

투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 67,000원
현재주가(24/8/21)	50,700원
상승여력	32.1%

영업이익(24F, 십억원)	125
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	120
EPS 성장률(24F, %)	47.2
MKT EPS 성장률(24F, %)	-
P/E(24F, x)	30.1
MKT P/E(24F, x)	-
KOSDAQ	779.87
시가총액(십억원)	3,245
발행주식수(백만주)	66
유동주식비율(%)	25.3
외국인 보유비중(%)	76.2
베타(12M) 일간수익률	0.68
52주 최저가(원)	28,400
52주 최고가(원)	55,300

(%)	1M	6M	12M
절대주가	4.5	61.0	35.2
상대주가	11.1	78.3	54.1



[첨단의료기기/디지털헬스]

김충현, CFA  
choonghyun.kim@miraesasset.com박선영  
seunyoung.park@miraesasset.com

214150 · 의료장비 및 용품

## 클래시스

## 기어 2, 이제 내 기술은 모두 한 단계 진화한다

## 목표주가 67,000원으로 상향하며, 의료기기 최선호주 제시

동사에 대한 목표주가를 67,000원(기존 60,000원)로 상향한다. 동사의 목표주가는 동사의 역사적 고점인 EV/EBITDA 23.6배를 적용하였다. 투자 의견은 상승여력이 32%인 점을 고려하여 매수를 유지한다. 현 주가는 12개월 FWD EV/EBITDA 기준 19배로 글로벌 Peer(12배)와 동사의 지난 3년 평균(15배) 대비 고평가되고 있다. 이루다와 합병이 완료된 첫번째 해인 2025년 실적은 전년 대비 42% YoY 상승한 3,544억원을, 영업이익은 전년 대비 34% 증가한 1,667억원(OPM 47.1%)을 예상한다. 이번 실적 추정에서는 가정을 최소화하여 클래시스와 이루다의 단순합산 방식으로 계산하였다. 동사는 이루다 합병 이후 중기 재무목표로 2030년 매출 10억 달러와 영업이익률 50% 이상을 달성하는 것을 제시했다.

## 이루다 합병 이후 발생할 3가지 시너지

① 가장 큰 시너지는 장비 다각화로 토탈 솔루션 제공자가 된 것: 동사는 이루다와의 합병을 통해 거의 모든 에너지원의 미용기기를 확보하게 된다. 장비 다각화의 가장 큰 장점은 고객의 다양한 니즈에 대응할 수 있는 것이다. 해외시장은 지역에 따라 선호되는 시술법이 다르다. 동사의 핵심 장비인 슈링크와 볼뉴머는 미용 시술헤드를 선도하는 좋은 장비이나, 피부과에서 사용되는 대부분의 시술을 커버하기 어렵다. 특히 동사가 미래 성장동력으로 꼽는 미국 시장에서는 피부 리프팅만큼이나 제모 및 피부회춘술이 상당히 중요하다.

② 지역적 다각화 및 유통망 최적화: 동사는 잘 알려져 있다시피 브라질에서 상당한 시장 지위를 확보하고 있고, 최근에는 태국에서도 빠르게 성장하고 있다. 이루다는 동사가 진출하고자 하는 미국에 이미 진출해있고, 유럽과 인도, 중동에도 동사 대비 강점이 있다. 서로가 강한 지역에서 교차판매 시너지를 발휘할 수 있다. 특히 동사와 이루다는 겹치는 장비가 거의 없기 때문에 시너지 효과가 클 것으로 예상된다.

③ 적응증 확장: 동사는 스킨부스터를 활용해 피부회춘, 탈모방지, 여성건강 영역 등으로 영역확대를 시도하고 있다. 이런 상황에서 이루다와 합병이 완료되면, 마이크로니들 고주파 장비를 확보하게 된다. 스킨부스터와의 복합시술 시너지를 더욱 확대시킬 수 있는 것이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	142	180	250	354	434
영업이익 (십억원)	69	90	125	167	208
영업이익률 (%)	48.6	50.0	50.0	47.2	47.9
순이익 (십억원)	75	74	109	142	179
EPS (원)	1,164	1,146	1,687	2,131	2,695
ROE (%)	38.3	28.9	30.3	28.2	27.6
P/E (배)	15.8	32.9	30.1	23.8	18.8
P/B (배)	5.1	8.1	7.7	5.9	4.6
배당수익률 (%)	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4

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

이루다 합병이후 발생할 3가지 시너지

이루다와 합병의 가장 큰 시너지는 장비 다각화로 토탈 솔루션 제공자가 된 것

지난 8월 13일, 클래스리스 이사회는 이루다와의 소규모합병을 승인하였고, 이루다는 주주총회에서 클래스리스와의 합병을 승인하였다. 이로써 사실상 동사와 이루다와의 합병이 8부 능선을 넘어섰다. 그렇다면 동사는 이루다와의 합병을 통해 어떤 시너지를 얻게 될까?

