MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2024.5.3

	Not Rated
Refinitiv 평균목표주가	27.6
현재주가(24/5/2)	USD 17.4
상승여력	59.0%

나스닥 종합(p)	15,840.96
EPS 성장률(24F,%)	-6.5
P/E(24F,x)	7.8
배당수익률(%)	0.0
시가총액(백만USD)	1,468.99
시가총액(십억원)	2,024.27
상장주식수(백만주)	84.6
60일 평균 거래대금(백만USD)	33.04
52주 최저가(USD)	17.02
52주 최고가(USD)	46.04

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-15.8	-20.2	-48.7
상대주가	-13.6	-33.0	-60.9

[첨단의료기기/디지털헬스]

김충현, CFA
choonghyun.kim@miraeasset.com

INMD US · 글로벌 의료기기 · 미국

인모드

어려운 영업환경 당분간 지속될 듯

1Q24 Review: 매출액 및 순이익 모두 시장기대치 하회하는 실적

동사의 매출액은 전년 대비 24% 감소한 80백만 달러로 시장기대치를 하회했다. 영업이익은 전년 대비 56% 감소한 18백만 달러로 시장기대치를 하회했고, 순이익은 전년 대비 41% 감소한 24백만 달러를 기록하며 시장기대치를 하회했다.

미국 시장은 전년 대비 32% 감소한 42.3백만달러를 기록했다. 해외 시장은 전년 대비 13% 감소한 38.0백만 달러를 기록했다. 품목별로는 장비는 전년 대비 33% 감소(미국 -38% YoY, 해외 -26% YoY)한 57.8백만 달러를 기록했다. 소모품 매출은 전년 대비 13% 증가(미국 -9% YoY, 해외 49% YoY)한 22.5백만달러로 사상최대분기 실적을 기록했다.

동사는 24년 가이던스를 매출액 4.85억~4.95억 달러(-1~1% YoY), GPM 82~84%, 영업이익 1.69억~1.74억 달러, 희석 주당 비GAAP EPS는 2.01~2.05달러로 하향했다.

12개월 선행 P/E 8배로 글로벌 Peer 대비 저평가

동사는 전방시장의 어려운 영업환경을 반영하여 3분기 연속 가이던스를 하향했다. 가장 큰 이유는 주력 시장인 미국에서의 장비 판매 부진이다. 연 14~15%에 달한 리스 금리와 대출 승인 주기가 길어진 것이 주 원인이다.

이스라엘 전쟁으로 인한 공급 문제로 출고가 되지 않아 매출인식이 되지 않은 차세대 플랫폼은 아쉽다. 해당 매출이 1분기 매출의 16%나 되기 때문이다. 다만, 선주문이 들어올 정도로 시장의 반응이 좋다는 부분과 향후 공급이 해소될 경우 교체수요까지 유발할 수 있다는 것은 기대해볼 만하다. 생산문제의 해소는 4Q24나 되야 해소될 것으로 전망된다.

보수적인 가이던스 제시로 투자자들의 눈높이를 낮춰 놓은만큼 어닝 서프라이즈를 달성하는 것이 중요하다. 거시경제 흐름을 고려할 때 상반기보다는 하반기에 가능성이 있어 보인다. 현 주가는 12개월 선행 P/E 기준 8배(상장 이후 평균 17배)로 글로벌 Peer(18배) 및 지난 3년 평균(18배)대비 저평가되고 있다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (백만USD)	454	492	484	537	606
영업이익 (백만USD)	198	196	171	206	234
영업이익률 (%)	43.6	39.8	35.3	38.4	38.6
순이익 (백만USD)	162	198	186	218	243
EPS (USD)	1.96	2.37	2.22	2.59	2.89
ROE (%)	33.3	29.5	21.1	20.1	18.5
P/E (배)	18.2	9.4	7.8	6.7	6.0
P/B (배)	4.6	2.1	1.4	1.1	1.0

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 인모드, 미래에셋증권 리서치센터

1Q24 Review

매출액 및 순이익 모두 시장기대치 하회하는 실적 달성

동사의 매출액은 전년 대비 24% 감소한 80백만 달러로 시장기대치를 하회했다. 영업이익은 전년 대비 56% 감소한 18백만 달러로 시장기대치를 하회했고, 순이익은 전년 대비 41% 감소한 24백만 달러를 기록하며 시장기대치를 하회했다.

