44.7 | 62.8 | 71.4 | 90.6 |
| Free Cash Flow | 1.2 | 32.8 | 48.3 | 54.3 | 69.3 |

자료: 하나금융투자

Analyst 이정기/김두현/안주원 02-3771-7522/8542/3125

2020년 5월 19일

# 한스바이오메드(042520)

## 실리콘 보형물, 리프팅실 수출 성장세 지속

**투자의견 'BUY', 목표주가 23,750원 유지**

한스바이오메드에 대해 투자의견 'BUY', 목표주가 23,750원을 유지한다. 코로나19 영향으로 수출에 타격을 받으며 연간 매출 전망을 소폭 하향 조정하나, 높은 브랜드 파워를 앞세워 매출총이익률은 60%대를 유지할 것으로 예상한다. 향후 ①실리콘 보형물 및 리프팅실 매출 확대, ②자회사 에이템즈 퇴행성 관절여 치료제 가치 반영 등으로 밸류에이션 리레이팅이 기대된다.

**지속적 수출 확대, 자회사 에이템즈 가치 상승**

한스바이오메드는 2018년부터 공격적으로 해외법인 설립과 제품허가를 확대하고 있다. 특히 리프팅실 민트는 수출증가에 힘입어 2018년 40억원에서 2019년 79억원으로 2배 가까이 성장했으며, 2020년에는 100% 성장한 160억원에 달할 것으로 예상된다.

자회사 에이템즈의 임상시험 스케줄에도 주목할 필요가 있다. 에이템즈는 조직 재생 치료제 개발 전문 기업으로, 퇴행성 관절염 치료제의 임상시험 IND 신청을 앞두고 있다. 2021년부터는 임상을 개시해 2~3년 안에 상용화가 기대된다. 초기 진입 시 국내 약 20만명 환자를 확보할 수 있을 것으로 판단, 예상 시술 비용 400만원 기준 약 8천억원의 매출이 예상된다. 향후 자회사 가치 상승에 따른 한스바이오메드의 주가 상승이 예상된다.

**2020년 매출액 791억원, 영업이익 129억원 전망**

2020년 연결 매출액과 영업이익은 각각 18.1%, 2.4% 성장한 791억원과 129억원을 달성할 전망이다. 중국에 성공적으로 진출한 리프팅실 민트는 2020년에만 캐나다, 인도, 러시아 등 10여개 국가에서 승인이 기대되며, 민트 매출에 힘입어 의료기기 부문 매출액은 170억원을 전망하며, 전사 외형 성장을 견인할 것으로 예상한다. FY 3분기 내수용 한스파마 화장품을 출시할 예정으로, 기존 피부과/성형외과 네트워크를 활용해 영업을 넓혀갈 전망이다.

**Update**

**BUY**

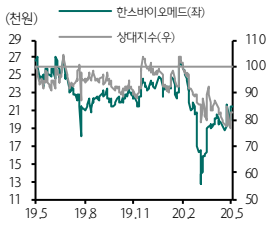
**| TP(12M): 23,750원 | CP(5월 18일): 21,500원**

| Key Data | |
|---|---|
| KOSDAQ 지수 (pt) | 690.85 |
| 52주 최고/최저(원) | 27,200/12,750 |
| 시가총액(십억원) | 212.9 |
| 시가총액비중(%) | 0.08 |
| 발행주식수(천주) | 9,902.5 |
| 60일 평균 거래량(천주) | 171.8 |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 3.3 |
| 20년 배당금(예상,원) | 300 |
| 20년 배당수익률(예상,%) | 1.40 |
| 외국인지분율(%) | 12.99 |
| 주요주주 지분율(%) | |
| 황호찬 외 3 인 | 25.36 |
| Templeton Asset Management, Ltd. 외 2 인 | 6.69 |

| 주가상승률 | 1M | 6M | 12M |
|---|---|---|---|
| 절대 | 4.9 | (3.8) | (17.1) |
| 상대 | (3.6) | (6.8) | (14.4) |

| Consensus Data | 2020 | 2021 |
|---|---|---|
| 매출액(십억원) | 83.4 | 109.8 |
| 영업이익(십억원) | 15.8 | 22.2 |
| 순이익(십억원) | 11.6 | 17.2 |
| EPS(원) | 1,245 | 1,828 |
| BPS(원) | 8,687 | 10,335 |

Stock Price




Financial Data

| 투자지표 | 단위 | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 십억원 | 51.7 | 67.0 | 79.1 | 106.1 | 148.9 |
| 영업이익 | 십억원 | 10.5 | 12.6 | 12.9 | 20.6 | 28.5 |
| 세전이익 | 십억원 | 5.5 | 11.5 | 9.7 | 17.5 | 26.1 |
| 순이익 | 십억원 | 4.2 | 10.0 | 7.5 | 14.2 | 21.1 |
| EPS | 원 | 422 | 1,008 | 704 | 1,325 | 1,972 |
| 증감률 | % | (46.9) | 138.9 | (30.2) | 88.2 | 48.8 |
| PER | 배 | 74.42 | 21.67 | 30.54 | 16.23 | 10.90 |
| PBR | 배 | 4.73 | 2.88 | 2.88 | 2.54 | 2.12 |
| EV/EBITDA | 배 | 25.71 | 16.57 | 15.98 | 10.32 | 7.47 |
| ROE | % | 6.99 | 14.20 | 9.75 | 16.66 | 21.20 |
| BPS | 원 | 6,633 | 7,575 | 7,452 | 8,480 | 10,155 |
| DPS | 원 | 200 | 240 | 300 | 300 | 300 |

Analyst 김두현
02-3771-8542
doohyun@hanafn.com

Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com

RA 김규상
02-3771-8197
qkim@hanafn.com

Analyst 이정기/김두현/안주원 02-3771-7522/8542/3125

## 투자포인트

### 1. 리프팅실 CFDA 허가 획득을 시작으로 중국 진출 본격화

**리프팅실 '민트' 중국 CFDA 허가 향후 규격추가 용이할 것으로 예상**

한스바이오메드는 2019년 7월 3일 중국 CFDA로부터 리프팅실 '민트'의 판매 허가를 획득하며 중국 진출에 무게를 더했다. 이번에는 보유 제품라인 중 43cm 제품만 허가를 받은 상태며, 향후 17cm, Fine, Easy 등 규격추가를 통해 허가 제품 종류 증가가 용이해졌다는 판단이다. 한스바이오메드는 승인 전 이미 중국에서 8번이나 학회를 열어 교육기회를 제공하며 자사 제품 홍보를 활발히 해놓은 상태로, 즉시 연간 20~30억원 규모의 매출이 추가될 것으로 예상된다.

**벨라젤 마이크로텍스쳐 2020년 1분기 중국 판매 허가 승인 예상**

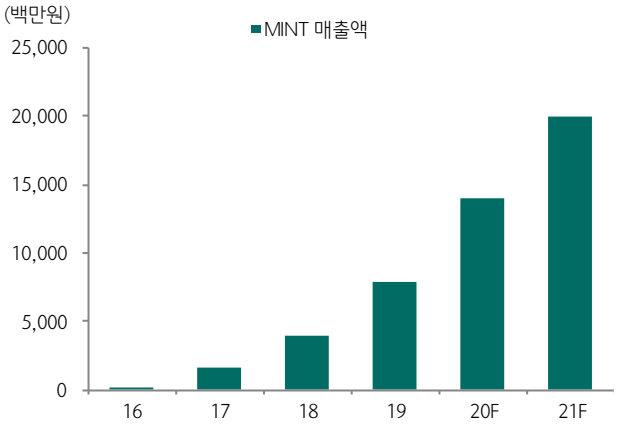
벨라젤의 경우에도 위와 비슷하게 기존 스무스 및 텍스쳐 타입은 이미 판매 허가를 획득했으며, 현재 한스바이오메드는 주력 제품인 '마이크로텍스쳐' 타입의 규각추가를 통한 판매 허가를 기다리고 있는 상황이다. 중국 인공유방 시장 규모는 약 1,000억원 정도로 추정하고 있으며, 인공유방 제조의 전통 강자인 엘러간과 멘토가 시장점유율의 대부분을 차지하는 것으로 추정하고 있다. 국내에서도 마이크로텍스쳐 타입의 모티바와 벨라젤이 출시되며 엘러간과 멘토의 점유율을 가져온 것처럼, 중국에서도 국내와 유사한 흐름을 보일 것으로 예상된다. 경쟁제품인 모티바는 현재 중국 허가를 개시도 못한 상태이며, 이미 2016년 스무스 및 텍스쳐 타입 제품에 대해 허가를 획득한 벨라젤이 중국 시장에서 우위를 점할 수 있을 것으로 전망한다. 2021년 1분기(FY)에 허가 승인이 예상되며, 약 200억원의 매출을 예상하고 있다.

**표 1. 2019년 주요 국가별 인허가 현황**

| 제품 | 국가 | 등록예정일 |
|---|---|---|
| MINT Easy/Fine | 태국 | 2019.09 |
| | 캐나다 | 2019.12 |
| | 싱가포르 | 2019.12 |
| | 대만 | 2019.12 |
| MINT 43/17 | 태국 | 2019.09 |
| | 캐나다 | 2019.12 |
| BellaGel Micro | 러시아 | 2019.11 |
| | 태국 | 2019.12 |
| | 중국 | 2019.12 |
| | 대만 | 2019.12 |
| BellaGel | 코스타리카 | 2019.06 |
| | 필리핀 | 2019.06 |
| | 페루 | 2019.07 |
| | 태국 | 2019.12 |

자료: 한스바이오메드, 하나금융투자

**그림 1. 민트 매출액 추이 및 전망**




주: 9월 결산 법인으로 회계 연도(FY) 기준
자료: 한스바이오메드, 하나금융투자

Analyst 이정기/김두현/안주원 02-3771-7522/8542/3125

### 2. 벨라젤 국내 점유율 상승 및 생산인프라 투자

**벨라젤 국내 점유율 40% 달성 전망**
**수요 증가에 따른 증설 단행**

국내 가슴성형 시장은 2013년 150억원에서 2018년 350억원으로 5년 내에 2배 이상 성장했다. 2019년 3월 기준 벨라젤의 국내 점유율은 30%로 추정되며, 2020년 내에 점유율 40%까지 달성할 것으로 예상된다. 최근 미용성형뿐만 아니라 유방재건 수술 향 매출도 증가하는 추세이며, 이미 국내 점유율 1위를 차지하고 있는 만큼 충분히 달성 가능한 수치로 판단된다.

인공유방 보형물 수요 증가에 따라 한스바이오메드는 증설을 단행했다. 기존 대덕연구소 건물 4층에 스마트팩토리 라인을 추가했으며, 이미 가동이 시작되어 기존 200억원 캐파에서 800~1,000억원 캐파로 생산성이 한 단계 진보될 예정이다.