**가장 큰 시너지는 장비의 다각화다.** 동사는 잘 알려져있다시피 슈링크로 대표되는 초음파 장비와 볼뉴머로 대표되는 모노폴라 고주파 장비를 확보하고 있다. 이루다는 시크릿RF로 대표되는 마이크로니들 고주파 장비와 리팻으로 대표되는 레이저 장비를 보유하고 있다. 동사는 **이루다와의 합병을 통해 거의 모든 에너지원의 미용기기를 확보하게 된다.**

장비 다각화의 가장 큰 장점은 고객의 다양한 니즈에 대응할 수 있는 것이다. 동사는 이제 해외 시장 침투를 가속화하려고 한다. 해외시장은 지역에 따라 선호되는 시술법이 다르다. 동사의 핵심 장비인 슈링크와 볼뉴머는 미용 시술트렌드를 선도하는 좋은 장비이나, 피부과에서 사용되는 대부분의 시술을 커버하기 어렵다. 특히 동사가 미래 성장동력으로 꼽는 미국 시장에서는 피부 리프팅만큼이나 제모 및 피부회춘술이 상당히 중요하다.

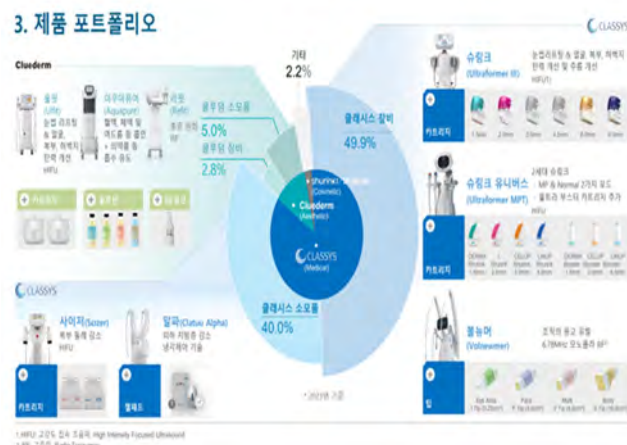
또한, 하나의 장비에서 다양한 에너지원을 사용할 수 있는 장비도 개발되어 판매되고 있지만, 아직까지 **임상현장에서는 에너지원별 장비를 따로 구매하는 경향이 크다**. 따라서 새로운 장비를 개발하면 기존 고객에게 추가판매가 가능하며, 특정 에너지원을 선호하는 신규 고객을 유치할 수도 있다.

더불어 최근 복합시술이 인기를 끌면서 장비를 여러 개 갖출 경우, 패키지 마케팅이 가능하다. 예를 들어 클래시스는 초음파 장비인 슈링크와 모노폴라 고주파 장비인 볼뉴머를 묶어 볼링크 시술로 마케팅하고 있다. 이런 콤비 시술을 다양한 기기에서 구현하며 마케팅 할 수 있는 것이다.

그림 176. 이루다 포트폴리오: 레이저와 마이크로니들 고주파에 강점



그림 177. 클래식스 포트폴리오: 초음파와 모노폴라 고주파에 강점



자료: 이루다, 미래에셋증권 리서치센터

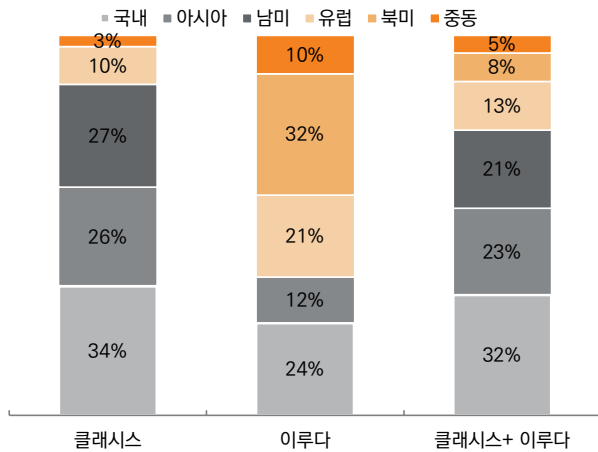
자료: 클래시스, 미래에셋증권 리서치센터

## 두 번째 시너지는 지역적 다각화 및 유통망 최적화

두번째 시너지는 지역적 다각화와 유통망 최적화다. 동사는 잘 알려져 있다시피 브라질에서 상당한 시장 지위를 확보하고 있고, 최근에는 태국에서도 빠르게 성장하고 있다. 이루다는 동사가 진출하고자 하는 미국에 이미 진출해있고, 유럽과 인도, 중동에도 동사 대비 강점이 있다. 서로가 강한 지역에서 교차판매 시너지를 발휘할 수 있다. 특히 동사와 이루다는 겹치는 장비가 거의 없기 때문에 시너지 효과가 클 것으로 예상된다.

