산업브리프

키움증권

☑ 의료기기: 산업 주요 이슈 업데이트

2024. 3. 25.

# 피부미용 장비

## PER과 시가총액에 대한 고찰

Overweight
(Maintain)

의료기기 Analyst 신민수
alstn0527@kiwoom.com


지난 3/22, 클래시스와 비올의 주가는 각각 +2.3%, +12.1% 상승하며 시가총액 2.33조 원, 5,456억 원을 기록했습니다. 최근 부진한 모습을 보이는 InMode와 제이시스메디칼은 각각 시가총액 2.37조 원, 5,728억 원을 기록하며 후발주자의 가파른 추격을 맞이하고 있습니다. 두 집단의 흐름이 상이하지만 시가총액이 빠른 시일 내에 큰 폭으로 역전되는 현상은 관찰하기 어렵다고 판단합니다. 이러한 모습이 현실화되기 위해서는 외형 및 이익의 크기 차이와 더불어 시장의 관성에 의해 3~6개월 가량의 물리적인 시간이 필요한 상황이라고 판단합니다.

### >>> PER: 실적 이전에 빠르게 주가에 반영되는 변수

한 기업이 상장시장에서 거래가 되면, 주가와 발행주식수에 따른 시가총액이 계산된다. 그리고, 그 주가는 기업의 실적(EPS 등)과 그에 대한 기대감(PER 등)의 곱으로 구분할 수 있다. 실적은 분기별로 집계되어 공시가 진행되므로 시장이 전망-파악-반영하는 것에 시차가 존재한다. 밸류에이션 지표는 그것보다 더 민감하게 주가에 반영되어 변동성을 만들어낸다.

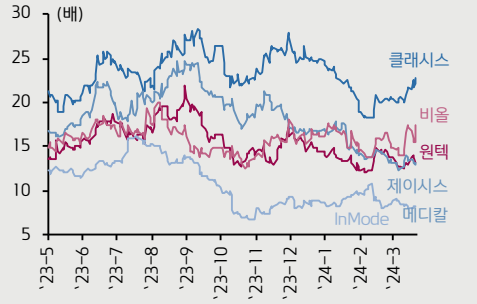
항상 경쟁사 대비 밸류에이션 할인을 받던 비올은 최근 미국 ITC 특허 소송 합의금 수취 및 주력 장비 '실펌 X'의 중국 NMPA 허가 획득 모멘텀을 통해 리레이팅이 진행되어 주가가 상승하고 있다. 12개월 선행 PER 기준, 3Q23 영업이익률 58.5%로 어닝 서프라이즈를 기록한 때와 비슷한 16배를 기록하며 만년 3-4등의 꼬리표를 떼어내는 데에 성공했다. 향후 남은 소송 결과와 분기 실적에 따라 달라질 수 있겠으나, 섹터 2등으로 올라선 **비올의 밸류에이션 지표가 빠른 시일 내에 다시 하락하지는 않을 것**으로 전망한다.

### >>> 시가총액: 실적과 기대감이 모두 반영된 근본적인 결과물

시가총액은 기업의 이익에 밸류에이션 지표를 곱함으로써 계산되기 때문에 실적과 기대감에 대한 근본적인 결과물로 해석할 수 있다. 당연히 매출액이 크면 이익의 절댓값이 커질 가능성이 높다. PER 10배를 받는 기업이 2개 있더라도 이익이 100억 원인지, 1,000억 원인지에 따라서 시가총액 수준이 달라진다(각각 1,000억 원과 1조 원). 또한, PER이 100배인 기업은 100년을 기다려야 투자 원금을 회수할 수 있다는 의미이기 때문에 사실상 밸류에이션 지표를 활용하는 것이 무의미하다. 그러므로 아무리 단기적인 모멘텀이 좋다고 하더라도 기대감을 주가에 미리 반영하는 것에는 한계가 있다.

