

의료기기/디지털헬스 (비중확대/유지)

비상장 기업의 2024년 성적표로 살펴본 5가지 인사이트

김충현

choonghyun.kim@miraeasset.com

박선영

seunyoung.park@miraeasset.com



CONTENTS

5개 세부영역별 인사이트	3
12개 비상장기업 분석	4
1. 미용 플랫폼: 힐링페이퍼, 진이어스, 바비톡	4
2. 에너지기반 미용기기: 제이시스메디칼, 루트로닉	7
3. 치과: 오스템임플란트, 메디트, 메가젠임플란트	10
4. 디지털 헬스: 카카오헬스케어, 넷지헬스케어, 바디프렌드	14
5. 영상진단: 삼성메디슨	18

5개 세부영역별 인사이트

대표적인 미래 성장산업 중 하나인 의료기기 및 디지털헬스는 비상장기업에도 주목해야 할 기업들이 많다. 특히 몇 년 전부터 사모펀드들이 대형 의료기기 기업들을 인수함에 따라 오히려 비상장 기업임에도 시장을 선도하는 기업들이 많아졌다. 우리는 이번 보고서에서 12개의 비상장기업들의 감사보고서를 토대로 세부영역별 산업 트렌드를 살펴보고자 한다.

① 미용 플랫폼: 2024년 피부미용 외국인 의료관광객 70만명 시대와 안티에이징 트렌드에 힘입어 모든 기업이 사상 최대 실적을 경신했다. 다만 그만큼 광고선전비 같은 판관비가 함께 증가하며 이익률 측면에서 영업 레버리지 효과가 발생하고 있지는 않다. 현금흐름 측면에서는 플랫폼 기업이 MSO 기업보다 견조하다. 주변국가에 우리나라를 대체할 만한 국가가 등장하기 어렵고, 환율도 상대국가에 우호적으로 변하고 있어 2025년에도 미용플랫폼기업에 대한 견조한 성장이 예상된다.

② 에너지기반 미용기기: 사모펀드가 인수한 두 회사 모두 사상 최대 매출을 기록했다. 해외 실적은 온도차가 존재하지만, 두 회사 모두 내수 시장에서 상당한 개선을 이뤄냈다. 해외 사업은 얼마나 빠르게 인수 후 통합과정(PMI)을 마무리하고 최적화를 이끌어내는지가 중요해 보인다. 영업이익률은 두 회사 모두 하락했다. 두 기업 중 한 곳은 국내 사모펀드가 한 곳은 외국계 헬스케어 전문 사모펀드가 인수했다. 미용기기 산업은 사모펀드의 영향력이 큰 시장인 만큼 각 사모펀드의 전략과 영향을 비교해보는 것은 향후 다른 세부영역에도 적용할 좋은 사례분석이 될 것이다.

③ 치과: 상대적으로 부진한 실적을 기록했다. 상장기업까지 함께 살펴보면 역시 중국이 부진하다. 그러나 글로벌 기업인 Straumann은 중국에서 2024년에도 전년 대비 52% 성장한 3.9억 스위스 프랑을 기록했다. 또한, 치과장비를 제조하는 메디트는 전년 대비 실적이 개선되었으나, 사상 최대 실적을 달성했던 2022년 실적의 절반 수준이다. 업계에서 중국기업들의 약진을 우려하고 있다. 그런 점에서 VBP 시행 이후 중국시장의ダイナ믹스 변화에 관심을 기울일 필요가 있어 보인다.

④ 디지털헬스: 디지털 헬스는 비용 증가를 어떻게 해소할 것인지가 2025년의 중요한 화두가 될 것으로 보인다. 넛지헬스케어는 사상 최대실적을 경신했으나, 비용이 크게 증가하고 있다. 이로 인해 다각화를 위해 정신건강 영역으로 확대와 일본진출이라는 다각화 전략을 시행하며 투자가 증가하고 있다. 카카오헬스케어는 추가 자금 조달 가능성이 있다. 침투율 증가와 경쟁심화로 실적부진을 지속하던 바디프랜드는 3년만에 성장세를 기록했다.

⑤ 영상진단: 삼성메디슨은 2021년부터 4년 연속 사상 최대 실적을 경신했으며, 2024년 매출은 5,712억원을 기록했다. 매출총이익률과 현금흐름도 매년 개선되고 있다. 삼성메디슨은 삼성 그룹 헬스케어 기업 중 상대적인 주목도가 덜한 기업이다. 꾸준한 실적개선이 거듭된다면 그룹 내에서 주목도가 높아질 가능성이 크다.

12개 비상장기업 분석

1. 미용 플랫폼: 힐링페이퍼, 진이어스, 바비톡

① 힐링페이퍼

힐링페이퍼는 국내 상위 미용후기 플랫폼 강남언니의 운영사다. 국내 가입병원 3,800개, 가입의사 8,000명, 회원수 700만명(일본 고객 130만명 포함)을 보유하고 있다. 의료법 관련 리스크가 있음에도 빠르게 성장하고 있으며, 일본의 한국향 의료관광 수요증가 트렌드 수혜로 일본까지 사업을 확장했다. 실제로 최근 증가하는 일본의 한국향 의료관광 수요의 상당부분을 동사의 일본 법인이 기여하고 있다. 일본 사업이 자리를 잡은 만큼 다른 해외 지역으로 확장을 시도하고 있다.

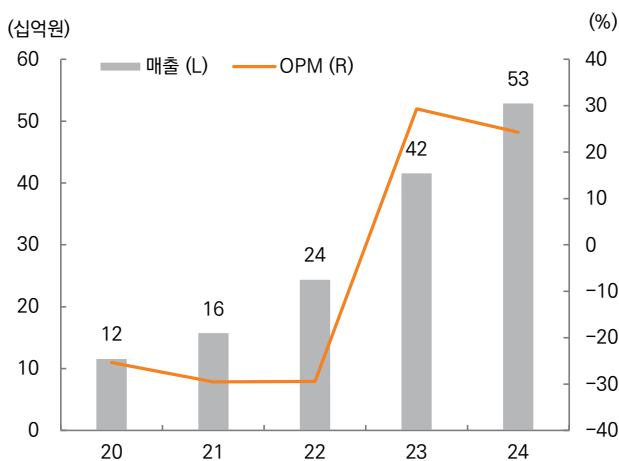
2024년 매출은 전년 대비 27% 성장한 530억원으로 사상 최대 실적을 경신했다. 영업이익도 129억원으로 사상 최대실적을 경신했으나 광고선전비가 전년 대비 63% 증가한 171억원으로 크게 증가함에 따라 영업이익률은 전년 대비 4.7%p 하락했다.

2023년부터 외국인 의료관광 수혜를 톡톡히 누리며 현금흐름이 눈에 띄게 좋아졌다. 2024년 말 보유한 현금성자산은 271억원이다. 부채비율은 33%로 낮은 편이다. 최근 시리즈 C 투자 유치를 성공하며 전환우선주 428억원(56.8만주)을 조달했다. 이를 감안한 실질적인 현금성자산은 698억원이다.

투자자산이 꽤 증가했는데, 일본 법인에 대한 유상증자와 장기대여금 때문이다. 동사는 일본 법인 지분을 100% 보유하고 있으나 매도금융자산으로 회계처리하고 있다. 스킨부스터, 울트라콜 제조사인 울트라브이에 신규 투자했다.

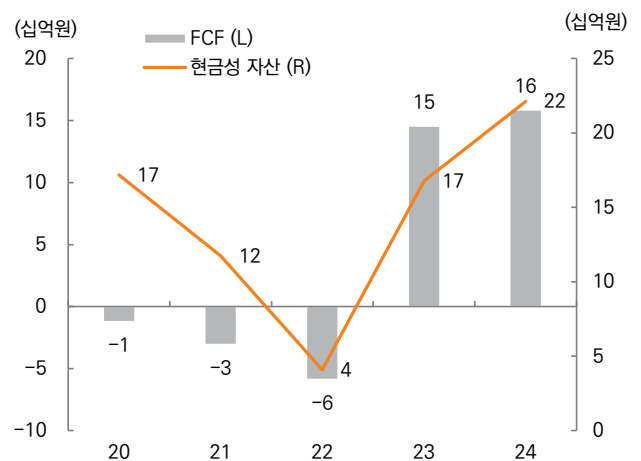
동사는 앞으로 미용병원을 위한 CRM 소프트웨어나 사진촬영장비 등 B2B 솔루션을 강화할 예정이다. 인테리어, 문자서비스 등 치과병원에 대한 토탈솔루션을 추구하는 오스템임플란트의 사례를 적극 벤치마킹할 필요가 있어 보인다.

그림 1. 매출 및 영업이익률 추이



자료: 힐링페이퍼, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. FCF 및 현금성자산 추이



자료: 힐링페이퍼, 미래에셋증권 리서치센터

② 진이어스

진이어스는 뽀클리닉(29개)와 상상의원(4개)에 대한 MRO 서비스 및 브랜딩 서비스를 제공하는 병원 경영지원 플랫폼 기업이다.

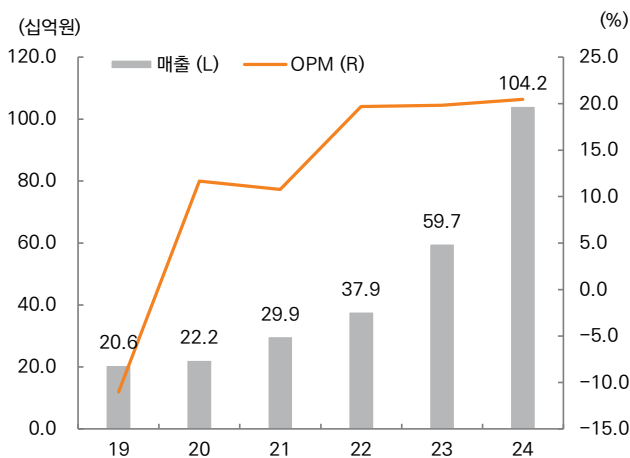
2024년 매출은 전년 대비 74% 성장한 1,042억원으로 1,000억원을 돌파하며 사상 최대 실적을 경신했다. 상품 매출이 크게 증가하며 전체 매출의 54%까지 성장했다. 서비스 매출 비중은 38%이다.

