MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2025.4.29

INMD US · 글로벌 의료기기 · 미국

인모드

실적개선의 실마리를 찾기 어려운 상황

	Not Rated
Refinitiv 평균목표주가	USD 21.2
현재주가(25/4/28)	USD 14.26
상승여력	48.5%

나스닥 종합(p)	17,366.13
EPS 성장률(25F,%)	-31.8
P/E(25F,x)	9.2
배당수익률(%)	0.0
시가총액(백만USD)	967.81
시가총액(십억원)	1,388.42
상장주식수(백만주)	67.9
60일 평균 거래대금(백만USD)	23.98
52주 최저가(USD)	14.10
52주 최고가(USD)	19.62

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-19.4	-20.7	-16.8
상대주가	-19.6	-15.2	-23.7



[첨단의료기기/디지털헬스]

김충현, CFA
choonghyun.kim@miraeasset.com

박선영
seunyoung.park@miraeasset.com

1Q25 Review: 매출 시장기대치 부합했으나, 조정순이익 시장기대치 하회

매출은 전년 대비 3% 감소한 77.9백만 달러로 시장기대치에 부합했다. 영업이익은 전년 대비 14% 감소한 15.6백만 달러(OPM 20.1%)를, 조정 순이익은 일회성 법인세 증가로 전년 대비 23% 감소한 21.4백만 달러로 시장기대치를 크게 하회했다.

품목별로는 장비는 전년과 유사한 57.7백만 달러를 기록했다. 미국 시장이 전년 대비 4% 감소했고, 미국 외 시장은 4% 증가했다. 소모품 매출은 전년 대비 10% 감소한 20.2백만 달러를 기록했다. 미국 시장은 전년 대비 10%, 미국 외 시장은 전년 대비 11% 감소했다. 전체적으로 미국 시장은 전년 대비 6% 감소한 39.9백만 달러를 기록했다. 해외 시장은 전년과 유사한 38백만 달러를 기록했다.

동사는 2025년 가이던스로 매출은 3.9억~4.5억 달러로 유지했으나, 매출총이익률 78 ~80%(이전 80~82%), 영업이익 1.01억~1.06억 달러(이전 1.3억~1.35억 달러), 조정 EPS 1.64~1.68달러(이전 1.95~1.99달러)로 하향했다.

12개월 선행 P/E 8배로 글로벌 Peer 대비 저평가

경기침체 영향이 지속되고 있다. 동사는 지난 분기에 이어 터널의 끝에 빛이 보이지 않는다는 표현을 했다. 인모드의 주력 사업은 최소침습시술로 우리에게 익숙한 비침습 미용시술과는 상당히 다르다.

장비가격도 1억~1.5억원 이상 호가하며 시술가격도 3,000~7,000달러에 달하는 초고가 시술이다. 이런 상황에서 14~15%에 달하는 리스금리는 병원의 신규장비 구매를 지연시키고, 경기침체로 소비자들도 고가시술에 지갑을 닫고 있다.

외형성장 둔화에 의해 비용 부담이 이어지고 있으나 여전히 20% 이상 영업이익률을 기록하고 있을 만큼 저력은 있다. 다만, 현재 밸류에이션이 12개월 선행 P/E 기준 8배(상장 이후 평균 14배)로 평가받고 있는데, 글로벌 Peer(18배) 및 지난 3년 평균(12배) 대비 저평가되고 있지만 리레이팅을 줄 만한 트리거가 단기적으로 부재하다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (백만USD)	492	395	399	439	483
영업이익 (백만USD)	196	113	100	116	132
영업이익률 (%)	39.8	28.6	25.1	26.4	27.3
순이익 (백만USD)	198	181	106	120	135
EPS (USD)	2.37	2.29	1.56	1.77	1.99
ROE (%)	29.5	24.3	15.0	15.7	15.1
P/E (배)	9.4	7.3	9.2	8.1	7.2
P/B (배)	2.1	1.1	0.9	0.8	0.7

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

1Q25 Review: 매출 시장기대치 부합했으나, 조정순이익 시장기대치 하회

매출은 전년 대비 3% 감소한 77.9백만 달러로 시장기대치에 부합했다. 영업이익은 전년 대비 14% 감소한 15.6백만 달러(OPM 20.1%)를 기록했고, 조정 순이익은 전년 대비 23% 감소한 21.4백만 달러를 기록하며 시장기대치를 크게 하회했다.