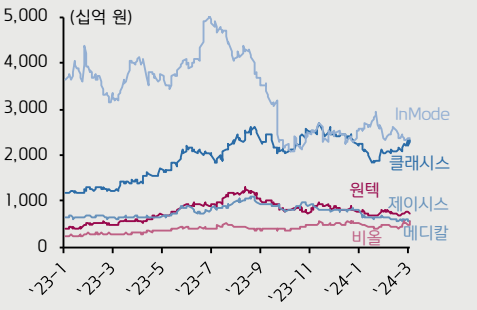
이러한 일반적인 명제들을 오늘날의 **국내 피부미용 의료기기 섹터에 적용했을 때의 결론은 PER 역전은 진행되었으나, 시가총액이 역전되기까지는 3~6개월 가량의 물리적인 시간이 필요하다**는 것이다. 현재 위와 같은 경우는 **InMode-클래시스, 제이시스메디칼-비올, 총 2가지가 있다. 두 케이스 모두 후자가 전자보다 기업 상황이나 모멘텀이 우수하지만, 외형 및 이익의 크기 차이와 더불어 시장의 관성에 의해 단기적으로 시가총액을 크게 앞서나가는 모습은 관찰하기 어렵다고 판단한다.**

### 피부미용 장비 peer 12개월 선행 PER




주) 기업 전망치는 Bloomberg Consensus와 FnGuide Consensus
자료: Bloomberg, FnGuide, 키움증권 리서치센터

### 피부미용 장비 peer 시가총액 추이




자료: Bloomberg, FnGuide, 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 3월 22일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

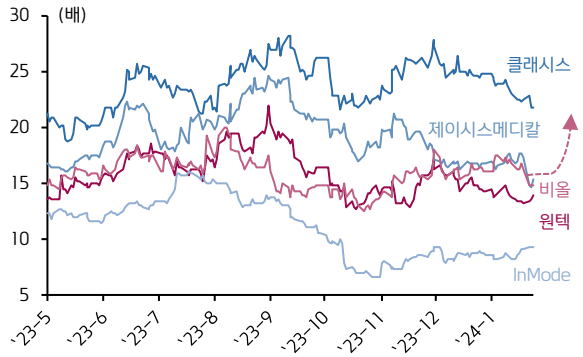
PER: 만년 3-4등 꼬리표를 떼는 데에 성공한 비올

피부미용 의료기기 사업을 영위하는 주요 국내 상장사는 클래시스, 원텍, 제이시스메디칼, 비올 등이 있다. 간단히 보면 다들 비슷한 사업을 하고 있지만, 피부미용 장비마다 사용하는 에너지도 다르고, 업체들은 각자의 고유한 강점을 필두로 시장에 장비와 소모품을 납품하고 있다. 그렇기에 **업체별 밸류에이션 티어가 명확하게 나뉘어있었다.** 가장 먼저 비즈니스 모델의 가능성을 입증한 **클래시스가 가장 높은 PER을 평가받으며 섹터 대장**으로서 산업을 주도하고 있다. 그 다음으로는 일본에서의 높은 HIFU 장비 시장 점유율과 Cynosure와의 ODM 계약으로 경쟁력을 입증한 **제이시스메디칼이 2등**, 새롭게 시장에 진입하여 뛰어난 성장세를 기록 중인 **비올과 원텍이 그 뒤를 따르는 형국**이었다.

지난 1월, 한앤컴퍼니가 제이시스메디칼의 파트너사인 Cynosure를 인수하며 제이시스메디칼에 대한 밸류에이션 디레이팅이 진행되었다. 이유는 ODM 계약에 대한 불확실성 때문이다. 3월 12일, 4Q23 리뷰 보고서에서 언급한 것처럼 빠른 시일 내에 PER이 이전 수준을 회복하기는 어려울 것이라는 전망을 유지한다.