영업이익은 전년 대비 80% 증가한 213억원을 기록하며 역시 사상 최대 실적을 경신했다. 매출이 큰 폭으로 개선되었음에도 영업레버리지 효과가 크게 나타나고 있지는 않다. 영업이익률은 전년 대비 0.7%p 개선된 20.5%를 기록했다. 매출총이익률이 2%p 개선되었으나 판매비가 전년 대비 2배 이상 증가하며 상쇄했다. 참고로 2024년 회계법인 변경과 함께 회계정책도 변경하며, 매출원가와 판매관리비에 대한 조정이 이루어졌다. 광고선전비와 지급임차료 항목이 대거 매출원가로 반영되었다.

외형은 크게 성장하고 있지만, 아직 현금흐름이 좋지 않다. 2024년은 매출채권이 100억 원 가까이 상승하며 운전자본 증가로 이어져 FCF가 적자를 기록했다. 현금소진이 일어나고 있던 상황에 2024년 2월 SG PE에게 유상증자 89억원과 전환사채 200억원을 발행하며 현금성자산이 2024년 말 기준 233억원으로 2023년 말 2억원에서 크게 개선되었다. 이 과정에서 SG PE는 2대주주(에스지데카)로 올라섰다. 부채비율은 2020년 880%에서 2024년 136%로 많이 줄어들었으나 여전히 높은 편이다.

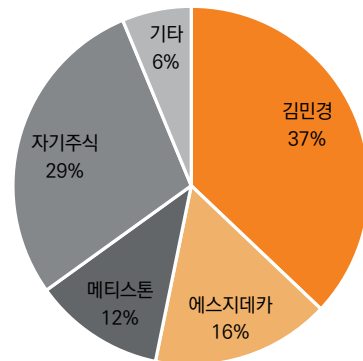
비유동자산이 약 35억원 증가했는데, 가장 큰 것은 장기대여금 19억원이다. 특수관계인인 싱가포르 소재 Askle Partners에 9.5억원을 대여한 것도 포함되어 있다. 매도가능증권에 5.6억원을, SW에도 6억원을 투자했다. 진이어스는 의사 출신 정태영 의장과 그의 아내인 김민경 대표가 운영하던 체제였는데, 2024년 정태영 의장이 별세함에 따라 상속세 이슈가 발생했다.

그림 3. 매출 및 영업이익률 추이



자료: 진이어스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 지분율



자료: 진이어스, 미래에셋증권 리서치센터

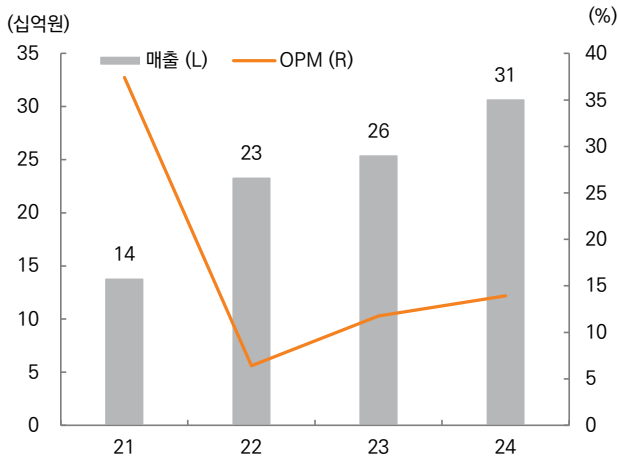
③ 바비톡

바비톡은 국내 상위 미용성형 플랫폼 기업 중 하나로 케어랩스의 자회사다. 2023년 말부터 미용성형 플랫폼 MAU 1위였으나, 최근 강남언니에 의해 2위로 밀려났다.

2024년 매출은 전년 대비 21% 성장한 308억원, 영업이익도 전년 대비 43% 성장한 43억원으로 사상 최대 실적을 경신했다. 영업이익률은 전년 대비 2%p 개선된 14%를 기록했다. 플랫폼 기업 특성상 매출원가는 발생하지 않으나 전체 매출의 40% 초반을 차지하는 광고선전비를 일종의 매출원가로 보는 편이 합리적인 것으로 보인다.

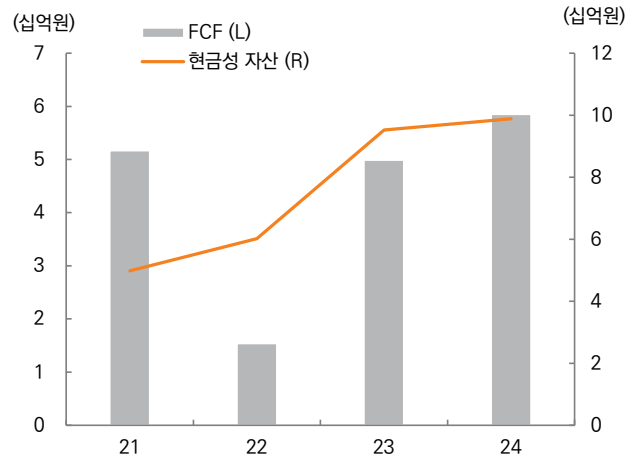
순이익 대비 현금흐름은 좋은 편으로 꾸준히 FCF가 발생하며 현금성자산은 전년 대비 소폭 증가한 99억원을 보유하고 있다. 부채비율은 55%로 높지 않으나 매년 증가하고 있어 관리가 필요해 보인다. 운전자본은 크지 않으나 2024년 매출채권이 크게 증가했다.

그림 5. 매출 및 영업이익률 추이



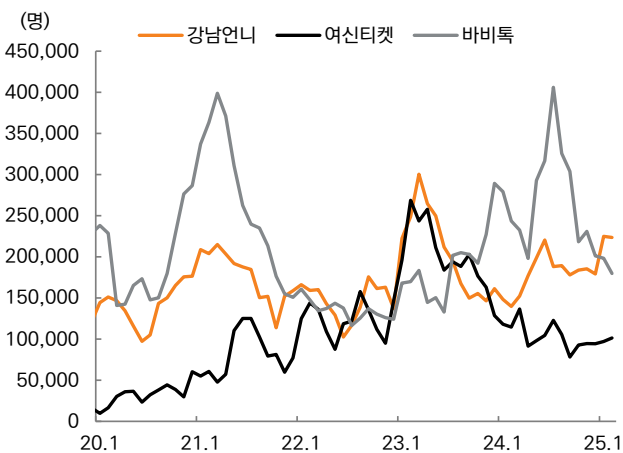
자료: 바비톡, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. FCF 및 현금성자산 추이



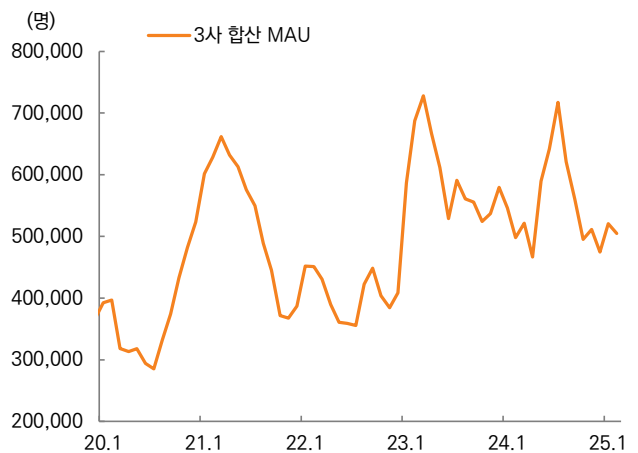
자료: 바비톡, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 3대 미용성형 플랫폼 기업의 3개월 이동평균 MAU



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 3대 미용성형 플랫폼 기업의 3개월 이동평균 합산 MAU



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

2. 에너지기반 미용기기: 제이시스메디칼, 루트로닉

① 제이시스메디칼

동사는 포텐자라는 마이크로니들형 RF 장비로 유명한 에너지기반 미용기기 기업으로 상장 기업이었으나 2024년 프랑스계 사모펀드 아키메드에 인수되어 비상장기업으로 전환되었다.

2024년 매출은 전년 대비 34% 성장한 1,921억원으로 사상 최대 실적을 경신했다. 장비 판매는 전년 대비 26%, 소모품은 전년 대비 53% 성장했다. 지역별로는 국내 시장에서 전년 대비 74% 성장한 481억원으로 단숨에 클래시스에 이어 2위 기업으로 뛰어올랐다.

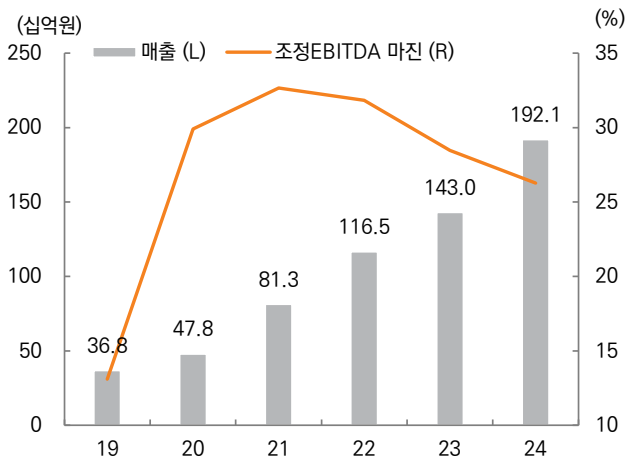
해외에서는 전년 대비 92% 성장한 224억원을 달성한 미주 실적이 돋보인다. 동사는 기존 Cynosure와 파트너십으로 미주사업을 추진하고 있었는데, 작년 루트로닉을 인수한 한앤컴 퍼니가 Cynosure를 인수했다. 향후 미국 사업이 어떻게 진행될 지 살펴보는 것도 동사를 지켜보는 중요한 관전포인트 중 하나다. 이외에 아시아는 전년 대비 22% 성장했고, 유럽은 전년 대비 25% 역성장, 기타지역도 전년 대비 4% 역성장을 기록했다.