동사는 24년 가이던스를 매출액 4.85억~4.95억 달러(-1~1% YoY), GPM 82~84%, 영업이익 1.69억~1.74억 달러, 희석 주당 비GAAP EPS는 2.01~2.05달러로 하향했다.

Q) M&A에 대한 코멘트?

A) 우리는 자사주 매입보다는 좀 더 전략적인 M&A를 하려고 한다. 현재 M&A를 위한 잠재적인 후보를 탐색 중에 있다. 레이저 관련 기업은 아니다.

Q) 시장에 대한 코멘트는?

A) 우리 고객들은 대부분 5년 리스로 기기를 구입하는데, 여전히 리스 금리가 14~15% 수준이다. 하반기에는 금리가 내려갈 가능성이 있으나, 2분기에서 3분기초까지는 큰 변화는 없을 것 같다.

Q) 공급이슈와 제조 시설에 대한 코멘트는?

A) 우리는 이스라엘에 2개의 제조시설을 보유하고 있다. 각 시설에서 우리의 모든 제품을 생산 가능하며, 작년 6,000대를 생산했는데 신규 투자없이 10,000대까지 생산할 수 있다. 안전재고는 확보하고 있으나 전쟁 문제로 물류와 인력부족 현상(생산인력 일부가 예비군 징집)을 겪고 있다. 지금은 2교대로 생산을 진행하고 있다. 지연된 선주문을 해소하려면 2~3분기는 소요될 것 같고, 4Q24에는 공급 문제는 해소될 것으로 예상한다.

Q) 비용에 대한 코멘트?

A) 우리는 연초 계획대로 모든 마케팅 활동과 연구개발활동을 진행하고 있다. 특히 1분기에는 북미 영업회의, 대리점 회의, 유럽 IMCAS 등 지출 요소가 많았다.

표 1. 1Q24 실적 비교표

(백만달러, %, %p)

	1Q23	4Q23	1Q24		성장률	
			확정 실적	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	106.1	126.8	80.3	89.6	-24.3	-36.7
영업이익	41.0	51.2	18.1	33.0	-55.9	-64.7
영업이익률 (%)	38.6	40.4	22.5	36.9	-16.1	-17.9
순이익	40.5	55.2	24.3	30.6	-40.0	-55.9