동사는 2025년 가이던스로 매출은 3.9억~4.5억 달러로 유지했으나, 매출총이익률 78~80%(이전 80~82%), 영업이익 1.01억~1.06억 달러(이전 1.3억~1.35억 달러), 조정 EPS 1.64~1.68달러(이전 1.95~1.99달러)로 하향했다.

밸류에이션 및 투자전략

경기침체 영향이 지속되고 있다. 동사는 지난분기에 이어 터널의 끝에 빛이 보이지 않는다는 표현을 했다. 인모드의 주력 사업은 최소침습시술로 우리에게 익숙한 비침습 미용시술과는 상당히 다르다. 장비가격도 1억~1.5억원 이상 호가하며 시술가격도 3,000~7,000달러에 달하는 초고가 시술이다.

다만, 외형성장 둔화에 의해 비용 부담이 이어지고 있으나 여전히 20% 이상 영업이익률을 기록하고 있을 만큼 저력은 있다. 다만, 현재 밸류에이션이 12개월 선행 P/E 기준 8배(상장 이후 평균 14배)로 평가받고 있는데, 글로벌 Peer(18배) 및 지난 3년 평균(12배) 대비 저평가되고 있지만 리레이팅을 줄 만한 트리거가 단기적으로 부재하다.

Q) 현재 거시경제 상황은 어떠한가?

A) 현재 경기 침체는 미국에서 금리와 인플레이션이 크게 상승했던 2023년 중반에 시작돼, 벌써 거의 7분기째다. 당시 리스 회사들은 리스 패키지의 금리를 인상했는데, 일반적인 금리는 5년 리스 패키지의 경우 약 6%, 7%였고, 이후 약 14%, 15%까지 올랐다. 이로 인해 의사들의 자본 장비 구매가 둔화되기 시작했다. 게다가 지난해 소비자 신뢰도가 하락하면서 의사들이 시행하는 시술 건수도 감소했다. 최소 침습 시술은 제모나 피부 재생을 위한 300~400달러짜리 레이저 시술처럼 일반적인 시술이 아니고, 수천달러가 소요된다. 최소 침습 RFAL이라면 치료당 4,000달러에서 5,000달러까지 비용이 들 수 있다. 우리는 1Q25에 24만개의 소모품을 판매했는데, 1Q23에는 23.7만개를 판매했다. 우리가 지난 2년간 전세계에 약 9천대의 장비를 설치한 것을 고려하면 장비활용률이 30% 감소했다고 볼 수 있다. 현재로서는 1분기와 2분기 시작 시점을 기준으로 터널 끝에 빛이 보이지 않는다고 말씀드려야겠다. 우리는 경기 침체가 새로운 추진력으로 다가올 것으로 보지 않는다. 우리는 시장에 2가지 새로운 플랫폼을 출시했다. 보통 두 가지 새로운 시스템을 출시할 때 새로운 모멘텀을 경험하게 된다. 그러나 2024년 이후로 신제품 효과가 나타나지 않고 있다. 1Q24에는 이스라엘 전쟁영향으로 판매가 중단되었던 시기였다. 그런 것을 고려하면 1Q25 장비매출은 좋은 성적이 아니다.

Q) 배당을 한다면 어떤 세금문제가 발생하나?

A) 이스라엘 세법에 따르면 배당금 지급 시 배당금 지급 전에 20%의 배당세(debt tax)를 납부해야 한다.

Q) 1Q25 실적에도 연간 매출 가이던스를 유지하는 이유는?

A) 미국 시장은 2025년에 회복될 것이라고 생각한다. 이 모든 것은 2분기 실적이 어떻게 될 것인지에 따라 달려있다. 2분기 실적이 1분기 실적보다 크게 높지 않다면, 가이던스를 낮춰야할 것이다. 계적적으로 4분기 이후 1분기는 상대적으로 저조한 분기고, 2분기는 가장 성수기다. 보통 5~6월이 강한 달이기 때문에 아직은 2분기 전체 분위기를 팡가하기 어렵다.

Q) 관세에 대한 영향은? 관세영향을 고객에게 이전할 수 있나?

