

Not Rated

Refinitiv 평균목표주가	USD 20.8
현재주가(24/10/30)	USD 17.87
상승여력	16.6%

나스닥 종합(p)	18,607.93
EPS 성장률(24F,%)	-22.9
P/E(24F,x)	9.8
배당수익률(%)	0.0

시가총액(백만USD)	1,362.57
시가총액(십억원)	1,884.57
상장주식수(백만주)	76.2
60일 평균 거래대금(백만USD)	18.04
52주 최저가(USD)	14.88
52주 최고가(USD)	26.49

(%)	1M	6M	12M
절대주가	5.4	4.0	-6.0
상대주가	3.1	-12.5	-35.4



[첨단의료기기/디지털헬스]

김충현, CFA  
choonghyun.kim@miraeeasset.com

박선영  
seunyoung.park@miraeeasset.com

# 인모드

## 보릿고개가 길어지고 있다

### 3Q24 Review: 매출 시장기대치 부합, 조정순이익 시장기대치 상회

동사의 매출액은 전년 대비 6% 증가한 1.3억 달러로 시장기대치에 부합했다. 영업이익은 전년 대비 4% 증가한 48백만 달러(OPM 37.1%)를 기록했고, 조정 순이익은 전년 대비 10% 증가한 51백만 달러를 기록하며 시장기대치를 상회했다.

미국시장은 전년 대비 20% 증가한 93.8백만 달러를 기록했다. 해외 시장은 전년 대비 19% 감소한 36.4백만 달러를 기록했다. 품목별로 장비는 전년 대비 9% 증가(미국 26% YoY, 해외 -23% YoY)한 1.1억 달러를 기록했다. 소모품매출은 전년 대비 11% 감소(미국 -21% YoY, 해외 1% YoY)한 15.8백만 달러를 기록했다.

동사는 24년 가이던스를 매출액 4.1억~4.2억 달러(기존 4.3억~4.4억 달러), 매출총이익률 81~82%(기존 82~84%), 영업이익 1.4억~1.45억 달러(기존 1.5억~1.55억 달러)로 하향했다. 조정 EPS 1.92~1.96달러는 유지했다.

### 12개월 선행 P/E 9배로 글로벌 Peer 대비 저평가

3Q24 실적은 오랜만에 1억 달러를 넘어섰으나, 상반기 선주문 매출이 인식된 것으로 순매출은 98.3백만 달러(-20% YoY)다. 여전히 전방시장의 어려운 영업환경이 지속되고 있다. 금리 인하가 진행되고 있으나 여전히 리스 금리는 높고 승인 프로세스는 오래 걸리고 있다. 또한, 인모드 시술이 3,000~7,000달러에 달하는 고가 시술 인만큼 소비자들의 수요 회복도 더디다. 이러한 상황을 반영하여 동사는 5분기 연속으로 가이던스를 하향하였다. 또한, 동사는 모든 장비의 제조를 이스라엘에서 수행하고 있는데, 아직 공급에 큰 차질이 생기지는 않고 있으나 잠재 리스크 요인이다.

현 주가는 12개월 선행 P/E 기준 9배(상장 이후 평균 14배)로 글로벌 Peer(20배) 및 지난 3년 평균(14배) 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.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (백만USD)	454	492	411	418	433
영업이익 (백만USD)	198	196	121	127	136
영업이익률 (%)	43.6	39.8	29.4	30.4	31.4
순이익 (백만USD)	162	198	139	146	154
EPS (USD)	1.96	2.37	1.83	1.91	2.02
ROE (%)	33.3	29.5	17.1	15.9	14.4
P/E (배)	18.2	9.4	9.8	9.3	8.9
P/B (배)	4.6	2.1	1.6	1.4	1.2

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

### 3Q24 Review: 매출 시장기대치 부합, 조정순이익 시장기대치 상회

동사의 매출액은 전년 대비 6% 증가한 1.3억 달러로 시장기대치에 부합했다. 영업이익은 전년 대비 4% 증가한 48백만 달러(OPM 37.1%)를 기록했고, 조정 순이익은 전년 대비 10% 증가한 51백만 달러를 기록하며 시장기대치를 상회했다.

동사는 24년 가이던스를 매출액 4.1억~4.2억 달러(기존 4.3억~4.4억 달러), 매출총이익률 81~82%(기존 82~84%), 영업이익 1.4억~1.45억 달러(기존 1.5억~1.55억 달러)로 하향했다. 조정 EPS 1.92~1.96달러는 유지했다.