## 실적 추정

### 2020년 매출액 791억원, 영업이익 129억원 전망

2020년 연결 매출액과 영업이익은 각각 18.1%, 2.4% 성장한 791억원과 129억원을 달성할 전망이다. 중국에 성공적으로 진출한 리프팅실 민트는 2020년에만 캐나다, 인도, 러시아 등 10여개 국가에서 승인이 기대되며, 민트 매출에 힘입어 의료기기 부문 매출액은 170억원을 전망하며, 전사 외형 성장을 견인할 것으로 예상한다. FY 3분기 내수용 한스파마 화장품을 출시할 예정으로, 기존 피부과/성형외과 네트워크를 활용해 영업을 넓혀갈 전망이다.

**표 1. 실적 추정**

(단위: 십억원)

| | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19 | 1Q20 | 2Q20 | 3Q20F | 4Q20F | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **10.5** | **12.1** | **14.7** | **14.5** | **15.7** | **16.6** | **18.0** | **16.7** | **17.8** | **19.0** | **19.9** | **22.5** | **51.7** | **67.0** | **79.1** | **106.1** |
| *YoY(%)* | *9.6* | *23.8* | *45.1* | *51.0* | *49.4* | *37.7* | *22.2* | *15.4* | *13.0* | *14.1* | *10.7* | *34.7* | *32.2* | *29.6* | *18.1* | *34.1* |
| 실리콘 | 3.0 | 3.5 | 4.9 | 4.3 | 5.5 | 6.0 | 6.4 | 5.9 | 6.4 | 6.8 | 6.8 | 8.4 | 15.6 | 23.9 | 28.4 | 40.0 |
| 의료기기 | 1.5 | 1.8 | 2.1 | 2.3 | 2.6 | 2.7 | 3.8 | 2.5 | 4.7 | 4.1 | 4.2 | 4.0 | 7.7 | 11.6 | 17.0 | 30.5 |
| 골이식재 | 3.8 | 4.5 | 4.3 | 5.0 | 4.3 | 4.6 | 5.5 | 5.5 | 4.6 | 5.7 | 6.0 | 6.6 | 17.6 | 20.0 | 22.9 | 23.6 |
| 피부이식재 | 0.9 | 0.7 | 0.8 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.9 | 0.6 | 0.8 | 1.0 | 1.0 | 0.6 | 3.0 | 3.0 | 3.4 | 3.6 |
| 한스파마 | 1.0 | 1.2 | 2.5 | 1.9 | 2.3 | 2.3 | 0.9 | 1.4 | 0.9 | 0.8 | 1.7 | 2.0 | 6.6 | 6.8 | 5.5 | 6.3 |
| 기타 | | | | | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.5 | 0.1 | 0.3 | 0.0 | 0.5 | 0.0 | 0.5 | 0.8 | 0.8 |
| 임대료 | 0.4 | 0.4 | 0.0 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.5 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 1.1 | 1.2 | 1.2 | 1.2 |
| **영업이익** | **2.2** | **2.4** | **3.5** | **2.3** | **2.8** | **2.2** | **3.5** | **4.2** | **2.4** | **2.7** | **3.2** | **4.5** | **10.5** | **12.6** | **12.9** | **20.6** |
| *OPM(%)* | *20.9* | *19.9* | *23.9* | *15.1* | *17.7* | *13.2* | *19.3* | *24.9* | *13.5* | *14.3* | *16.1* | *20.2* | *20.3* | *18.8* | *16.3* | *19.4* |
| **(지배)순이익** | **1.3** | **1.2** | **2.2** | **(0.4)** | **1.6** | **1.9** | **2.4** | **4.0** | **1.6** | **(0.4)** | **2.0** | **3.2** | **4.2** | **10.0** | **9.3** | **14.2** |
| *NPM(%)* | *12.2* | *9.7* | *14.7* | *(3.1)* | *10.4* | *11.5* | *13.5* | *23.9* | *8.7* | *(2.2)* | *10.1* | *14.3* | *8.0* | *14.9* | *11.8* | *13.4* |

주: 9월 결산 법인
자료: 한스바이오메드, 하나금융투자

Analyst 이정기/김두현/안주원 02-3771-7522/8542/3125

## 추정 재무제표

### 손익계산서

(단위: 십억원)

| | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **51.7** | **67.0** | **79.1** | **106.1** | **148.9** |
| 매출원가 | 24.3 | 26.8 | 30.2 | 40.0 | 51.6 |
| 매출총이익 | 27.4 | 40.2 | 48.9 | 66.1 | 97.3 |
| 판관비 | 17.0 | 27.6 | 36.1 | 45.4 | 68.7 |
| **영업이익** | **10.5** | **12.6** | **12.9** | **20.6** | **28.5** |
| 금융손익 | (0.3) | (0.4) | (0.8) | (0.8) | (0.9) |
| 종속/관계기업손익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타영업외손익 | (4.7) | (0.8) | (2.3) | (2.3) | (1.6) |
| **세전이익** | **5.5** | **11.5** | **9.7** | **17.5** | **26.1** |
| 법인세 | 0.4 | 2.0 | 1.7 | 3.2 | 4.7 |
| 계속사업이익 | 5.1 | 9.5 | 8.0 | 14.3 | 21.3 |
| 중단사업이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **당기순이익** | **5.1** | **9.5** | **8.0** | **14.3** | **21.3** |
| 비지배주주지분 순이익 | 0.9 | (0.4) | 0.4 | 0.1 | 0.2 |
| **지배주주순이익** | **4.2** | **10.0** | **7.5** | **14.2** | **21.1** |
| 지배주주지분포괄이익 | 4.1 | 9.9 | 8.3 | 15.0 | 22.3 |
| NOPAT | 9.7 | 10.4 | 10.6 | 16.9 | 23.3 |
| EBITDA | 12.3 | 14.3 | 14.5 | 22.1 | 30.0 |
| **성장성(%)** | | | | | |
| 매출액증가율 | 32.2 | 29.6 | 18.1 | 34.1 | 40.3 |
| NOPAT증가율 | 26.0 | 7.2 | 1.9 | 59.4 | 37.9 |
| EBITDA증가율 | 10.8 | 16.3 | 1.4 | 52.4 | 35.7 |
| 영업이익증가율 | 10.5 | 20.0 | 2.4 | 59.7 | 38.3 |
| (지배주주)순익증가율 | (46.2) | 138.1 | (25.0) | 89.3 | 48.6 |
| EPS증가율 | (46.9) | 138.9 | (30.2) | 88.2 | 48.8 |
| **수익성(%)** | | | | | |
| 매출총이익률 | 53.0 | 60.0 | 61.8 | 62.3 | 65.3 |
| EBITDA이익률 | 23.8 | 21.3 | 18.3 | 20.8 | 20.1 |
| 영업이익률 | 20.3 | 18.8 | 16.3 | 19.4 | 19.1 |
| 계속사업이익률 | 9.9 | 14.2 | 10.1 | 13.5 | 14.3 |

### 대차대조표

(단위: 십억원)

| | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | **37.2** | **58.8** | **68.2** | **86.8** | **115.6** |
| 금융자산 | 8.7 | 26.8 | 30.4 | 36.1 | 44.5 |
| 현금성자산 | 8.6 | 10.4 | 13.9 | 19.2 | 27.1 |
| 매출채권 등 | 15.3 | 14.8 | 17.5 | 23.4 | 32.9 |
| 재고자산 | 12.3 | 15.2 | 18.0 | 24.1 | 33.8 |
| 기타유동자산 | 0.9 | 2.0 | 2.3 | 3.2 | 4.4 |
| **비유동자산** | **54.5** | **75.3** | **73.7** | **72.2** | **70.9** |
| 투자자산 | 1.8 | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.6 |
| 금융자산 | 1.8 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.4 |
| 유형자산 | 26.0 | 44.5 | 43.1 | 41.7 | 40.5 |
| 무형자산 | **2.5** | **9.8** | **9.6** | **9.5** | **9.3** |
| 기타비유동자산 | **24.2** | **20.6** | **20.6** | **20.5** | **20.5** |
| **자산총계** | **91.7** | **134.1** | **141.9** | **159.0** | **186.5** |
| **유동부채** | **20.1** | **24.2** | **26.4** | **31.4** | **39.4** |
| 금융부채 | 12.0 | 15.3 | 16.3 | 18.4 | 21.8 |
| 매입채무 등 | 3.9 | 4.9 | 5.7 | 7.7 | 10.8 |
| 기타유동부채 | 4.2 | 4.0 | 4.4 | 5.3 | 6.8 |
| **비유동부채** | **2.1** | **25.8** | **26.3** | **27.2** | **28.6** |
| 금융부채 | **0.0** | **23.6** | **23.6** | **23.6** | **23.6** |
| 기타비유동부채 | 2.1 | 2.2 | 2.7 | 3.6 | 5.0 |
| **부채총계** | **22.2** | **50.0** | **52.7** | **58.6** | **68.0** |
| **지배주주지분** | **65.2** | **74.9** | **79.7** | **90.6** | **108.6** |
| 자본금 | **4.9** | **5.0** | **5.0** | **5.0** | **5.0** |
| 자본잉여금 | 26.2 | 27.2 | 27.2 | 27.2 | 27.2 |
| 자본조정 | (1.2) | (1.2) | (1.2) | (1.2) | (1.2) |
| 기타포괄이익누계액 | (0.1) | (0.1) | (0.1) | (0.1) | (0.1) |
| 이익잉여금 | 35.4 | 44.0 | 48.8 | 59.8 | 77.7 |
| **비지배주주지분** | **4.3** | **9.2** | **9.6** | **9.8** | **10.0** |
| **자본총계** | **69.5** | **84.1** | **89.3** | **100.4** | **118.6** |
| 순금융부채 | 3.3 | 12.1 | 9.4 | 5.9 | 0.9 |

### 투자지표

| | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당지표(원)** | | | | | |
| EPS | 422 | 1,008 | 704 | 1,325 | 1,972 |
| BPS | 6,633 | 7,575 | 7,452 | 8,480 | 10,155 |
| CFPS | 1,135 | 1,506 | 1,138 | 1,857 | 2,651 |
| EBITDAPS | 1,251 | 1,454 | 1,356 | 2,069 | 2,800 |
| SPS | 5,249 | 6,787 | 7,390 | 9,911 | 13,908 |
| DPS | 200 | 240 | 300 | 300 | 300 |
| **주가지표(배)** | | | | | |
| PER | 74.4 | 21.7 | 30.5 | 16.2 | 10.9 |
| PBR | 4.7 | 2.9 | 2.9 | 2.5 | 2.1 |
| PCFR | 27.7 | 14.5 | 18.9 | 11.6 | 8.1 |
| EV/EBITDA | 25.7 | 16.6 | 16.0 | 10.3 | 7.5 |
| PSR | 6.0 | 3.2 | 2.9 | 2.2 | 1.5 |
| **재무비율(%)** | | | | | |
| ROE | 7.0 | 14.2 | 9.8 | 16.7 | 21.2 |
| ROA | 4.8 | 8.8 | 5.5 | 9.4 | 12.2 |
| ROIC | 18.6 | 15.8 | 13.1 | 19.5 | 23.8 |
| 부채비율 | 31.9 | 59.5 | 59.0 | 58.4 | 57.3 |
| 순부채비율 | 4.8 | 14.4 | 10.5 | 5.9 | 0.8 |
| 이자보상배율(배) | 30.9 | 20.7 | 13.7 | 21.1 | 27.3 |