또한, 기존에 진출한 지역이 겹치는 경우에도 유통망 최적화를 통한 시너지가 가능하다. 유럽지역에서는 이러한 시너지가 이미 시작되고 있다. 더불어 양사가 보유한 KOL 네트워크와 각종 마케팅 역량의 최적화도 꾀할 수 있다.

그림 178. 2023년 기준 클래스시스+이루다 지역별 매출 비중



자료: 클래스시스, 이루다, 미래에셋증권 리서치센터

그림 179. 클래스시스와 이루다의 상호보완적 지역 포트폴리오



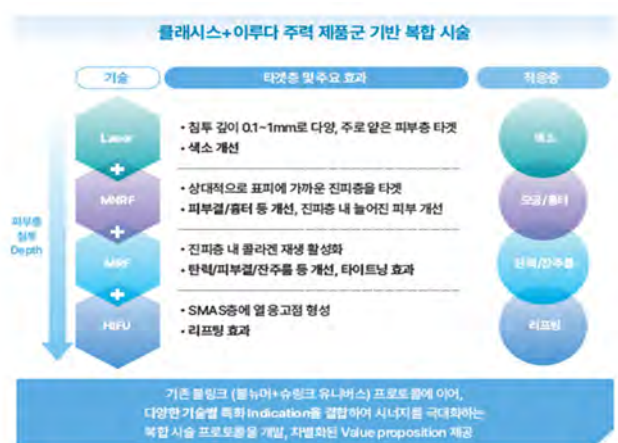
자료: 클래스시스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 180. 합병 이후 예상 포트폴리오



자료: 클래스시스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 181. 클래스시스와 이루다의 실현 가능 복합기술



자료: 클래스시스, 미래에셋증권 리서치센터

### 세 번째 시너지는 적응증 확장

세번째는 시너지는 적응증 확장이다. 동사의 블록버스터 장비인 슈링크는 초음파를 활용하는 장비로 피부 리프팅 효과 외에 탈모 방지나 여성건강 영역에 효과가 있다는 임상시험 결과가 많이 나오고 있다. 동사는 초음파 시술용 젤을 활용해 다양한 적응증 확장을 시도하며 소모품 매출을 유도하고 있다.

초음파는 매질이 존재해야 이동할 수 있기 때문에, 시술을 하기 위해 젤을 발라야 한다. 동사는 이 젤을 스킨부스터로 업그레이드시키고 있다. 대표적인 스킨부스터가 오로라 앰플이다. 젤의 단점인 끈적임과 시술 후 닦아내야 하는 불편함이 없고, 미백 및 주름 개선, 탄력, 물광, 보습효과까지 기대할 수 있다. 현재 슈링크 고객의 30%가 오로라앰플과 슈링크의 복합시술을 받고 있는 것으로 알려져 있다.

최근에는 새로운 스킨부스터로 울트라그로와 울트라인티미를 출시했다. 울트라그로는 모발 솔루션으로 탈모 유발 효소(5 $\alpha$ -reductase)의 활성을 억제하는 카페인과 모낭 성장을 촉진하는 헤어 케어 특화 원료인 완두콩 단백질을 함유하고 있다. 또한 모발의 80~90%를 구성하고 있는 케라틴 단백질 합성에 관여하는 비오틴과 두피에 도움을 주는 약모밀추출물, 멘톨 등이 포함됐다. 울트라인티미는 여성용 미백 시술에 활용될 수 있다. 멜라닌 제거와 합성 억제에 효과적인 3세대 미백 효능 소재 비파나무잎추출물과 스피어민트 추출물, 그리고 대표적인 미백 케어 성분이자 항산화 효능을 가진 비타민C를 함유했다.