### 밸류에이션 및 투자전략

3Q24 실적은 오랜만에 1억 달러를 넘어섰으나, 상반기 선주문 매출이 인식된 것으로 순매출은 98.3백만 달러(-20% YoY)다. 여전히 전방시장의 어려운 영업환경이 지속되고 있다. 금리 인하가 진행되고 있으나 여전히 리스 금리는 높고 승인 프로세스는 오래 걸리고 있다. 또한, 인모드 시술이 3,000~7,000달러에 달하는 고가 시술만큼 소비자들의 수요 회복도 더디다. 이러한 상황을 반영하여 동사는 5분기 연속으로 가이던스를 하향하였다. 또한, 동사는 모든 장비의 제조를 이스라엘에서 수행하고 있는데, 아직 공급에 큰 차질이 생기지는 않고 있으나 잠재 리스크 요인이다.

현 주가는 12개월 선행 P/E 기준 9배(상장 이후 평균 14배)로 글로벌 Peer(20배) 및 지난 3년 평균(14배) 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.

#### Q) 미국 최종 시장 분위기는?

A) 올해 초 우리는 3분기에 경기 침체에서 약간의 완화가 시작될 것이라고 생각했다. 하지만 우리는 경기 침체에서 아무런 변화도 보지 못하고 있다. 금리가 인하되었지만 아직 영향을 크게 주고 있지는 않고 여전히 리스 금리는 매우 높다. 또한 리스 회사의 승인 프로세스가 더 오래걸리고 있다. 여전히 불확실성이 있다. 미국에서 최소 침습적 치료가 덜 이루어지고 있다. InMode 시술이 수천달러에 이르는 비교적 비싼 치료이기 때문이다. 북미의 의사들이 작년보다 40% 적은 치료를 수행하고 있다.

#### Q) 매출 총이익률 가이던스에 대한 코멘트?

A) 4Q24에서 2025년까지 80년대 중반까지는 매우 어려울 것이고, 80~82%가 우리와 같은 규모의 회사에서 현실적인 숫자라고 생각한다.

#### Q) 현재 이스라엘 제조상황은?

A) 현재 우리는 2개의 주요시설과 3개의 소규모 시설을 통해 이스라엘에서만 제조하고 있다. 2개의 주요 시설은 제품을 조립하는 것이다. 전세계 27개의 규제 기관에서 규제해야 하는 의료 플랫폼이나 의료 기기를 제조할 수 있는 시설을 찾는 것이 쉽지 않다. 우리는 유럽에 있는 몇몇 회사들과 여러 기회를 모색하려 하고 있다.

표 1. 3Q24 실적 비교표

(백만달러, %, %p)

	3Q23	2Q24	3Q24		성장률	
			확정 실적	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	123.1	86.4	130.2	127.3	5.8	50.6
영업이익	46.4	18.3	48.3	48.3	4.0	163.5
영업이익률 (%)	37.7	21.2	37.1	38.0	-0.6	15.9
순이익	46.5	23.8	51.0	46.5	9.6	114.1