### 현금흐름표

(단위: 십억원)

| | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | **4.3** | **6.7** | **2.7** | **3.6** | **5.1** |
| 당기순이익 | 5.1 | 9.5 | 8.0 | 14.3 | 21.3 |
| 조정 | 3.3 | (0.1) | (1.2) | (1.6) | (1.7) |
| 감가상각비 | 1.9 | 1.8 | 1.6 | 1.5 | 1.4 |
| 외환거래손익 | 0.1 | (0.4) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 지분법손익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | 1.3 | (1.5) | (2.8) | (3.1) | (3.1) |
| 영업활동 자산부채 변동 | (4.1) | (2.7) | (4.1) | (9.1) | (14.5) |
| **투자활동 현금흐름** | **(4.4)** | **(33.4)** | **(0.2)** | **(0.4)** | **(0.6)** |
| 투자자산감소(증가) | (1.8) | 1.4 | (0.0) | (0.1) | (0.1) |
| 유형자산감소(증가) | (2.2) | (15.6) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | (0.4) | (19.2) | (0.2) | (0.3) | (0.5) |
| **재무활동 현금흐름** | **4.1** | **28.5** | **1.0** | **2.1** | **3.4** |
| 금융부채증가(감소) | (8.0) | 26.9 | 1.0 | 2.1 | 3.4 |
| 자본증가(감소) | 8.3 | 1.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타재무활동 | 3.8 | 0.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 배당지급 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **현금의 증감** | **3.8** | **1.8** | **3.5** | **5.3** | **7.9** |
| Unlevered CFO | 11.2 | 14.9 | 12.2 | 19.9 | 28.4 |
| Free Cash Flow | 2.0 | (8.8) | 2.7 | 3.6 | 5.1 |

자료: 하나금융투자

Analyst 이정기/김두현/안주원 02-3771-7522/8542/3125

2020년 5월 19일

# 리메드(302550)

## 제2의 젤틱을 꿈꾸는 리메드

**투자의견 BUY, 목표주가 49,100원 제시**

리메드에 대해 투자의견 'BUY', 목표주가 49,100원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2020F EPS 1,684원에 Target PER 29.2배(피부미용 업종 평균)를 적용해 산출했다. 리메드는 1) 엘러간의 공격적인 쿨톤 마케팅과 2) 만성통증 치료기기 FSWT의 부품 교체 수요 증가에 따른 매출 확대, 3) 하반기에 쿨톤과 같은 바디토닝 의료기기 완제품을 국내시장에 출시할 예정으로 중장기 실적 성장 가능성도 높다고 판단된다. 과거 클래시스의 슈링크 사례와 같이 실적 서프라이즈와 밸류에이션 리레이팅이 충분이 가능할 것으로 예상된다.

**성장 한계에 부딪힌 쿨스컬프팅, 쿨톤으로 돌파한다**

엘러간의 공격적인 쿨톤 영업에 따른 수혜가 예상된다. 쿨스컬프팅 매출 감소로 신제품 출시가 시급했던 엘러간은 2019년 말 근육강화 및 탄력 개선(toning) 의료기기 쿨톤(CoolTone)을 출시했다. 리메드가 쿨톤 핵심부품을 짐머에게 공급하고, 짐머가 완제품을 엘러간에 공급한다. 리메드는 2019년 4분기에만 엘러간으로부터 부품 1,000개를 주문 받았으며, 2020년에는 2,000개 이상 납품할 것으로 예상된다. 리메드는 2019년 4분기에만 엘러간으로부터 부품 1,000개를 주문 받았으며, 2020년에는 2,000개 이상 납품할 것으로 예상된다. 2016년 말 기준 쿨스컬프팅 장비는 전세계 6,000대 이상 판매되어 사용 중인 것으로 알려져 있다. 리메드의 쿨톤 부품 매출은 2019년 40억원, 2020년 101억원, 2021년 137억원으로 전망한다.

**2020년 매출액 296억원, 영업이익 96억원 전망**

리메드의 2020년 연결 매출액과 영업이익은 각각 296억원(YoY, +59.1%), 96억원 YoY, +123.3%)으로 전망한다. 1분기에는 코로나19의 영향에도 불구하고 잠정 매출액과 영업이익은 각각 67억원과 23억원으로 기대에 부합했다. 코로나19의 영향이 더 클 것으로 예상되는 2분기 실적은 우려스럽지만, 3분기부터 점진적으로 회복할 것으로 예상된다. 에스테틱 부문 139억원, 만성통증 부문은 108억원의 매출이 예상된다.

**Initiate**

**BUY**

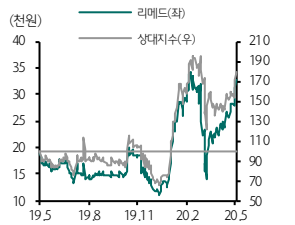
**| TP(12M): 49,100원 | CP(5월 18일): 32,600원**

| Key Data | |
|---|---|
| KOSDAQ 지수 (pt) | 690.85 |
| 52주 최고/최저(원) | 34,350/11,050 |
| 시가총액(십억원) | 194.5 |
| 시가총액비중(%) | 0.08 |
| 발행주식수(천주) | 5,965.6 |
| 60일 평균 거래량(천주) | 402.1 |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 10.0 |
| 20년 배당금(예상,원) | 0 |
| 20년 배당수익률(예상,%) | 0.00 |
| 외국인지분율(%) | 2.39 |
| 주요주주 지분율(%) | |
| 이근용 외 5 인 | 37.57 |
| | 0.00 |

| 주가상승률 | 1M | 6M | 12M |
|---|---|---|---|
| 절대 | 34.2 | 77.2 | 92.9 |
| 상대 | 23.3 | 71.7 | 99.4 |

| Consensus Data | 2020 | 2021 |
|---|---|---|
| 매출액(십억원) | 28.9 | 45.0 |
| 영업이익(십억원) | 9.1 | 15.8 |
| 순이익(십억원) | 8.8 | 14.2 |
| EPS(원) | 1,489 | 2,375 |
| BPS(원) | 5,610 | 7,985 |

Stock Price




**Financial Data**

| 투자지표 | 단위 | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 십억원 | 8.0 | 18.6 | 29.6 | 38.9 | 43.6 |
| 영업이익 | 십억원 | (0.8) | 4.3 | 9.6 | 13.6 | 17.3 |
| 세전이익 | 십억원 | (7.3) | 4.6 | 10.0 | 13.3 | 17.0 |
| 순이익 | 십억원 | (7.4) | 4.4 | 10.0 | 10.4 | 13.2 |
| EPS | 원 | (1,503) | 832 | 1,684 | 1,738 | 2,209 |
| 증감율 | % | 적전 | 흑전 | 102.4 | 3.2 | 27.1 |
| PER | 배 | N/A | 15.87 | 19.36 | 18.76 | 14.76 |
| PBR | 배 | 7.27 | 3.12 | 5.62 | 4.32 | 3.34 |
| EV/EBITDA | 배 | N/A | 14.63 | 17.89 | 12.06 | 8.84 |
| ROE | % | (99.19) | 24.53 | 33.73 | 26.05 | 25.55 |
| BPS | 원 | 2,118 | 4,229 | 5,802 | 7,540 | 9,749 |
| DPS | 원 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

Analyst 김두현
02-3771-8542
doohyun@hanafn.com

Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com

RA 김규상
02-3771-8197
qkim@hanafn.com

Analyst 이정기/김두현/안주원 02-3771-7522/8542/3125

# 성장 한계에 부딪힌 쿨스컬프팅, 쿨톤으로 돌파한다

## 1. 10년간 잘 커온 엘러간의 쿨스컬프팅, 성장의 한계에 부딪히다

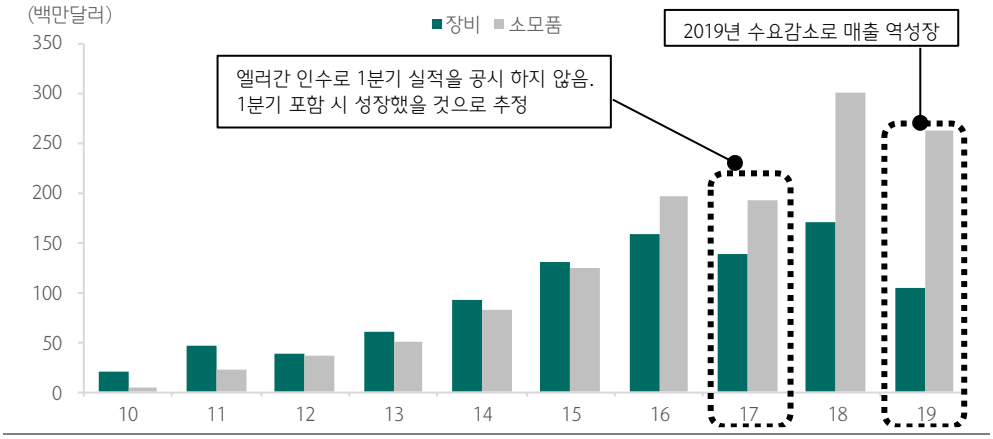
쿨스컬프팅 매출
2010년 2,550만 달러
→ 2016년 3억 5,420만 달러

젤틱이 개발한 쿨스컬프팅(CoolSculpting)은 저온지방감소(Cryolipolysis) 의료기기로, 2010년 미국 FDA로부터 피하지방층 감소 효능을 인정 받았다. 저온지방감소 방식은 1) 제어된 냉기를 이용해 적용 부위의 피하지방세포만 파괴 후, 2) 파괴된 피하지방세포가 체내에서 자연적으로 대사되어 제거되는 과정을 통해 피하지방층이 제거된다. 혁신적인 비침습 지방제거 시술을 시장에 선보이며 2010년 2,550만 달러에 불과했던 젤틱의 매출액은 2016년 3억 5,420만 달러로 10배 이상 성장했다. 폭발적인 성장에 힘입어 2017년 4월에는 엘러간에게 24.8억 달러(약 2.5조원)에 인수됐다. 그러나 출시 된지 10년차가 된 쿨스컬프팅도 세월을 피해갈 수는 없었다. 2018년 쿨스컬프팅 매출액은 4억 6,910만 달러로 정점을 찍은 후, 장비 노후화와 수요 감소 등으로 인해 2019년 처음으로 매출액이 감소했다.

