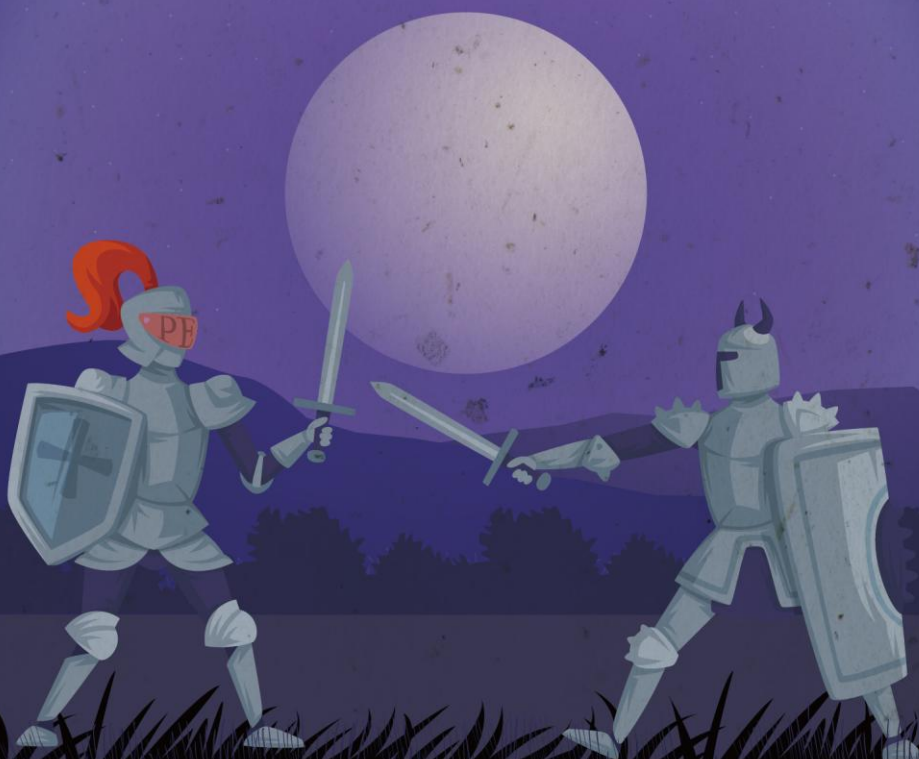


2026년 08월 19일 | 키움증권 리서치센터

산업분석 | 의료기기

지PE지기 백전불태(知PE知己 百戰不殆)

의료기기 Analyst 신민수 | RA 김종현



Contents



지PE지기 백전불태(知PE知己 百戰不殆) 2

0. 요약 3

- > PE를 알고 나를 알면 100 번을 싸워도
위태롭지 않다 3

I. 사모펀드들의 전략 4

- > 투자 가치 제고 출구 전략의 3 단계 4
- > 투자 단계: 공개매수와 LBO 위주 5
- > 가치제고단계: 닷불이고, 키우고, 팔고 7
- > 출구 전략 단계: 팔아야 끝난다 9

II. 사모펀드 업황 11

- > 다변화되는 우리나라 사모펀드 11
- > 요새 통 안 팔린다 12

III. 의료기기 섹터 사례 14

- > '23 년부터 의료기기 관련 투자 급증 14

IV. 주요 업체들의 현 주소 19

- > 휴젤 기업 가치 제고에 가장 적극적일 예정 19
- > 파마리서치 주가 상승도 리캡도 빨라서 걱정 없다 21
- > 클래시스 배부른 상황 안 급하다 23

기업분석 25

- > 휴젤 (145020) 26
- > 파마리서치 (214450) 39
- > 클래시스 (214150) 52
- > 덴티움 (145720) 64

Compliance Notice

- 당사는 8월 19일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

지PE지기 백전불태(知PE知己 百戰不殆)

>>> 100번 투자하고 위태롭지 않을 방법

고대 중국의 유명한 병법서인 손자병법 13편 중 3편에는 지피지기 백전불태(知彼知己 百戰不殆) 라는 말이 나온다. 적을 알고 나를 알면 백번이고 싸워도 위태로울 일이 없다는 뜻이다. 전투를 어떻게 하느냐보다 애초에 싸울 곳을 잘 정해야 한다는 뜻이고, 투자의 세계에서 이 통한다.

특정 기업에 투자하고자 했을 때, 차트를 통한 기술적 분석을 하기도 하고, 전반적인 비즈니스 모델(BM), 수익성, 밸류에이션, 업황 등을 지켜보며 기본적 분석을 행할 수도 있다. 하지만 이러한 내용들은 결과물이다. 한 기업이 의사결정을 진행하고 나서 생기는 후행 지표들이기 때문이다. 그렇다면 그보다 앞서서 이를 좌우하는 선행지표는 무엇일까.

바로 그 의사결정을 하는 자, 최대주주를 살펴봐야 한다.

>>> 국내 의료기기 섹터에 대한 PE 투자

이번 보고서에서 살펴볼 업체들은 최대주주가 PEF(사모펀드)이거나 경영에 개입하고 있는 의료기기 개발 및 유통사들이다. 창업주를 비롯해서 창업 정신과 당시의 기업 비전을 온전히 이해하고 있는 사람의 의사결정은 해당 구조를 대금을 치르고 물려받아 새롭게 만들어가야 하는 법인과 다를 수밖에 없다. 그렇기에 단기적인 외형 성장과 비용 조절을 어떻게 진행할지, 장기적으로 기업이 어떻게 나아갈지를 결정하는 것이 모두 달라진다.

그래서 지PE지기면 백전불태다.

금리 인상기에도 상향식(Bottom-up) 투자의 절정을 보여주었던 의료기기 업체들의 현황을 살펴보고, 최대주주인 사모펀드들의 입장을 생각해보면 어떻게 회사가 굴러갈지 예상해볼 수 있다.

>>> 휴젤: 기업 가치 제고에 가장 열심일 것

최선희주는 휴젤이다. 기본적 분석 차원의 펀더멘탈과는 별개로 기업 가치 상승 여력이 크다고 추정할 수 있다. 사모펀드가 투자한 후에 수익률이 절대적으로든 다른 사례 대비 상대적으로든 다소 아쉬운 것이 사실이다. 경상적인 사업 개선 및 주주가치 제고 방안 등을 통해 시가총액을 끌어올릴 유인이 가장 크다고 판단한다.

0. 요약

>>> PE를 알고 나를 알면 100번을 싸워도 위태롭지 않다

고대 중국의 유명한 병법서인 손자병법 13편 중 3편에는 **지피지기 백전불태(知彼知己 百戰不殆)**라는 말이 나온다. 적을 알고 나를 알면 백번이고 싸워도 위태로운 일이 없다는 뜻이다. 전투에서 승리를 거두기 위해서는 잘 싸우는 것이 중요하지 않다. 애초에 싸울 곳과 싸우지 않아야 할 곳을 먼저 구분하고, 본인과 아군을 위기에 처하지 않게 상황을 조성하는 것이 우선적으로 고려되어야 한다.

금융 전쟁을 펼치는 투자의 세계에서조차 마찬가지다. 매매 기법을 활용하여 잘 싸워서 수익률을 높게 만드는 방식도 있지만, 어느 자산군, 어느 섹터, 어느 종목에서 싸워야할지를 잘 정하는 것이 더 중요하다. 어떻게 해야 전장을 잘 골라낼 수 있을까? 해당 과정에서 투자자로서 어느 기업을 분석할 때 전반적인 비즈니스 모델(BM), 수익성, 밸류에이션, 업황 등을 지켜보는 것이 바로 떠오른다. 하지만 이러한 내용들은 결과물일 뿐이다. 즉 한 기업이 의사결정을 진행하고 나서 생기는 후행 지표들이다. 그렇다면 그 앞단에서 이를 좌우하는 선행지표를 어떻게 살펴볼 수 있을까.

바로 그 의사결정을 하는 자, 최대주주를 살펴봐야 한다.

이번 보고서에서 살펴볼 업체들은 모두 최대주주가 PEF(사모펀드)이거나 경영에 개입을 하고 있는 의료기기 개발 및 유통사들이다. 창업주 또는 자녀가 회사의 최대주주로서 기업을 경영하는 일반적인 국내의 사례들과는 결이 다르다. 창업 정신과 당시의 기업 비전을 온전히 이해하고 있는 사람의 의사결정과 해당 구조를 물려받아 새롭게 수치를 만들어가야 하는 법인의 행동은 다를 수밖에 없다. 그렇기에 단기적으로 외형 성장이나 비용 조절을 어떤 식으로 진행할지, 장기적으로 기업이 어떻게 나아갈지를 결정하는 것이 달라진다.

그래서 지PE지기면 백전불태다.

금리 인상기에도 상향식(Bottom-up) 투자의 절정을 보여주었던 피부미용 업체들의 현황을 살펴보고, 최대주주인 사모펀드들의 입장을 생각해보면 어떻게 회사가 굴러갈지 예상해볼 수 있다. 현재 클래시스의 최대주주는 BCPE Centur Investments(Bain Capital), 휴젤의 최대주주는 Aphrodite Acquisition Holdings(GS-CBC Group-IMM인베스트먼트-무바달라 합작 컨소시엄), 파마리서치의 2대주주는 CVC Capital이다. 모두 지분을 유의미하게 보유하고 있고, 경영에 관여하고 있다.

최선희주는 휴젤을 제시한다. 기본적 분석 차원의 펀더멘탈과는 별개로 기업 가치 상승 여력이 크다고 추정할 수 있다. 사모펀드가 투자한 후에 수익률이 절대적으로든 다른 사례에 비교하든 다소 아쉬운 것이 사실이다. 경성적인 사업 개선 및 주주 가치 제고 방안 등을 통해 시가총액을 끌어올릴 유인이 가장 크다고 판단한다.

I. 사모펀드들의 전략

>>> 투자-가치 제고-출구 전략의 3단계

모두 각자의 투자 방식을 가지고 있듯이 사모펀드들도 펀드 상황, 유지한 자금의 성격, 투자 기간, 기대수익률 등으로 여러 전략을 수행한다. 세부 사항들은 다르겠지만 크게 3단계의 흐름을 통해서 투자를 진행하는데, 투자(entry) 시작 ▶ 가치 제고(value-up) ▶ 출구 전략(exit)으로 단계별 구분을 해볼 수 있다.

사모펀드들의 투자 흐름

단계	국면	내용	예시
entry	투자	실사, 구조화, 실제 인수 및 투자 진행	인수금융 차입 후 기업 인수
value-up	가치 제고	기업 운영, 구조조정, 유기적 성장 등	볼트온 M&A 진행
exit	출구 전략	유동화 과정 후 매각	기업 매각

자료: 키움증권 리서치센터

>>> 투자 단계: 공개매수와 LBO 위주

[공개매수 후 자진 상장폐지(P2P: Public-To-Private)]

우리나라 의료기기 산업에서는 '23년부터 공개매수 후 자진 상장폐지 과정을 통해 비상장사로 전환하는 경우들이 주를 이뤘다. '23년 오스템임플란트(MBK파트너스, UCK 컨소시엄), 루트로닉(한앤컴퍼니), '24년 제이시스메디칼(Archimed Group), '25년 비올(VIG파트너스) 등 4개사가 사모펀드 주도로 공개매수를 진행했고, 실제로 자진 상장폐지까지 이어진 사례들이다.

거래소 규정에 의해 우리나라에서는 상장사의 특정 주주가 95% 이상의 지분을 보유하고 있으면 자진 상장폐지를 신청할 수 있다. 구체적인 실행 경로는 최대주주가 보유한 지분을 확보하여 경영권을 전액 받고, 같은 가격으로 공개매수를 시장에서 진행한다. 공개매수로 원하는 물량을 매입하지 못하면 추가 매수도 진행하고, 현금 교부 방식의 포괄적 주식 교환을 통해 과정을 마무리짓기도 한다. 모두 당시 시장가 대비 가격 할증을 10~20% 부여하며 경영권 프리미엄을 얻은 거래가 진행되었다.

상장사를 굳이 비상장사로 전환시키는 이유는 상장사 지위를 유지하기 위한 비용, 공시를 진행해야 하는 부담감, 다른 주주들과의 협의를 진행하지 않아도 되는 구조를 만들고 싶기 때문이다. 우리나라에서는 배임을 이유로 인수금융 부채를 사모펀드가 지분을 보유한 특수목적회사(SPC)에서 인수 대상인 사업회사로 내려보내지 못한다. 결국 사모펀드와 해당 돈을 출자한 투자자들은 SPC를 통해 자금을 돌려받아야 하는데, 이를 사업회사로부터의 배당 또는 유상감자 등을 통해 진행하는 경우가 많다. 이러한 복잡한 과정 속에서 일부 주주의 반대 의견 없이 빠르게 안건을 통과시키기 위해서 단순히 인수에서 끝나는 것이 아니라 자진 상장폐지까지 진행하는 것이다.

[차입매수(LBO: Leveraged Buyout)]

우리나라뿐만 아니라 전 세계적으로 가장 흔한 투자 기법 중 하나이다. 본인의 자기자본뿐만 아니라 인수금융 형태로 자금을 빌려와 큰 규모의 계약을 체결하는 개념이다. 보통 특수목적회사(SPC)를 설립하고, SPC가 사업회사의 지분을 취득하는 구조로 거래가 진행된다. 대부분 인수하고자 하는 회사의 자산, 현금흐름, 장부가치 등을 담보로 잡는다. 돈을 빌려오는 형태는 채권, 메자닌 등 다양한 경로를 통해 가져올 수 있다.

적은 자기자본으로 큰 기업을 인수하여 운영할 수 있기 때문에 혼자서는 하지 못할 일을 할 수 있다는 장점이 있다. 투자금만큼 큰 부채가 있지만 기업이 제대로 성장한다면 상환 및 자본 구조 재조정, 출구 전략까지 모색하기에 모자람이 없다. 더 나아가 상황이 좋아질 때는 수익률을 극대화할 수 있다.

대부분의 투자 건들이 차입매수의 형태를 띠고 있다. 어느 한 기업의 경영권을 차지하기 위해서 수천억 원~수조 원의 자금이 필요한데, 자기자본만으로 이를 충족할 펀드 자체가 많지 않다. 실제로 드라이파우더(미사용 약정 자본) 여력이 있다고 하더라도 자기자본만을 투자할 경우, 기회 비용을 놓치게 된다. 기본적으로 사모펀드는 출자자들에게 결과물을 가져다주어야 하는 대리인의 성격을 띠고 있기 때문에 기회 비용을 가버이 여길 수 없고, 동일한 자본일지라도 레버리지를 일으켜 더 큰 규모, 더 많은 계약을 검토하는 것이다.

다만 부채를 가져오는 형태이기에 사업회사의 상황이 어려워지거나 금리 인상기에서는 이자비용 상승, 리파이낸싱 부담 등에 따라 단점이 드러나는 경우도 있다.

사모펀드들의 주요 투자 방법

분류	전략	진행 흐름	핵심 목적 / 특징	비고
경로	P2P (공개매수 후)자진 상장 폐지 (Public-to-Private)	대주주로부터 일부 자본 매각(불록딜) 형태로 자본 매입 & 시장매집 ▶ 공개매수(시가 대비 프리미엄 20~40% 부여) ▶ 95% 이상 확보 시 잔여주식 강제매수 or 포괄적 주식교환 ▶ 자진 상장폐지 ▶ 비상장사로서 구조조정, 유상감자, 배당 등의 전략 수행 ▶ 재상장 or 매각 진행	상장유지 비용과 공시부담 제거, 소수주주 간섭 없이 과감한 의사결정 가능	오스템임플란트(MBK-UCK 컨소시엄) 루트로닉(한앤컴퍼니), 제이시스메디칼(Archimed Group) 비올(VIG 파트너스)
	PIPE (상장사 사모투자) (Private Investment in Public Equity)	상장사에 제 3 자배정 유상증자, 전환사채(CB), 전환상환우선주(RCPS) 등의 형태로 투자 ▶ 상장 유지한 채 지배구조 개선과 성장 지원 ▶ 전환 후 일부 자본 매각(블록딜) or 장내 매도	경영권 인수 없이 상장사에 진입하여 리스크 관리 가능, 유동성 있는 출구 전략 확보	파마리서치(CVC)
전략	LBO (차입매수) (Leveraged Buyout)	인수 대상의 자산과 현금흐름을 담보로 인수금융(선순위 채권 및 매자닌) 조달 ▶ 적은 자기자본과 차입금으로 인수 ▶ 기업 현금흐름으로 부채 상환 ▶ 디레버리징으로 자본 가치 증대	적은 자기자본으로 수익률 극대화 가능, 안정적 현금흐름 기업에 적합 공개매수 과정에서 인수금융을 활용한다면 LBO의 성격을 띠게 됨	휴젤(창업주 ▶ Bain Capital ▶ GS 컨소시엄) 클래시스(창업주 ▶ Bain Capital) 오스템임플란트(창업주 ▶ MBK-UCK 컨소시엄) 루트로닉(창업주 ▶ 한앤컴퍼니), 제이시스메디칼(창업주 ▶ Archimed Group) 비올(다임에스 ▶ VIG 파트너스)
	MBO / MBI (경영권 인수) (Management Buyout/in)	기존 경영진(MBO) 또는 외부 경영진(MBI)이 사모펀드와 컨소시엄 구성 ▶ 사모펀드가 자기자본의 대부분을 출자하고, 경영진이 일부 금액을 출자(롤오버 포함) ▶ 공동 인수 ▶ 경영진에 지분 인센티브 부여	경영 연속성 확보 가능, 경영진-주주 이해관계 일치, 오히려 승계 이슈 기업의 주요 매각 경로로 쓰이기도 함	중소·중견 승계 등에서 빈번
	Carve-out (사업부 분리 인수)	대기업 비핵심 사업부 매각 결정 ▶ 분할 신설법인 설립 후 인수 ▶ TSA 기간 IT, 인사, 재무 인프라 독립 구축 ▶ 독립기업으로 성장 후 매각	대기업 내 투자 우선순위에서 밀리던 사업부의 독립 후 성장 잠재력 포착	LG 화학 진단 사업부(글렌우드 PE) LG 화학 엑스텍 사업부(VIG 파트너스)
	Growth Equity (소수지분)	전환사채, 상환전환우선주 등의 형태로 성장기업 소수지분(10~40%) 투자 ▶ 이사회 참여 + 계약적 보호장치(일정 조건 미달 시 풋옵션 등) ▶ IPO or 동반 매각 출구 전략 모색	경영권 없이 성장 과실 공유, 손실의 하방은 계약 조항으로 방어	파마리서치(CVC)
	행동주의 연계	지분 확보 ▶ 이사회 진입 또는 주주환원 요구 서신 발송 ▶ 주가 부양 후 매도 or 경영권 분쟁을 트리거로 대주주나 제 3 자에게 매각	지배구조 이벤트 자체의 수익화, 행동주의 펀드의 등장이 P2P 딜의 방향이 되기에도 함	오스템임플란트(KCGI 등장 ▶ MBK-UCK 컨소시엄) 덴티움(알라인파트너스)
	인프라·실물자산	발전·터미널·통신타워 등 장기 현금흐름 자산 인수 ▶ 장기 계약 기반 안정 수익 + 운영 효율화 ▶ 연금·인프라펀드 등에 매각	낮은 변동성과 인플레이션 헤지가 주목적, 바이아웃과 별도 전략군이나 국내 사모펀드도 활발히 진행	-
	Distressed / Special Situations	부실기업 채권 헐값 매입(loan-to-own) ▶ 회생·위크아웃에서 출자전환으로 지분 전환 ▶ 경영권 확보 ▶ 정상화 후 매각. 또는 회생 M&A 스토리텔링 직접 인수	위기를 진입 기회로 활용, 채권가격 디스카운트가 안전 마진	-
자본 구조	매자닌 (Mezzanine)	선순위 부채와 보통주 사이 계층에 투자 ▶ 고정 고수익(10~15%) 후순위채 + 워런트·옵션 등 에퀴티 키퍼 결합 ▶ 만기 일시상환·콜 프로텍션 ▶ 이자수익 + 에퀴티 업사이드	선순위 대비 고수익, 자기자본 대비 손실 방어 가능, LBO 자본구조의 중간층 공급자	-
	사모대출 (Private Credit)	펀드가 은행 대신 기업에 직접 선순위 담보부 대출 ▶ 이자·원금 수취, 코버넌트 모니터링 ▶ 만기 상환 or 리파이낸싱	크레딧 전략이나 대형 PE 하우스 경영으로 급성장, 이익 상한이 정해져 있고, 손실의 하방도 막혀있음	-
실행 형태	단독 진행	다른 이해관계자 없이 단독으로 계약을 주선하고 진행함	빠른 의사 결정을 통해 원하는 전략을 적절한 시간대에 수행할 수 있으나, 계약 금액이 커질수록 지게 되는 리스크도 정비례함	클래시스(Bain Capital) 휴젤(Bain Capital) 루트로닉(한앤컴퍼니) 제이시스메디칼(Archimed Group) 비올(VIG 파트너스)
	공동 진행 (클럽딜, 공동 투자, 컨소시엄)	복수 PE 가 하나의 딜에 공동 출자(클럽딜), 또는 LP 가 GP 펀드와 나란히 개별 딜에 직접 공동투자(co-investment) ▶ 지분-거버넌스 배분 협약 ▶ 공동 엑시트	대형 딜의 자금 부담 리스크 분산, 국내는 에퀴티 펀딩 난이도·인수금융 비용 상승으로 클럽딜 선호 확대(새마을금고 출자 축소 여파로 중소형 PEF는 사실상 필수화)	오스템임플란트(MBK-UCK 컨소시엄) 휴젤(GS 컨소시엄)

자료: 각 사, 언론보도, 키움증권 리서치센터

>>> 가치 제고 단계: 덧붙이고, 키우고, 팔고

투자 진입 단계에서 실제로 자금을 투자하고 권리를 양도받았다면, 인수 이후 보유 기간의 성패는 가치를 어떻게 제고하느냐에 달렸다. 통상적으로 1) 이익의 성장, 2) 매각 시점에 적용받을 밸류에이션 지표 리레이팅, 3) 디레버리징으로 주주 가치 증가 등 3가지 축을 통해 기업 가치를 키운다.

[볼트온 M&A]

인수한 기업을 플랫폼으로 삼아서 동종/인접 업체를 추가로 인수한다. 해당 업체들을 유기적으로 통합하여 단독 법인으로는 이끌어낼 수 없는 시너지를 창출하여 더 높은 기업 가치를 노리는 전략이다. 같은 시장의 경쟁사를 인수하는 수평적 확장도 가능하고, 전방과 후방 밸류체인을 아우르는 수직 계열화도 볼트온 M&A의 좋은 사례이다. 제품 포트폴리오를 보완하거나, 진출하지 못했던 지역의 유통망을 확보하는 것도 이에 포함된다. 재무적인 관점에서 살펴보면 밸류에이션 멀티플이 개선되는 것을 노려볼 수 있다.

국내에서는 '22년 1월 클래시스를 6,699억에 인수한 Bain Capital이 '23년 9월 이루다 지분 일부 인수, '24년 10월 흡수합병을 진행시키며 수평적 확장을 진행한 바 있다. 이에 더해 한앤컴퍼니도 '23년 10월 루트로닉을 인수하였고, 뒤이어 '24년 1월에 Cynosure라는 경쟁사를 인수하여 사세를 확장했다.

[경상적인 개선]

가장 기본적인 전략으로, 기업이 성장하는 흐름을 그대로 살려 실적을 더 키우고 밸류에이션 지표(PER, EV/EBITDA 등)가 개선될 수 있도록 한다. 최대주주가 되었기에 이사회 구성원과 실제로 회사를 이끌어갈 CEO를 바꾸는 경우가 많고, 회사의 구조조정을 단행하여 비용 감축 및 사업 우선순위 정리를 하는 경우도 있다. 비핵심 자산 매각, 운전자본 관리 등 단기 손익 관리와 재무상태표 강화, 기업 체질 개선 등의 작업이 수반되기도 한다.

[자본구조 재조정(recapitalization)]

보유 기간 중 부채와 자본의 구성을 재설계하는 전략이다. 그 중 리파이낸싱은 인수금융을 새로운 차입으로 대체하는 형태를 의미한다. 조달 금리를 낮추거나, 재무 약정(covenant)을 완화시키거나, 더 좋은 계약 조건을 삽입하거나, 규모를 더 키워서 큰 레버리지를 활용하고자 할 때 사용한다.

국내외에서는 리캡(recap) 후 배당을 하는 경우가 많아지고 있다. 기존 차입금보다 더 많은 인수금융을 빌려오고, 일부는 차환, 일부는 배당 재원으로 활용하여 출자자들에게 현금을 돌려주는 것이다. 장점은 출자자들은 빠르게 일부 현금을 받아낼 수 있고, 사모펀드는 포지션 변경 없이 LP 분배금을 늘릴 수 있다는 점이다. 단점은 미래의 재무 여력을 현재로 앞당겨오고, 부채의 규모가 커져 향후 기업 가치 개선이 이뤄지지 않으면 문제가 복잡해진다는 점이다. 인수 기업의 가치가 하락하면 담보 가치가 떨어져 미리 약정한 조건을 달성하지 못해 자금을 지키지 못하거나 추후 자금 조달 과정이 곤란해질 수 있다. 또한, 매크로 환경에 의해 금리가 인상되면 상대적 매력도가 떨어지며 사모펀드형 출자금 경색이 일어날 수도 있다.

사모펀드들의 투자 후 주요 기업 가치 제고 방식

전략	진행 흐름	핵심 목적 / 특징	비고
Buy-and-Build (볼트온/몰입)	플랫폼 또는 특정 기업 인수 ▶ 동종 및 인접 중소기업 연쇄 인수 ▶ 통합으로 규모의 경제 실현 ▶ 통합체를 높은 밸류에이션에 매각	기업 밸류에이션 지표를 높여서 프리미엄을 받으며 매각 가능, 파편화 산업에 적합함	Bain Capital(클래시스- 이루다) 한앤컴퍼니(루트로닉- Cynosure) VIG 파트너스(비율-LG 화학 에스텍 사업부)
경상적인 개선	경영진 교체, 원가 구조조정, 비핵심자산 매각, 운전자본 효율화, 디지털 전환 등	EBITDA 자체를 키우는 정공법, LBO 부채상환 여력과 직결	모든 투자 건에서 진행
경영진 인센티브 정렬	경영진 지분 롤오버·스톡옵션·성과연동 보상 설계	MBO 구조와 연결되고, 주주-경영진 이해관계가 일치되어 기업 가치 제고 실행력 확보 가능	-
Sale & Leaseback(S&LB)	보유 부동산 매각 후 임차 전환 ▶ 매각대금으로 부채 상환 or 주주 환원	자산 유동화, 고정 임차료 부담 증가로 다운턴 취약성 확대	-
리파이낸싱 (자본구조 최적화 및 재정비)	기존 인수금융을 다른 부채로 대환	조달 금리를 낮춰 이자 부담 완화, 만기 연장, 대주단 재정비 등	휴젤, 클래시스, 파마리서치

자료: 각 사, 언론보도, 키움증권 리서치센터

>>> 출구 전략 단계: 팔아야 끝난다

[매각]

무언가를 샀다면, 팔아야 한다. 매각이 진행되어야 거래 주기가 종결되고, 평가손익이 아닌 실현손익이 계산되어 모든 숫자가 확정된다. 이렇게 마무리되어 숫자가 결정되는 것은 자금 운용 사모펀드에게 크게 3가지 의미가 있다. 1) 성과 보수를 확정할 수 있고, 2) 출자자들에게 분배금을 지급할 수 있고, 3) 트랙 레코드를 축적해 향후 자금 조달(fund raising)로의 선순환을 이어갈 수 있다.

매각 대상은 인수 업체의 산업에서 실제로 사업을 영위 중인 전략적 투자자(SI), 또 다른 사모펀드 같은 재무적 투자자(FI), 일반 투자자들(IPO)로 분류해볼 수 있다. 특히 다른 사모펀드 같은 FI에게 매각하는 과정은 세컨더리 바이아웃(SBO: Secondary Buyout)으로 명명되어 PEF들끼리의 손바뀜을 지칭한다. '17년에 휴젤을 인수했던 Bain Capital이 '21년에 GS 컨소시엄에 기업을 매각했던 것이 대표적인 세컨더리 바이아웃의 사례이다.

지분을 일부 매각하는 블록 딜 형태로도 출구 전략을 취하는 경우도 있다. Bain Capital은 3조 원 이상 규모의 클래시스 지분 가치를 전체 매각하기 어려워지자 2회에 걸쳐 블록딜을 진행한 바 있다.

[기업공개(IPO)]

기업 가치를 올리고 난 후에 공모 과정을 통해 지분을 줄이는 형식이다. IPO는 매각처럼 한 번에 거래가 끝나는 것이 아니라 시간을 길게 잡고 실행하는 출구 전략이다. 상장 시점에 구주 매출을 할 수 있으나, 구주 매출 비중이 높으면 IPO 흥행이 어려워지기에 잔여 지분에 대한 매각을 천천히 진행해야 하기 때문이다.

다만 IPO 시장이 침체되어 있다면 원하는 수준의 공모가액을 산정받지 못해 기업공개 신청 후 자진 철회하는 경우도 있어 시장 환경 민감도가 높다는 한계가 존재한다. 또한, 지분을 시장가로 매도해야 하기에 경영권 프리미엄을 포기할 수밖에 없다.

[CV(Continuation Vehicle)]

본인이 팔고, 본인이 다시 사들이는 형태이다. 여러 환경이 많이 바뀌겠지만, 여전히 자산을 보유하고 있다는 점은 유지되기에 완전한 출구 전략이 아니라 중간 과도기적 대체재로서의 기능을 한다고 볼 수 있다. 보통 펀드 만기가 다가와 반드시 행동을 취해야 하는 경우이지만 우량 자산을 더 보유하고 싶거나, 출구 전략 시장이 활성화되지 못해 다음 원매자가 나타나지 않은 경우에 활용한다. 매도인은 만기가 다가온 본인의 한 펀드와 해당 펀드에 출자한 LP들이고, 매수인은 새롭게 만든 본인의 다른 펀드와 롤오버를 택한 기존 LP 및 신규 출자자들이다.

운용을 하는 주체는 사모펀드가 그대로 유지되지만 실제로 기업을 보유하는 펀드가 바뀌고, LP 구성, 인수금융 채권단, 금리, 보수 조건 등이 모두 바뀐다. 이 과정 속에서 유동성을 확보하고 출자자들에게 분배금을 지급할 수 있다. 출구 전략 시장이 다소 침체된 최근에 여러 해외 사모펀드들이 CV 전략을 적극적으로 활용하는 사례들이 급증하고 있다.