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 분기별 실적 전망표

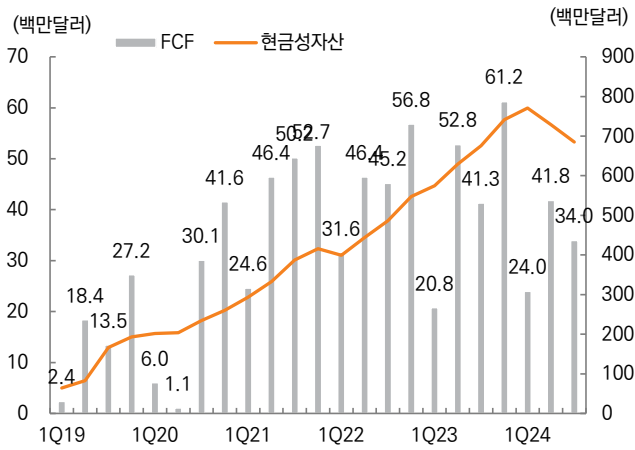
(백만달러, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출	106.1	136.1	123.1	126.8	80.3	86.4	130.2	114.1	492.0	411.1	417.6
US	62.3	86.6	78.2	80.8	42.3	45.5	93.8	82.0	307.8	263.6	297.8
OUS	43.8	49.5	44.9	46.0	38.0	40.9	36.4	32.1	184.2	147.4	119.8
영업이익	41.0	57.0	46.4	51.2	18.1	18.3	48.3	36.6	195.7	121.2	127.4
순이익	40.5	55.7	46.5	55.2	23.7	23.8	51.0	40.7	197.9	139.2	145.9
매출 성장률 (%)	23.5%	19.8%	1.6%	-5.1%	-24.3%	-36.5%	5.8%	-10.0%	8.3%	-16.5%	1.6%
US	16.2%	19.7%	-4.0%	-11.5%	-32.1%	-47.4%	20.0%	1.5%	3.1%	-14.4%	13.0%
OUS	35.5%	20.1%	12.8%	8.7%	-13.2%	-17.4%	-18.9%	-30.2%	18.4%	-20.0%	-18.7%
영업이익률 (%)	38.6%	41.9%	37.7%	40.4%	22.5%	21.2%	37.1%	32.1%	39.8%	29.5%	30.5%
순이익률 (%)	38.2%	41.0%	37.8%	43.5%	29.5%	27.6%	39.2%	35.7%	40.2%	33.9%	34.9%

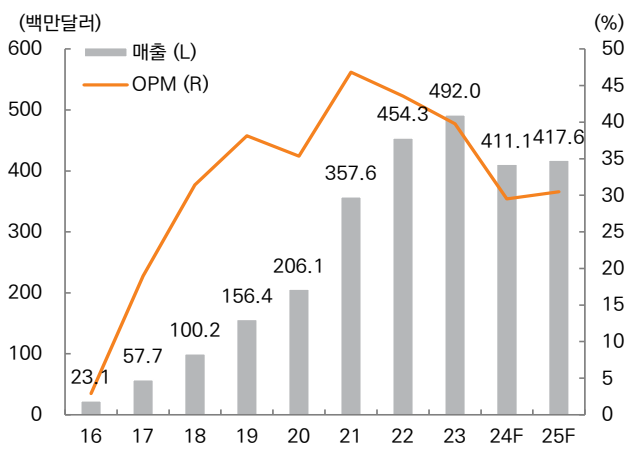
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. FCF 추이

그림 2. 인모드 매출 및 영업이익률 추이



자료: INMD, 미래에셋증권 리서치센터



자료: INMD, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 지분율

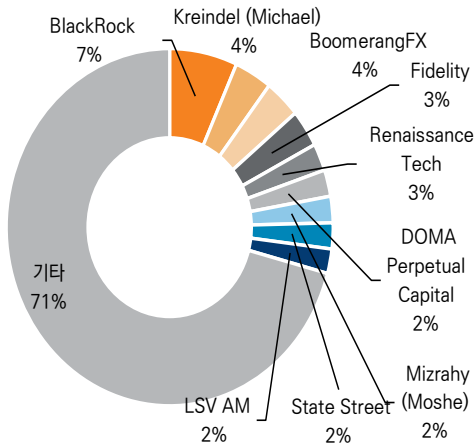
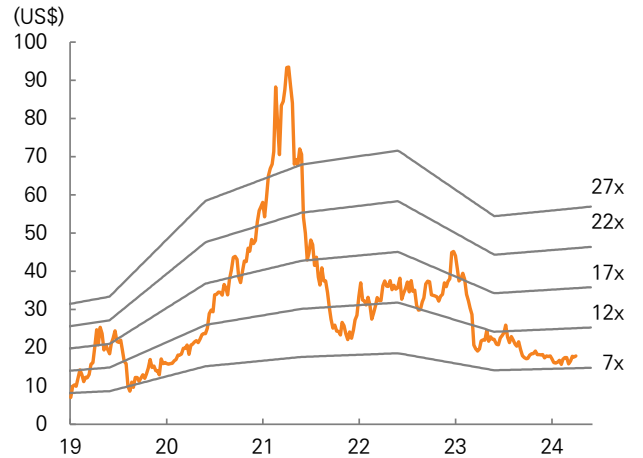