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

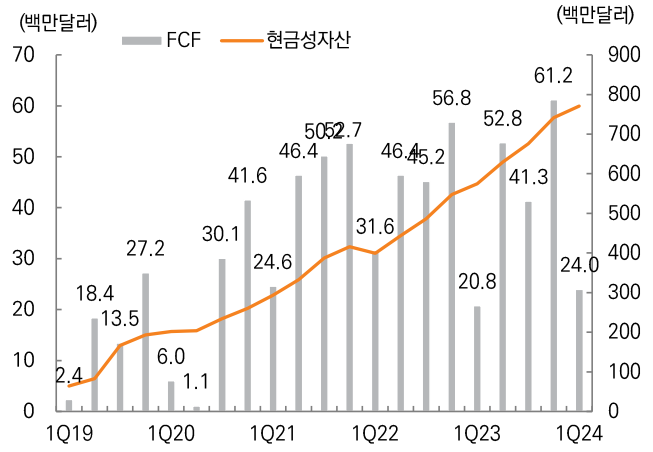
표 2. 분기별 실적 전망표

(백만달러, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출	**106.1**	**136.1**	**123.1**	**126.8**	**80.3**	**115.7**	**135.4**	**152.1**	**492.0**	**483.5**	**536.7**
US	53.6	72.3	81.4	91.3	62.3	86.6	78.2	80.8	298.7	307.8	253.0
OUS	32.3	41.2	39.8	42.3	43.8	49.5	44.9	46.0	155.6	184.2	230.5
영업이익	41.0	57.0	46.4	51.2	18.1	46.1	48.3	58.5	195.7	171.0	206.2
순이익	40.5	55.7	46.5	55.2	24.3	49.6	51.5	60.6	197.9	186.0	217.7
매출 성장률 (%)	**31.1%**	**30.0%**	**28.7%**	**20.8%**	**23.5%**	**19.8%**	**1.6%**	**-5.1%**	**27.0%**	**8.3%**	**-1.7%**
US	21.7%	28.3%	30.1%	23.0%	16.2%	19.7%	-4.0%	-11.5%	25.9%	3.1%	-17.8%
OUS	50.6%	33.1%	26.1%	16.4%	35.5%	20.1%	12.8%	8.7%	29.4%	18.4%	25.2%
영업이익률 (%)	**38.6%**	**41.9%**	**37.7%**	**40.4%**	**22.5%**	**39.9%**	**35.7%**	**38.4%**	**39.8%**	**35.3%**	**38.4%**
순이익률 (%)	**38.2%**	**41.0%**	**37.8%**	**43.5%**	**30.3%**	**42.8%**	**38.1%**	**39.9%**	**40.2%**	**38.5%**	**40.6%**

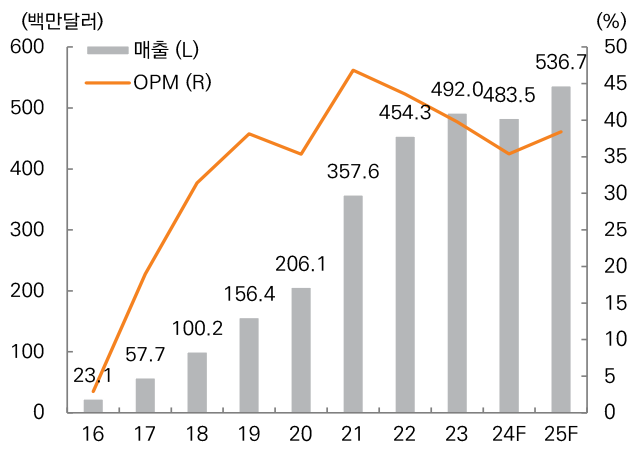
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. FCF 추이



자료: INMD, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 인모드 매출 및 영업이익률 추이



자료: INMD, 미래에셋증권 리서치센터

밸류에이션 및 투자전략

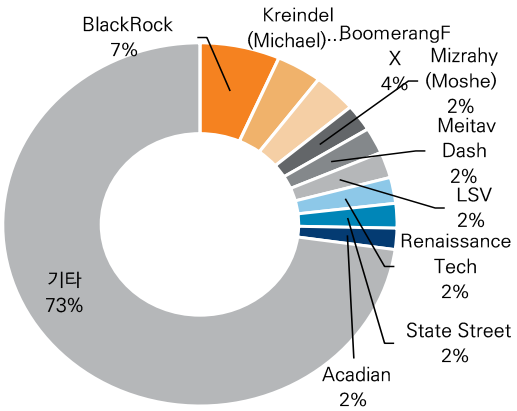
동사는 전방시장의 어려운 영업환경을 반영하여 3분기 연속 가이던스를 하향했다. 가장 큰 이유는 주력 시장인 미국에서의 장비 판매 부진이다. 연 14~15%에 달한 리스 금리와 대출 승인 주기가 길어진 것이 주 원인이다.

이스라엘 전쟁으로 인한 공급 문제로 출고가 되지 않아 매출인식이 되지 않은 차세대 플랫폼은 아쉽다. 해당 매출이 1분기 매출의 16%나 되기 때문이다. 다만, 선주문이 들어올 정도로 시장의 반응이 좋다는 부분과 향후 공급이 해소될 경우 교체수요까지 유발할 수 있다는 것은 기대해볼 만하다. 생산문제의 해소는 4Q24나 돼야 해소될 것으로 전망된다.

보수적인 가이던스 제시로 투자자들의 눈높이를 낮춰 놓은만큼 어닝 서프라이즈를 달성하는 것이 중요하다. 거시경제 흐름을 고려할 때 상반기보다는 하반기에 가능성이 있어 보인다. 현 주가는 12개월 선행 P/E 기준 8배(상장 이후 평균 17배)로 글로벌 Peer(18배) 및 지난 3년 평균(18배)대비 저평가되고 있다.

