

의료기기/디지털헬스 (매수/유지)

유럽 견문록: Roadshow 및 현지법인 탐방기

김충현

choonghyun.kim@miraeasset.com

박선영

seunyoung.park@miraeasset.com



CONTENTS

유럽 로드쇼 및 현지법인 탐방기	3
1. 클래스시스(214150), Roadshow 후기: 7~8년 전 한국시장의 데자뷔	3
2. 씨젠 & 아이센스 현지법인 탐방기	4
Global Company Analysis	5
클래스시스	6
씨젠	21
아이센스	26

유럽 로드쇼 및 현지법인 탐방기

우리는 지난 2025년 6월 9일부터 12일까지 유럽 4개국(영국, 네덜란드, 룩셈부르크, 독일)에 걸쳐 클래시스와 함께 유럽 기관투자자들 대상 Roadshow와 씨젠과 아이센스의 현지법인 탐방을 진행하였다. 유럽투자자들의 미용산업에 대한 관심도와 더불어 국내 주요 기업들의 유럽시장에서의 경쟁력을 확인할 수 있는 좋은 시간이었다.

1. 클래시스(214150), Roadshow 후기: 7~8년 전 한국시장의 데자뷔

우리는 클래시스와 함께 지난 6월 9일부터 11일까지 유럽 3개국에서 유럽 기관투자자 대상 로드쇼를 진행하였다. 로드쇼를 진행하는 내내 7~8년 전 국내 시장이 겹쳐보였다. 당시 국내 투자자는 안티에이징이 무엇인지, 에너지기반 미용기기가 무엇인지, 주사요법이 무엇인지 잘 모르는 경우가 대부분이었고, 유럽도 마찬가지였다. 그러나 국내에서 안티에이징 시술의 붐이 일어나면서 주변에 경험자가 늘어나고, 산업과 기업에 대한 공부가 병행되면서 이제 대부분의 의료기기 투자자들은 안티에이징 시술에 대해 상당히 익숙하게 되었다.

클래시스는 3Q25까지 주요 제품들의 유럽 판매 허가를 획득하면서 시장침투를 가속화할 것이다. 유럽 지역은 아직 특신과 레이저 장비에 비해 초음파 및 고주파 장비의 침투율이 상당히 낮은 편이다. 국내 시장이 커진 것처럼 동사가 주도해 나갈 유럽 시장의 5년 후가 기대된다.

다만, 건조한 펀더멘탈과 별개로 시장에서 최대주주 변경 가능성을 우려하고 있다. 그러나 ① 매각 후 공개매수로 상장폐지 된다면 Arbtriage 기회로 볼 수 있고, ② 매각 후 상장유지가 되더라도 큰 우려는 지양할 필요가 있다.

가장 큰 이유는 동사가 미용기기 업종에서 Back office 기능이 가장 구조화되어 있기 때문이다. 인수 이후 오히려 임직원수를 1Q22 315명에서 1Q25 535명으로 늘려 R&R을 명확히 함에 따라 글로벌 진출에 중요한 인허가 역량과 Market Intelligence 능력을 강화했다. 이런 투자가 빛을 발한 것이 MDR로 변경된 유럽의 규제환경에서 국내기업 최초로 제품 판매허가를 획득한 사례다. 단순히 인력이 늘어난 것이 아니라 수출지향 기업에 걸맞은 구조화가 이뤄진 것으로 볼 수 있다.

또한, 제조효율화에 지속 투자하였기 때문에 이루다 통합 이후에도 제조 효율화 시스템을 활용하여 높은 매출총이익률을 실현할 수 있었다. 마지막으로 현재 최대주주와 경영진이 설계한 Vision 2030은 매우 합리적인 경영전략이라는 것도 긍정적이다.

2. 씨젠 & 아이센스 현지법인 탐방기

1) 씨젠(096530): 기회는 준비된 자에게 온다.

씨젠은 유럽에서 전체 매출의 60% 이상을 벌어들이고 있으며, 독일은 그 유럽의 핵심 거점 중 하나다. 보험과 입찰 시장이 공존하며 지역마다 문화와 언어가 다른 유럽시장에서 이 정도의 성과를 낸다는 것은 요행으로 달성할 수 없다. 팬더믹 이후에도 이런 성과를 달성할 수 있었던 가장 큰 배경은 독보적인 High Multiplex PCR(DPO, TOCE, MuDT 등) 기술에 기인한다.

팬더믹 기간동안 증폭장비가 대량으로 고객사에 설치된 상황에서 2022년 무렵부터 High Multiplex 검사에 대한 보험수가가 적용되는 국가가 늘어나고 있다. 2023년 우리가 처음 씨젠 독일법인을 방문했을 때는 이제 막 Multiplex 보험수가가 도입되는 상황이었지만, 씨젠은 소화기와 호흡기를 중심으로 지난 2년간 상당히 빠르게 시장지배력을 넓혀왔다.

아직도 시장에선 씨젠을 코로나키트 테마주로만 생각하는 투자자들이 많은 것이 현실이다. 그러나 이제 시각을 바꿀 필요가 있다. High Multiplex PCR의 시장이 열리고 있는 것이다. High Multiplex는 보험수가가 중요하다. 한 번에 여러검사를 수행하면 효율성은 좋을 수 있지만, 검사센터 입장에서는 반복검사로 인한 매출 증가 효과가 상쇄되기 때문이다.

2) 아이센스(099190): 속도가 느린건 아쉽지만, 가능성은 충분하다

동사는 2024년 5월부터 유럽지역에서 CGM 상용화를 시작했다. 우리는 지난 2023년에 이어 2년만에 아이센스 독일법인을 방문하여 현지 영업 상황을 점검하였다. 결론적으로 유럽은 여러 국가가 모여있는 복잡한 시장이라는 점에서 국가마다 영업환경이 상당히 다르다는 애로사항을 확인하였고, 아이센스 제품이 유럽시장에서 충분히 성과를 낼 수 있는 기회도 발견할 수 있었다.

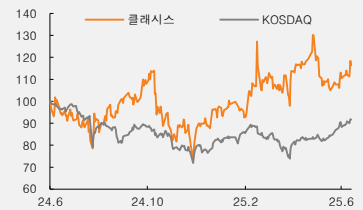
보험시장에 진입하기 위해서는 보험목록에 등재되기 위한 행정절차가 필요했고, 영업활동 시 중요한 선택보정과 Non-adjunctive 기능(치료용 목적)이 2025년 3월에서야 추가로 허가를 받았다. 앞으로도 다른 보험 시장에 진출하기 위해 필요한 CGM 전용 리시버(Receiver)가 2025년 내 출시될 예정이고, 내년 이후에는 순차적으로 사용연령 하향(18세 이상에서 2세 이상), 저혈당 예측 알람 기능 추가, CGM 버전2 출시를 진행할 예정이라, 동사가 도달할 수 있는 시장과 고객이 계속 넓어질 것으로 본다.

이런 상황에서 시장 포지셔닝 관점에서 동사의 강력한 경쟁자인 중국업체에 대해 ABT와 DXCM 같은 선도 기업들과 EU가 견제를 하고 있다는 것도 긍정적이다. CGM 시장의 핵심은 이제 태동하는 시장에서 실질적인 Player가 몇 안된다는 것이다. 이제 본격적으로 시장에 침투하는 시기인 만큼 장기적이며 관대한 시선이 필요하다.

Global Company Analysis

투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	83,000원
현재주가(25/6/25)	63,200원
상승여력	31.3%

영업이익(25F,십억원)	168
Consensus 영업이익(25F,십억원)	181
EPS 성장률(25F,%)	40.5
MKT EPS 성장률(25F,%)	25.7
P/E(25F,x)	29.6
MKT P/E(25F,x)	11.3
KOSDAQ	798.21
시가총액(십억원)	4,140
발행주식수(백만주)	66
유동주식비율(%)	32.2
외국인 보유비중(%)	71.7
베타(12M) 일간수익률	0.41
52주 최저가(원)	40,050
52주 최고가(원)	70,700
(%)	1M 6M 12M
절대주가	6.8 26.1 21.8
상대주가	-4.2 7.5 28.5



[첨단의료기기/디지털헬스]

김충현, CFA
choonghyun.kim@miraeasset.com

박선영
seunyoung.park@miraeasset.com

클래시스

한국시장 데자뷰: 5년 후 유럽시장을 상상하기

유럽 Roadshow 후기: 7~8년전 한국 시장의 데자뷰

우리는 클래시스와 함께 지난 6월 9일부터 11일까지 유럽 3개국에서 유럽 기관투자자 대상 로드쇼를 진행하였다. 로드쇼를 진행하는 내내 7~8년 전 국내 시장이 겹쳐 보였다. 당시 국내 투자자는 안티에이징이 무엇인지, 에너지기반 미용기기가 무엇인지, 주사요법이 무엇인지 잘 모르는 경우가 대부분이었고, 유럽도 마찬가지였다. 그러나 국내에서 안티에이징 시술의 붐이 일어나면서 주변에 경험자가 늘어나고, 산업과 기업에 대한 공부가 병행되면서 이제 대부분의 의료기기 투자자들은 안티에이징 시술에 대해 상당히 익숙하게 되었다.

클래시스는 3Q25까지 주요 제품들의 유럽 판매허가를 획득하면서 시장침투를 가속화할 것이다. 유럽지역은 아직 특신과 레이저 장비에 비해 초음파 및 고주파 장비의 침투율이 상당히 낮은 편이다. 국내 시장이 커진 것처럼 동사가 주도해나갈 유럽 시장의 5년 후가 기대된다.

다만, 건조한 펀더멘탈과 별개로 시장에서 최대주주 변경가능성을 우려하고 있다. 그러나 ① 매각 후 공개매수로 상장폐지 된다면 Arbitrage 기회로 볼 수 있고, ② 매각 후 상장유지가 되더라도 큰 우려는 지양할 필요가 있다.

가장 큰 이유는 동사가 미용기기 업종에서 Back office 기능이 가장 구조화되어 있기 때문이다. 인수 이후 오히려 임직원수를 1Q22 315명에서 1Q25 535명으로 늘려 R&R을 명확히 함에 따라 글로벌 진출에 중요한 인허가 역량과 Market Intelligence 능력을 강화했다. 이런 투자가 빛을 발한 것이 MDR로 변경된 유럽의 규제환경에서 국내 기업 최초로 제품 판매허가를 획득한 사례다. 단순히 인력이 늘어난 것이 아니라 수출 지향 기업에 걸맞은 구조화가 이뤄진 것으로 볼 수 있다.

또한, 제조효율화에 지속투자하였기 때문에 이루다 통합 이후에도 제조 효율화 시스템을 활용하여 높은 매출총이익률을 실현할 수 있었다. 마지막으로 현재 최대주주와 경영진이 설계한 Vision 2030은 매우 합리적인 경영전략이라는 것도 긍정적이다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	180	243	340	421	525
영업이익 (십억원)	90	122	168	209	264
영업이익률 (%)	50.0	50.2	49.4	49.6	50.3
순이익 (십억원)	74	98	140	180	229
EPS (원)	1,146	1,517	2,132	2,747	3,502
ROE (%)	28.9	26.5	27.1	27.3	27.1
P/E (배)	32.9	31.4	29.6	23.0	18.0
P/B (배)	8.1	6.9	7.2	5.6	4.3
배당수익률 (%)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 클래시스, 미래에셋증권 리서치센터

목표주가 83,000원 및 매수의견 유지하며, 의료기기 업종 최선호주 제시

2024년 진출한 미국은 당초 계획에 맞춰 견조하게 성장 중이다. 또한, 지난 5월 유럽에서 볼뉴머 판매가 시작되었고, 3Q25에는 유럽과 미국, 한국에서 차세대 마이크로니들 고주파 제품의 런칭이 예정되어 신제품 효과가 기대된다. 이를 반영한 2025년 실적은 매출 3,403억원(40% YoY), 조정 EBITDA 1,900억원(43% YoY, 조정 EBITDA 마진 56%), 영업이익 1,678억원(37% YoY, OPM 49%) 예상하며, EBD와 주사요법 등 모든 미용 의료기기 통합 매출 1위로 올라설 것으로 기대한다.