이런 상황에서 이루다와 합병이 완료되면, 마이크로니들 고주파 장비를 확보하게 된다. 미국 및 유럽 등 선진국에서 유행하는 마이크로니들 고주파 장비는 미세 바늘을 피부 속에 침투시키는 방식으로 모공 축소, 여드름 흉터 제거에 활용된다. 나아가 최근 유행하는 스킨부스터의 흡수를 도울 수 있어, 스킨부스터와 복합시술로 궁합이 좋은 장비다. 스킨부스터와의 복합시술 시너지를 더욱 확대시킬 수 있는 것이다.

## Vision 2030, 매출 10억 달러를 위하여

동사는 이루다 합병 이후 중기 재무목표로 2030년 매출 10억 달러와 영업이익률 50% 이상을 달성하는 것을 제시했다. 아직까지 매출액 5억 달러를 넘는 에너지기반 미용기기가 없는 상황에서 선도기업들의 최근 성장률을 고려할 때 10억 달러의 매출을 실제로 달성한다면 전세계 1위 에너지기반 미용기기 업체로 도약할 수 있다.

이를 위해서 크게 5가지 전략으로 ① 첫번째는 블록버스터 플랫폼을 슈링크 1개에서 5개까지 늘리는 것, ② 장비당 시술 수를 연간 5% 이상 성장하는 것 ③ 미국 및 중국에서 설치대수 1위에 올라서는 것, ④글로벌 영업망을 최적화하여 5개 지역에 직판망을 구축하는 것, ⑤ 현재 원가 대비 80% 수준으로 원가를 낮추는 것을 제시했다.

그림 182. 클래스시스 Vision 2030



자료: 클래스시스, 미래에셋증권 리서치센터

표 19. 에너지 기반 미용기기 매출 현황

(백만달러)

기업명	2019	2020	2021	2022	2023
Syneron Candela	390	322	450(추정)	473(추정)	496(추정)
Inmode	156	206	358	454	492
Zeltiq(Abbvie)	367	289	405(추정)	425(추정)	446(추정)
Beauty Health	167	119	260	366	398
Sisram Medical	174	162	294	355	359
Cynosure	301	325(추정)	335(추정)	347(추정)	357(추정)
Solta Medical	194	253	308	300	347
Cutera	182	148	231	252	212
루트로닉	99	98	152	205	207
Airsculpt	41	63	133	169	196
Ulthera	150(추정)	158(추정)	166(추정)	174(추정)	183(추정)
클래스시스	70	65	88	110	138
Lumenis	101(추정)	106(추정)	112(추정)	117(추정)	123(추정)
제이시스메디칼	32	43	71	91	110

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터



## 클래시스의 해외 시장 침투 전략에 대한 대담(유튜브 참조)

### Q. 미국 시장은 어떤 의미인가?

**클래시스:** 미국은 우리가 아직 제대로 해보지 않은 시장이지만, 여러가지 측면에서 굉장히 매력적이고 큰 시장이라고 보고 있다. 미국에서는 꼭 의사가 아니더라도 피부 미용 시술이 가능한 의료직군이 존재한다. 따라서 시술 방법이 표준화되고 난이도가 높지 않은 것이 중요하다. 그런 점에서 미국 시장은 굉장히 전략적으로 진입해야 한다고 생각한다.

미국은 미충족 욕구와 수요가 매우 크다. 일단 시술가격이 매우 비싸다. 그러다 보니 에너지 기반 미용기기 시술받는 사람이 다소 제한적이다. 또한, 진입장벽으로 인해 경쟁자도 생각보다 많지 않다.

미국은 병원뿐 아니라 메드스파가 중요한 시장으로 형성되어 있다. 요즘 시장에서 금리가 높다 보니 병원/메드스파에서 에너지기반 미용기기를 사는데 굉장한 재무적 부담을 가지고 있다. 우리는 원가경쟁력이 있기 때문에 적절한 가격으로 포지션을 잘 할 수 있을 것 같다.

게다가 우리 장비의 강점은 통증레벨이 굉장히 낮아 마취를 하지 않아도 된다는 것이다. 마취를 위해서는 전문 인력과 공간과 시간이 추가적으로 더 필요한데 우리는 우리 고객의 비용구조를 줄여 경제성이 높은 장비라는 장점이 있다.

### Q. 미국 시장에서 유통전략은?

**클래시스:** 볼뉴머의 미국 FDA 승인이 우리가 예상했던 것보다 1년 이상 빠르게 진행되면서 미국 진출 시점도 앞당겨질 수 있었다. 미국 진출에는 여러가지 방법이 있을 수 있다. 직접 진출할 수도 있고, 파트너를 선정하는 방법도 있을 것이고, 이를 적절히 융합하는 하이브리드 방식도 있을 것이다.

