

Overweight
(Maintain)

의료기기 Analyst 신민수

alstn0527@kiwoom.com

피부미용 장비

끝나지 않는 M&A 게겐 프레싱

지난 21일 저녁에 클래시스 매각 소식이 보도되고, 22일 이루다 합병 신주 상장이 겹치며 주가 MDD는 약 -21%를 기록했습니다. 지난 의료기기 M&A 사례들을 보면 회사가 매각설을 부인하였으나 실제로 계약이 체결될 확률이 높다고 판단합니다. 현재 시장은 1) 산업 성장 peak-out, 2) 다음 최대주주에 대한 걱정을 하고 있습니다. 1) 산업 성장 peak-out은 지역 확장, 신규 장비 소모품 매출 등으로 극복 가능하다고 판단합니다. 2) 다음 최대주주는 4가지 시나리오로 나뉘어 생각할 수 있습니다.

>>> 대장주까지 흘러온 전방위적인 M&A의 압박 물결

지난 21일 저녁에 클래시스의 매각 소식이 언론 보도되었다. 22일 아침에 곧바로 “매각설은 사실 무근”이라는 회사의 입장 표명이 있었으나, 24일 아침에 매각주관사 작업이 거의 마무리되었다는 기사가 나왔다. JP모건과 씨티증권 등 글로벌 IB 2곳을 매각주관사로 선정하여 조 단위의 큰 계약을 진행할 것이라는 것이 유력하다는 내용이었다.

'23년부터 불어온 국내 의료기기 섹터 M&A 파도가 시장을 주도하던 대장주인 클래시스까지 덮친 셈이다. 이전의 루트로닉, 제이시스메디칼 등의 사례를 살펴보면 M&A 기사 보도 → 해당 소식을 부인하는 회사의 입장 발표 → 약 2달 이상 시간이 흐른 후에 → 실제 자금 집행 등으로 이야기가 전개되었다. 이번 케이스도 비슷한 흐름을 탈 확률이 높다고 판단한다.

>>> 산업 성장 peak-out에 대해서 너무 걱정할 필요 없다

이번 매각설 보도로 인해 시장은 크게 2가지를 우려하고 있다. 1) 산업 peak-out, 2) 다음 최대주주. 우선 1) 산업 peak-out은 성장의 초점이 국내가 아닌 해외에 맞춰져 있고, ‘볼뉴머’ 소모품 유상 구매 시기가 도래함에 따라 시장이 커져가는 데에는 무리가 없다고 판단한다. 클래시스는 애초에 우수한 기업이었다. 지난 수년간 산업 성장 peak-out에 대한 우려가 꼬리표처럼 따라 붙었지만 매번 그 우려를 불식시키는 성장세로 스스로를 증명해왔다.

>>> Heavy Is The Crown. 누가 몸집 큰 대장주를 살 것인가

2) 그렇다면 다음 최대주주는 누가 될 것인가. 클래시스는 종가 기준 최고 시가총액은 약 4조 원으로 상장사 중에서 가장 큰 체급을 자랑하는 글로벌 기업으로 거듭났다. 연간 외형 성장을 최소 +20% 달성, 영업이익률 최소 50% 사수, 지역적 다각화 이후 내실 다지기, 이루다와의 합병 전략 구성 등 주요 과제를 잘 해결할 수 있는 인수자는 많지 않다고 판단한다. 조 단위의 자금을 집행할 수 있는 현금성자산 여력과 향후 일으킬 수 있는 사업 시너지를 고려하여 가능성이 높은 순서대로 후보자들을 나열하면 다음과 같다. 1) 국내 의료기기 섹터에 관심 있는 사모펀드, 2) 미국 MedSpa 인수 경험이 있는 사모펀드, 3) 미용 사업 확장 중인 해외 에스테틱 업체, 4) 기사에서 언급된 바 있는 국내 대기업 계열사.

Compliance Notice

- 당사는 10월 25일 현재 보고서에 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.

>>> 아니 땐 굴뚝에 연기 날까

매각까지는 아니더라도 무언가가 진행되고 있을 가능성 높아

에스텍 업체로 자금
쏟리는 이유:
산업이 좋아서

당사는 지난 4월 22일 “[피부미용 장비: 폭풍의 M&A 시장](#)” 산업 보고서를 통해 제이시스메디칼의 피인수 가능성이 높다고 점친 바 있다. 그에 대한 이유는 간략하게 2가지로 1) “여전히 피부미용 시술 산업은 매력적”이고, 2) “사모펀드 관점에서도 투자를 안 할 이유보다 할 이유가 많기 때문”이다.