현 주가는 12개월 선행 EV/EBITDA 기준 18배로 글로벌 Peer(15배) 및 동사의 지난 3년평균(16배) 대비 프리미엄을 받고 있다.

유럽 Roadshow 주요 Q&A 요약

1. 피부미용 산업의 이해 및 비즈니스 모델

Q) 에너지기반 미용기술의 성장률이나 침투율은?

A) 안티에이징에 활용되는 초음파, 모노폴라 고주파, 마이크로니들 고주파의 성장률은 20% 정도다. 일부 기업은 이보다 빠르게 성장하고 있으며 우리는 30%로 성장하고 있다. 우리는 향후 5년간 매년 30% 이상 성장하는 것이 목표다.

일반적으로 대부분 에너지원이 20~30%의 침투율을 기록하고 있고 우리는 그중에서 30~40%의 점유율을 차지하고 있다. 우리는 최소 특신 기술만큼 침투율을 높여가는 것이 목표다.

Q) 기술 간의 차이?

A) 모든 기술은 표적화하는 대상이나 크기가 다르다. 예를 들어 레이저는 얇은 부위, 거의 피부 표면을 타겟으로 하여 여드름, 기미, 흉조 등을 치료한다. 반면 모노폴라 고주파는 이보다 더 깊고 더 넓은 영역에, 초음파는 더 깊고 특정부위에 열 응고점을 형성한다. 마이크로니들 고주파는 레이저와 모노폴라 고주파의 중간 영역을 표적화하며 더 넓은 영역을 대상으로 하기 때문에 더 많은 피부 재생효과를 일으킬 수 있다. 원래 마이크로니들 고주파 장비는 원래 색소침착이나 피부문제를 개선하는데 사용되었다. 그러나 최근에는 피부에 유효한 성분을 도포하고 이를 피부 깊숙히 삽입하여 피부재생에 도움을 주는 방식으로 활용되기도 한다. 특히 미국에서 인기가 많으며, 우리가 주목하고 있는 에너지원이다. 나이가 들수록 서로 다른 에너지원을 결합한 기술이 효과가 크다.

Q) 특신과 에너지기반 미용기기는 경쟁관계인가?

A) 5~6년 전 한국에서 유사한 질문을 매우 많이 받았다. 주사요법과 에너지기반 미용기기는 기술효과, 비용, 기전이 다른 영역으로 대체관계로 보기 어렵다. 특신은 의약품이며 근육을 마비시키는 기전이다. 에너지기반 미용기기는 진피나 SMAS층을 타겟으로 하며 비침습으로 진행되는 에너지를 활용한 미용 기술은 심각한 부작용없이 피부 재생과정을 촉진하며 매우 자연스러운 효과를 제공한다.

우리의 목표는 에너지기반 미용 기술의 대중화다. 한국시장 기준으로 초음파 기기의 침투율은 특신의 절반 수준이다. 우리는 충분히 성장할 여지가 있다고 생각한다.

한국에서는 기술명의 인지도가 중요하다. 기술명이 인기를 끌면 더 많은 환자를 유치할 수 있다. 초음파 기술에서 이미 슈링크 기술은 대명사가 되었으며, 이로 인해 소모품 점유율은 80~90%에 달한다. 환자들은 우리 기술을 원하며, 의사가 다른 브랜드를 추천하면 환자들은 그 병원 대신 다른 병원을 선택하는 경우도 많다. 우리의 전략은 이러한 기술 붐을 다른 국가로 확산시키는 것이다.

Q) 병원에서 어떻게 미용기기들을 도입하나?

A) 모든 에너지를 한 번에 도입하지 않는다. 전세계적으로는 미용기기는 주사요법에 비해 아직 인지도가 낮다고 생각한다. 대부분의 의사들은 고주파나 초음파 장비에 익숙하지 않지만, KOL의 영향으로 조금씩 확대되고 있다. 미용기기에 익숙해지면 다른 에너지원들을 한 번에 시술하는 콤비 시술까지 시행한다.

Q) 시장의 트렌드는?

A) 결합시술은 전세계적 트렌드다. 특신과 필러 등 주사요법간의 결합 시술이 진행되기도 하고, 같은 에너지원인 울썸라와 슈링크를 결합하기도하며, 다른 에너지원인 고주파와 초음파를 결합하기도 한다. 물론 주사요법과 에너지기반 미용기기를, 브라질에서는 인공 보형물과 에너지기반 미용기기를 결합하기도 한다.

우리는 시장의 트렌드를 읽기 위해 고객혁신실(Customer Innovation Center)를 설립하였다. CIC는 전세계 의사들과 소통하여 요구사항과 불만사항을 수집하여 인사이트를 도출한다.

Q) 에너지기반 미용기기의 재시술 주기는?

A) 보통 시술 후 환자들은 즉시 피부가 당겨지는 느낌을 받고, 한달 후에는 친구나 가족들도 변화를 느낄 수 있다. 이후 피부노화가 진행되면 리프팅 효과가 사라지며 재시술을 받아야 한다. 우리 프로토콜은 초음파 시술은 3개월, 모노폴라 고주파 시술은 6개월을 권장한다.

Q) 이 산업은 규제 산업인가?

A) 우리는 의료기기이기 때문에 판매를 위해서 각 국가의 규제기관의 허가를 받아야한다. 허가를 위해서 규제기관에 기능적 데이터와 임상 데이터를 제출해야 한다. 일반적으로 1년 정도가 소요되고, 해당국가에 새로운 임상시험을 요구한다면 3년 이상 소요될 수 있다. 판매허가를 획득한 후에는 생산 및 품질 시스템을 계속해서 유지 및 관리해야 한다. 이로 인해 인력과 비용이 더 소요된다.

또한, 미용 시술자도 규제 대상이다. 이는 국가마다 다소 상이한데, 한국은 의사만 시술이 가능하며, 특정 국가에서는 전문 간호인력도 시술이 가능하다.

Q) 가장 큰 기회가 있는 시장은?

A) 우리는 유럽과 미국에 기회가 크다고 생각한다. 시장 규모가 큰데 아직 에너지기반 미용기기의 침투율이 낮기 때문이다.

Q) 수출의 계절성은?

A) 여름 휴가시즌을 고려할 때 장비의 피크시즌은 Q2이며, 소모품의 피크는 Q3이다. 장비는 Q2에 증가하고 Q3에 감소했다. 다시 Q4에 증가한다. Q4 수출이 증가하는 것은 병원 예산과 관련되어 있다. 큰 병원의 경우 연간 예산을 소진하면서 장비를 도입하는 경우가 많기 때문이다.

Q) 소모품이 꾸준히 증가하는 이유는?

A) 소모품은 3가지 성장요인이 있다. 첫째 모든 국가에서 설치된 장비가 증가하고 있다. 두 번째 마케팅 활동을 통해 환자의 인식이 증가하면서 환자 수가 증가하고 있다. 마지막으로 우리는 300샷을 권장하나, 임상현장에서 환자 상태나 목적에 따라 500~600샷 시술도 이용되고 있다. 더 많은 샷을 사용하면 더 많은 소모품을 사용하게 된다.

Q) 소모품 판매 트렌드?

A) 초음파 제품을 기준으로 우리는 피부에 침투하는 깊이에 따른 7가지 카트리지(국내 기준)가 존재한다. 우리는 환자정보를 수집할 수 없지만, 어떤 소모품이 잘 나가는지 보고 간접적으로 트렌드를 파악할 수 있다. 한국에서는 4.5mm 카트리지 판매가 전체의 50%를 차지한다.

Q) 한국에서의 의료관광 트렌드?

A) 현재 한국에서 의료 관광이 매우 인기 있다는 점은 매우 흥미롭다. 의료관광객의 60%는 일본인이다. 그들은 대부분의 시술이 일본보다 2~3배 저렴하다는 점에서 한국을 찾고 있다. 한국은 전세계에서 가장 혁신적인 미용시술 국가이며, 특히 아시아 지역의 시술 트렌드를 주도하고 있다. 현재 한국 화장품이 미국과 유럽에서 인기를 끌고 있는 것처럼 미국과 유럽의 시술 트렌드로 한국이 리드할 수 있다고 생각한다.

2. 경쟁 환경 및 경쟁 우위

Q) 이 시장에서 성공하기 위해서 어떤 요소가 중요한가?

A) 좋은 제품과 기술에 기반한 B2B와 B2C 마케팅 모두를 잘해야한다. B2B는 의사를 대상으로 진행하는 마케팅이다. 우리의 B2B 마케팅 전략은 가격경쟁력이나 인지도를 높이는 데 집중하기보다 의사와 신뢰를 구축하는 것이다. 이는 좋은 임상 데이터를 기반으로 한다. 예를 들어 모노폴라 고주파 장비인 볼뉴머는 SCI급 논문을 12개나 보유하고 있다. 볼뉴머 초기에는 의사들이 신뢰하지 않았지만 지금은 볼뉴머가 경쟁제품과 다르다는 것을 받아들이고 있다. 제품 출시 후에는 유통업체를 통해 그들의 네트워크 내에서 유저 미팅, 출시 심포지엄, 학술 프로그램, 교육 프로그램을 진행하고 있다. 모든 커뮤니케이션은 과학적 증거에 기반을 두어야 한다.

B2C 마케팅은 TV 광고나 온라인 마케팅을 통해 환자에게 수행하는 마케팅이다. 한국 경쟁사들은 TV 광고를 상당히 많이 진행 중이다. 그러나 요즘 환자들은 TV 광고보다는 유튜브나 SNS를 더 많이 활용한다. 그래서 우리 마케팅 예산은 다른 국내 경쟁사보다 작지만 효율성은 더 높은 편이다. 또한, 시술명이 유명해져야한다. 그래야 환자들이 직접 병원을 찾는다. 한국에서 초음파 시술은 슈링크가 대명사가 되었다. 이러한 시술 붐을 기반으로 브라질과 태국에서 시장점유율 1위로 올라섰다.

Q) 시장점유율?

A) 우리는 초음파 기기 설치대수 기준 1위다. 한국에서 55% 정도이며, 다른 나라에서는 35~40% 수준으로 파악하고 있다. 우리의 목표는 시장 점유율을 잃지 않는 것이다. 모노폴라 고주파 기기에서는 써마지, 원텍에 이어 2022년 3번째로 국내에 런칭했다. 2024년 국내 출하량은 클래시스가 1위로 시장점유율을 빠르게 확대하고 있다.

Q) 핵심기술이 뭐냐?

A) 에너지를 활용해 전기에너지를 열에너지로 바꾸는 기전이라는 점에서 누구나 만들 수 있지만, 쓸만한 기기를 만드는 것은 다른 문제다. 예를 들면 초음파 기기를 기준으로 소모품 한 개는 약 2만번의 에너지를 낼 수 있다. 그렇다면 첫번째 샷부터 마지막샷까지 동일한 에너지를 출력할 수 있느냐가 중요하다. 또한, B2B와 B2C 마케팅을 모두 잘해서 브랜드를 구축해야한다. 기술이 유명해져야 환자들이 찾아온다. 또한, 안전성이 중요하다. 우리의 초음파 장비인 슈링크는 7~8년간 부작용 문제가 없었고, 신제품인 슈링크 유니버스에서도 보고된 부작용은 없다.

Q) 제품 포트폴리오?

A) 2020년대 초반까지 초음파 장비 위주의 기업이었다. 그러나 2022년 모노폴라 고주파 장비를 출시하였고, 2024년 이루다를 합병하면서 레이저와 마이크로니들 고주파 장비까지 확보하였다. 올해 7월, 국내에서 마이크로니들 고주파 신제품이 출시될 예정이다.

Q) 경쟁 상황은?

