

# 이스타블리시먼트랩 Establishment Labs Holdings Inc (ESTA US)

## 미용 시장의 훈풍은 가슴확대술 시장도 예외없다

Bloomberg  
최고목표주가

USD 100.00  
상승여력: 26.1%

김충현, CFA choonghyun.kim@miraeasset.com

### 2Q21 Review

#### 매출액 기준 시장 기대치 부합하는 실적 달성

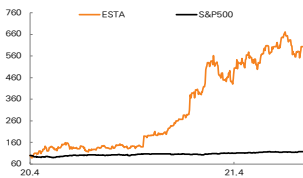
- 매출 206% YoY, 매출총이익률 67.1%
- EMEA 134% YoY, 남미 603% YoY(브라질 172% YoY), 아시아 172% YoY
- 직접 판매 102% YoY, 딜러 판매 413% YoY

### 밸류에이션 및 투자전략

#### 안전성과 기술혁신을 바탕으로, 시장점유율과 접근가능시장 모두 확대하는 중

- 거친표면 타입의 가슴 보형물이 역형성 대세포 림프종(ALCL)을 유발한다는 우려로 세계 1위 엘러간의 리콜 이후 지속적으로 시장점유율을 끌어올리고 있음
- 부드러운 표면기술이 강점으로 10년 이상 160만 개의 가슴 보형물을 판매했으나, 아직 역형성 대세포 림프종(ALCL) 발생 사례 없음. 구형구축 및 보형물 파열 사례 1% 미만(경쟁사 2~20%). 21년 6월 Nature지에 임상논문 게재로 안전성 데이터 강화.
- 지역적 확장과 신제품 출시로 25년까지 TAM 150억 달러에서 500억 달러로 확대
- 지역적 확장: 중국(규제승인 22년 목표), 미국(23~24년 진출 예상)
- 신제품(Ergonmix 2, 프리미엄 제품), 재건시장 침투(조직확장기, RFID 내장, MRI촬영 가능), 최소침습술(Motiva Mia 플랫폼, 연간 190만명, 22~25년에 걸쳐 글로벌 런칭)
- 현주가는 12개월 FWD P/S 기준 13.2배로 글로벌 Peer (8.8배) 대비 고평가 상태
- 3Q21은 휴가철로 인해 상승세 둔화 예상
- 21년 가이던스: 매출 1.22~1.26억 달러, GPM 60% 중반

### Key data



현재주가 (21/07/30, USD)	79.29	시가총액 (USD)	1.9
거래소	NASDAQ	시가총액 (조원)	2.16
EPS 성장률 (21F,%)	-24.8	<b>Bloomberg Rating</b>	
P/E(21F,x)	-	매수	보유
MKT P/E(21F,x)	22.2	83%	17%
배당수익률(%)	-	매도	00%

### Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.1	58.8	340.5
상대주가	-11.0	38.2	227.8

### Earnings and valuation metrics

결산기 (월)	12/18	12/19	12/20	12/21F	12/22F	12/23F
매출액 (십억USD)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
영업이익 (십억USD)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익률 (%)	-39.0	-34.5	-33.0	-15.5	-8.9	0.7
순이익 (십억USD)	-0.02	-0.04	-0.04	-0.03	-0.02	0.00
EPS (USD)	-1.22	-1.86	-1.63	-1.23	-0.82	-0.07
ROE (%)	-	-69.9	-66.5	-47.7	-56.9	-56.7
P/E (배)	-	-	-	-	-	-
P/B (배)	8.0	14.4	11.8	33.5	52.2	75.5

주: GAAP / Non-GAAP

자료: 이스타블리시먼트랩, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 2Q21 실적 비교표

(백만달러, %, %p)

	2Q20	1Q21	2Q21		성장률	
			확정 실적	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	10	30	32	30	205.6%	5.5%
매출총이익	7	20	21		196.9%	6.9%
매출총이익률 (%)	69.1%	66.2%	67.1%	0.0%	-2.0%	0.9%
영업이익	-10	-2	-5	-7	적지	적지