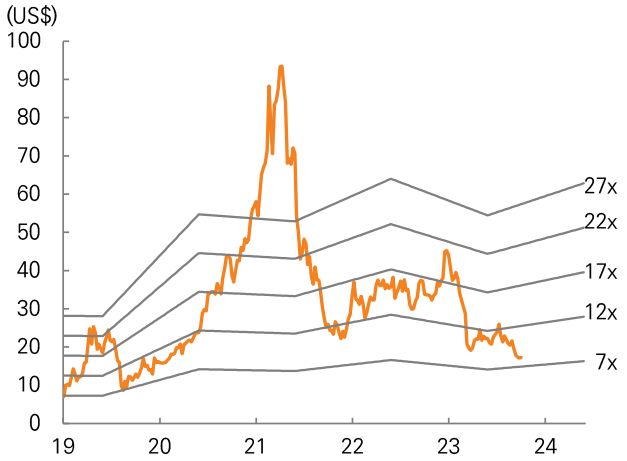
동사는 병원 수익 창출에 기여하는 새로운 방식의 시술법(양극성 고주파 기술에 기반한 최소침습술)을 개발하여 다른 기업과 차별화하는 미용기기 기업이다. 동사가 개발하는 제품의 목표 매출총이익률은 85%이다.

그림 3. 지분율



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 12개월 선행 P/E 밴드 차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. Global peer valuation

회사명	시가총액 (십억원)	영업이익률 (%)			P/E (X)			P/S (X)			EV/EBITDA(X)			매출 (십억원)		
		23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F
클래시스	2,406	49.8	51.2	52.2	32.6	25.3	20.6	13.4	10.7	8.8	25.1	19.5	15.9	180	225	273
에이피알	2,202	19.9	19.9	22.6	25.7	17.2	13.3	4.0	2.9	2.4	-	12.1	9.4	524	762	914
Inmode	2,009	40	40.9	42.5	8.2	7.4	6.7	3.1	3.0	2.8	5.8	3.6	3.2	643	678	735
Establishment Labs	1,859	-39.4	-15.1	-1.2	-	-	-	7.6	7.5	5.6	-	-	138.5	216	250	337
파마리서치	1,332	35.3	38.2	38.9	16.9	13.4	11.5	5.0	4.3	3.9	9.9	9.7	8.5	261	310	346
원텍	951	39.8	40.6	41.4	24.1	20.1	15.6	8.1	6.0	4.9	15.9	13.2	10.6	116	160	196
제이시스메디칼	805	25.4	29.3	31.6	31.9	19.8	15.6	5.5	4.5	3.8	18.9	13.8	10.9	143	180	212
Beauty Health	545	-32.9	-3.1	3.1	-	-	19.6	1.1	1.0	0.9	-	16.4	10.2	520	552	609
비올	577	52.5	52.0	55.2	26.7	20.2	14.6	13.5	9.5	6.9	18.9	16.3	11.1	43	61	84
AirSculpt Tech	433	4.8	6.9	13.2	290.9	15.6	10.1	1.6	1.4	1.3	26.3	7.5	6.3	256	293	335
Sisram Medical	324	-	9.3	10.1	-	10.5	9.0	-	0.8	0.8	-	-	-	-	389	434
이루다	134	2.6	-	-	-	-	-	2.3	-	-	-	-	-	56	-	-
큐테라	70	-67.3	-68.5	-43.1	-	-	-	0.2	0.3	0.3	-	-	-	277	224	244
전체 평균		**7.3**	**13.7**	**19.5**	**60.6**	**15.5**	**12.9**	**4.7**	**3.8**	**3.0**	**15.9**	**11.6**	**23.2**	**277.7**	**350.7**	**404**

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

미용기기 사업 Review

지역별 매출

미국 시장은 전년 대비 32% 감소한 42.3백만달러를 기록했다. 해외 시장은 전년 대비 13% 감소한 38백만 달러를 기록했다. 동사는 현재 90개 이상 국가에서 248명 이상의 영업인력을 직접 운영하고 있고, 83개 딜러를 활용하고 있다.

품목별 매출

품목별로는 장비는 전년 대비 33% 감소한 57.8백만 달러를 기록했다. 미국 시장이 전년 대비 38% 감소했고, 미국 외 시장은 26% 감소했다. 소모품 매출은 전년 대비 13% 증가한 22.5백만달러로 사상 최대 분기 실적을 기록했다. 미국 시장은 전년 대비 9% 감소했으나, 미국 외 시장은 전년 대비 49% 증가했다.