A) 에너지원마다 글로벌 경쟁사와 국내 경쟁사가 있다. 글로벌 경쟁사는 매우 비싼 가격과 극도의 통증 수준을 특징으로 한다. 또한, 미국 기업이라는 점에서 FDA 허가를 보유하고 있고, 시장에 출시가 빨랐던 만큼 다수의 임상 논문 데이터를 확보하고 있다. 글로벌 경쟁사는 임상 데이터를 바탕으로 의사들의 충성도를 확보하는 전략을 사용한다.

우리의 가장 큰 장점은 합리적인 수준의 에너지로 피부미용 효과를 극대화하는 기술을 가지고 있다는 것이다. 이로 인해 우리는 가격경쟁력을 갖췄을 뿐 아니라 통증이 훨씬 적고 시술시간도 훨씬 짧다. 즉, 의사에게 더 나은 경제성을, 환자에게는 더 나은 시술 경험을 제공한다. 이런 장점을 기반으로 한국 초음파 시장에서 설치대수 기반 점유율 55%를, 소모품 판매기반 점유율은 80%에 달한다.

또한, 한국은 의료기기 생산 및 개발을 위한 우수한 인프라를 보유하고 있다. 우리를 포함한 한국 경쟁사들은 글로벌 경쟁사와 동일한 기술을 합리적인 가격에 제공한다. 다만, 우리는 가격 경쟁에 참여하지 않기 때문에 국내 경쟁사보다 약간 가격대가 높은 편이며, 큰 가격할인 프로모션을 진행하지는 않는다. 한국 경쟁사 중에는 장비 가격을 대폭 할인하거나 무료 소모품을 대량을 제공하는 전략을 사용하는 기업도 있다.

Q) 왜 국내 경쟁사보다 마진이 높을까?

A) 한국 경쟁사들은 우리보다 제품 설치대수가 적다. 따라서 마진이 높은 소모품 매출이 우리보다 적게 일어날 수밖에 없다. 또한, 우리는 시술의 인기가 높아 환자들이 직접 우리 제품을 선택하는 경우도 많다.

3. 글로벌 판매 전략

Q) 판매 방식은?

A) 핵심시장에서 달러를 사용하고 있다. 미국에서는 1개 달러가 미국 전역을 담당한다. 미국 시장 전체를 대상으로 단일 메시지를 전달하고자 한다. 지난해 미국 내 1위 유통기업인 Cartessa Aesthetics와 계약을 체결했다. 하지만 유럽시장은 20개 주요 국가로 구성되어 있으며, 각 국가 내에서도 지역별 특성과 유형이 다르다. 따라서 각 국가마다 다른 달러로 계약하고 있다.

달러들은 의료기기 전문 딜러인 경우가 많아서, 우리가 특정 에너지원의 미용기기를 보유하지 않는다면 그 에너지원은 다른 기업의 장비로 판매한다. 따라서 장비 포트폴리오를 늘려가면서 경쟁사 제품을 우리 제품으로 대체하도록 유도하는 것도 앞으로 중요하다.

달러와 우리는 매년 연간 목표를 함께 설정한다. 시장규모, 제품 특성, 경쟁상황, 예상 소모품 판매량을 기반으로 계산한다. 계약 시 최소 공급물량은 실제 공급량 기준이다. 목표를 달성하지 못하면 우리가 계약을 취소할 권리가 있고, 주기적으로 실제 L공급량을 확인하고 있다.

미용기기는 장비가 판매된 후 소모품 매출까지 추가로 기대할 수 있다. 달러는 소모품 매출을 확보하기 위해서라도 장비를 열심히 판매해야 한다. 우리는 달러와 함께 성장하는 모델을 꿈꾼다. 우리의 브라질 유통사인 Medsystem는 클래식스 제품을 유통하며 브라질 내 1위 유통사로 성장했다.

Q) 달러 공급가격에 시장에 따른 차이가 있는가?

A) 우리의 달러 공급가는 국가에 상관없이 비슷하다. 예를 들어 볼뉴머는 30,000달러 수준이다. 다만, 글로벌 시장에서 OPM이 10% 정도 높은데, 한국은 마케팅 비용을 직접 지출하며, 지급수수료를 달러에게 지급하기 때문이다.

Q) 매출채권 회수?

A) 현금으로 회수한다. 그러나 결제규모가 큰 브라질이나 태국에는 3개월 Credit을 제공하기도 한다. 미국도 3개월 Credit을 제공한다. 한국에서는 3자 금융을 활용하지만, 해외 달러는 자체 자본을 활용하며 아직 대출 시스템을 도입하지 않았다. 해외에서 의사들이 3자 금융을 활용하는 경우는 있다. 이 때 우리는 의사들에게 도움을 제공하고 있다.

Q) 해외 거래 시 외화는 어떤 것을 사용하나?

A) 우리는 모두 달러로 거래한다.

4. 국가별 시장 침투전략

미국 시장

Q) 2025년은 미국에서 판매증가보다 소비자 인지도 개선이 목표인가?

A) 우리는 모노폴라 고주파 장비인 볼뉴머의 FDA 판매허가를 획득하여 24년 10월부터 판매하고 있다. 2025년은 미국 진출의 사실상 원년이기 때문에 경제상황이나 금리 등을 걱정하지 않는다. 향후 5년 내 미국은 전체 매출기여도 1위로 올라설 것으로 기대하지만, 올해 미국 매출 목표는 전체 매출의 3% 수준인 100억원이다. 우리의 미국 장비 공급가가 평균 3만 달러라는 점을 고려하면 판매대수는 300대 수준이다. 무리한 목표라고 생각하지 않는다. 4Q24에는 50대를 판매했고, 1Q25에는 이보다 좀 더 높은 수준으로 판매했다. 우리 목표대로 순조롭게 진행되고 있다고 생각한다.

시장에서 기대하는 고성장은 앞으로 2~3년 후에 나타나지 않을까 한다. 지금은 진출 초기 인만큼 고객과의 관계를 쌓아가는데 중점을 두고 있다. 볼뉴머의 시장가격은 80,000달러로 200,000~300,000 달러에 달하는 인모드 같은 경쟁사 대비 합리적인 가격이라고 생각한다. 다만, 미국 의사들은 한국 기업에 대한 신뢰도가 크지 않다. 또한, 미국에서 모노폴라 고주파나 초음파 시술은 여전히 생소한 기술이다. 기존 미국 기업들의 장비는 극도의 통증과 어려운 workflow를 동반한다는 것도 시장이 확대되지 않은 이유 중 하나다.

따라서 먼저 의사들에 대한 교육과 설득이 필요하다. 우리는 달러 선정에 상당한 공을 들였다. 우리가 선정한 Cartessa Aesthetics는 미국 내 에너지기반 미용기기 유통사 중 1위이며 높은 브랜드 가치를 보유하고 있다고 판단했다. Cartessa의 CEO는 우리 업계의 유명한 기업 중 하나인 Cynosure 출신으로 소모품 모델의 중요성을 이해하고 있고 별도의 Sales 팀을 구축했다.

우리가 볼뉴머(미국명: Everess)를 미국서 출시하고 의사 교육을 실시하면서 현지 의사들은 적은 통증과 부작용이 없다는 점에 상당히 놀랐다. 현재 미국 모든 지역에서 주기적으로 교육이 진행되고 있다.

가장 중요한 것은 핵심 의사(KOL)들이 우리 장비를 선택해 시술을 하고, 논문을 작성하면서 다른 의사들을 교육하는 것이다. 올해의 목표는 업계의 영향력이 큰 핵심의사들에게 우리 장비를 많이 소개하는 것이다. 이런 전략이 지속되면 내년에는 더 많은 기기를 판매하고 더 많은 환자를 유치할 수 있을 것이다.

또한, 미국 의사들도 한국 의사들이 모노폴라 고주파나 초음파 시술로 많은 수익을 올린다는 사실을 알고 있다. 미국 경기 상황이 좋지 않을수록 수익을 유지하기 위해 적은 통증과 간편한 시술과정을 특징으로 하는 우리 장비를 활용할 것이다.

Q) 우리의 차별화 포인트는?

A) 글로벌 경쟁사는 극도의 통증을 동반하며 매우 비싸다. 이것이 시장이 확대되지 못했던 이유라고 생각한다. 우리는 시술효과를 극대화하기 위한 합리적인 에너지를 활용한다. 이로 인해 환자 입장에서 통증이 적고, 합리적인 가격으로 시술받을 수 있다. 이외에도 우리는 사용자에게 매우 간편한 workflow를 제공한다.

Q) 미국에서 슈링크 인허가 진행상황은?

A) 우리는 글로벌 경쟁기업인 울세라의 기술을 카피한 것이 아니라 우리의 고유의 기술을 가지고 있다. 다만, FDA는 글로벌 경쟁사가 갖추고 있는 초음파 시술 뷰어(Viewer) 시스템이 우리 장비에는 없다는 점에서 안전성 이슈를 제기하고 있다. 2024년 기능 테스트를 진행했고, 2025년부터 안전성과 관련한 임상시험에 참여할 환자를 모집 중이다. 미국에서 슈링크 판매허가 획득은 2027년 초로 예상된다.

울세라의 주요 특허는 2026년에 만료되는 것으로 알고 있다. 현재 미국 시장은 글로벌 경쟁사가 지배하고 있는데, 우리가 진출하게 되면 시장을 더 크게 키울 수 있다고 생각한다.

Q) 이루다 합병과 미국 사업과의 관계?

A) 이루다는 미국에서 큐테라라는 유통사를 통해 마이크로니들 고주파 제품이 인기를 끌며 빠르게 성장했다. 하지만 최근 2년 동안 큐테라의 부진으로 인해 시장점유율을 잃고 있다. 우리는 미국에서 마이크로니들 고주파 제품을 리빌딩할 예정이다.

자체 조사에 의하면, 미국에서 이루다의 마이크로니들 고주파 제품의 이미지는 매우 안정적이고 안전한 에너지이지만 화려하지 않고, 독특하거나 새로운 것이 아닌 기본적인 마이크로니들링 제품으로 인식되고 있다. 미국 시장에서 트렌드는 빠르게 변화하고 있고, 의사들은 환자에게 매력적인 새로운 기능과 절차를 갖춘 제품을 원하고 있다.

유럽 시장

Q) 유럽시장 상황은?

A) 올해 4월까지 유럽에서는 슈링크만 판매되고 있었다. 의료기기를 판매하려면 각국 규제기관의 판매허가를 획득해야 하는데, 유럽의 의료기기 허가제도가 MDD에서 MDR로 변경되면서 허가 난이도가 상승했다. MDD 시절에는 다른 나라에서 활용했던 자료를 제출하면 1년 안에 허가를 받을 수 있었지만, MDR 체제에서는 관련 서류의 양과 질이 높아졌다. 우리는 규제 변경 이후 국내 기업 중 최초로 MDR 허가를 받았다. 유럽에서 지난 5월 볼뉴머의 판매허가를 받았고, 오는 7월 슈링크 유니버스 판매허가를 기대하고 있다.

Q) 유럽에서 유통모델은 어떤 것을 사용할건지?

A) 우리는 작년 이루다라는 국내 기업을 인수했다. 이루다는 유럽 시장에서 우수한 유통망을 보유하고 있다. 이루다 통합 이후 유통망에서 시너지를 낼 수 있는 방법에 대해 고민하고 있다. 5월 볼뉴머의 판매허가를 받은 이후 터키, 폴란드, 스페인, 이탈리아, 프랑스 등에서 런칭 심포지움을 개최하며 마케팅 활동을 개시하고 있다. 오는 7월 슈링크 유니버스까지 판매허가를 받을 것으로 기대된다.

한국 시장

Q) 국내 시장에서 이루다 제품 판매현황은?

A) 국내시장에서 이루다의 리팻이 생각보다 소비자 반응이 좋다. 이루다 판매가가 1억원이 넘는다는 점을 고려하면 상당히 긍정적이다. 1Q25에는 국내시장에서 이루다의 소모품 매출이 거의 없었는데, 오는 7월 마이크로니들 고주파 신제품이 출시가 예정되어 있어 내년 부터 본격적으로 국내 시장에서 소모품 매출 확대가 기대된다. 이루다 소모품의 대다수는 미국 큐테라향 마이크로니들 고주파장비에서 발생했다. 큐테라 구조조정 이슈로 올해는 신 규장비 판매보다는 소모품 판매 중심으로 영업을 전개할 예정이다.