영업이익도 전년 대비 10% 증가한 400억원으로 역시 사상 최대 실적을 경신했다. 다만, 이익률은 전년 대비 4.6%p 하락했다. 매출총이익률이 전년 대비 1.5%p 하락하였고, 판매비는 전년 대비 44% 증가했다. 대부분의 비용이 증가했는데 특히 연구개발비가 전년 대비 64% 상승한 160억원을, 인건비가 전년 대비 43% 상승한 285억원을, 광고선전비가 전년 대비 104% 증가한 157억원을 기록했다.

아키메드에 인수된 후에도 영업현금흐름이 견조하고, 매출채권과 재고자산을 잘 관리하고 있어 운전자본이 크게 높아지지 않았다. 2024년 말 보유한 현금성자산은 821억원이다.

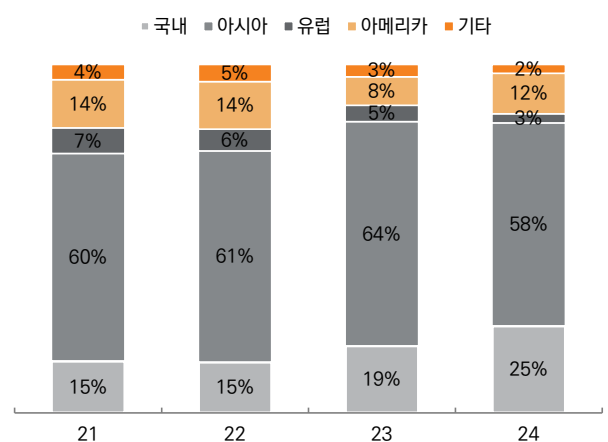
아키메드에 인수되기 전 투자활동을 활발히 했는데, 2024년 금융자산 취득에 347억원을 사용했다. 동시에 유동차입금이 400억원이 증가했는데 금융자산 취득을 위한 것으로 추정된다. 가장 큰 금융자산 투자는 미국의 피부미용 스타트업인 AVAVA 인수에 사용한 193억원이다. 이외에도 상장기업인 클래시스에도 2억원을 투자하였고, 강남언니로 유명한 힐링 페이퍼에도 40억원이 투자되어 있다.

그림 9. 연간 매출 및 조정 EBITDA 마진 추이



자료: 제이시스메디칼, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 지역별 매출 비중 추이



자료: 제이시스메디칼, 미래에셋증권 리서치센터

② 루트로닉

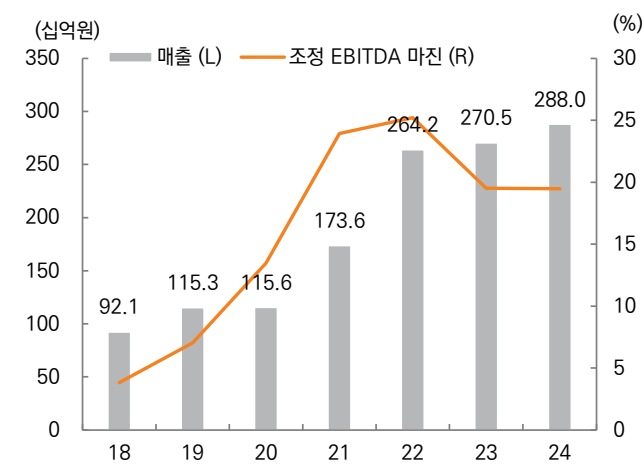
루트로닉은 우리나라 최대 에너지기반 미용기기 기업이다. 클래시스가 이루다를 합병하며 매출이 턱밑까지 쫓아왔지만 2024년 기준 여전히 1위를 유지하고 있다. 특히 미국을 중심으로 한 해외수출은 2,400억원 수준으로 국내 기업 중 유일하게 2,000억원대 수출을 기록하고 있다. 미국 시장에서 직판 전략과 더불어 브랜딩 강화 전략으로 3천만원대의 장비 ASP를 6천만원대까지 끌어올리는 전략이 주효했다. 전통적으로 레이저 기반 장비가 주력이었으나, 몇 년 전부터 다른 에너지원으로 다각화를 시도하고 있다.

2023년 사모펀드인 한앤컴퍼니(한앤코 23호)에 인수된 후 비상장기업으로 전환되었다. 이후 2024년 루트로닉이 한앤코 23호를 역취득 흡수합병하였다. 2024년 한앤컴퍼니는 Cynosure Lutronic이라는 신생법인을 만들어 미국의 Cynosure라는 회사를 인수했다. 현재 지배구조는 한앤코21호가 Cynosure Lutronic을 지배하고 있고, Cynosure Lutronic 산하에 루트로닉과 Cynosure가 각각 자회사로 있는 것으로 추정된다.

2024년 매출은 전년 대비 6% 성장한 2,880억원으로 사상 최대 실적을 경신했다. 동사는 2020~2022년까지 고성장을 거친 후 2023년부터 성장세가 한 자릿수로 떨어지고 있다. 국내 매출은 48% 성장한 473억원을 기록했다. 동사의 국내 매출은 지난 몇 년간 300억원 수준에서 정체되어 있었다는 점에서 의미가 크다. 미주 매출은 1,329억원으로 전년 대비 16% 성장한 것으로 추정된다. 상대적으로 아시아와 유럽은 부진했다. 안과 사업은 2023년 11월부터 중단하였다.

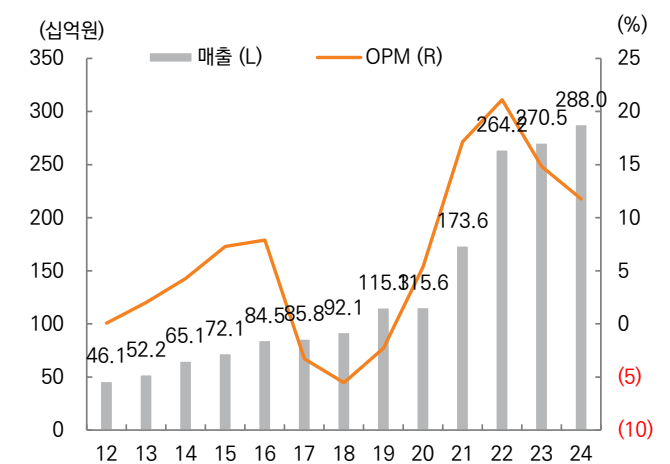
영업이익은 전년 대비 16% 감소한 339억원을 기록했으며, 영업이익률은 12%로 3%p 감소했다. 가장 큰 원인은 매출총이익률이 61.7%로 전년 대비 2.3%p 하락했기 때문이다. 영업이익률은 2022년 이후 지속 하락하고 있는데, 외형성장이 둔화되며 고정비 부담이 커진 것이 주원인으로 추정된다. 루트로닉은 직판 영업 강화를 위해 2022년부터 인건비가 500억원대로 크게 상승했다. 마케팅 강화로 광고선전비도 매출의 3~4%가 지출되고 있다.

그림 11. 연간 매출 및 조정 EBITDA 마진 추이



자료: 루트로닉, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 연간 매출 및 영업이익률 추이

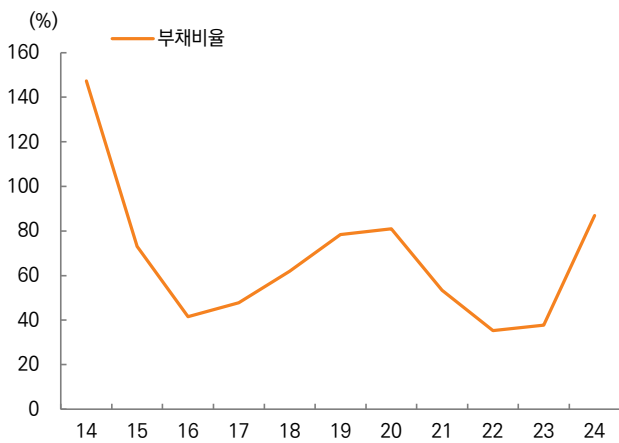


자료: 루트로닉, 미래에셋증권 리서치센터

매출채권이 2023년 488억원 대비 2024년 920억원으로 2배로 증가하며 운전자본이 크게 증가하였다. 이와 더불어 당기순이익도 감소하면서 2024년 잉여현금흐름은 적자로 전환되었다. 2024년 말 기준 현금성자산은 522억원을 보유하고 있다.