전례를 살펴보면
매각 사실 부인 보도는
사실상 인정 FLAG

그로 인해 '23년부터 유독 의료기기 산업에 대해 M&A 물결이 흘러오기 시작했다. 하위 섹터로 산업을 분류해보면, 그 중에서도 특히 피부미용 관련 업체들이 매물로 언급된 적이 많았다. '23년 1월 MBK, UCK의 오스템임플란트 공개매수 후 상장폐지 건을 제외하면, '23년 6월 한앤컴퍼니의 루트로닉 공개매수 후 상장폐지, '23년 9월 클래시스의 이루다 지분 투자, '24년 6월 Archimed Group의 제이시스메디칼 공개매수 후 상장폐지, '24년 9월 CVC Capital의 파마리서치 지분 투자와 동화약품-미래에셋벤처PE의 하이로닉 인수 등 모두 에스텍 업체에 대한 자금이 집행되었다.

한 가지 흥미로운 점은 애초에 주주행동주의 펀드로부터의 경영권 압박을 받고 있다가 공개매수 공시를 통해 M&A 소식이 세상에 알려졌던 오스템임플란트와 동화약품과의 인수 검토를 인정했으나 미확정이라 했던 하이로닉의 사례를 제외하면, 나머지 케이스들은 대부분 “회사가 M&A 소식을 부인했다”는 점이다. 이번 클래시스 매각설도 언론 보도 이후 회사가 사실 무근이라는 입장을 표명했다. 소식을 부인한 지 48시간이 지나지 않아 매각주관사로 JP모건과 씨티증권을 선정하는 작업이 마무리 단계라는 기사가 나왔다.

예외: 매각 사실 부인했
으나 팔리지 않았던
파마리서치, 대신
유상증자 2,000억

물론 회사가 이를 부인하고, 매각주관사 유력 후보까지 알려졌다고 해서 무조건 M&A가 진행되는 것은 아니다. 예외는 있다. '24년 4월 파마리서치의 케이스에서는 매각주관사와 법률자문사까지 언론 보도되며 사실상 매각이 확실시되는 분위기였다. 그러나 실제로는 기업이 매각되는 것이 아니라 사모펀드로부터 2,000억 원의 투자를 유상증자 형태로 유치하는 결과로 이어졌다.

결론적으로 아니 땐 굴뚝에 연기가 나는 경우는 한 번도 없었다. 매각까지는 아니더라도 자금이 집행되는 계약을 위한 실사 과정이 진행되고 있을 가능성이 높다.

클래시스 매각 기사 흐름

일시	주요 내용
10월 21일 저녁	Bain Capital의 클래시스 매각 추진 언론 최초 보도
10월 22일 아침	매각 소식은 사실 무근이라는 회사의 입장 표명
10월 24일 아침	클래시스 매각주관사로 JP 모건과 씨티증권을 선정하는 작업 마무리 단계라는 언론 보도
-	???

자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

제이시스메디칼 매각 기사 흐름

일시	주요 내용
2024-04-19	Carlyle Group의 제이시스메디칼 공개매수 통한 인수 검토 언론 최초 보도
2024-04-19	매각 소식은 사실 무근이라는 회사의 입장 표명
2024-06-10	Archimed Group의 공개매수 및 자진상장폐지 공시
2024-07-24	최대주주 변경(강동환 → Archimed Group)

자료: 언론보도, 전자공시, 키움증권 리서치센터

하이로닉 매각 기사 흐름

일시	주요 내용
2024-06-11	미래에셋벤처 PE의 하이로닉 인수 추진 언론 최초 보도
2024-07-17	동화약품-미래에셋벤처 PE의 하이로닉 1,000억 원 초중반 규모로 인수 추진 언론 보도(당시 하이로닉 입장은 "검토 중인 건 맞지만 미확정")
2024-09-09	동화약품, 1,607억 원으로 하이로닉 지분 57.8% 확보(최대주주 지분 1,200억 원 + 유상증자 400억 원)
2024-12-13	잔금 지급하며 최대주주 변경 예정

자료: 언론보도, 전자공시, 키움증권 리서치센터

루트로닉 매각 기사 흐름

일시	주요 내용
2023-04-24	국내외 사모펀드 3~4곳의 루트로닉 인수 검토 언론 최초 보도
2023-04-25	매각 소식은 사실 무근이라는 회사의 입장 표명
2023-06-09	한앤컴퍼니의 공개매수 및 자진상장폐지 공시
2023-07-18	최대주주 변경(황해령 → 한앤컴퍼니)