제품별 매출

제품별로는 주력인 최소침습 장비는 전년 대비 23% 감소한 67.4백만 달러를, 핸즈프리 장비는 전년 대비 53% 감소한 4백만 달러를, 비침습장비는 전년 대비 7% 감소한 8.8백만 달러를 기록했다.

차세대 플랫폼

2024년 초 2세대 플랫폼인 IgniteRF와 Optimus Max를 출시했다. IgniteRF는 차세대 RFAL 장비로 차세대 Morpheus8 Burst 핸드피스(얼굴과 신체용)와 차세대 Quantum RF 핸드피스를 제공한다. Morpheus8 Burst 핸드피스는 모든 깊이에서 에너지 수준을 확인할 수 있다. Quantum RF 핸드피스는 2024년 하반기에 FDA 승인이 기대된다.

Optimus Max는 Morpheus8 Burst 및 비침습적 RF/IPL 및 레이저 기반 치료 기능을 제공한다. Optimus Max의 IPL 핸드피스는 1세대 플랫폼보다 25% 더 많은 에너지를 제공한다. 향후 1세대 제품에서 사용할 수 없는 핸드피스를 추가할 예정이다.

Q) 미용 시술에 대한 자금 조달을 제공하는 CareCredit와 같은 시장에 진출 계획은?

A) 2023년 해외 시장은 전년 대비 18% 성장했다. 해외 시장 성장이 빠른 이유가 우리가 북미 시장을 등한시해서가 아니다. 우리는 일본, 독일, 오스트리아에 새로운 자회사를 설립했다. 해외 시장에서 우리는 더 많은 영업인력을 고용하고 있기 때문에 2024년에도 해외 시장은 더 성장할 것 같다.

미국 시장이 어려운 이유는 금리가 상승했고, 리스회사가 심사를 강화하면서 구매 주문 처리 시간이 매우 길어졌다. 경우에 따라 3주 이상이 소요되는 경우도 있다. 우리는 우리의 고객(병원)에 자금을 조달해주는 리스 회사와 협업하고 있다. 우리는 리스 회사를 돕거나 위험을 공유할 수는 있지만, 이 시장에서 직접 사업을 할 계획은 없다. 현재 우리는 리스 회사와 협력하여 몇 가지 솔루션을 준비 중이다.

Q) 올해 출시할 신제품은?

A) 24년에 도입할 플랫폼은 최소 침습을 위한 2세대 기술인 RFAL와 고주파 보조 지방 분해 기술인 Morpheus8이다. 메디컬 에스테틱 분야의 가장 큰 브랜드 중 하나인 Morpheus8의 성능을 획기적으로 향상시켰다. 2Q말에서 3Q초에 출시할 예정이다. 아마도 하반기에 우리 매출에 기여할 것이다. Empower를 통해 미용 분야나 안과학, 여성 건강 분야 등으로 새로운 플랫폼을 계속 제공할 것이다. 우리는 현재 향후 몇 년 안에 시장에 출시할 5개 이상의 주요 새 플랫폼 파이프라인을 보유하고 있다.

Q) 2024년에 Envision과 Define이 얼마나 실적에 기여할까?

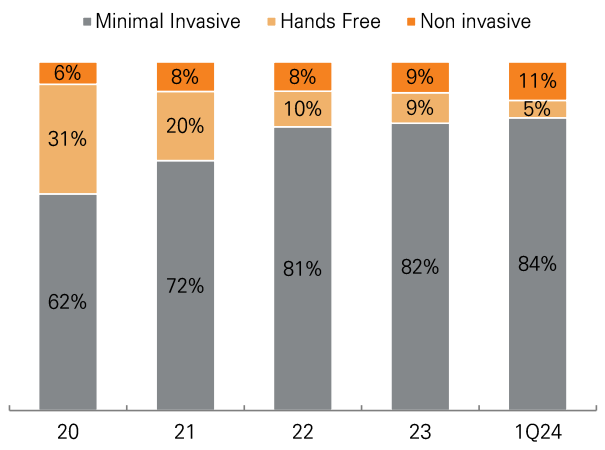
A) Envision은 미국에서 2Q23 중반에 출시되어 연말까지 3천만 달러의 매출을 기록했다. 2024년에도 이런 추세가 지속될 것이라고 생각한다. 우리는 Envision을 유럽에도 도입할 계획이며 적절한 유통업체를 찾고 있다.