A) 이렇게 어려운 시장에서 우리가 미국 기업이 아니라 이스라엘 기업이라는 이유만으로 시장에 나가서 가격을 인상하고, 수입 제품이라는 이유만으로 가격을 인상해야 한다고 설명한다면, 아무런 도움이 되지 않을 것이다. 경기 침체인 시장에서 가격을 인상할 수는 없다. 우리는 관세 때문에 가격을 인상하지 않기로 했다. 가격을 인상하는 유일한 방법은 신제품을 출시할 때뿐이다. 그리고 신제품이 기존에 판매하던 제품의 업그레이드 버전이라면 가격을 조금 올릴 수 있다.

Q) 올해 자사주 매입, 배당금, 인수합병(M&A)의 우선순위는?

A) 현재로서는 자사주 매입을 고려하고 있지 않다. 우리는 약 2년 반 전에 주가가 50달러에서 60달러였을 때 자사주 매입을 시작했다. 이미 5.08억 달러를 자사주 매입에 사용했다. 우리가 매입한 주당 가격은 20달러에 가깝다. 그런데 주가부양에는 큰 도움이 되지 않았다. 장기적으로 M&A는 고려하고 있지만, 우리는 현금이 없는 상황은 원치 않는다. 따라서 단기적으로 M&A는 고려하고 있지 않다.

Q) 유럽 실적이 괜찮았던 이유와 지속가능성은?

A) 우리는 유럽 자회사 경영에 많은 변화를 주었고, 그 효과가 좋았다. 유럽의 장비 판가는 미국보다 낮다. 유럽의 많은 국가에서는 여전히 유통업체를 통해 영업하고 있다. 따라서 이전 가격만 인정하고 있으며, 전체 가격은 인정하지 않는다. 유럽 특정국가에서 인플레이션 조짐으로 인해 신용상황이 악화되고 있다. 우리는 이를 위해 리스회사와 제휴하여 6% 금리로 금융 서비스를 제공하고 있다.

Q) 1분기 내내 미국 소비자 신뢰지수가 다소 둔화된 영향은?

A) 맞는 말이다. 하지만 장비 매출은 대부분 3월에 발생한다. 1~2월은 어차피 부진한 달이다. 따라서 1월부터 3월까지 소비자 신뢰 지수의 흐름을 비교한다고 해서 큰 의미를 갖기 어렵고, 분기 내내 영향을 미칠 것으로 예상하기 어렵다. 대부분의 매출은 매 분기 마지막 몇 달 동안 발생합니다. 따라서 6월과 2분기 전체가 1분기와 어떻게 비교될지 지켜보는 것도 흥미로울 것이다.

표 1. 1Q25 실적 비교표 (백만달러, %, %p)

	1Q24	4Q24	1Q25		성장률	
			확정 실적	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	80.3	97.9	77.9	78.2	-3.0	-20.4
영업이익	18.1	27.9	15.6	23.0	-13.7	-43.9
영업이익률 (%)	22.5	28.5	20.1	29.5	-2.5	-8.4
순이익	23.7	82.8	18.2	24.9	-23.2	-78.0