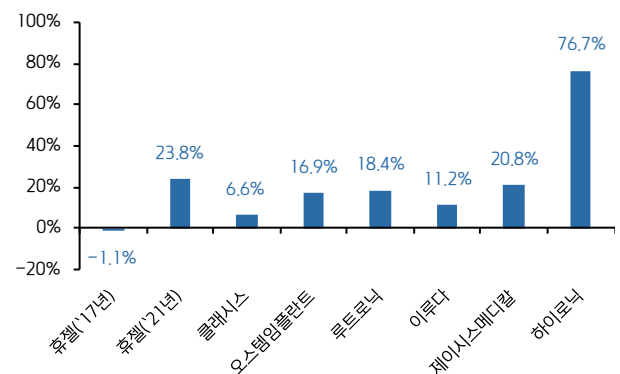
자료: 언론보도, 전자공시, 키움증권 리서치센터

파마리서치 매각 기사 흐름

일시	주요 내용
2024-04-22	약 2조 원 규모로 5월 말 M&A 거래 종결 목표 언론 보도(매각주관사 삼일 PwC, 법률자문 법무법인 태평양 언급)
2024-04-23	매각 소식은 사실 무근이라는 회사의 입장 표명
2024-09-05	CVC Capital로부터 2,000억 원 규모 제3자배정 유상증자 공시
2024-10-08	유상증자 대금 2,000억 원 납입 완료(인수 X)

자료: 언론보도, 전자공시, 키움증권 리서치센터

국내 주요 의료기기 M&A 인수 프리미엄(전일 종가 대비)



주) 루트로닉, 하이로닉은 보통주 기준 인수 프리미엄

자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

사모펀드들의 주요 국내 피부미용 장비 업체 M&A

일자	인수자	피인수업체	인수규모 (억 원)	내용
2022-01-27	Bain Capital	클래시스	6,699	- 최대주주의 보유 지분 47,783,847 주(73.8%) 중 39,407,057 주(60.8%) 인수 - 주당 17,000 원으로 인수하여 전 거래일 증가 15,950 원 대비 프리미엄 +6.6% 부여
2023-04-28	Affinity Equity Partners, Bain Capital, Carlyle Group 등	루트로닉	-	- 외국계 PEF 들의 인수 의향 언론 보도
2023-06-09	한앤컴퍼니	루트로닉	9,646	- 공개매수 및 최대주주 지분 양수 통해 기업 인수 - 보통주는 주당 36,700 원으로 인수하여 전 거래일 증가 31,000 원 대비 프리미엄 +18.4% 부여 - 전환우선주는 주당 52,428 원으로 인수하여 전 거래일 증가 43,900 원 대비 프리미엄 +19.4% 부여 - 자사주 및 최대주주 지분 제외한 나머지 주식에 대한 공개매수도 위의 조건과 동일하게 진행(해당 기준 인수 규모 약 7,757 억 원)
2023-09-04	클래시스(Bain Capital)	이루다	405	- 클래시스가 이루다의 주식 3,680,918 주(18.0%)를 양수한다는 내용 공시 - 주당 11,000 원에 인수하여 당일 증가 9,890 원 대비 프리미엄 +11.2% 부여 - 클래시스는 18 개월 내에 콜옵션(매도청구권)을 행사하여 주당 11,000 원에 최대주주의 3,746,785 주를 인수하여 최대주주 등극 가능
2024-01-19	한앤컴퍼니	Cynosure	3,484	- 루트로닉과의 사업 연계 도모하는 볼트온 M&A 진행하여 '사이노슈어 루트로닉'으로 합병
2024-04-03	한앤컴퍼니	-	-	- 루트로닉과 Cynosure 합병하여 '사이노슈어 루트로닉'으로 사명 변경
2024-04-19	Carlyle Group	제이시스메디칼	-	- 인수 의향 언론 보도 - 기사에서는 공개매수 하단 14,000 원을 기준으로 논의되는 중 - 해당 기준, 전 거래일 증가 11,790 원 대비 인수 프리미엄 +18.7% 부여
2024-06-10	Archimed Group	제이시스메디칼	9,904	- 공개매수 및 최대주주 지분 양수도 계약 체결(공개매수 규모 약 7,244 억 원 + 지분 양수도 계약 규모 약 2,660 억 원) - 매수 단가는 두 계약 모두 주당 13,000 원으로 전 거래일 증가 10,760 원 대비 인수 프리미엄 +20.8% 부여
2024-09-06	미래에셋벤처 PE	하이로닉	1,607	- 최대주주의 보통주 8,383,277 주를 주당 14,400 원으로 인수하여 전 거래일 증가 8,150 원 대비 프리미엄 +76.7% 부여 - 유상증자는 상환전환우선주 5,588,154 주를 주당 7,158 원에 발행하여 400 억 원 자금 조달 - 합산 인수 규모 1,607 억 원, 동화약품도 유상증자에 참여하고 자금 집행하여 에스테틱 사업 다각화 시도

자료: 각 사, 언론보도, 전자공시, 키움증권 리서치센터

국내 주요 의료기기 M&A 인수 프리미엄

일자	피인수업체	전 거래일 증가 대비 인수 프리미엄	인수자	규모(억 원)	인수가(원)	전 거래일 증가(원)
2017-04-17	휴젤('17 년)	-1.1%	Bain Capital	9,275	360,000	364,000
2021-08-25	휴젤('21 년)	23.8%	GS, IMM, CBC, Mubadala	15,587	280,000	226,100
2022-01-27	클래시스	6.6%	Bain Capital	6,699	17,000	15,950
2023-01-21	오스템임플란트	16.9%	MBK 파트너스, UCK	23,977	190,000	162,500
2023-06-09	루트로닉	18.4%	한앤컴퍼니	9,646	36,700	31,000
2023-09-04	이루다	11.2%	클래시스	405	11,000	9,890
2024-06-10	제이시스메디칼	20.8%	Archimed Group	7,244	13,000	10,760
2024-09-09	하이로닉	76.7%	동화약품, 미래에셋벤처 PE	1,607	14,400	8,150