2017년 4월 엘러간에게 24.8억 달러 (2.5조원) 에 인수,
2019년 최초로 역성장하며 신제품 출시에 대한 니즈가 생김

그림 1. 쿨스컬프팅 장비 및 소모품 매출액 추이

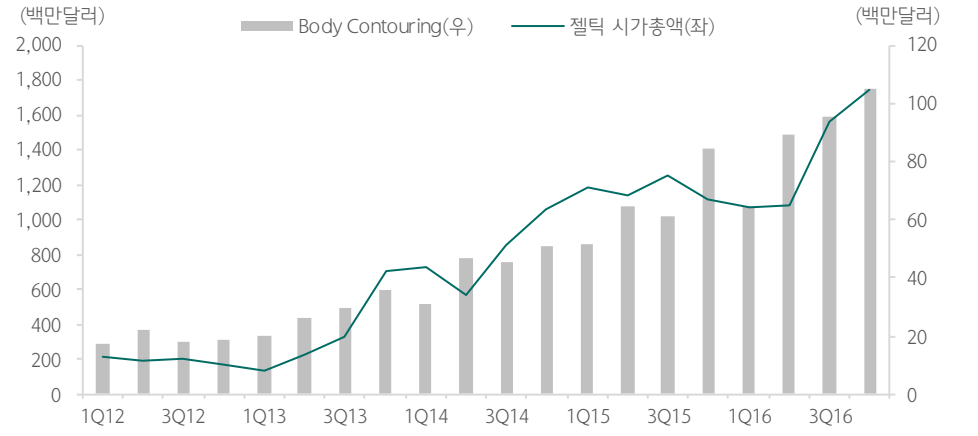
2019년 쿨스컬프팅 장비노화, 수요감소 등으로 인해 매출 역성장




자료: 젤틱, 엘러간, 하나금융투자

그림 2. 젤틱 매출액 및 시가총액 추이

젤틱 시가총액
2012년 2억 달러
→ 2016년 17억 달러
→ 2017년 엘러간 24.8억 달러에 인수




자료: Bloomberg, 하나금융투자

## 2. 2019년 4분기 쿨톤 출시, 쿨스컬프팅과 시너지 효과 기대

**엘러간 2019년 말 근육강화 및 탄력 개선(toning) 의료기기 쿨톤을 출시 쿨스컬프팅과 시너지 효과를 낼 것으로 전망**

신제품 출시가 시급했던 엘러간은 2019년 말 근육강화 및 탄력 개선(toning) 의료기기 쿨톤(CoolTone)을 출시했다. 이름에 'Cool'이 있지만 쿨스컬프팅처럼 지방세포를 차갑게하지는 않는다. 쿨톤은 자기장으로 근육을 자극해 근력 강화 및 체형 변화를 유도하는 효능을 가지고 있으며, 2019년 6월 미국 FDA의 승인을 받았다. 한마디로 정리하자면 쿨스컬프팅이 지방세포를 얼려 죽이고, 쿨톤은 근섬유를 강화(toning)한다. 엘러간은 1) 기존 쿨스컬프팅의 고객(에스테틱샵, 클리닉, 성형외과 등) 향 판매를 통한 쿨톤의 빠른 확산, 2) 2020년 듀얼 어플리케이터 시스템, 2021년 열기와 냉기를 활용한 쿨스컬프팅의 차기 제품 출시로 쿨톤과 시너지 효과를 낼 수 있는 전략을 준비하고 있다.

**리메드는 독자적인 기술로 개발한 쿨톤의 핵심부품을 납품**

리메드는 2014년 세계 최초로 코어 근력 강화 자기 치료기를 개발에 성공했으며, 그 결과로 엘러간의 쿨톤의 핵심부품을 납품하게 됐다. 쿨톤의 핵심부품을 짐머에게 공급하고, 짐머가 완제품을 엘러간에 공급한다. 리메드는 2019년 4분기에만 엘러간으로부터 부품 1,000개를 주문 받았으며, 2020년에는 2,000개 이상 납품할 것으로 예상된다. 2016년 말 기준 쿨스컬프팅 장비는 전세계 6,000대 이상 판매되어 사용 중인 것으로 알려져 있다. 엘러간이 기존 쿨스컬프팅이 설치된 고객에게 쿨톤을 판매하는 전략을 세웠기 때문에 쿨톤도 2022년까지 6,000대 이상 판매될 것으로 예상해 모델에 반영했다. 리메드의 쿨톤 부품 매출은 2019년 40억원, 2020년 101억원, 2021년 137억원으로 전망한다.

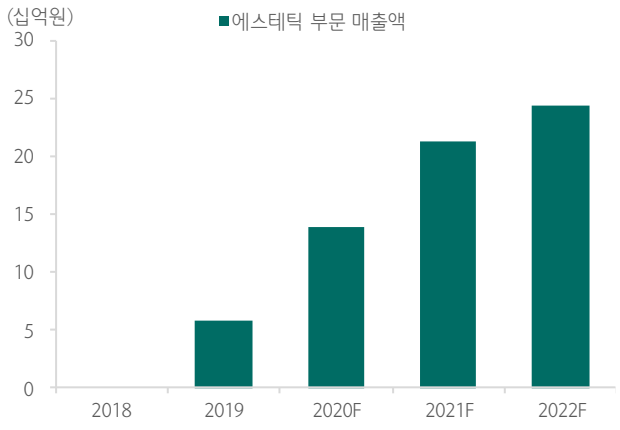
**엘러간이 기존 쿨스컬프팅이 설치된 고객에게 쿨톤을 판매하는 전략을 세웠기 때문에 쿨톤도 2022년까지 6,000대 이상 판매될 것으로 예상**

**표 1. 엘러간 Body Contouring 부문 매출 가정에 따른 리메드의 부품 매출액** (백만 달러, 대, 십억원)

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 15,940.7 | 15,787.4 | 16,088.9 | 15,574.4 | 16,174.6 | 16,239.5 |
| *YoY(%)* | *0.0* | *(1.0)* | *1.9* | *(3.2)* | *3.9* | *0.4* |
| **Body Contouring** | **330.4** | **469.1** | **366.8** | **623.0** | **647.0** | **649.6** |
| *YoY(%)* | *(6.7)* | *42.0* | *(21.8)* | *69.8* | *3.9* | *0.4* |
| **장비** | **138.7** | **169.6** | **105.2** | **332.0** | **420.5** | **292.3** |
| 소모품 | 191.7 | 299.5 | 261.6 | 290.9 | 226.4 | 357.3 |
| **쿨톤 판매대수** | | | **804** | **2,010** | **2,740** | **1,905** |
| **리메드 부품 매출액** | | | **4.0** | **10.1** | **13.7** | **9.5** |

자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 3. 리메드 에스테틱 부문 매출액 전망




자료: 하나금융투자

그림 4. 엘러간 쿨톤

자료: 엘러간, 하나금융투자

그림 5. 쿨톤 작동 원리

자료: 엘러간, 하나금융투자

그림 6. 쿨톤 Before & After

자료: 엘러간 하나금융투자

Analyst 이정기/김두현/안주원 02-3771-7522/8542/3125

## 실적 추정 및 밸류에이션

### 1. 2020년 매출액 296억원, 영업이익 96억원 전망

에스테틱 부문 139억원, 만성통증 부문은 108억원의 매출 예상

리메드의 2020년 연결 매출액과 영업이익은 각각 296억원(YoY, +59.1%), 96억원 YoY, +123.3%)으로 전망한다. 1분기에는 코로나19의 영향에도 불구하고 잠정 매출액과 영업이익은 각각 67억원과 23억원으로 기대에 부합했다. 코로나19의 영향이 더 클 것으로 예상되는 2분기 실적은 우려스럽지만, 3분기부터 점진적으로 회복할 것으로 예상된다. 에스테틱 부문 139억원, 만성통증 부문은 108억원의 매출이 예상된다.

### 2. 투자의견 'BUY', 목표주가 48,850원 제시

1) 엘러간의 공격적인 쿨톤 마케팅
2) FSWT의 부품 교체 수요 증가에 따른 매출 확대
3) 하반기 바디토닝 의료기기 완제품을 국내시장에 출시 예정

리메드에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 48,850원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2020F EPS 1,674원에Target PER 29.2배(피부미용 업종 평균)를 적용해 산출했다. 리메드는 1) 엘러간의 공격적인 쿨톤 마케팅과 2) 만성통증 치료기기 FSWT의 부품 교체 수요 증가에 따른 매출 확대, 3) 하반기에 쿨톤과 같은 바디토닝 의료기기 완제품을 국내시장에 출시할 예정으로 중장기 실적 성장 가능성도 높다고 판단된다. 과거 클래시스의 슈링크 사례와 같이 실적 서프라이즈와 밸류에이션 리레이팅이 충분이 가능할 것으로 예상된다.

표 2. 실적 추정 (단위: 십억원)

| | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19 | 1Q20P | 2Q20F | 3Q20F | 4Q20F | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | | | | | **6.7** | **4.8** | **9.0** | **9.1** | **8.0** | **18.6** | **29.6** | **38.9** |
| *YoY(%)* | | | | | | | | | *29.0* | *132.5* | | |
| 뇌재활 | | | | | 0.4 | 0.4 | 0.6 | 0.4 | 1.9 | 1.7 | 1.7 | 1.9 |
| 만성통증 | | | | | 3.2 | 2.4 | 2.7 | 2.5 | 3.8 | 8.1 | 10.8 | 12.4 |
| 에스테틱 | | | | | 2.3 | 1.6 | 4.9 | 5.2 | 0.0 | 5.9 | 13.9 | 21.2 |
| 기타 | | | | | 0.5 | 0.4 | 0.8 | 0.9 | 0.8 | 2.5 | 2.6 | 2.8 |
| 상품 | | | | | 0.3 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 4.4 | 0.3 | 0.6 | 0.6 |
| **영업이익** | | | | | **2.3** | **0.9** | **3.1** | **3.3** | **(0.8)** | **4.3** | **9.6** | **13.6** |
| *OPM(%)* | | | | | *34.2* | *18.3* | *34.5* | *36.0* | *(10.0)* | *23.1* | | |
| **(지배)순이익** | | | | | **2.8** | **0.9** | **3.1** | **3.2** | **(7.4)** | **4.4** | **10.0** | **10.4** |
| *NPM(%)* | | | | | *40.9* | *18.3* | *34.5* | *35.7* | *(92.2)* | *23.5* | *33.7* | *26.7* |