Define은 1세대 Evoke의 개량 버전이다. Evoke는 팬데믹 기간동안 아주 성공적으로 시장에 침투했다. Evoke의 얼굴 마스크에 Morpheus 플랫폼을 추가한 것이 Define 플랫폼이다. 핸즈프리는 우리의 베스트 제품은 아니지만, 보완 제품으로 역할을 하고 있다.

Q) 차세대 플랫폼은 가이던스에 반영되었나?

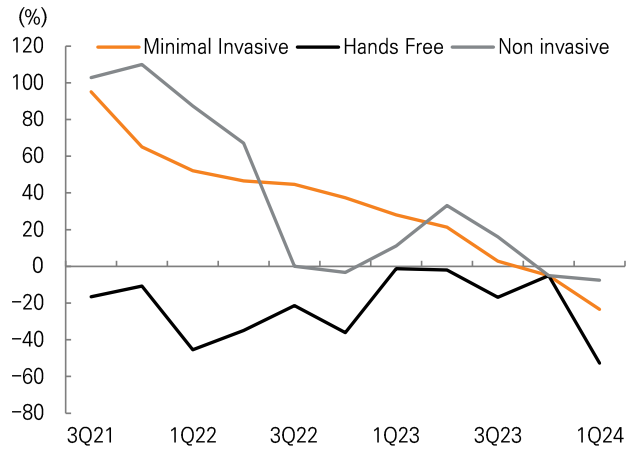
A) 그렇다. 현재 소수의 국가에서 차세대 플랫폼을 출시했고 점차 영역을 늘려나갈 것이다. 1세대 제품이 완전히 사라지기까지는 4~5년은 걸릴 것이라고 생각한다.

그림 5. 제품별 매출 비중



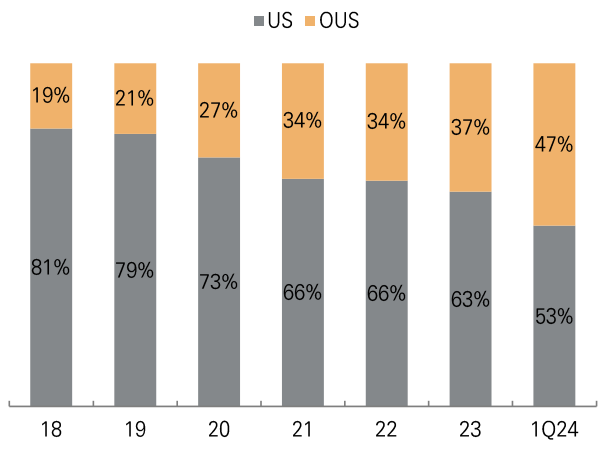
자료: INMD, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 제품별 매출 성장률 추이



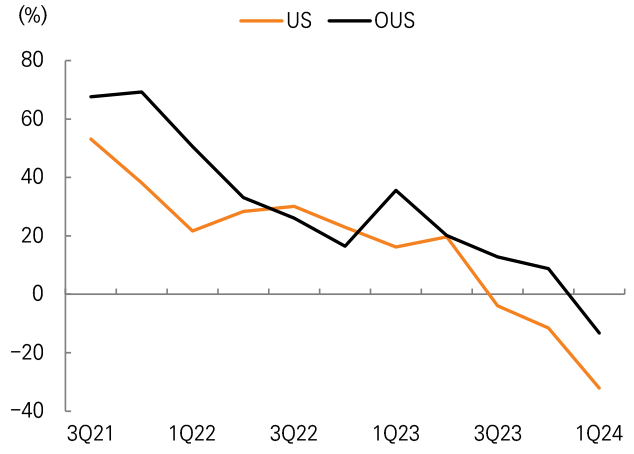
자료: INMD, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 지역별 매출 비중