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 분기별 실적 전망표

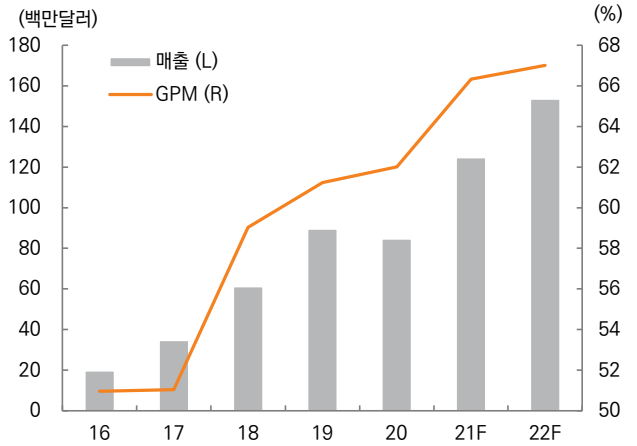
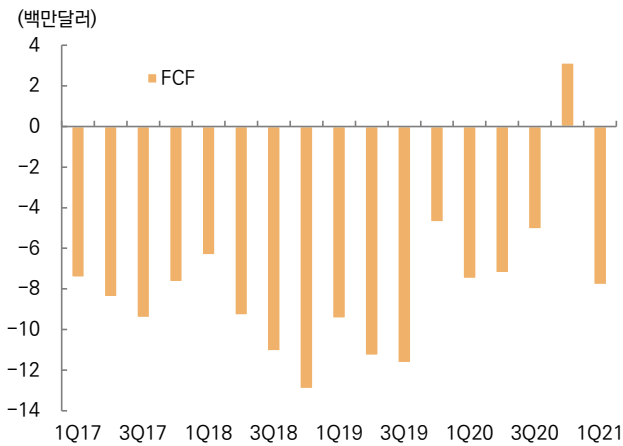
(백만달러, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
<b>매출</b>	<b>24.5</b>	<b>10.5</b>	<b>22.8</b>	<b>27.0</b>	<b>30.3</b>	<b>32.0</b>	<b>28.7</b>	<b>33.6</b>	<b>84.7</b>	<b>124.6</b>	<b>153.5</b>
EMEA	9.8	6.2	9.7	12.1	12.7	14.4	12.4	14.6	37.7	54.1	68.6
Latin America	7.1	1.4	5.2	7.8	8.0	7.8	7.7	8.9	21.5	32.4	38.2
Asia	7.5	2.9	7.7	6.9	9.5	9.6	8.5	9.9	25.0	37.5	45.9
Others	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.5	0.6	0.8
매출총이익	15.5	7.2	15.2	14.6	20.1	21.5	18.9	22.2	52.5	82.7	102.8
영업이익	(7.7)	(9.6)	(2.6)	(2.3)	(2.1)	(4.6)	(6.3)	(5.7)	(22.2)	(18.8)	(9.9)
매출 성장률 (%)	17.8%	-51.7%	-0.4%	11.2%	23.9%	205.6%	26.1%	24.6%	-5.5%	47.2%	23.2%
EMEA	4.0%	-33.7%	28.2%	20.9%	29.8%	134.0%	28.4%	20.9%	4.0%	43.6%	26.8%
Latin America	15.8%	-77.3%	-44.6%	21.8%	12.0%	473.8%	47.1%	14.5%	-23.2%	50.7%	17.9%
Asia	51.1%	-54.1%	37.8%	-13.4%	27.1%	233.3%	10.0%	42.9%	0.7%	50.0%	22.4%
Others	-65.8%	-33.6%	-42.1%	-219.6%	65.2%	125.3%	-16.4%	3.6%	-4.5%	24.2%	27.9%
매출총이익률 (%)	63.2%	69.1%	66.6%	54.3%	66.2%	67.1%	66.0%	66.0%	62.0%	66.3%	67.0%
영업이익률 (%)	-31.5%	-91.7%	-11.4%	-8.5%	-6.9%	-14.5%	-22.0%	-17.0%	-26.2%	-15.0%	-6.5%