우리는 초기 자본이 많이 들어가고, 영업망 구축에 시간이 많이 소요되는 직영 체제 구축보다는, 북미 전역을 커버하는 전문 유통망을 가진 전략적 파트너사를 선택하는 게 최선이라고 판단했다. 연초부터 역량 있는 컨설팅 기업과 미국 시장에 대한 조사를 진행했고, 후보 파트너사를 선정했다.

역량 있는 파트너와 함께 메드스파처럼 우리 입장에서 새로운 고객 세그먼트 개척은 물론 국내와 브라질 등에서 성공을 거둔 것처럼 피부 리프팅과 타이트닝 트렌드를 미국에서도 만들어 나가고 싶다.

### Q. 브라질 시장에서 큰 성과를 거둔 요인이 무엇일까?

**클래시스:** 브라질이야말로 슈링크 기술이 가장 현지화되고 또 자체적으로 가장 잘 활용하는 국가가 아닌가 싶다. 브라질은 미(Beauty)에 대한 수요가 굉장히 크고, 개인 소득 대비 미에 대해 지출하는 비용도 굉장히 높은 국가다. 브라질에서는 3~4개 병원이 장비 하나를 돌려쓰기도 하고, 환자들이 기술을 받기 위해 병원이나 대리점의 할부 프로그램을 이용할 정도로 미용에 대한 관심이 크다.

그런데 최초 진출할 당시 초음파 시장이 크지 않았고 경쟁사도 많지 않았다. 우리는 브라질 사람들에게 맞는 기술법을 개발하기 시작했다. 브라질 사람들은 즉각적인 효과를 원하는 욕구가 높았다. 우리는 페이스 리프팅을 통해 얼굴의 V라인의 즉각적인 효과를 줄 수 있는 프리미엄 기술로 슈링크(현재 브랜드명 Ultraformer)를 포지셔닝하고 마케팅했다. 또한, 현지는 여전히 미용기술에서 의사가 선택하고 추천하는 비중이 큰 시장인데, 전문의료진 사이에서 슈링크가 통증 및 부작용을 최소화하고, 다운타임이 없으면서도 효과가 높다는 평판이 빠르게 확대되면서, 자연스럽게 프리미엄 브랜드로 등극할 수 있었다.

최근 4월에 개최한 브라질 행사에서는 브라질 전역에서 900명 가량의 의사들이 모였다. 최근에는 볼뉴머와 슈링크 유니버스의 복합 기술의 시너지를 전파하는데 주력하고 있다.

### Q. 브라질에서 기술가격 트렌드는 어떠한가?

**클래시스:** 현재 브라질은 우리나라보다 기술가격이 높게 형성되어 있다. 시간이 지날수록 초음파 기술 자체의 기술가격은 대중화될 것으로 보이나, 국내와 같은 수준의 기술가격 하락을 예상하고 있지는 않다. 브라질은 현지에서 수입가 대비 세금이 70~80%로 매우 높고, 아직 에너지기반 미용기기 침투율이 10% 수준에 불과하다.

우리나라의 에너지기반 미용기기 시장이 급격하게 성장한데는 기술가격의 대중화도 중요한 요소라고 생각한다. 우리는 지속적으로 원가경쟁력 확보를 위한 노력을 지속할 것이다.

### Q. 중국 시장에 대한 생각은?

**클래시스:** 우리에게 중국은 굉장히 중요한 시장이다. 시장규모나 성장성 측면에서 전세계 Top 3 시장으로 반드시 확보해야 하는 시장이다. 중국은 개인의 미용에 대한 지출이 굉장히 높은 편이고, 시술가격도 굉장히 비싸다. 게다가 한국에 직접 와서 의료 시술을 받고 가는 분들이 굉장히 많을 정도로 한국의 트렌드를 많이 따라가는 곳이다. 그런 점에서 우리 제품이 보급되면 중국 시술 시장의 대중화에 큰 도움이 될 것으로 믿는다.

중국에 대한 많은 우려가 중국에서 소위 짝퉁이 등장하거나 카피캣이 등장하지 않겠냐는 것인데, 실제로 현재 많은 중국 제조사들이 불법으로 우리 제품 디자인과 제품명을 카피하는 사례가 증가하고 있다. 어떻게 보면 우리 제품이 중국에서 인지도가 높다는 것으로도 볼 수 있다고 본다.

또한, 최근 중국 정부에서 인허가의 장벽을 높이는 정책을 펼치고 있다. 보통 3등급인 에너지 기반 미용기기의 인허가를 받기 위해서는 많은 자본과 시간이 필요할 것이다. 규제 산업이란 것이 한번 진입하기가 어렵지만, 한번 진입하면 우리가 고생했던 것들이 경쟁자에게 진입장벽이 될 수 있다.