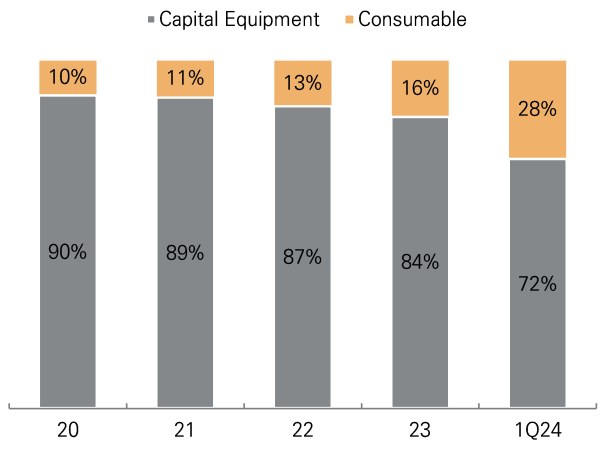
자료: INMD, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 지역별 매출 성장률 추이



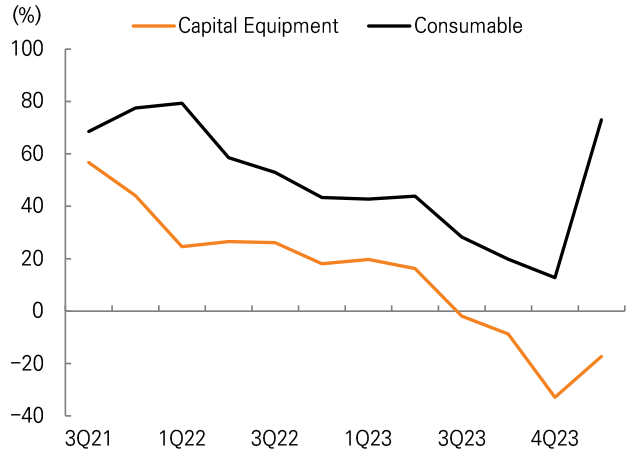
자료: INMD, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 품목별 매출 비중



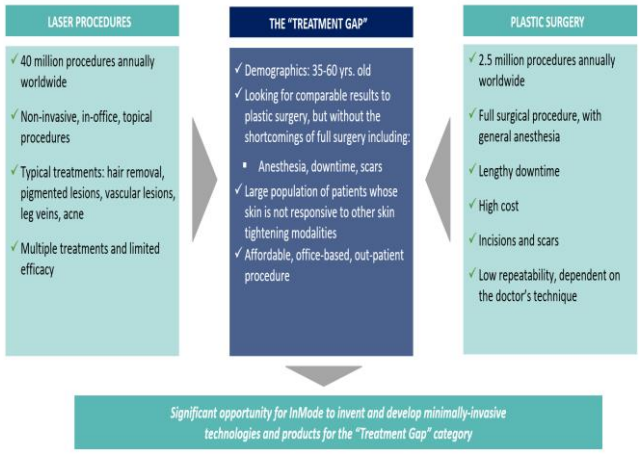
자료: INMD, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 품목별 매출 성장률 추이



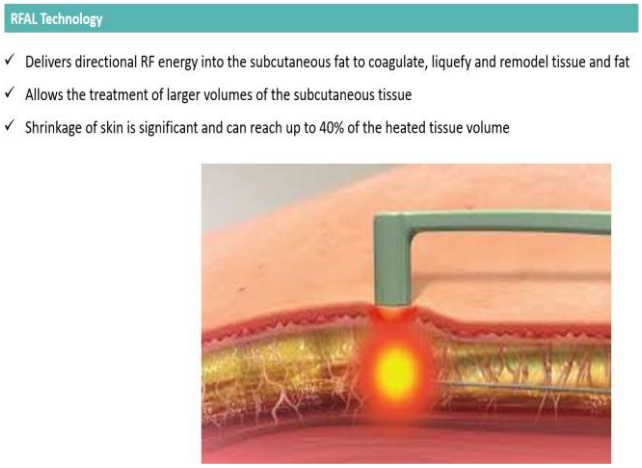
자료: INMD, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 레이저시술과 성형수술 사이의 최소침습시장이 주요 타겟 시장