자료: 각 사, 언론보도, 전자공시, 키움증권 리서치센터

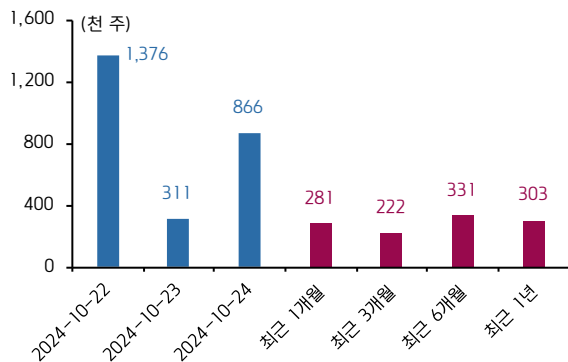
>>> 클래식스 주가는 왜 떨어졌는가

이루다 합병 신주 상장 오버행 & Bain Capital의 국내 에스테틱 EXIT 실력

이루다 합병 신주 관련
1,506,140주 상장예
다른 오버행 이슈 발생

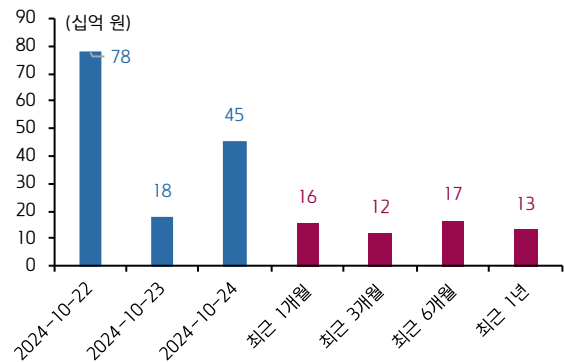
클래식스 매각설이 10월 21일 저녁에 보도되어 처음으로 해당 소식이 주가에 반영될 수 있던 10월 22일은 바로 이루다와의 합병을 통해서 신주가 상장되는 날이었다. 총 1,506,140주가 시장에서 거래될 수 있었고, 거래량도 이전과 다르게 100만 주를 넘어서면서 합병 신주 매도세가 이어졌다. 이러한 오버행 이슈는 어느 정도 예상해볼 수 있던 상황이었다. 이미 합병 과정에서 기존 이루다 주주들이 주식매수청구권을 약 479억 원 규모의 권리를 행사했기 때문이다. 이는 합병 계약 해제 한도였던 300억 원을 초과하는 수준으로 적극적인 움직임을 보여준 것이었다. 참고로, 클래식스와 이루다 양사는 협의를 통해서 합병을 이어나가기로 합의하며 합병을 마무리했다.

클래식스 거래량 기간별 평균치



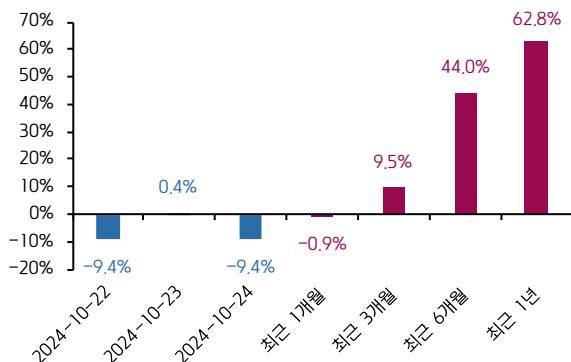
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

클래식스 거래대금 기간별 평균치



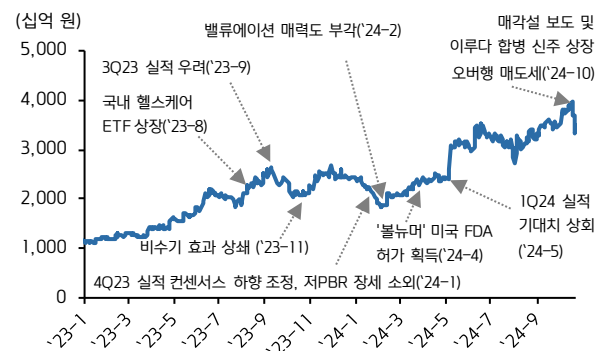
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

클래식스 수익률 기간별 평균치



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

클래식스 시가총액 추이 분석



자료: FnGuide, 언론보도, 클래식스, 키움증권 리서치센터

Bain Capital의 감각은
날카롭다

Bain Capital은 국내 에스테틱 업체를 인수하고 난 후 2번의 성공적인 매각을 진행시킨 경험이 있는 사모펀드이다.