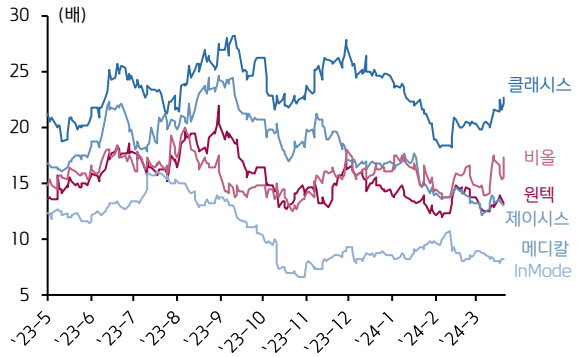
항상 경쟁사 대비 밸류에이션 할인을 받던 비올은 최근 미국 ITC 특허 소송 합의금 수취 및 주력 장비 '실펌 X'의 중국 NMPA 허가 획득 모멘텀을 통해 리레이팅이 진행되어 주가가 상승하고 있다. 12개월 선행 PER 기준, 3Q23 영업이익률 58.5%로 어닝 서프라이즈를 기록한 때와 비슷한 16배를 기록하며 만년 3-4등의 꼬리표를 떼어내는 데에 성공했다. 향후 남은 소송 결과와 분기 실적에 따라 달라질 수 있겠으나, 섹터 2등으로 올라선 **비올의 밸류에이션 지표가 빠른 시일 내에 다시 하락하지는 않을 것**으로 전망한다. 기존 밸류에이션 티어를 뒤엎을 정도로 리레이팅이 차별화되는 것은 시장에 큰 파장을 일으키지 않는 한 어려우나, 거꾸로 생각하면 이미 한 번 형성된 추세는 쉽게 꺾이지 않을 것으로 판단한다.

피부미용 장비 peer 12개월 선행 PER(1/24 종가 기준)




주) 기업 전망치는 Bloomberg Consensus와 FnGuide Consensus
자료: Bloomberg, FnGuide, 키움증권 리서치센터

피부미용 장비 peer 12개월 선행 PER(3/22 종가 기준)




주) 기업 전망치는 Bloomberg Consensus와 FnGuide Consensus
자료: Bloomberg, FnGuide, 키움증권 리서치센터

시가총액: 기존 인식, 실적 규모 차이에서 오는 심리적 저항을 깨기까지 3~6개월 걸릴 것

3월 22일 종가 기준 시가총액은 InMode 2.37조 원(환율 1,326.3원), 클래시스 2.33조 원, 제이시스메디칼 5,728억 원, 비올 5,456억 원을 각각 기록했다.

**1) InMode-클래시스**: InMode는 하락세이고, 클래시스는 상승세이다. InMode의 영업이익률이 '21년을 기점으로 꾸준히 떨어지고 있고 '24년 매출액 성장률은 YoY +2.7%로 전망되고 있어 아쉬운 상황이다. 코로나 팬데믹으로 인해 피부미용 시술을 흡수하며 가파른 성장세를 기록하던 때와는 다르다. 그에 반해 클래시스는 대주주 변경 이전부터 이익률의 이 꾸준히 상승하고 있었고, '24년 매출액 성장률을 YoY +25%로 제시할 정도로 사업의 확장이 꾸준하다. 또한, 4월에도 비침습 RF 장비 '볼뉴머'의 브라질 허가가 기대되는 상황으로, 이러한 우수한 모습은 지속될 전망이다.

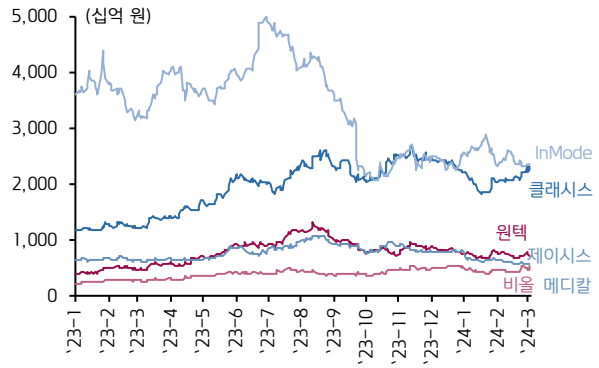
**2) 제이시스메디칼-비올**: 제이시스메디칼과 비올을 대조해보아도 비슷한 양상을 볼 수 있다. 제이시스메디칼은 파트너사 피인수로 인해 불확실성 대두로 밸류에이션 수준이 한 단계 낮아졌다. 비올은 반대로 특허 소송, 중국 허가 획득 등 모멘텀들이 발현되며 상승세에 진입하는 형국이다. 기존에도 좋은 모습을 보이던 미국, 빠르게 수요가 증가하는 일본, 장비 허가를 통해 지역 확장을 도모할 수 있는 중국과 브라질 등 지역 포트폴리오를 안정적으로 가져가며 글로벌 경쟁력을 입증하고 있다.