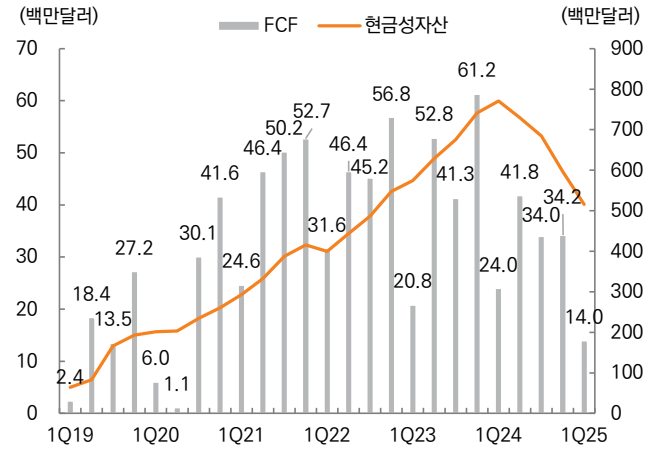
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 분기별 실적 전망표 (백만달러, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출	**80.3**	**86.4**	**130.2**	**97.9**	**77.9**	**103.7**	**95.1**	**122.3**	**394.8**	**399.0**	**438.9**
US	42.3	45.5	93.8	62.7	39.9	52.9	48.3	61.9	244.3	203.0	219.8
OUS	38.0	40.9	36.4	35.2	38.0	50.8	46.8	60.4	150.5	196.0	219.1
영업이익	18.1	18.3	48.3	27.9	15.6	23.9	24.8	35.5	112.5	99.8	115.7
순이익	23.7	23.8	51.0	82.8	18.2	25.4	26.2	35.9	181.3	105.7	120.0
매출 성장률 (%)	**-24.3%**	**-36.5%**	**5.8%**	**-22.8%**	**-3.0%**	**20.0%**	**-27.0%**	**25.0%**	**-19.8%**	**1.1%**	**10.0%**
US	-32.1%	-47.4%	20.0%	-22.4%	-5.7%	16.2%	-48.5%	-1.2%	-20.6%	-16.9%	8.3%
OUS	-13.2%	-17.4%	-18.9%	-23.5%	0.0%	24.3%	28.5%	71.6%	-18.3%	30.2%	11.8%
영업이익률 (%)	**22.5%**	**21.2%**	**37.1%**	**28.5%**	**20.1%**	**23.1%**	**26.1%**	**29.1%**	**28.5%**	**25.0%**	**26.4%**
순이익률 (%)	**29.5%**	**27.6%**	**39.2%**	**84.6%**	**23.4%**	**24.5%**	**27.6%**	**29.3%**	**45.9%**	**26.5%**	**27.3%**

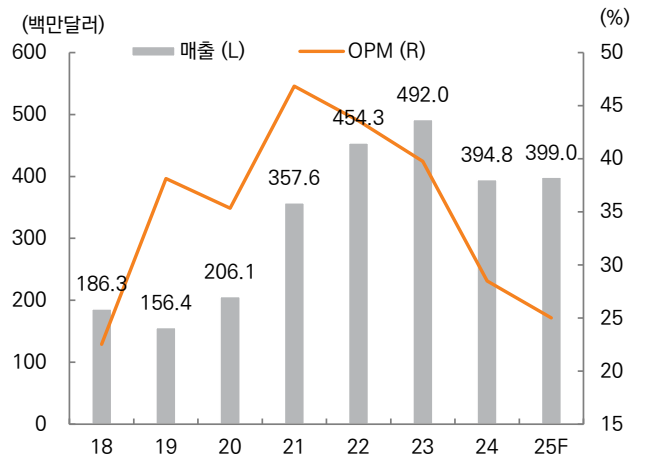
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. FCF 추이



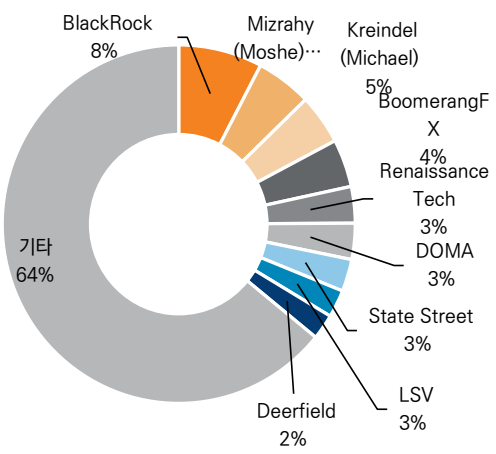
자료: INMD, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 인모드 매출 및 영업이익률 추이