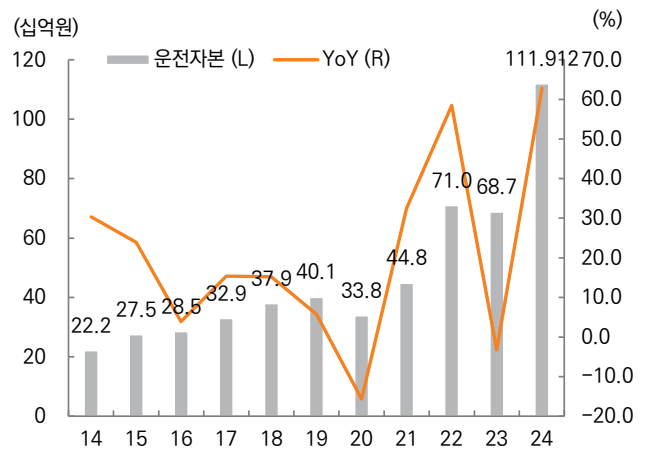
루트로닉이 모기업인 한앤코23호를 역취득 흡수합병함에 따라 한앤코23호가 루트로닉을 인수하는 과정에 증가했던 차입금과 무형자산을 모두 루트로닉이 인식하게 되었다. 이로 인해 NH로부터 인수금융으로 장기차입한 4,000억원(이자율 6%대, 만기 2029년 5월)이 인식되며 부채비율이 2023년 38%에서 2024년 87%로 높아졌고, 이자비용도 크게 증가했다. 또한, 무형자산이 8,310억원으로 늘어남에 따라 무형자산 상각비도 139억원으로 크게 증가했다. 다만, 이를 감안한 조정 EBITDA는 19%로 견조한 편이다.

그림 13. 부채비율 추이



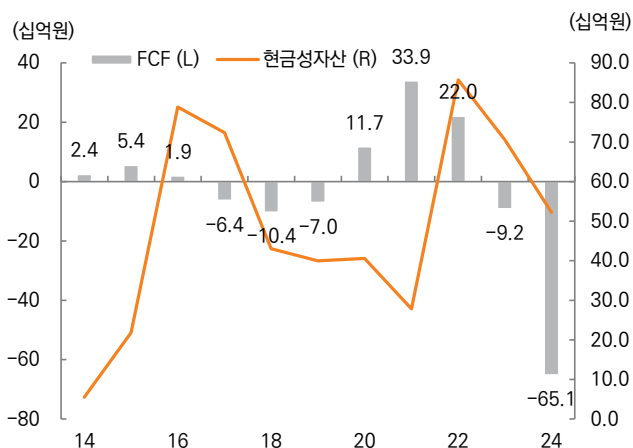
자료: 루트로닉, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 운전자본 추이



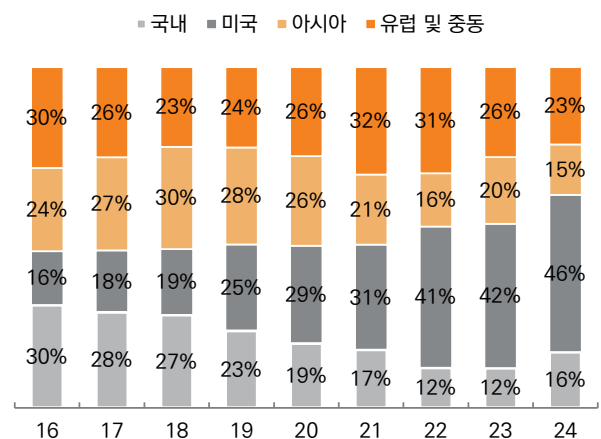
자료: 루트로닉, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. FCF와 현금성자산 추이



자료: 루트로닉, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 지역별 매출 비중 추이



자료: 루트로닉, 미래에셋증권 리서치센터

3. 치과: 오스템임플란트, 메디트, 메가젠임플란트

① 오스템임플란트

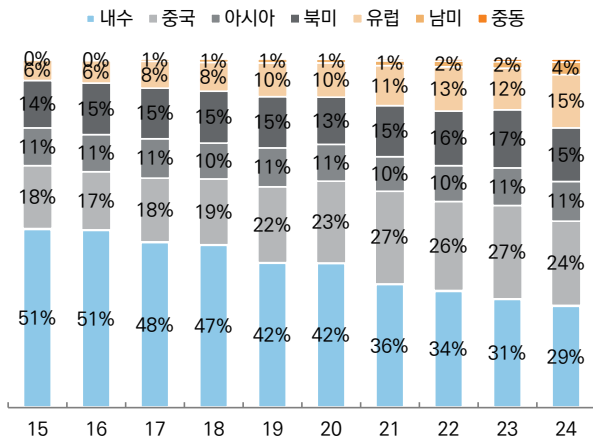
오스템임플란트는 세계 5대 치과 기업 중 하나로 우리나라 의료기기 기업 중 가장 높은 매출(팬더믹 제외)을 기록하고 있는 기업이다.

오스템임플란트의 2024년 실적은 전년 대비 8% 성장한 1.3조원으로 사상 최대 실적을 경신했다. 지역별로는 대부분의 지역에서 견조한 성과를 거두었으나, 중국과 북미지역이 부진했다. 중국이 3,447억원으로 전년 대비 2% 감소했고, 북미지역이 2,184억원으로 전년 대비 1% 감소했다. 중국과 북미지역은 매출이 연동되는 경향이 있는데, 미국 공장에서 생산되는 프리미엄 브랜드 하이오센 수출의 상당 부분이 중국으로 향하기 때문이다.

중국 업황이 악화된 것은 최근 국내 치과 기업들의 실적에서도 확인되는 사항이라 특별한 것은 없으나, 경쟁사인 Straumann은 중국에서 2024년에도 전년 대비 52% 성장한 3.9억 스위스 프랑을 기록했다는 것은 큰 의미가 있다. VBP 시행 이후 중국시장의 다이내믹스 변화에 관심을 기울일 필요가 있어 보인다.

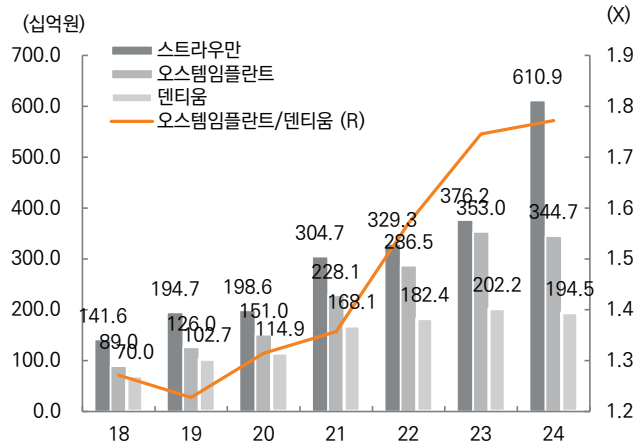
중국과 북미 외에는 내수시장에서 4,127억원으로 전년 대비 10% 증가했고, 아시아는 1,616억원으로 전년 대비 13% 증가, 남미는 512억원으로 전년 대비 103% 증가, 유럽은 2,178억원으로 전년 대비 38% 증가, 중동은 124억원으로 전년 대비 30% 증가했다. 남미 지역의 성장세가 돋보인다.

그림 17. 지역별 매출 비중 추이



자료: 오스템임플란트, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 중국 매출 추이

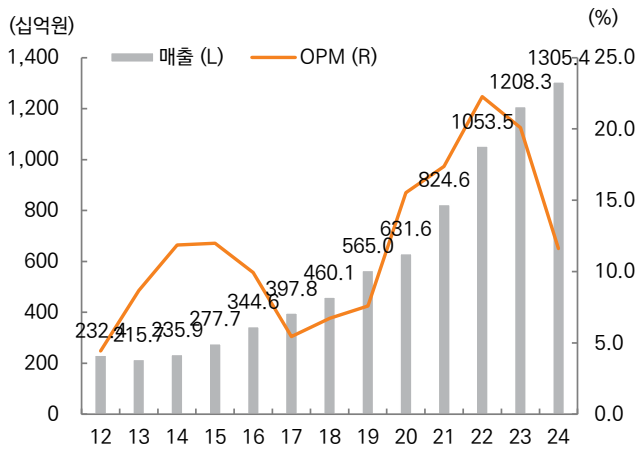


자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

영업이익은 전년 대비 38% 감소한 1,517억원을 기록하며 2년만에 영업이익률이 10%대로 하락했다. 가장 큰 원인은 판관비 증가다. 판관비가 전년 대비 1,340억원이 증가했다. 주요 비용으로는 연구개발비가 713억원으로 전년보다 68% 증가했고, 지급수수료 612억원으로 전년보다 33% 증가, 인건비도 341억원으로 전년 대비 23% 증가했다. 그 외 대부분의 판관비가 크게 증가했다.

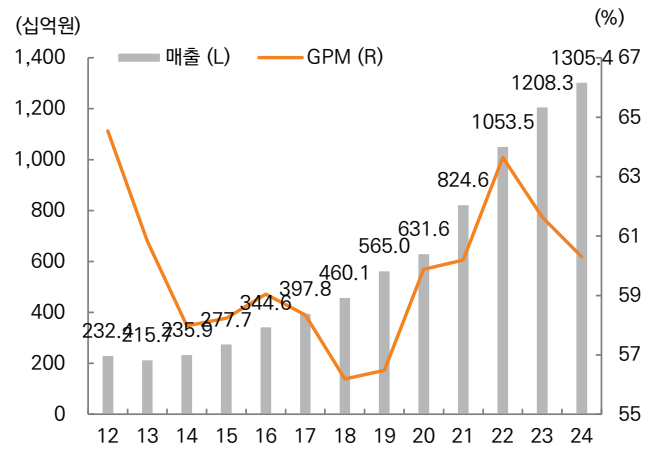
실적부진으로 영업현금흐름이 전년 대비 절반 수준이 되었고, 설비투자도 증가하면서 FCF는 5년만에 적자를 기록했다. 이 과정에서 현금성자산은 4,183억원으로 감소하였고, 부채비율도 전년 대비 소폭 상승한 230%를 기록했다. 운전자본은 매출채권과 재고자산 증가로 전년 대비 12% 증가했다. 배당은 2년 연속 실시하지 않았다.