Q) 차세대 마이크로니들 고주파 제품은?

A) 한국에서 7월에 출시 예정이다. 우리는 이미 유통 네트워크와 키닥터를 확보하고 있어 시너지가 기대된다. 우리의 마케팅 포인트는 합리적인 에너지수준으로 저 통증과 저 출혈을 실현하는 것이다. 우리는 먼저 키 닥터에 판매할 계획이다. 아직 한국에서 다른 장비에 비해 마이크로니들 고주파 장비의 침투율이 높지 않다. 우리는 경쟁사 제품을 대체하기보다는 시장을 키우려고 하고, 우리의 몇천명의 고객 기반을 활용할 것이다.

우리는 다양한 에너지원을 보유하고 있는 만큼 패키지 영업 전략을 활용할 수 있고, 이미 우리 장비를 보유한 고객이 있다면 패키지 판매가격만큼의 할인율을 제공할 계획이다. 가장 중요한 것은 시장이 성숙해지면, 의사들은 단일 브랜드만 선택한다는 것이다.

브라질

Q) 왜 브라질에서 그렇게 성공할 수 있었나?

A) 브라질 미용 시장에서는 즉각적인 결과를 볼 수 있는 시술을 원했고, 브라질 의사들은 다양한 임상에 우리 제품을 활용했다. 예를 들어, 우리가 바디용 카트리지를 제공했는데, 의사들이 얼굴에 사용하기 시작했다. 이로 인해 실세계 데이터를 얻게되었고, 역으로 해당 프로토콜이 한국에 소개되기도 했다.

Q) 브라질의 2025년 현황은?

A) 작년까지 브라질 시장은 재고 문제가 있었다. 슈링크 유니버스가 출시되면서 이전 모델인 슈링크의 재고소진이 진행되었다. 불뉴머와 슈링크 유니버스 성장률은 30%이나 슈링크의 매출둔화를 감안할 때 올해 성장 목표는 10%다.

중국 시장

Q) 중국시장 전략

A) 우리의 내부 조사 결과, 중국 시장이 미국과 유럽만큼 잠재 시장 규모가 크다고 판단되어 진출을 결정하였다. 현재 중국에서 임상시험 진행 중이며, 올해 말까지 모든 임상 시험 테스트가 완료될 예정이다. 2026년에는 중국 NMPA(국가약품감독관리국)와 인허가 관련 소통을 시작하여 2027년 초 판매허가를 획득하는 것이 목표다.

중국은 미용기기 영역에서 인허가 제도가 없었고, 불법시술도 많이 수행되었다. 그러나 고주파 영역에서 허가제도가 시작되고 있다. 이런 부분은 긍정적인 부분이라고 볼 수 있다. 우리는 보수적인 관점에서 중국 시장을 접근하고 있으며, 2030년 10억 달러 목표 중 7%의 기여를 할 것으로 예상하고 있다.

5. Vision 2030 전략

Q) 클래스시스의 중장기 목표는?

A) 현재 브라질, 태국, 일본이 가장 매출이 크게 발생하고 있고, 인도네시아, 대만, 러시아 등이 뒤를 잇고 있다. 한국을 포함한 이들 상위 10개 국가에서 전체 매출의 80%가 발생하며 2024년에는 매출 2,419억원을 기록했다.

우리는 기존 시장에서 침투율을 높이고, 새로운 시장에 진출하며, 인수합병 기회를 활용하여 2030년까지 20~30% CAGR을 유지하며 매출 10억 달러를 달성하는 것이다.

2030년까지 한국, 브라질, 태국, 일본 등 현재 Big 4 국가는 지금보다 약 2억 달러를 추가로 기여할 수 있다고 예상된다. 또한 10억 달러 중에서 전략국가인 미국이 10~15%(1억~1.5억 달러), 유럽이 10%(1억 달러), 중국이 7%(7천만 달러)로 총 3억 달러의 기여를 할 것으로 보인다. 미국과 유럽은 2030년 Vision 달성을 위해 가장 중요한 국가다.

Vision 2030 전략을 실현하는 과정에서 우리는 2030년 세계 1위 미용기기 기업으로 올라설 것이다. HIFU 분야에서는 우리는 1위, 모노폴라 고주파에서 2년 내 1위, 마이크로니들 고주파 분야에서 3~4년 내 1위가 되는 것이 목표다.

Q) 향후 M&A 및 현금활용 전략은?

A) 우리는 2022년부터 포트폴리오 확장 및 효율적인 유통전략을 고민하고 있다. 지난해 이미 이루다를 합병해 제품 포트폴리오를 확장했다. 이로 인해 마이크로니들 고주파와 레이저 장비를 얻었다. 따라서 지금 우리는 직접 영업이나 유통업체 인수 등 효율적인 유통 전략에 높은 관심을 가지고 있다. 예를 들어 유통사를 인수하면 해당 지역에서 인식하는 매출이 2~3배 높아지는 효과가 있을 것이다.

Q) 경기침체 영향은?

A) 우리는 경제 상황을 지속적으로 모니터링하고 있지만, 이 시장은 초기 시장이다. 경제 상황보다 시장 개척의 긍정적인 효과가 더 클 것으로 본다.

6. 재무 구조 및 전략

Q) 이루다 인수 후 하락한 영업이익률의 개선 계획은?

A) 이루다의 마진구조는 우리보다 낮았으며, 이루다를 인수한 이상 마진 희석은 어쩔수 없는 부분이다. 그러나 생산효율화와 규모의 경제로 마진을 높일 수 있다. 예를 들어 인수 당시 이루다의 매출총이익률은 50%대였다. 최근 출시한 이루다의 일부 레이저 장비의 매출총이익률을 70% 가까이 개선했다. 현재 SKU를 합리화하고 구매를 일원화하며, 유통망을 효율화를 진행 중이다. 이루다 인력들이 클래시스의 가이드라인을 잘 따라와주고 있다. 이루다의 매출총이익률을 매년 1%p 개선시키고자한다.

Q) 생산 능력은?

A) 우리는 반자동화된 조립 생산방식으로 큰 규모의 CAPEX가 필요하지 않다. CAPEX는 매출의 2%를 투자하고 있다. 지난 3년간 추가 인력 고용없이 효율성 개선(로봇 도입 등)으로 생산량을 늘려왔다. 현재 생산용량은 지금보다 2배까지 생산가능하다.

Q) 현재 장비와 소모품 판매 비중은 어떻게 되는가?

A) 특정 장비가 성숙한 시장에서는 소모품 비중은 70~80%까지 증가한다. 그런데 신규 장비를 출시할수록 장비 비중이 높아진다. 지금은 50:50 수준이다. 우리는 제품 포트폴리오를 확장해나갈 계획이며, 2030년까지 소모품 비중을 60%로 유지할 계획이다.

Q) 비용 추세는 어떠한가?

A) 전체 판관비 비용은 증가하고 있지만, 매출 대비 비중은 줄어들고 있다. 우리는 미래를 위해 더 투자할 것이지만, 비중은 줄어들 것이다. 비슷한 맥락에서 R&D 비용도 절대 금액은 계속 증가하고 있지만 매출 대비 비중은 줄어들고 있다.

Q) 장비와 소모품의 이익률은?

A) 일반적으로 장비의 GPM은 70%이며, 소모품의 GPM은 90%다. 소모품 비중 증가와 규모의 경제 효과로 2019년 이후 OPM은 50%대를 기록하고 있다.

Q) 장비판매 대수는?

A) 2024년까지 초음파 장비는 18,000대를 설치했고, 2022년부터 판매한 모노폴라 RF 장비는 1,700대를 설치했다.

Q) 올해 실적 가이드는?

A) 매출 3,400억~3,600억원, 영업이익률 48.1% 이상을 기록하는 것이다. 미국 시장으로의 침투, 유럽에서 볼뉴머와 슈링크 유니버스의 하반기 판매 개시, 일본시장 직접 영업 개시 등이 호실적을 견인할 것이다. 특히 일본은 작년의 태국만큼 기대하는 시장으로 대형 프렌차이즈 클리닉을 대상으로 마케팅을 집중할 계획이다. 국내에서는 이루다의 차세대 마이크로니들 고주파 신제품 효과가 기대된다.

7. Bain Capital 이슈

Q) Bain Capital이 클래식스 성장에 얼마나 기여했나?

A) Bain Capital의 경영권 확보 이후 우리 회사가 상당히 구조화되었다. 그들은 현재 CEO와 CFO를 채용했고, 포트폴리오 확장과 이루다 인수를 추진했다. 현재 경영진과 Bain Capital의 호흡이 굉장히 좋다고 생각한다. 현재 우리 경영진과 Bain Capital은 매주 경영 회의를 갖고 있다. Bain Capital은 경영권 인수 이후에도 마케팅 및 연구개발에 투자해왔다. 그들은 성장을 위한 투자없이 단기적으로 마진율을 극대화하는 전략보다 장기 성장에 더 관심이 크다.

Q) Bain Capital의 Exit 가능성은?

A) Bain Capital이 우리 경영진과 소통한 내용을 정리하면, 투자회수보다는 우리의 Vision 2030 전략을 실현하는데 더 집중할 계획이다. 단기적으로 Bain Capital은 단기적으로 매각을 추진할 계획이 없음을 밝혔다.

Q) 왜 Bain Capital은 최근 6% 지분을 매각한 것인가?

A) 2022년 클래식스 인수 시 차입한 인수금용의 일부를 상환하는데 사용했다고 밝혔다.

클래시스 (214150)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	243	340	421	525
매출원가	52	75	95	117
매출총이익	191	265	326	408
판매비와관리비	69	97	118	144
조정영업이익	122	168	209	264
영업이익	122	168	209	264
비영업손익	6	7	13	13
금융손익	3	3	7	13
관계기업등 투자손익	-1	6	6	0
세전계속사업손익	128	175	222	277
계속사업법인세비용	30	37	44	50
계속사업이익	98	138	178	227
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	98	138	178	227
지배주주	98	140	180	229
비지배주주	0	-2	-2	-3
총포괄이익	98	138	178	227
지배주주	98	140	180	229
비지배주주	0	-2	-2	-3
EBITDA	130	182	222	276
FCF	99	123	177	230
EBITDA 마진율 (%)	53.5	53.5	52.7	52.6
영업이익률 (%)	50.2	49.4	49.6	50.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	40.3	41.2	42.8	43.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	234	383	573	816
현금 및 현금성자산	23	122	249	412
매출채권 및 기타채권	39	53	66	82
재고자산	30	37	46	58
기타유동자산	142	171	212	264
비유동자산	374	370	358	348
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	193	196	191	187
무형자산	141	134	127	121
자산총계	608	753	932	1,164
유동부채	129	80	94	111
매입채무 및 기타채무	17	21	26	33
단기금융부채	79	24	25	25
기타유동부채	33	35	43	53
비유동부채	27	97	101	106
장기금융부채	13	80	80	80
기타비유동부채	14	17	21	26
부채총계	156	177	195	218
지배주주지분	454	579	742	955
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	106	106	106	106
이익잉여금	336	459	622	835
비지배주주지분	-1	-3	-5	-8
자본총계	453	576	737	947

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	103	133	179	232
당기순이익	98	138	178	227
비현금수익비용가감	38	43	44	49
유형자산감가상각비	5	7	7	6
무형자산상각비	2	7	7	6
기타	31	29	30	37
영업활동으로인한자산및부채의변동	-15	-14	-6	-8
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-13	-14	-12	-16
재고자산 감소(증가)	3	-7	-9	-11
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1	1	1	2
법인세납부	-21	-37	-44	-50
투자활동으로 인한 현금흐름	-82	-36	-41	-52
유형자산처분(취득)	-4	-10	-2	-2
무형자산감소(증가)	-7	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-45	-26	-39	-50
기타투자활동	-26	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-17	-3	-17	-17
장단기금융부채의 증가(감소)	27	12	0	0
자본의 증가(감소)	82	0	0	0
배당금의 지급	-13	-17	-17	-17
기타재무활동	-113	2	0	0
현금의 증가	4	99	127	163
기초현금	18	23	122	249
기말현금	23	122	249	412