사모펀드들의 주요 출구 전략

전략	진행 흐름	핵심 목적 / 특징	대표 사례
■ 정통 엑시트 (전량·경영권 매각)			
매각 (Trade Sale)	전략적 투자자(SI), 재무적 투자자(FI)에 경영권 매각	가장 전통적 엑시트, 시너지 프리미엄 기대 가능, 불리한 전량 매각	-
IPO / 재상장	밸류업 완료 후 상장 ▶ 구주매출 + 이후 블록딜로 단계적 회수	통상 최고 밸류에이션 경로이나 시장 상황 의존 + 부분적 엑시트(락업·단계 매도)	-
듀얼트랙 (Dual-Track)	IPO 준비와 M&A 매각 프로세스를 동시 진행 ▶ 두 트랙 간 가격 경쟁 유도 ▶ 유리한 쪽으로 최종 선택	엑시트 옵션성 극대화 + 협상력 제고. 최근엔 CV·리캡까지 포함한 '멀티트랙'으로 확장	글로벌 대형 딜 표준 관행
SPAC 합병	기업인수목적회사(SPAC)와 합병 ▶ 정식 IPO 절차 없이 우회 상장 ▶ 상장 후 지분 매도	IPO 시장 침체기의 대안 상장 경로. 밸류에이션 확정성은 있으나 상장 후 추가 리스크	미국 중심, 국내는 중소형 위주
Secondary Buyout (SBO)	PE A 보유 기업을 PE B가 인수	펀드 만기 도래 시 흔한 경로. SI 부재 시 대안. 매각 전 가치개선이 전제되어야 거래 성립	Medit(UCK▶MBK), 클래식·HPSP 등 대형 매물화
MBO 매각	경영진에게 회사를 매각(PE ▶ 경영진+新 PE 컨소시엄)	경영 연속성 선호 매도자에 적합	-
■ 부분·중간 회수 ('엑시트 없는 회수')			
부분매각 (Partial Sale)	보유 지분 일부만 타 스폰서·SWF·구조화 소수지분 투자자에 매각 ▶ 일부 현금화 + 잔여 지분으로 업사이드·경영권 유지	매각 대금 규모가 너무 커서 매수자가 나타나지 않을 경우 또는 서로 가격 협상이 원활하지 않아 적은 금액의 계약을 추진, 빠른 거래를 통한 현금 마련	클래시스(Bain Capital)
사업부 일부 매각	회사 전체가 아니라 사업부 단위로 쪼개어 개별적으로 매각	사업부별 최적 매수자를 모색하여 매각 대금의 합산 최대화	-
GP 주도 Continuation Fund (CV)	펀드 만기 도래 ▶ GP가 컨티뉴에이션 비히클(CV) 설립 ▶ 자기 자산을 자기에게 매각 ▶ 기존 LP는 현금화 or 롤오버 선택. 매수 자원은 세컨더리 전문 LP(Ardian, Lexington 등) 출자 + GP 캐리 재투자, 레버리지·우선출자지분 결합 가능	유량자산을 헐값에 팔지 않고 계속 보유하며 DPI 창출. 셀프딜 이해상충 ▶ 독립 밸류에이션·공정성 의견·LPAC 검토 필수	글로벌 급증(엑시트 가뭄기 주력 수단)
크로스펀드 딜 (Cross-Fund)	동일 GP의 기존 펀드가 보유 자산을 후속 펀드 or 다른 전략 펀드에 매각	CV와 유사한 GP 내부 거래. 기존 펀드 LP에 유동성 제공하며 자산 계속 보유	글로벌 확산 중
세컨더리 (LP-led)	LP가 보유 중인 펀드 출자지분을 세컨더리 펀드 등 타 투자자에 매각 ▶ 매수자가 대체 LP로 진입	기업이 아닌 '펀드 지분' 거래. LP 레벨의 유동성 수단(GP-led CV와 구분)	IMM 인베 세컨더리 펀드 등 국내도 결성 확대
배당 리캡 (Dividend Recap)	포트폴리오 기업이 신규 차입 ▶ 차입금으로 PE에 특별배당 ▶ 엑시트 전 현금 중간회수	매각 없이 조기 DPI 창출. 레버리지 리스크 증가(2023년 리캡 후 부채/EBITDA 중간값 5.2x). 강한 FCF·코버넌트 여유가 전제	클래시스(Bain Capital)
감액배당	주주총회 결의를 통해 자본준비금을 이익잉여금으로 전환 ▶ 해당 재원을 비과세 형태의 배당 지급	최대주주는 취득원가 한도 내에서 세금 없이 사업회사로부터 현금흐름을 만들어낼 수 있음	클래시스(Bain Capital)
유상감자	주식 소각 결의 ▶ 감자대가를 주주(PE)에게 현금 지급	① 취득원가 초과분만 의제배당 과세 ▶ 배당 대비 세후 효율 우위 ② 배당가능이익 불필요 ▶ 이익 안 쌓인 LBO 기업에서도 가능. 단, 감자 재원이 차입이면 배당리캡과 리스크 동일	루트로닉(한앤컴퍼니)
Sale & Leaseback(S&LB)	보유 부동산 매각 후 임차 전환 ▶ 매각대금으로 부채 상환 or 주주 환원	자산 유동화, 고정 임차료 부담 증가로 다운턴 취약성 확대	-
NAV 론	펀드가 보유 포트폴리오 전체 NAV를 담보로 펀드 레벨에서 차입 ▶ LP 분배 or 추가 투자 재원	개별 기업 아닌 펀드 단위 유동성 창출. CV·배당리캡과 함께 '엑시트 없는 회수' 3대 수단	글로벌 확산 중

자료: 각 사, 언론보도, 키움증권 리서치센터

II. 사모펀드 업황

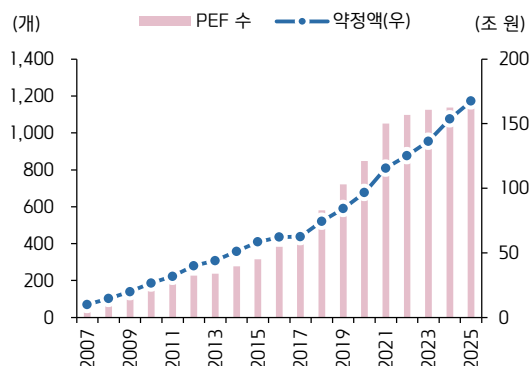
>>> 다변화되는 우리나라 사모펀드

2번의 제도가 바뀐 이후에 우리나라 사모펀드 시장도 꾸준히 커지고 있다. '07년 44개에 불과했던 사모펀드는 '25년 1,195개로 늘어났고, 약정액도 같은 기간 158조 원 증가했다. 외형 성장은 출자 약정액 1,000억 미만의 소형 펀드가 주도하며 저변 확대에 이어졌고, 코로나 시기 이후 중형 이상 펀드 비중이 재차 확대되는 중이다.

출구 전략을 진행하는 회수 시장에서는 M&A가 마무리를 담당하는 형태를 유지하는 가운데 IPO의 기여도는 다소 제한적이다. 이를 장내 매각, 유상감자, 상환 등 기타 방법이 유의미하게 채워주고 있다. 중간회수 부분도 배당 외 제3자매각 등으로 회수 수단이 다변화되고 있다.

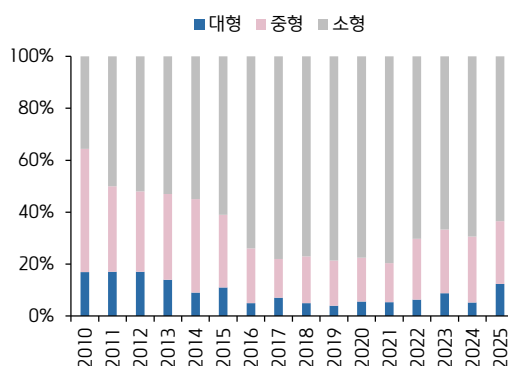
여기에 국민성장펀드와 더불어 은행의 사모펀드 투자 규제가 완화되어 사모펀드 자금 조달 시장에 새로운 바람이 불어오고 있다. 다만 이에 대한 수혜를 받을 수 있는 쪽과 아닌 쪽의 명암이 엇갈리며 자금 모집의 양극화가 일어날 수 있다는 우려의 목소리도 같이 제기되는 상황이다.

국내 사모펀드 약정액 및 운용사 수



자료: 금융감독원, 키움증권 리서치센터

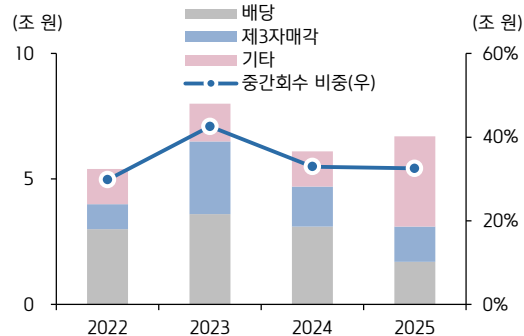
국내 사모펀드 규모별 비중(펀드 수 기준)



주) 대형: 출자약정액 3,000억 이상, 중형: 1,000~3,000억, 소형: 1,000억 미만

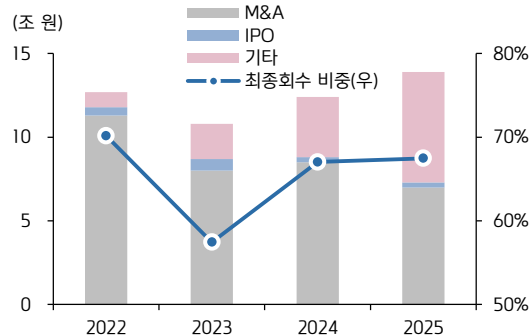
자료: 금융감독원, 키움증권 리서치센터

국내 사모펀드 투자 중간회수 추이



자료: 금융감독원, 키움증권 리서치센터

국내 사모펀드 투자 최종회수 추이



자료: 금융감독원, 키움증권 리서치센터

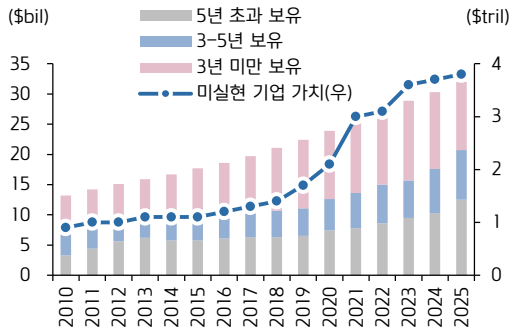
>>> 요새 통 안 팔린다

해외 사모펀드 바이아웃 시장은 보유 자산들의 병목 현상이 심화되고 있다. Bain & Company에 의하면, '25년 글로벌 바이아웃 펀드의 미회수 포트폴리오는 약 32,000개사, 이를 가치로 환산하면 3.8조 달러(약 5,400조 원)로 사상 최고치를 경신했다. 보유한 지 5년이 지난 자산의 비중은 39%로, 이는 글로벌 금융 위기 이후 후유증이 극심했던 '13년 수치와 같은 수준이다. 출구 전략을 실행하는 시점 기준, 자산 보유 기간은 7년 내외로 길어졌다.

특히 '22년 금리 인상기 이후 5년 초과 보유 비중이 빠르게 상승하여 일시적 현상이 아닌 구조적 변화로 굳어지는 양상을 띠고 있다. IPO와 M&A 등 주요 출구 전략 시장이 이전만큼 활발해지지 않았고, 우량 자산들이 '22년부터 쌓이기 시작하면서 매물이 빠르게 소화되지 못하고 있는 것이다.

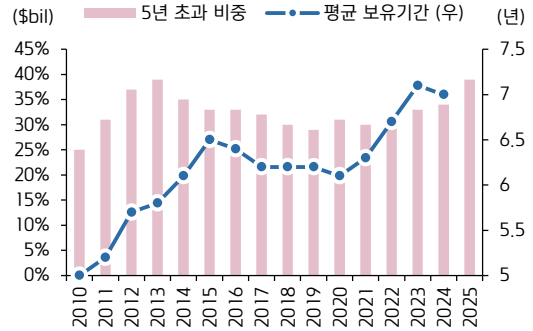
자산 매각이 지연되면 수익률은 떨어질 수밖에 없다. Bain & Company가 '00-'15년 결성 펀드들을 분석한 결과, 펀드 결성 또는 최초 투자로부터 7년이 지났을 때 내부수익률(IRR)이 정체 후에 하락하기 시작한다. 이는 실제 사례들로서도 입증 가능하고, 수학적으로도 시간가치를 계산하는 IRR의 특성상 같은 수익률을 기록했을 때 IRR 수치가 하락하는 것이 당연하기 때문이다.

자산 보유 기간을 늘려가는 해외 사모펀드들



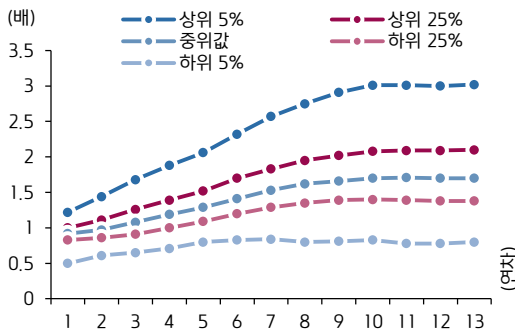
자료: Bain & Company, 키움증권 리서치센터

금리 인상 이후 구조적인 자산 보유 기간 장기화



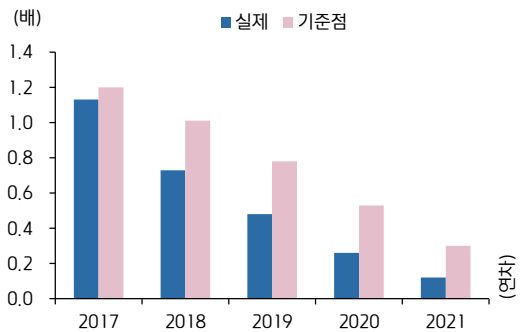
자료: Bain & Company, 키움증권 리서치센터

2000-2015 결성 펀드들의 연차별 TVPI 추이



주) TVPI(Total Value to Paid-In Capital) = DPI + RVPI로, LP가 납입한 돈에 비해 현재 만들어진 총 가치가 얼마인지를 보여주는 배율
주2) DPI(Distributions to Paid-In): LP가 현금으로 돌려받은 금액 = 사모펀드가 LP에게 분배한 금액
주3) RVPI(Residual Value to Paid-In): 아직 펀드 안에 남아 있는 자산의 평가 가치
자료: Bain & Company, 키움증권 리서치센터

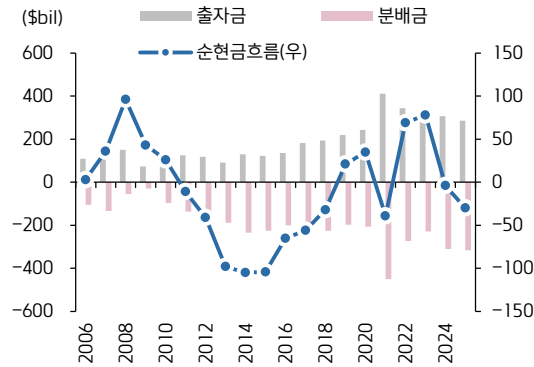
DPI 기준점 하회하고 있는 최근 바이아웃 펀드들



주) DPI(Distributions to Paid-In): LP가 현금으로 돌려받은 금액 = 사모펀드가 LP에게 분배한 금액
주2) 기준점: 2017-2017 결성 펀드들의 각 DPI 중위값 8개의 평균치 자료: Bain & Company, 키움증권 리서치센터

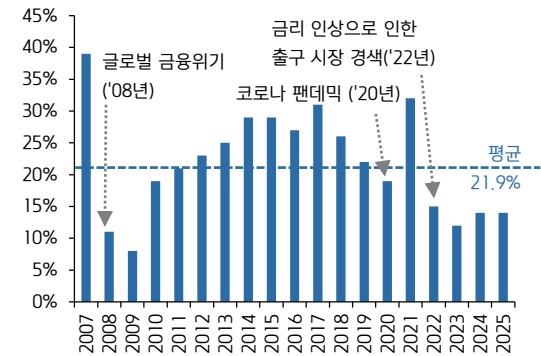
회수가 부진해지는 점은 출자자들의 현금 흐름에도 반영되고 있다. 바이아웃 펀드의 순현금흐름은 '22년 이후 다시 음전하였고, 기초 NAV 대비 연간 분배율 역시 장기 평균 21.9%를 크게 하회하고 있다. 과거 분배율 급락이 글로벌 금융 위기나 코로나 팬데믹처럼 시스템 리스크로부터 전이된 결과였다면, 현재는 출구 시장 경색에 따른 구조적 변화로 성격이 바뀐 것을 확인할 수 있다.

해외 바이아웃 펀드 LP 출자금과 분배금 추이



주) 순현금흐름이 양수면 출자자들에게 돈을 돌려준 것이 받은 것보다 많음을 의미함
자료: Bain & Company, 키움증권 리서치센터

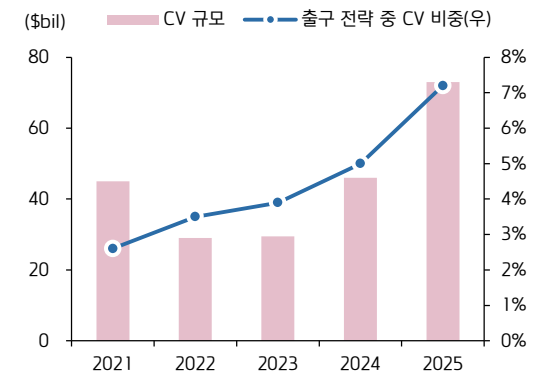
해외 사모펀드 연간 분배율 추이



주) 분배율 = (LP 분배액) / (기초 NAV)
자료: Bain & Company, 키움증권 리서치센터

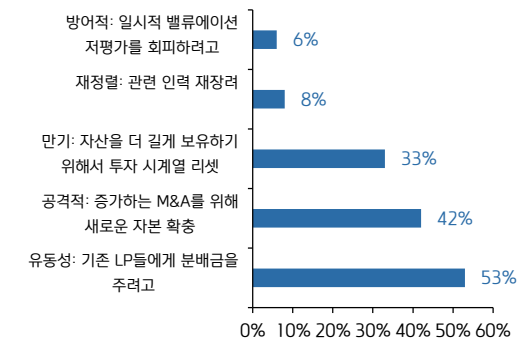
출구가 막힌 사모펀드들은 CV를 대안으로 활용하고 있다. 이를 활용하는 이유 중 가장 많은 사람들이 언급한 것은 유동성이었다. 출자자들의 자금 회수 수요를 충족시킬 수 있고, 동시에 우량 자산을 헐값에 매각하지 않고 보유 기간을 늘릴 수 있기 때문이다. '22년 290억 달러(약 41.조 원, 비중 3.5%)에 불과하던 CV 규모가 '25년 730억 달러(약 103.7조 원, 비중 7.2%)로 늘어났다.

해외 사모펀드 연간 CV 활용 증가 추이



주) CV(Continuation Vehicle): 펀드 만기 도래 후 보유 자산을 자신의 다른 펀드에 매각하여 소유주는 그대로, 해당 현금 LP들에게 분배하는 형식의 중간 회수 방식
자료: 금융감독원, 키움증권 리서치센터

해외 사모펀드들이 CV를 활용하는 이유



자료: Bain & Company, 키움증권 리서치센터

III. 의료기기 섹터 사례

>>> '23년부터 의료기기 관련 투자 급증

이전에도 여러 계약들이 있었으나 사모펀드들이 의료기기 산업에서 자주 모습을 나타나게 된 것은 코로나 팬데믹이 지나고 난 후였다. '23년에 오스템임플란트에 행동주의 캠페인이 시작되고, MBK파트너스가 최대주주 지분 매입 및 공개매수를 진행한 것이 그 시초였다.

그해 여름에 바로 한앤컴퍼니가 레이저 피부미용 장비를 판매하고, 미국 직판망 확보에 따라 경쟁사 대비 낮은 이익률에 머무르고 있던 루트로닉을 공개매수 후 자진 상장폐지시켰다. 상장폐지 후 3개월 만에 Cynosure라는 미국 에스테틱 레이저 장비사를 추가 인수하며 기업 가치를 극대화시키는 전략을 보여주었다. 그 과정 속에서 2번의 유상감자를 진행하며 3,803억을 미리 회수하는 출구 전략도 실행한 바 있다.

다음해인 '24년 6월에는 프랑스의 헬스케어 전문 투자사 Archimed Group이 제이시스메디칼을 공개매수 후 자진 상장폐지시켰고, 그 다음 해 6월에는 국내 PEF인 VIG파트너스가 비올을 공개매수하고 비상장사로 만들었다.

국내 의료기기 PEF 주요 투자 사례

섹터	파인수자	인수자	시기	인수 방식	인수 규모	인수 후 내용	현재 상태(경영참여/엑시트)
1. 상장사 바깥							
치과 (임플란트)	오스템 임플란트	MBK 파트너스 ·UCK 컨소시엄	23. 1. 25. ~ 23. 8. 14.	최규옥 회장 지분 9.3% 매입 + 공개매수 2 회(주당 190,000 원, 1/20 증가 대비 인수 프리미엄 16.9%)	총 2 조 3,977 억	2023. 5. 18. 1:10 액면병합 결정 2023. 8. 14. 자진 상장폐지	- 최규옥 회장 지분 9.6% 보유 중 - '23~'25 년 매출 성장 둔화, 영업이익 역성장 - '25 년 배당 1,001 억(순이익 -141 억 대비 7.1 배)으로 공격적인 배당 시행 중
피부미용 (레이저)	루트로닉	한앤컴퍼니	23. 6. 9. ~ 23. 10. 27.	황해령 회장 지분 19.3% 매입 + 공개매수 3 회(주당 36,700 원, 7/16 증가 대비 인수 프리미엄 15.4%) + 포괄적 주식 교환	총 9,689 억	2023. 10. 27. 자진 상장폐지 2023. 12. 7. 1,450 억 규모 유상감자(주당 36,700 원) 2024. 1. 19. Cynosure 3,500 억 원 볼트온 M&A 진행 2024. 3. 25. 2,353 억 규모 유상감자(주당 37,579 원)	- 창업자 공동경영(이사 6 인 중 2 인 지명권) 체제 유지 - 지분 양도 당시에 창업자가 SPC 에 791 억원 재출자
피부미용 (HIFU/RF)	제이시스 메디칼	Archimed Group	24. 6. 10. ~ 24. 11. 7.	창업자 등 구주 26% 매입 + 공개매수 2 회(주당 13,000 원, 6/7 증가 대비 인수 프리미엄 20.8%) + 포괄적 주식 교환	총 1 조 800 억	2024. 11. 7. 자진 상장폐지 1Q25 사업보고서 기준 지분율 100% 달성	- 헬스케어 전문 투자사 Archimed Group 의 첫 한국 투자 - 창업자 매각 대금 일부 재투자 진행
피부미용 (마이크로 니들 RF)	비올	VIG 파트너스	25.6.18. ~ 25. 12. 10.	기존 최대주주 DMS 보유 지분 34.76% 인수 + 공개매수 2 회(주당 12,500 원, 6/17 증가 대비 인수 프리미엄 11.6%) + 포괄적 주식 교환	총 4,511 억	2025. 12. 10. 자진 상장폐지 1Q26 분기보고서 기준 지분율 100% 달성	보유 중(밸류업 초기 단계)

2. 비상장사 바이아웃						
치과 (구강 스캐너)	메디트	MBK 파트너스	22. 12. 29. ~ 23. 3. 31.	UCK·창업주 등으로부터 지분 99.5% 인수	총 2조 4,000억	2025. 4. 8. 인수금융 채무약정 위반 전망 2025. 9. 4. MBK/UCK 컨소시엄 1,400억 추가 투자 2026. 5. 7. Progressive Orthodontics 볼트온 M&A 진행 후 글로벌 교정 사업부 출범 - 창업자 매각 대금 재투자 - 현재 지분 구조는 MBK 파트너스 70%, UCK 파트너스 18%, 창업자 12% - '23-'25년 매출 성장 둔화 - '23-'24년 영업이익자 발생 - '24년 중간배당 899억(순이익 -230억 대비 3.9배), '25년 중간배당 312억(배당성향 616.4%)으로 공격적인 배당 시행 중
피부미용 (필러)	바임	프리미어 파트너스	23. 7.	secondary deal 로 지분 70% 인 + 전환사채 및 기타주주 지분 매입 + 공개매수로 13% 추가 인수	약 800억	비상장 유지(전자증권 폐지) - 예상 매각가 2조 원으로 거론되고 있음
의약품 유통	조선헤 지와이 홀딩스	MBK 파트너스	24. 4. 22.	100% 자회사로 있는 지오영 타깃	총 2조 원	- 지오영 배당성향 '22년 95.6% ▶ '23년 101.4% ▶ '24년 79.6% ▶ '25년 91.1%로 고배당 기조 유지
3. 카브아웃(일부 사업부 인수)						
체외진단 (면역·분자)	LG화학 진단사업부 (인비트로스)	글랜우드 PE	23. 10. 5.	대기업 사업부 인수 및 유상증자	인수 1,500억 + 증자 500억 = 총 2,000억	비상장 유지 사명 '인비트로스'로 변경 2024. 2. 22. Roche와의 독점 계약 체결 인수 후 인력 약 2배 확대, 글로벌 진단기업 육성 전략

자료: 각 사, 전자공시, 언론보도, 키움증권 리서치센터

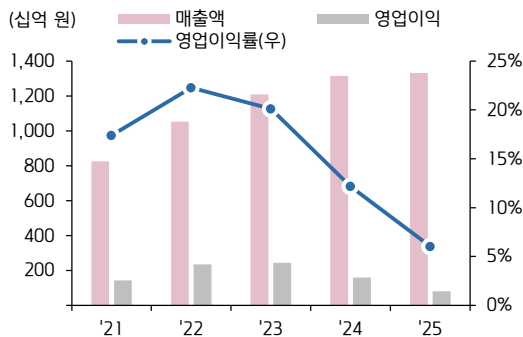
위 사례들 중 일부 업체들은 95% 이상의 지분을 보유하고 자진 상장폐지를 했기에 의사결정이 빠르게 진행될 수 있다. 그렇기에 실적이 크게 개선되지 않았지만 배당을 크게 늘려 투자 자금을 회수하는 정책들도 살펴볼 수 있다.

오스템임플란트의 배당 성향은 인수 전후로 0%였으나 '24년 194.0%, '25년 278.0%(적자 절댓값 대비 배당총액 비율)을 기록했다. 특히 '25년에는 적자를 기록하였으나 392억에 달하는 현금을 배당하여 투자금 회수가 진행되는 모습을 보였다.

루트로닉은 배당 정책은 소극적이지만 2번의 유상감자를 통해 3,803억을 주주에게 환원하는 정책을 펼친 바 있다.

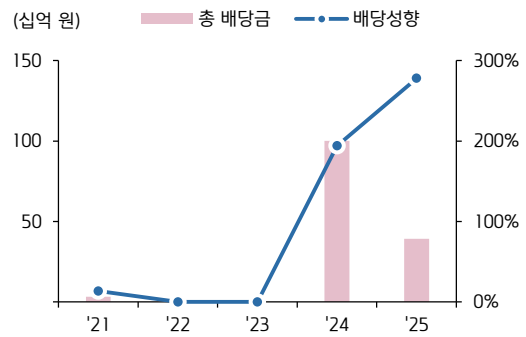
메디트의 배당 성향도 인수 전 '22-'23년 0%였으나 '24년 390.6%(적자 절댓값 대비 배당총액 비율), '25년 616.4%를 기록했다. 각각 899억, 312억의 현금을 중간배당 형태로 지급했다. 메디트의 최대주주는 덴티스트리인베스트먼트로, MBK파트너스와 UCK 컨소시엄으로 구성되어 있다. 오스템임플란트도 마찬가지로 여기에 업황은 어려우나 투자금을 현금 배당 형식으로 회수하는 과정을 거치고 있는 것으로 추정할 수 있다.

오스템임플란트 연간 실적 추이



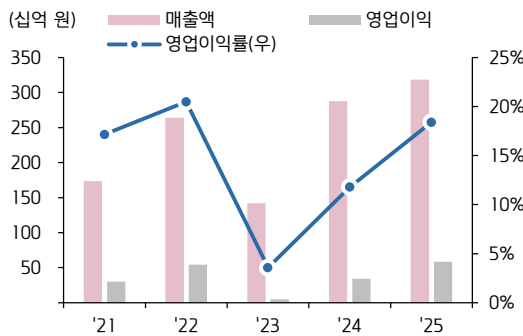
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

오스템임플란트 연간 배당금 및 배당성향 추이



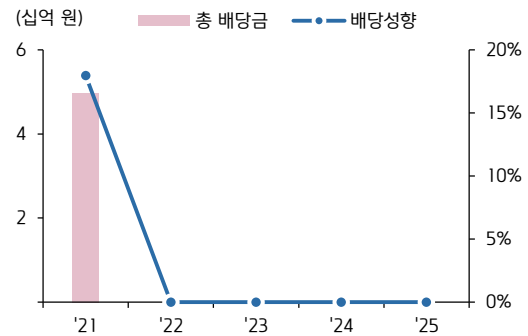
주: '25년은 순이익 적자이지만 절댓값 대비 배당총액과의 비율
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

루트로닉 연간 실적 추이



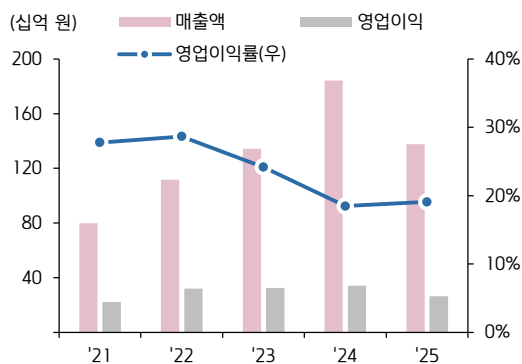
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

루트로닉 연간 배당금 및 배당성향 추이



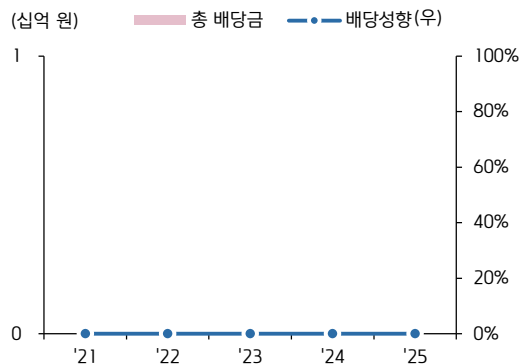
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

제이시스메디칼 연간 실적 추이



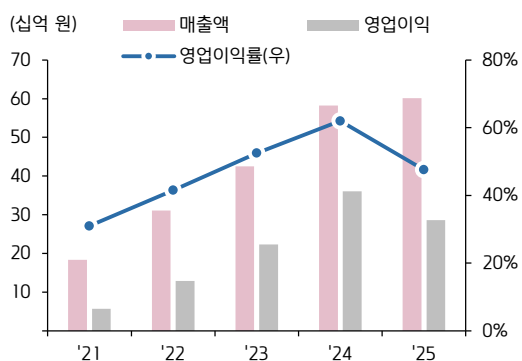
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

제이시스메디칼 연간 배당금 및 배당성향 추이



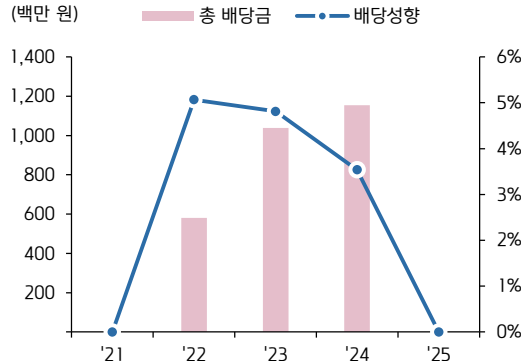
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

비올 연간 실적 추이



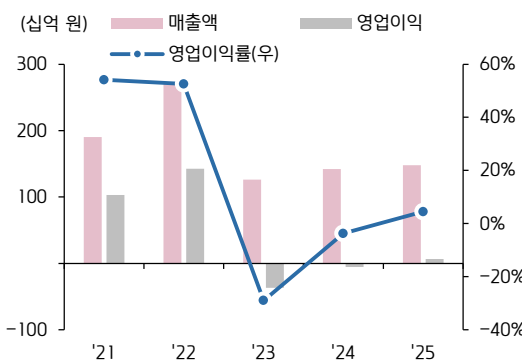
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

비올 연간 배당금 및 배당성향 추이



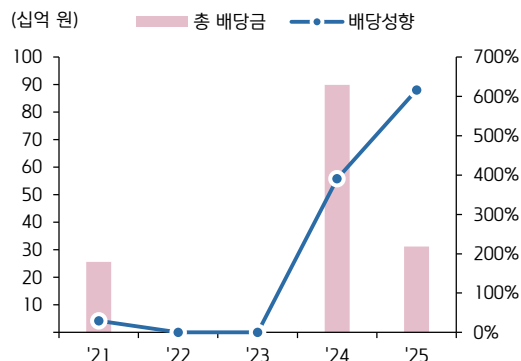
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

메디트 연간 실적 추이



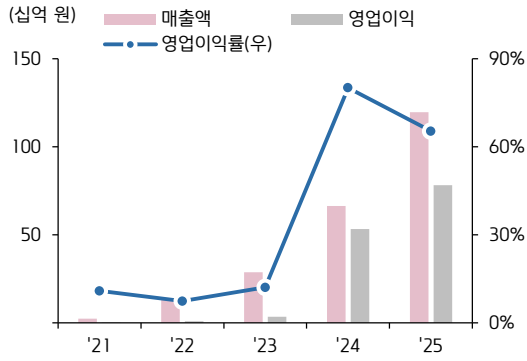
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

메디트 연간 배당금 및 배당성향 추이



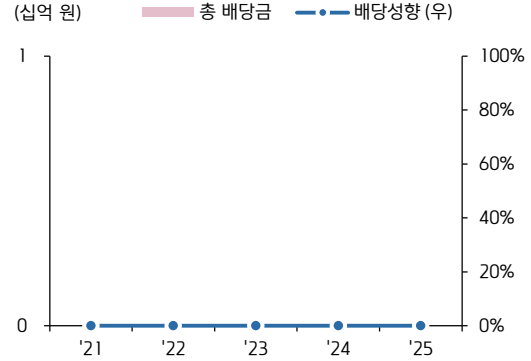
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

바임 연간 실적 추이



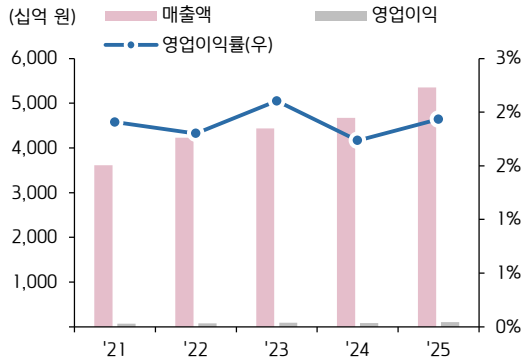
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

바임 연간 배당금 및 배당성향 추이



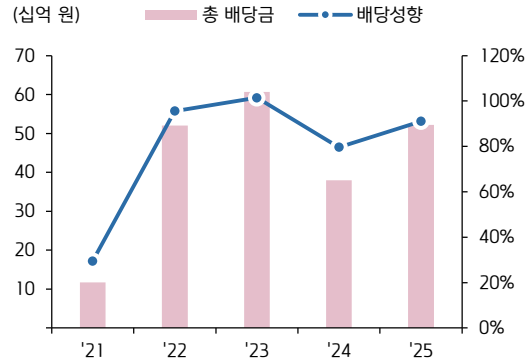
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

지오영 연간 실적 추이



자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

지오영 연간 배당금 및 배당성향 추이



자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

IV. 주요 업체들의 현 주소

>>> 휴젤: 기업 가치 제고에 가장 적극적일 예정

휴젤이 향후 기업 가치 제고에 가장 적극적일 것으로 전망한다. 다른 업체들에 비해 자본구조 재조정을 진행하지 않았기에 출자자들에게 분배금을 나눠준 이력이 없다. 결국 보유 중인 휴젤의 지분 가치가 상승하는 것이 유일한 수익률 제고 방안이기에 '25년 10월 CEO 교체 이후 미국 진출, 중국 시장 점유율 확대, 브라질 회복 등의 경상적인 실적 개선이 최우선 과제이다. 2번의 리파이낸싱을 통해 조달 금리도 낮추었고, 중순위 채권을 없애서 구조를 깔끔하게 하면서 이자 비용 부담을 낮추었다.