고점에서 매각 성공한
카버코리아

① **카버코리아**: '16년 화장품 브랜드 'AHC'를 내세우며 사세를 확장하던 '카버코리아'를 인수하여 성장세에 박차를 가했다. 중국향 사업을 키우는 것이 중요했던 당시 상황에서 사드 사태가 오히려 반전의 계기가 되며 AHC의 중국 내 인지도가 급등하였다. 광고 모델로는 수십억 원의 개런티를 지불하며 할리우드 스타 앤 해서웨이를 선정하며 마케팅에 열을 올렸다. 이후 1년 3개월 만에 영국의 생활용품 및 소비재 브랜드 'Unilever'에 '카버코리아'를 매각하며 성공적인 투자를 마무리지었다. 이후 연간 실적을 관찰해보면, 외형 감소와 더불어 마진도 크게 줄어든 것을 확인할 수 있다. 더할 나위 없는 매각 전략이 들어먹혔다고 볼 수 있다.

성공적인 매각 타이밍을
잡았던 휴젤

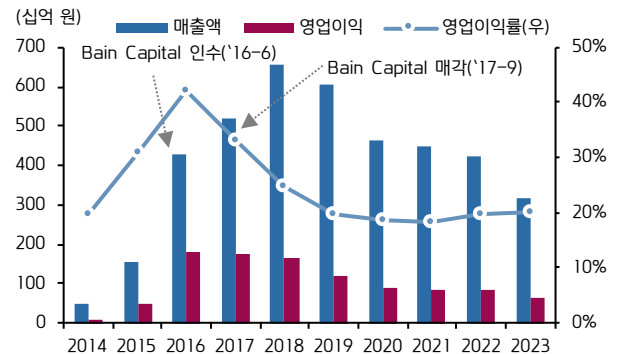
② **휴젤**: 지금은 GS 컨소시엄이 최대주주로 있는 것이 익숙한 휴젤이지만, 원래는 Bain Capital이 4년 넘게 투자 포트폴리오로 가지고 있었다. 중국 허가 획득 후 사환제약과의 협업 등을 통해 기업 가치를 크게 끌어올렸고, 소송 리스크가 크게 불거지기 이전에 매각에 성공했다.

Bain Capital의 주요 국내 에스테틱 업체 출구 전략

기업명	인수 시점	인수 당시 기업 가치(억 원)	매각 시점	매각 당시 기업 가치(억 원)
카버코리아	2016-06-17	7,167	2017-09-25	32,289
휴젤	2017-04-17	13,005	2021-08-25	26,394
클래스스	2022-01-07	10,970	2024-10-21	39,616

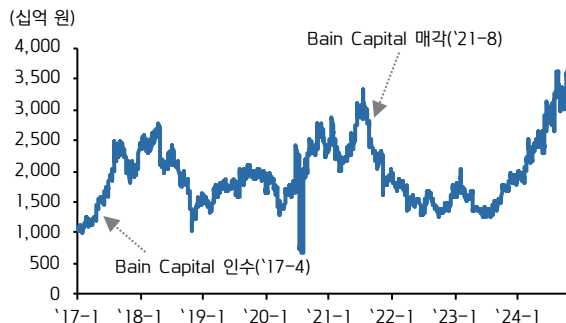
주) 클래스스는 매각설 최초 언론 보도 시점 기준
자료: FnGuide, 언론보도, 전자공시, 키움증권 리서치센터

카버코리아 연간 실적 추이



자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

휴젤 시가총액 추이



자료: FnGuide, 전자공시, 키움증권 리서치센터

그렇다면 이번에는 ? “이번엔 다르다”

시장의 걱정 2가지

- 1) 산업 peak-out
- 2) 다음 최대주주

③ **클래시스**: 시장에서는 Bain Capital이 최대주주로 있기를 원하는 듯한 반응을 보였다. 이루다 신주 상장과 매각설 보도가 겹치며 주가 하락에 박차를 가했다. Bain Capital의 출구 전략 의지가 보인 현재 시장이 우려하는 바는 2가지이다. 1) “Bain Capital이 나가려고 하는 이유는 이제 산업 성장세가 꺾이기 때문 아닐까?”, 2) “Bain Capital보다 더 회사를 잘 운영할 인수자가 들어올까?”

고성장은 익숙하니,
산업 peak-out 우려는
하지 않아도 될 것

산업 peak-out에 대한 우려

앞선 Bain Capital의 EXIT 전략 2가지를 살펴보면, 산업이 전반적으로 꺾이든, 기업 개별적인 리스크가 불거지든 상황이 어려워지기 전에 매각을 성공적으로 이뤄낸 것을 확인할 수 있다. 클래시스는 Thermage 특허로 인해 공략이 어려웠던 미국 진출도 진행 중인 상황이라 기업에 문제가 있는 상황은 아니다. 그렇기에 피부미용 기기(EBD) 산업에 대한 성장 고점론이 이번 매각설에서 대두되는 주요 키워드이다.