그림 4. 12개월 선행 P/E 밴드 차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

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
Galderma Group	31,356	13.0	14.2	19.2	-	59.6	33.3	132.0	5.1	4.6	-	24.8	22.0	5,379	6,194	6,947
휴젤	3,460	36.8	42.1	45.1	27.0	26.1	20.4	8.7	9.2	7.7	14.4	18.1	14.4	320	376	451
클래시스	3,334	49.8	51.3	52.4	36.5	31.1	25.4	16.0	14.1	11.3	29.3	26.0	20.4	180	236	296
파마리서치	2,352	35.3	36.7	37.9	25.1	22.9	18.5	7.7	7.0	5.8	8.3	16.3	13.5	261	335	404
Inmode	2,087	39.8	33.2	35.5	9.7	9.6	8.3	3.4	3.6	3.4	6.1	5.5	5.0	643	583	621
Establishment Labs	1,734	(39.4)	(20.6)	(5.5)	-	-	-	8.0	7.2	5.3	-	-	191.1	216	236	320
메디톡스	1,252	7.8	20.2	27.5	261.0	27.8	17.7	4.7	4.6	3.9	-	17.5	11.9	221	272	319
원텍	515	39.8	37.5	39.1	17.8	12.7	8.5	4.7	4.1	2.9	18.6	9.3	6.4	116	127	180
비율	490	52.5	56.7	54.2	22.6	16.1	12.8	11.5	8.2	6.0	18.9	12.4	9.6	43	60	82
AirSculpt Tech	467	4.8	3.7	5.8	149.5	32.1	29.4	1.7	1.8	1.6	16.5	15.9	12.5	256	256	284
Beauty Health	303	(32.9)	(21.8)	(1.1)	-	-	-	0.6	0.7	0.6	-	-	28.2	520	465	502
Sisram Medical	299	11.2	6.5	6.6	9.2	11.8	9.1	0.6	0.6	0.5	4.1	7.3	6.2	469	504	585
한스바이오메드	112	(5.3)	-	-	-	-	-	1.3	-	-	69.6	-	-	78	-	-
<b>전체 평균</b>		<b>16.4</b>	<b>21.6</b>	<b>26.4</b>	<b>62.0</b>	<b>25.0</b>	<b>18.3</b>	<b>15.5</b>	<b>5.5</b>	<b>4.5</b>	<b>20.6</b>	<b>15.3</b>	<b>28.4</b>	<b>669.3</b>	<b>803.6</b>	<b>916.0</b>

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

## 미용기기 사업 Review

### 지역별 매출

미국 시장은 전년 대비 20% 증가한 93.8백만 달러를 기록했다. 해외 시장은 전년 대비 19% 감소한 36.4백만 달러를 기록했다. 당사는 현재 97개 이상 국가에서 248명 이상의 영업인력을 직접 운영하고 있고, 83개 달러를 활용하고 있다.

### 품목별 매출

품목별로는 장비는 전년 대비 9% 증가한 1.1억 달러를 기록했다. 미국 시장이 전년 대비 26% 증가했고, 미국 외 시장은 23% 감소했다. 소모품 매출은 전년 대비 11% 감소한 15.8백만 달러를 기록했다. 미국 시장은 전년 대비 21% 감소했으나, 미국 외 시장은 전년 대비 1% 증가했다.

### 제품별 매출

제품별로는 주력인 최소침습 장비는 전년 대비 15% 증가한 1.2억 달러를, 핸드프리 장비는 전년 대비 53% 감소한 5.2백만 달러를, 비침습장비는 전년 대비 21% 감소한 7.8백만 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. Optimus Max는 Morpheus8 Burst 및 비침습적 RF/IPL 및 레이저 기반 치료 기능을 제공하는 멀티 플랫폼 장비다. Optimus Max의 IPL 핸드피스는 1세대 플랫폼보다 25% 더 많은 에너지를 제공한다. 향후 1세대 제품에서 사용할 수 없는 핸드피스를 추가할 예정이다.

**Q) 신규 장비 판매 전략 및 피드백은?**

A) 우리는 새로운 시스템 판매에 집중하고 있다. Ignite는 차세대 최소 침습 RF 장비다. 기존의 RF 장비와 다른 기술로 작동하며, 기존 기술을 대체하는 것은 아니다. 우리는 병원들이 이 장비를 적응증 확대를 위해 추가 구매할 것이라고 생각한다. Ignite는 외과의, 성형외과 의사, 미용외과 의사, 피부과 의사, 수술 절차를 수행할 수 있는 모든 의사를 위한 것이다.