자료: 리메드, 하나금융투자

Analyst 이정기/김두현/안주원 02-3771-7522/8542/3125

## 추정 재무제표

### 손익계산서

(단위: 십억원)

| | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **8.0** | **18.6** | **29.6** | **38.9** | **43.6** |
| 매출원가 | 4.0 | 7.9 | 13.2 | 16.4 | 17.2 |
| 매출총이익 | 4.0 | 10.7 | 16.4 | 22.5 | 26.4 |
| 판관비 | 4.8 | 6.4 | 6.9 | 8.9 | 9.1 |
| **영업이익** | **(0.8)** | **4.3** | **9.6** | **13.6** | **17.3** |
| 금융손익 | (6.5) | 0.1 | (0.0) | 0.0 | 0.1 |
| 종속/관계기업손익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타영업외손익 | 0.1 | 0.2 | 0.4 | (0.3) | (0.4) |
| **세전이익** | **(7.3)** | **4.6** | **10.0** | **13.3** | **17.0** |
| 법인세 | 0.1 | 0.2 | 0.0 | 3.0 | 3.8 |
| 계속사업이익 | (7.4) | 4.4 | 10.0 | 10.4 | 13.2 |
| 중단사업이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **당기순이익** | **(7.4)** | **4.4** | **10.0** | **10.4** | **13.2** |
| 비지배주주지분 순이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **지배주주순이익** | **(7.4)** | **4.4** | **10.0** | **10.4** | **13.2** |
| 지배주주지분포괄이익 | (7.4) | 4.4 | 10.0 | 10.4 | 13.2 |
| NOPAT | (0.8) | 4.1 | 9.6 | 10.6 | 13.4 |
| EBITDA | (0.6) | 4.7 | 9.9 | 13.9 | 17.6 |
| **성장성(%)** | | | | | |
| 매출액증가율 | 29.0 | 132.5 | 59.1 | 31.4 | 12.1 |
| NOPAT증가율 | 적전 | 흑전 | 134.1 | 10.4 | 26.4 |
| EBITDA증가율 | 적전 | 흑전 | 110.6 | 40.4 | 26.6 |
| 영업이익증가율 | 적전 | 흑전 | 123.3 | 41.7 | 27.2 |
| (지배주주)순익증가율 | 적전 | 흑전 | 127.3 | 4.0 | 26.9 |
| EPS증가율 | 적전 | 흑전 | 102.4 | 3.2 | 27.1 |
| **수익성(%)** | | | | | |
| 매출총이익률 | 50.0 | 57.5 | 55.4 | 57.8 | 60.6 |
| EBITDA이익률 | (7.5) | 25.3 | 33.4 | 35.7 | 40.4 |
| 영업이익률 | (10.0) | 23.1 | 32.4 | 35.0 | 39.7 |
| 계속사업이익률 | (92.5) | 23.7 | 33.8 | 26.7 | 30.3 |

### 대차대조표

(단위: 십억원)

| | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | **9.6** | **21.1** | **32.4** | **44.6** | **58.8** |
| 금융자산 | 6.3 | 15.2 | 23.0 | 32.3 | 45.1 |
| 현금성자산 | 3.4 | 15.2 | 23.0 | 32.3 | 45.1 |
| 매출채권 등 | 0.9 | 2.6 | 4.1 | 5.4 | 6.0 |
| 재고자산 | 2.3 | 3.2 | 5.1 | 6.6 | 7.4 |
| 기타유동자산 | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.3 | 0.3 |
| **비유동자산** | **11.9** | **13.9** | **13.9** | **13.9** | **13.7** |
| 투자자산 | 0.6 | 0.6 | 1.0 | 1.3 | 1.5 |
| 금융자산 | 0.6 | 0.6 | 1.0 | 1.3 | 1.5 |
| 유형자산 | 9.4 | 11.4 | 11.1 | 10.7 | 10.4 |
| 무형자산 | **0.0** | **0.1** | **0.1** | **0.0** | **0.0** |
| 기타비유동자산 | **1.9** | **1.8** | **1.7** | **1.9** | **1.8** |
| **자산총계** | **21.5** | **34.9** | **46.3** | **58.4** | **72.5** |
| **유동부채** | **1.9** | **2.6** | **2.8** | **3.6** | **4.1** |
| 금융부채 | 0.3 | 0.9 | 0.1 | 0.2 | 0.2 |
| 매입채무 등 | 1.3 | 1.5 | 2.4 | 3.2 | 3.5 |
| 기타유동부채 | 0.3 | 0.2 | 0.3 | 0.2 | 0.4 |
| **비유동부채** | **8.6** | **7.8** | **8.9** | **9.8** | **10.3** |
| 금융부채 | **6.8** | **5.9** | **5.9** | **5.9** | **5.9** |
| 기타비유동부채 | 1.8 | 1.9 | 3.0 | 3.9 | 4.4 |
| **부채총계** | **10.6** | **10.3** | **11.7** | **13.5** | **14.4** |
| **지배주주지분** | **10.9** | **24.6** | **34.6** | **45.0** | **58.2** |
| 자본금 | **2.6** | **2.9** | **2.9** | **2.9** | **2.9** |
| 자본잉여금 | 13.3 | 21.5 | 21.5 | 21.5 | 21.5 |
| 자본조정 | 0.5 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 |
| 기타포괄이익누계액 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 이익잉여금 | (5.3) | (0.9) | 9.1 | 19.4 | 32.6 |
| **비지배주주지분** | **0.0** | **0.0** | **0.0** | **0.0** | **0.0** |
| **자본총계** | **10.9** | **24.6** | **34.6** | **45.0** | **58.2** |
| 순금융부채 | 0.8 | (8.5) | (17.1) | (26.3) | (39.0) |

### 투자지표

| | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당지표(원)** | | | | | |
| EPS | (1,503) | 832 | 1,684 | 1,738 | 2,209 |
| BPS | 2,118 | 4,229 | 5,802 | 7,540 | 9,749 |
| CFPS | 39 | 1,094 | 1,748 | 2,285 | 2,876 |
| EBITDAPS | (120) | 891 | 1,672 | 2,337 | 2,947 |
| SPS | 1,630 | 3,537 | 4,991 | 6,514 | 7,304 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **주가지표(배)** | | | | | |
| PER | N/A | 15.9 | 19.4 | 18.8 | 14.8 |
| PBR | 7.3 | 3.1 | 5.6 | 4.3 | 3.3 |
| PCFR | 399.1 | 12.1 | 18.7 | 14.3 | 11.3 |
| EV/EBITDA | N/A | 14.6 | 17.9 | 12.1 | 8.8 |
| PSR | 9.4 | 3.7 | 6.5 | 5.0 | 4.5 |
| **재무비율(%)** | | | | | |
| ROE | (99.2) | 24.5 | 33.7 | 26.0 | 25.6 |
| ROA | (47.0) | 15.5 | 24.6 | 19.8 | 20.1 |
| ROIC | (10.0) | 30.5 | 57.0 | 56.4 | 67.1 |
| 부채비율 | 96.6 | 41.9 | 33.7 | 29.9 | 24.7 |
| 순부채비율 | 7.5 | (34.4) | (49.3) | (58.5) | (67.1) |
| 이자보상배율(배) | (5.3) | 29.1 | 70.6 | 106.6 | 134.7 |

### 현금흐름표

(단위: 십억원)

| | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | **(0.3)** | **3.2** | **9.0** | **9.5** | **12.9** |
| 당기순이익 | (7.4) | 4.4 | 10.0 | 10.4 | 13.2 |
| 조정 | 7.6 | 1.2 | 0.4 | 0.3 | 0.3 |
| 감가상각비 | 0.2 | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.3 |
| 외환거래손익 | (0.0) | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 지분법손익 | 0.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | 7.2 | 0.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 영업활동 자산부채 변동 | (0.5) | (2.4) | (1.4) | (1.2) | (0.6) |
| **투자활동 현금흐름** | **(7.7)** | **0.5** | **(0.4)** | **(0.3)** | **(0.2)** |
| 투자자산감소(증가) | 0.0 | (0.1) | (0.4) | (0.3) | (0.2) |
| 유형자산감소(증가) | (5.0) | (2.1) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | (2.7) | 2.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **재무활동 현금흐름** | **8.5** | **8.1** | **(0.8)** | **0.0** | **0.0** |
| 금융부채증가(감소) | 3.2 | (0.4) | (0.8) | 0.0 | 0.0 |
| 자본증가(감소) | 12.6 | 8.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타재무활동 | (7.3) | (0.1) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 배당지급 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **현금의 증감** | **0.6** | **11.8** | **7.8** | **9.3** | **12.8** |
| Unlevered CFO | 0.2 | 5.7 | 10.4 | 13.6 | 17.2 |
| Free Cash Flow | (5.3) | 1.1 | 9.0 | 9.5 | 12.9 |

자료: 하나금융투자

Analyst 이정기/김두현/안주원 02-3771-7522/8542/3125

2020년 5월 19일

# 제테마(216080)

## 필러도 좋은데 보툴리놈 톡신까지!

**히알루론산 필러, 보툴리눔 톡신, 의료장비 전문기업**

제테마는 2009년 7월에 설립된 필러, 보툴리눔 톡신, 리프팅실, 의료장비 등 개발 생산 업체이다. 제테마의 주력제품인 히알루론산 필러는 국내에서 후발업체임에도 불구하고 우수한 제품으로 평가받았다. 보툴리눔 톡신 부문은 오리지널 균주를 영국공중보건원으로부터 정식 분양 받아 국내 유일 Type A, B, E를 보유하고 있다. 또한 제테마의 독보적인 맨파워로 1) 국내 필러 사업 1세대인 대표이사, 2) 해외 라이선스 아웃 경험을 보유한 부사장, 3) cGMP 허가 및 취득 경험을 보유한 상무 등의 전문 인력을 보유해 성장 원동력을 보유하고 있다고 판단된다.

**바디필러로 패러다임 체인지 + 보툴리눔 톡신 본격화 기대**

① **바디필러 제품의 무궁무진한 성장성**: 제테마는 현재 안면 필러 제품뿐만 아닌 바디필러까지의 확대에 따른 1) 필러 부문 포트폴리오 다각화 2) 필러 사용량 증대가 기대된다. 이에 따라 2019년 약 100억원에 불과했던 필러 매출액은 20년 약 150억원을 시작으로 매년 크게 외형 성장을 할 전망이다.

② **보툴리눔 톡신으로 포트폴리오가 다각화**: 제테마는 1) 원재료부터 제품생산에 따른 높은 수익성 2) 다양한 균주에 따른 미용/성형뿐만 아닌 치료시장까지 확대 3) 동일 효과 제품 대비 적은 독소 함량 경쟁력으로 추후 신규 매출원에 따른 외형 확대가 기대된다. 또한 5월 중 보툴리눔 톡신의 수출품목허가가 나올 예정으로 이에 따른 수출 금액 약 48억원과 해외 License Out 약 98억원으로 2020년 신규 매출원 146억원이 발생될 전망이다.

**2020년 매출액 340억원과 영업이익 81억원 전망**

제테마의 2020년 실적은 매출액 340억원 (+155.4%, YoY)과 영업이익 81억원 (흑자전환, YoY)으로 전망한다. 매출액 증가 요인은 1) 히알루론산 필러 부문 151억원 (+49.7%, YoY) 2) 신규 매출원 보툴리눔 톡신 48억원 3) 보툴리눔 톡신의 해외향 License out 98억원 등에 기인한다. 2020년은 필러 및 보툴리눔 톡신 부문에 따른 외형확대 및 신규 매출원으로 매출액 증가, 영업이익 흑자전환이 동시에 이루어질 전망이다.