클래시스는 이런 우려가 익숙하다. 상장 이후로 코로나를 제외하면 꾸준히 30% 수준의 YoY 매출액 성장률을 기록했다. 매년 그때마다 시장 성장에 대한 의문이 꼬리표처럼 따라왔지만 이를 극복하는 모습을 보여주었다. 이번에도 스스로를 증명했던 지난 날들처럼 산업 성장 peak-out은 극복 가능한 이슈라고 판단한다.

극복 가능 이유 1)
외형 성장 무게 중심
국내 → 해외

‘18년 7월 유명 유튜브 영상에서 ‘슈링크’ 바이럴 마케팅이 크게 흥행하며 전체 매출액에서 수출 비중이 줄어드는 양상이었다. 해당 영상이 국내 타깃이었기에 우리나라 사람들을 피부과로 이끄는 효과를 이끌었고, ‘슈링크’ 장비 국내 보급에 긍정적인 영향을 끼쳤기 때문이다. 이후 ‘20년 코로나 팬데믹으로 인해 막혔던 수출이 ‘21년에 나가기 시작하면서 수출 비중이 조금씩 늘기 시작하였고, ‘23년 65.0%를 달성했다. 브라질 등 이미 거점을 마련해둔 국가도 있고, 태국과 미국 등 적극적으로 진출을 하고 있는 지역들도 있다. 이제는 기업 성장의 초점이 국내가 아닌 해외에 있기에 산업 전체가 커갈 수 있는 기반은 충분하다고 판단한다.

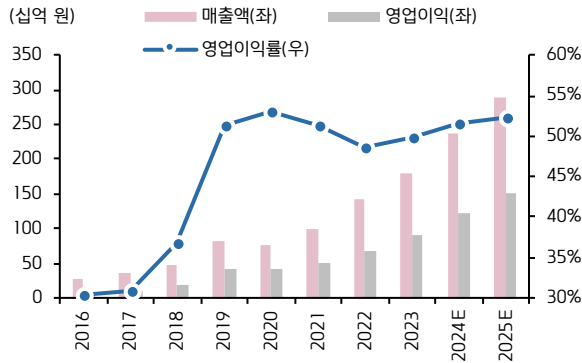
극복 가능 이유 2)
‘볼뉴머’ 유상 소모품
매출액 발생 시기 도래

비침습 RF 장비 ‘볼뉴머’ 출시도 외형 성장에 기여할 수 있는 시기가 오고 있다. 출시 만 2년째가 되고 있어 무상 프로모션으로 제공하였던 소모품을 모두 소진하고, 피부과에서 유상 구매를 진행하는 때가 도래한 것이다. 이는 국내뿐만 아니라 ‘22년 10월에 출시한 일본, ‘24년 3월에 출시한 태국, ‘24년 5월에 출시한 브라질, ‘24년 10월에 출시한 대만과 출시할 미국 등지에서도 비슷한 시차를 두고 발현될 외형 성장 모멘텀이다.

극복 가능 이유 3)
비유기적 성장 전략

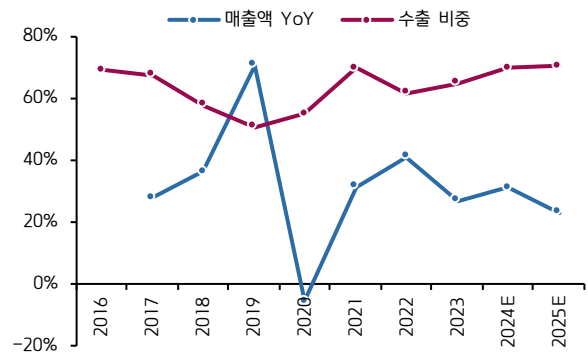
또한, 유기적 성장만으로는 커지는 외형에 따라 성장률이 둔화될 수밖에 없기에 비유기적 성장 전략 실행이 필수적이다. 이루다 합병 이후에도 사세를 키우기 위한 M&A 전략은 꾸준히 가동되어야 하고, 그러할 것으로 전망한다.