자료: 클래시스, 미래에셋증권 리서치센터

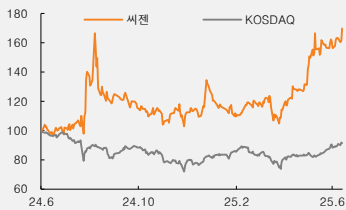
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	31.4	29.6	23.0	18.0
P/CF (x)	22.7	22.8	18.6	15.0
P/B (x)	6.9	7.2	5.6	4.3
EV/EBITDA (x)	23.5	21.7	17.0	12.9
EPS (원)	1,517	2,132	2,747	3,502
CFPS (원)	2,098	2,767	3,392	4,214
BPS (원)	6,931	8,832	11,322	14,567
DPS (원)	257	257	257	257
배당성향 (%)	17.3	12.2	9.5	7.4
배당수익률 (%)	0.5	0.4	0.4	0.4
매출액증가율 (%)	34.9	40.1	23.8	24.5
EBITDA증가율 (%)	38.1	40.7	21.8	24.2
조정영업이익증가율 (%)	36.6	37.1	24.3	26.3
EPS증가율 (%)	32.4	40.5	28.9	27.5
매출채권 회전율 (회)	9.0	7.7	7.4	7.4
재고자산 회전율 (회)	9.8	10.1	10.1	10.1
매입채무 회전율 (회)	23.6	17.0	17.2	17.2
ROA (%)	19.8	20.3	21.1	21.6
ROE (%)	26.5	27.1	27.3	27.1
ROIC (%)	35.3	36.8	45.6	58.8
부채비율 (%)	34.4	30.8	26.5	23.0
유동비율 (%)	181.7	477.4	611.0	734.2
순차입금/자기자본 (%)	-14.9	-31.4	-47.1	-59.1
조정영업이익/금융비용 (x)	60.0	51.1	62.5	78.8

투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 44,000원
현재주가(25/6/25)	35,150원
상승여력	25.2%

영업이익(25F,십억원)	55
Consensus 영업이익(25F,십억원)	54
EPS 성장률(25F,%)	흑전
MKT EPS 성장률(25F,%)	25.7
P/E(25F,x)	25.6
MKT P/E(25F,x)	11.3
KOSDAQ	798.21
시가총액(십억원)	1,836
발행주식수(백만주)	52
유동주식비율(%)	58.1
외국인 보유비중(%)	16.7
베타(12M) 일간수익률	0.40
52주 최저가(원)	20,000
52주 최고가(원)	35,150

(%)	1M	6M	12M
절대주가	9.2	48.0	71.9
상대주가	-2.1	26.1	81.3



[첨단의료기기/디지털헬스]

김충현, CFA
choonghyun.kim@miraeasset.com

박선영
seunyoung.park@miraeasset.com

씨젠

드디어 찾아온 High Multiplex PCR의 시대

현지법인 탐방기: 기회는 준비된 자에게 오는 것이다

씨젠은 유럽에서 전체 매출의 60% 이상을 벌어들이고 있으며, 독일은 그 유럽의 핵심 거점 중 하나다. 보험과 입찰 시장이 공존하며 지역마다 문화와 언어가 다른 유럽시장에서 이 정도의 성과를 낸다는 것은 요행으로 달성할 수 없다. 팬데믹 이후에도 이런 성과를 달성할 수 있었던 가장 큰 배경은 독보적인 High Multiplex PCR(DPO, TOCE, MuDT 등) 기술에 기인한다.

팬데믹 기간 동안 증폭장비가 대량으로 고객사에 설치된 상황에서 2022년 무렵부터 High Multiplex 검사에 대한 보험수가가 적용되는 국가가 늘어나고 있다. 2023년 우리가 처음 씨젠 독일법인을 방문했을 때는 이제 막 Multiplex 보험수가가 도입되는 상황이었었는데, 씨젠은 소화기와 호흡기를 중심으로 지난 2년간 상당히 빠르게 시장지배력을 넓혀왔다.

아직도 시장에선 씨젠을 코로나키트 테마주로만 생각하는 투자자들이 많은 것이 현실이다. 그러나 이제 시각을 바꿀 필요가 있다. High Multiplex PCR의 시장이 열리고 있는 것이다. High Multiplex는 보험수가가 중요하다. 한 번에 여러검사를 수행하면 효율성은 좋을 수 있지만, 검사센터 입장에서는 반복검사로 인한 매출 증가 효과가 상쇄되기 때문이다.

목표주가 44,000원으로 상향하며, 매수의견 유지

동사에 적용하는 12개월 선행 EBITDA를 1,500억원(기존 1,437억원)으로 상향함에 따라 목표주가를 44,000원(기존 42,000원)으로 상향한다. 상승여력이 25%인 점을 고려하여 매수의견을 유지한다.

2025년 실적은 매출 4,741억원(14% YoY), 조정 EBITDA 1,335억원(45% YoY, 조정 EBITDA 마진 28.2%)을 예상한다. 동사는 핵심 장비인 증폭장비 설치대수가 1Q25 6,279대로 팬데믹 이전(1,800대)보다 3배 이상 증가했다. 이런 상황에서 장비당 시약 매출이 15백만원으로 팬데믹 이전 평균(14.3백만원)을 꾸준히 넘어서고 있다. 특히 4Q24 Big Bath 이후 비용구조가 안정화되며 올해는 매분기 영업이익 흑자까지 기대할 수 있게 되었다. 현 주가는 12개월 선행 EV/EBITDA 기준 9배로 글로벌 Peer(13배) 대비 저평가 되고 있으며, 동사의 지난 3년 평균(9배)과 유사하다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	367	414	474	542	632
영업이익 (십억원)	-30	-16	55	80	112
영업이익률 (%)	-8.2	-3.9	11.6	14.8	17.7
순이익 (십억원)	1	-20	72	79	106
EPS (원)	13	-389	1,375	1,520	2,037
ROE (%)	0.1	-2.0	7.1	7.5	9.6
P/E (배)	1,787.7	-	25.6	23.1	17.3
P/B (배)	1.0	1.0	1.5	1.4	1.4
배당수익률 (%)	3.5	3.5	2.3	2.3	2.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 씨젠, 미래에셋증권 리서치센터

현지법인 탐방 주요 Q&A 요약

Q) PCR 시장의 구분은?

A) 시장은 크게 여성건강, 소화기, 호흡기, 기타 등으로 보고 있다.

호흡기는 PCR의 활용도가 높은 Syndromic Disease의 대표적인 질환이다. 다만 호흡기가 겨울철에 유행한다는 점에서 계절성이 존재한다. 소화기는 원래 배양으로 진단되는 영역을 PCR로 전환하는 것으로 새롭게 창출되는 영역이다.

여성건강 시장은 성감염증과 HPV를 포괄하며, 정기 스크리닝 시장이 발달되어 있고, 개방적인 성문화가 형성된 국가일수록 자발적인 비급여 검사도 많다. 보험 보장이 되는 검사시혹시 기록이 남을까 우려하는 심리도 반영된 것으로 보인다. 실제로 카니발이나 옥토버페스트 같은 축제기간에는 여성건강 검사 수요가 크게 증가한다. 개인적으로 여성건강 시장은 유의미한 정확도로 가정용 검사가 가능해지면 상당히 수요가 클 것이라고 생각한다.

Q) 독일에서 씨젠의 실질적인 경쟁자가 누구인가?

A) 분야마다 실질적인 경쟁이 조금 다르다. 여성건강(STI)은 CT/NG screening program 이 있고, 자궁경부암 (HPV) 또한 HPV screening program(2000년부터 시작)이 있기 때문에 검체 수량이 많아 high throughput 장비가 잘 갖춰져 있는 Roche, Hologic, Abbott 등이 경쟁사다.

호흡기(Respiratory) 및 소화기(Gastrointestinal)는 독일에서 2022년 7월에 Multiplex PCR 보험수가가 적용된 후 씨젠이 독보적인 위치를 차지하고 있다. 이 영역에서는 경쟁사 대로는 Luminex (ARIES System), R-Biopharm(RIDA UNITY), BD (BD-Max), Elitech (InGenius), Bruker (GenoXtract fleXT) 등이다.

다만, 최근 Roche가 2024년 말부터 자체 Multiplex 기술인 TAGS-Technology를 기반으로 개발한 Cobas Respiratory flex Test(호흡기 Multiplex 제품)가 IVDR 인증을 받아 기존장비를 보유하고 있는 진단센터들을 중심으로 공격적인 판촉활동을 벌이고 있다. 로슈는 대용량 장비뿐 아니라 중소형 장비(Cobas 5800)까지 설치해둔 기존 장비가 많고, 다른 진단 장비(면역화학진단, 혈액진단, POC 등)와 패키지 영업을 시도할 가능성이 있다. 또한, 잘 아시다시피 글로벌 대형 기업인만큼 정부기관이나 병원 혹은 진단 실험실 창업주 혹은 C-Level 등 이미 형성된 네트워크도 상당하다.

Q) 씨젠의 고객은 누구로 봐야할까요?

A) 진단센터와 병원을 모두 아우른다. 대형 진단센터는 관할 내 많은 중소형 병원으로부터 검체를 확보한다. 대형병원들은 직접 검사를 수행하는 경우가 많고, 우리와 직접 계약한다.

Q) 씨젠의 강점은 무엇이며, 시장점유율을 늘려나가고 있나?

A) 씨젠이 유럽시장에서 점유율을 꾸준히 늘려가고 있는 것이 맞다. 참고로 독일 PCR 검진센터 200개 중 80~90%는 씨젠의 고객사다.

씨젠이 침투하지 않은 시장 중 규모가 큰 시장이 HIV, HBV, HCV 등인데 이 시장은 대형 글로벌 기업들인 Roche, Siemens, Abbott, Beckman Coulter 등이 점유하고 있다. 또한, HPV나 CT/NG 등의 스크리닝 시장은 단가와 자동화가 중요하기 때문에 역시 글로벌 대형 기업의 High Throughput 검사장비 선호도가 높다. 또한, 우리는 Multiplex에 강점이 있는 기업이라는 점에서 검사범위는 넓어질 수 있지만, 글로벌 경쟁사는 Multiplex가 안되지만 타켓당 검사를 하면서 더 많은 매출을 일으킬 수 있다.

이 때문에 전체 IVD 시장에서 씨젠이 차지하고 있는 점유율이 일견 낮게 보일 수 있다고 생각한다. PCR 시장에 대한 종합적인 시장자료도 부족하고, 전체 매출 기준으로 작성된 자료들이 많다는 것도 감안해야 한다.

씨젠은 Multiplex PCR에 상당한 강점을 가지고 있으며, Multiplex 수요가 높고 보험수가가 형성된 영역을 중심으로 침투율을 높여나가고 있다. 대표적으로 소화기 시장이 씨젠이 상당히 잘해내고 있는 영역이다. 또한 단일 검사 중심이었던 성감염증에서도 Multiplex 보험수가가 적용되고 있어 점진적으로 시장을 확대해나갈 것이라고 생각한다.

Q) 독일의 High Multiplex 시장이 커지고 있나요?

A) 2022년 보험수가가 적용되면서 Multiplex PCR시장은 매년 커지고 있다. 우리는 특히 소화기와 호흡기 시장에서 잘하고 있다.

그러나 상대적으로 여성건강 영역은 조금 더딘 편이다. 2022년 7월부터 여성건강 영역에서 CT/NG/MG/TV Multiplex 보험수가가 적용되었지만, 의사들이 여전히 CT/NG만 처방하는 경우가 많다. CT/NG만 처방한다면 굳이 우리 제품을 사용할 효용이 크지 않다. 의사들의 관습을 바꾸기 위해 노력하고 있다. 우리는 진단 센터를 교육하여 이들이 의사들에게 처방을 유도하도록 하는 간접 영업방식을 활용하고 있다.