휴젤은 Bain Capital이 창업주들의 지분을 '17년 4월에 9,275억에 사들였다. 보통주, 전환사채, 제3자배정 유상증자 신주 발행 등을 통해서 경영권을 물려 받고 회사를 키웠다. Bain Capital은 '20년 10월 독신 'Letybo' 100유닛 중국 NMPA 허가 획득, '21년 1월 국내 300유닛 허가 획득, '21년 2월 'Letybo' 중국 정식 출시, '21년 2월 50유닛 중국 NMPA 허가 획득을 마무리했다. 오늘날의 휴젤이 한국과 중국에서 다양한 유닛을 통해 해자를 구축하며 시장 점유율을 유지하고 상승시켰다는 점에서 의미 깊은 내용들이 많았다. 또한 사소할 수 있으나 휴젤파마, 휴젤메디텍, 에이비바이오 등 소규모 자회사를 흡수합병하여 간단한 회사 계열 구조를 만들었다.

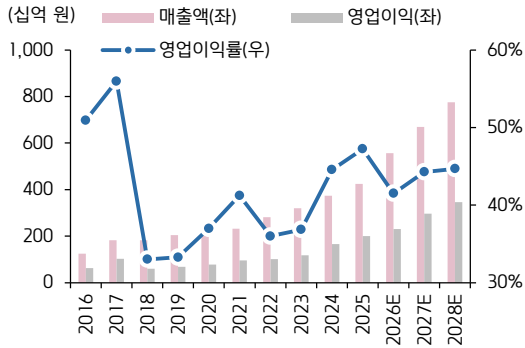
이후 '22년 4월에 실제로 GS 컨소시엄(GS-CBC-IMM인베스트먼트-무바달라)이 휴젤의 최대주주가 되었다. '24년 2월에는 3수 끝에 독신 'Letybo'의 미국 FDA 허가를 받아내 최대 시장인 미국으로의 진출이 가능해졌다. '24년 10월에는 ITC 특허 소송 최종판결에서도 승리를 거두며 법무 리스크 완화 및 판관비 절감 효과를 이끌어냈다. 이후 독신 업황 둔화 우려와 회복 등 업황이 등락을 보이며 이에 적응하고, 중국 시장 점유율을 꾸준히 개선시키는 모습을 보여주었다.

휴젤 PEF 전략 정리

날짜	기업	이벤트	유형	핵심 내용
2017-04-17	휴젤	Bain Capital 인수	취득	총 9,275 억(주당 약 450,000 원; 수정주가 기준 150,000 원) = 창업주 및 창업주 지주사(동양에이치씨)로부터 보통주 인수 + 전환사채 1,000 억 발행 + 제 3 자배정 유상증자 3,547 억 투자(주당 360,000 원; 수정주가 기준 120,000 원)
21-08-25 ~ 22-04-29	휴젤	GS 컨소시엄 인수	취득	총 1 조 5,587 억(주당 280,000 원) = Bain Capital로부터 보통주 및 전환사채 인수
		(GS-CBC- IMM 인베스트먼트- 무바달라)	인수금융	5,450 억 = 선순위 톨론 3,800 억(이자율 5.60%) + 회전대출 550 억(이자율 5.60%) + 중순위대출 1,100 억(쿠폰 금리 2.0%+YTM 8.3%) >> 만기 2027. 4. 29.
2023~2024	휴젤	1 차 리파이낸싱	차환	6,700 억 = 선순위 톨론 5,000 억(금리 7.30%) + 회전대출 1,100 억(금리 3.60%+CD 금리) + 중순위대출 600 억(쿠폰 금리 3.0%+YTM 9.5%) >> 만기 2029. 2. 28.
2026-06-17	휴젤	2 차 리파이낸싱	차환	7,650 억 = 선순위 톨론 6,750 억(금리 6.41%) + 회전대출 900 억(금리 2.9%+CD 금리) >> 만기 2029 .6. 17. >> 중순위 채권 제거 및 기존 담보 재설정 완료 >> 채권단 15 개사 ▶ 2 개사로 정리
2029-06-17	휴젤	인수금융 만기	예정	-

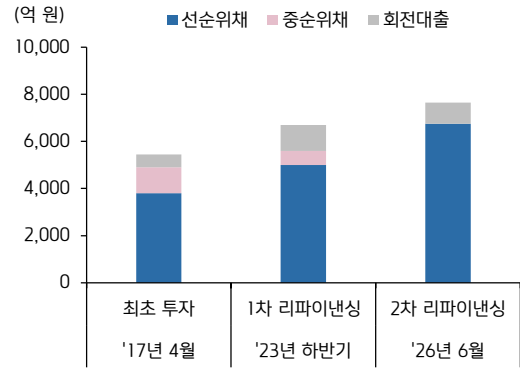
자료: 각 사, 전자공시, 언론보도, 키움증권 리서치센터

휴젤 연간 실적 추이 및 전망



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

휴젤 리파이낸싱 흐름



자료: 휴젤, 전자공시, 언론보도, 키움증권 리서치센터

>>> 파마리서치: 주가 상승도, 리캡도 빨라서 걱정 없다

차입 매수를 통해 경영권을 매입한 것은 아니지만 이사회에 본인 사람을 기타비상무이사로 배치하여 본인들의 의견을 피력할 수 있게 한 파마리서치의 CVC Capital은 '25년 11월 자본구조 재조정을 진행했다. 기존에 차입 없이 자기자본 2,000억을 투자했다가 1년 만에 지분 가치가 4배 이상 상승하자 리캡을 진행했다. 2,500억의 차입금을 가져오며 투자 이후 첫 부채를 일으켰다. 이론상 투자원금을 모두 회수했고, 남은 지분 가치는 그대로 이익이 되는 여유로운 상황이다.

이후 '25년 기말 DPS를 3,700원(YoY +236.4%), 배당 성향 25.9%(YoY +11.4%P)로 설정하며 적극적인 배당 정책을 통해 리캡 재원을 일부 회수하는 모습을 보였다. 우선주 계약 조항상 보통주와 최소 같은 배당을 받을 수 있게 설정되어 있기에 CVC 측이 수령한 배당액은 43억으로 공시되었다.

'27년 10월 8일은 여러 권리들이 행사될 수 있는 시기지만 크게 변화할 것은 없다고 판단한다. 전환청구는 이미 '25년 10월부터 가능했으나 배당에 관한 우대 사항을 저버리고 보통주로 바꾸며 주가 변동 리스크를 맞이할 필요가 없기에 행사하지 않을 것으로 전망한다. 현재 주가가 이어진다면 상환 가능성도 높지 않다. 상환 요구는 재무 약정을 지키지 못할 수준으로 주가가 떨어질 때 나올 가능성이 높아지지만 현재 투자 당시보다 2배 높은 수준으로 주가가 유지되고 있기 때문이다.

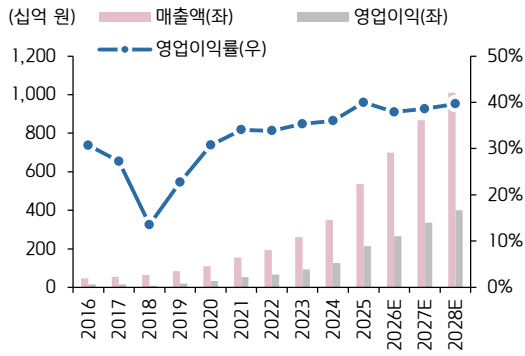
'25년 8월부터 내수 경쟁 제품 등극에 따른 M/S 감소 우려, 그로 인한 의료기기 성장세가 이전보다 낮아진 탓에 밸류에이션 디레이팅이 진행된 바 있다. 1Q26부터 아쉬운 성장세를 화장품 사업부가 보충하며 전사 실적 성장을 견인하고 있어 반대로 리레이팅을 기대해볼 수 있다.

파마리서치 PEF 전략 정리

날짜	기업	이벤트	유형	핵심 내용
24-09-05 ~ 24-10-08	파마리서치	제3자배정 유상증자 (CVC RCPS 발행 결정)	취득(소수지분)	총 2,000억 투자(레버리지 없이 자기자본만 투자 진행) >> 전환우선주 1,175,647 주(주당 170,119원; 증자 전 발행주식총수 10,464,152 주 대비 11.2%) >> 전환청구기간 2025-10-08 ~ 2034-10-07 >> 상환가능기간 2027-10-08 ~ 2034-10-08 >> 우선주 권리 유효기간 만료 2034-10-08
2025-10-08	파마리서치	전환권 행사 가능 개시	권리 개시	RCPS ▶ 보통주 전환 가능, 단 3년 양도 불가 조항으로 매도는 2027-10-08 까지 어려울 것으로 추정
2025-11-11	파마리서치	리캡	차입 및 회수	2,500억 = 선순위 토폴론 1,900억(금리 최소 5.10%) + 회전대출 600억(금리 2.60+CD 금리) >> 기존에 없던 새로운 레버리지 도입 >> 만기는 최초 인출일로부터 5년까지
2026-02-04	파마리서치	2025년 결산배당 결의	배당	'25년 DPS 3,700원(YoY +236.4%), 배당 성향 25.9%(YoY +11.4%P) >> 계약 조항에 의거하여 RCPS도 주당 3,700원 배당 수취(CVC 배당지급액 4,349,893,900원)
2027-10-08	파마리서치	락업 만료 + 상환권 개시	예정	주식 3년 양도 제한 해제와 상환청구 가능 시점이 동시에 도래한다고 추정 가능
2030-11-10	파마리서치	레버리지 만기	예정	-

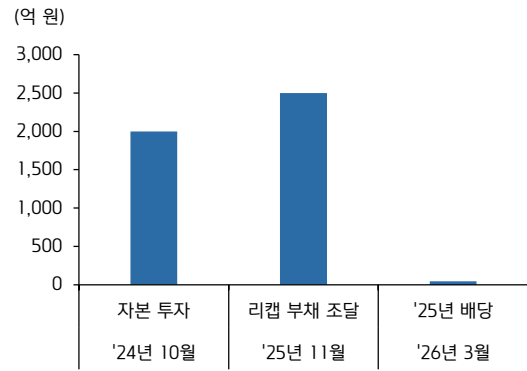
자료: 각 사, 전자공시, 언론보도, 키움증권 리서치센터

파마리서치 연간 실적 추이 및 전망



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

CVC의 파마리서치 투자 흐름



자료: 파마리서치, 전자공시, 언론보도, 키움증권 리서치센터

>>> 클래식스: 배부른 상황, 안 급하다

파마리서치는 이론상 투자 원금을 회수한 것이지만, 클래식스는 실제로 수익을 확정시켰다. 2번의 자본구조 재조정을 통해 인수금융 크기를 키웠고, 그에 따른 블록 딜 2회, 감액배당, 배당 증액을 통해 실제로 펀드로의 현금흐름 유입을 만들었다.

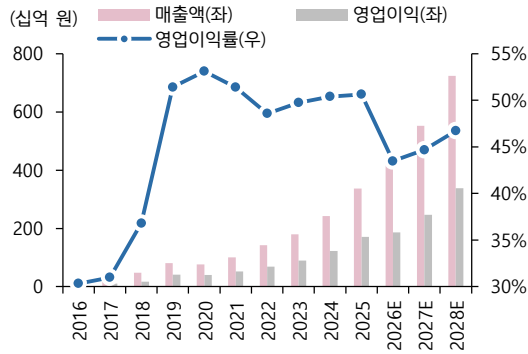
‘22년 투자를 진행할 때 자기자본을 3,549억 투자했고, 투자 총액은 인수금융을 포함하여 6,699억이었다. ‘24년 4월 1차 리캡 후 5월 1차 블록 딜을 통해 2,276억을 확보했다. ‘25년 9월 2차 리캡 후 ‘26년 2월 2차 블록 딜을 하면서 3,243억을 마련했다. **2번의 블록 딜 합산 규모는 5,519억으로 이미 자기자본 투자금을 55.5%나 넘어섰다.** 인수금융을 포함한 초기 총 투자금액을 기준으로 삼더라도 82.4%에 해당하는 금액을 회수한 것이다. 이에 ‘25년 배당총액 652억과 해당 금액 중 161억이 비과세 감액배당으로 지급된 것과 Bain Capital의 당시 지분 35,477,168주(54.35%)를 감안하면 **비과세 88억, 과세 267억, 합산 355억의 배당액을 받았다고 추정할 수 있다.** 이를 합산하면 **총 회수 금액은 5,991억으로 투자금 대비 89.4%에 달한다.** 나머지 보유 지분 가치는 그대로 이익이 되는 **여유로운 상황이라 추정할 수 있다.** 실적으로도 우량한 자산이고, 글로벌 에스테틱 트렌드를 선도하는 업체로서의 미래가 밝다. 투자원금 회수도 약 90% 완료했기에 운용하는 사모펀드 입장에서 마음이 급하지도 않다.

클래식스 PEF 전략 정리

날짜	기업	이벤트	유형	핵심 내용
22-01-27 ~ 22-04-04	클래식스	Bain Capital 인수	취득	총 6,699억(주당 17,000 원) = 인수금융 최대 4,050억 + 자본 투자 3,549억 » 인수금융 만기 2024-04-26
2024-04-26	클래식스	1차 리캡	차환 및 분배	7,600억 = 전순위 토폰 5,650억(금리 6.75%) » 만기 2025-09-30 » 인수금융 3,489억 상환(기존 인수금융 규모 대비 86.1% 상환), 출자환급(리캡) 2,961억(기존 자본 투자액 3,549억 대비 83.4%), LTV 43.2%
2025-05-22	클래식스	1차 블록 딜	지분 매각	3,930,339주(6.68%) 시간 외 매각(공시된 매각 단가 57,915 원, 5/19 종가 59,800 원 대비 -3.2% 할인), 매각대금 2,276억 » 블록 딜 전후 대출 잔액 감소 폭이 매각대금과 유사하여 매각대금으로 인수금융 일부를 상환했을 것으로도 추정 가능
2025-09-30	클래식스	2차 리캡	차환 및 분배	9,300억(담보상환 9,500억) = 토폰 7,300억(금리 5.03%) + 회전대출 1,000억(금리 2.65%+CD 금리) + 중순위대출 1,000억(쿠폰 금리 3.00%, YTM 7.80%) » 출자환급(리캡) 3,000억(기존 자본 투자액 대비 84.5%, 누적 기준 기존 자본 투자액 대비 168.0%)
2025-12-04	클래식스	감액배당 공시	자본거래 예고	자본준비금(주식발행초과금) 964억 감액, 이익잉여금 전입 결정, 감액배당 계획
2025-12-22	클래식스	임시주주총회	자본전입 의결	자본준비금의 이익잉여금 전입 승인의 건 의결 ▶ 비과세 감액배당 재원 확보
2026-02-25	클래식스	2차 블록 딜	지분 매각	5,404,300주(8.25%) 시간 외 매각(공시된 매각 단가 60,000 원, 2/24 종가 67,600 원 대비 -11.2% 할인), 매각대금 3,243억 » 2차 리캡 인수금융 중 일부를 블록 딜 매각 금액으로 상환할 예정
2026-03-13	클래식스	감액배당 실행	배당	25년 기말 배당 DPS 1,000 원(배당총액 65,153,489,000 원) » 배당총액 중 16,121,104,110 원은 비과세 감액배당
2030-09-30	클래식스	인수금융 만기	예정	-

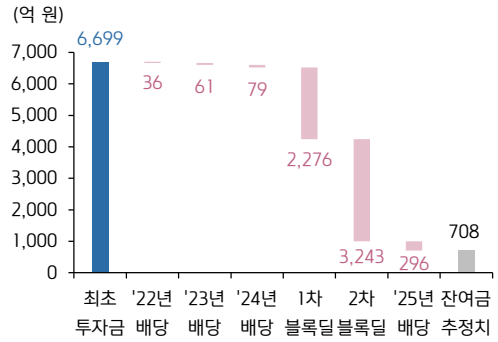
자료: 각 사, 전자공시, 언론보도, 키움증권 리서치센터

클래시스 연간 실적 추이 및 전망



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

Bain Capital의 클래식스 투자금 회수



자료: 전자공시, 언론보도, 키움증권 리서치센터



기업분석

휴젤
(145020)

Buy(Maintain)/목표주가 430,000원
기업 가치 제고 여력이 가장 크다

파마리서치
(214450)

Buy(Maintain)/목표주가 520,000원
PER 20배 이상이 어울리는 업체

클래시스
(214150)

Buy(Maintain)/목표주가 54,000원
적응할 시간이 필요해

덴티움
(145720)

Buy(Maintain)/목표주가 57,000원
희망이 보이는가

휴젤 (145020)



Buy(Maintain)

목표주가 430,000원

주가(8/19) 247,000원

의료기기 Analyst 신민수

2Q26 매출액과 영업이익은 각각 1,379억, 560억으로 시장 기대치를 각각 +8.7%, +9.4% 상회했습니다. 특신은 수출 YoY +50.7% 성장하였고, 아시아-태평양 지역이 성장세를 이끌었습니다. 미국에서는 6월 점검을 통해 직판망이 원활하게 돌아갈 수 있음을 확인했고, 연내 본격 직판이 시작될 전망입니다. 또한, 미국에서 B2B뿐만 아니라 소비자향 B2C 마케팅도 진행할 계획으로, 인지도 제고가 예상됩니다. 순환매 장세가 지속되며 코스닥 우량주로서의 매력도가 높아질 수 있는 구간이라고 판단합니다. 목표주가는 43만 원으로 유지합니다.

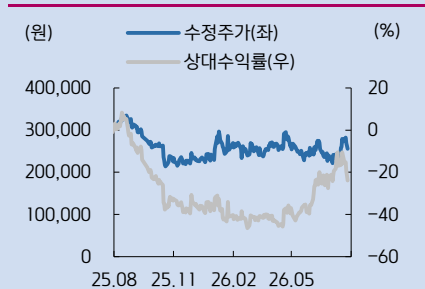
Stock Data

KOSDAQ (8/19)		824.46pt
시가총액		30,912억 원
52주 주가동향	최고가	최저가
	335,000 원	214,000원
최고/최저가 대비 등락	-26.3%	15.4%
주가수익률	절대	상대
	1M	3.1% -0.9%
	6M	-8.3% 29.0%
	1Y	-19.7% -23.2%

Company Data

발행주식수	12,515 천주
일평균 거래량(3M)	55천주
외국인 지분율	57.1%
배당수익률(26E)	0.0%
BPS(26E)	93,191원
주요 주주	Aphrodite 외 1인 44.5%

Price Trend



기업 가치 제고 여력이 가장 크다

>>> 중국의 성장 견인

2Q26 실적은 매출액 1,379억(YoY +25.1%, QoQ +18.2%; 컨센서스 +8.7%, 당사 추정치 +3.7% 상회), 영업이익 560억(YoY -1.1%, QoQ +17.6%, 영업이익률 40.6%; 컨센서스 +9.4%, 추정치 +5.9% 상회)을 기록했다.

특신: 2Q26 매출액 825억(YoY +35.9%, QoQ +27.7%)을 기록했다. 지역별로는 수출 635억(YoY +50.7%; 아시아-태평양 383억 + 북남미 187억 + 유럽 및 기타 66억), 국내 205억(YoY +7.6%)으로 분류된다. 중국 선적이 활발하게 이뤄지며 기대치를 상회했고, 사환제약도 1H26 에스텍틱 사업부 매출액 6.8억 위안 이상(YoY 최소 +16.1%), 사업부 이익 3.2억 위안 이상(이익률 47.1%)을 기록할 것이라 발표했다. 여전히 현지 재고 수준이 여유롭진 않아 하반기에도 중국향 선적이 이어지겠으나 파트너사의 매출액 성장률이 꺾인 것은 아쉬운 부분이다.

>> '26년 연간 특신 매출액 3,289억(YoY +42.7%)으로 전망한다.

필러: 2Q26 매출액 337억(YoY flat, QoQ 4.7%)을 기록했다. 지역별로는 수출 278억(YoY flat; 아시아-태평양 136 + 북남미 5억 + 유럽 및 기타 137억), 국내 63억(YoY -2.6%)으로 분류된다. >> '26년 연간 매출액 1,334억(YoY +2.5%)으로 전망한다.

>>> 투자의견 매수, 목표주가 43만 원 제시

선행 4개분기 EPS 전망치 16,955원에 목표 PER 25배를 적용하여 목표주가 430,000원으로 유지한다. 미국 직판 체제 준비를 위해 6월 샘플 물량을 소량 판매했고, 실제로 인프라가 원활하게 작동하는 것을 확인했다. 연내 직판망 본격 가동이 예상될 계획이다. 또한, 의료진 위주 B2B 영업뿐만 아니라 'K-TOX' 캠페인 등을 통해 소비자에게 친숙하게 다가갈 수 있는 B2C 마케팅 등도 소화하며 미국에서의 인지도를 제고할 예정이다.

(십억 원, IFRS 연결)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	373.0	425.1	556.6	669.2	774.9
영업이익	166.2	200.9	229.7	295.6	345.2
EBITDA	181.3	220.6	258.1	319.6	365.6
세전이익	165.2	196.8	247.7	310.1	366.2
순이익	143.1	147.0	193.2	241.9	285.6
지배주주지분순이익	135.8	140.9	193.2	241.9	285.6
EPS(원)	10,985	11,348	15,703	19,658	23,213
증감률(% YoY)	46.1	3.3	38.4	25.2	18.1
PER(배)	25.5	20.3	16.3	13.0	11.0
PBR(배)	4.40	2.98	2.75	2.26	1.87
EV/EBITDA(배)	17.6	10.7	9.8	7.2	5.6
영업이익률(%)	44.6	47.3	41.3	44.2	44.5
ROE(%)	17.5	16.1	18.4	19.1	18.6
순차입금비용(%)	-45.6	-52.0	-58.9	-65.2	-70.3

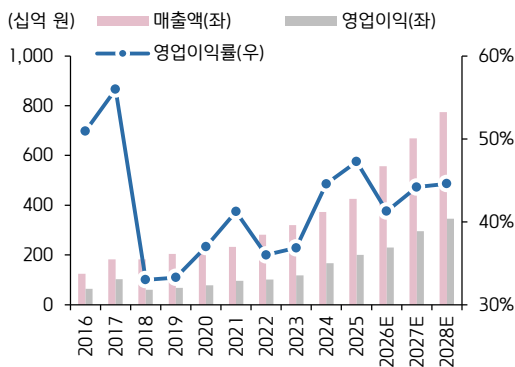
자료: 키움증권 리서치센터

휴젤 실적 추이 및 전망 표

(단위: 십억 원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	89.8	110.3	105.9	119.1	116.6	137.9	143.1	159.0	425.1	556.6	669.2
YoY	20.9%	15.5%	0.8%	21.3%	29.9%	25.1%	35.1%	33.5%	14.0%	30.9%	20.2%
특신	40.3	60.7	61.8	67.7	64.6	82.5	84.2	97.6	230.5	328.9	397.2
수출	21.3	42.2	45.6	52.1	45.0	63.5	63.6	77.4	161.2	249.4	310.2
국내	19.5	19.0	14.6	19.5	20.5	20.5	20.7	20.2	72.6	81.8	87.0
필러	34.4	34.1	27.6	34.1	32.2	33.7	33.4	34.0	130.2	133.4	141.9
수출	27.2	27.7	27.0	25.4	25.8	27.8	29.0	29.8	107.3	112.4	123.2
국내	7.2	6.4	3.2	5.5	6.3	6.3	4.5	4.2	22.4	21.2	18.8
화장품	13.2	13.6	14.1	15.4	17.9	18.6	21.3	22.0	56.3	79.8	109.2
리프팅실 등 의료기기	1.5	1.3	1.4	1.2	1.1	1.6	1.5	1.3	5.4	5.4	5.3
기타	0.5	0.6	0.9	0.7	0.9	1.5	2.7	4.2	2.7	9.1	15.6
매출원가	20.8	23.6	24.2	23.0	26.6	32.1	32.2	35.3	91.6	126.2	150.5
매출원가율	23.2%	21.4%	22.9%	19.3%	22.8%	23.3%	22.5%	22.2%	21.6%	22.7%	22.5%
매출총이익	69.0	86.6	81.7	96.2	90.1	105.8	110.8	123.7	333.5	430.4	518.7
매출총이익률	76.8%	78.6%	77.1%	80.7%	77.2%	76.7%	77.5%	77.8%	78.4%	77.3%	77.5%
판매비와관리비	30.1	30.0	34.3	38.4	42.5	49.7	51.3	57.2	132.6	200.6	223.1
판매비율	33.5%	27.2%	32.4%	32.2%	36.4%	36.1%	35.8%	36.0%	31.2%	36.0%	33.3%
영업이익	39.0	56.7	47.4	57.8	47.6	56.0	59.5	66.5	200.9	229.7	295.6
YoY	62.6%	33.6%	-11.2%	24.5%	22.3%	-1.1%	25.6%	15.1%	20.8%	14.4%	28.7%
영업이익률	43.4%	51.4%	44.8%	48.5%	40.8%	40.6%	41.6%	41.9%	47.2%	41.3%	44.2%
당기순이익	30.9	38.2	38.0	39.8	40.6	44.7	50.4	57.4	147.0	193.2	241.9
YoY	35.9%	3.3%	-9.5%	-3.8%	31.5%	17.1%	32.6%	44.2%	2.7%	31.5%	25.2%
당기순이익률	34.4%	34.7%	35.9%	33.4%	34.8%	32.4%	35.2%	36.1%	34.6%	34.7%	36.1%

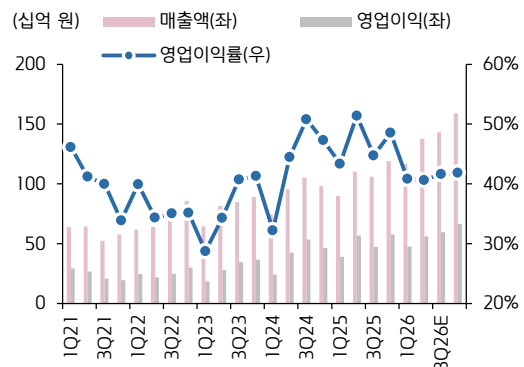
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

휴젤 연간 실적 추이 및 전망



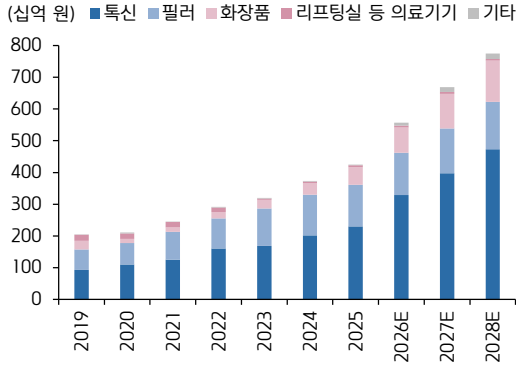
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

휴젤 분기 실적 추이 및 전망



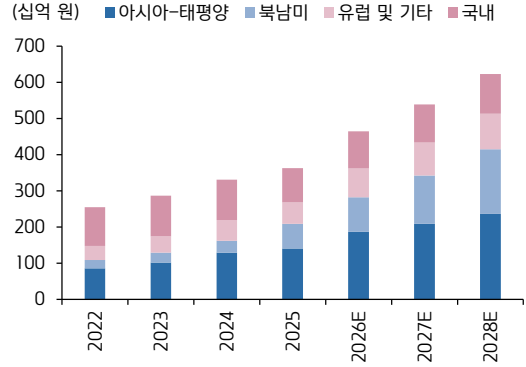
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

휴젤 사업부별 연간 매출액 추이 및 전망



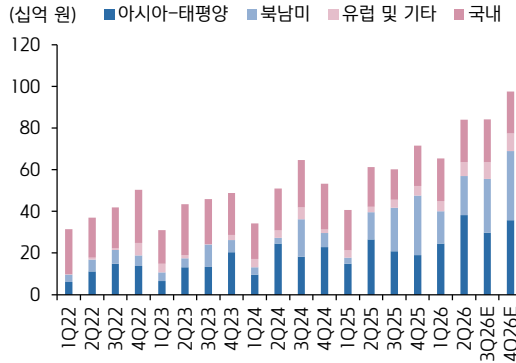
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

휴젤 지역별 연간 매출액 추이 및 전망



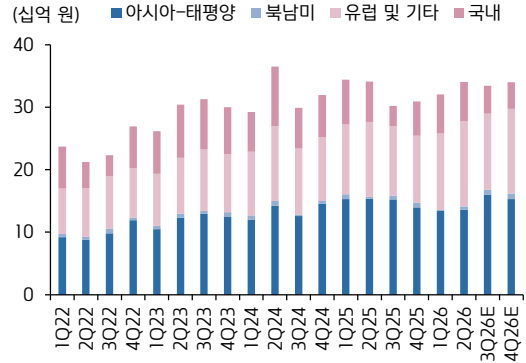
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

휴젤 지역별 분기 특수 매출액 추이 및 전망



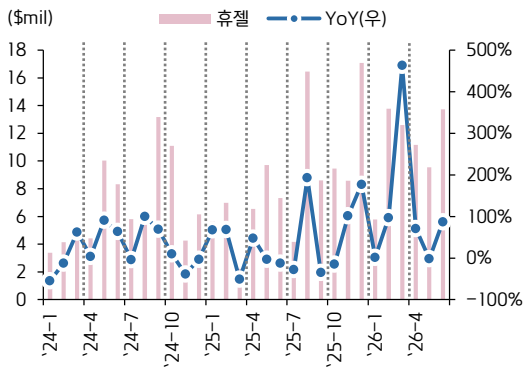
자료: 휴젤, 키움증권 리서치센터

휴젤 지역별 필터 특수 매출액 추이 및 전망



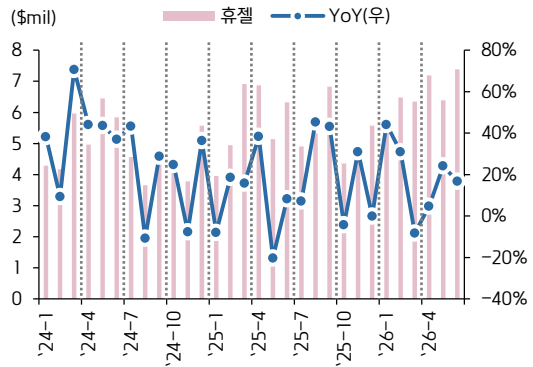
자료: 휴젤, 키움증권 리서치센터

강원도 춘천시 특수 월간 관세청 수출 데이터



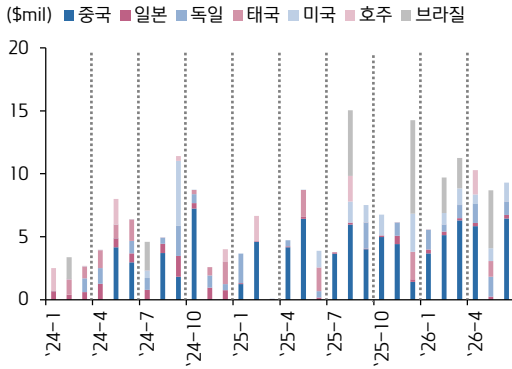
주) 휴젤 추정
주2) HS 코드: 3002.49.1000
자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

강원도 춘천시 필터 월간 관세청 수출 데이터



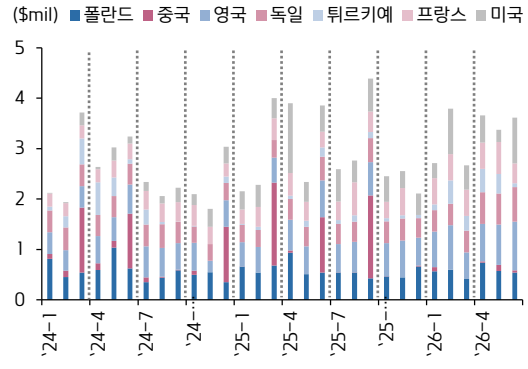
주) 휴젤 추정
주2) HS 코드: 3304.99.9000
자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

강원도 춘천시 주요 국가별 특신 관세청 수출



주) 휴젤 추정
주2) HS 코드: 3002.49.1000
자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

강원도 춘천시 주요 국가별 필러 관세청 수출



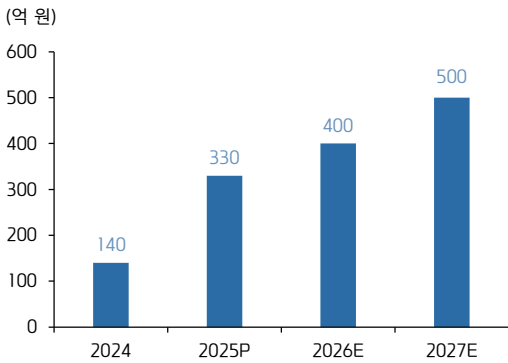
주) 휴젤 추정
주2) HS 코드: 3304.99.9000
자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

휴젤 미국 공급계약 내용

(6) 당기 4월 중 종속회사인 BENEV COMPANY INC.는 HUGEL AMERICA INC.와 향후 3개년간 총액 94,975천USD 규모의 매년 최소구매수량 이상을 구매하는 공급 약정을 체결하였습니다. 지배기업은 BENEV COMPANY INC.의 동 물품대금채무에 대하여 HUGEL AMERICA INC.에게 지급 보증을 제공하고 있습니다.