**Update**

**Not Rated**

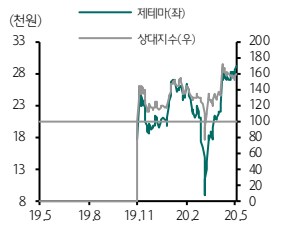
**CP(5월18일): 28,700원**

| Key Data | |
|---|---|
| KOSDAQ 지수 (pt) | 690.85 |
| 52주 최고/최저(원) | 28,700/8,580 |
| 시가총액(십억원) | 244.9 |
| 시가총액비중(%) | 0.10 |
| 발행주식수(천주) | 8,531.9 |
| 60일 평균 거래량(천주) | 112.5 |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 2.5 |
| 20년 배당금(예상,원) | 0 |
| 20년 배당수익률(예상,%) | 0.00 |
| 외국인지분율(%) | 0.17 |
| 주요주주 지분율(%) | |
| 김재영 외 13 인 | 30.22 |
| | 0.00 |

| 주가상승률 | 1M | 6M | 12M |
|---|---|---|---|
| 절대 | | | |
| 상대 | | | |

| Consensus Data | 2020 | 2021 |
|---|---|---|
| 매출액(십억원) | N/A | N/A |
| 영업이익(십억원) | N/A | N/A |
| 순이익(십억원) | N/A | N/A |
| EPS(원) | N/A | N/A |
| BPS(원) | N/A | N/A |

Stock Price




**Financial Data**

| 투자지표 | 단위 | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 십억원 | 11.2 | 13.3 | 34.0 | 55.8 | 89.2 |
| 영업이익 | 십억원 | (4.6) | (10.7) | 8.1 | 17.3 | 29.9 |
| 세전이익 | 십억원 | (15.7) | (14.7) | 5.2 | 14.7 | 26.8 |
| 순이익 | 십억원 | (15.8) | (14.7) | 4.8 | 12.4 | 20.3 |
| EPS | 원 | (2,473) | (2,044) | 560 | 1,454 | 2,381 |
| 증감율 | % | 적지 | 적지 | 흑전 | 159.6 | 63.8 |
| PER | 배 | N/A | N/A | 51.23 | 19.74 | 12.05 |
| PBR | 배 | N/A | 5.12 | 6.33 | 4.79 | 3.43 |
| EV/EBITDA | 배 | N/A | N/A | 24.39 | 12.47 | 7.50 |
| ROE | % | 2,507.06 | (101.92) | 13.14 | 27.62 | 33.15 |
| BPS | 원 | (753) | 4,037 | 4,537 | 5,991 | 8,372 |
| DPS | 원 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

Analyst 김두현
02-3771-8542
doohyun@hanafn.com

Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com

RA 윤문수
02-3771-3826
moonsooyun@hanafn.com

Analyst 이정기/김두현/안주원 02-3771-7522/8542/3125

# I. 기업소개

## 1. 히알루론산 필러, 보툴리눔 톡신, 의료장비 전문기업

**히알루론산 필러,**
**국내 유일 Type A, B, E 균주,**
**독보적인 맨파워 보유**

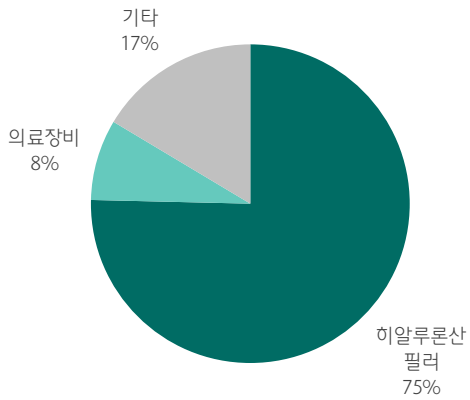
제테마는 2009년 7월에 설립된 필러, 보툴리눔 톡신, 리프팅실, 의료장비 등 개발 생산 업체이다. 제테마의 주력제품인 히알루론산 필러는 국내에서 후발업체임에도 불구하고 우수한 제품으로 평가받았다. 또한, 전 세계 유일 4세대 리프팅실을 독자 개발했다. 리프팅실은 녹는 실로 피부나 신체 부위를 고정하여 히알루론산 필러와 병용되는 제품으로 둘의 시너지 효과가 높다. 추후 바디필러 시장으로의 확대와 함께 리프팅실 또한 같이 확대될 전망이다. 보툴리눔 톡신 부문은 오리지널 균주를 영국공중보건원으로부터 정식 분양 받아 국내 유일 Type A, B, E를 보유하고 있다. 제테마는 미용 목적으로 Type A를 먼저 개발한 뒤 치료용으로 B, E를 개발할 예정이다. 또한 제테마의 독보적인 맨파워로 1) 국내 필러 사업 1세대인 대표이사, 2) 해외 라이선스 아웃 경험을 보유한 부사장, 3) cGMP 허가 및 취득 경험을 보유한 상무 등의 전문 인력을 보유해 성장 원동력을 보유하고 있다고 판단된다. 2019년 기준 제품별 매출 비중은 히알루론산 필러 75.82%, 의료장비 8.15%, 기타(에피티콘, 마스크팩 등) 17.74% 등이다

**표 1. 제테마 사업영역**

| 구분 | 용도 |
|---|---|
| 보툴리눔 톡신 | 보툴리눔 독소를 활용해 근육의 수축 및 이완 작용을 일으키는 의약품 |
| 히알루론산 필러 | 피부나 특정 부위를 볼륨감 있게 채워주는 주사제 |
| 리프팅실 | 녹는 실로 피부나 신체 부위를 리프팅하여 고정 |
| 의료장비 및 화장품 | 시술 단계 이후 관리 영역인 의료장비 및 화장품 |

자료: 제테마, 하나금융투자

**그림 1. 제품별 매출 비중**




주: 2019년 기준
자료: 제테마, 하나금융투자

**그림 2. 히알루론산 필러 e.p.t.q.**

자료: 제테마 하나금융투자

Analyst 이정기/김두현/안주원 02-3771-7522/8542/3125

## II. 투자포인트

### 1. 우수한 제품 기반 안면필러에서 바디필러 시장으로, 패러다임 체인지!

**제테마의 히알루론산 필러는 낮은 가교율(MoD), 우수한 몰딩감 보유**

필러 시장의 트렌드 변화로 안면필러에서 바디필러로 확장되어 이에 따른 필러 사용량 증대가 기대된다. 안면에 주입되는 필러 양은 약 3cc인 반면 바디필러는 약 200cc(양쪽 엉덩이)가 주입된다. 이처럼 필러 사용량이 늘어나는 만큼 고객의 입장에서 제품의 안정성과 몰딩감이 더욱 강조된다. 제테마의 주력제품인 히알루론산 필러는 국내에서 후발업체임에도 불구하고 글로벌 1위 업체인 갈더마와 비슷한 제품이라고 평가를 받았다. 이는 경쟁사 제품들 대비 낮은 가교율(MoD)로 안정성이 높으며 우수한 몰딩감으로 평가받고 있기 때문이다. 제테마의 바디필러 중 가슴 부분은 2019년 3분기에 예비임상프로토콜을 제출했으며 2023년 출시 목표로 임상을 진행하고 있다. 제테마는 안면필러 제품뿐만 아닌 바디필러까지의 확대에 따른 1) 제품 포트폴리오 다각화 2) 필러 사용량 증대가 기대된다. 이에 따라 2019년 약 100억원에 불과했던 필러 매출액은 2020년 약 150억원을 시작으로 매년 크게 외형 성장을 할 전망이다.

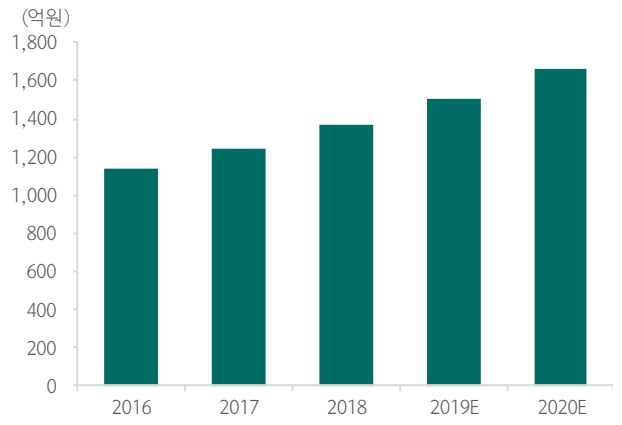
**우수한 필러 제품으로 안면에서 바디까지 확장(2019년 100억원 → 2020년 150억원 전망)**

표 2. 경쟁제품 비교우위

| 제품명 | 가교율(MoD) | 복소점도 | Endotoxin (EU/ml) | 장점 | 단점 |
|---|---|---|---|---|---|
| L사 Y제품 | 2%대 | 59.22 | <0.03 | 항산화제 함유 | 윤곽, 몰딩력 낮음 |
| M사 N제품 | 11%대 | 46.52 | <0.03 | 슈팅감 좋음 | 유지력 낮음 |
| H사 C제품 | 10%대 | 49.85 | <0.03 | 슈팅감 좋음 | 유지력 낮음 |
| H사 E제품 | 10%대 | 48.59 | <0.05 | 슈팅감 좋음 | 유지력 낮음 |
| G사 R제품 | 1%대 | 130.65 | <0.5 | 글로벌 1위 | 윤곽, 몰딩력 낮음 |
| 제테마 e.p.t.q | 1%대 | 55.40 | <0.02 | 몰딩력 좋음 | 후발주자 |

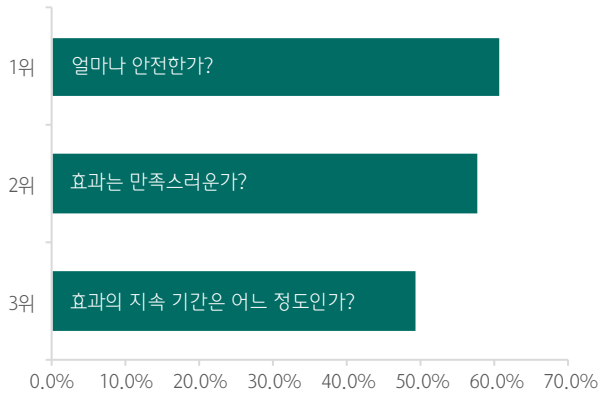
자료: 제테마, 하나금융투자

그림 3. 국내 필러 시장 현황




자료: 보건산업진흥원, 하나금융투자

그림 4. 필러 시술을 선택할 때 고려하는 3가지




자료: 멀츠코리아, 하나금융투자

## 2. 보툴리눔 톡신으로 포트폴리오 다각화

**PHE로부터 오리지널 균주 분양 계약 체결, 미용시장과 치료시장까지**

제테마는 2017년 4월 보톡스 시장 진출 목적으로 Public Health England(영국공중보건원)로부터 보톨리눔 톡신의 오리지널 균주 라이센스 계약을 체결했다. 라이센스 계약을 체결한 보톡스 업체 중 국내에서는 제테마가 유일하다. 또한 국내 경쟁사는 Type A 균주만 보유한 것에 반해 제테마는 Type A, B, E 균주를 보유하고 있다. 이는 미용/성형 시장(A)을 더불어 치료용시장(B, E)까지 뻗어나갈 수 있는 장점을 가지고 있다.

**특수 감압건조 방식: 1) 1일 1batch, 2) 고순도 보툴리눔 톡신에 높은 여과의 장점**

제테마는 우수한 생산공정 특허 기반 특수 감압건조 방식으로 경쟁사 대비 1) 국내에서 유일하게 원재료부터 제품 생산까지 1일 1batch가 가능하며 2) 고순도 보툴리눔 톡신으로 경쟁사 대비 적은 용량으로도 높은 여과의 우위를 가지고 있다. 또한 제테마는 국내 최대 규모 생산공장(연간 400만 vial/ 800만 vial까지 증설 가능)이 가능한 생산시설을 가지고 있다.