경쟁 측면에서 중국업체들이 Mid-High end 시장에서 의미있는 시장점유율을 가져가기까지는 시간이 다소 필요하다고 생각한다. 다만 중저가 시장에서는 의미 있게 점유율을 가져갈 가능성은 있다고 본다. 우리가 목표로 하는 Mid-High end 시장에서 중국은 보통 해외 브랜드를 선호하는 경향이 있다. 중국 제조사와 우리가 목표로 하는 타겟시장은 다를 것이라고 보고 직접 경쟁할 가능성은 높지 않을 것이라고 생각한다. 영향력 있는 현지 파트너와 계약을 하고 인허가 직후 대대적인 마케팅을 통한 제품 포지셔닝을 하게 된다면 또 하나의 성공사례를 만들 수 있을 것이다.

중국 시장은 들어가느냐 마느냐를 고민하기 보다는 얼마나 빨리 진입해서 얼마나 빠른 속도로 성적을 낼 것이냐가 더 중요하다고 생각한다. 향후 인허가 획득하여 진입하면 큰 기회의 시장이 될 것으로 판단한다.



**Q. 결국 Beauty 산업에서 일정규모가 넘어서면 토탈 솔루션을 제공해야 한다고 생각한다. 글로벌 확장 단계에서 포트폴리오 구축 전략은?**

**클래시스:** 어느 정도 동의한다. 제조사 입장에서는 다양한 솔루션을 다 가지고 있는 게 좋을 수도 있다. 그러나 몇 개의 솔루션을 가지고 있느냐보다는 정말 시장의 니즈를 충족할 수 있는 블록버스터급 제품을 몇 개 갖고 있느냐가 훨씬 중요하다고 본다. 우리의 목표는 슈링크 같은 블록버스터 제품을 5개 이상 보유하는 것이 목표다.

현실적으로 의사선생님들이 개원을 할 때 필수 장비에 속하는 제품은 꼭 그 브랜드를 구매하고, 그 외 장비는 상황에 맞춰 구입하는 형태가 대부분이다. 우리는 필수 장비가 되기 위해 투자하고 전략적인 우선순위를 두고 있다.

또한, 의미있게 차별화된 토탈 솔루션을 보유하기 위해서는 각 제품의 개별 경쟁력도 중요하지만, 복합시술을 통해 장비 간 연계 가치가 있는지도 중요하다.

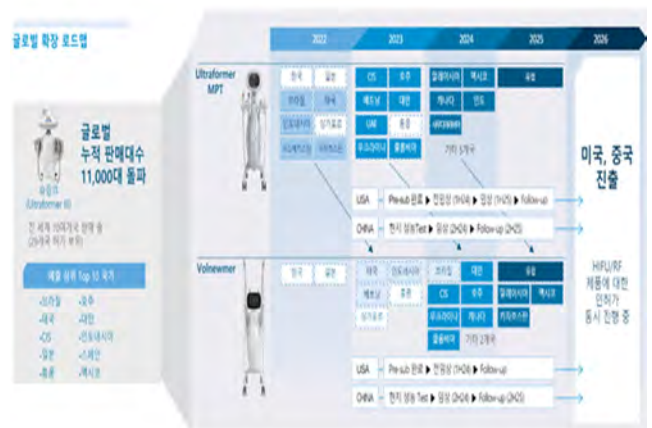
이러한 우리의 전략을 실현해 나가는 과정에서 M&A가 필요하다면 추진할 것이다. 최근 이루다를 합병하려는 이유는 그런 확장의 일환이다. 여기서 M&A는 단순히 기술과 제품의 확장뿐 아니라 지역적 확장도 고려하고 있다. 우리는 향후 5개국 이상에서 직영 체계를 구축하는 것도 중요한 장기 전략 중 하나다.

그림 183. 태국 및 브라질 매출 추이



자료: 클래시스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 184. 글로벌 인허가 로드맵



자료: 클래시스, 미래에셋증권 리서치센터

## 실적 추정 및 밸류에이션

### 2Q24 Review

동사의 2Q24 실적은 매출액 587억원(28% YoY)으로 시장기대치에 부합했다. 영업이익은 전년 대비 35% 성장한 312억원을 기록하며 시장기대치를 상회했다. 영업이익률은 53.1%로 전년 대비 2.7%p 개선되었다. 매출과 영업이익 모두 사상최대 실적을 경신했다.