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. FCF 추이

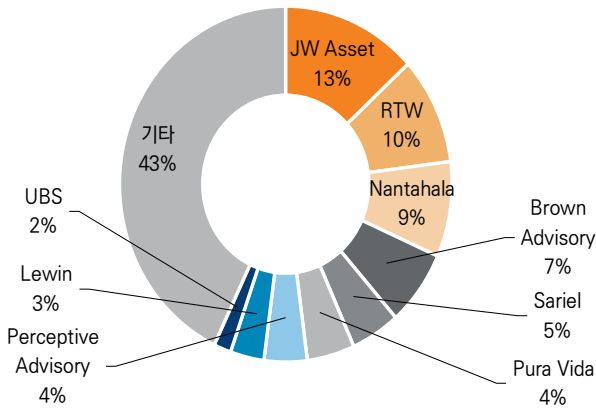
그림 2. ESTA 매출 및 영업이익률 추이



자료: ESTA, 미래에셋증권 리서치센터

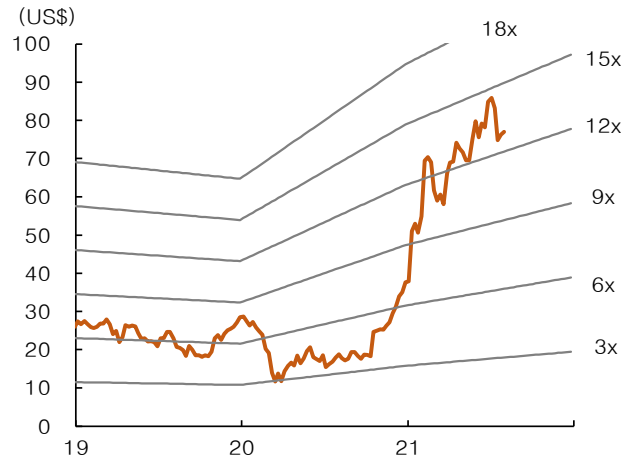
자료: ESTA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 지분율



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 12개월 선행 P/S 밴드 차트

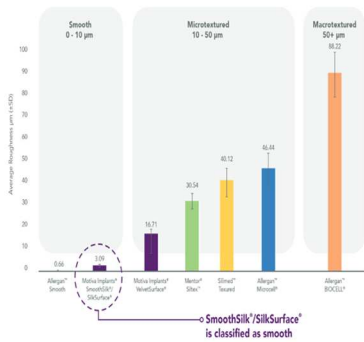


자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 가슴보형물의 분류 기준

SmoothSilk® Technology Offers Substantial Product Differentiation

Breast implants classification according to its surface  
International Organization for Standardization (ISO-14607:2018)



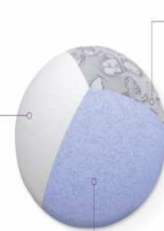
자료: ESTA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. Motiva의 표면처리 기술

Motiva's Unique Surface Demonstrates Positive Clinical Outcomes

Smooth Surface

- Associated with capsular contracture<sup>1,2</sup>
- Less biofilm formation due to lower surface area<sup>3</sup>
- No confirmed case of BIA-ALCL with only smooth implants to date<sup>4</sup>



Texture

- Associated with capsular contracture although lower rate than smooth<sup>1,2</sup>
- Higher biofilm formation due to greater surface area<sup>3</sup>
- Associated with BIA-ALCL<sup>4</sup>

Motiva  
SmoothSilk® / SilkSurface®

- Very low rate of capsular contracture<sup>5,6</sup>
- Less biofilm formation due to lower surface area<sup>3</sup>
- No reported cases of BIA-ALCL to date<sup>4</sup>