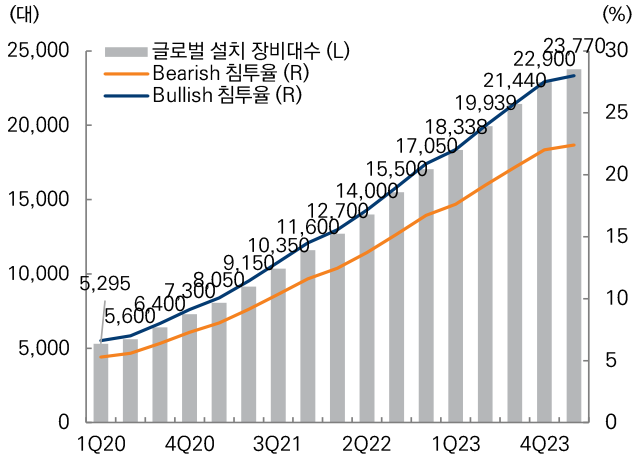
자료: INMD, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 핵심 기술: 양극성 고주파 기술



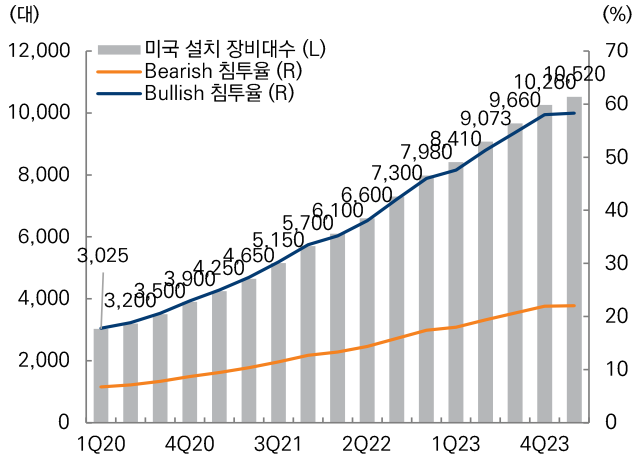
자료: INMD, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 인모드 누적 설치장비 대수 vs. 글로벌 시장 침투율



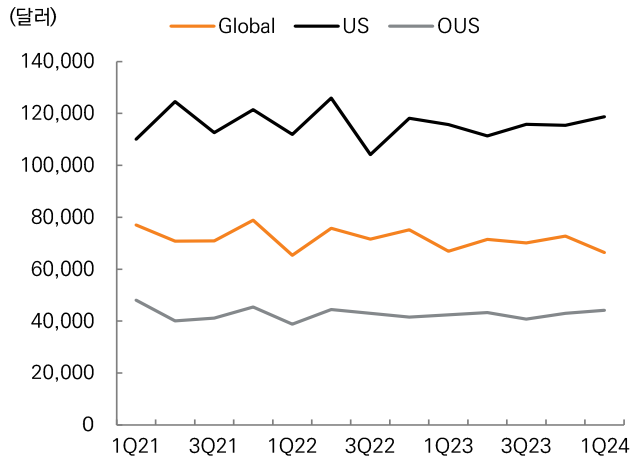
자료: INMD, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 인모드 미국 누적 설치장비 대수 vs. 미국 시장 침투율



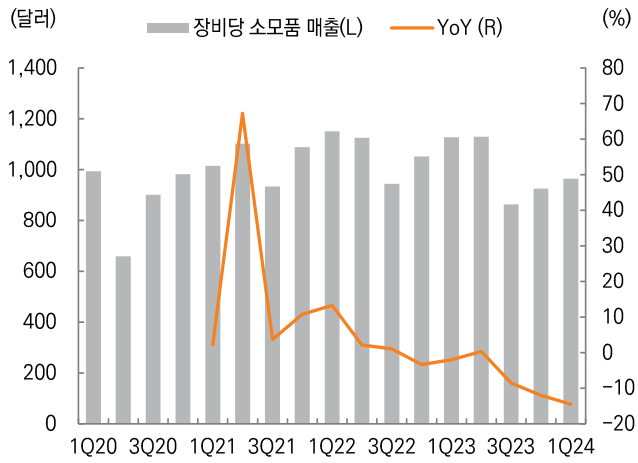
자료: INMD, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 지역별 판매단가 추이



자료: INMD, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 장비당 소모품 매출 추이



자료: INMD, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 본 자료에서 매매를 권유한 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.