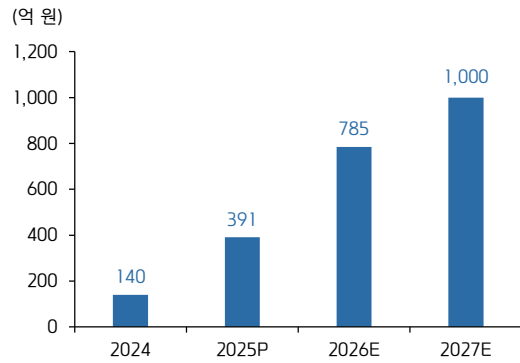
자료: 전자공시

휴젤 BENEV향 미국 매출액 추정치(수정 전)



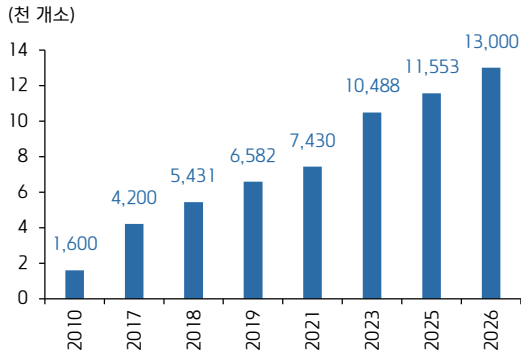
자료: 키움증권 리서치센터

휴젤 BENEV향 미국 매출액 추정치(수정 후)



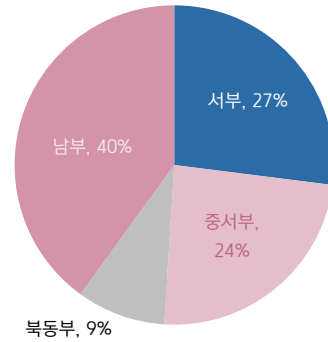
자료: 키움증권 리서치센터

연간 미국 MedSpa 지점 수 추이



자료: AmSpa, 키움증권 리서치센터

미국 MedSpa 지역별 분포 추이

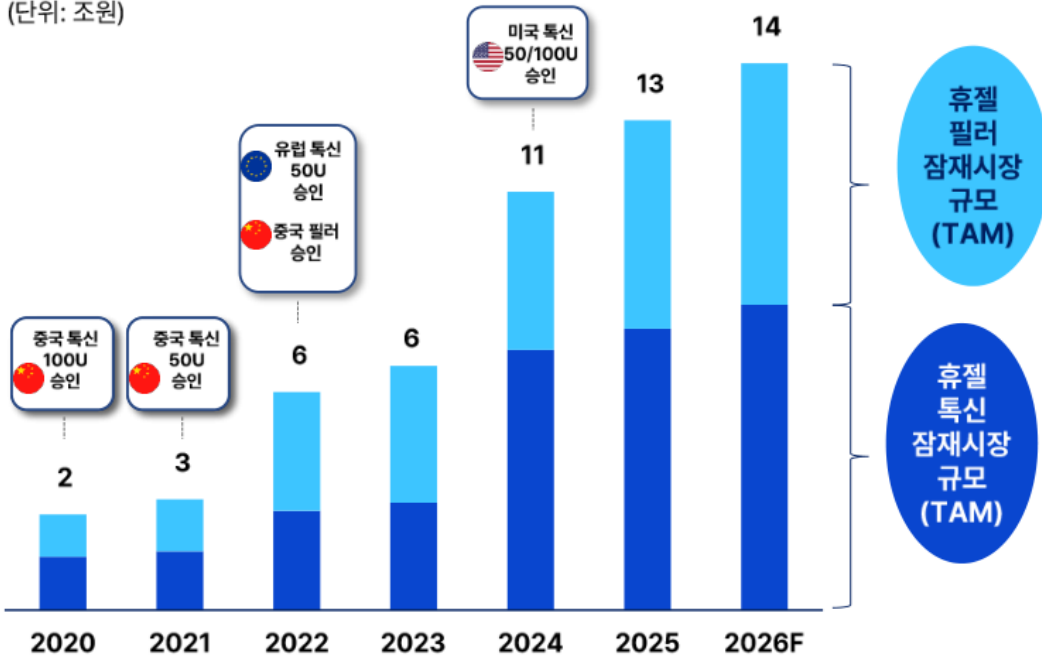


자료: AmSpa, 키움증권 리서치센터

연간 휴젤 글로벌 독신 및 필러 잠재 시장 규모

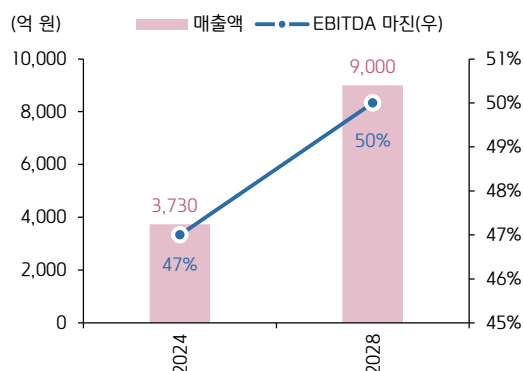
휴젤 글로벌 독신 & 필러 잠재 시장 규모

(단위: 조원)



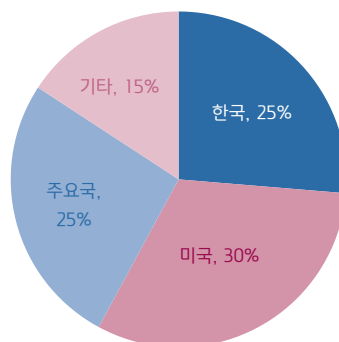
자료: 휴젤

휴젤 '28년 장기 재무 성과 목표 제시



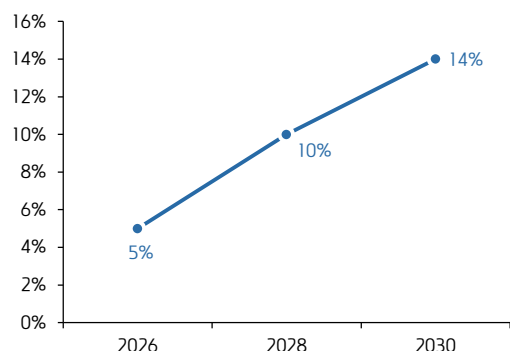
자료: 휴젤, 키움증권 리서치센터

휴젤 '28년 지역별 매출 비중 전망치



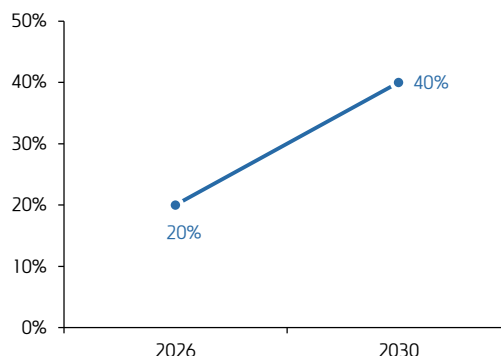
자료: 휴젤, 키움증권 리서치센터

휴젤 미국 독신 시장 점유율 목표치



자료: 휴젤, 키움증권 리서치센터

휴젤 미국 법인 현지 영업이익률 목표치



자료: 휴젤, 키움증권 리서치센터

제품, 과학적 근거, 경험 등으로 브랜드 밸류 제고 목표

A WINNING GLOBAL BRAND VALUE PROPOSITION



1 PRODUCT

THE K-AESTHETIC NEUROTOXIN

Born in Korea's world-leading aesthetic market, **Letybo®** (letibotulinumtoxinA-wlbg) is the #1 neurotoxin for natural, high-standard outcomes.



2 SCIENCE

WELL STUDIED CLINICAL PROFILE

Robust scientific evidence supporting efficacy and safety.



3 PRACTICE

PRACTICE-CENTRIC VALUE

Streamlined, transparent pricing and competitive unit economics creates immediate value for customers.

자료: 휴젤

글로벌 아름다움의 표준으로 급부상 중인 K-에스테틱

K-AESTHETICS: THE EMERGING GLOBAL STANDARD IN AESTHETIC CARE



For decades, South Korea has set the pace for **beauty innovation**, creating a market projected to reach **\$10B by 2032¹**

K-beauty's emphasis on **prevention and natural** results underpins the **K-aesthetics treatment philosophy** — an emerging standard in aesthetic care.

U.S. consumers increasingly see **Korea as the authority** on subtle, skin-first aesthetic results

¹. The Second Wave of K-Beauty Report, 2024

자료: 휴젤

08

자채 포트폴리오 강화 전략 공유

HUGEL HOME GROWN SKINBOOSTER PLATFORM Expanding into the U.S. & Other Key Markets

Global Skin Booster Market Expected to Reach \$3B by 2030¹



Hugel Skin Booster Platform is powered by a curated selection of clinically proven ingredients across the continuum of aesthetic care

2026-2027	 WELLAGE (TOPICAL, OVER-THE-COUNTER SKIN BOOSTERS)	TOPICAL OTC / PROFESSIONALLY DISPENSED HUGEL SKIN BOOSTERS • For broad patient access • Daily maintenance
	 OPULUXE V	PROFESSIONALLY ADMINISTERED HUGEL SKIN BOOSTERS • For in-office use • Coupled with procedures
~2032		HUGEL INJECTABLE SKIN BOOSTERS • Physician-administered • High clinical impact

¹. Grand View Research, Skin Boosters Market Size and Share 2025

16

자료: 휴젤

휴젤 R&D 파이프라인, '26년 비유기적 성장 전략 시사

HUGEL PIPELINE FOR MARKET EXPANSION

Leverage Business Development to Fill Gaps in Key Markets

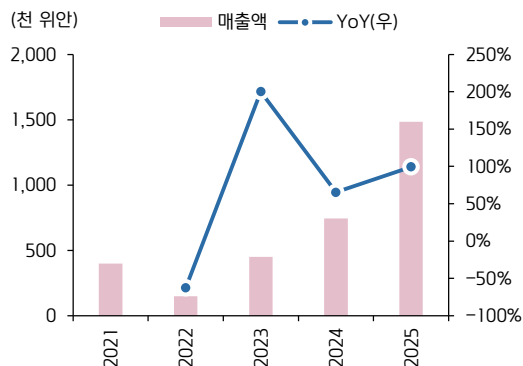


Category	Product	Preclinical	Clinical	Registration	Launch Target
Toxin	Letybo® (Type A)	Currently available in 60 markets			2026 Saudi Arabia, Türkiye, Mexico, India
	Pure Toxin				
	Type E				
Filler	Low BDDE Multi Phase Crosslink				2027 Korea
					2028 EU, MENA, AUS, Thailand, Brazil
Topical Skincare	OTC Skincare				2026 13 Asian markets, USA
	Physician Dispensed Skincare				2026 USA
Skin Booster	Opuluxe PLLA Topical	Currently available in AUS			2026/27 USA, Canada, Brazil
	PDRN + HA Booster Topical				2026/27 USA, Canada, Australia, Brazil
	Injectable				2032 USA
	In-license & M&A Opportunities	Under assessment			2026 Target multiple deals in Korea

17

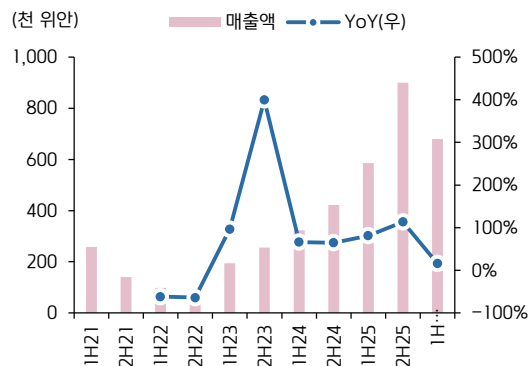
자료: 휴젤

연간 사환제약 에스테틱 사업부 매출액 추이



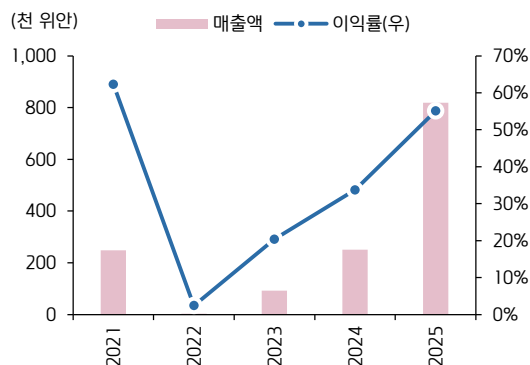
자료: HKEX, 키움증권 리서치센터

반기 사환제약 에스테틱 사업부 매출액 추이



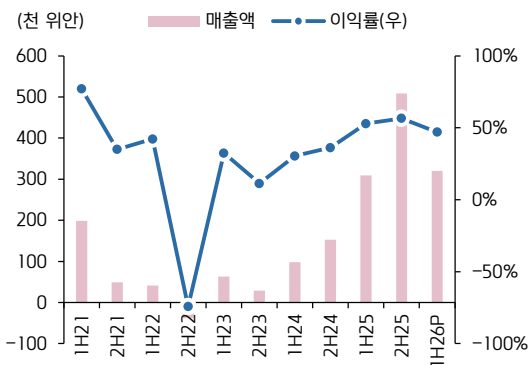
자료: HKEX, 키움증권 리서치센터

연간 사환제약 에스테틱 사업부 이익 추이



자료: HKEX, 키움증권 리서치센터

반기 사환제약 에스테틱 사업부 이익 추이



자료: HKEX, 키움증권 리서치센터

사한제약 2025 실적 발표, 중국 현지 'Letybo' 시장 점유율 약 22% 도달 언급

cohesive development framework that leverages collective strengths. Among them, the core product botulinum toxin **Letybo®** performed particularly well. Leveraging core product advantages including 99.5% high purity, it forged deep partnerships with leading medical groups such as Mylike and Yestar, and formed a core channel structure of “25% leading chain institutions contributing 75% of sales”. The sales volume during the Year exceeded 1.2 million bottles, representing a year-on-year increase of over 50%. It covered more than 8,000 medical aesthetic institutions nationwide, with its market share further increasing to 22%, firmly maintaining its position as the second-largest player in the domestic market. Meanwhile, Meiyan Space accelerated

자료: 휴젤

사한제약 PLLA 필러 중국 허가 획득, 보툴리눔 독신-스킨 부스터-마이크로 니들 RF 포트폴리오 확보

As the **only domestic enterprise that holds both compliant “PCL filler” and “PLLA filler” regenerative filling products**, as well as botulinum toxin, skin boosters and **radiofrequency microneedling**, all of which are heavyweight Class III medical devices, Sihuan Pharmaceutical's PLLA filler achieves the dual effect of “instant filling + long-term regeneration” with the core ingredient of Poly L-lactic acid (PLLA) microspheres. Its unique patented technology ensures that the microsphere morphology is regular, the particle size is uniform, and the safety and clinical efficacy are excellent. Most patients can maintain effective effects for one year after injection. Prior to this specification expansion, the product has already been approved in three specifications, including 45 mg/bottle, 75 mg/bottle and 150 mg/bottle, which are suitable for different needs such as preventive management, combination therapy, and comprehensive rejuvenation; The six newly approved specifications, including 60 mg/bottle, 80 mg/bottle, 100 mg/bottle, 110 mg/bottle, 120 mg/bottle, 130 mg/bottle, will further enrich the product selection spectrum.

자료: 휴젤

라틴아메리카 보툴리눔 독신 시장 개요

• 라틴아메리카 보툴리눔 독신 시장 기회

- 라틴아메리카 전체 독신 시장 규모는 2024년 기준 약 6,000억원 규모로 추정되며, 향후 5년간 연평균 약 7%로 성장할 것으로 예상.
- 이 중 브라질은 시장의 약 40% 이상을 차지하며, 라틴아메리카 내 단일국 중 최대 시장이자 글로벌 기준으로 독신 시장 규모 3위에 해당하는 주요 국가.
- 휴젤은 2023년까지 건조한 브라질 수출 성장세를 보였음. 라틴아메리카 내 브라질 수출 비중이 약 60% 이상을 차지하는 핵심 시장.

• 브라질 보툴리눔 독신 시장 특징 및 현황

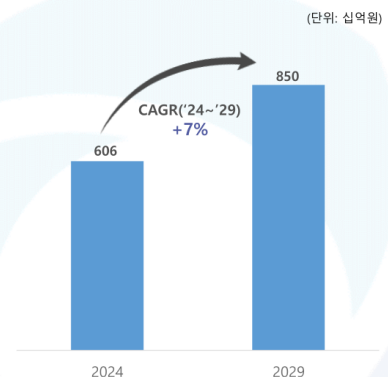
- 소비자 시술 경험률 (약 한 자릿수 중반 수준 추정)이 아직 비교적 낮은 가운데, 고소득층 → 중산층, 그리고 중장년층 → MZ세대로 시술 연령층 점차 확대 중.
- 의료 미용 시술에 대한 사회적 수용도가 높아 관련 수요 꾸준히 증가.
- 체인형 클리닉 확산 및 치과 등 신규 채널로의 확대되며 시장 성장 잠재력도 높음.
- 보툴리눔 독신의 시술 80~90%가 현재 상안부(이마, 미간, 눈가)에 집중되어 있어, 향후 미용 적응증 확대에 따른 시장 여력 확대.

• 휴젤의 브라질 품목 리브랜딩 및 재진입 전략

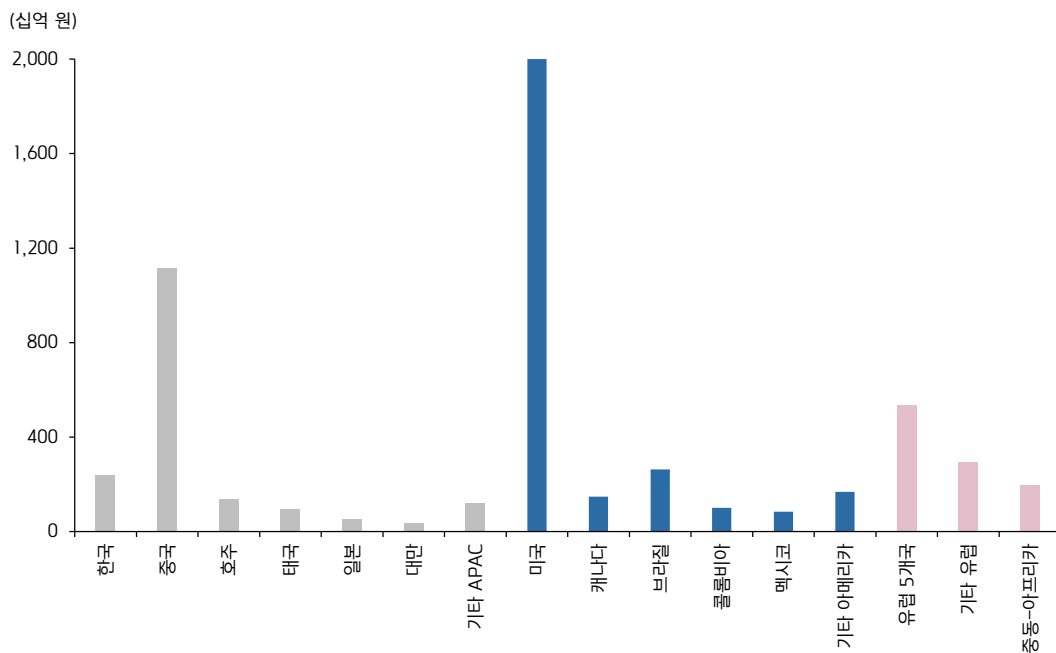
- ⇒ 글로벌 보툴리눔 독신 브랜드인 Letybo로 2025년 하반기 시장 재진입을 위해 최종 재정비 작업 중.

자료: 휴젤

라틴아메리카 보툴리눔 독신 시장 규모

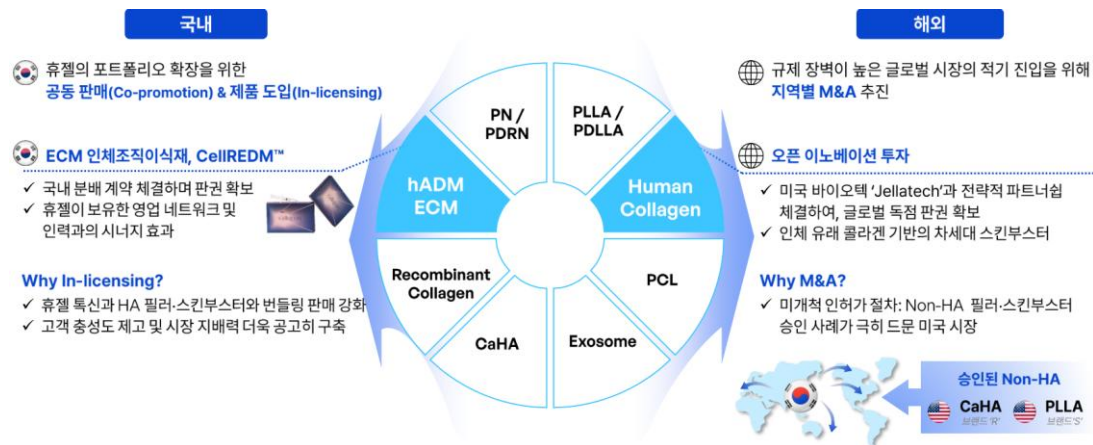


국가별 보툴리눔 독신 시장 규모



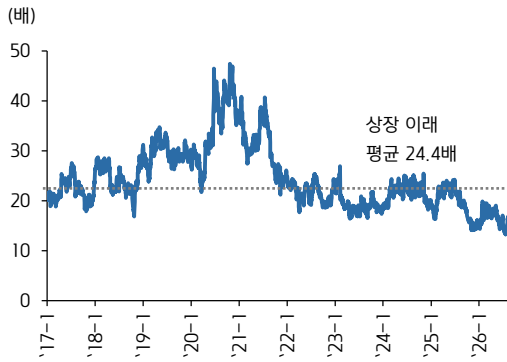
주) 유럽 5개국 = 영국, 독일, 프랑스, 이탈리아, 스페인
 자료: 휴젤, 키움증권 리서치센터

비유기적 성장 전략: 스킨 부스터 플랫폼 구축



자료: 휴젤

휴젤 12개월 선행 PER 추이



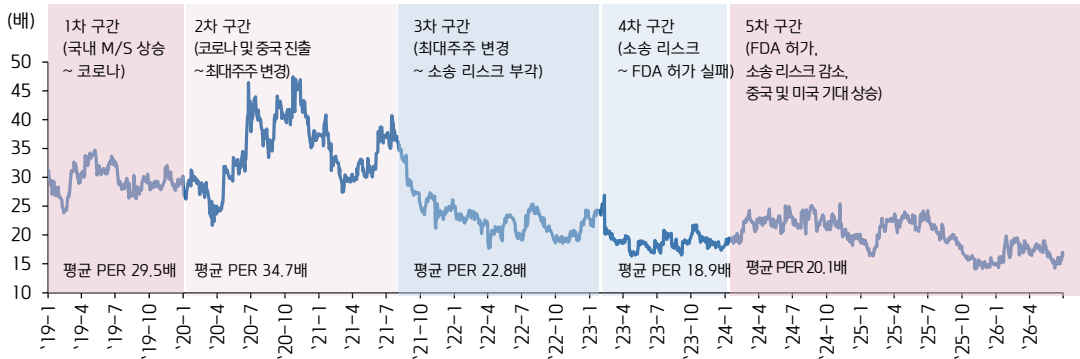
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

휴젤 목표주가 산정 내용

선행 4개분기 EPS 전망치	16,827 원
목표 PER	25 배
목표 주가	427,413 원
조정	430,000 원
현재 주가	247,000 원
상승 여력	74.1%

자료: 키움증권 리서치센터

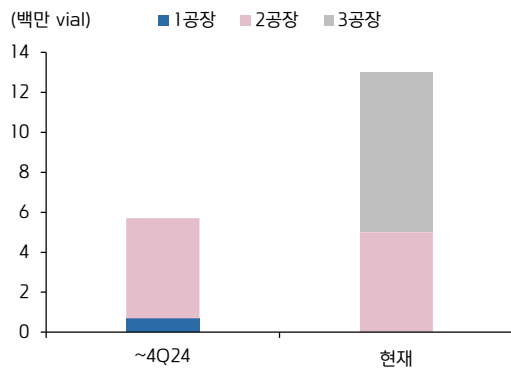
휴젤 12개월 선행 PER 추이 분석



주) 붉은 계열은 PER 상승 국면, 파란 계열은 PER 하락 국면

자료: FnGuide, 언론보도, 휴젤, 키움증권 리서치센터

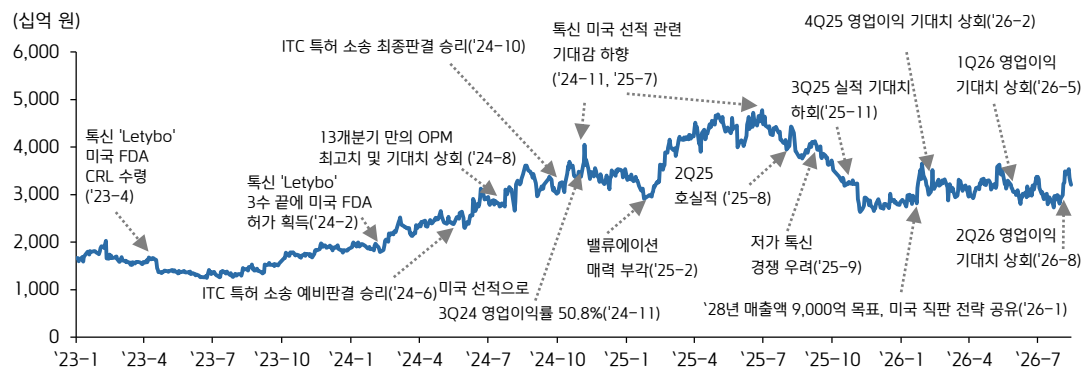
휴젤 독신 CAPA 증설



주) 1공장은 효율성 문제로 1Q25부터 가동 중단

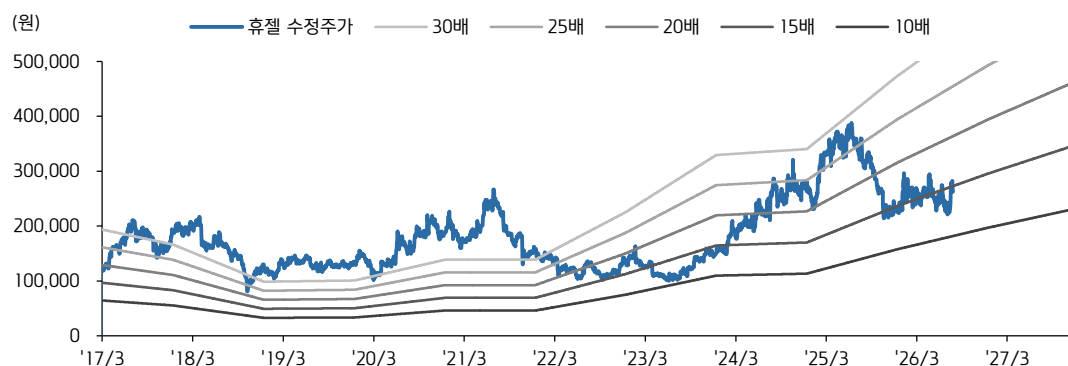
자료: 휴젤, 키움증권 리서치센터

휴젤 시가총액 추이 분석



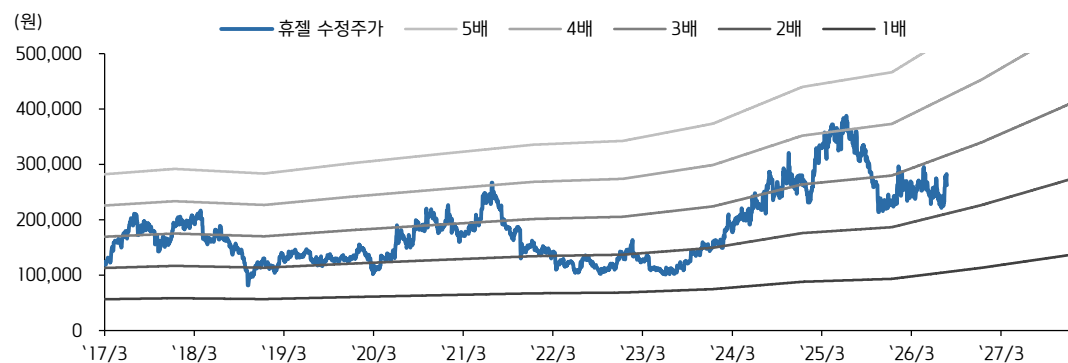
자료: FnGuide, 언론보도, 휴젤, 키움증권 리서치센터

휴젤 12개월 선행 PER BAND CHART



자료: FnGuide, 휴젤, 키움증권 리서치센터

휴젤 12개월 선행 PBR BAND CHART



자료: FnGuide, 휴젤, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	373.0	425.1	556.6	669.2	774.9
매출원가	85.9	91.6	126.2	150.5	174.1
매출총이익	287.2	333.5	430.4	518.7	600.8
판매비	120.9	132.6	200.6	223.1	255.6
영업이익	166.2	200.9	229.7	295.6	345.2
EBITDA	181.3	220.6	258.1	319.6	365.6
영업외손익	-1.0	-4.1	18.0	14.5	20.9
이자수익	14.7	12.6	16.9	22.4	28.9
이자비용	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
외환관련이익	9.1	4.8	2.7	2.7	2.7
외환관련손실	3.1	5.6	4.5	4.5	4.5
중속 및 관계기업손익	-0.3	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타	-20.2	-14.7	4.1	-4.9	-5.0
법인세차감전이익	165.2	196.8	247.7	310.1	366.2
법인세비용	22.0	49.8	54.5	68.2	80.6
계속사업손익	143.1	147.0	193.2	241.9	285.6
당기순이익	143.1	147.0	193.2	241.9	285.6
지배주주순이익	135.8	140.9	193.2	241.9	285.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	16.7	14.0	30.9	20.2	15.8
영업이익 증감율	41.1	20.9	14.3	28.7	16.8
EBITDA 증감율	37.7	21.7	17.0	23.8	14.4
지배주주순이익의 증감율	45.9	3.8	37.1	25.2	18.1
EPS 증감율	46.1	3.3	38.4	25.2	18.1
매출총이익율(%)	77.0	78.5	77.3	77.5	77.5
영업이익율(%)	44.6	47.3	41.3	44.2	44.5
EBITDA Margin(%)	48.6	51.9	46.4	47.8	47.2
지배주주순이익율(%)	36.4	33.1	34.7	36.1	36.9

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	149.1	150.1	182.1	232.2	274.6
당기순이익	143.1	147.0	193.2	241.9	285.6
비현금항목의 가감	48.2	84.3	68.7	72.6	74.8
유형자산감가상각비	10.5	13.9	22.3	18.3	15.0
무형자산감가상각비	4.5	5.9	6.1	5.7	5.4
지분법평가손익	-0.3	-0.4	-0.1	-0.1	-0.1
기타	33.5	64.9	40.4	48.7	54.5
영업활동자산부채증감	-19.3	-43.5	-41.1	-35.3	-33.1
매출채권및기타채권의감소	-1.9	-22.9	-24.8	-21.2	-19.9
채고자산의감소	-9.2	-15.7	-17.3	-14.8	-13.9
매입채무및기타채무의증가	-0.3	1.5	0.6	0.4	0.4
기타	-7.9	-6.4	0.4	0.3	0.3
기타현금흐름	-22.9	-37.7	-38.7	-47.0	-52.7
투자활동 현금흐름	42.4	-48.7	-35.4	-40.4	-45.9
유형자산의 취득	-12.4	-13.4	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-21.0	-16.1	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-6.1	11.7	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	82.5	-35.9	-40.3	-45.2	-50.8
기타	-0.6	4.8	4.9	4.8	4.9
재무활동 현금흐름	-172.1	-21.7	-20.4	-20.4	-20.4
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-172.5	-1.3	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.4	-20.4	-20.4	-20.4	-20.4
기타현금흐름	4.8	-0.1	17.1	17.1	17.1
현금 및 현금성자산의 순증가	24.1	79.6	143.4	188.6	225.4
기초현금 및 현금성자산	106.0	130.1	209.7	353.1	541.6
기말현금 및 현금성자산	130.1	209.7	353.1	541.6	767.0

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	522.9	679.4	904.7	1,174.2	1,483.8
현금 및 현금성자산	130.1	209.7	353.1	541.6	767.0
단기금융자산	293.4	329.3	369.6	414.8	465.5
매출채권 및 기타채권	51.9	80.1	104.9	126.1	146.0
채고자산	42.6	55.8	73.1	87.9	101.8
기타유동자산	4.9	4.5	4.0	3.8	3.5
비유동자산	416.5	397.5	369.1	345.0	324.6
투자자산	29.3	17.6	17.5	17.4	17.4
유형자산	151.0	146.8	124.5	106.2	91.3
무형자산	195.9	191.3	185.3	179.5	174.1
기타비유동자산	40.3	41.8	41.8	41.9	41.8
자산총계	939.4	1,076.8	1,273.8	1,519.2	1,808.3
유동부채	61.1	93.0	93.6	94.0	94.4
매입채무 및 기타채무	24.4	24.7	25.2	25.6	26.0
단기금융부채	5.4	28.9	28.9	28.9	28.9
기타유동부채	31.3	39.4	39.5	39.5	39.5
비유동부채	37.5	3.6	3.6	3.6	3.6
장기금융부채	34.8	0.8	0.8	0.8	0.8
기타비유동부채	2.7	2.8	2.8	2.8	2.8
부채총계	98.6	96.7	97.2	97.6	98.0
자본지분	803.8	950.3	1,146.6	1,391.7	1,680.4
자본금	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6
자본잉여금	394.5	437.1	437.1	437.1	437.1
기타자본	-697.9	-684.3	-684.3	-684.3	-684.3
기타포괄손익누계액	30.0	30.9	34.1	37.2	40.4
이익잉여금	1,070.5	1,159.9	1,353.1	1,595.0	1,880.6
비자본지분	37.0	29.9	29.9	29.9	29.9
자본총계	840.8	980.2	1,176.5	1,421.6	1,710.3

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	10,985	11,348	15,703	19,658	23,213
BPS	63,772	77,232	93,191	113,105	136,574
CFPS	15,478	18,633	21,287	25,557	29,296
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	25.5	20.3	16.3	13.0	11.0
PER(최고)	29.7	34.5	19.6	15.7	
PER(최저)	13.4	18.4	13.8	11.0	
PBR	4.40	2.98	2.75	2.26	1.87
PBR(최고)	5.11	5.08	3.31	2.73	
PBR(최저)	2.31	2.70	2.32	1.91	
PSR	9.30	6.73	5.66	4.71	4.06
PCFR	18.1	12.4	12.0	10.0	8.7
EV/EBITDA	17.6	10.7	9.8	7.2	5.6
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주·현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%·보통주·현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	15.3	14.6	16.4	17.3	17.2
ROE	17.5	16.1	18.4	19.1	18.6
ROIC	33.1	36.8	42.3	52.9	60.2
매출채권회전율	7.4	6.4	6.0	5.8	5.7
채고자산회전율	9.7	8.6	8.6	8.3	8.2
부채비율	11.7	9.9	8.3	6.9	5.7
순차입금비용	-45.6	-52.0	-58.9	-65.2	-70.3
이자보상배율·현금	141.1	177.7	203.3	261.6	305.5
총차입금	40.2	29.7	29.7	29.7	29.7
순차입금	-383.3	-509.3	-693.0	-926.7	-1,202
EBITDA	181.3	220.6	258.1	319.6	365.6
FCF	85.9	96.0	166.4	219.3	256.6



Buy(Maintain)

목표주가 520,000원

주가(8/19) 391,000원

의료기기 Analyst 신민수

2Q26 실적은 매출액 1,787억, 영업이익 665억으로 각각 시장 기대치를 +5.5% 상회, -1.8% 하회했습니다. 의료기기 매출액은 외국인 의료 관광객 활성화, 유럽 등 주요국 수출 증대, 유통망 관리 등으로 YoY +13.8 성장했습니다. 화장품 매출액도 동유럽형 일회성 매출액 40억, 미국 계절성 및 채널 확대 효과로 YoY +95.5% 성장했습니다. 모든 사업부가 3Q26에도 호조세 전망이고, 브랜드 파워가 실적 성장으로 연결될 것으로 기대할 수 있습니다. 목표 주가는 52만 원을 그대로 유지합니다.