두 가지 경우에서 모두 회사의 최근 흐름은 반대지만, 실적의 규모와 업력 등 정성적인 부분에 대해서 **시가총액까지 역전되는 것은 3~6개월의 시간이 필요할 것으로 전망한다.**

PER 역전될 때에도 걸린 시간은 약 3개월

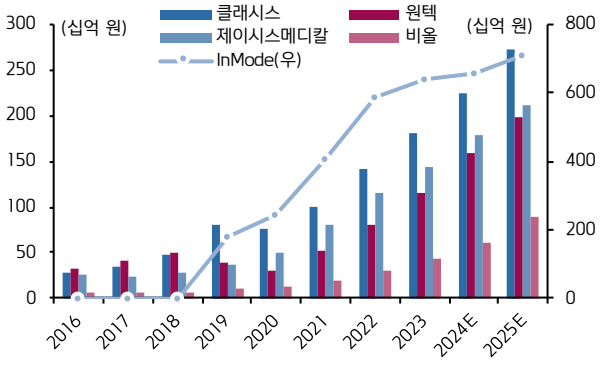
이전과 다르게 제이시스메디칼과 비올의 PER이 비슷해진 것은 '23년 11월 하순 실적 발표 이후이고, 역전되며 차이가 벌어진 것은 '24년 2월 하순으로 약 3개월의 시간이 흐른 뒤였다. 이는 시장의 관성과 심리적 저항에 의해 빠르게 밸류에이션 할증과 할인의 부여가 진행되지 않았기 때문이라 판단하고, 시가총액이 역전될 때에도 비슷한 흐름이 전개될 것이라 전망한다.

피부미용 장비 peer 시가총액 추이



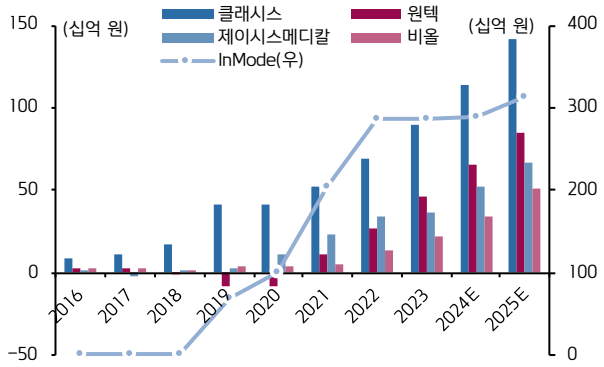

자료: Bloomberg, FnGuide, 키움증권 리서치센터

피부미용 peer 기업별 연간 매출액 추이 및 전망



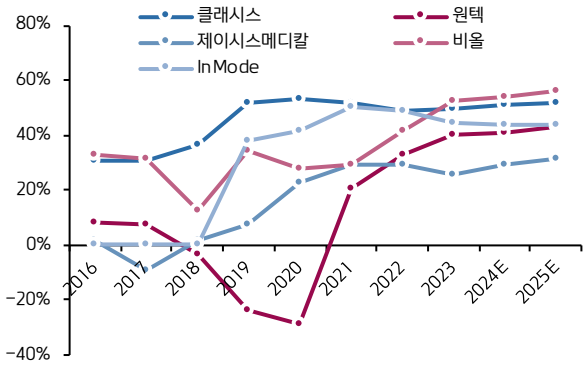

주) '25년 제이시스메디칼 실적 전망치는 FnGuide Consensus
주2) InMode 실적 전망치는 Bloomberg Consensus
자료: Bloomberg, FnGuide, 키움증권 리서치센터

### 피부미용 peer 기업별 연간 영업이익 추이 및 전망




주) `25년 제이시스메디칼 실적 전망치는 FnGuide Consensus
주2) InMode 실적 전망치는 Bloomberg Consensus
자료: Bloomberg, FnGuide, 키움증권 리서치센터