품목별로 장비매출은 전년 대비 36% 증가한 299억원을 기록했고, 소모품 매출은 전년 대비 20% 증가한 261억원을 기록했다. 에스테틱 장비 매출은 전년 대비 35% 감소한 10억원을 기록했고, 화장품 매출은 전년 대비 527% 성장한 15억원을 기록했다.

지역별로 국내 매출은 전년 대비 27% 증가한 182억원을 기록했고, 브라질은 전년 대비 13% 감소한 117억원을 기록했다. 브라질 외 해외 시장은 전년 대비 61% 증가한 286억원을 기록했다.

표 20. 2Q24 실적 비교표

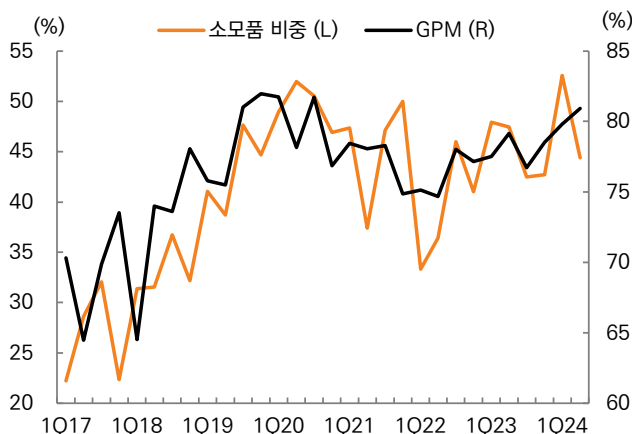
(십억원, %, %p)

	2Q23	1Q24	2Q24			성장률	
			확정실적	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	45.9	50.4	58.7	56.2	58.4	28.0	16.6
영업이익	23.1	26.5	31.2	28.5	29.5	34.7	17.7
영업이익률 (%)	50.4	52.6	53.1	50.7	50.5	2.7	0.5
순이익	24.6	32.1	34.5	24.3	34.6	40.2	7.6

주: K-IFRS 기준

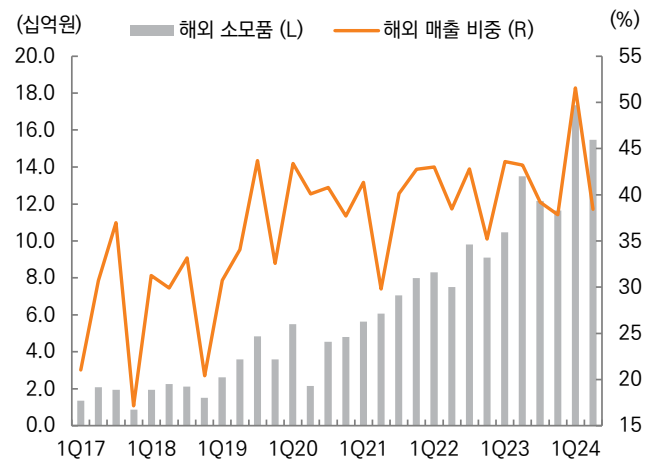
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 185. 클래스리스 소모품 매출 비중 vs. GPM 추이



자료: 클래스리스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 186. 해외 소모품 매출 및 해외 전체 매출 대비 비중 추이



자료: 클래스리스, 미래에셋증권 리서치센터

## 2024년 및 2025년 전망

아직 동사는 합병 후 시너지와 재무적 가이드언스를 구체적으로 제시하고 있지 않다. 이로 인해 이번 실적 추정에서는 가정을 최소화하여 클래스시스와 이루다의 단순합산 방식으로 계산하였다. 상술했듯이 이루다 합병 이후에는 장비 다각화, 지역적 다각화 및 유통망 최적화, 적응증 확대와 같은 시너지가 기대되는데, 이런 효과는 구체적으로 반영하지 않았다.

동사의 2024년 매출은 전년 대비 39% 성장한 2,497억원을, 영업이익은 전년 대비 39% 상승한 1,247억원(OPM 49.9%)를 기록할 것으로 예상된다. 이루다와 합병이 완료된 첫 번째 해인 2025년 실적은 전년 대비 42% YoY 상승한 3,544억원을, 영업이익은 전년 대비 34% 증가한 1,667억원(OPM 47.1%)를 예상한다.