Stock Data

KOSDAQ (8/19)		824.46pt
시가총액		40,624억 원
52주 주가동향	최고가	최저가
	711,000 원	259,000원
최고/최저가 대비 등락	-45.0%	51.0%
주가수익률	절대	상대
	1M	16.2% 11.6%
	6M	10.8% 55.9%
	1Y	-42.1% -44.6%

Company Data

발행주식수	10,390 천주
일평균 거래량(3M)	173천주
외국인 지분율	6.9%
배당수익률(26E)	0.9%
BPS(26E)	76,146원
주요 주주	정상수 외 7인 34.9%

Price Trend



PER 20배 이상이 어울리는 업체

>>> 잘 버틴 의료기기, 해낸 화장품

2Q26 실적은 매출액 1,787억(YoY +27.1%, QoQ +22.3%; 컨센서스 +5.5% 상회, 당사 추정치 -4.1% 하회), 영업이익 665억(YoY +19.0%, QoQ +16.0%, 영업이익률 37.2%; 컨센서스 -1.8% 하회, 추정치 -11.6% 하회)을 기록했다.

의료기기 내수: 2Q26 매출액 645억(YoY +6.2%, QoQ +10.4%)을 기록했다. 1Q26 방한 외국인 관광객 피부마용 시술 수요를 늘리기 위해 병원 수 증가에 집중했다. 2Q26에는 해당 병원 마케팅을 진행하며 판매량을 더욱 끌어올렸다.

>> '26년 연간 매출액 2,532억(YoY +12.1%)을 전망한다.

의료기기 수출: 2Q26 매출액 322억(YoY +32.6%, QoQ +52.2%)을 기록했다. 유럽 출하 물량 QoQ +150% 증가에 이어 일본, 홍콩 등 기존 출시국 성장세도 안정적이다. 판매량이 부진했던 국가들에는 유통사 관리 작업을 진행해 즉각적인 매출 증대를 일으켰다. 3Q26부터는 프랑스 현지 사무소 설립 및 주재원 파견, 현지 유통망 관리 등으로 추가 매출 성장이 이어질 예정이다.

>> '26년 연간 매출액 1,221억(YoY +37.8%)을 전망한다.

화장품: 2Q26 매출액 602억(YoY +95.5%, QoQ +42.7%)을 기록했다. 내수 166억(YoY +47.0%)은 약국 화장품, 올리브영 채널 성장이 이어졌다. 수출 436억(YoY +123.6%)은 동유럽 일회성 매출액 40억, 미국 특수와 SEPHORA 입점이 주효했다.

>> '26년 연간 매출액 2,305억(YoY +75.2%)을 전망한다.

>>> 투자의견 매수, 목표주가 52만 원 유지

'26년 EPS 전망치 25,200원에 목표 PER 20배를 적용하여 목표주가 520,000원을 유지한다. '리쥬란' 브랜드 인지도 확대에 따른 매출액 성장이 이어지고 있다. 경쟁사 대비 강한 수요, 높은 점유율로 이어지고, 주식 밸류에이션 프리미엄을 기대할 수 있다. 주요 화장품 브랜드사 12개월 선행 PER은 20.0배로, 17.5배인 동사보다 높다.

(십억 원, IFRS 연결)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	350.1	536.3	699.0	867.2	1,010.0
영업이익	126.1	214.4	265.4	333.4	398.6
EBITDA	139.7	230.2	281.1	351.9	414.2
세전이익	115.8	216.5	294.6	370.5	443.7
순이익	88.9	168.3	229.8	289.0	346.1
지배주주지분순이익	92.0	165.1	229.8	289.0	346.1
EPS(원)	8,608	14,209	19,868	24,986	29,923
증감률(% YoY)	15.1	65.1	39.8	25.8	19.8
PER(배)	30.5	28.4	20.0	15.9	13.3
PBR(배)	5.69	6.76	5.23	4.07	3.20
EV/EBITDA(배)	18.2	16.6	12.7	9.3	7.0
영업이익률(%)	36.0	40.0	38.0	38.4	39.5
ROE(%)	18.9	26.9	29.3	28.7	26.9
순차입금비용(%)	-42.5	-56.1	-67.1	-76.8	-85.4

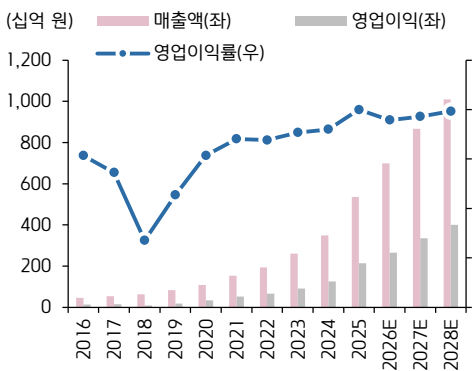
자료: 키움증권 리서치센터

파마리서치 실적 추이 및 전망 표

(단위: 십억 원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	116.9	140.6	135.4	143.3	146.1	178.7	182.6	191.6	536.3	699.0	867.2
YoY	56.5%	69.2%	51.8%	39.1%	25.0%	27.1%	34.8%	33.7%	53.2%	30.3%	24.1%
의약품	17.2	20.5	22.0	22.9	21.4	18.4	18.5	18.7	82.5	77.0	91.5
내수	10.6	13.4	13.3	13.7	11.2	10.7	11.0	11.2	51.1	44.1	55.3
수출	6.6	7.0	8.6	9.2	10.2	7.7	7.5	7.5	31.5	32.9	36.2
의료기기	69.5	85.0	76.8	83.2	79.5	96.7	98.0	101.1	314.4	375.3	443.3
내수	48.3	60.7	57.2	59.7	58.4	64.5	65.0	65.3	225.9	253.2	286.3
수출	21.2	24.3	19.6	23.6	21.1	32.2	33.0	35.8	88.6	122.1	157.0
화장품	27.9	30.8	35.2	37.8	42.2	60.2	62.1	66.1	131.6	230.5	305.4
내수	10.7	11.3	13.2	12.1	15.3	16.6	17.1	17.5	47.3	66.4	96.2
수출	17.2	19.5	21.9	25.6	26.9	43.6	45.0	48.6	84.3	164.1	209.2
기타	2.4	4.4	1.5	-0.6	3.0	3.5	4.0	5.8	7.7	16.2	27.0
내수	2.1	3.3	1.1	-1.5	2.4	2.9	2.5	2.0	5.1	9.9	12.0
수출	0.3	1.1	0.4	0.9	0.5	0.5	1.5	3.8	2.6	6.3	15.0
매출원가	31.5	33.4	26.3	33.9	33.2	41.2	40.9	43.4	125.1	158.6	197.9
매출원가율	26.9%	23.8%	19.4%	23.7%	22.7%	23.0%	22.4%	22.6%	23.3%	22.7%	22.8%
매출총이익	85.4	107.2	109.1	109.4	112.9	137.5	141.7	148.2	411.2	540.4	669.3
매출총이익률	73.1%	76.2%	80.6%	76.3%	77.3%	77.0%	77.6%	77.4%	76.7%	77.3%	77.2%
판매비와관리비	40.7	51.3	47.3	57.5	55.6	71.1	69.5	78.8	196.8	275.0	335.9
판매비율	34.8%	36.5%	34.9%	40.1%	38.1%	39.8%	38.1%	41.1%	36.7%	39.3%	38.7%
영업이익	44.7	55.9	61.9	51.9	57.3	66.5	72.2	69.5	214.4	265.4	333.4
YoY	67.7%	81.6%	77.2%	54.1%	28.1%	19.0%	16.6%	33.8%	70.1%	23.8%	25.6%
영업이익률	38.3%	39.7%	45.7%	36.2%	39.2%	37.2%	39.5%	36.2%	40.0%	38.0%	38.4%
당기순이익	36.0	42.0	50.9	39.3	48.7	56.2	61.3	63.6	168.3	229.8	289.0
YoY	96.8%	46.4%	99.3%	139.7%	35.3%	33.7%	20.4%	61.6%	89.2%	36.6%	25.8%
당기순이익률	30.8%	29.9%	37.6%	27.4%	33.4%	31.5%	33.6%	33.2%	31.4%	32.9%	33.3%

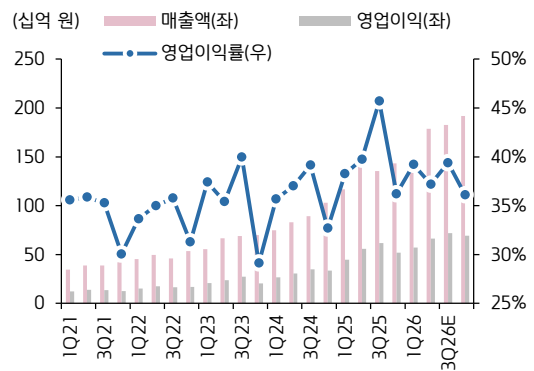
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

파마리서치 연간 실적 추이 및 전망



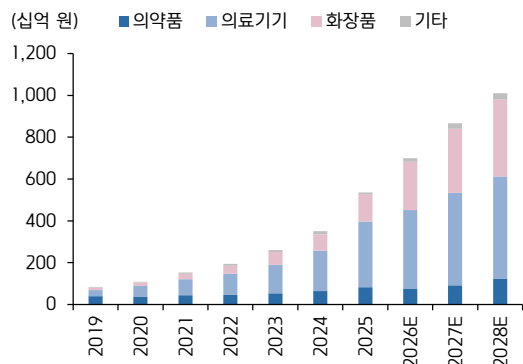
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

파마리서치 분기 실적 추이 및 전망



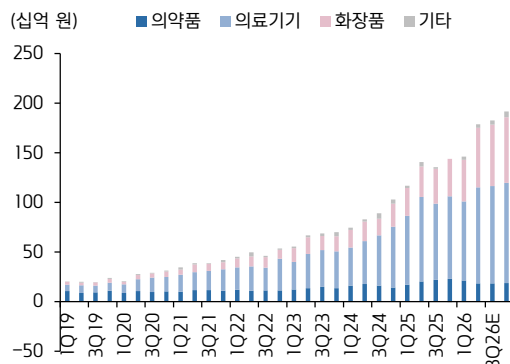
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

파마리서치 사업부별 연간 매출액 추이 및 전망



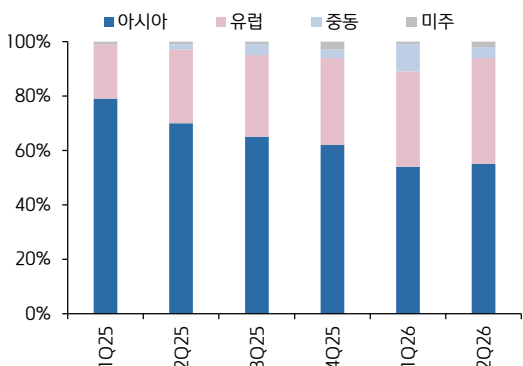
자료: 파마리서치, 키움증권 리서치센터

파마리서치 사업부별 분기 매출액 추이 및 전망



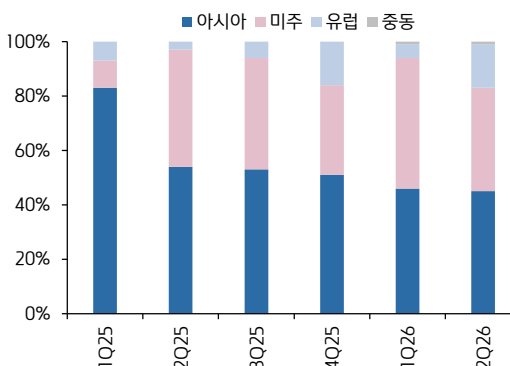
자료: 파마리서치, 키움증권 리서치센터

파마리서치 의료기기 지역별 수출 비중 추이



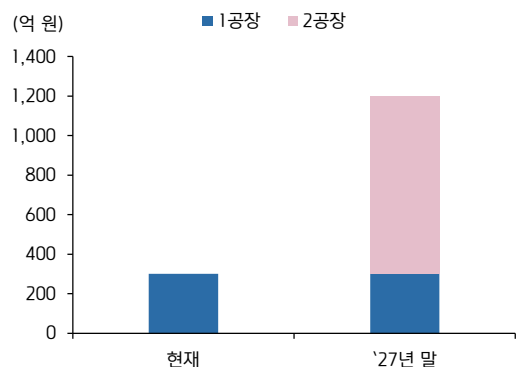
자료: 파마리서치, 키움증권 리서치센터

파마리서치 화장품 지역별 수출 비중 추이



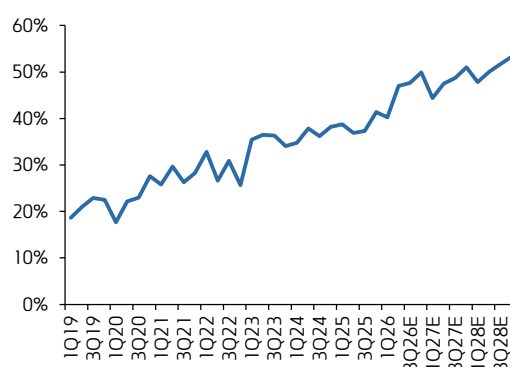
자료: 파마리서치, 키움증권 리서치센터

파마리서치바이오 특신 CAPA 증설



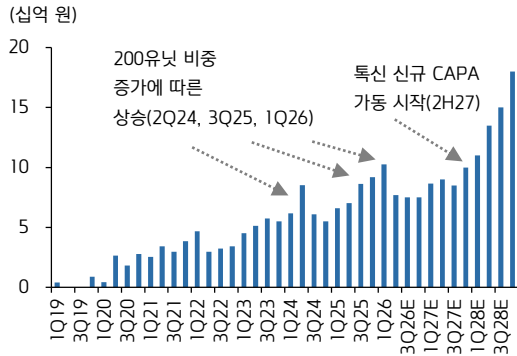
자료: 파마리서치바이오, 키움증권 리서치센터

파마리서치 분기 매출액 수출 비중 추이 및 전망



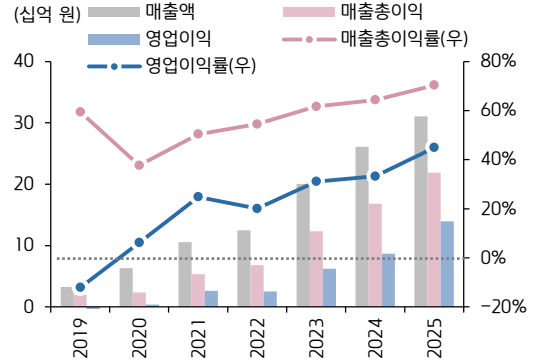
자료: 파마리서치, 키움증권 리서치센터

파마리서치 분기별 의약품 해외 매출액 추이



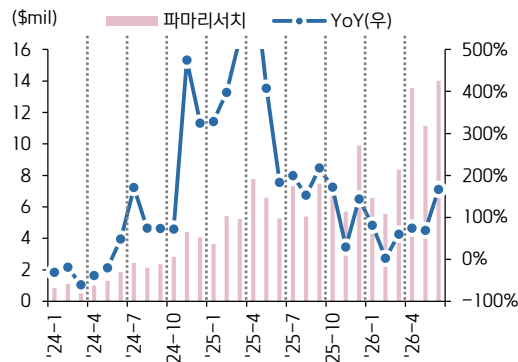
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

특신 자회사 파마리서치바이오 연간 실적 추이



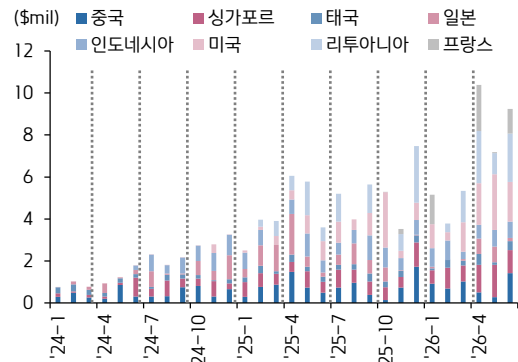
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

강원도 강릉시 필러 월간 수출 데이터



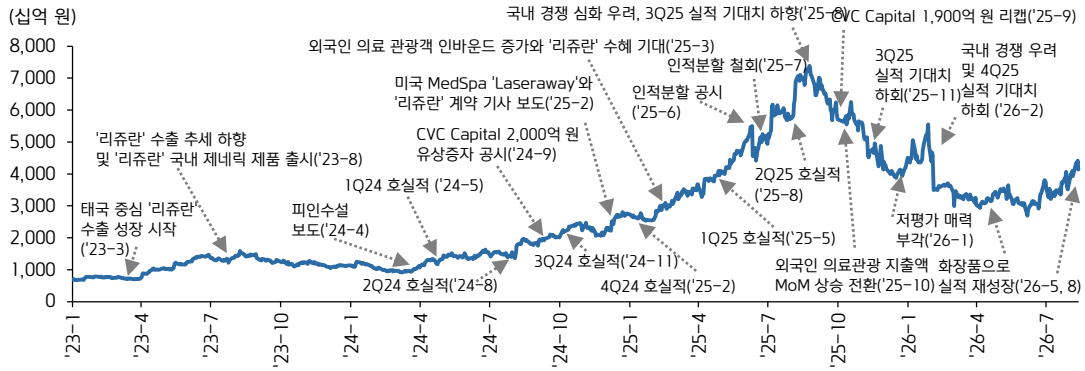
주) 파마리서치 추정
주2) HS 코드: 3304.99.9000
자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

강원도 강릉시 주요 국가별 필러 수출액 데이터



주) 파마리서치 추정
주2) HS 코드: 3304.99.9000
자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

파마리서치 시가총액 추이



자료: FnGuide, 언론보도, 파마리서치, 키움증권 리서치센터

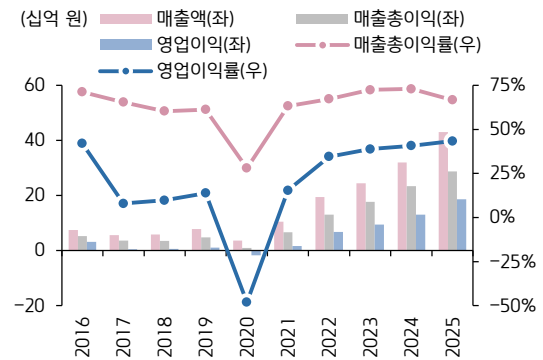
국내 '리쥬란' 관련 PN 필러 제네릭 제품 내용

제조사	유통사	제품명	시술 가격 (만 원)	출시 시기
파마 리서치	파마	리쥬란	20	'14-04
	리서치			
비알팜	LG 화학	HP 비타란	15	'23-07
	텐텍	리제반	15	'23-08
	유벤탐	리즈네	-	'23-10
	헬스케어			
	제테마	프라주에	15	'24-07
	GC	필로드	15	'24-09
	녹십자웰빙			
	대한뉴팜	더마 신멜라	-	'24-09

주) 시술 가격은 2cc 시술 기준

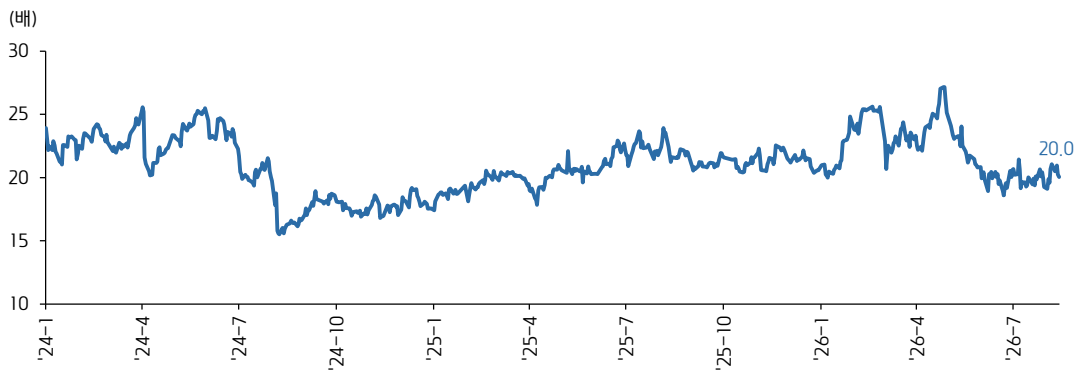
자료: 각 사, 식품의약품안전처, 언론보도, 키움증권 리서치센터

비알팜 연간 실적 추이



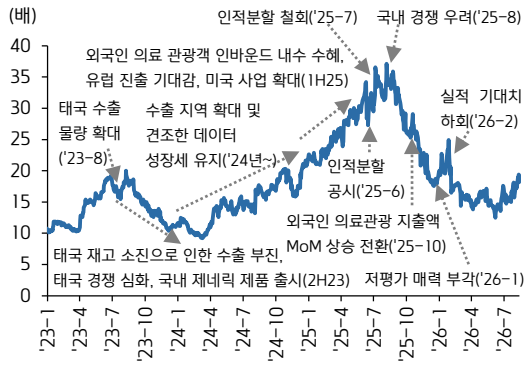
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

국내 주요 화장품 상장사 12개월 선행 PER 평균 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

파마리서치 12개월 선행 PER 추이



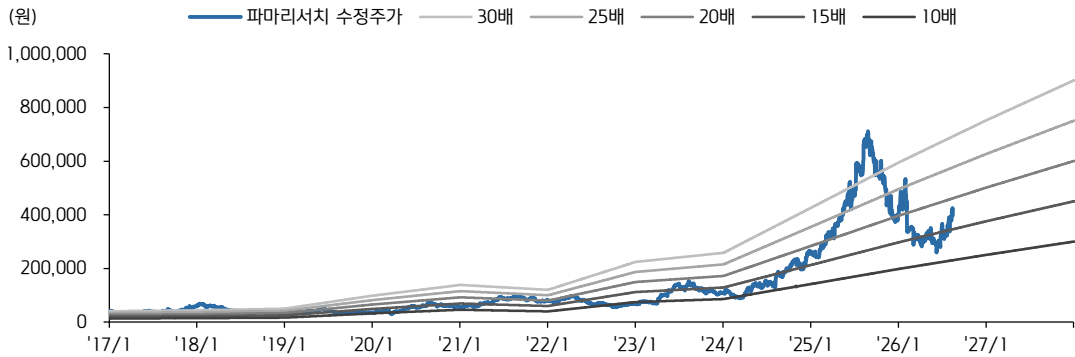
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

파마리서치 목표주가 산정 내용

선행 4개분기 EPS 전망치	25,200 원
목표 PER	20 배
목표 주가	515,088 원
조정	520,000 원
현재 주가	391,000 원
상승 여력	33.0%

자료: 키움증권 리서치센터

파마리서치 12개월 선행 PER BAND CHART



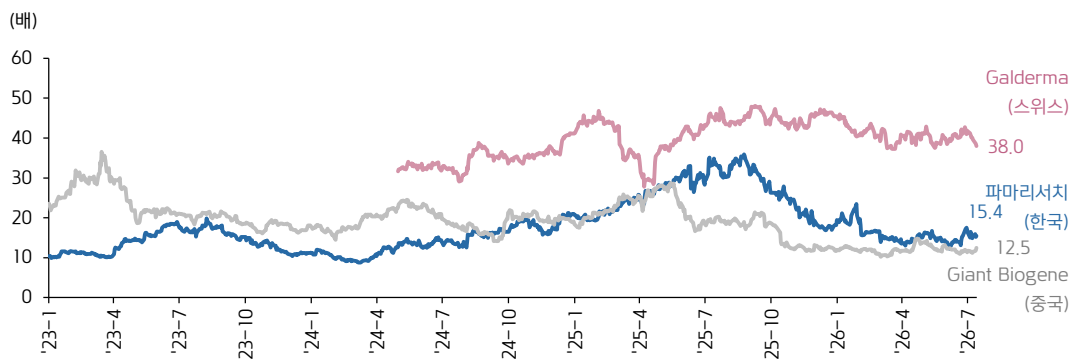
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

파마리서치 12개월 선행 PBR BAND CHART



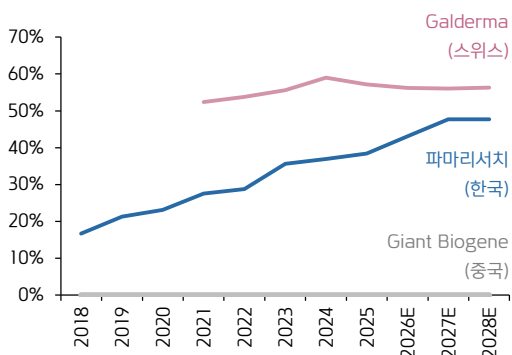
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

파마리서치, Galderma, Giant Biogene 12개월 선행 PER



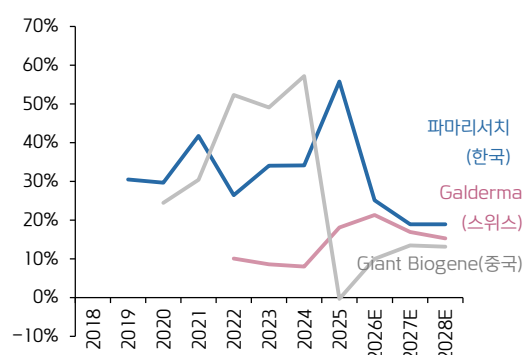
주) Galderma는 '24년 3월 상장
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요 peer 업체 간의 해외 매출액 비중 비교



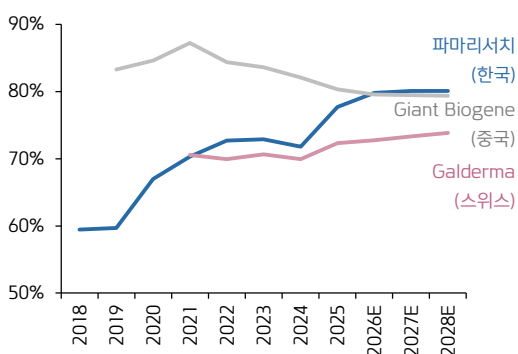
주) Giant Biogene은 해외 매출 비중 0%
주2) 해외 업체 전망치는 Bloomberg Consensus
자료: Bloomberg, 각 사, 키움증권 리서치센터

주요 peer 업체 간의 매출액 성장률 비교



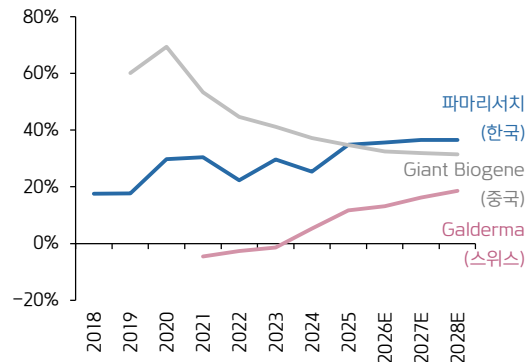
주) Giant Biogene은 해외 매출 비중 0%
주2) 해외 업체 전망치는 Bloomberg Consensus
자료: Bloomberg, 각 사, 키움증권 리서치센터

주요 peer 업체 간의 매출총이익률 비교



주) Giant Biogene은 해외 매출 비중 0%
주2) 해외 업체 전망치는 Bloomberg Consensus
자료: Bloomberg, 각 사, 키움증권 리서치센터

주요 peer 업체 간의 당기순이익률 비교



주) Giant Biogene은 해외 매출 비중 0%
주2) 해외 업체 전망치는 Bloomberg Consensus
자료: Bloomberg, 각 사, 키움증권 리서치센터

파마리서치 '리쥘란' 품목 해외 인허가 획득 국가

대륙	아시아(13)	유럽 및 오세아니아(38)		아메리카(5)	중동(7)
국가명	싱가포르(3Q17)	우크라이나(1Q19)	라트비아(1Q26)	칠레(1Q24)	UAE(3Q24)
	말레이시아(1Q18)	벨라루스(2Q22)	루마니아(1Q26)	멕시코(2Q24)	이스라엘(1Q25)
	인도네시아(1Q19)	리투아니아(2Q22)	룩셈부르크(1Q26)	페루(2Q25)	사우디아라비아(1Q26)
	중국*(1Q20)	튀르키예(1Q23)	리투아니아(1Q26)	콜롬비아(3Q26E)	이라크(2Q26E)
	태국(3Q22)	호주(3Q23)	몰타(1Q26)	아르헨티나(3Q26E)	쿠웨이트(2Q26E)
	베트남(2Q23)	뉴질랜드(3Q23)	벨기에(1Q26)		레바논(3Q26E)
	카자흐스탄(2Q23)	체코(3Q24)	사이프러스(1Q26)		이집트(4Q26E)
	필리핀(2Q23)	덴마크(3Q24)	스위스(1Q26)		
	대만(3Q24)	스웨덴(3Q24)	스페인(1Q26)		
	홍콩(1Q25)	핀란드(3Q24)	슬로베니아(1Q26)		
	우즈베키스탄(2Q25)	노르웨이(3Q24)	아일랜드(1Q26)		
	미얀마(1Q25)	불가리아(4Q24)	에스토니아(1Q26)		
	우즈베키스탄(2Q25)	알바니아(4Q24)	오스트리아(1Q26)		
		유럽 MDR(4Q24)	이탈리아(1Q26)		
		영국(4Q25)	크로아티아(1Q26)		
		프랑스(4Q25)	포르투갈(1Q26)		
		그리스(1Q26)	폴란드(1Q26)		
		네덜란드(1Q26)	슬로바키아(2Q26E)		
		독일(1Q26)	헝가리(3Q26E)		