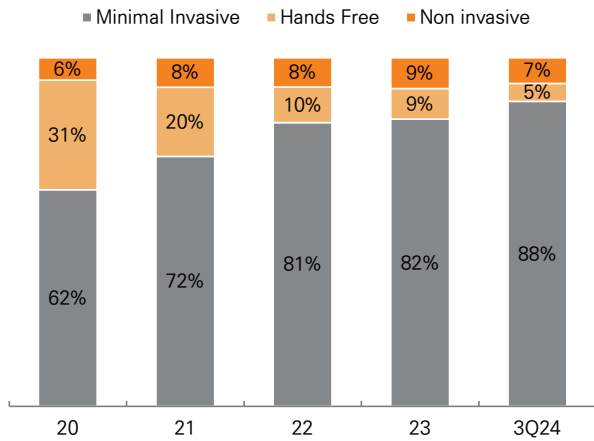
Optimus Max에서 IPL은 Optimus의 IPL보다 훨씬 더 강력하다. Optimus Max는 모든 종류의 새로운 절차를 가능하게 하는 다른 유형의 소프트웨어를 가지고 있다. Optimus Max는 스케일과 버스트 기술을 사용하여 두 개의 Morpheus8 버스트를 처리할 수 있다. 따라서 전반적으로 Optimus와 이름은 같지만 에너지, 깊이 등을 설정하는 더 나은 방법을 갖춘 완전히 새로운 장비다. 이 장비의 성공을 확신한다. 대부분을 새로운 의사나 두 번째 시스템을 원하는 의사에게 판매했다.

4Q24와 2025년 초에 마케팅을 통해 BodyTite(Ignite로 교체)와 Optimas(Optimas MAX로 교체)를 사용하는 의사에게 업그레이드 솔루션을 제공할 것이다.

**Q) 시스템 ASP가 \$115,000에서 \$140,000 증가한 이유는?**

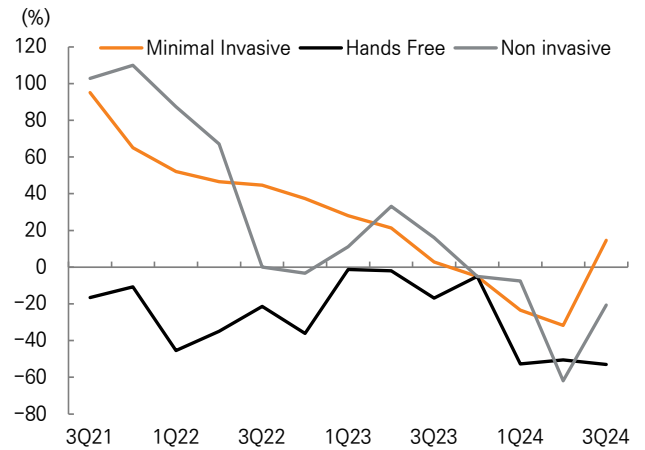
A) 새로운 시스템인 Ignite와 OptimasMAX에 의해 조금 더 가격을 올릴 수 있었다. 기존 플랫폼의 가격은 올리기 어렵지만, 새로운 플랫폼의 가격은 조금씩 올리고 있다.

그림 5. 제품별 매출 비중



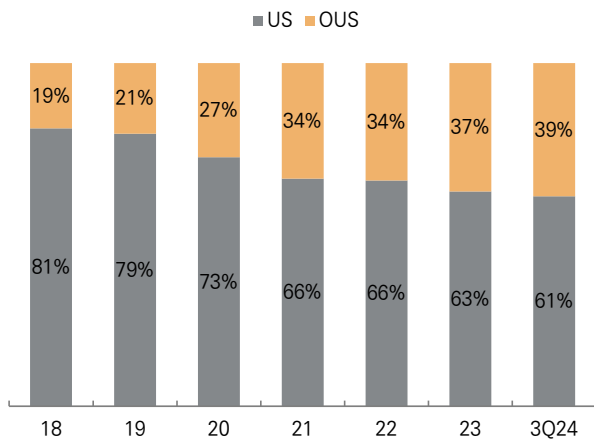
자료: INMD, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 제품별 매출 성장률 추이