그림 19. 매출 및 영업이익률 추이



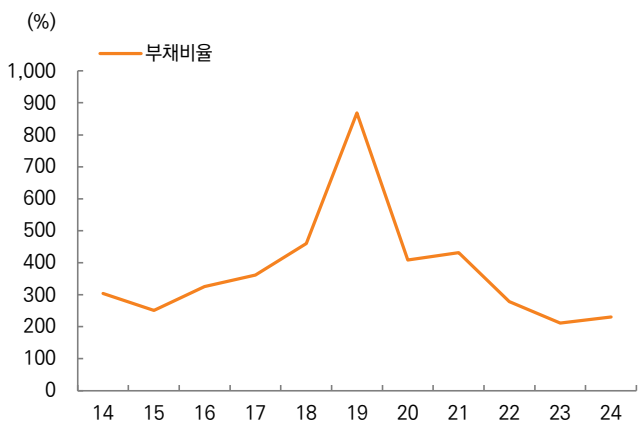
자료: 오스템임플란트, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. 매출 및 매출총이익률 추이



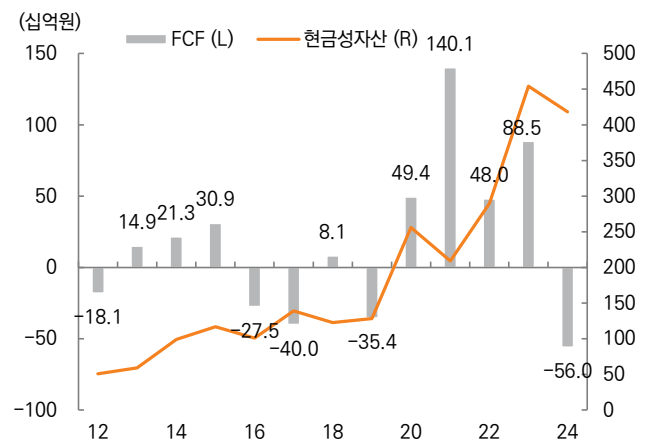
자료: 오스템임플란트, 미래에셋증권 리서치센터

그림 21. 부채비율



자료: 오스템임플란트, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. 현금성자산 및 FCF 추이



자료: 오스템임플란트, 미래에셋증권 리서치센터

② 메가젠 임플란트

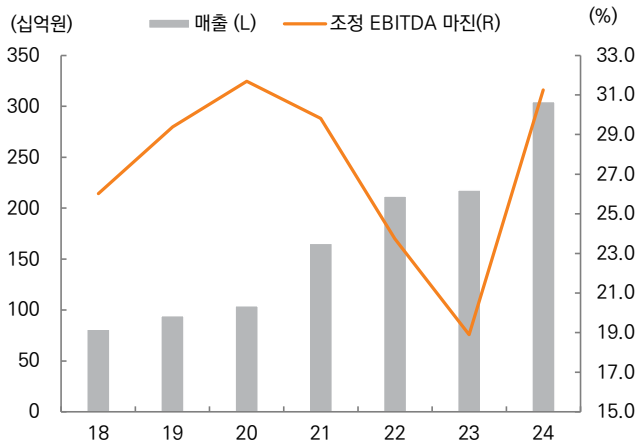
동사는 치과의사인 박광범 원장이 창업한 치과용 의료기기 기업이다. 매출(개별 기준)은 전년 대비 40% 증가한 3,048억원으로 사상 최대 실적을 경신했다. 내수판매는 전년 대비 16% 증가한 685억원을, 해외수출은 전년 대비 49% 증가한 2,363억원을 기록했다.

영업이익(개별기준)은 전년 대비 35% 증가한 287억을 기록했으나, 영업이익률이 9%로 한자릿수로 하락했다. 동사의 영업이익률은 2021년 21%를 기록한 이후 매년 하락하고 있다. 외형성장이 거듭되는 상황에서 영업레버리지 효과가 발생하고 있지는 않다.

2024년 매출총이익률은 60.4%로 사상 최대 실적을 기록한 점에서 영업이익률 훼손의 가장 큰 원인은 판매관리비, 그 중에서도 529억원을 기록한 대손상각비다. 동사의 대손상각비는 2Q24부터 크게 증가하기 시작했는데, 이와 함께 분기 매출도 2Q24 1,188억원을 기록한후 3Q24 464억원, 4Q24 511억원으로 감소했다. 대손상각비를 제외한 조정 EBITDA 마진은 31%다.

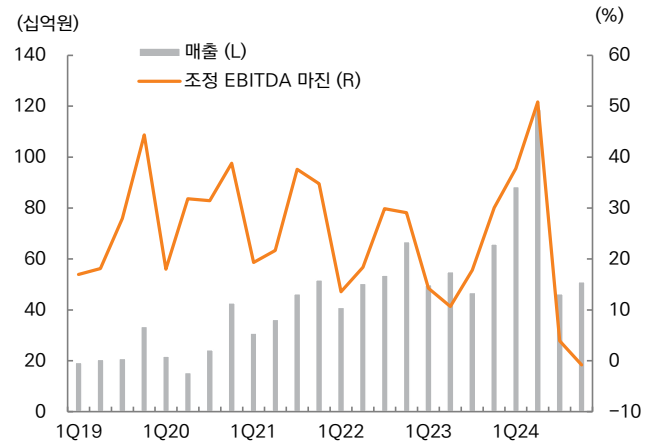
영업현금흐름은 건조한 편이나, 지난 몇년간 CAPEX 투자로 FCF가 적자였다. 2024년에는 CAPEX 감소로 FCF가 흑자전환했다. 재고자산과 매출채권이 크게 증가하면서 운전자본 증가세에 있다. 차입증가로 부채비율이 점진적으로 상승하여 2024년 말 부채비율은 112%이며, 현금성자산은 239억원을 보유하고 있다. 2024년 투자자산이 증가했는데, Biolase라는 미국 치과용 레이저 기업을 347억원에 취득했기 때문이다.

그림 23. 연간 매출 및 조정 EBITDA 마진 추이



자료: 메가젠임플란트, 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. 분기 매출 및 조정 EBITDA 마진 추이



자료: 메가젠임플란트, 미래에셋증권 리서치센터

③ 메디트

메디트는 고려대학교 기계공학과 장민호 교수가 창업한 치과 의료기기 기업으로 석고인상을 디지털 스캔으로 대체할 수 있는 구강스캐너의 국산화에 성공하며 빠르게 성장했다. 구강스캐너는 전통치솔처럼 생긴 의료기기로 입안 구석구석의 사진을 찍어서 하나의 구강내부 3차원 사진으로 정합하는 것이 핵심 기능이다. 이렇게 스캔한 영상은 CT영상과 다시 정합되어 임플란트나 투명교정 치료에 활용된다.

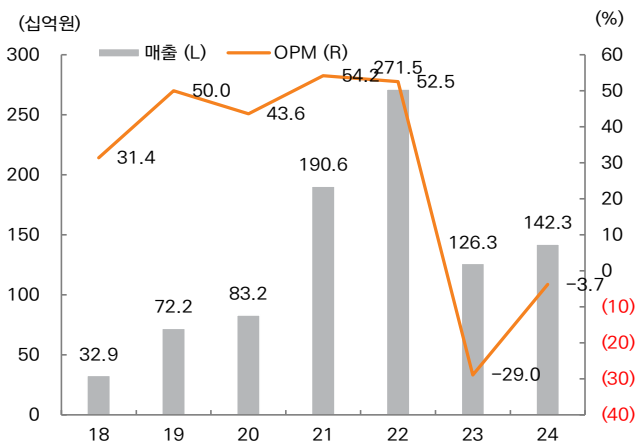
메디트의 강점은 가격경쟁력이 높은 하드웨어와 클라우드 기반 디지털 플랫폼인 Medit Link다. 메디트는 3~5만 달러의 고가로 형성된 구강스캐너 시장에 2018년 하반기 1만 달러 대의 구강스캐너인 i500와 Medit Link를 앞세워 시장의 판도를 바꾸었다. 2022년 역대 최고 실적을 경신하고 2023년 MBK에 기업가치 2.4조원에 인수되었다.

2024년 매출은 전년 대비 13% 증가한 1,423억원을 기록했다. 국내는 전년 대비 21% YoY, 미국은 44% YoY, 유럽은 15% YoY, 아시아는 전년과 유사했고, 기타지역은 -8% YoY를 기록했다. 일견 건조해보이는 실적이나 최전성기인 2022년의 절반 수준이다. 2024년 실적은 2022년 대비 미국은 41.7%, 유럽은 53.5%, 아시아는 51.7%에 불과하다.

2년 연속 영업적자를 기록했다, 전년 대비 영업적자폭은 줄어들었다. 매출총이익률은 75%로 전년 대비 4.3%p 개선되었다. 적자의 가장 큰 이유는 판관비다. 판관비는 전년 대비 11% 감소했으나, 2022년에 비하면 거의 2배가 늘었다. 가장 크게 증가한 것은 급여와 지급수수료다. 급여는 2022년 89억원 수준이었는데, 2023년 129억원, 2024년 207억원으로 급등했다. 지급수수료는 2022년 80억원 수준이었는데, 2023년 238억원, 2024년 325억원으로 역시 급등했다.

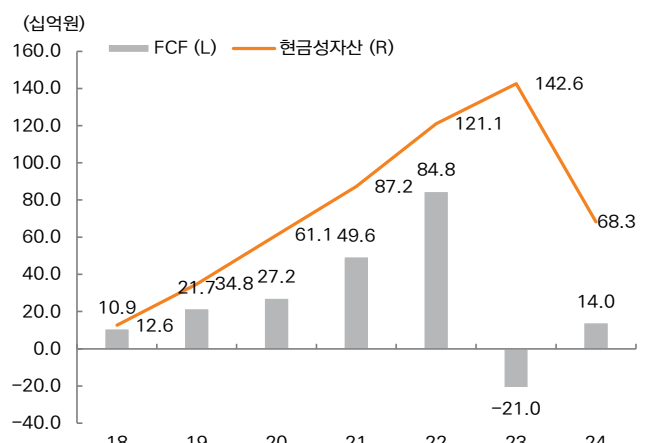
잉여현금흐름을 기록했음에도 현금성자산이 크게 감소했는데, 898억원의 배당을 실시했기 때문이다. 부채비율은 53%로 크게 증가했는데, 배당으로 인한 자본 감소와 미지급금 증가로 인한 부채증가가 동시에 작용했다. 미지급금은 481억원으로 전년 대비 375억원이 증가했다. 운전자본이 전년 대비 7% 감소한 것은 긍정적인 부분이다.