Q) 배양법 중심인 소화기에서 성과를 낼 수 있었던 이유는?

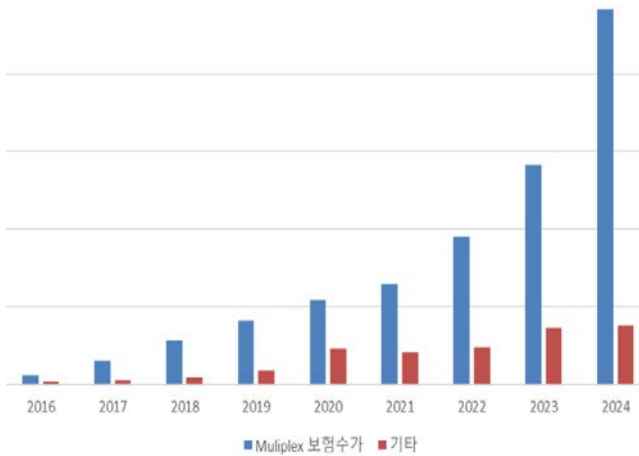
A) 대표적인 소화기 바이러스인 노로 바이러스는 전염력이 강해 독일에서 엄격하게 관리하고 있다. 2001년부터 양성일 경우 신고대상으로 지정해놓았을 정도다. 이런 상황에서 2022년 7월부터 노로바이러스 뿐 아니라 설사를 일으키는 다른 바이러스나 세균까지 Multiplex 보험 수가 적용되었다. 임상현장에서 소화기 질병은 보통 배양법을 활용해 진단하고 있었는데, 우리가 대대적으로 배양법을 PCR로 전환하는 프로젝트를 진행했다.

새롭게 시장을 만들어내는 만큼 공격적으로 단가를 책정하고, 진단 실험실을 대상으로 배양 진단법에 비해 PCR이 어렵고 비용이 더 들어보이지만 총비용이 절감된다는 것을 강조하는 마케팅을 펼쳤다. 이때 우리의 자동화장비인 AIOS가 큰 역할을 했다. 소화기 바이러스는 독일을 넘어서 유럽 전역에서 씨젠이 개척하고 있는 시장이라고 볼 수 있다. 최근 프랑스도 소화기 매출이 좋다.

Q) POC 시장에 대한 생각은?

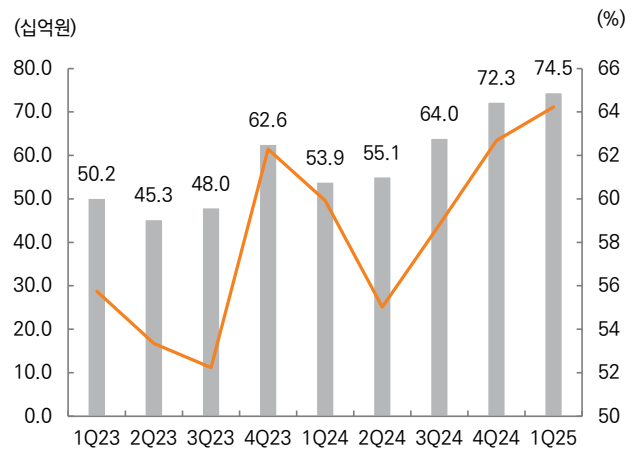
A) 현재 어느 정도 규모가 되는 병원이나 응급실에서는 검체 수가 많지 않고 긴급하게 결과가 필요할 경우에 한해 bioMérieux의 FilmArray와 같은 현장진단(POC)형 PCR장비를 사용하고 있다. 그러나 아직 시장이 무르익지는 않았다. 검사 단가가 높아 공보험 적용이 어렵고, 일반 의원에서 사용되기에는 가격이 높으며 의사들의 장비사용 교육도 필요하기 때문이다. 다만, 현장진단(POC)는 환자 입장에서 필요성이 커질 것이라고 생각한다.

그림 1. 씨젠 독일법인 Multiplex 보험수가 적용 제품 매출 추이



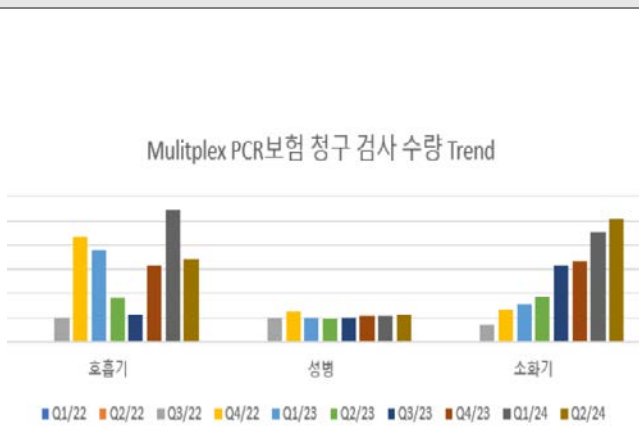
자료: 씨젠, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 씨젠의 유럽 매출 및 전체 매출대비 비중 추이



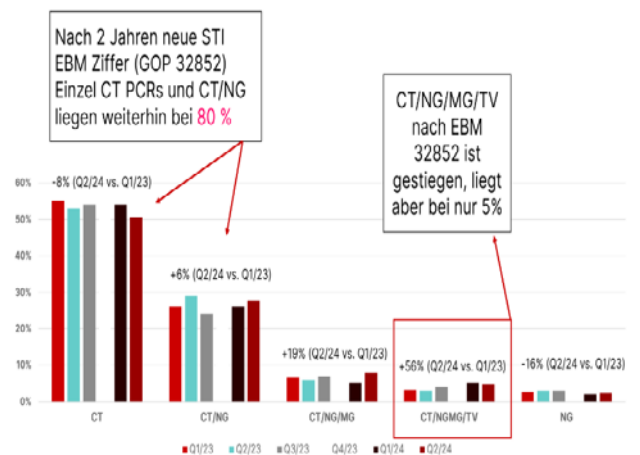
자료: 씨젠, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 독일의 Multiplex 보험 청구 검사 수량 추이



자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 독일의 성감염증 검사 트렌드: CT 혹은 CT/NG 검사가 80%



자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터

씨젠 (096530)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	414	474	542	632
매출원가	176	160	184	211
매출총이익	238	314	358	421
판매비와관리비	255	259	278	309
조정영업이익	-16	55	80	112
영업이익	-16	55	80	112
비영업손익	7	22	19	21
금융손익	13	17	19	21
관계기업등 투자손익	6	0	0	0
세전계속사업손익	-9	77	99	133
계속사업법인세비용	11	5	20	27
계속사업이익	-20	72	79	106
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-20	72	79	106
지배주주	-20	72	79	106
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	-17	72	79	106
지배주주	-17	72	79	106
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	55	117	124	147
FCF	45	108	81	94
EBITDA 마진율 (%)	13.3	24.7	22.9	23.3
영업이익률 (%)	-3.9	11.6	14.8	17.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	-4.8	15.2	14.6	16.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	746	843	920	1,016
현금 및 현금성자산	260	334	346	364
매출채권 및 기타채권	89	96	112	131
재고자산	109	110	128	149
기타유동자산	288	303	334	372
비유동자산	459	432	417	413
관계기업투자등	44	48	56	65
유형자산	227	201	180	169
무형자산	33	28	24	21
자산총계	1,205	1,275	1,337	1,429
유동부채	161	177	193	213
매입채무 및 기타채무	38	49	58	67
단기금융부채	97	99	103	107
기타유동부채	26	29	32	39
비유동부채	62	63	66	68
장기금융부채	50	50	50	50
기타비유동부채	12	13	16	18
부채총계	224	240	259	281
지배주주지분	978	1,032	1,075	1,144
자본금	26	26	26	26
자본잉여금	63	63	63	63
이익잉여금	1,065	1,100	1,142	1,212
비지배주주지분	3	3	3	3
자본총계	981	1,035	1,078	1,147

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	85	139	101	114
당기순이익	-20	72	79	106
비현금수익비용가감	107	50	45	40
유형자산감가상각비	66	57	40	31
무형자산상각비	6	5	4	3
기타	35	-12	1	6
영업활동으로인한자산및부채의변동	-14	5	-23	-27
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	4	-7	-16	-18
재고자산 감소(증가)	-4	0	-18	-21
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-10	10	5	6
법인세납부	-3	-5	-20	-27
투자활동으로 인한 현금흐름	35	-44	-48	-53
유형자산취득(취득)	-40	-31	-20	-20
무형자산감소(증가)	-4	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	53	-13	-28	-33
기타투자활동	26	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-64	-16	-33	-32
장단기금융부채의 증가(감소)	5	2	4	5
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-37	-37	-37	-37
기타재무활동	-32	19	0	0
현금의 증가	69	75	12	18
기초현금	190	260	334	346
기말현금	260	334	346	364

자료: 씨젠, 미래에셋증권 리서치센터

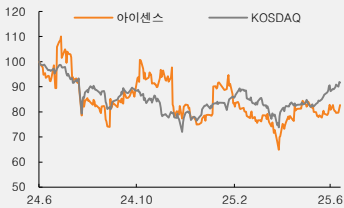
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	-	25.6	23.1	17.3
P/CF (x)	13.8	15.1	14.7	12.5
P/B (x)	1.0	1.5	1.4	1.4
EV/EBITDA (x)	17.0	11.7	10.8	8.8
EPS (원)	-389	1,375	1,520	2,037
CFPS (원)	1,652	2,333	2,383	2,808
BPS (원)	22,500	23,527	24,341	25,671
DPS (원)	800	800	800	800
배당성향 (%)	-182.3	51.3	46.4	34.6
배당수익률 (%)	3.5	3.0	3.0	3.0
매출액증가율 (%)	12.8	14.4	14.4	16.5
EBITDA증가율 (%)	53.4	114.2	6.3	17.8
조정영업이익증가율 (%)	적지	흑전	45.8	40.1
EPS증가율 (%)	적전	흑전	10.6	34.0
매출채권 회전율 (회)	4.8	5.2	5.3	5.3
재고자산 회전율 (회)	3.4	4.3	4.6	4.6
매입채무 회전율 (회)	7.8	6.5	5.8	5.7
ROA (%)	-1.7	5.8	6.1	7.7
ROE (%)	-2.0	7.1	7.5	9.6
ROIC (%)	-6.5	10.3	13.3	18.2
부채비율 (%)	22.8	23.2	24.0	24.5
유동비율 (%)	462.2	476.7	475.6	476.7
순차입금/자기자본 (%)	-27.1	-44.7	-46.2	-47.4
조정영업이익/금융비용 (x)	-2.8	10.1	14.4	19.7

투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	24,000원
현재주가(25/6/25)	16,840원
상승여력	42.5%

영업이익(25F,십억원)	7
Consensus 영업이익(25F,십억원)	8
EPS 성장률(25F,%)	흑전
MKT EPS 성장률(25F,%)	25.7
P/E(25F,x)	263.1
MKT P/E(25F,x)	11.3
KOSDAQ	798.21
시가총액(십억원)	465
발행주식수(백만주)	28
유동주식비율(%)	74.9
외국인 보유비중(%)	26.1
베타(12M) 일간수익률	0.59
52주 최저가(원)	13,200
52주 최고가(원)	22,400

(%)	1M	6M	12M
절대주가	3.4	6.6	-12.2
상대주가	-7.2	-9.2	-7.4



[첨단의료기기/디지털헬스]

김충현, CFA
choonghyun.kim@miraeasset.com

박선영
seunyoung.park@miraeasset.com

아이센스

던전에 뛰어들기 전에 아이템 장착 중

현지법인 탐방기: 속도가 느린건 아쉽지만, 가능성은 충분하다

동사는 2024년 5월부터 유럽지역에서 CGM 상용화를 시작했다. 우리는 지난 2023년에 이어 2년만에 아이센스 독일법인을 방문하여 현지 영업 상황을 점검하였다. 결론적으로 유럽은 여러국가가 모여있는 복잡한 시장이라는 점에서 국가마다 영업환경이 상당히 다르다는 애로사항을 확인하였고, 아이센스 제품이 유럽시장에서 충분히 성과를 낼 수 있는 기회도 발견할 수 있었다.