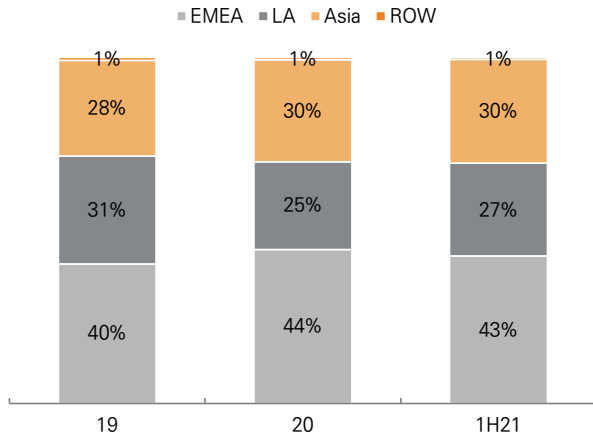
자료: ESTA, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. Global peer valuation

회사명	시가총액	영업이익률 (%)			PER (배)			PSR (배)			ROE (%)			매출액(십억원)		
		20	21F	22F	20	21F	22F	20	21F	22F	20	21F	22F	20	21F	22F
Inmode Ltd	4,987	35.3	42.7	41.6	37.9	34.8	32.5	15.3	13.8	11.7	34.9	40.4	28.7	243	364	429
휴젤	2,982	37.0	40.8	42.3	54.8	39.0	30.1	12.8	11.0	9.0	7.4	9.9	11.5	211	270	332
Establishment Lab	2,162	-33.0	-15.5	-8.9	-	-	-	16.8	15.1	12.1	-29.4	-47.7	-56.9	100	142	177
클래시스	1,433	53.1	55.2	56.5	39.5	32.1	24.7	18.8	14.7	11.3	32.1	31.7	30.6	76	98	127
메디톡스	1,264	-26.3	1.2	20.3	37.1	-	-	7.9	7.9	6.4	11.0	15.2	10.4	141	160	196
큐테라	1,063	-15.5	1.2	6.3	-	-	-	5.5	4.5	4.1	-31.5	-	-	174	237	263
엘앤씨바이오	769	22.2	29.7	31.0	67.0	-	-	21.2	18.3	14.0	18.9	13.9	16.0	33	42	55
루트로닉	433	5.4	16.3	18.9	-	21.1	14.9	3.4	2.8	2.2	-13.7	18.9	21.4	116	155	195
Venus Concept Inc	143	-87.0	-19.0	-8.9	-	-	-	1.1	1.2	1.0	-108.9	-	-	92	119	143
<b>전체 평균</b>		<b>-1.0</b>	<b>17.0</b>	<b>22.1</b>	<b>47.2</b>	<b>31.7</b>	<b>25.6</b>	<b>11.4</b>	<b>9.9</b>	<b>8.0</b>	<b>-8.8</b>	<b>11.7</b>	<b>8.8</b>	<b>132</b>	<b>176</b>	<b>213</b>

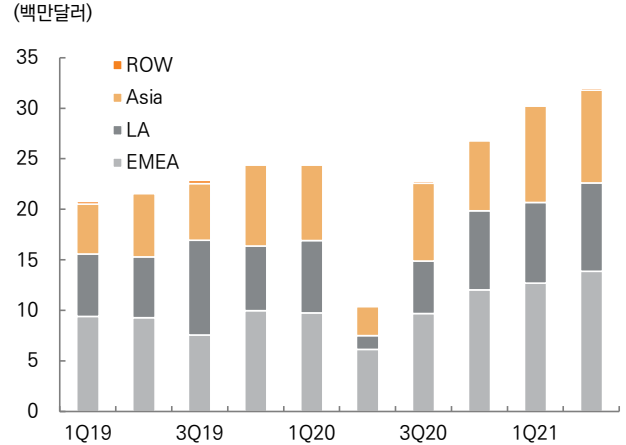
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 지역별 매출 비중