클래시스 연간 실적 추이 및 전망



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

클래시스 연간 매출액 관련 지표



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

능력 있는 최대주주 Bain Capital

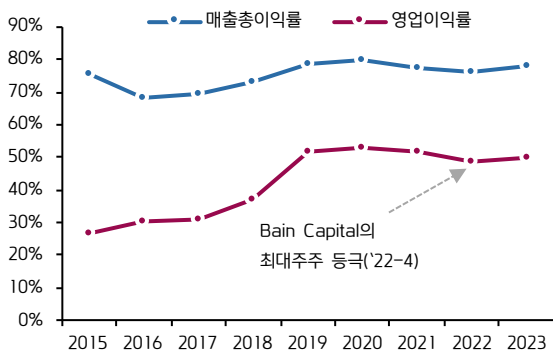
다음 최대주주에 대한 우려

클래시스 자체가 좋은 기업이기도 하고, Bain Capital 자체가 좋은 경영을 보여주기도 하였다. 클래시스가 꾸준히 좋은 모습을 보여주었던 것에는 Bain Capital의 기여도가 적지 않다는 것은 사실이다. 지난 4월 22일 “[피부마용 장비: 폭풍의 M&A 시장](#)” 산업 보고서를 통해 비용 구조를 최적화하고, 공정 상의 개선을 이끌어내며 마진을 상승 반전 시킨 Bain Capital의 전략을 설명한 바 있다.

클래시스는 우수한 기업이었으나 매출총이익률이 '20년 79.7% → '21년 77.4% → '22년 76.3%로 줄어들고 있었다. 영업이익률도 마찬가지로 '20년 53.1% → '21년 51.4% → '22년 48.6%의 하향세였다. 이를 Bain Capital이 최대주주 등극 이후 인력 구조 효율화와 그로 인해 확보한 예산의 여유분을 마케팅에 적극적으로 활용하여 비용 조절에 용이한 회사 구조를 만들었다.

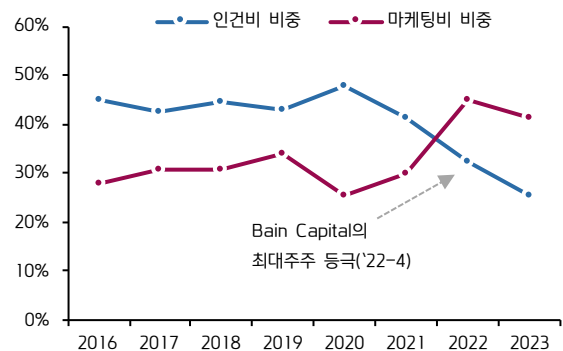
또한, Lean 공정을 도입시켜 마진을 움직이는 핵심 키워드였던 소모품의 매출 비중이 늘지 않더라도 원가경쟁력 확보를 통해 이익률을 상승시키는 모습까지 시현했다.

연간 클래시스 매출총이익률, 영업이익률 추이



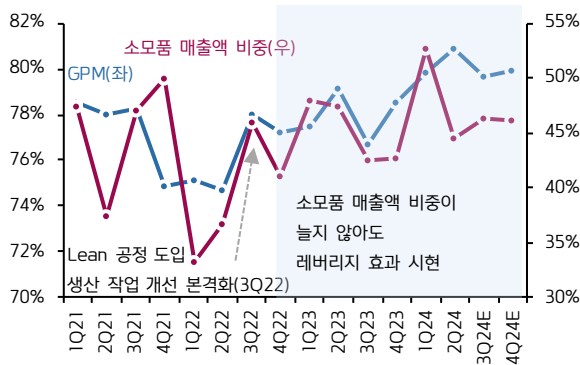
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

연간 클래시스 인건비 및 마케팅비 비중 추이



주) 판매비에서 차지하는 비중
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

클래시스 분기별 매출총이익률 추이



자료: 전자공시, 클래시스, 키움증권 리서치센터

바통을 이어 받을 다음 주자 후보군은 크게 4가지

그렇다면 우수한 전략을 통해 뛰어난 경영 성과를 보여준 Bain Capital의 바통을 이어 받을 다음 주자는 누구일까. 크게 4가지 후보군을 간추려볼 수 있겠다. 현재 가장 큰 시장인 미국 진출 시기이고, 이루다와의 합병 후 전략을 논의하기 위해 그 어느때보다 에스테틱 시장에 대한 이해도가 높은 전략 수립 및 실행이 절실하다.

이러한 사항을 자금 여력과 향후 시너지 창출 등을 고려해 가능성이 높은 순서대로 나열하자면, 1) 국내 의료기기 섹터에 관심 있는 사모펀드, 2) 미국 MedSpa 인수 경험이 있는 사모펀드, 3) 미용 사업 확장 중인 해외 에스테틱 업체, 4) 기사에서 언급된 바 있는 국내 대기업 계열사로 정리할 수 있다.

클래시스 잠재적 인수 후보군

인수 후보군	종합	자금력	향후 시너지 효과
1) 국내 의료기기 섹터에 관심 있는 사모펀드	1 순위	▲	▲
2) 미국 MedSpa 인수 경험이 있는 사모펀드	2 순위	▲	▲
3) 미용 사업 확장 중인 해외 에스테틱 업체	3 순위	▼	▲
4) 기사에서 언급된 바 있는 국내 대기업 계열사	4 순위	▶	▶

자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

1)국내 의료기기 섹터에 관심 있는 사모펀드

1) 국내 의료기기 섹터에 관심 있는 사모펀드

'23년 초부터 이어져온 의료기기 M&A는 주로 사모펀드의 손에 의해 좌우되었다. 오스템 임플란트, 루트로닉, 제이시스메디칼, 하이로닉 등 앞서 열거하였던 사례들이 모두 PEF의 열정이 실제 결과물로 이어졌다. 사모펀드들의 자금 상황이 예전만 하지 못하다는 이야기가 많지만, 클래시스의 시가총액을 생각해볼 때 투자할 자금 여력과 국내 의료기기 섹터에 대한 관심도 모두 충분하다고 보여 가장 인수 가능성이 높다고 판단한다.