보험시장에 진입하기 위해서는 보험목록에 등재되기 위한 행정절차가 필요했고, 영업활동시 중요한 선택보정과 Non-adjunctive 기능(치료용 목적)이 2025년 3월에 서야 추가로 허가를 받았다. 앞으로도 다른 보험 시장에 진출하기 위해 필요한 CGM 전용 리시버(Receiver)가 2025년 내 출시될 예정이고, 내년 이후에는 순차적으로 사용연령 하향(18세 이상에서 2세 이상), 저혈당 예측 알람 기능 추가, CGM 버전 2 출시를 진행할 예정이라 동사가 도달할 수 있는 시장과 고객이 계속 넓어질 것으로 본다.

이런 상황에서 시장 포지셔닝 관점에서 동사의 강력한 경쟁자인 중국업체에 대해 ABT와 DXCM같은 선도기업들과 EU가 견제를 하고 있다는 것도 긍정적이다. CGM 시장의 핵심은 이제 태동하는 시장에서 실질적인 Player가 몇 안된다는 것이다. 이제 본격적으로 시장에 침투하는 시기인만큼 장기적이며 관대한 시선이 필요하다.

목표주가 24,000원 및 매수의견 유지

2025년 CGM 매출은 매분기 최대 실적을 경신하며 157억원을 기록할 것으로 예상된다. 무보정 CGM에 의한 외형성장은 2Q25부터 본격적으로 반영될 것으로 보인다. 해외 시장에서는 하반기로 갈수록 보험등재 및 행정작업이 마무리되며 점진적 실적 개선이 기대된다.

CGM 매출을 반영한 2025년 동사의 실적은 매출은 전년 대비 10% 상승한 3,216억원, 조정 EBITDA는 전년 대비 27% 상승한 305억원(조정 EBITDA 마진 9.5%)를 기록할 것으로 예상된다. 현 주가는 12개월 선행 P/S 기준 1.4배로 글로벌 Peer(4.8배) 및 동사의 지난 3년 평균(1.9배) 대비 저평가되고 있다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	265	291	322	364	411
영업이익 (십억원)	11	3	7	14	24
영업이익률 (%)	4.2	1.0	2.2	3.8	5.8
순이익 (십억원)	4	-2	2	6	15
EPS (원)	135	-65	64	213	527
ROE (%)	1.3	-0.6	0.5	1.8	4.4
P/E (배)	212.1	-	263.1	79.2	32.0
P/B (배)	2.8	1.3	1.4	1.4	1.4
배당수익률 (%)	0.3	0.7	0.6	0.6	0.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 아이센스, 미래에셋증권 리서치센터

현지법인 탐방 주요 Q&A 요약

Q) 유럽 시장 Landscape과 영업방식은?

A) 유럽은 하나의 지역처럼 인식되곤 하지만, 몇십개의 서로 다른나라가 모여있다. 이들은 언어도 다르고, 문화 및 의료기기 규제도 다 다르다.

유럽 시장은 크게 보험급여 시장과 입찰 시장으로 구분할 수 있다. 보험시장은 영국, 프랑스, 독일, 네덜란드, 오스트리아 등 서유럽과 체코, 폴란드, 헝가리 등 동유럽국가가 해당하며, 입찰시장은 스페인, 포르투갈, 이탈리아 등 남유럽과 스웨덴, 덴마크, 핀란드, 노르웨이 등 북유럽 국가가 해당한다. 입찰은 국가단위도 있고, 지역단위 입찰도 있다. 정확한 데이터라고 할 수는 없지만, 체감적으로 보험시장 60%, 입찰시장 40%라고 보고 있다.

우리는 이미 자가혈당측정기 사업을 하면서 유럽에 유통망을 확보하고 있기 때문에 CGM 영업은 해당 국가의 기존 딜러를 활용할 수 있다. 헝가리가 대표적으로 기존 딜러를 활용하여 CGM을 유통하는 국가다.

Q) 유럽 경쟁 환경은?

A) CGM에서 Dexcom과 ABT가 선도 기업으로 알려져 있는데, 유럽은 가격경쟁력을 바탕으로 ABT의 영향력이 상당하다. 프라스타일 리브레가 대략적으로 60유로 수준일 때 텍스컴 G 시리즈가 400유로 정도되었다. ABT는 리브레를 버전 3까지 출시하면서 성능과 인슐린 주입기의 연결성을 개선시켰지만 가격인상폭이 크지 않다. Dexcom은 텍스컴 원이라는 카테고리를 만들어 ABT와 경쟁하고 있다.

최근 유럽시장으로 Sinocare, Sibbonics 등 중국 기업들이 침투를 시도하고 있다. 이 과정에서 시장 리더인 ABT가 진입장벽을 높이려는 시도를 하고 있다. ABT는 Sinocare의 CGM 제품에 대해 센서 디자인 상표권 침해에 대한 소송을 진행한 바 있고, SiBionics와 그의 유럽 유통 파트너(Umedwings)를 상대로 유럽 각지에서 총 3건의 특허 소송 및 예비 금지명령(Preliminary Injunction, PI)관련 소송을 펼치고 있다.

ABT는 딜러를 쓰지 않고 전부 직판체제로 운영하고 있고, 시장지배력이 있다는 점에서 ABT와의 거래를 반기지 않는 도매상이나 약국도 있는 것으로 파악된다. 우리는 이런 부분을 정성적인 서비스 전략으로 잘 공략해야한다고 생각한다.

Q) 시장의 기대보다 유럽에서 성과가 더딘 것처럼 보이는데?

A) 우리가 CE 판매허가를 받은 것은 2024년 2월이지만, 매출이 발생하기 위해서 판매허가 이후의 또다른 단계와 제품 기능 업데이트가 필요했다. 우리 제품이 경쟁력이 없는 것은 아니라고 생각한다.

기능적으로는 선택보정과 Non-adjunctive 기능(치료용 목적)을 추가로 허가받은 시점이 2025년 3월이다. 영업측면에서는 1형당뇨 환자에게 마케팅할 때 Non-adjunctive 기능은 상당히 중요하다. Non-adjunctive 기능은 CGM 수치만으로 인슐린 같은 당뇨병 치료 결정을 내릴 수 있는 기능이다. Non-adjunctive 기능이 없다면 자가혈당측정과 같은 별도의 절차를 거쳐 치료행위를 해야한다.

또한, 보험시장의 경우 해당 국가에 보험 목록에 등재되는 데에도 시간이 소요된다. 현재 유럽에서 보험 등재가 완료된 국가는 영국, 헝가리, 에스토니아 3개국이다. 영국도 보험 등재 작업이 2월에서야 완료가 되었다. 즉, 영국에서 본격적인 영업활동은 2025년 3월 이후라고 볼 수 있다. 그런 점에서 보험 등재에 성공한 국가와 입찰 시장에서의 성과를 고려할 때 아이센스의 CGM 사업은 유럽에서 점진적으로 성장해나갈 것으로 본다.

마지막으로 보험등재 신청 시 CGM 신호를 수신할 수 있는 전용 리시버(Receiver)를 요구하는 국가들이 있다. 국내와 해외를 포함하여 CGM 리시버 출시가 연내로 예정되어 있다. 그런 점을 고려할 때 보험 추가 등재 작업은 2026년부터 진행될 것이다. 또한, 내년 이후에는 순차적으로 사용연령 하향(18세 이상에서 2세 이상), 저혈당 예측 알람 기능 추가, CGM 버전2 출시를 진행할 예정이라 우리가 도달할 수 있는 시장과 고객이 계속 넓어질 것으로 본다.

유럽 시장은 크고 복잡한 시장이지만, 우리 CGM으로 충분히 도전해볼만하다고 생각한다. 예를 들어 헝가리 시장의 경우 인구가 천만명이 안되는 국가에서 판매개시한 지 1년도 안 되서 거의 7,000개 CGM을 판매했다.

Q) 우리의 마케팅 방식은?

A) 보험시장의 경우, 우리는 직접적으로 당뇨환자를 대상으로 하기보다 보험사나 그 산하 조직에 대한 마케팅을 펼치고 있다. 우리는 MARD 값이 9% 미만인면서 Non-adjunctive(치료용 목적) 기능이 가능한 가격경쟁력 있는 제품으로 포지셔닝 하고 있다. 따라서 보험사에게 우리의 가격경쟁력을 활용해 그들이 얻을 수 있는 비용절감 효과를 강조하고, 이로 인해 보험사가 의사의 처방을 유도하도록 하는 방식이다. 입찰시장은 현지 딜러의 네트워크와 노하우가 매우 중요하다.

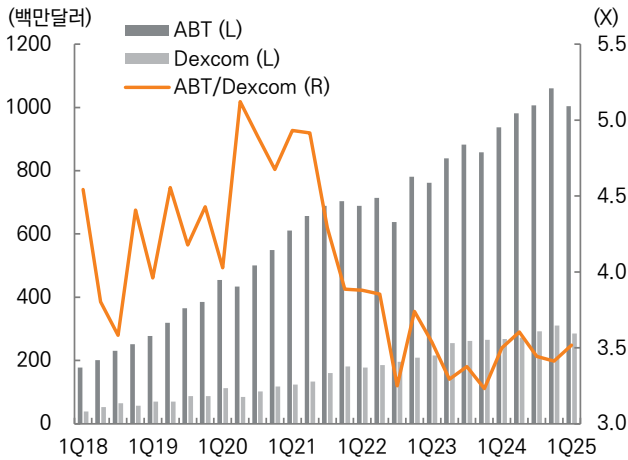
Q) CGM은 환자교육이 중요하지 않나?

A) 맞다. CGM 교육은 우리가 딜러를 교육하고 딜러들이 환자나 의사들을 교육한다.

Q) 자가혈당측정기 사업 현황은?

A) 스트립 사용량이 컸던 1형 당뇨환자들의 CGM 사용률이 높아짐에 따라 영향을 받을 수 밖에 없다. 스트립 시장이 없어질 시장이라고 생각하지는 않지만, 2형 당뇨 시장에도 CGM이 진입하려고 하는만큼 녹록치는 않는 것은 맞다.