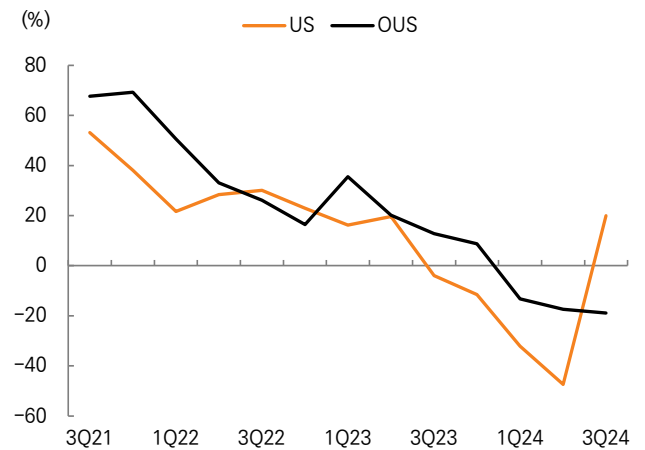
자료: INMD, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 지역별 매출 비중



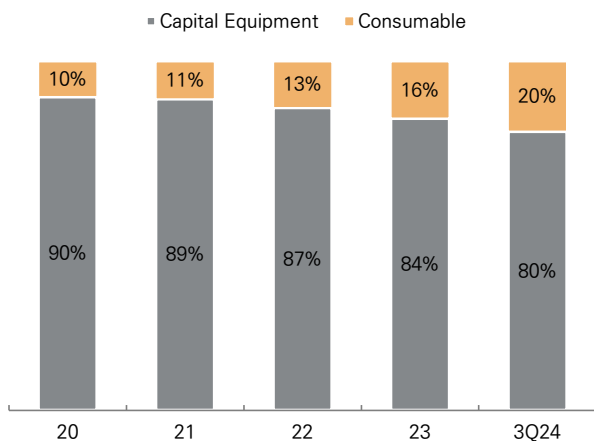
자료: INMD, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 지역별 매출 성장률 추이



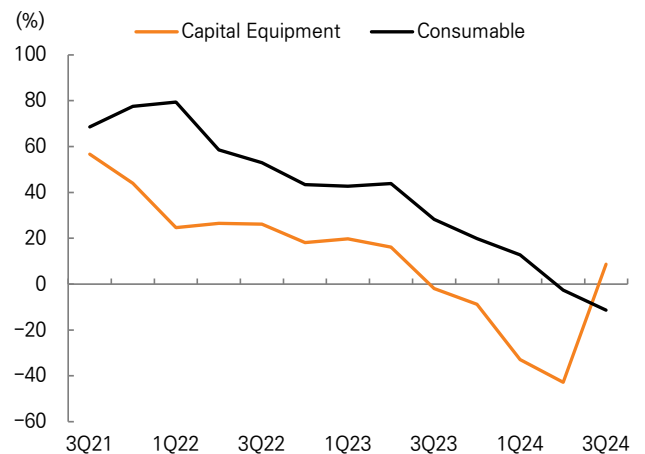
자료: INMD, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 품목별 매출 비중



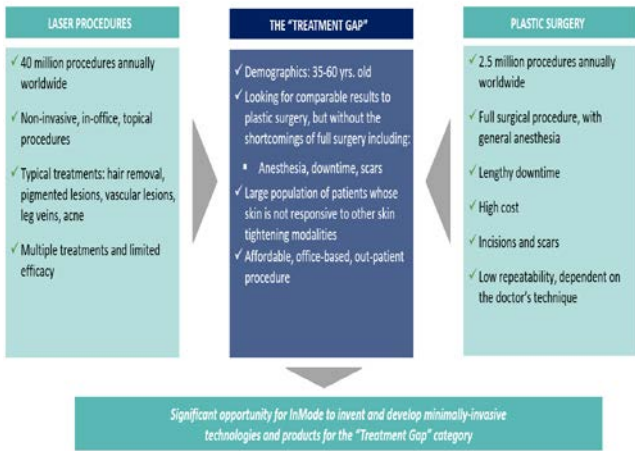
자료: INMD, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 품목별 매출 성장률 추이



자료: INMD, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 레이저시술과 성형수술 사이의 최소침습시장이 주요 타겟 시장