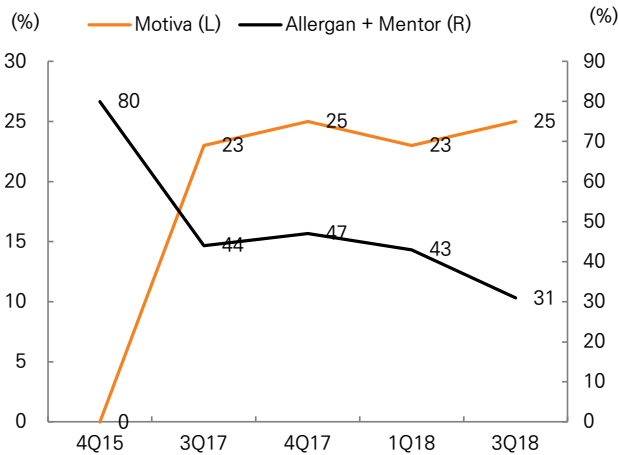
자료: ESTA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 지역별 매출 추이



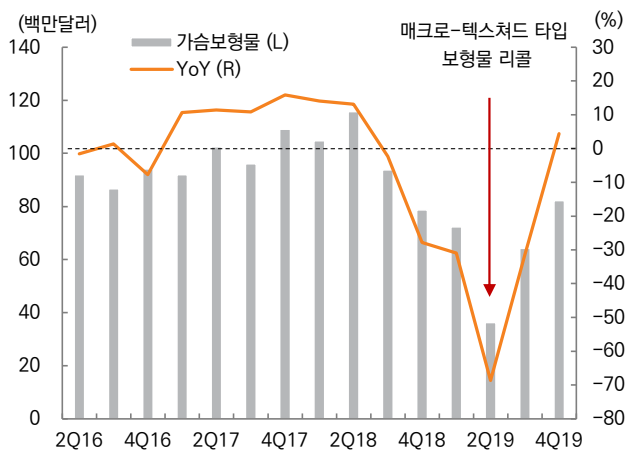
자료: ESTA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. Motiva의 국내 시장 점유율 추이



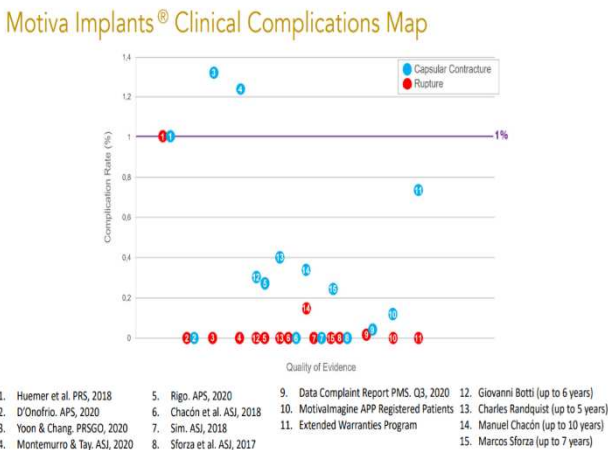
자료: 한스바이오메드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 엘러간 가슴보형물 매출 추이



자료: Abbvie, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. Motiva의 임상 데이터: 매우 낮은 구형구축이나 파열



자료: ESTA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 글로벌 과점 기업들의 임상데이터(재수술율 24~36%)

Results from all surgery cohorts	Sientra 5-Year	Allergan 6-Year	Mentor 6-Year
Number of Patients	N=1,788 Patients	N=455 Patients <sup>(1)</sup>	N=1,008 Patients
Ruptures <sup>(2)</sup>	1.8%	5.5%	3.7%
Capsular Contracture	9.0%	14.8%	13.4%
Reoperations	23.8%	28.0%	26.1%

Results from primary augmentations only	Sientra 10-Year	Allergan 10-Year	Mentor 10-Year
Number of Patients	N=1,116 Patients	N=455 Patients	N=552 Patients
Ruptures <sup>(3)</sup>	8.5%	9.3%	24.2%
Capsular Contracture	12.9%	18.9%	12.1%
Reoperations	24.0%	36.1%	25.5%

자료: ESTA, 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.