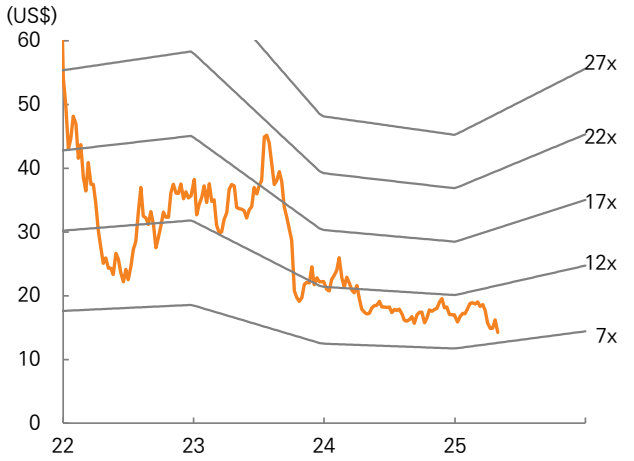
자료: INMD, 미래에셋증권 리서치센터

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)		
		24	25F	26F	24	25F	26F	24	25F	26F	24	25F	26F	24	25F	26F
휴젤	4,474	44.6	48.6	50.6	28.4	24.8	19.9	10.3	9.9	8.2	14.7	17.5	14.2	373	453	543
클래시스	4,153	50.4	49.2	50.6	41.8	29.8	24.2	16.8	12.2	10.0	23.6	23.1	18.7	243	341	415
파마리서치	3,952	36.0	37.9	39.1	42.0	29.4	23.4	11.0	8.8	7.3	16.9	19.3	15.7	350	451	545
Inmode	1,426	28.5	30.0	32.2	6.1	7.9	7.2	2.7	2.5	2.4	5.1	3.3	3.0	539	564	586
Establishment Labs	1,229	(30.1)	(19.9)	(5.3)	-	-	-	5.0	4.1	3.3	-	-	-	227	295	373
메디톡스	1,221	8.9	22.0	26.6	70.8	23.0	17.4	5.0	4.4	3.9	21.6	14.8	12.0	229	278	315
Evolus	1,048	(13)	2	13	-	-	18.7	3	2	2	-	318	10	363	500	665
원텍	709	30.2	32.2	33.4	24.3	20.1	17.1	6.1	5.4	4.7	8.7	14.3	12.7	115	130	151
비올	481	62.0	58.0	58.3	14.7	14.0	11.7	8.3	7.0	5.8	10.4	10.1	8.2	58	68	84
Sisram Medical	374	10.3	13.1	12.3	10.4	7.0	5.6	0.7	0.6	0.5	4.1	5.2	3.9	476	612	718
아스테라시스	336	23.1	38.1	45.2	53.1	21.8	-	9.8	6.7	3.7	-	15.8	-	29	50	90
동방메디컬	219	14.7	18.5	19.0	54.5	11.9	-	1.6	1.7	1.4	-	-	-	105	131	151
Beauty Health	183	(20.3)	(14.8)	(11.1)	-	-	-	0.4	0.4	0.4	-	25.9	16.1	456	410	441
AirSculpt Tech	178	(1.0)	(1.1)	1.0	-	-	-	0.7	0.8	0.7	39.2	11.8	9.2	246	232	245
한스바이오메드	98	0.8	-	-	-	-	-	1.2	-	-	36.6	-	-	81	-	-
하이로닉	95	(15.0)	-	-	-	-	-	1.6	-	-	-	-	-	32	-	-
전체 평균		**14.4**	**22.4**	**26.0**	**34.6**	**19.0**	**16.1**	**5.2**	**4.8**	**3.9**	**18.1**	**40.0**	**11.2**	**245.1**	**322.6**	**380.1**

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

미용기기 사업 Review

지역별 매출

미국 시장은 전년 대비 6% 감소한 39.9백만 달러를 기록했다. 해외 시장은 전년과 유사한 38백만 달러를 기록했다. 유럽지역에서 자회사 전환효과로 사상 최대 실적을 경신했다. 동사는 현재 90개 국가에서 281명 이상의 영업인력을 직접 운영하고 있고, 76개 딜러를 활용하고 있다.

품목별 매출

품목별로는 장비는 전년과 유사한 57.7백만 달러를 기록했다. 미국 시장이 전년 대비 4% 감소했고, 미국 외 시장은 4% 증가했다. 소모품 매출은 전년 대비 10% 감소한 20.2백만 달러를 기록했다. 미국 시장은 전년 대비 10%, 미국 외 시장은 전년 대비 11% 감소했다.

제품별 매출

제품별로는 주력인 최소침습 장비는 전년과 유사한 67.8백만 달러를, 핸즈프리 장비는 전년 대비 42% 감소한 2.3백만 달러를, 비침습장비는 전년 대비 12% 감소한 7.8백만 달러를 기록했다.