### 피부미용 peer 기업별 연간 영업이익률 추이 및 전망




주) `25년 제이시스메디칼 실적 전망치는 FnGuide Consensus
주2) InMode 실적 전망치는 Bloomberg Consensus
자료: Bloomberg, FnGuide, 키움증권 리서치센터

## >>> 기업별 밸류에이션 분석

### 클래시스: 실적 성장, 브라질로의 지역 확장으로 견고한 대장주

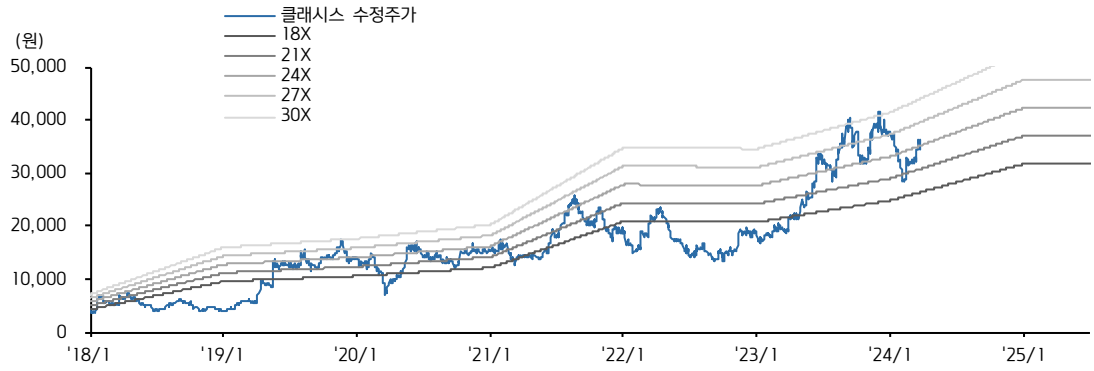
12개월 선행 PER 22.7배 기록

Target PER 30배

지난 2월 15일 4Q23 리뷰 보고서를 통해 '24년 실적은 매출액 2,244억 원(YoY +24.6%), 영업이익 1,143억 원(YoY +27.6%, OPM 50.9%)를 전망했다. 매출액 성장률보다 영업이익 성장률이 더 높게 나타날 수 있는 이유는 Lean 공정을 통한 생산 작업 개선 효과가 매출원가를 줄이고 있기 때문이다.

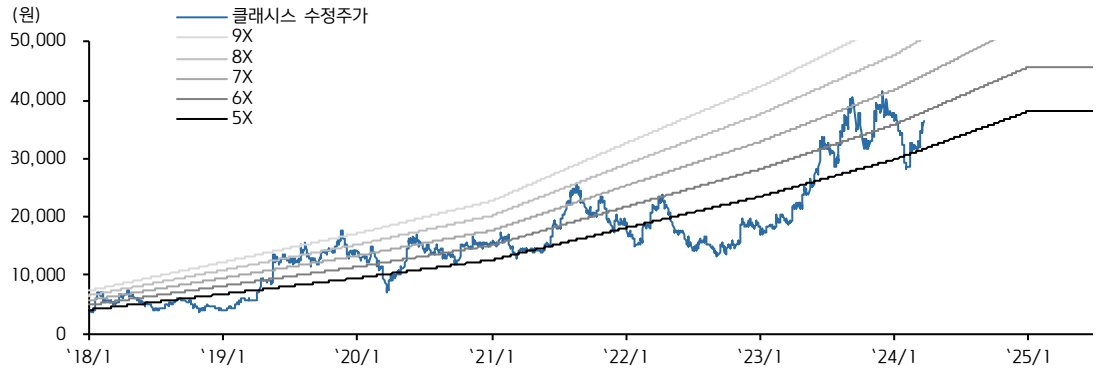
기업의 근본적인 사업 내용도 우수하고, 오는 4월 비침습 RF 장비 '볼뉴머'의 브라질 허가도 기대할 수 있는 상황이다. **섹터를 이끄는 대장주답게 견고한 모습을 지속적으로 보일 수 있다고 판단한다.** 3/22 종가 12개월 선행 PER 기준, 22.7배로 거래되고 있다.