그림 5. Dexcom과 ABT의 미국 외 CGM 매출 추이



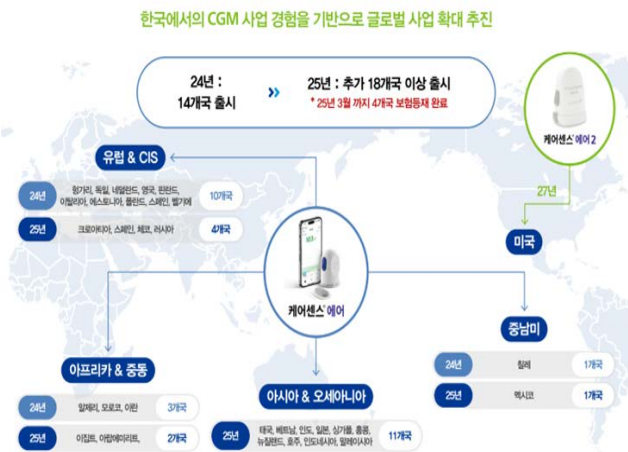
자료: DXCM, ABT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 영국의 CGM 보험수가

Appliance	Size or Weight	Basic Price p each
DETECTION SENSOR, INTERSTITIAL FLUID FOR GLUCOSE		
CareSens Air Sensor (contains 1 sensor, 1 sensor applicator)	1	3187
Dexcom One Sensor (contains 1 sensor, 1 sensor applicator)	1	2300
Transmitter (contains 3 sensors, 3 sensor applicators)	1	6900
Dexcom One+ Sensor (contains 1 sensor, 1 sensor applicator)	1	1800
Dexcom One+ Sensor (contains 1 sensor, 1 sensor applicator)	1	2497
FreeStyle Libre 2 Sensor (contains 1 sensor, 1 sensor applicator)	1	3500
FreeStyle Libre 2 Plus Sensor (contains 1 sensor, 1 sensor applicator)	1	3750
FreeStyle Libre 3 Sensor (contains 1 sensor, 1 sensor applicator)	1	4200
FreeStyle Libre 3 Plus Sensor (contains 1 sensor, 1 sensor applicator)	1	4500
GlucoRx AiDEX Sensor (contains 1 sensor, 1 sensor applicator)	1	2976
Transmitter	1	1995

자료: NHSBSA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 아이센스 CGM 사업 현황 및 계획



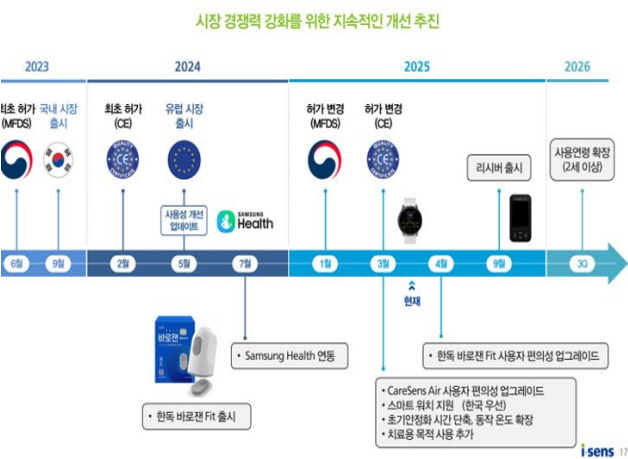
자료: 아이센스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 영국에서 유통중인 CGM 비교표

CGM Systems (Distributor in the UK)	Pre-reviewed?	20% T1D	Max 6 weeks challenge	18% of readings <4.4 mmol/L (80 mg/dL)	15% of readings >18.7 mmol/L (330 mg/dL)	Study design score*	Age range tested	N = adults	Adult 20/20†	Adult 40/40†	N = Paed	Paed 20/20†	Paed 40/40†	CE marking for non-adjusted††	CE marking for HCT†††	OP for use with OPN	105 days wear time	
Accu-Chek SmartGuide® (ROCHE)	✓	✓	✓	✓	✓	5	13yrs	48	91%	99%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
CareSense Air® (Dexcom)	✓	✓	✓	✓	✓	5	13yrs	30	89%	99%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Dexcom G6® (Dexcom)‡	✓	✓	✓	✓	✓	5	12yrs	159	91%	99.5%	105	92%	99.5%	✓	✓	✓	✓	✓
Dexcom G7® (Dexcom)‡	✓	✓	✓	✓	✓	5	12yrs	116	95%	99.5%	127	95%	99.5%	✓	✓	✓	✓	✓
Dexcom One® (Dexcom)‡	✓	✓	✓	✓	✓	5	12yrs	159	93%	99.5%	105	92%	99.5%	✓	✓	✓	✓	✓
Dexcom One+® (Dexcom)‡	✓	✓	✓	✓	✓	5	12yrs	116	95%	99.5%	127	95%	99.5%	✓	✓	✓	✓	✓
FreeStyle Libre 2 Plus (Abbott)‡	✓	✓	✓	✓	✓	5	12yrs	148	94%	99.5%	127	94%	99.5%	✓	✓	✓	✓	✓
FreeStyle Libre 3 (Abbott)‡	✓	✓	✓	✓	✓	5	12yrs	148	94%	99.5%	127	94%	99.5%	✓	✓	✓	✓	✓
Simplex/Simplex Sync® (Medtronic)‡	✓	✓	✓	✓	✓	5	12yrs	160	89%	✓	138	88%	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Guardian™ 4 Sensor and Guardian™ 4 Link Transmitter (Medtronic)‡	✓	✓	✓	✓	✓	4	13yrs	153	88%	✓	138	85%	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Toshiba® Nano AD (Medtronic)‡	✓	✓	✓	✓	✓	1	11yrs	63	88%	99%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Glucanote Can (A. Menarini)	✓	✓	✓	✓	✓	0	12yrs	60	>98%	✓	60	95%	99.5%	✓	✓	✓	✓	✓
Diagnost™	✓	✓	✓	✓	✓	0	12yrs	72	93%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Libra (Medtronic)‡	✓	✓	✓	✓	✓	0	11yrs	91	>98%	99%	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓

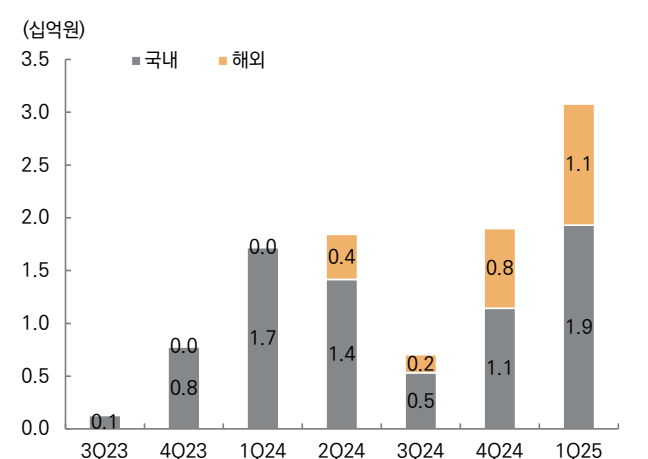
자료: Diabetes Specialist Nurse Forum UK, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 아이센스의 기술로드맵



자료: 아이센스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 아이센스의 CGM 매출 추이



자료: 아이센스, 미래에셋증권 리서치센터

아이센스 (099190)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	291	322	364	411
매출원가	178	191	216	243
매출총이익	113	131	148	168
판매비외관리비	111	123	135	144
조정영업이익	3	7	14	24
영업이익	3	7	14	24
비영업손익	-1	-5	-7	-7
금융손익	-5	-7	-7	-7
관계기업등 투자손익	-2	0	0	0
세전계속사업손익	2	2	7	17
계속사업법인세비용	4	0	1	3
계속사업이익	-2	2	6	14
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-2	2	6	14
지배주주	-2	2	6	15
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	34	2	6	14
지배주주	34	2	6	14
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	19	23	28	37
FCF	8	6	2	8
EBITDA 마진율 (%)	6.5	7.1	7.7	9.0
영업이익률 (%)	1.0	2.2	3.8	5.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	-0.7	0.6	1.6	3.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	276	289	312	342
현금 및 현금성자산	68	66	59	57
매출채권 및 기타채권	68	73	83	94
재고자산	76	82	93	105
기타유동자산	64	68	77	86
비유동자산	315	304	295	287
관계기업투자등	3	3	3	4
유형자산	245	235	226	218
무형자산	32	31	29	28
자산총계	591	593	606	629
유동부채	112	116	124	133
매입채무 및 기타채무	36	39	44	50
단기금융부채	63	63	64	65
기타유동부채	13	14	16	18
비유동부채	136	137	139	142
장기금융부채	121	121	121	121
기타비유동부채	15	16	18	21
부채총계	248	253	263	275
지배주주지분	325	322	325	336
자본금	14	14	14	14
자본잉여금	51	51	51	51
이익잉여금	208	207	210	222
비지배주주지분	18	18	18	18
자본총계	343	340	343	354

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	23	10	6	12
당기순이익	-2	2	6	14
비현금수익비용가감	33	23	22	23
유형자산감가상각비	14	14	13	12
무형자산상각비	2	2	2	1
기타	17	7	7	10
영업활동으로인한자산및부채의변동	-10	-7	-13	-15
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-5	-5	-10	-11
재고자산 감소(증가)	3	-6	-11	-12
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1	1	2	3
법인세납부	0	0	-1	-3
투자활동으로 인한 현금흐름	-40	-8	-11	-12
유형자산처분(취득)	-15	-4	-4	-4
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-45	-4	-7	-8
기타투자활동	20	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	39	-2	-2	-2
장단기금융부채의 증가(감소)	40	0	1	1
자본의 증가(감소)	9	0	0	0
배당금의 지급	-3	-3	-3	-3
기타재무활동	-7	1	0	0
현금의 증가	22	-2	-7	-2
기초현금	45	68	66	59
기말현금	68	66	59	57

자료: 아이센스, 미래에셋증권 리서치센터

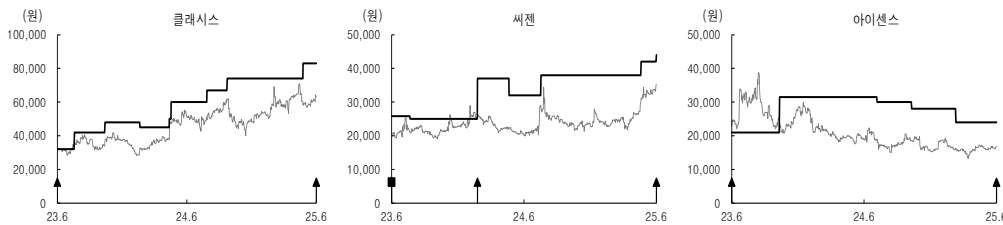
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	-	263.1	79.2	32.0
P/CF (x)	13.7	19.1	16.7	12.7
P/B (x)	1.3	1.4	1.4	1.4
EV/EBITDA (x)	27.6	23.8	19.7	14.7
EPS (원)	-65	64	213	527
CFPS (원)	1,113	880	1,006	1,330
BPS (원)	11,749	11,639	11,752	12,179
DPS (원)	100	100	100	100
배당성향 (%)	-141.5	160.9	48.4	19.6
배당수익률 (%)	0.7	0.6	0.6	0.6
매출액증가율 (%)	9.8	10.5	13.3	12.8
EBITDA증가율 (%)	-24.2	23.5	21.2	32.2
조정영업이익증가율 (%)	-75.7	173.2	87.0	75.2
EPS증가율 (%)	적전	흑전	232.3	147.6
매출채권 회전율 (회)	4.6	4.7	4.8	4.8
재고자산 회전율 (회)	3.6	4.1	4.2	4.2
매입채무 회전율 (회)	10.7	11.6	11.9	11.8
ROA (%)	-0.4	0.3	0.9	2.3
ROE (%)	-0.6	0.5	1.8	4.4
ROIC (%)	-0.8	1.8	3.2	5.3
부채비율 (%)	72.3	74.5	76.8	77.6
유동비율 (%)	245.9	248.6	250.7	257.1
순차입금/자기자본 (%)	21.0	18.6	18.8	17.0
조정영업이익/금융비용 (x)	0.4	1.1	2.0	3.6

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
클래시스 (214150)					2025.05.15	매수	42,000	-21.86	-16.31
2025.05.20	매수	83,000	-	-	2024.08.12	매수	38,000	-35.45	-9.34
2024.10.18	매수	74,000	-26.11	-4.46	2024.05.16	매수	32,000	-33.07	-9.38
2024.08.22	매수	67,000	-17.88	-7.76	2024.02.19	매수	37,000	-36.39	-29.46
2024.05.13	매수	60,000	-17.30	-7.83	2023.08.17	Trading Buy	25,000	-10.27	16.00
2024.05.08	매수	50,000	-4.00	-3.00	2023.05.15	Trading Buy	25,800	-13.26	-1.94
2024.02.15	매수	45,000	-21.32	-12.22	아이센스 (099190)				
2023.11.08	매수	48,000	-25.02	-13.13	2025.03.06	매수	24,000	-	-
2023.08.14	매수	42,000	-15.72	-3.57	2024.11.04	매수	28,000	-38.70	-28.96
2023.05.25	매수	32,000	-3.67	9.06	2024.08.01	매수	30,000	-41.60	-31.67
씨젠 (096530)					2023.11.06	매수	31,500	-30.76	-4.60
2025.06.26	매수	44,000	-	-	2023.05.04	매수	21,000	21.54	84.29

* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상 매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준 비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 주가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.98%	6.63%	8.84%	0.55%

* 2025년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

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.