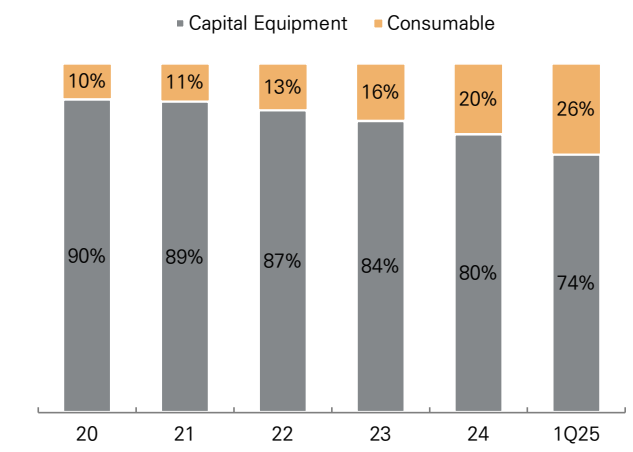
차세대 플랫폼

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.

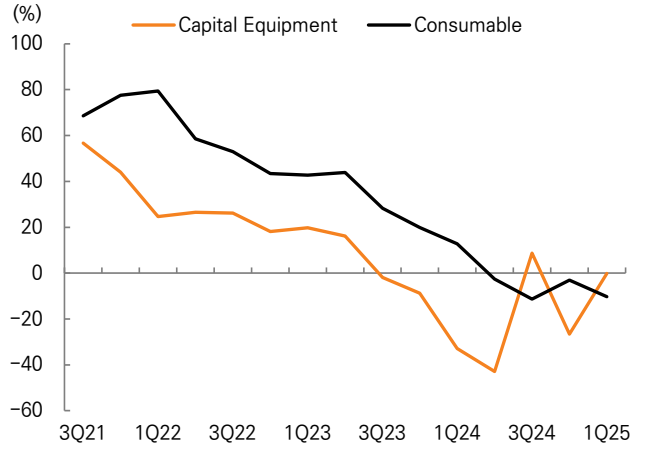
2025년에는 CO2 레이저 장비와 웰니스 장비를 출시할 계획이다. 현재 CO2 레이저 제품은 FDA 허가만 획득했고, 다른 지역 허가 작업이 진행 중이다.

그림 5. 제품별 매출 비중



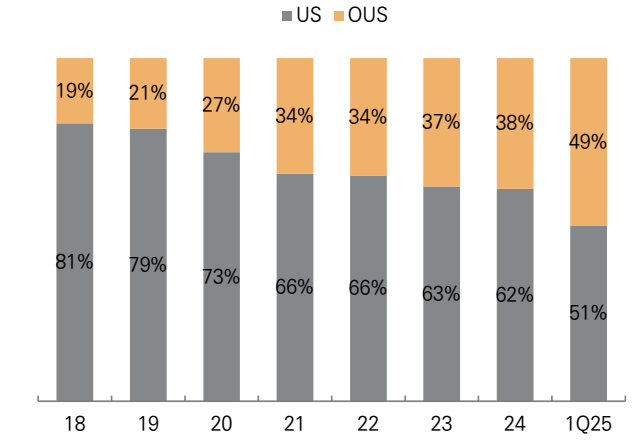
자료: INMD, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 제품별 매출 성장률 추이



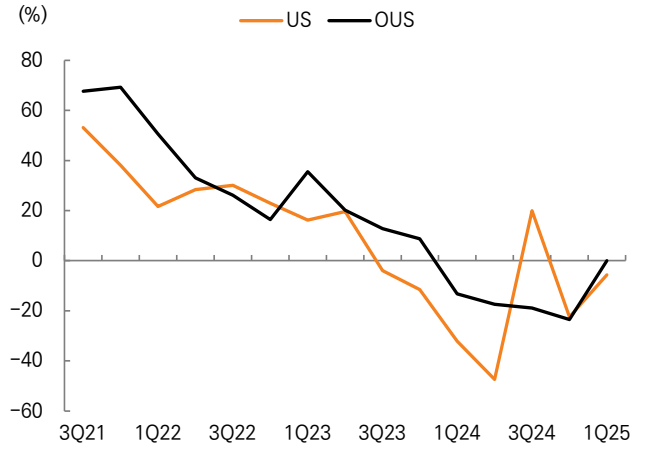
자료: INMD, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 지역별 매출 비중