그림 25. 매출 및 영업이익률 추이



자료: 메디트, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. FCF 및 현금성 자산 추이



자료: 메디트, 미래에셋증권 리서치센터

4. 디지털 헬스: 카카오헬스케어, 넷지헬스케어, 바디프랜드

① 카카오 헬스케어

카카오의 100% 헬스케어 자회사로 주력 비즈니스 모델은 혈당관리 소프트웨어(파스타)를 무료로 서비스하고 연속혈당측정기(CGM)의 유통으로 수익을 내는 구조다. Dexcom의 G7 과 아이센스의 케어센스 에어 2가지 제품을 유통하고 있다. 라인웍스와 네오젠소프트를 인수하며 확보한 병원용 데이터 솔루션 사업도 보유하고 있으나, 아직 실적에 미치는 영향은 크지 않은 것으로 추정된다.

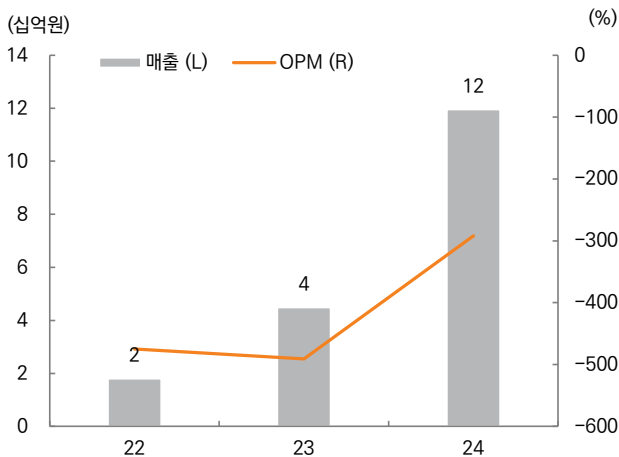
파스타와 CGM 사업을 본격화함에 따라 2024년 매출은 119억원으로 전년 대비 166% 성장했다. 다만 영업적자가 349억원으로 작년보다 129억원 증가했다. 인건비가 전년 대비 37% 증가한 197억원으로 매출보다 높다. 광고선전비도 21억원이 발생했다. CGM 유통채고 확보로 인해 상품원가도 75억원이 발생했다. 유통업은 통산 매출총이익률이 20~30% 수준이라는 점을 고려할 때, BEP 달성을 위해서는 상당한 외형확대가 필요해 보인다.

동사는 카카오로부터 2번에 걸쳐 총 1,489억원의 자금을 조달했다. 그러나 영업적자 확대가 매년 지속되면서 2024년말 현금성자산은 119억원을 보유하고 있다. 2025년 현금흐름이 개선되기 어렵다면 추가 자금조달이 필요해 보인다. CGM 판매가 본격화되면서 매출채권과 재고자산이 늘며 운전자본도 증가하고 있다.

긍정적인 부분은 부채가 크지 않아 부채비율은 아직 24% 수준이라는 점이다. 대부분 부채는 카카오헬스케어가 현재 입주한 건물에 대한 금융리스다. 카카오와 전대차계약에 의해 리스부채 104억원이 잡혀있다.

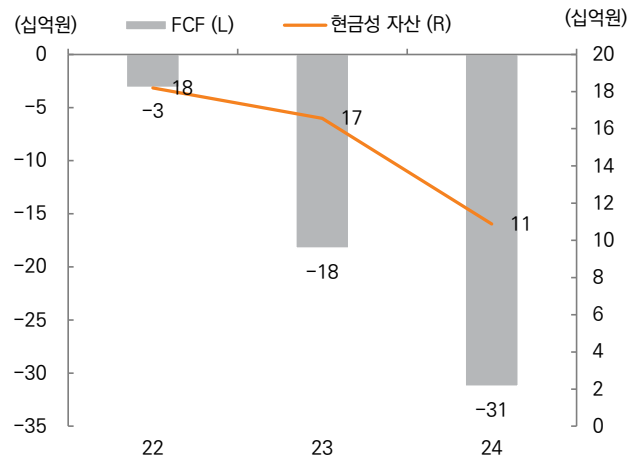
무형자산이 많은 편인데, 대부분 라인웍스(실사용 데이터 분석 플랫폼), 네오젠소프트(스마트병원 솔루션) 합병에 의한 영업권이다. 사업다각화를 위해 히치메드(온라인 문진 솔루션, 이지닥), Enolink(의료 데이터 솔루션)에 투자했으나 대부분 손상처리한 것으로 보이며, 공정가치 측정 금융자산도 상당부분 손상처리 된 것으로 추정된다.

그림 27. 매출 및 영업이익률 추이



자료: 카카오헬스케어, 미래에셋증권 리서치센터

그림 28. FCF 및 현금성 자산 추이



자료: 카카오헬스케어, 미래에셋증권 리서치센터

② 넷지 헬스케어

의사출신 나승균과 개발자 출신 박정신이 의기투합해 만든 디지털헬스 플랫폼 기업으로 건강관리 행위에 금전적 보상을 제공하는 캐시워크라는 어플을 서비스하고 있다. 매출의 86~96%는 어플 상의 광고에서 발생하며 걷는 거리에 따라 사용자에게 금전적 보상을 포인트 형태로 지급한다. 이로 인해 매출의 20% 정도를 포인트 총당부채로 쌓아두고 있다. 포인트총당부채의 실제변동액은 판매촉진비에서 가감하는 식으로 회계처리하고 있다.

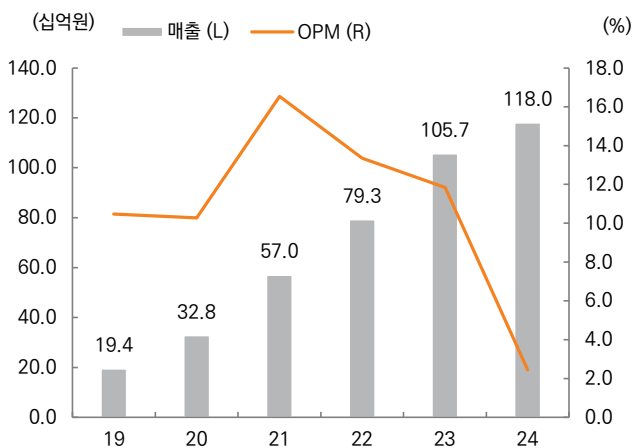
2024년 매출은 전년 대비 12% 증가한 1,180억원으로 역대 최고 실적을 경신했다. 그러나 주력인 광고매출이 전년 대비 5% 성장에 그친 것은 아쉬운 부분이다. 국내 캐시워크 일변도의 매출을 다각화하기 위해 동사는 지역적 다각화와 품목적 다각화를 동시에 시도하고 있다. 지역적 다각화의 일환으로 일본법인을 설립했다. 해외사업은 이미 북미지역에서 서비스하고 있으며, 80억원대의 매출이 발생하고 있다.

품목적 다각화로 선택한 영역은 정신건강 영역이다. 2024년 다인과 휴마트컴퍼니를 인수했는데, EAP 서비스를 제공하는 다인을 통해 B2B 시장을, 휴마트컴퍼니를 통해 B2C 시장을 동시에 진출하려는 복안으로 보인다. 사업적 시너지를 위해 휴마트컴퍼니는 다인의 100% 자회사로 편입되었다.

영업이익은 전년 대비 비용이 크게 증가하며 전년 대비 77% 감소한 29억을 기록했다. 가장 많은 비용을 차지하는 판매촉진비는 전년 대비 6% 증가한 725억원으로 선방했으나, 급여가 전년 대비 49% 증가한 123억원, 지급수수료가 전년 대비 66% 증가한 125억원을 기록했다. 또한, 외주용역비가 39억원(전년 대비 37억원 증가), 퇴직급여 32억원(전년 대비 26억원 증가)도 이익을 훼손에 원인이 되었다.

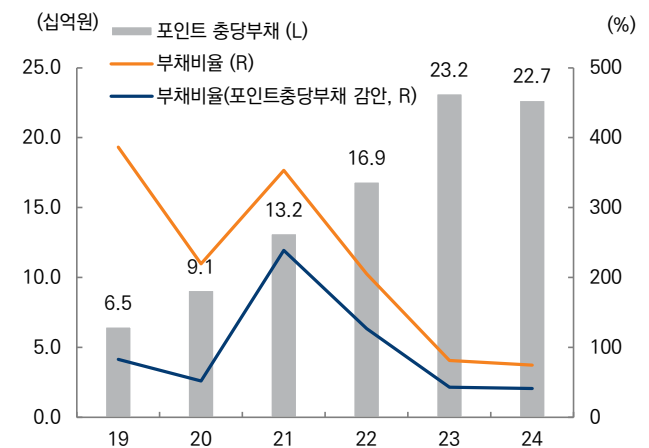
영업현금흐름이 좋은 기업이었으나, 2024년 실적부진으로 FCF가 크게 감소했다. 이로 인해 현금성자산도 362억원으로 전년 대비 106억원 감소했다. 무형자산이 280억원으로 전년 대비 196억원 증가했는데, 패스트포워드라는 회사 지분인수로 인한 영업권증가가 대부분을 차지했다. 유상증자를 2023년(320억원)과 2024년(152억원) 두 번에 걸쳐 단행하며 부채비율은 2022년 205%에서 2024년 75%까지 감소했다.