클래시스 12개월 선행 PER BAND CHART




자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

클래시스 12개월 선행 PBR BAND CHART




자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

## 원텍: 해외에서 입증한다면 밸류에이션 저평가 극복 가능

12개월 선행 PER 13.2배 기록

지난 2월 6일 혁신성장리서치팀 월간 보고서를 통해 '24년 실적은 매출액 1,596억 원(YoY +38.1%), 영업이익 654억 원(YoY +42.2%, OPM 41.0%)를 전망했다.

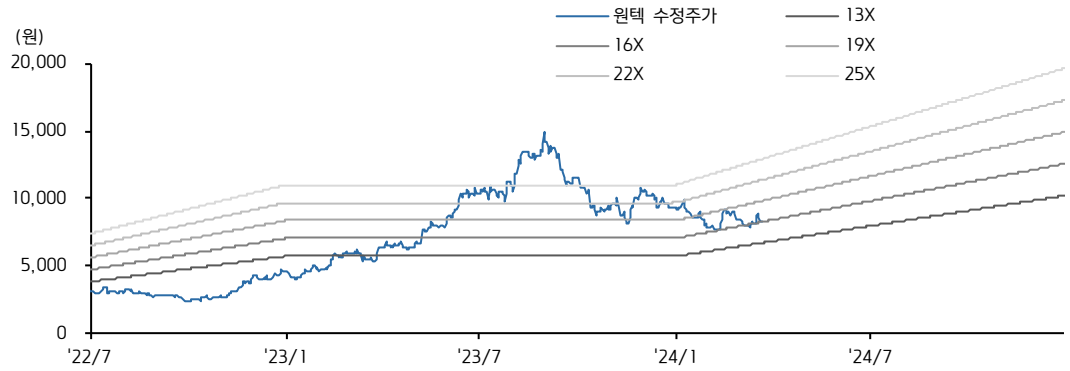
목표 PER 25배

동사도 비침습 RF 장비 '올리지오'의 브라질 허가 획득 모멘텀이 기대되어 2H24부터 실적 성장에 기여할 수 있는 상황이다.

태국에서는 사전 예약된 '올리지오'를 납품하고 있고, 3월과 4월에 걸쳐 적극적인 현지 마케팅 전략을 실행할 것으로 전망된다.

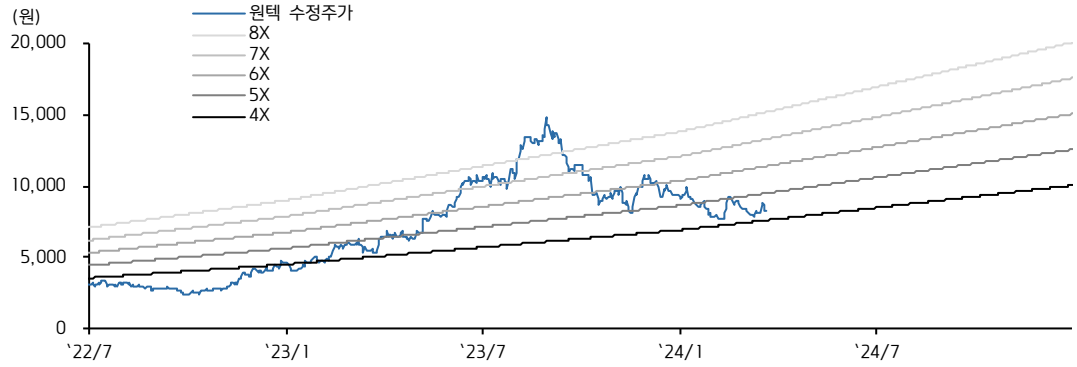
**시장 규모가 국내보다 큰 지역으로의 확장을 통해 포트폴리오를 키워나가고 있고, 현재 주가가 '23년 8월 고점 14,890원 대비 -44% 하락한 상황으로 밸류에이션 매력도 또한 있다고 판단한다.** 3/22 종가 12개월 선행 PER 기준, 13.2배로 거래되고 있다.