주) 별표(*) 표시는 2등급 의료기기 허가
 자료: 파마리서치, 키움증권 리서치센터

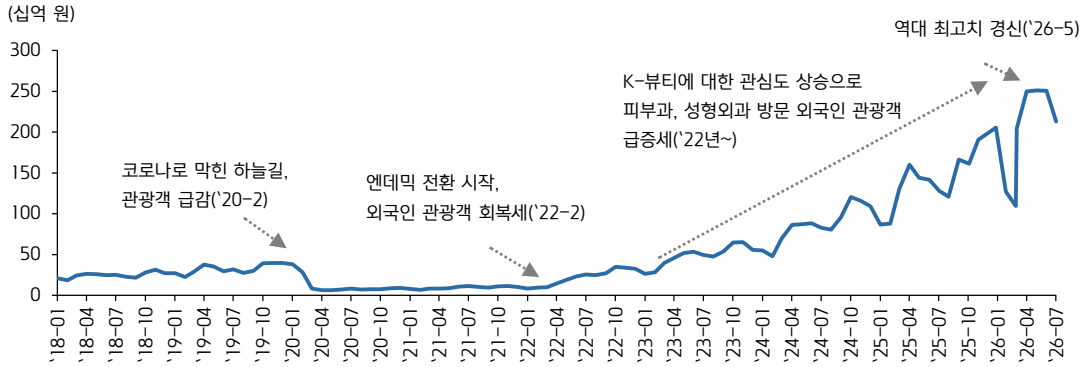
파마리서치 '리쥬란' 외 품목 해외 인허가 획득 국가

해외 인허가 현황 (품목허가 획득 국가) - REJURAN 이외

CLEVIEL	CONJURAN	REJURAN COSMETIC
<i>Asia</i>	<i>Asia</i>	<i>Asia</i>
• 대만 • 인도네시아 • 싱가포르 • 태국 • 홍콩	• 싱가포르 • 태국 • 말레이시아	• 중국 • 일본 • 태국 • 싱가포르 • 말레이시아 • 대만 • 홍콩
<i>Europe/Oceania</i>	<i>Europe/Oceania</i>	<i>Europe/Oceania</i>
	• 우크라이나	• 우크라이나 • 호주 • 러시아
		<i>America</i>
		• 미국

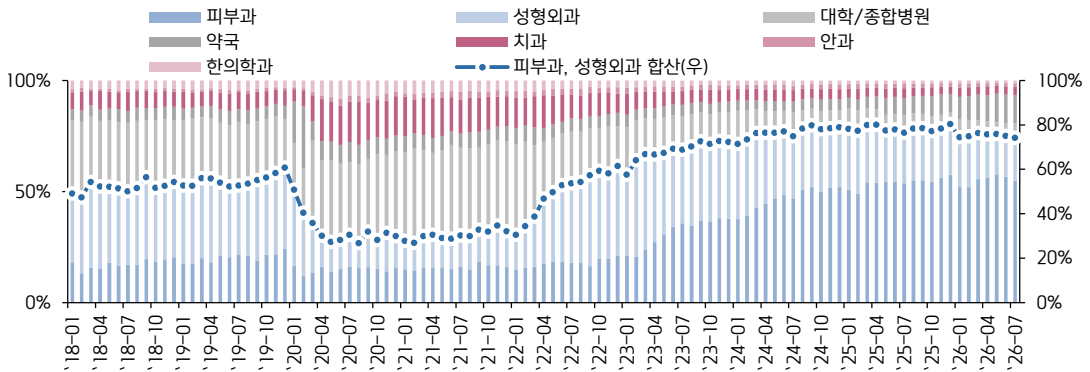
자료: 파마리서치

월간 외국인 의료 소비액 추이



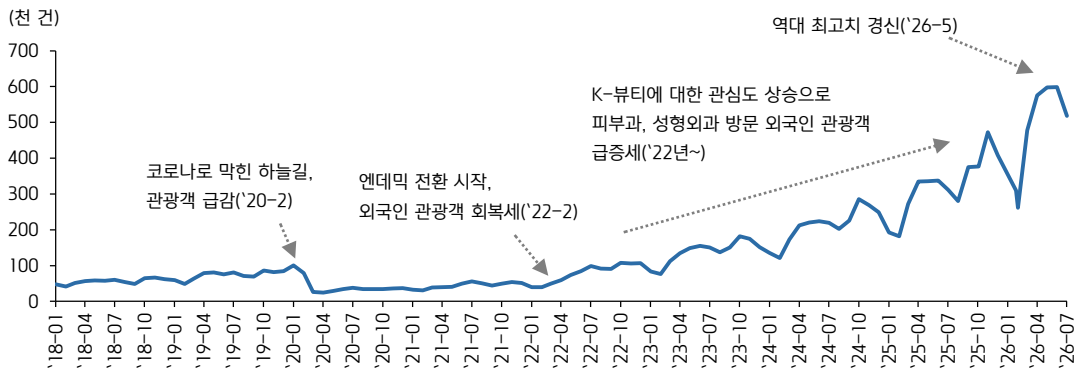
자료: 한국관광데이터랩, 키움증권 리서치센터

월간 외국인 의료 소비액 진료과목별 비율 추이



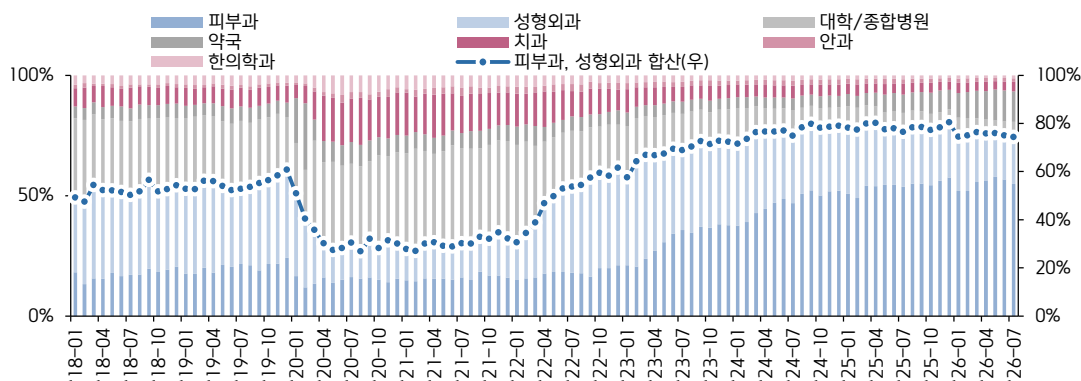
자료: 한국관광데이터랩, 키움증권 리서치센터

월간 외국인 의료 소비건수 추이



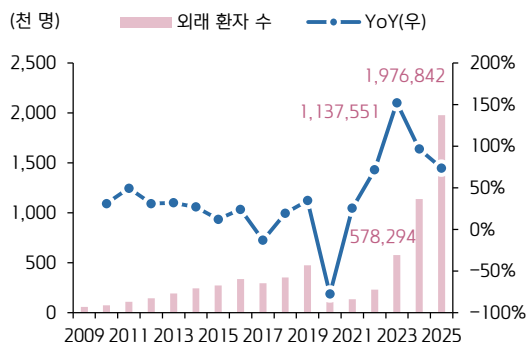
자료: 한국관광데이터랩, 키움증권 리서치센터

월간 외국인 의료 소비건수 진료과목별 비율 추이



자료: 한국관광데이터랩, 키움증권 리서치센터

연간 대한민국 방문 외국인 실환자 수 추이

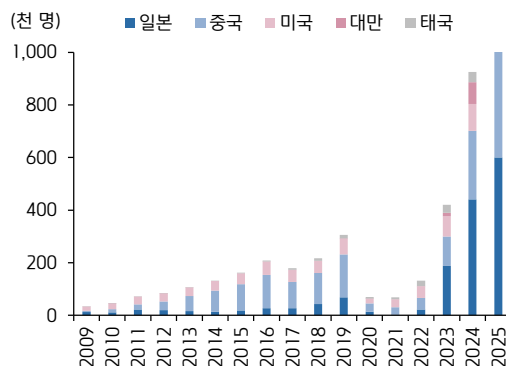


주) 중북내원 횟수 제외한 실환자 수 기준

주2) 입원 환자 제외한 외래 환자 기준

자료: 한국보건산업진흥원, 키움증권 리서치센터

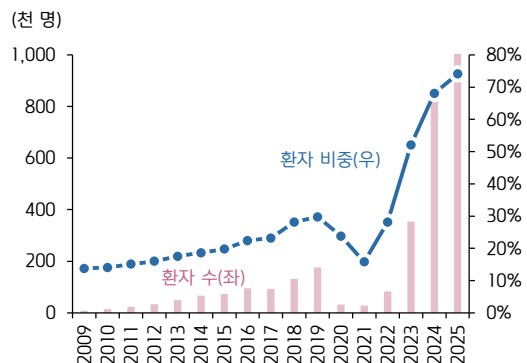
주요 국적별 외국인 환자 현황



주) 중북내원 횟수 제외한 실환자 수 기준

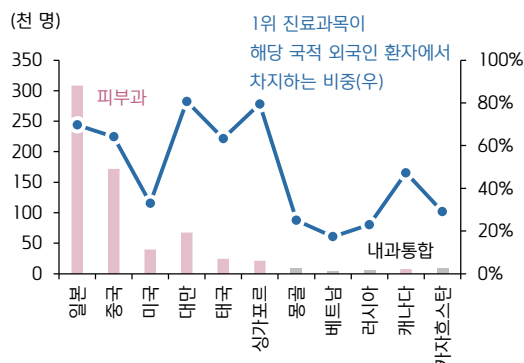
자료: 한국보건산업진흥원, 키움증권 리서치센터

연간 외국인 환자 중 피부과 + 성형외과 합산 수



자료: Bloomberg, 각 사, 키움증권 리서치센터

'24년 주요 국적별 외국인 환자 수 1위 진료과목



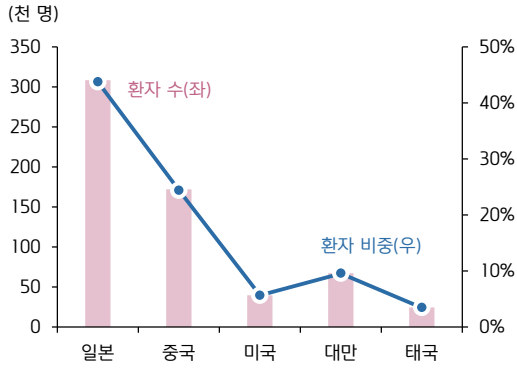
주) 파란색은 환자 수 1위 진료과목이 피부과인 국가를 뜻함

주2) 자주색은 환자 수 1위 진료과목이 내과통합인 국가를 뜻함

주3) 내과통합 = 가정의학과, 일반내과 등 내과 11개과 통합

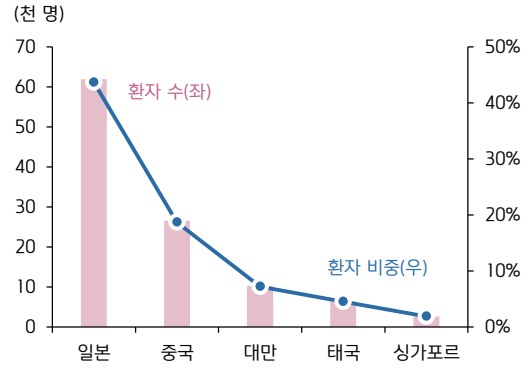
자료: Bloomberg, 각 사, 키움증권 리서치센터

'24년 국내 피부과 외국인 환자 수 상위 5개국



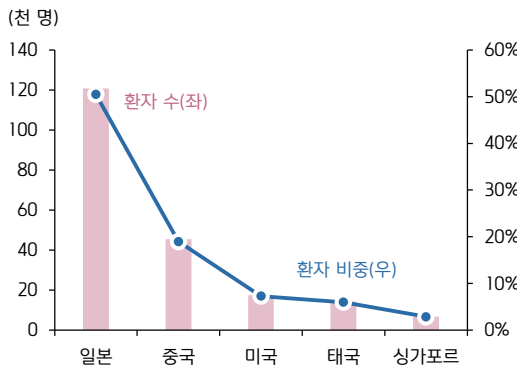
자료: 보건복지부, 키움증권 리서치센터

'24년 국내 성형외과 외국인 환자 수 상위 5개국



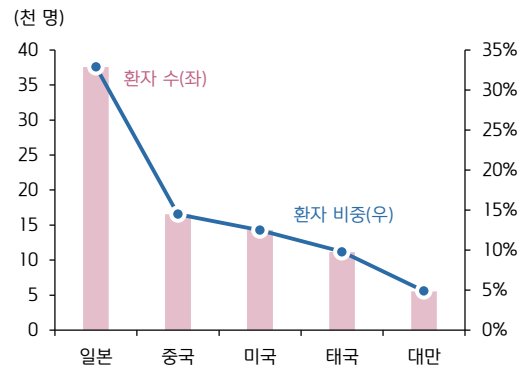
자료: 보건복지부, 키움증권 리서치센터

'23년 국내 피부과 외국인 환자 수 상위 5개국



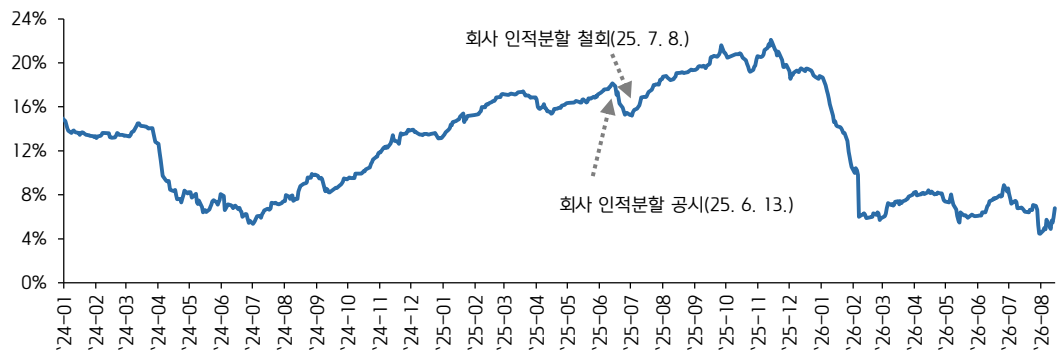
자료: 보건복지부, 키움증권 리서치센터

'23년 국내 성형외과 외국인 환자 수 상위 5개국



자료: 보건복지부, 키움증권 리서치센터

분할 공시 전후 파마리서치 외국인 지분율 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	350.1	536.3	699.0	867.2	1,010.0
매출원가	98.9	125.1	158.6	197.9	234.1
매출충이익	251.2	411.2	540.4	669.3	776.0
판매비	125.2	196.8	275.0	335.9	377.4
영업이익	126.1	214.4	265.4	333.4	398.6
EBITDA	139.7	230.2	281.1	351.9	414.2
영업외손익	-10.2	2.1	29.2	37.1	45.1
이자수익	10.2	16.2	21.7	29.0	38.5
이자비용	4.6	10.4	10.4	10.4	10.4
외환관련이익	6.7	5.2	4.9	4.9	4.9
외환관련손실	1.7	6.1	3.4	3.4	3.4
종속 및 관계기업손익	6.0	0.4	0.4	0.4	0.4
기타	-26.8	-3.2	16.0	16.6	15.1
법인세차감전이익	115.8	216.5	294.6	370.5	443.7
법인세비용	26.9	48.3	64.8	81.5	97.6
계속사업손익	88.9	168.3	229.8	289.0	346.1
당기순이익	88.9	168.3	229.8	289.0	346.1
지배주주순이익	92.0	165.1	229.8	289.0	346.1
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	34.1	53.2	30.3	24.1	16.5
영업이익 증감율	36.7	70.0	23.8	25.6	19.6
EBITDA 증감율	34.0	64.8	22.1	25.2	17.7
지배주주순이익의 증감율	20.2	79.5	39.2	25.8	19.8
EPS 증감율	15.1	65.1	39.8	25.8	19.8
매출총이익율(%)	71.8	76.7	77.3	77.2	76.8
영업이익율(%)	36.0	40.0	38.0	38.4	39.5
EBITDA Margin(%)	39.9	42.9	40.2	40.6	41.0
지배주주순이익율(%)	26.3	30.8	32.9	33.3	34.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	138.1	183.2	206.7	276.6	357.4
당기순이익	88.9	168.3	229.8	289.0	346.1
비현금항목의 가감	61.0	65.5	39.1	51.3	55.0
유형자산감가상각비	9.8	11.4	11.4	15.2	13.1
무형자산감가상각비	3.8	4.4	4.3	3.3	2.6
지분법평가손익	-7.0	-11.8	0.0	0.0	0.0
기타	54.4	61.5	23.4	32.8	39.3
영업활동자산부채증감	0.4	-24.7	-8.7	-0.8	25.7
매출채권및기타채권의감소	-5.2	-9.5	-15.7	-16.2	-13.8
재고자산의감소	-11.9	-26.2	-25.1	-25.9	-22.0
매입채무및기타채무의증가	15.9	11.3	28.1	41.6	61.9
기타	1.6	-0.3	4.0	-0.3	-0.4
기타현금흐름	-12.2	-25.9	-53.5	-62.9	-69.4
투자활동 현금흐름	-225.5	-155.9	-8.9	-10.0	-11.2
유형자산의 취득	-36.4	-29.7	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-2.3	-4.9	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	14.9	36.9	13.6	13.6	13.6
단기금융자산의감소(증가)	-191.7	-158.1	-22.2	-23.3	-24.5
기타	-10.0	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
재무활동 현금흐름	182.6	-15.3	-45.4	-41.0	-41.0
차입금의 증가(감소)	10.4	-1.0	0.0	0.0	0.0
자본금,자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-10.1	-11.7	-42.8	-38.4	-38.4
기타	182.3	-2.6	-2.6	-2.6	-2.6
기타현금흐름	2.9	-1.7	32.9	32.9	32.9
현금 및 현금성자산의 순증가	98.1	10.3	185.4	258.4	338.1
기초현금 및 현금성자산	67.2	165.3	175.7	361.0	619.5
기말현금 및 현금성자산	165.3	175.7	361.0	619.5	957.5

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	554.5	759.5	1,008.2	1,332.4	1,731.1
현금 및 현금성자산	165.3	175.7	361.0	619.5	957.5
단기금융자산	286.1	444.2	466.4	489.7	514.2
매출채권 및 기타채권	42.5	51.8	67.5	83.8	97.6
재고자산	57.3	82.7	107.8	133.7	155.8
기타유동자산	3.3	5.1	5.5	5.7	5.9
비유동자산	301.2	284.3	255.1	223.0	193.8
투자자산	88.2	51.3	37.7	24.2	10.6
유형자산	147.3	174.5	163.1	147.9	134.9
무형자산	33.4	31.5	27.2	23.8	21.3
기타비유동자산	32.3	27.0	27.1	27.1	27.0
자산총계	855.7	1,043.9	1,263.3	1,555.4	1,924.9
유동부채	82.8	110.5	138.5	180.2	242.0
매입채무 및 기타채무	40.2	56.5	84.5	126.2	188.0
단기금융부채	12.5	10.3	10.3	10.3	10.3
기타유동부채	30.1	43.7	43.7	43.7	43.7
비유동부채	203.4	209.5	209.5	209.5	209.5
장기금융부채	197.0	203.4	203.4	203.4	203.4
기타비유동부채	6.4	6.1	6.1	6.1	6.1
부채총계	286.3	320.0	348.1	389.7	451.6
자본지분	539.4	689.3	880.7	1,131.2	1,438.8
자본금	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3
자본잉여금	197.3	193.6	193.6	193.6	193.6
기타자본	-4.6	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	-1.6	-1.6	-1.6	-1.6	-1.6
이익잉여금	343.1	492.1	683.4	933.9	1,241.6
비지배지분	30.0	34.5	34.5	34.5	34.5
자본총계	569.4	723.9	915.2	1,165.7	1,473.3

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	8,608	14,209	19,868	24,986	29,923
BPS	46,161	59,603	76,146	97,807	124,406
CFPS	14,022	20,116	23,252	29,420	34,679
DPS	1,100	3,700	3,700	3,700	3,700
주가배수(배)					
PER	30.5	28.4	20.0	15.9	13.3
PER(최고)	31.4	50.2	28.2	22.5	
PER(최저)	10.1	16.4	12.8	10.2	
PBR	5.69	6.76	5.23	4.07	3.20
PBR(최고)	5.85	11.96	7.37	5.74	
PBR(최저)	1.88	3.92	3.35	2.61	
PSR	8.02	8.73	6.59	5.31	4.56
PCFR	18.7	20.0	17.1	13.5	11.5
EV/EBITDA	18.2	16.6	12.7	9.3	7.0
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주,현금)	12.8	22.8	16.7	13.3	11.1
배당수익률(% ,보통주,현금)	0.4	0.9	0.9	0.9	0.9
ROA	12.8	17.7	19.9	20.5	19.9
ROE	18.9	26.9	29.3	28.7	26.9
ROIC	42.0	71.5	83.2	108.9	148.6
매출채권회전율	9.1	11.4	11.7	11.5	11.1
재고자산회전율	6.5	7.7	7.3	7.2	7.0
부채비율	50.3	44.2	38.0	33.4	30.6
순차입금비율	-42.5	-56.1	-67.1	-76.8	-85.4
이자보상배율, 현금	27.2	20.6	25.5	32.1	38.4
총차입금	209.5	213.7	213.7	213.7	213.7
순차입금	-241.9	-406.2	-613.7	-895.5	-1,258
EBITDA	139.7	230.2	281.1	351.9	414.2
FCF	67.4	124.1	214.0	277.7	352.3

클래시스 (214150)



Buy(Maintain)

목표주가 54,000원

주가(8/19) 33,400원

의료기기 Analyst 신민수

2Q26 매출액 1,055억, 영업이익 439억으로 시장 기대치를 각각 -5.1%, -13.4% 하회했습니다. 국내 장비 및 소모품 판매세가 빠르게 회복되지 못했고, 브라질 연결 법인 반영으로 미실현이익 17억이 매출총이익에서 제거되어 기대치를 밑돌았습니다. '26년 연간 가이던스도 4,300~4,600억(YoY +27.7% ~ +36.6%)으로 기존 대비 -9.2% 하향 조정했습니다. 분위기 반전을 위해서는 2H26 국내 마케팅에 따른 업황 회복, 연내 신규 장비, '27년 주력 제품 업그레이드 장비 등의 모멘텀이 필요합니다. 목표주가는 54,000원을 유지합니다.

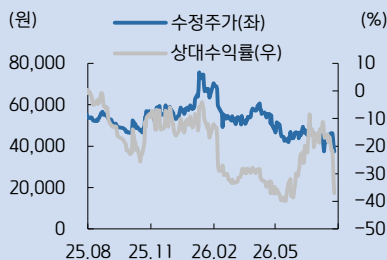
Stock Data

KOSDAQ (8/19)		824.46pt	
시가총액		21,789억 원	
52주 주가동향		최고가	최저가
		75,600 원	33,400원
최고/최저가 대비 등락		-55.8%	0.0%
주가수익률		절대	상대
	1M	-24.3%	-27.3%
	6M	-52.6%	-33.2%
	1Y	-38.0%	-40.8%

Company Data

발행주식수	65,236 천주
일평균 거래량(3M)	271천주
외국인 지분율	69.9%
배당수익률(26E)	2.7%
BPS(26E)	9,759원
주요 주주	BCPE 외 1인
	49.1%

Price Trend



적응할 시간이 필요해

>>> 2개분기 연속 아쉬운 국내 실적

2Q26 실적은 매출액 1,055억(YoY +26.7%, QoQ +21.0%; 컨센서스 -5.1% 하회, 당사 추정치 -2.7% 하회), 영업이익 439억(YoY +2.2%, QoQ +18.1%, 영업이익률 41.6%; 컨센서스 -13.4% 하회, 추정치 -8.4% 하회)을 기록했다.

국내: 2Q26 장비 매출액 77억(YoY -39.4%, QoQ +16.6%), 소모품 매출액 128억(YoY -15.1%, QoQ -14.2%)을 기록했다. 4월 '쿼드세이' 업그레이드 장비가 출시 후에 출하량을 천천히 올리고 있다. 국내 장비 판매 대수는 QoQ +250대 증가했다.

브라질: 2Q26 연결 매출액 151억(QoQ +376.4%)을 기록했다. 미실현 이익 제거분이 작을 것이라는 당사 추정과 다르게 17억(vs. 3월 30억)이 발생했다. 재고 이동의 sell-in, sell-out 차이로 발생한 매출총이익 차감에 대한 내용은 하반기에 접어들며 규모가 점차 작아질 것으로 판단한다.

미국: 1Q26 QoQ +100대, 2Q26 QoQ +150대로 증분이 늘어나며 시장 침투가 빠르게 진행되고 있다. '볼뉴머'의 미국 상표인 'EVERESSE'는 장비 판매 및 소모품 유상 구매 시기가 빠르게 도래했고, 3월 말에 출시한 '쿼드세이'도 장비 출하가 이뤄졌다.

>>> 투자의견 매수, 목표주가 5.4만 원 제시

선형 4개분기 EPS 전망치 2,784원에 목표 PER 20배를 적용하여 목표주가 54,000원을 유지한다. '26년 연간 가이던스를 기존 4,700~5,100억(YoY +39.5% ~ +51.4%) ▶ 4,300~4,600억(YoY +27.7% ~ +36.6%)으로 -9.2% 하향 조정했다. 매출총이익 부분에서도 브라질 연결 법인에 따른 미실현이익 제거, 영업이익 차원에서도 브라질 법인 효과와 더불어 일본 직판 전환에 따른 **추가 비용 발생 부담이 있다.** 우선은 2H26 마케팅으로 국내 분위기 전환이 필요하다. 이후로는 연내 신규 박피술(dermabrasion) 장비, '27년 '볼뉴머'와 '슈링크 유니버스' 장비 출시가 대기하고 있다.

(십억 원, IFRS 연결)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	242.9	336.8	428.5	552.5	724.3
영업이익	122.4	170.6	186.3	246.8	338.2
EBITDA	129.7	185.2	200.6	259.7	349.8
세전이익	127.9	168.6	194.2	257.8	353.8
순이익	97.5	132.0	151.5	201.1	276.0
지배주주지분순이익	97.9	131.9	151.4	201.0	275.9
EPS(원)	1,517	2,014	2,312	3,069	4,212
증감률(% YoY)	32.4	32.8	14.8	32.7	37.3
PER(배)	31.4	27.1	16.2	12.2	8.9
PBR(배)	6.88	6.46	3.84	3.17	2.49
EV/EBITDA(배)	23.5	18.6	11.2	8.2	5.6
영업이익률(%)	50.4	50.7	43.5	44.7	46.7
ROE(%)	26.5	26.2	25.4	28.4	31.3
순차입금비용(%)	-14.8	-21.9	-31.0	-40.8	-50.4

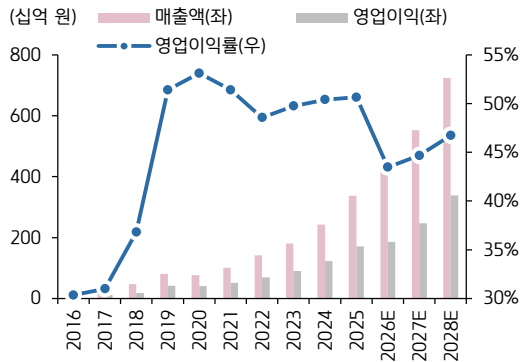
자료: 키움증권 리서치센터

클래시스 실적 추이 및 전망 표

(단위: 십억 원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	77.1	83.3	83.0	93.4	87.2	105.5	112.4	123.4	336.8	428.5	552.5
YoY	53.1%	41.8%	39.7%	25.6%	13.0%	26.7%	35.4%	32.1%	38.6%	27.2%	28.9%
장바+클루덤+이루다	35.1	45.5	42.9	50.5	42.1	49.2	58.8	67.0	174.0	217.2	283.4
소모품 등	41.0	35.2	37.3	41.1	40.9	39.2	50.8	53.5	154.6	184.5	255.9
Skederm 등 화장품	0.8	2.4	2.5	1.6	2.0	1.9	2.5	2.6	7.3	9.0	12.0
기타	0.2	0.2	0.2	0.2	2.1	15.2	0.3	0.3	0.9	17.8	1.3
매출원가	15.8	19.3	19.3	21.4	22.1	29.0	27.1	29.3	75.7	107.5	125.4
매출원가율	20.5%	23.1%	23.2%	22.9%	25.4%	27.5%	24.1%	23.7%	22.5%	25.1%	22.7%
매출총이익	61.3	64.0	63.7	72.0	65.0	76.5	85.3	94.1	261.1	321.0	427.1
매출총이익률	79.5%	76.9%	76.8%	77.1%	74.6%	72.5%	75.9%	76.3%	77.5%	74.9%	77.3%
판매비와관리비	22.6	21.0	26.1	20.8	27.8	32.6	34.9	39.4	90.5	134.7	180.2
판관비율	29.3%	25.2%	31.5%	22.3%	31.9%	30.9%	31.1%	31.9%	26.9%	31.4%	32.6%
영업이익	38.8	43.0	37.6	51.2	37.2	43.9	50.4	54.8	170.6	186.3	246.8
YoY	46.3%	37.9%	29.9%	43.1%	-4.1%	2.2%	34.0%	7.0%	39.3%	9.2%	32.5%
영업이익률	50.3%	51.6%	45.3%	54.8%	42.7%	41.6%	44.8%	44.4%	50.6%	43.5%	44.7%
당기순이익	29.7	26.5	33.1	42.7	33.2	25.5	44.2	48.6	131.9	151.5	201.1
YoY	13.9%	-0.4%	100.9%	50.4%	11.6%	-3.6%	33.6%	13.8%	35.3%	14.8%	32.7%
당기순이익률	38.5%	31.8%	39.9%	45.7%	38.0%	24.2%	39.4%	39.4%	39.2%	35.4%	36.4%

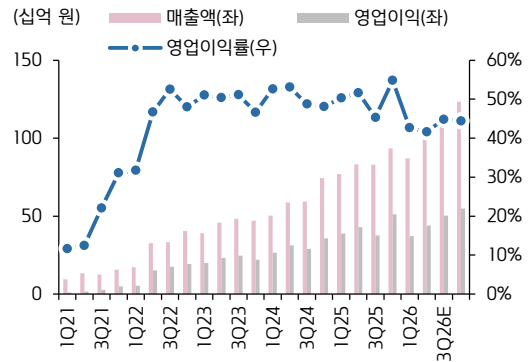
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

클래시스 연간 실적 추이 및 전망



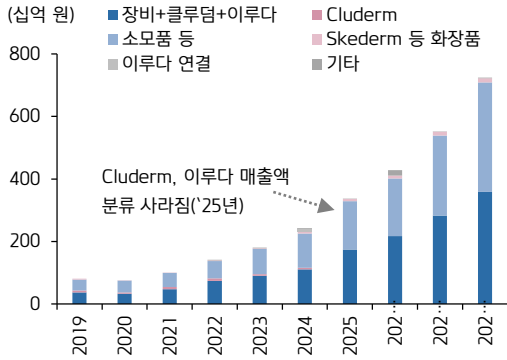
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

클래시스 분기 실적 추이 및 전망



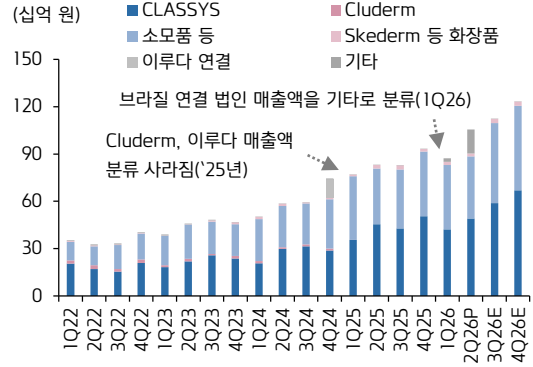
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

클래시스 사업부별 연간 매출액 추이 및 전망



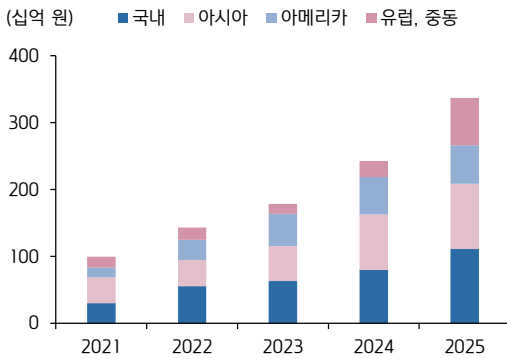
자료: 클래시스, 키움증권 리서치센터

클래시스 사업부별 분기 매출액 추이 및 전망



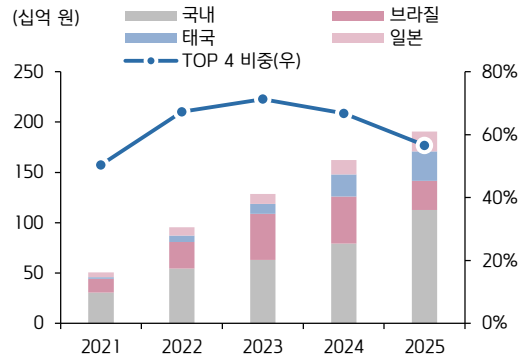
자료: 클래시스, 키움증권 리서치센터

클래시스 지역별 연간 매출액 추이



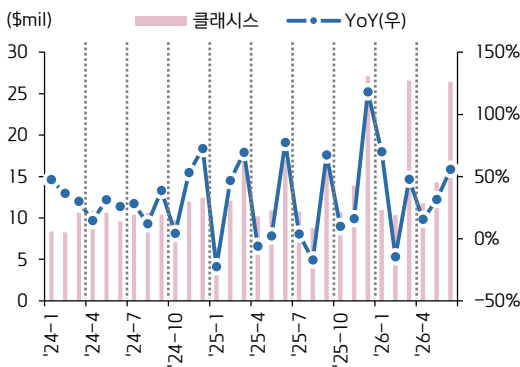
자료: 클래시스, 키움증권 리서치센터

클래시스 주요 4개국 연간 매출액 추이



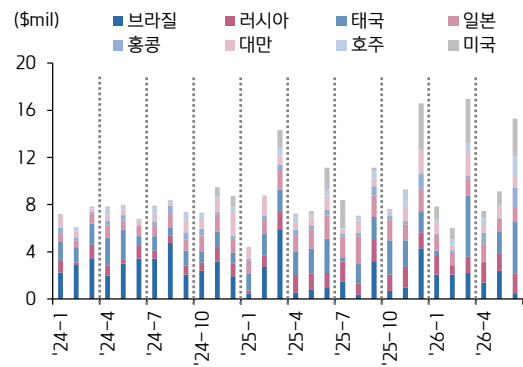
자료: 클래시스, 키움증권 리서치센터

서울시 강남구 피부미용 기기 월간 수출 데이터



주) 클래시스 추정
주2) HS 코드: 9018.90
자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