그림 29. 매출 및 영업이익률 추이



자료: 넷지헬스케어, 미래에셋증권 리서치센터

그림 30. 포인트총당부채 vs. 부채비율



자료: 넷지헬스케어, 미래에셋증권 리서치센터

③ 바디프랜드

세계 1위 안마의자 기업으로 효도 마케팅과 홈쇼핑을 통한 렌탈 판매 모델을 활용해 안마 의자 시장을 키워냈다. 최근 몇 년사이 핵심시장인 국내시장에서 안마의자 침투율 증가와 코지마, 휴테크 등과의 경쟁심화로 역성장을 거듭하고 있다. 이로 인해 다른 헬스케어 영역으로 다각화와 해외진출을 시도하고 있으나, 아직 안마의자 비중이 절대적(80% 중반)으로 높고 내수 비중이 95%에 달한다.

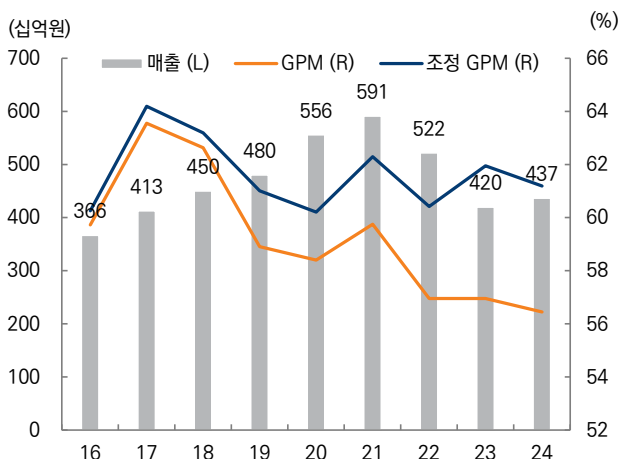
2024년 매출은 4,369억원으로 3년만에 성장세를 회복(4% YoY)했다. 침대 매트리스인 라클라우드가 전년 대비 16% 성장한 532억원으로 외형성장의 1등공신이 되었다. 주력인 안마의자 사업은 3년만에 외형성장(4% YoY)을 달성하며 3,734억원을 기록했다.

영업이익은 전년 대비 35% 증가한 226억원(OPM 5%)을 달성했다. 2021년부터 영업이익률이 한자릿수대로 감소했는데, 재고자산 상각에 의해 매출총이익률이 감소한 것이 가장 큰 원인이다. 재고자산평가손실이 2019년 100억원대부터 계속 증가하더니 작년부터 200억원대로 증가했다.

판매관리비는 2021년 이후 계속해서 허리띠를 졸라매고 있다. 2024년 판매관리비는 전년 대비 1% 증가한 2,241억원을 기록했다. 광고선전비가 전년 대비 11% 증가한 221억원을 기록했으나, 가장 피크였던 2021년의 절반수준이다. 가장 큰 비용인 판매수수료는 전년 대비 소폭 감소한 546억원을 기록했다. 감가상각비는 계속 감소하고 있고, 연구개발비는 매출의 5% 수준으로 관리되고 있는 것으로 보인다. 결국 영업이익률 개선은 2019년부터 진행된 재고자산 상각이 마무리되느냐에 달려있는 것으로 보인다.

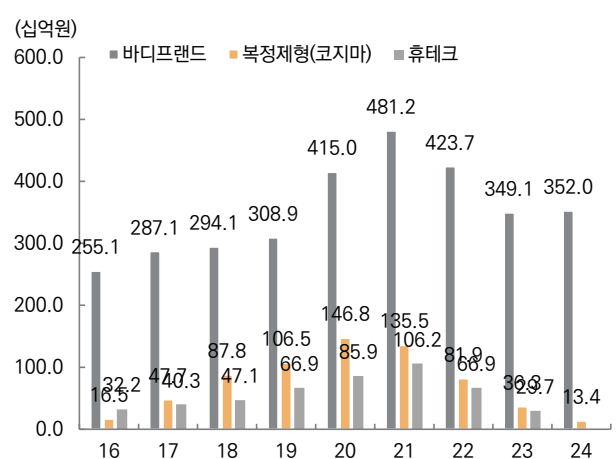
영업이익률은 한자릿수대임에도 조정 EBITDA 마진은 10% 후반을 기록하며 현금흐름은 견조하다고 볼 수 있다. 특히 2024년은 매출채권과 재고자산 감소로 운전자본과 현금흐름이 더욱 개선되며, 현금성자산이 1,173억원을 보유하고 있다. 다만, 영업현금흐름이 2020년부터 꾸준히 개선되고 있음에도 현금성자산이 감소하는 추세인데 가장 큰 이유는 배당 때문이다. 당사는 최근 3년사이 매년 300억원의 배당을 실시했다. 이로 인해 매년 차입금상환을 하고 있음에도 부채비율이 90%대로 유지되고 있다. 2024년 부채비율은 89%다.

그림 31. 매출 및 조정 GPM 추이



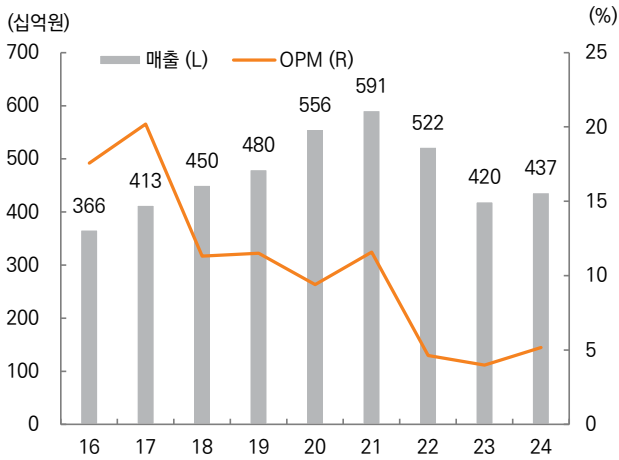
자료: 바디프랜드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. 주요기업의 안마의자 매출 추이



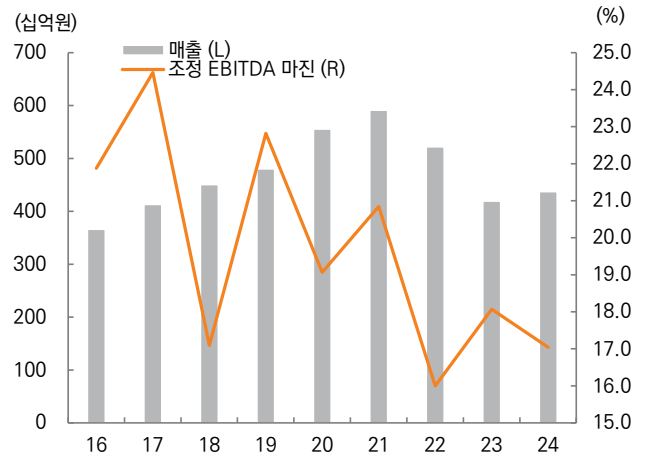
자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 33. 매출 및 OPM 추이



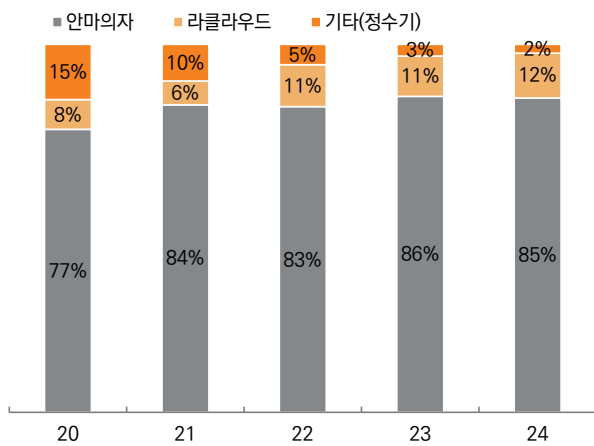
자료: 바디프랜드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 34. 매출 및 조정 EBITDA 마진 추이



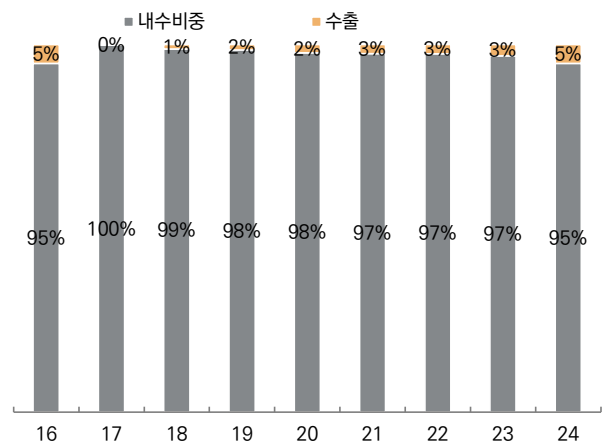
자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 35. 품목별 매출 비중 추이



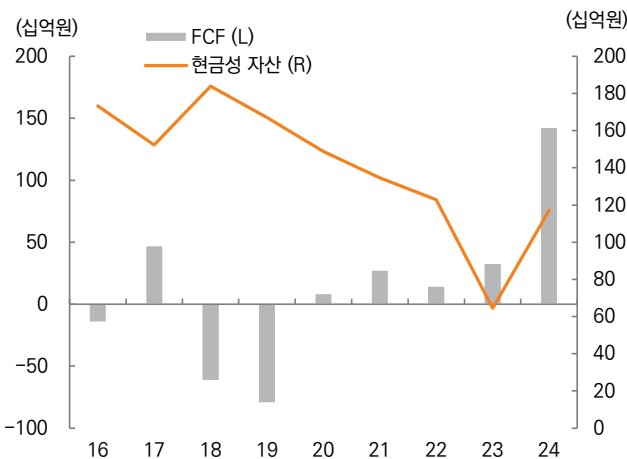
자료: 바디프랜드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 36. 지역별 매출 비중 추이