2)미국 MedSpa 인수 경험이 있는 사모펀드

2) 미국 MedSpa 인수 경험이 있는 사모펀드

미국에서는 우리나라의 에스테틱 체인 클리닉 의원들처럼 'MedSpa'라는 개념이 퍼져있어 미용 시술 시장 성장을 이끌고 있다. 이 'MedSpa'에서는 주마다 다르지만 의사뿐만

이 아니라 공인 간호사(RN) 등도 독신이나 필러와 같은 주사제, HIFU나 RF 같은 피부미용 장비 시술을 집도할 수 있다. 그래서 최근 여러 사모펀드들이 급성장하고 있는 미국 MedSpa 체인을 인수하는 사례들이 많아지고 있다.

이 시점에서 클래시스는 예상보다 빠르게 '24년 4월 30일에 '볼뉴머' 미국 FDA 허가를 획득하며 미국 시장 진출에 적극적으로 나서고 있다. '24년 8월 9일에는 미국에서 에스테틱 유통 사업을 전개하는 Cartessa Aesthetics와 판매 MOU 체결도 완료하였다. 오는 10월 말 미국에서의 정식 '볼뉴머' 런칭 쇼를 진행할 예정이다. MedSpa를 인수하여 해당 지점에 장비 납품을 통해 사업 시너지를 낼 수 있는 사모펀드들이 클래시스를 눈여겨 볼 수 있는 시점이다.

3)미용 사업 확장 중인 해외 에스테틱 업체

3) 미용 사업 확장 중인 해외 에스테틱 업체

성형 수술보다 비교적 가벼운 측에 속하는 미용 시술이 대세가 되면서 해외 업체들 또한 에스테틱 분야에 관심을 키우고 있다. 일례로 '24년 4월에 스위스 증권거래소에 상장한 Galderma의 지분 10%를 '24년 8월 L'oreal(로레알)이 인수한다는 소식이 전해졌다. 애초에 '81년에 L'oreal은 Nestle와 합작 투자를 통해 Galderma를 설립했다. 이후 '19년에 사모펀드 EQT에 매각하면서 투자를 마무리지었지만, 고기능성 안티에이징 화장품 개발 협력과 더불어 독신과 필러 사업의 매력을 느껴 지분 재투자를 단행한 것이다.

다만, 주요 업체들이 조 단위의 자금을 집행하거나, 인수 금융 이자를 지불하면서까지 클래시스 인수에 뛰어들 가능성은 높지 않다고 판단한다.

4)기사에서 언급된 바 있는 국내 대기업

4) 기사에서 언급된 바 있는 국내 대기업 계열사

LG와 삼성이 클래시스 매각설 보도 기사에서 잠재적 후보군으로 언급되었다.

LG는 LG생활건강, LG화학 등을 통해서 에스테틱 사업 시너지를 일궈낼 수 있을 계열사를 가지고 있다. '프라엘'이라는 프리미엄 가정용 피부미용 기기 브랜드도 시장에 빠르게 출시하여 이미지를 다지고 있다.

삼성은 의료기기 사업을 꾸준히 진행 중인 삼성메디슨을 계열사로 보유하고 있다. 다만, 초음파 영상 진단, 디지털 엑스레이, 전산화 단층촬영(CT) 등 대부분 영상 진단(radiology) 분야 사업을 영위하고 있다.

두 케이스 모두 사업 시너지는 향후 기업의 의지와 전략에 따라 크게 향방이 갈릴 수 있다.

별써 지레 겁 먹을 필요까지는 없다.

어떠한 시나리오가 현실화된다고 하더라도 회사가 크게 성장할지 아닐지는 알기 어렵다. 인수 최종 후보군이 정해지고 난 후에 해당 인수자의 에스테틱 투자 경험, 글로벌 네트워크 보유 여부 등을 체크해도 늦지 않다. 좋은 기업을 더 좋게 만든 최대주주가 떠날지도 모른다는 불안함을 회사의 펀더멘탈 훼손이라고 해석할 필요는 없다고 판단한다. 오히려 더 큰 기업으로 크기 위한 성장통일 수도 있다. Bain Capital이 떠난 휴젤이 MDD -60%를 뒤로하고 역사적 신고가를 경신하고 있는 것처럼.

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 (2023/10/01~2024/09/30)

매수	중립	매도
94.87%	5.13%	0.00%