원텍 12개월 선행 PER BAND CHART




자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

원텍 12개월 선행 PBR BAND CHART




자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

## 제이시스메디칼: 악재가 반영된 바닥을 다지는 구간

12개월 선행 PER 13.1배 기록

지난 3월 12일 4Q23 리뷰 보고서를 통해 '24년 실적은 매출액 1,780억 원(YoY +24.5%), 영업이익 516억 원(YoY +42.1%, OPM 29.0%)를 전망했다.

목표 PER 미정

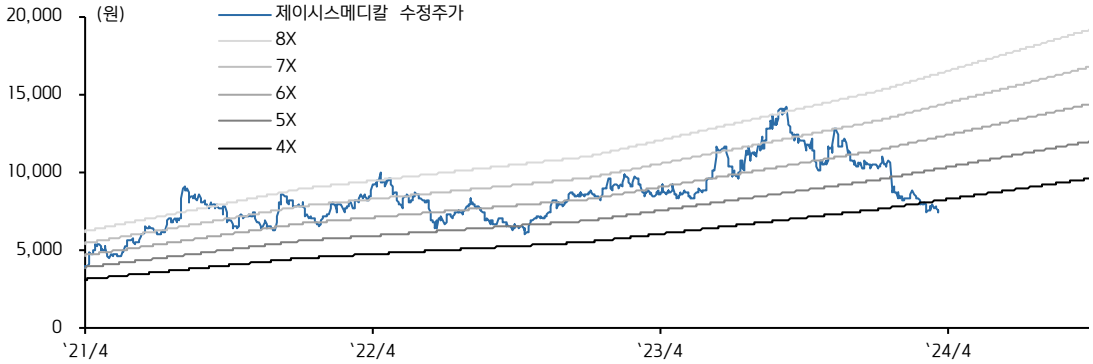
'23년에 국내, 미국, 일본에 차례로 장비 출시를 성공한 'DENSITY'는 '24년 출시 2년차에 접어들며 본격적인 장비 판매세를 기록할 것으로 전망된다.

파트너사인 Cynosure가 사모펀드에 인수되며 불확실성이 생긴 것은 맞으나, '25년까지 체결된 계약 하에서는 흔들림이 없다는 것 또한 사실이다. 현재 '21년 3월 SPAC 상장 이후 도달해본 적 없는 밸류에이션 구간에 도달하였고, 주가는 '23년 9월 고점 14,500원 대비 -48% 하락한 상황이다. 향후 미국 사업 전략 공유, 소송 전개 상황 등에 따라 단기적인 흐름이 바뀔 가능성을 제외하더라도 **악재가 반영된 바닥을 다지는 구간이라고 판단한다.** 3/22 종가 12개월 선행 PER 기준, 13.1배로 거래되고 있다.

제이시스메디칼 12개월 선행 PER BAND CHART

주) '25년 실적 전망치는 FnGuide Consensus
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

제이시스메디칼 12개월 선행 PBR BAND CHART




주) '25년 실적 전망치는 FnGuide Consensus
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

## 비올: 연이어 켜지는 청신호

12개월 선행 PER 17.4배 기록

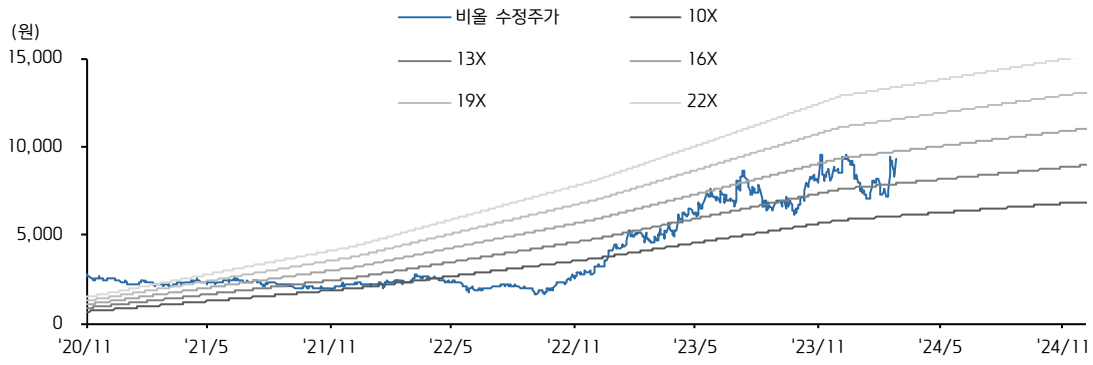
지난 3월 14일 기업 업데이트 보고서를 통해 '24년 실적은 매출액 618억 원(YoY +45.4%), 영업이익 334억 원(YoY +49.6%, OPM 54.0%)를 전망했다.