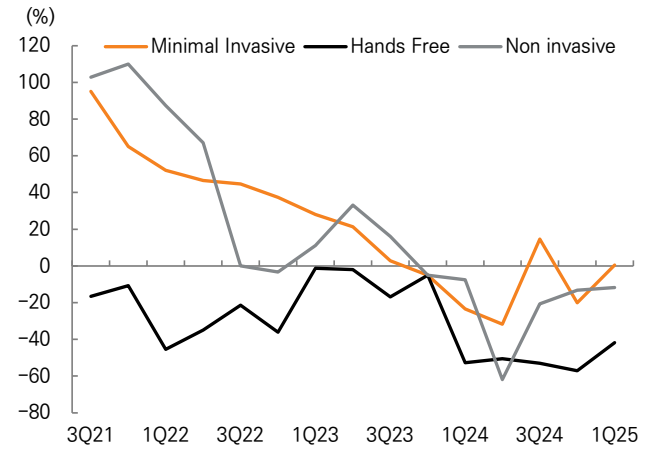
자료: INMD, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 지역별 매출 성장률 추이



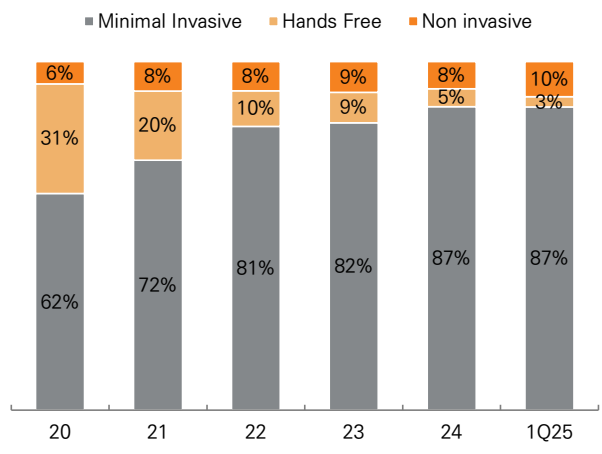
자료: INMD, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 품목별 매출 비중



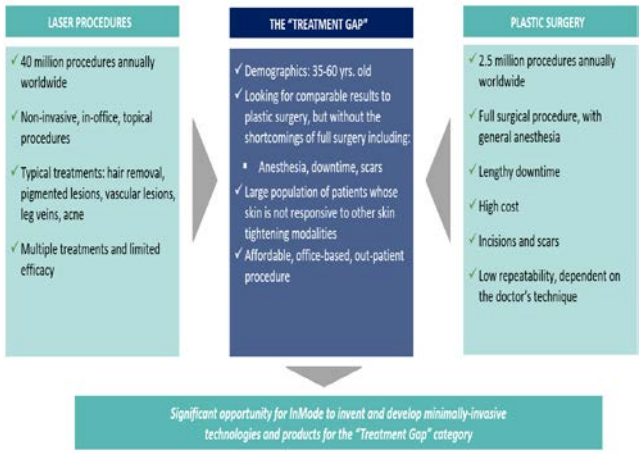
자료: INMD, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 품목별 매출 성장률 추이



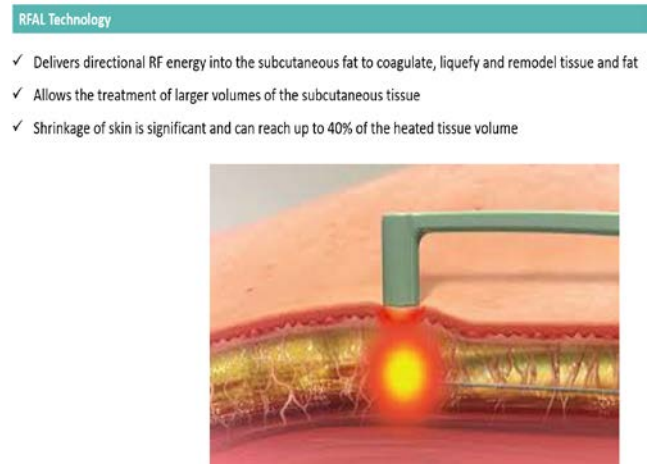
자료: INMD, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 레이저시술과 성형수술 사이의 최소침습시장이 주요 타겟 시장