서울시 강남구 주요 국가별 EBD 수출 데이터



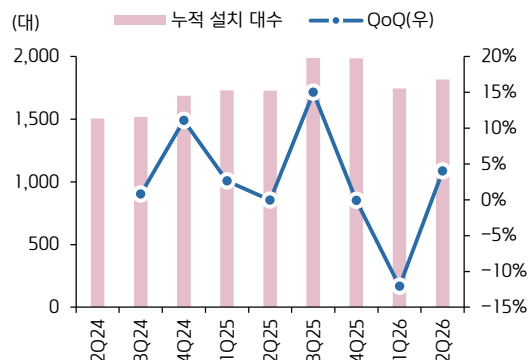
주) 클래시스 추정
주2) HS 코드: 9018.90
자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

클래시스 신제품 출시 타임라인

지역	제품	4Q24	1H25	2H25	1H26	2H26	1H27	2H27	1H28	2H28
국내	쿼드세이			출시						
미국	Everesse (볼뉴머)	출시								
	쿼드세이			출시						
유럽	Ultraformer MPT (슈링크 유니버스)						출시			
	Ultraformer MPT (슈링크 유니버스)			출시						
	볼뉴머			출시						
중국	쿼드세이						출시			
	Ultraformer MPT (슈링크 유니버스)						출시			
	볼뉴머					출시				
	쿼드세이									출시

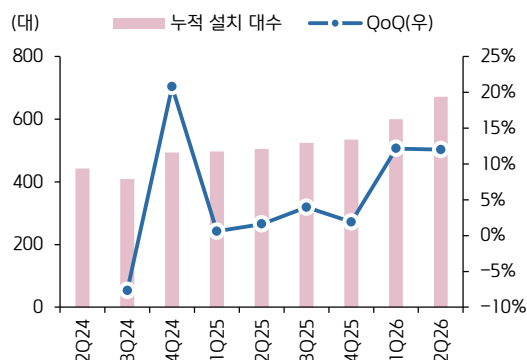
자료: 클래시스, 키움증권 리서치센터

HIFU '슈링크 유니버스' 국내 누적 설치 추정치



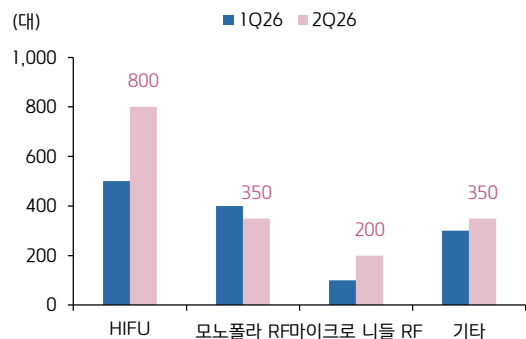
자료: 슈링크 유니버스, 키움증권 리서치센터

RF '볼뉴머' 국내 누적 설치 추정치



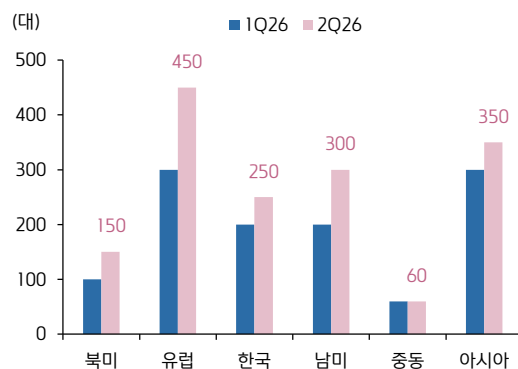
자료: 볼뉴머, 키움증권 리서치센터

장비 종류별 QoQ 증가 대수



자료: 클래시스, 키움증권 리서치센터

장비 지역별 QoQ 증가 대수



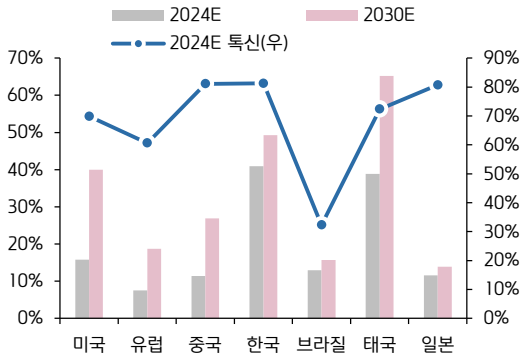
자료: 클래시스, 키움증권 리서치센터

2026 가이던스 달성 로드맵

시기	전략	중장기 전략
1Q26	- 남미 법인 연결 '26년 3월 개시 - 신제품 '쿼드세이' 미국, 태국 3월 런칭	중국 시장 리서치
2Q26	- 유럽 내 제품 브랜드 인지도 제고 - 남미 법인 분기 온기 반영 - 국내 마케팅 본격화 - 신제품 판매 본격화	중국 대리점 선정
3Q26	- 시술 수 증가 - 핵심 장비 침투 강화	현지 파트너 선정 및 교육
4Q26	- 패키지 시술 확대 - 유럽 '아쿠아퓨어' 출시 - 브라질 '쿼드세이' 출시	중국 '볼뉴머' 인허가 획득

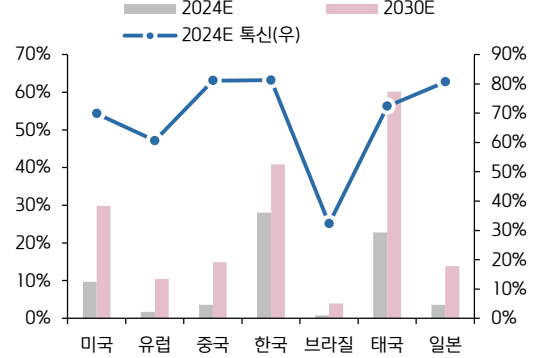
자료: 클래스시스, 키움증권 리서치센터

지역별 HIFU 장비 클리닉/메드스파 침투율



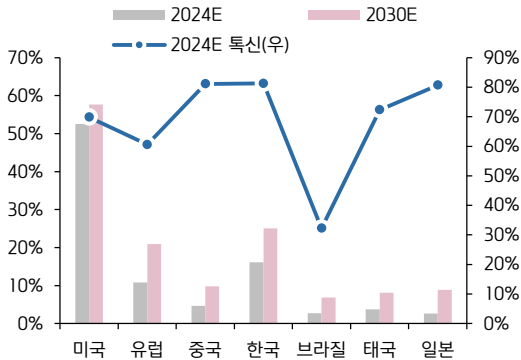
주) 침투율 = (EBD가 있는 병원 수) / (전체 병원 수)
 자료: 클래스시스, 키움증권 리서치센터

지역별 MRF 장비 클리닉/메드스파 침투율



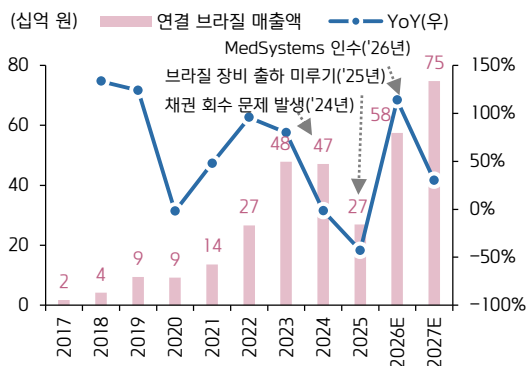
주) 침투율 = (EBD가 있는 병원 수) / (전체 병원 수)
 자료: 클래스시스, 키움증권 리서치센터

지역별 MNRF 장비 클리닉/메드스파 침투율



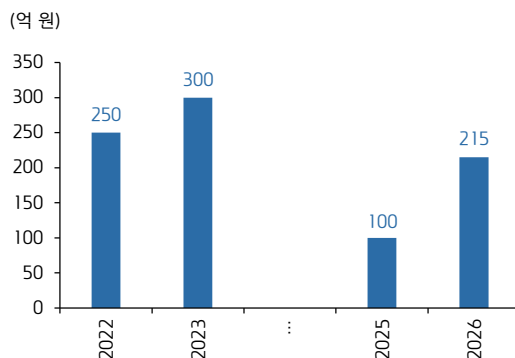
주) 침투율 = (EBD가 있는 병원 수) / (전체 병원 수)
 자료: 클래스시스, 키움증권 리서치센터

클래시스 연결 브라질 매출액 추이 및 전망



자료: 클래시스, 키움증권 리서치센터

MedSystems의 기업가치 변화



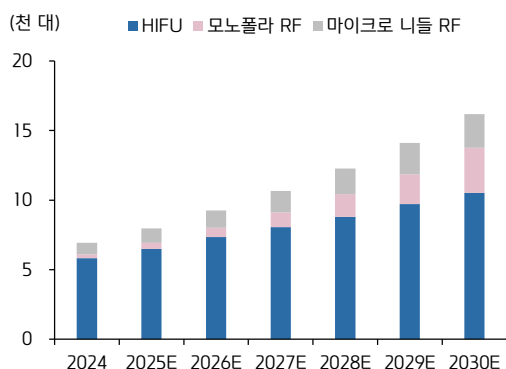
자료: 클래시스, 키움증권 리서치센터

MedSystems 기업가치 하락 이유

번호	제목	내용
1번	무리한 사세 확장	'23~'24년 현지 PE 컨설팅 ▶ 지주사 JL Health 설립 ▶ 지주사 IPO 위한 사세 확장(안과 업체, 현지 레이저 제조사, 필러 유통사, 클리닉 체인 업체 등 4개사 인수) ▶ 부채 증가, 이익 감소
2번	다급한 제품 포트폴리오 다각화	'24년 기준 매출액 비중 63%에 달하는 클래시스에 대한 의존도 낮추기 위해서 급하게 다른 레이저 장비들 포트폴리오 다각화
3번	인건비 상승	1번 사세 확장을 뒷받침하기 위한 영업 인력 등 대거 채용('24년 말 320명 ▶ 1H25 말 220명)
4번	환차손	해알화 환율 하락으로 인한 영업외손익 악화

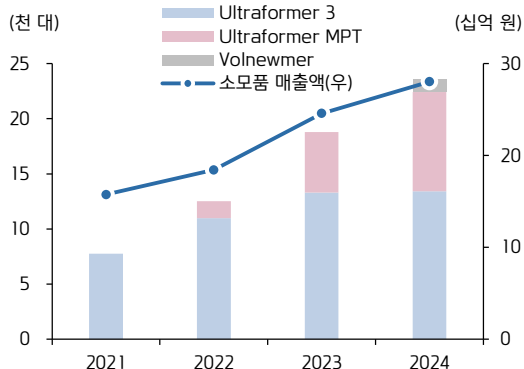
자료: 클래시스, 키움증권 리서치센터

브라질 피부미용 EBD 플랫폼 시장 전망



자료: Bain & Company, 키움증권 리서치센터

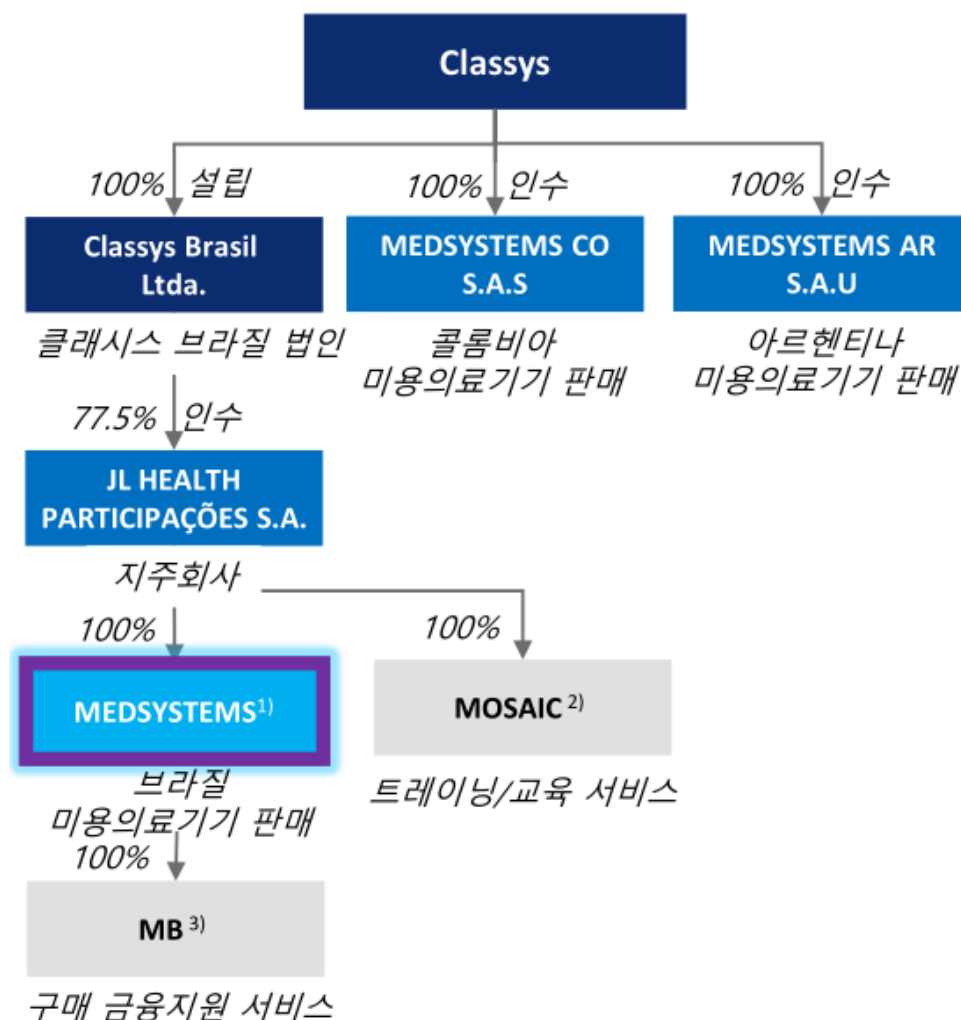
연간 브라질 누적 장비 판매 대수 및 소모품 매출



자료: 클래시스, 키움증권 리서치센터

클래시스 남미 사업 조직도

인수 후 지배구조



주1) MEDSYSTEMS: MEDSYSTEMS COMÉRCIO, IMPORTAÇÃO E EXPORTAÇÃO LTDA.

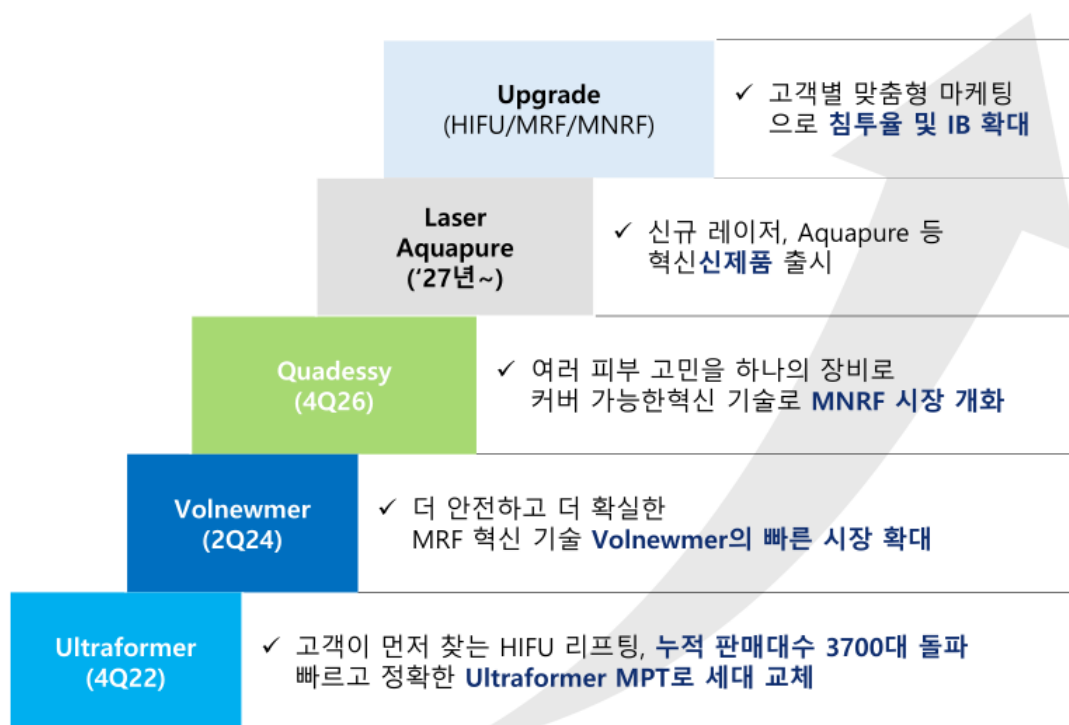
주2) MOSAIC: MOSAIC EDUCAÇÃO E SERVIÇOS LTDA.

주3) MB: MB SERVIÇOS DIGITAIS SOCIEDADE UNIPESSOAL LTDA.

CLASSYS | 3

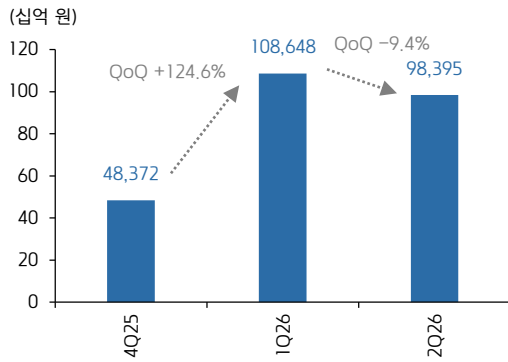
자료: 클래시스

클래시스 브라질 시장 침투 확장 전략



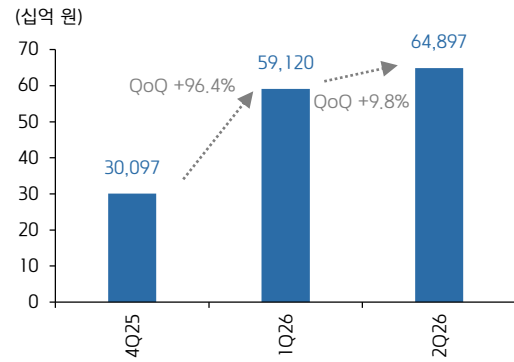
자료: 클래시스

클래시스 브라질 연결 후 매출채권 변화



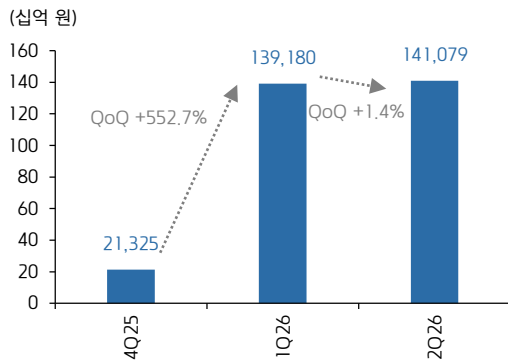
자료: 클래시스, 키움증권 리서치센터

클래시스 브라질 연결 후 재고자산 변화



자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

클래시스 브라질 연결 후 단기차입금 변화



자료: 클래시스, 키움증권 리서치센터

중국 현지 Peninsula사, HIFU 미용 장비로서 최초로 중국 NMPA 3등급 의료기기 허가 획득

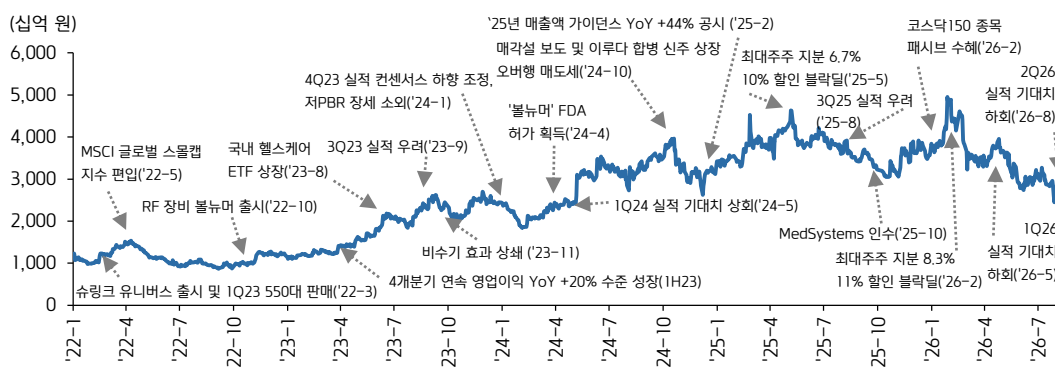
Peninsula Medical gets China NMPA Class III for MFUS device

Writer: Lian Jiaqi | Editor: Zhang Chanwen | From: Shenzhen Daily | Updated: 2025-11-12

On Nov. 3, Shenzhen-based Peninsula Medical officially received a Class III medical device registration certificate from the National Medical Products Administration (NMPA) for its independently developed MFUS Ultrasonic System.

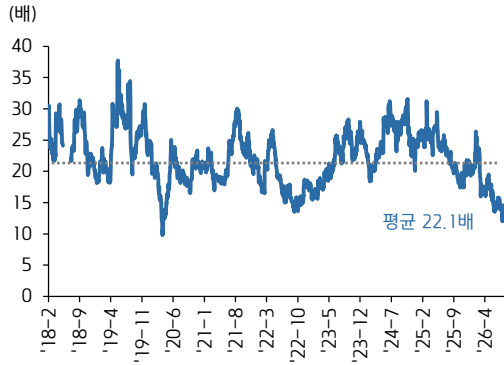
자료: EyeShenzen

클래시스 시가총액 추이 분석



자료: FnGuide, 언론보도, 클래시스, 키움증권 리서치센터

클래시스 12개월 선행 PER 추이



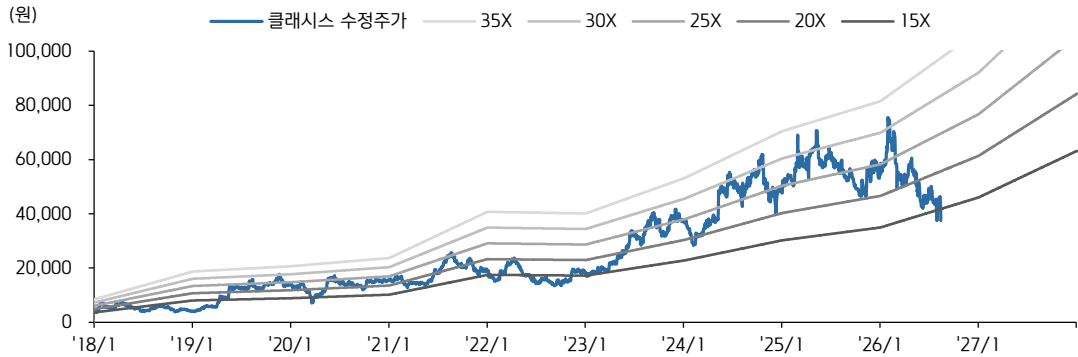
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

클래시스 목표주가 산정 내용

선행 4개분기 EPS 전망치	2,788 원
목표 PER	20 배
목표 주가	54,360 원
조정	54,000 원
현재 주가	33,400 원
상승 여력	61.7%

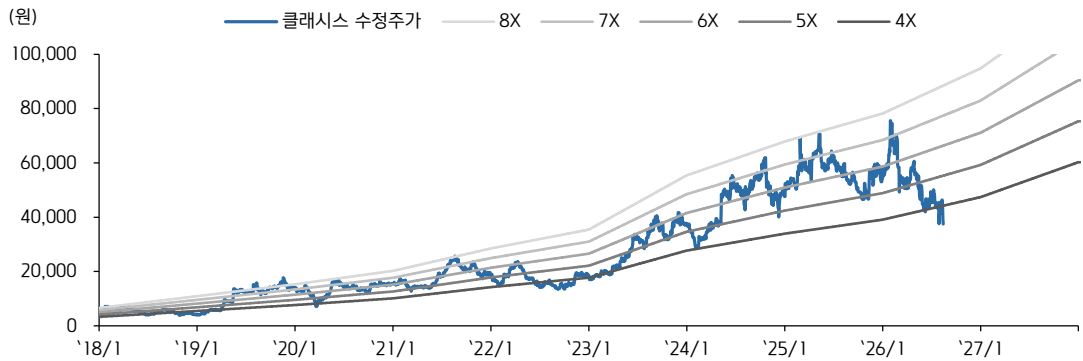
자료: 키움증권 리서치센터

클래시스 12개월 선행 PER BAND CHART



자료: FnGuide, 클래시스, 키움증권 리서치센터

클래시스 12개월 선행 PBR BAND CHART



자료: FnGuide, 클래시스, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	242.9	336.8	428.5	552.5	724.3
매출원가	51.8	75.7	107.5	125.4	159.1
매출총이익	191.1	261.1	321.0	427.1	565.2
판매비	68.7	90.5	134.7	180.2	227.1
영업이익	122.4	170.6	186.3	246.8	338.2
EBITDA	129.7	185.2	200.6	259.7	349.8
영업외손익	5.5	-2.0	7.9	10.9	15.6
이자수익	4.8	5.4	7.3	10.4	15.1
이자비용	2.0	2.4	2.4	2.4	2.4
외환관련이익	16.3	2.4	2.1	2.1	2.1
외환관련손실	1.0	5.8	3.2	3.2	3.2
종속 및 관계기업손익	-1.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-11.5	-1.6	4.1	4.0	4.0
법인세차감전이익	127.9	168.6	194.2	257.8	353.8
법인세비용	30.4	36.7	42.7	56.7	77.8
계속사업손익	97.5	132.0	151.5	201.1	276.0
당기순이익	97.5	132.0	151.5	201.1	276.0
지배주주순이익	97.9	131.9	151.4	201.0	275.9
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	34.9	38.7	27.2	28.9	31.1
영업이익 증감율	36.6	39.4	9.2	32.5	37.0
EBITDA 증감율	38.1	42.8	8.3	29.5	34.7
지배주주순이익 증감율	31.9	34.7	14.8	32.8	37.3
EPS 증감율	32.4	32.8	14.8	32.7	37.3
매출총이익율(%)	78.7	77.5	74.9	77.3	78.0
영업이익율(%)	50.4	50.7	43.5	44.7	46.7
EBITDA Margin(%)	53.4	55.0	46.8	47.0	48.3
지배주주순이익율(%)	40.3	39.2	35.3	36.4	38.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	102.8	163.9	134.3	175.3	238.2
당기순이익	97.5	132.0	151.5	201.1	276.0
비현금항목의 가감	37.8	53.7	44.4	53.9	69.1
유형자산감가상각비	5.0	6.7	6.4	5.8	5.2
무형자산감가상각비	2.2	8.0	7.9	7.1	6.4
지분법평가손익	-12.8	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	43.4	39.0	30.1	41.0	57.5
영업활동자산부채증감	-14.9	4.8	-23.8	-30.9	-41.6
매출채권및기타채권의감소	-13.0	-40.5	-14.1	-19.1	-26.5
채고자산의감소	2.9	-3.3	-8.2	-11.1	-15.4
매입채무및기타채무의증가	0.9	0.7	-1.1	-0.4	0.6
기타	-5.7	47.9	-0.4	-0.3	-0.3
기타현금흐름	-17.6	-26.6	-37.8	-48.8	-65.3
투자활동 현금흐름	-82.2	-109.0	-36.3	-36.7	-37.1
유형자산의 취득	-4.1	-12.9	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.1	2.4	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-6.7	-6.4	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-6.1	-29.9	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-16.0	-34.5	-8.5	-8.9	-9.4
기타	-49.4	-27.7	-27.8	-27.8	-27.7
재무활동 현금흐름	-16.7	-39.5	-65.6	-65.6	-65.6
차입금의 증가(감소)	-2.9	-4.1	0.0	0.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-18.1	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-12.8	-16.8	-65.2	-65.2	-65.2
기타	-1.0	-0.5	-0.4	-0.4	-0.4
기타현금흐름	0.5	-0.6	35.9	35.9	35.9
현금 및 현금성자산의 순증가	4.3	14.8	68.4	109.0	171.4
기초현금 및 현금성자산	18.5	22.7	37.5	105.9	214.9
기말현금 및 현금성자산	22.7	37.5	105.9	214.9	386.3

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	234.2	295.8	395.3	543.8	766.8
현금 및 현금성자산	22.7	37.5	105.9	214.9	386.4
단기금융자산	135.5	170.0	178.5	187.5	196.8
매출채권 및 기타채권	40.3	52.0	66.1	85.2	111.7
채고자산	30.0	30.1	38.3	49.4	64.7
기타유동자산	5.7	6.2	6.5	6.8	7.2
비유동자산	374.2	408.9	394.6	381.7	370.1
투자자산	9.2	39.1	39.1	39.1	39.1
유형자산	193.2	199.7	193.3	187.5	182.2
무형자산	140.9	139.6	131.8	124.7	118.3
기타비유동자산	30.9	30.5	30.4	30.4	30.5
자산총계	608.4	704.6	789.9	925.5	1,136.8
유동부채	128.9	80.2	79.1	78.7	79.3
매입채무 및 기타채무	24.6	22.6	21.4	21.1	21.6
단기금융부채	79.4	24.0	24.0	24.0	24.0
기타유동부채	24.9	33.6	33.7	33.6	33.7
비유동부채	26.8	72.8	72.8	72.8	72.8
장기금융부채	11.8	62.8	62.8	62.8	62.8
기타비유동부채	15.0	10.0	10.0	10.0	10.0
부채총계	155.7	153.0	151.8	151.5	152.0
자본지분	452.6	551.6	638.1	774.0	984.8
자본금	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6
자본잉여금	106.3	9.9	9.9	9.9	9.9
기타자본	4.8	-11.3	-11.3	-11.3	-11.3
기타포괄손익누계액	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3
이익잉여금	336.1	547.5	633.8	769.7	980.4
비지배지분	-1.3	-1.3	-1.3	-1.2	-1.1
자본총계	452.6	551.7	638.0	774.0	984.8

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	1,517	2,014	2,312	3,069	4,212
BPS	6,930	8,442	9,759	11,834	15,051
CFPS	2,098	2,835	2,990	3,892	5,268
DPS	257	1,000	1,000	1,000	1,000
주가배수(배)					
PER	31.4	27.1	16.2	12.2	8.9
PER(최고)	41.5	36.9	33.6	25.3	
PER(최저)	18.4	22.6	15.9	12.0	
PBR	6.88	6.46	3.84	3.17	2.49
PBR(최고)	9.08	8.81	7.95	6.56	
PBR(최저)	4.02	5.38	3.78	3.11	
PSR	12.65	10.60	5.73	4.45	3.39
PCFR	22.7	19.2	12.5	9.6	7.1
EV/EBITDA	23.5	18.6	11.2	8.2	5.6
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주·현금)	17.3	49.4	43.0	32.4	23.6
배당수익률(%·보통주·현금)	0.5	1.8	2.7	2.7	2.7
ROA	19.8	20.1	20.3	23.4	26.8
ROE	26.5	26.2	25.4	28.4	31.3
ROIC	41.2	35.2	38.5	49.2	63.6
매출채권회전율	8.3	7.3	7.3	7.3	7.4
채고자산회전율	9.8	11.2	12.5	12.6	12.7
부채비율	34.4	27.7	23.8	19.6	15.4
순차입금비용	-14.8	-21.9	-31.0	-40.8	-50.4
이자보상배율·현금	60.0	70.5	77.0	102.0	139.7
총차입금	91.1	86.8	86.8	86.8	86.8
순차입금	-67.1	-120.8	-197.7	-315.6	-496.4
EBITDA	129.7	185.2	200.6	259.7	349.8
FCF	90.1	132.0	135.8	174.5	233.8

데티움 (145720)



Buy(Maintain)

목표주가 57,000원

주가(8/19) 37,500원

의료기기 Analyst 신민수

2Q26 매출액과 영업이익은 각각 893억, 147억으로 시장 기대치를 각각 +1.1% 상회, -16.5% 하회했습니다. 매출원가율은 35.2%로 높아졌는데, 1Q26에 낮은 원재료비로 만든 재고 출하가 몰렸던 것을 감안하면 정상화되었다고 판단할 수 있습니다. 향후 분기 매출원가율도 2Q26과 비슷한 30% 초중반대를 유지할 것으로 판단합니다. 중국 매출액은 소폭의 반등세를 보였으나, VBP 2.0 시행 전까지는 빠르게 회복하기 어려운 전망입니다. VBP 2.0은 빠르면 9월, 늦으면 연말 시행될 예정입니다. 목표주가는 -18.6% 하향한 57,000원을 제시합니다.