**2020년 5월 중으로 수출품목허가 예정, 해외 License out으로 2020년 신규 매출원 약 146억원 전망!**

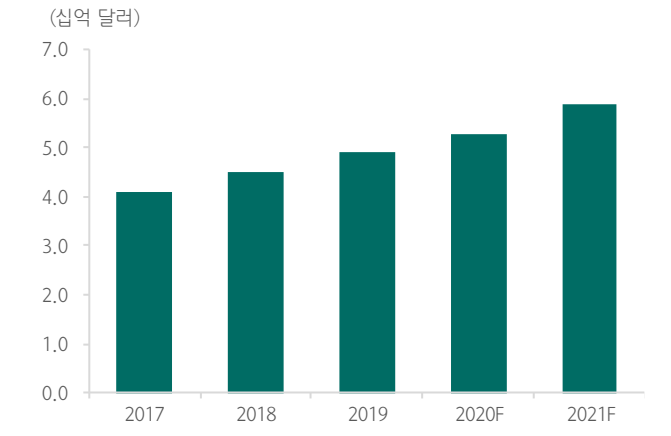
제테마는 보툴리눔 톡신 제품을 2023년 국내 출시 목표로 현재 임상을 진행 중에 있다. 이처럼 보툴리눔 톡신으로 제테마의 포트폴리오가 다각화될 전망이며 1) 원재료부터 제품생산에 따른 높은 수익성 2) 다양한 균주에 따른 미용/성형뿐만 아닌 치료시장까지 확대 3) 동일 효과 제품 대비 적은 독소 함량 경쟁력으로 추후 신규 매출원에 따른 외형 확대가 기대된다. 또한 5월 중 보툴리눔 톡신의 수출품목허가가 나올 예정으로 이에 따른 수출 금액 약 48억원과 해외 License out 98억원으로 2020년 신규 매출원 146억원이 발생될 전망이다.

**표 3. Type A, B, E 보툴리눔 톡신 균주 구분**

| 구분 | Type A | Type B | Type E |
|---|---|---|---|
| 적용범위 | 국소형 | 넓은 범위 | 국소형 |
| 효과 발현 | 3~7일 | 2~4일 | 24시간 이내 |
| 지속 기간 | 4~6개월 | 3~4개월 | 4주 이내 |
| 적용 시장 | 미용/성형 시장 | 치료용 시장 | |

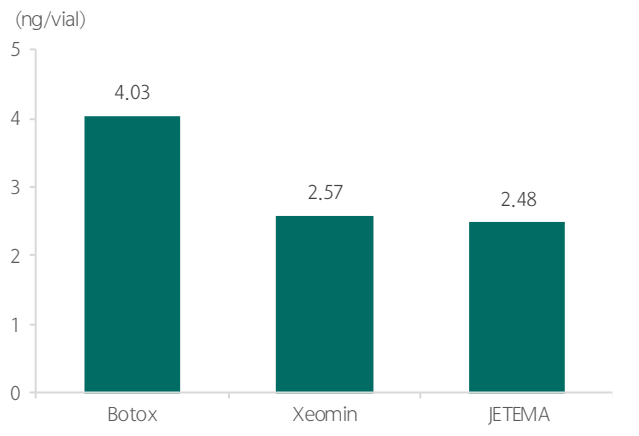
자료: 제테마, 하나금융투자

**그림 5. 세계 보톡스 시장 현황**




자료: 대달 리서치, 하나금융투자

**그림 6. 신경독소 비교**




자료: 제테마, 하나금융투자

# III. 실적 전망

## 2020년 실적 매출액 340억원과 영업이익 81억원 전망

**히알루론산 필러 호실적 및 L/O 신규 매출액 35.5억원 달성**

제테마의 1분기 실적은 매출액 68억원(+138.7%, YoY)과 영업이익 7.7억원(흑자전환, YoY)으로 호실적을 달성했다. 히알루론산 필러 부문은 코로나19의 영향에도 불구하고 29.2억원으로 꾸준한 제품 판매가 달성되었으며, 16개국 이상에서 판매를 진행 중인 만큼 지역 다변화에 따른 매출액 향상을 견인한 요인으로 판단된다. 또한, 1분기에 보툴리눔 톡신 L/O에 따른 신규 매출액 35.5억원이 새롭게 반영되었으며, 다수의 지역에서도 L/O를 진행 중인 만큼 더욱 외형성장을 이루어 낼 전망이다. 히알루론산 필러 부문과 보툴리눔 톡신 부문에서 지속적인 성장 및 신규 매출액이 예견되는 만큼 더욱 매력적인 기업이 될 것이라 예상한다.

**매출액 증가 요인**
**1) 히알루론산 필러 성장,**
**2) 신규 매출원(보툴리눔 톡신, L/O)**

제테마의 2020년 실적은 매출액 340억원 (+155.4%, YoY)과 영업이익 81억원 (흑자전환, YoY)으로 전망한다. 매출액 증가 요인은 1) 히알루론산 필러 부문 151억원 (+49.7%, YoY) 2) 신규 매출원 보툴리눔 톡신 48억원 3) 보툴리눔 톡신의 해외향 L/O 98억원 등에 기인한다. 특히 히알루론산 필러부문은 바디필러 시장 확대에 따른 수혜와 새로운 시장이 개척되는 만큼 추후 큰 외형성장으로 이끌어 나갈 것으로 전망된다. 또한 필러 제품은 18개국 인허가를 받은 상태로 2020년 1분기 기준 총 1,200억원의 계약 금액을 기록한 상태이다. 보툴리눔 톡신 부문은 1) 보장된 균주의 기원, 2) 신경독소 경쟁력, 3) 우수한 생산공정으로 주요 글로벌 지역에 파트너십을 통한 Lisence Out과 수출 매출액이 발생될 예정이다. 이처럼 2020년은 필러 및 보툴리눔 톡신 부문에 따른 외형확대 및 신규 매출원으로 매출액 증가와 영업이익 흑자전환이 동시에 이루어질 전망이다.

**표 4. 제테마 연간 실적 추이** (단위: 십억원, %)

| | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **13.3** | **34.0** | **55.8** | **89.2** |
| *(% YoY)* | *18.6* | *155.4* | *64.3* | *59.9* |
| 필러 | 10.1 | 15.1 | 20.9 | 41.3 |
| 의료장비 | 1.1 | 0.6 | 2.1 | 3.7 |
| 보툴리눔 톡신 | - | 4.8 | 17.5 | 22.7 |
| Lisence out | - | 9.8 | 10.4 | 15.4 |
| 기타 | 2.2 | 3.7 | 4.9 | 6.1 |
| **영업이익** | **-10.7** | **8.1** | **17.3** | **29.9** |
| *OP margin* | *-80.7* | *23.9* | *31.0* | *33.5* |
| **당기순이익** | **-14.7** | **4.8** | **12.4** | **20.3** |
| *NP margin* | *-110.7* | *14.1* | *22.2* | *22.8* |

자료: 제테마, 하나금융투자

Analyst 이정기/김두현/안주원 02-3771-7522/8542/3125

## 추정 재무제표

### 손익계산서

(단위: 십억원)

| | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **11.2** | **13.3** | **34.0** | **55.8** | **89.2** |
| 매출원가 | 5.9 | 7.2 | 18.1 | 29.1 | 47.6 |
| 매출총이익 | 5.3 | 6.1 | 15.9 | 26.7 | 41.6 |
| 판관비 | 9.9 | 16.9 | 7.8 | 9.4 | 11.7 |
| **영업이익** | **(4.6)** | **(10.7)** | **8.1** | **17.3** | **29.9** |
| 금융손익 | (11.6) | (3.7) | (3.4) | (3.2) | (3.6) |
| 종속/관계기업손익 | 0.5 | (0.4) | 0.4 | 0.5 | 0.4 |
| 기타영업외손익 | (0.0) | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| **세전이익** | **(15.7)** | **(14.7)** | **5.2** | **14.7** | **26.8** |
| 법인세 | 0.0 | 0.0 | 0.4 | 2.3 | 6.5 |
| 계속사업이익 | (15.8) | (14.7) | 4.8 | 12.4 | 20.3 |
| 중단사업이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **당기순이익** | **(15.8)** | **(14.7)** | **4.8** | **12.4** | **20.3** |
| 비지배주주지분 순이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **지배주주순이익** | **(15.8)** | **(14.7)** | **4.8** | **12.4** | **20.3** |
| 지배주주지분포괄이익 | (15.7) | (14.7) | 4.8 | 12.4 | 20.3 |
| NOPAT | (4.6) | (10.7) | 7.4 | 14.6 | 22.7 |
| EBITDA | (3.6) | (9.1) | 10.6 | 21.1 | 35.1 |
| **성장성(%)** | | | | | |
| 매출액증가율 | 36.6 | 18.8 | 155.6 | 64.1 | 59.9 |
| NOPAT증가율 | 적지 | 적지 | 흑전 | 97.3 | 55.5 |
| EBITDA증가율 | 적지 | 적지 | 흑전 | 99.1 | 66.4 |
| 영업이익증가율 | 적지 | 적지 | 흑전 | 113.6 | 72.8 |
| (지배주주)순익증가율 | 적지 | 적지 | 흑전 | 158.3 | 63.7 |
| EPS증가율 | 적지 | 적지 | 흑전 | 159.6 | 63.8 |
| **수익성(%)** | | | | | |
| 매출총이익률 | 47.3 | 45.9 | 46.8 | 47.8 | 46.6 |
| EBITDA이익률 | (32.1) | (68.4) | 31.2 | 37.8 | 39.3 |
| 영업이익률 | (41.1) | (80.5) | 23.8 | 31.0 | 33.5 |
| 계속사업이익률 | (141.1) | (110.5) | 14.1 | 22.2 | 22.8 |