자료: INMD, 미래에셋증권 리서치센터

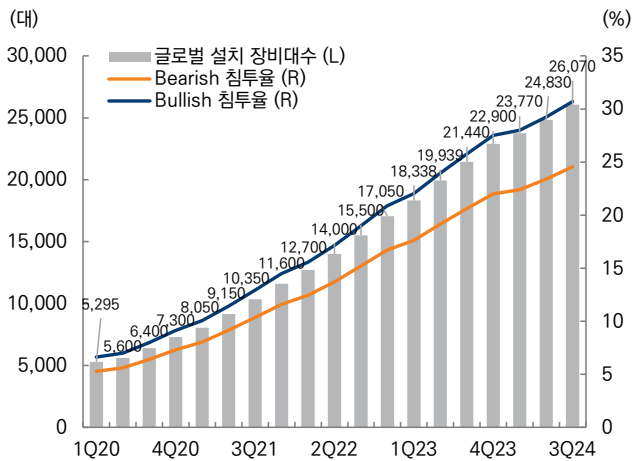
그림 12. 핵심 기술: 양극성 고주파 기술

**RFAL Technology**

- Delivers directional RF energy into the subcutaneous fat to coagulate, liquefy and remodel tissue and fat
- Allows the treatment of larger volumes of the subcutaneous tissue
- Shrinkage of skin is significant and can reach up to 40% of the heated tissue volume

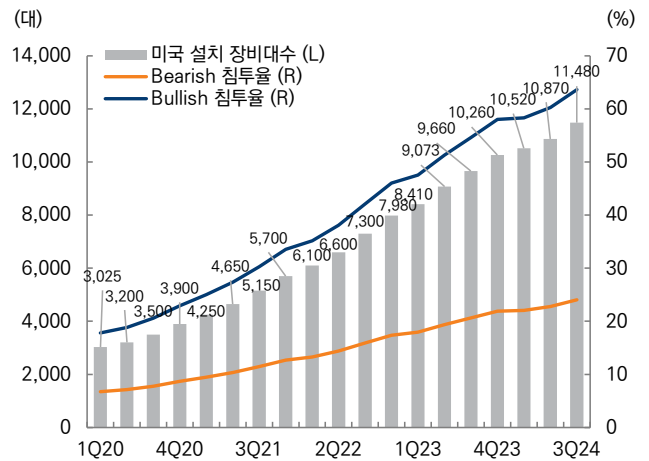
자료: INMD, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 인모드 누적 설치장비 대수 vs. 글로벌 시장 침투율



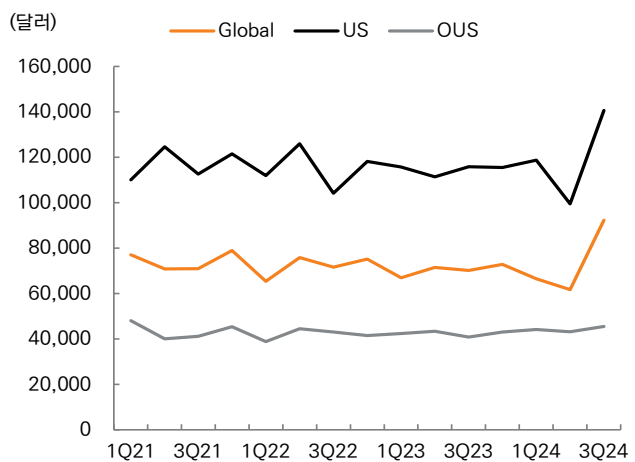
자료: INMD, 미래에셋증권 리서치센터

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



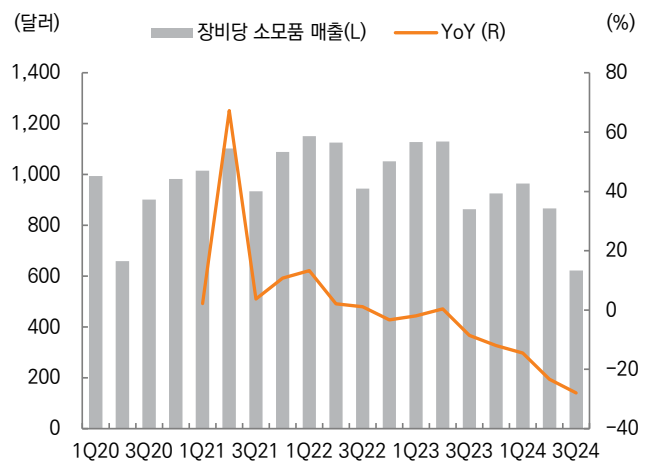
자료: INMD, 미래에셋증권 리서치센터

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.