목표 PER 25배

기존에 4~5월에 허가를 획득할 것으로 기대되었던 '실펌 X'의 중국 NMPA 소식이 빠르게 알려지며 밸류에이션 리레이팅이 진행되고 있다. 동사는 이미 '22년 1월에 시후안제약(Sihuan Pharm; 0460 HK로 거래되며 3/22 종가 시가총액 9,157억 원)이라는 중국 현지 유통망과 5년간 180억 원의 공급 계약을 체결했다. 계약 기간 5년은 당시 '22년 1월부터가 아니라, 허가를 획득한 '24년 3월을 기점으로 '29년까지 계약이 유효할 예정이다. 참고로 Sihuan Pharm은 휴젤의 보툴리눔 톡신 '레티보'의 현지 판매를 담당하고 있어 국내 피부미용 분야에 적극적인 모습을 보이고 있다.

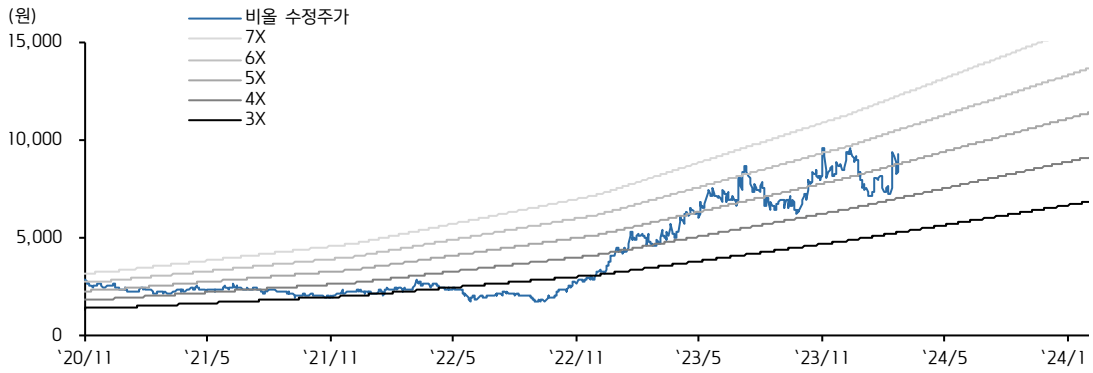
'23년 12월 '실펌 X' 브라질 허가 획득, '24년 3월 '실펌 X' 중국 허가 획득 등 지역적 다각화와 더불어 미국 ITC 특허 소송 합의금을 수취하며 **기업 활동에 청신호가 연이어 켜지고 있다.** 3/22 종가 12개월 선행 PER 기준, 17.4배로 거래되고 있다.

비올 12개월 선행 PER BAND CHART




자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

비올 12개월 선행 PBR BAND CHART




자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민· 형사상 책임을 지게 됩니다.

## 투자의견 및 적용기준

| 기업 | 적용기준(6개월) |
|---|---|
| Buy(매수) | 시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상 |
| Outperform(시장수익률 상회) | 시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상 |
| Marketperform(시장수익률) | 시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상 |
| Underperform(시장수익률 하회) | 시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상 |
| Sell(매도) | 시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상 |

| 업종 | 적용기준(6개월) |
|---|---|
| Overweight (비중확대) | 시장대비 +10% 이상 초과수익 예상 |
| Neutral (중립) | 시장대비 +10~-10% 변동 예상 |
| Underweight (비중축소) | 시장대비 -10% 이상 초과하락 예상 |

## 투자등급 비율 통계 (2023/01/01~2023/12/31)

| 매수 | 중립 | 매도 |
|---|---|---|
| 96.65% | 3.35% | 0.00% |