### 대차대조표

(단위: 십억원)

| | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | **21.9** | **22.3** | **39.3** | **62.0** | **100.7** |
| 금융자산 | 14.1 | 14.2 | 25.1 | 39.1 | 64.6 |
| 현금성자산 | 6.0 | 3.0 | 12.9 | 25.4 | 49.1 |
| 매출채권 등 | 4.3 | 5.4 | 9.7 | 16.0 | 25.5 |
| 재고자산 | 2.6 | 2.0 | 3.6 | 6.0 | 9.5 |
| 기타유동자산 | 0.9 | 0.7 | 0.9 | 0.9 | 1.1 |
| **비유동자산** | **29.4** | **40.0** | **48.7** | **61.3** | **78.0** |
| 투자자산 | 2.4 | 2.1 | 5.3 | 8.7 | 14.0 |
| 금융자산 | 1.9 | 1.9 | 5.0 | 8.1 | 13.0 |
| 유형자산 | 26.1 | 37.4 | 42.8 | 52.1 | 63.6 |
| 무형자산 | **0.0** | **0.1** | **0.1** | **0.1** | **0.1** |
| 기타비유동자산 | **0.9** | **0.4** | **0.5** | **0.4** | **0.3** |
| **자산총계** | **51.3** | **62.3** | **88.0** | **123.3** | **178.8** |
| **유동부채** | **49.4** | **22.6** | **43.6** | **66.5** | **101.6** |
| 금융부채 | 44.0 | 19.0 | 34.3 | 51.3 | 77.3 |
| 매입채무 등 | 3.4 | 2.9 | 7.4 | 12.2 | 19.5 |
| 기타유동부채 | 2.0 | 0.7 | 1.9 | 3.0 | 4.8 |
| **비유동부채** | **7.0** | **5.7** | **5.7** | **5.7** | **5.7** |
| 금융부채 | **6.9** | **5.7** | **5.7** | **5.7** | **5.7** |
| 기타비유동부채 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **부채총계** | **56.3** | **28.3** | **49.3** | **72.2** | **107.3** |
| **지배주주지분** | **(5.0)** | **33.9** | **38.7** | **51.1** | **71.4** |
| 자본금 | **1.4** | **4.1** | **4.1** | **4.1** | **4.1** |
| 자본잉여금 | 13.1 | 63.7 | 63.7 | 63.7 | 63.7 |
| 자본조정 | 0.5 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| 기타포괄이익누계액 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 이익잉여금 | (20.1) | (34.8) | (30.0) | (17.6) | 2.7 |
| **비지배주주지분** | **0.0** | **0.0** | **0.0** | **0.0** | **0.0** |
| **자본총계** | **(5.0)** | **33.9** | **38.7** | **51.1** | **71.4** |
| 순금융부채 | 36.8 | 10.6 | 14.9 | 17.9 | 18.4 |

### 투자지표

| | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당지표(원)** | | | | | |
| EPS | (2,473) | (2,044) | 560 | 1,454 | 2,381 |
| BPS | (753) | 4,037 | 4,537 | 5,991 | 8,372 |
| CFPS | (381) | (1,106) | 889 | 2,132 | 3,698 |
| EBITDAPS | (569) | (1,267) | 1,250 | 2,471 | 4,116 |
| SPS | 1,759 | 1,847 | 3,990 | 6,540 | 10,455 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **주가지표(배)** | | | | | |
| PER | N/A | N/A | 51.2 | 19.7 | 12.1 |
| PBR | N/A | 5.1 | 6.3 | 4.8 | 3.4 |
| PCFR | N/A | N/A | 32.3 | 13.5 | 7.8 |
| EV/EBITDA | N/A | N/A | 24.4 | 12.5 | 7.5 |
| PSR | N/A | 11.2 | 7.2 | 4.4 | 2.7 |
| **재무비율(%)** | | | | | |
| ROE | 2,507.1 | (101.9) | 13.1 | 27.6 | 33.2 |
| ROA | (44.8) | (25.9) | 6.4 | 11.7 | 13.4 |
| ROIC | (20.6) | (29.8) | 16.3 | 26.6 | 32.8 |
| 부채비율 | (1,116.7) | 83.5 | 127.3 | 141.3 | 150.3 |
| 순부채비율 | (730.2) | 31.1 | 38.4 | 35.0 | 25.8 |
| 이자보상배율(배) | (3.5) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |

### 현금흐름표

(단위: 십억원)

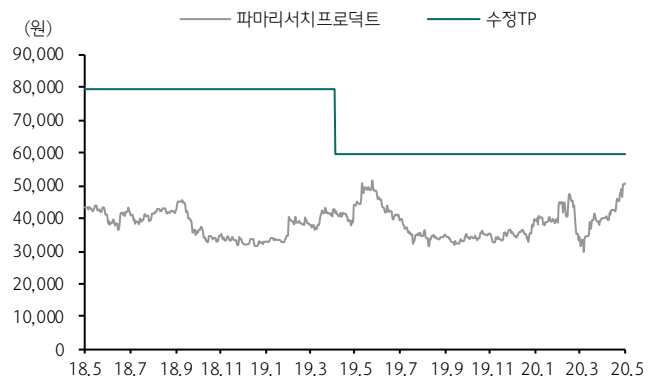
| | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F | 2022F |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | **(5.9)** | **(8.1)** | **6.9** | **13.4** | **21.4** |
| 당기순이익 | (15.8) | (14.7) | 4.8 | 12.4 | 20.3 |
| 조정 | 13.1 | 6.8 | 2.5 | 3.8 | 5.3 |
| 감가상각비 | 0.9 | 1.6 | 2.5 | 3.8 | 5.2 |
| 외환거래손익 | 0.0 | (0.0) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 지분법손익 | (0.5) | 0.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | 12.7 | 4.8 | 0.0 | 0.0 | 0.1 |
| 영업활동 자산부채 변동 | (3.2) | (0.2) | (0.4) | (2.8) | (4.2) |
| **투자활동 현금흐름** | **(21.4)** | **(15.6)** | **(12.4)** | **(17.9)** | **(23.7)** |
| 투자자산감소(증가) | (1.7) | 0.7 | (3.2) | (3.4) | (5.2) |
| 유형자산감소(증가) | (12.7) | (12.9) | (8.0) | (13.0) | (16.7) |
| 기타 | (7.0) | (3.4) | (1.2) | (1.5) | (1.8) |
| **재무활동 현금흐름** | **32.7** | **20.7** | **15.3** | **17.0** | **26.0** |
| 금융부채증가(감소) | 37.9 | (26.2) | 15.3 | 17.0 | 26.0 |
| 자본증가(감소) | 6.9 | 53.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타재무활동 | (12.1) | (6.4) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 배당지급 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **현금의 증감** | **5.3** | **(3.0)** | **9.9** | **12.5** | **23.7** |
| Unlevered CFO | (2.4) | (8.0) | 7.6 | 18.2 | 31.6 |
| Free Cash Flow | (18.6) | (21.0) | (1.1) | 0.4 | 4.7 |

자료: 하나금융투자

Analyst 이정기/김두현/안주원 02-3771-7522/8542/3125

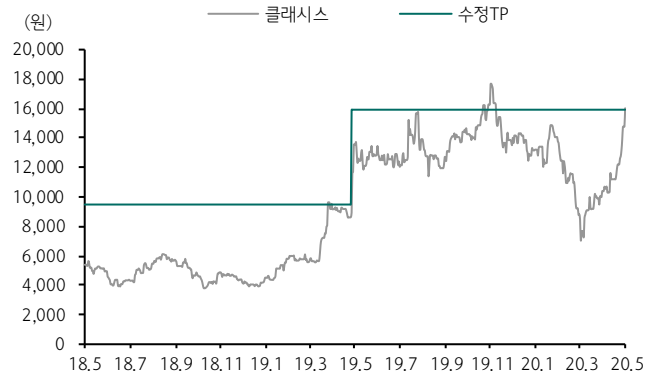
## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

### 파마리서치프로덕트



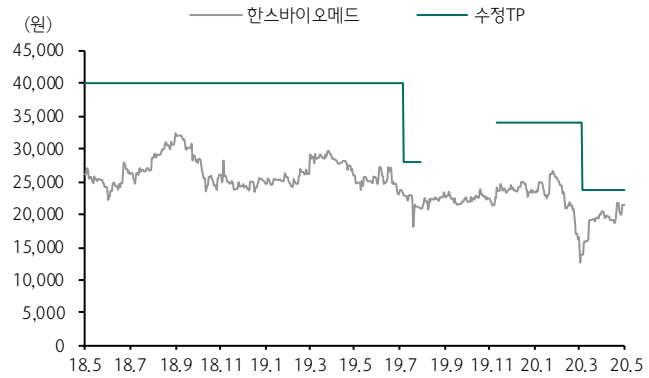

| 날짜 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 | |
|---|---|---|---|---|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 19.4.23 | BUY | 59,700 | | |
| 18.1.22 | BUY | 79,500 | -46.43% | -14.72% |

### 클래시스




| 날짜 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 | |
|---|---|---|---|---|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 19.5.15 | BUY | 15,900 | | |
| 18.5.23 | BUY | 9,500 | -43.39% | 1.37% |

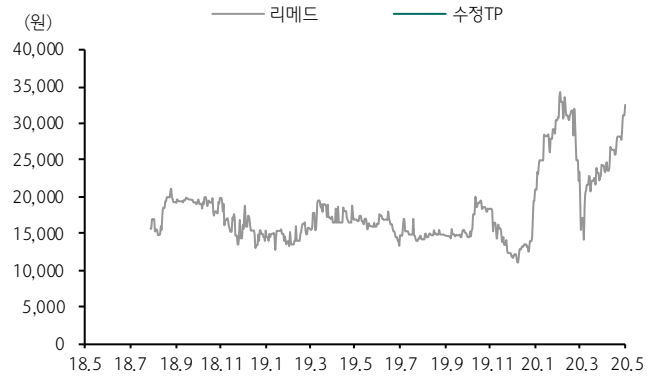
### 한스바이오메드




| 날짜 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 | |
|---|---|---|---|---|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 20.3.23 | BUY | 23,750 | | |
| 19.11.28 | BUY | 34,000 | -32.43% | -21.62% |
| 19.8.18 | 담당자변경 | | - | - |
| 19.7.25 | BUY | 28,000 | -22.83% | -18.04% |
| 18.5.29 | Analyst Change | 40,000 | -33.54% | - |
| 18.4.12 | BUY | 40,000 | -28.24% | -21.13% |

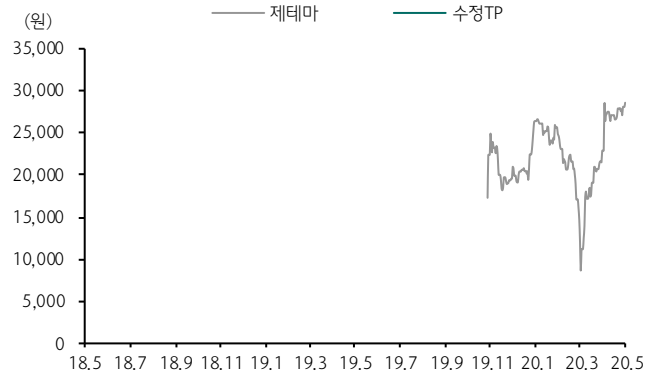
Analyst 이정기/김두현/안주원 02-3771-7522/8542/3125

리메드




| 날짜 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 | |
|---|---|---|---|---|
| | | | 평균 | 최고/최저 |

제테마




| 날짜 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 | |
|---|---|---|---|---|
| | | | 평균 | 최고/최저 |

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**

  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- **산업의 분류**

  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

| 투자등급 | BUY(매수) | Neutral(중립) | Reduce(매도) | 합계 |
|---|---|---|---|---|
| 금융투자상품의 비율 | 90.4% | 9.6% | 0.0% | 100.0% |

* 기준일: 2020년 05월 18일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이정기, 김두현, 안주원)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 5월 19일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이정기, 김두현, 안주원)는 2020년 5월 19일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.