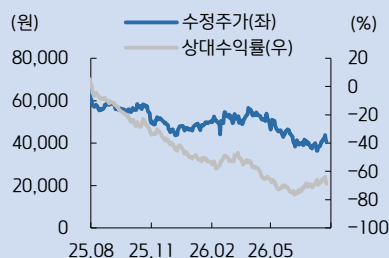
Stock Data

KOSPI (8/19)	6,471.17pt		
시가총액	3,234억 원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	63,800 원	36,400원	
최고/최저가 대비 등락	-41.2%	3.0%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-6.8%	-1.8%
	6M	-25.7%	-34.9%
	1Y	-38.7%	-70.2%

Company Data

발행주식수	8,624 천주
일평균 거래량(3M)	27천주
외국인 지분율	14.2%
배당수익률(26E)	1.5%
BPS(26E)	71,921원
주요 주주	정성민 외 6인 24.3%

Price Trend



희망이 보이는가

>>> 중국이 드디어 성장했어요

2Q26 실적은 매출액 893억(YoY +8.6%, QoQ +25.2%; 컨센서스 +1.1% 상회, 당사 추정치 부합), 영업이익 147억(YoY -5.5%, QoQ -7.3%, 영업이익률 16.4%; 컨센서스 -16.5% 하회, 추정치 -10.9% 하회)을 기록했다.

2Q26 매출원가율은 35.2%(QoQ +11.9%p)로 높아졌다. 이는 이번 분기에 문제가 생긴 것이 아니라 낮은 원재료비로 만든 재고가 1Q26에 몰려서 출하된 점을 떠올려야 한다. **향후 분기 매출원가율은 30% 초중반대로, 2Q26 수치를 유지할 전망이다.**

중국: 2Q26 매출액 397억(YoY +5.9%, QoQ +23.7%, 매출 비중 44.5%)을 기록했다. VBP 2.0 시행이 지연되며 더 낮아질 판가를 기다리는 분위기 때문에 물량 출하가 수월하지 못했다.

>> '26년 연간 매출액 1,517억(YoY +14.4%)을 전망한다.

유럽: 2Q26 매출액 184억(YoY +71.4%, QoQ +142.9%, 매출 비중 20.6%)을 기록했다. 2분기와 4분기 러시아 지역 성수기 효과를 맞이하여 높은 성장률을 기록했다.

>> '26년 연간 매출액 854억(YoY +15.9%)을 전망한다.

>>> VBP라도, 목표주가 5.7만 원 제시

선형 4개분기 EPS 전망치 5,619원에 목표 PER 10배를 적용하여 목표주가 57,000원(기존 70,000원 대비 -18.6% 하향)을 제시한다. 중국 VBP 2.0이 빠르면 9월, 늦으면 연말에 시행될 예정이다. 이번에도 판가가 인하되었으나 4년 전의 -20%보다는 작은 폭의 조정이 있을 전망이다. VBP 2.0은 P 하락 모멘텀이지만 매출 비중 1등 지역이었던 중국의 성장이 제도 도입 지연으로 인해서 어려웠던 점을 감안하면 오히려 불확실성 해소로 해석 가능하다.

(십억 원, IFRS 연결)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	407.8	346.5	378.2	411.7	447.8
영업이익	98.5	64.1	72.0	76.8	84.8
EBITDA	121.7	89.3	97.3	99.4	105.1
세전이익	93.9	23.1	75.4	80.9	89.8
순이익	72.4	16.3	58.8	63.1	70.0
지배주주지분순이익	72.7	16.4	58.8	63.1	70.0
EPS(원)	6,569	1,483	6,241	7,430	8,244
증감률(% YoY)	-24.7	-77.4	320.9	19.1	10.9
PER(배)	9.5	31.2	6.5	5.5	4.9
PBR(배)	1.24	0.91	0.57	0.52	0.48
EV/EBITDA(배)	6.8	7.9	5.2	4.6	3.9
영업이익률(%)	24.2	18.5	19.0	18.7	18.9
ROE(%)	14.3	2.9	10.0	9.9	10.1
순차입금비용(%)	26.4	35.4	25.4	16.6	8.7

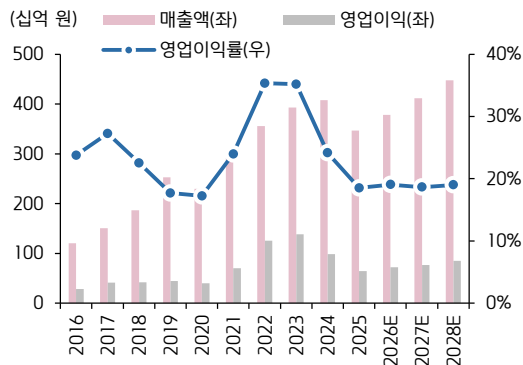
자료: 키움증권 리서치센터

덴티움 실적 추이 및 전망 표

(단위: 십억 원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	76.8	82.3	78.2	109.1	71.4	89.3	89.0	128.5	346.5	378.2	411.7
YoY	-7.1%	-26.3%	-17.4%	-8.1%	-7.1%	8.6%	13.8%	17.7%	-15.0%	9.2%	8.9%
해외 합산	60.5	66.7	62.6	90.6	56.1	74.4	73.2	109.7	280.4	313.4	344.2
중국	34.1	37.5	28.5	32.4	32.1	39.7	34.3	45.5	132.6	151.7	165.6
아시아	14.0	16.4	15.4	21.4	15.0	14.9	16.9	24.0	67.2	70.8	77.7
유럽	10.1	10.7	16.5	36.5	7.6	18.4	19.7	39.7	73.7	85.4	95.3
기타	2.4	2.0	2.2	0.3	1.4	1.3	2.2	0.4	6.9	5.4	5.6
국내	16.3	15.6	15.6	18.6	15.2	15.0	15.8	18.8	66.1	64.8	67.5
매출원가	28.6	28.1	29.1	42.6	16.6	31.4	31.1	44.2	128.4	123.4	138.1
매출원가율	37.2%	34.2%	37.2%	39.0%	23.3%	35.2%	35.0%	34.4%	37.1%	32.6%	33.5%
매출총이익	48.2	54.1	49.1	66.6	54.8	57.9	57.8	84.3	218.1	254.8	273.6
매출총이익률	62.8%	65.8%	62.8%	61.0%	76.7%	64.8%	65.0%	65.6%	62.9%	67.4%	66.5%
판매비와관리비	38.6	38.6	36.6	40.1	38.9	43.2	43.2	57.4	153.9	182.8	196.9
판매비율	50.3%	46.9%	46.8%	36.7%	54.5%	48.4%	48.5%	44.7%	44.4%	48.3%	47.8%
영업이익	9.6	15.5	12.5	26.5	15.9	14.7	14.6	26.9	64.1	72.0	76.8
YoY	-50.1%	-43.9%	-48.8%	-2.5%	65.4%	-5.5%	17.4%	1.3%	-34.9%	12.4%	6.6%
영업이익률	12.5%	18.9%	15.9%	24.3%	22.2%	16.4%	16.5%	20.9%	18.5%	19.1%	18.6%
당기순이익	12.7	4.7	3.9	-5.0	17.1	13.9	7.4	20.5	16.3	58.8	63.1
YoY	-23.2%	-76.9%	-73.2%	적전	34.5%	193.5%	87.4%	흑전	-77.5%	260.2%	7.3%
당기순이익률	16.5%	5.8%	5.0%	-4.6%	23.9%	15.5%	8.3%	15.9%	4.7%	15.6%	15.3%

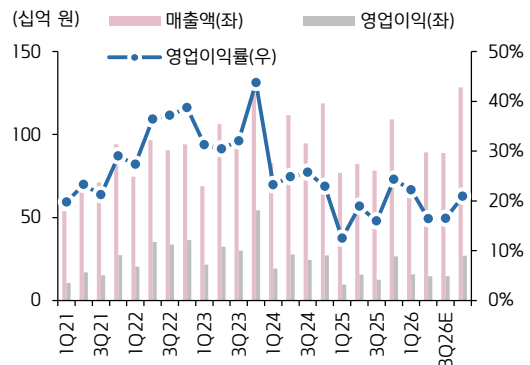
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

덴티움 연간 실적 추이 및 전망



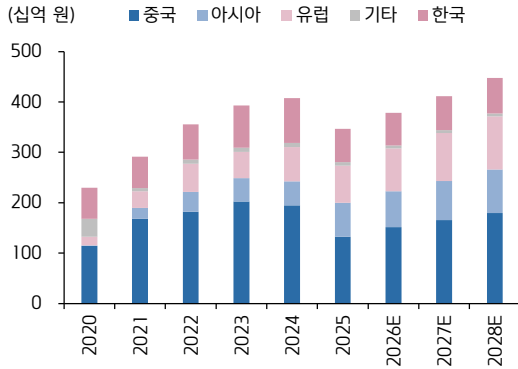
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

덴티움 분기 실적 추이 및 전망



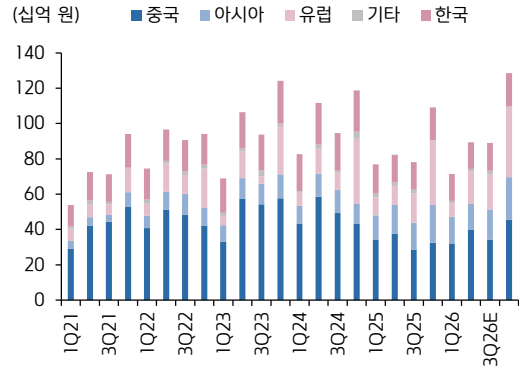
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

덴티움 지역별 연간 매출액 추이 및 전망



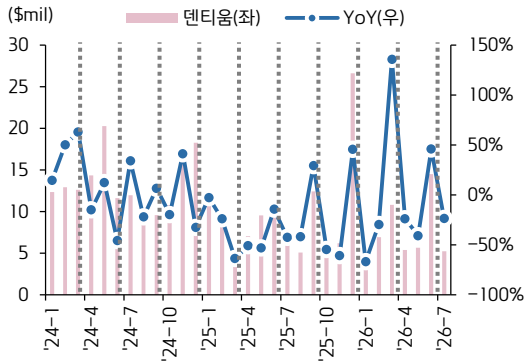
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

덴티움 지역별 분기 매출액 추이 및 전망



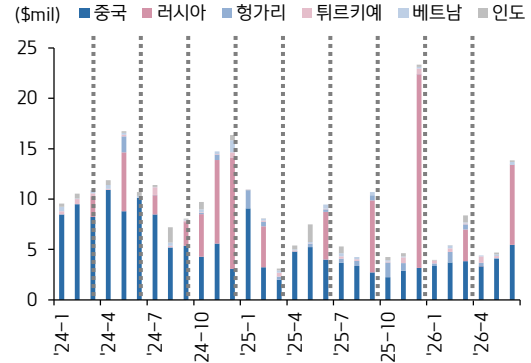
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

경기도 수원시 임플란트 월간 관세청 수출 데이터



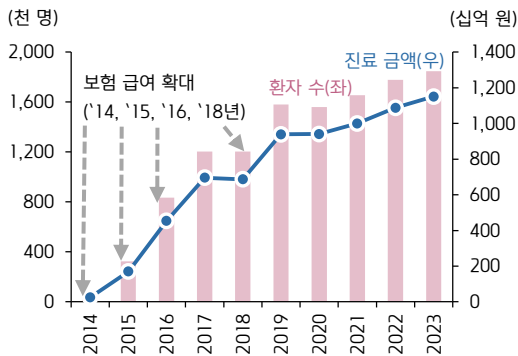
주) 덴티움 추정
주2) HS 코드: 9021.29.0000
자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

경기도 수원시 주요 국가별 임플란트 수출 데이터



주) 덴티움 추정
주2) HS 코드: 9021.29.0000
자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

연간 국내 치아 임플란트 환자 수 및 진료 금액



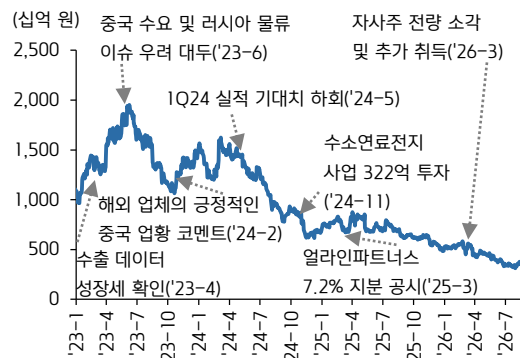
주) '14년 보험 급여 등재(만 75세 이상, 1인당 2개, 본인부담률 50%)
주2) '15년 보험 대상 연령 확대(만 75세 → 70세 이상)
주3) '16년 보험 대상 연령 확대(만 70세 → 65세 이상)
주4) '18년 본인부담률 인하(50% → 30%)
자료: 치과의료정책연구원, 키움증권 리서치센터

치아 임플란트 보험 급여 확대 추이

시기	보험 적용 연령	1인당 보장 개수	본인부담률
'14년	만 75세부터	2개	50%
'15년	만 70세부터로 확대	2개 유지	50% 유지
'16년	만 65세부터로 확대	2개 유지	50% 유지
'18년	만 65세부터로 유지	2개 유지	30%로 인하
'22년 (20대 대선 공약)	만 60세부터로 확대	4개로 확대 (60~64세는 2개)	30%
'24년 (22대 총선 공약)	만 60세부터로 확대	4개로 확대	30%

주) '22년과 '24년 치아 임플란트 관련 선거 공약은 실행되지
않아 취소선 처리
자료: 치과의료정책연구원, 언론보도, 키움증권 리서치센터

덴티움 시가총액 추이 분석



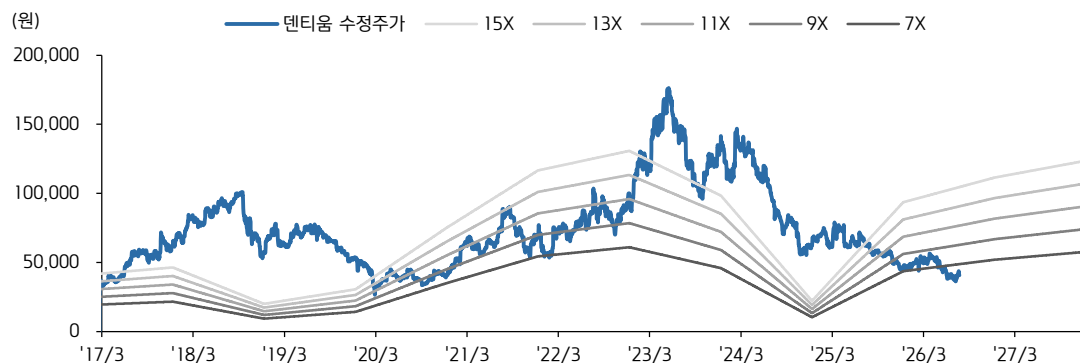
자료: FnGuide, 덴티움, 언론보도, 키움증권 리서치센터

덴티움 목표주가 산정 내용

선행 4개분기 EPS 전망치	5,619 원
목표 PER	10 배
목표 주가	57,313 원
조정	57,000 원
현재 주가	37,500 원
상승 여력	52.0%

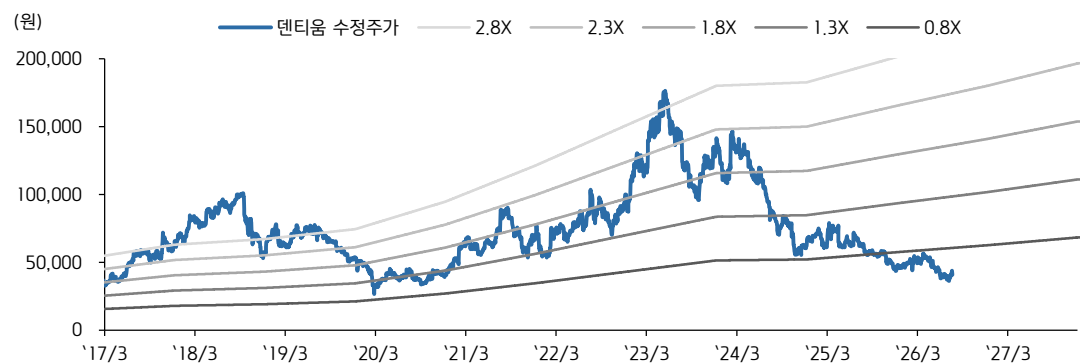
자료: 키움증권 리서치센터

덴티움 12개월 선행 PER BAND CHART



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

덴티움 12개월 선행 PBR BAND CHART



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	407.8	346.5	378.2	411.7	447.8
매출원가	147.6	128.4	123.4	138.1	149.5
매출총이익	260.3	218.1	254.8	273.6	298.3
판매비	161.8	153.9	182.8	196.9	213.5
영업이익	98.5	64.1	72.0	76.8	84.8
EBITDA	121.7	89.3	97.3	99.4	105.1
영업외손익	-4.6	-41.0	3.4	4.1	5.0
이자수익	1.1	1.6	2.3	3.1	3.9
이자비용	9.6	10.7	10.7	10.7	10.7
외환관련이익	25.7	8.6	3.5	3.5	3.5
외환관련손실	4.6	13.4	6.8	6.8	6.8
중속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-17.2	-27.1	15.1	15.0	15.1
법인세차감전이익	93.9	23.1	75.4	80.9	89.8
법인세비용	21.5	6.8	16.6	17.8	19.8
계속사업손익	72.4	16.3	58.8	63.1	70.0
당기순이익	72.4	16.3	58.8	63.1	70.0
지배주주순이익	72.7	16.4	58.8	63.1	70.0
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	3.7	-15.0	9.1	8.9	8.8
영업이익 증감율	-28.8	-34.9	12.3	6.7	10.4
EBITDA 증감율	-23.5	-26.6	9.0	2.2	5.7
지배주주순이익 증감율	-24.7	-77.4	258.5	7.3	10.9
EPS 증감율	-24.7	-77.4	320.9	19.1	10.9
매출총이익률(%)	63.8	62.9	67.4	66.5	66.6
영업이익률(%)	24.2	18.5	19.0	18.7	18.9
EBITDA Margin(%)	29.8	25.8	25.7	24.1	23.5
지배주주순이익률(%)	17.8	4.7	15.5	15.3	15.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	36.5	13.2	90.9	90.8	93.1
당기순이익	72.4	16.3	58.8	63.1	70.0
비현금항목의 가감	67.5	82.6	87.1	84.9	83.7
유형자산감가상각비	22.1	24.1	24.4	21.9	19.7
무형자산감가상각비	1.1	1.1	0.9	0.7	0.6
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	44.3	57.4	61.8	62.3	63.4
영업활동자산부채증감	-61.1	-63.6	-30.0	-31.9	-34.2
매출채권및기타채권의감소	-30.8	0.5	-13.4	-14.2	-15.3
채고자산의감소	-31.4	-60.3	-18.7	-19.8	-21.3
매입채무및기타채무의증가	17.5	0.3	2.8	3.0	3.2
기타	-16.4	-4.1	-0.7	-0.9	-0.8
기타현금흐름	-42.3	-22.1	-25.0	-25.3	-26.4
투자활동 현금흐름	-65.3	-62.7	-5.2	-5.3	-5.3
유형자산의 취득	-18.3	-53.0	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.5	0.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-3.4	-0.6	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-1.3	-3.5	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-10.2	-1.3	-0.6	-0.7	-0.7
기타	-32.6	-4.5	-4.6	-4.6	-4.6
재무활동 현금흐름	35.4	26.9	-10.5	-9.1	-9.1
차입금의 증가(감소)	42.3	36.1	0.0	0.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	-1.3	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-3.4	-5.2	-5.2	-5.1	-5.1
기타	-3.5	-4.0	-4.0	-4.0	-4.0
기타현금흐름	6.2	0.1	-32.3	-32.3	-32.3
현금 및 현금성자산의 순증가	12.7	-22.5	43.0	44.2	46.4
기초현금 및 현금성자산	86.9	99.6	77.1	120.1	164.2
기말현금 및 현금성자산	99.6	77.1	120.1	164.2	210.7

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	476.6	456.1	532.6	612.2	696.7
현금 및 현금성자산	99.6	77.1	120.0	164.2	210.6
단기금융자산	11.3	12.5	13.1	13.8	14.5
매출채권 및 기타채권	197.0	146.7	160.1	174.3	189.6
채고자산	148.2	204.4	223.2	243.0	264.3
기타유동자산	20.5	15.4	16.2	16.9	17.7
비유동자산	417.9	476.7	451.4	428.8	408.5
투자자산	9.5	13.0	13.0	13.0	13.0
유형자산	304.7	347.4	323.1	301.2	281.4
무형자산	6.2	5.1	4.2	3.5	2.9
기타비유동자산	97.5	111.2	111.1	111.1	111.2
자산총계	894.4	932.8	984.0	1,041.0	1,105.2
유동부채	293.3	317.8	320.6	323.6	326.8
매입채무 및 기타채무	27.9	32.2	35.0	38.0	41.2
단기금융부채	211.5	239.3	239.3	239.3	239.3
기타유동부채	53.9	46.3	46.3	46.3	46.3
비유동부채	47.6	53.8	53.8	53.8	53.8
장기금융부채	45.2	48.7	48.7	48.7	48.7
기타비유동부채	2.4	5.1	5.1	5.1	5.1
부채총계	340.9	371.6	374.4	377.4	380.6
자본지분	554.7	562.4	610.9	664.9	725.9
자본금	6.2	6.2	4.9	4.9	4.9
자본잉여금	49.3	49.3	49.3	49.3	49.3
기타자본	-19.0	-19.0	-19.0	-19.0	-19.0
기타포괄손익누계액	21.2	18.6	14.6	10.7	6.7
이익잉여금	497.1	507.4	561.1	619.1	684.1
비자본지분	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2
자본총계	553.5	561.2	609.7	663.7	724.6

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	6,569	1,483	6,241	7,431	8,244
BPS	50,111	50,812	71,921	78,283	85,458
CFPS	12,637	8,941	15,482	17,430	18,103
DPS	600	600	600	600	600
주가배수(배)					
PER	9.5	31.2	6.5	5.5	4.9
PER(최고)	22.6	57.7	9.2	7.7	
PER(최저)	8.2	29.1	5.6	4.7	
PBR	1.24	0.91	0.57	0.52	0.48
PBR(최고)	2.96	1.68	0.80	0.73	
PBR(최저)	1.08	0.85	0.49	0.45	
PSR	1.69	1.48	1.02	0.84	0.77
PCFR	4.9	5.2	2.6	2.3	2.3
EV/EBITDA	6.8	7.9	5.2	4.6	3.9
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주·현금)	7.1	31.7	8.7	8.1	7.3
배당수익률(%·보통주·현금)	1.0	1.3	1.5	1.5	1.5
ROA	8.7	1.8	6.1	6.2	6.5
ROE	14.3	2.9	10.0	9.9	10.1
ROIC	12.7	6.5	7.9	8.4	9.1
매출채권회전율	2.4	2.0	2.5	2.5	2.5
재고자산회전율	3.0	2.0	1.8	1.8	1.8
부채비율	61.6	66.2	61.4	56.9	52.5
순차입금비율	26.4	35.4	25.4	16.6	8.7
이자보상배율·현금	10.3	6.0	6.8	7.2	8.0
총차입금	256.7	288.0	288.0	288.0	288.0
순차입금	145.9	198.4	154.9	110.0	62.9
EBITDA	121.7	89.3	97.3	99.4	105.1
FCF	15.2	-48.3	51.4	50.7	52.3

고지사항

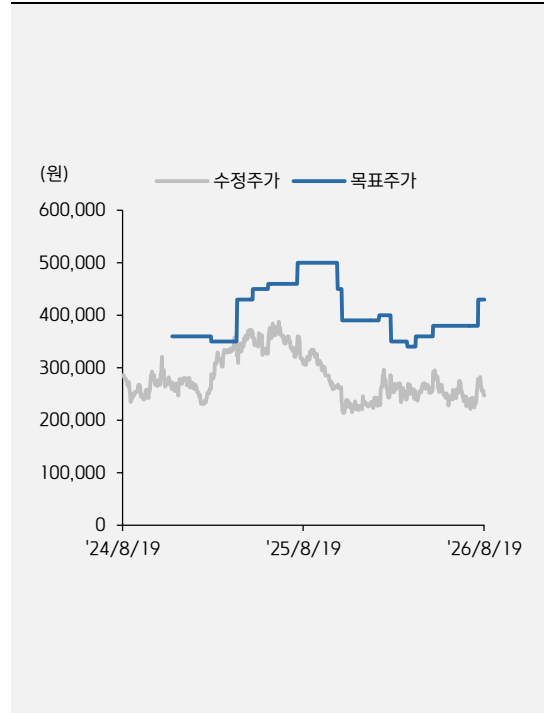
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.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

투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표 주가	목표	과리율(%)	
				가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비
휴젤 (145020)	2024/11/27	Buy(Initiate)	360,000원	6개월	-25.38	-22.08
	2025/01/16	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-27.86	-22.08
	2025/02/14	Buy(Maintain)	350,000원	6개월	-8.02	2.29
	2025/04/07	Buy(Maintain)	430,000원	6개월	-18.40	-13.49
	2025/05/09	Buy(Maintain)	450,000원	6개월	-23.55	-18.67
	2025/06/09	Buy(Maintain)	460,000원	6개월	-21.69	-15.65
	2025/07/28	Buy(Maintain)	460,000원	6개월	-22.84	-15.65
	2025/08/07	Buy(Maintain)	500,000원	6개월	-39.11	-28.00
	2025-10-27	Buy(Maintain)	450,000원	6개월	-42.25	-40.33
	2025-11-05	Buy(Maintain)	390,000원	6개월	-41.42	-37.05
	2026-01-12	Buy(Maintain)	390,000원	6개월	-41.20	-37.05
	2026-01-19	Buy(Maintain)	400,000원	6개월	-34.61	-25.88
	2026-02-12	Buy(Maintain)	350,000원	6개월	-26.75	-22.86
	2026-03-17	Buy(Maintain)	340,000원	6개월	-24.46	-20.74
	2026-04-03	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-28.46	-24.72
	2026-05-08	Buy(Maintain)	380,000원	6개월	-24.71	-22.37
	2026-05-18	Buy(Maintain)	380,000원	6개월	-32.10	-22.37
	2026-07-07	Buy(Maintain)	380,000원	6개월	-33.83	-22.37
	2026-08-07	Buy(Maintain)	430,000원	6개월	-38.27	-34.30
	2026-08-19	Buy(Maintain)	430,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음

목표주가 추이(2개년)

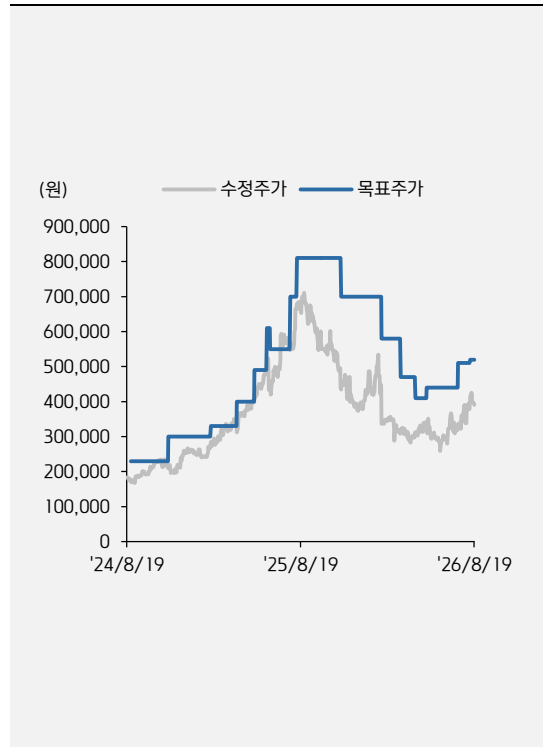


투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표 주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
파마리서치 (214450)	2024-08-27	Buy(Initiate)	230,000원	6개월	-11.12	2.39
	2024-11-14	Buy(Maintain)	300,000원	6개월	-31.73	-27.00
	2024-11-27	Buy(Maintain)	300,000원	6개월	-20.13	-8.83
	2025-02-11	Buy(Maintain)	330,000원	6개월	-5.39	6.06
	2025-04-07	Buy(Maintain)	400,000원	6개월	-6.91	0.38
	2025-05-14	Buy(Maintain)	490,000원	6개월	-8.60	-2.04
	2025-06-09	Buy(Maintain)	610,000원	6개월	-21.18	-14.26
	2025-06-16	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-5.25	8.00
	2025-07-28	Buy(Maintain)	700,000원	6개월	-16.42	-5.14
	2025-08-11	Buy(Maintain)	810,000원	6개월	-23.62	-12.22
	2025-10-21	Buy(Maintain)	810,000원	6개월	-26.33	-12.22
	2025-11-12	Buy(Maintain)	700,000원	6개월	-40.48	-31.86
	2026-01-09	Buy(Maintain)	700,000원	6개월	-38.56	-23.71
	2026-02-05	Buy(Maintain)	580,000원	6개월	-41.98	-38.53
	2026-03-17	Buy(Maintain)	470,000원	6개월	-34.96	-30.85
	2026-04-17	Buy(Maintain)	410,000원	6개월	-21.43	-16.83
	2026-05-11	Buy(Maintain)	440,000원	6개월	-25.76	-20.23
	2026-05-18	Buy(Maintain)	440,000원	6개월	-29.57	-16.70
	2026-07-16	Buy(Maintain)	510,000원	6개월	-29.94	-22.65
	2026-08-10	Buy(Maintain)	520,000원	6개월	-22.10	-18.17
	2026-08-19	Buy(Maintain)	520,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음

목표주가 추이(2개년)

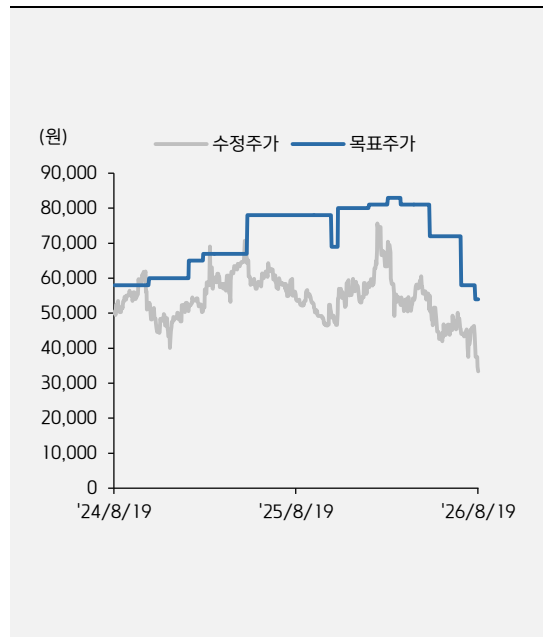


투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표 주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
클래시스 (214150)	2024-10-28	Outperform (Maintain)	60,000원	6개월	-15.83	-11.67
	2024-11-08	Outperform (Maintain)	60,000원	6개월	-19.19	-11.67
	2025-01-16	Buy(Upgrade)	65,000원	6개월	-18.84	-16.15
	2025-02-14	Buy(Maintain)	67,000원	6개월	-9.34	5.52
	2025-05-13	Buy(Maintain)	78,000원	6개월	-23.89	-16.15
	2025-08-12	Buy(Maintain)	78,000원	6개월	-28.34	-16.15
	2025-10-29	Buy(Maintain)	69,000원	6개월	-30.21	-27.68
	2025-11-11	Buy(Maintain)	80,000원	6개월	-29.92	-25.25
	2026-01-12	Buy(Maintain)	81,000원	6개월	-19.80	-6.67
	2026-02-19	Buy(Maintain)	83,000원	6개월	-29.34	-15.18
	2026-03-17	Buy(Maintain)	81,000원	6개월	-32.29	-25.19
	2026-05-14	Buy(Maintain)	72,000원	6개월	-28.30	-23.61
	2026-05-18	Buy(Maintain)	72,000원	6개월	-35.23	-23.61
	2026-07-16	Buy(Maintain)	58,000원	6개월	-24.44	-20.09
	2026-08-13	Buy(Maintain)	54,000원	6개월	-30.74	-26.48
	2026-08-19	Buy(Maintain)	54,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음

목표주가 추이(2개년)

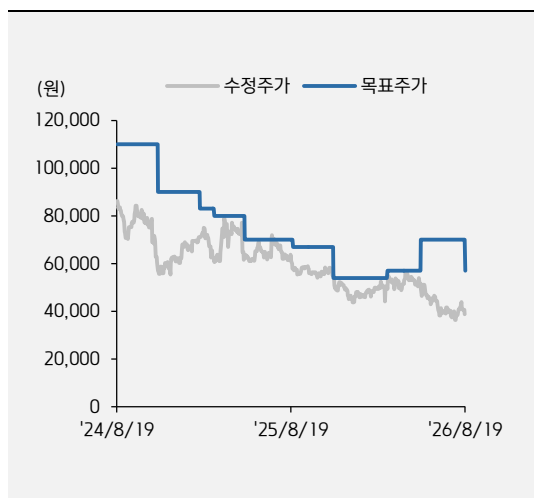


투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표 주가	과리율(%)		
				목표 가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비
덴티움 (145720)	2024-10-07	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-30.78	-25.00
	2024-11-08	Buy(Maintain)	90,000원	6개월	-30.15	-22.67
	2025-02-04	Buy(Maintain)	83,000원	6개월	-14.98	-9.64
	2025-03-06	Buy(Maintain)	80,000원	6개월	-12.11	-1.25
	2025-05-09	Marketperform (Downgrade)	70,000원	6개월	-7.88	2.71
	2025-08-18	Marketperform (Maintain)	67,000원	6개월	-14.93	-4.78
	2025-11-11	Marketperform (Maintain)	54,000원	6개월	-9.43	6.48
	2026-03-04	Outperform (Upgrade)	57,000원	6개월	-8.21	-0.70
	2026-05-13	Buy(Upgrade)	70,000원	6개월	-38.56	-23.00
	2026-08-19	Buy(Maintain)	57,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음

목표주가 추이(2개년)



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 (2025/07/01~2026/06/30)

매수	중립	매도
96.10%	3.41%	0.49%