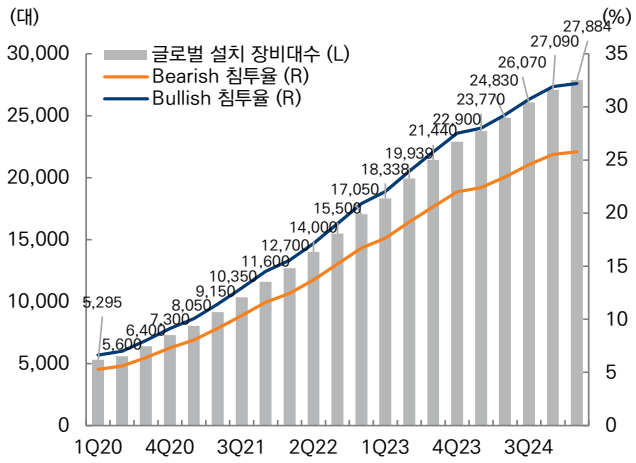
자료: INMD, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 핵심 기술: 양극성 고주파 기술



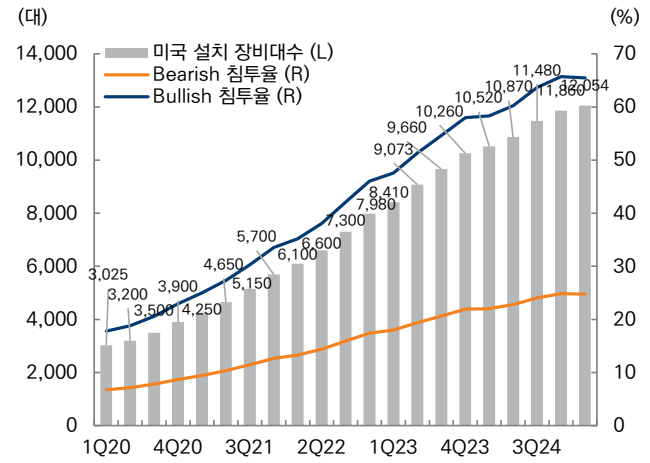
자료: INMD, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 인모드 누적 설치장비 대수 vs. 글로벌 시장 침투율



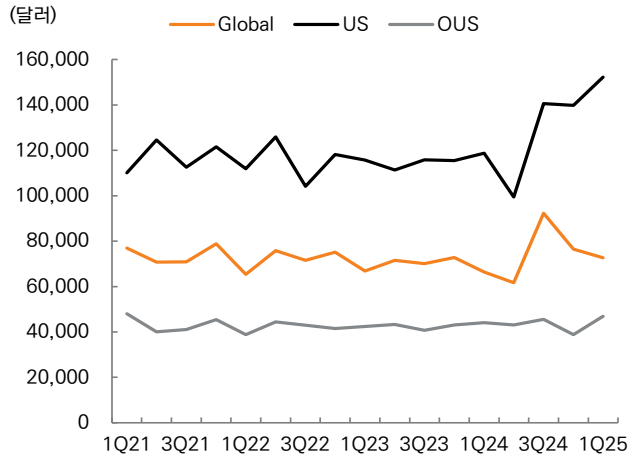
자료: INMD, 미래에셋증권 리서치센터

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



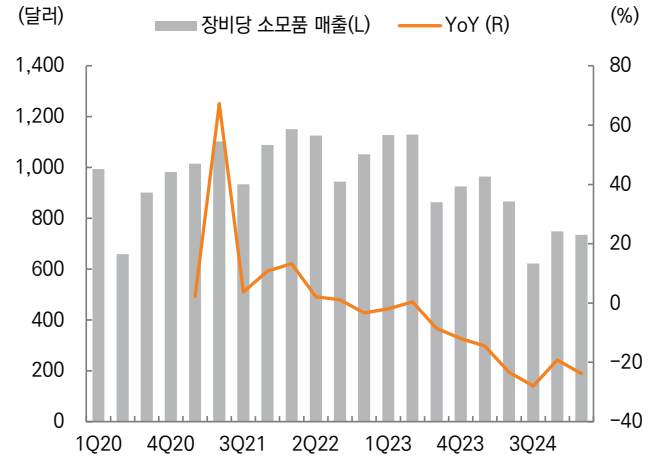
자료: INMD, 미래에셋증권 리서치센터

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 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.