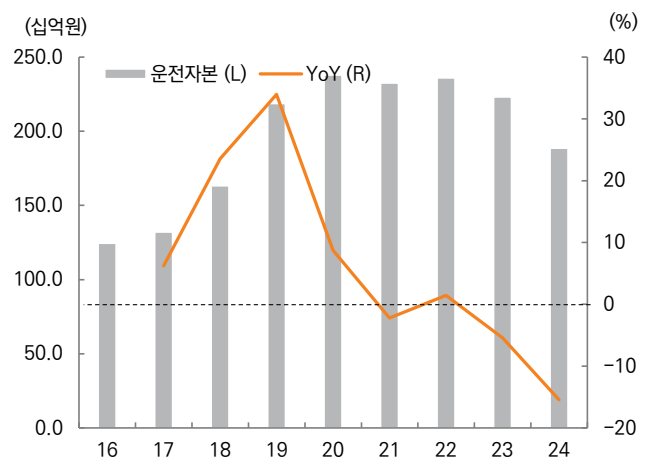
자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 37. FCF 및 현금성자산 추이



자료: 바디프랜드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 38. 운전자본 추이



자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

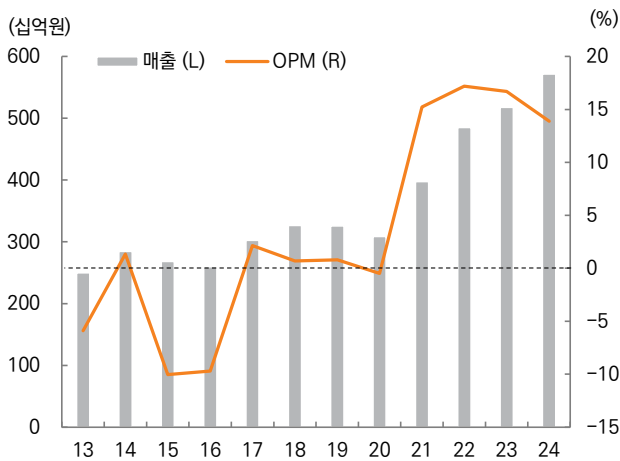
5. 영상진단: 삼성메디슨

① 삼성메디슨

삼성메디슨은 삼성그룹의 의료기기 계열사로 국내 선도 의료기기 기업이었던 메디슨이 전신이다. 초음파 진단기기에 집중하고 있으며, 초음파 진단기기가 전체 매출의 83~90%를 차지한다. CT나 X-Ray 등의 방사선 영상진단 기기는 삼성전자가 담당하고 있다. 삼성메디슨과 삼성전자 의료기기 사업부문의 합병은 매년 뜨거운 감자 중 하나다.

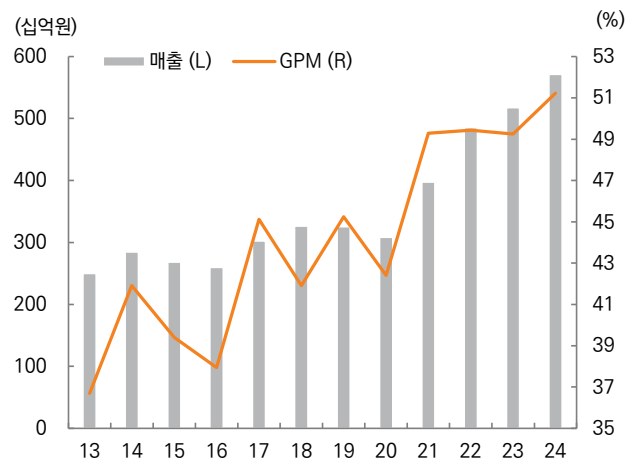
삼성메디슨의 2024년 매출은 전년 대비 7% 상승한 5,712억원으로 사상 최대 실적을 경신했다. 북미시장이 전년 대비 67% YoY 증가했고, 중남미는 34% YoY, 유럽은 18% YoY 증가하며 외형성장을 견인했다. 최대 시장인 아시아에서는 전년 대비 1% 감소했고, 국내는 4% YoY, 아중동은 5% YoY를 기록하며 상대적으로 부진했다. 최근 남미에서의 성장이 두드러지고 있는데 이러한 추세가 이어진다면 2025년에는 남미 매출이 국내 매출을 넘어설 수도 있을 것으로 보인다.

그림 39. 매출 및 영업이익률 추이



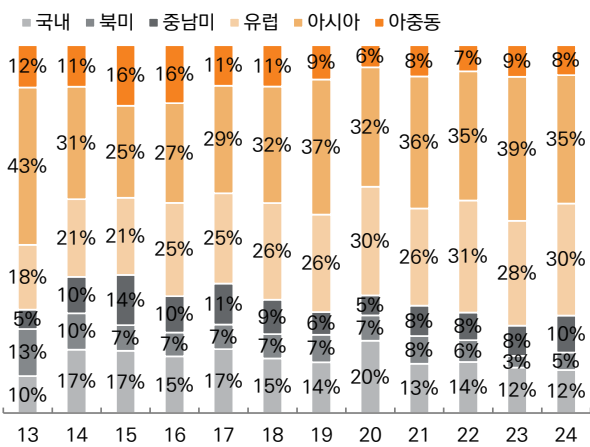
자료: 삼성메디슨, 미래에셋증권 리서치센터

그림 40. 매출 및 매출총이익률 추이



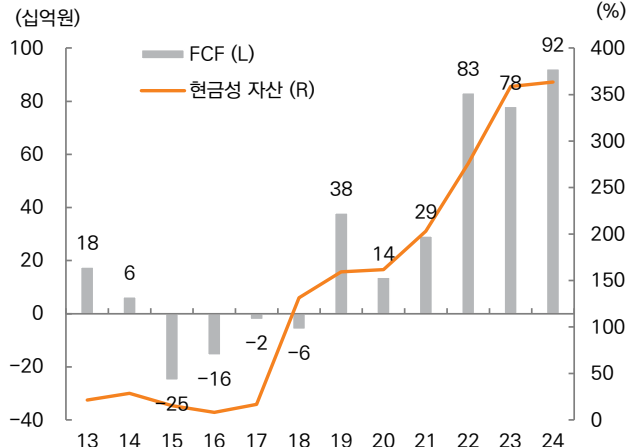
자료: 삼성메디슨, 미래에셋증권 리서치센터

그림 41. 지역별 매출 비중 추이



자료: 삼성메디슨, 미래에셋증권 리서치센터

그림 42. FCF 및 현금성 자산 추이

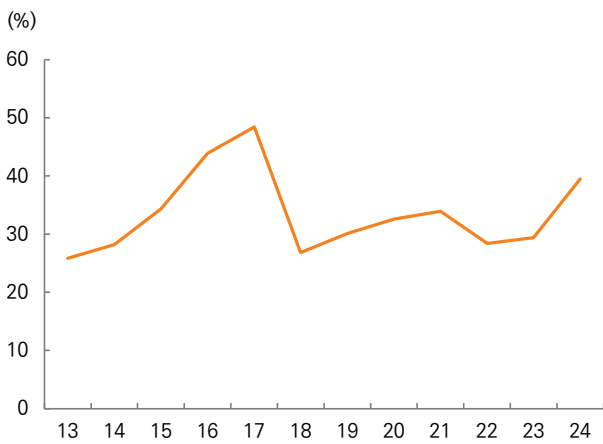


자료: 삼성메디슨, 미래에셋증권 리서치센터

영업이익은 전년 대비 8% 감소한 793억원(영업이익률 13.9%)을 기록했다. 매출총이익률은 51.2%로 역시 최대 실적을 경신했으나, 판관비 증가가 주 원인이다. 연구개발비와 인건비 증가가 주 원인인데 이익률 측면에서 이 부분이 2025년에 조절이 가능할지가 중요할 것으로 보인다.

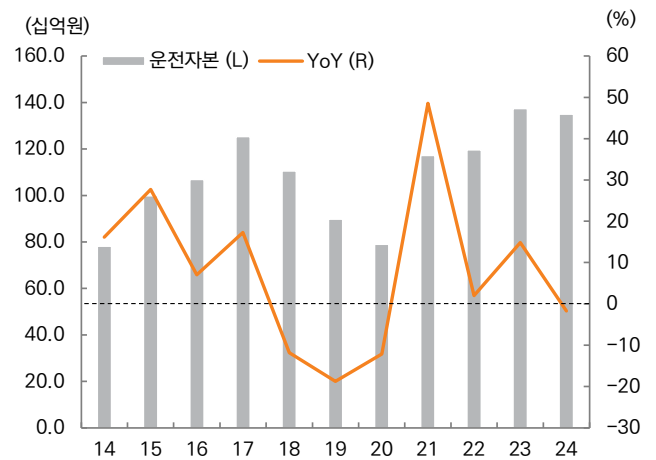
현금흐름은 꾸준히 개선되며 M&A를 진행했음에도 2024년 말 기준 현금성자산은 역대 최고인 3,640억원을 보유하고 있다. 동사는 프랑스 의료AI 기업인 Sonio를 1,256억원에 인수하였다. 다만, 무형자산 중 영업권이 1,145억원이 잡혀있어, 향후 무형자산상각비가 증가할 것으로 예상된다.

그림 43. 부채비율 추이



자료: 삼성메디슨, 미래에셋증권 리서치센터

그림 44. 운전자본 추이



자료: 삼성메디슨, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 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.