표 21. 클래스시스 및 이루다 실적 추정

항목	24F	25F	26F	27F	28F
매출 (십억원)	249.7	354.4	433.5	533.4	659.9
클래스시스	229.6	276.9	340.6	421.9	526.1
이루다	20.1	77.4	92.9	111.5	133.8
매출 성장률 (%)	-	41.9%	22.3%	23.0%	23.7%
클래스시스	-	20.6%	23.0%	23.9%	24.7%
이루다	-	285.8%	20.0%	20.0%	20.0%
매출총이익 (십억원)	194.3	261.9	320.7	395.0	489.2
클래스시스	182.9	218.0	267.9	331.5	412.9
이루다	11.4	43.9	52.8	63.5	76.3
GPM (%)	77.8%	73.9%	74.0%	74.0%	74.1%
클래스시스	79.7%	78.7%	78.6%	78.6%	78.5%
이루다	56.8%	56.7%	56.8%	56.9%	57.0%
조정 EBITDA (십억원)	134.0	179.0	221.3	274.0	340.4
클래스시스	126.8	152.2	187.9	232.9	289.8
이루다	7.2	26.9	33.3	41.1	50.6
조정 EBITA 마진 (%)	53.7%	50.5%	51.0%	51.4%	51.6%
클래스시스	55.2%	55.0%	55.2%	55.2%	55.1%
이루다	35.7%	34.7%	35.9%	36.9%	37.8%
영업이익 (십억원)	124.7	166.7	207.7	259.0	323.7
클래스시스	118.4	143.8	178.6	222.4	278.1
이루다	6.2	23.0	29.1	36.6	45.6
OPM (%)	49.9%	47.1%	47.9%	48.6%	49.0%
클래스시스	51.6%	51.9%	52.4%	52.7%	52.9%
이루다	31.0%	29.7%	31.3%	32.8%	34.1%
순차입금 (십억원)	-79.7	-208.7	-	-	-
클래스시스	-104.3	-233.1	-	-	-
이루다	24.6	24.4	-	-	-

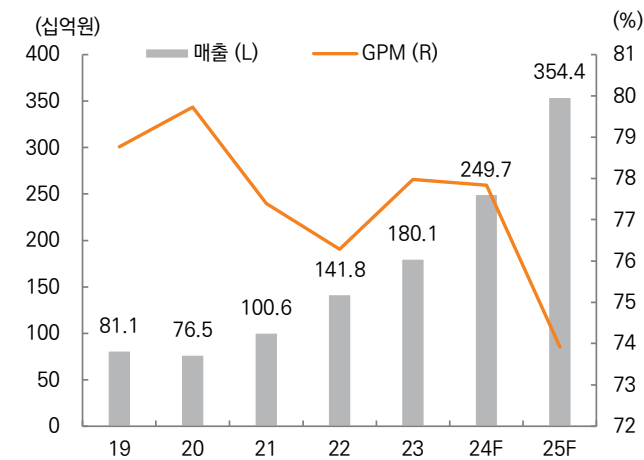
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 22. 수익예상 변경표 (십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	24F	25F	24F	25F	24F	25F	
매출액	225.1	268.3	249.7	354.4	10.9	32.1	이루다 합병 효과 반영
영업이익	115.1	134.8	124.7	166.7	8.3	23.7	
세전이익	127.1	147.2	137.3	177.0	8.0	20.2	
순이익	102.1	117.8	109.2	141.6	6.9	20.2	
EPS (원)	1,592	1,840	1,687	2,131	5.9	15.8	

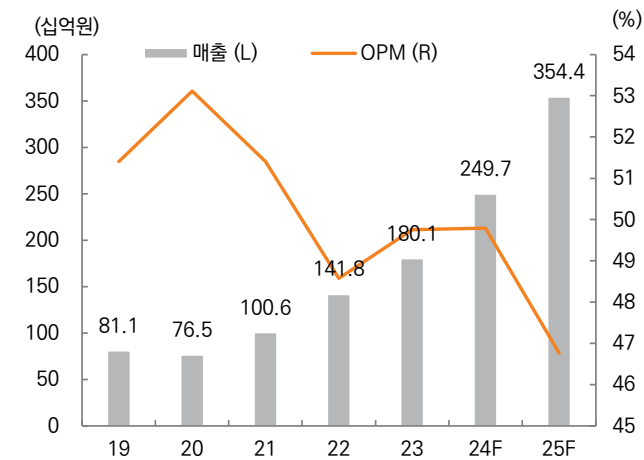
주: K-IFRS 기준  
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 187. 매출 및 매출총이익률 추이



자료: 클래시스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 188. 매출 및 영업이익률 추이



자료: 클래시스, 미래에셋증권 리서치센터

표 23. 분기별 실적 전망표 (십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	39.0	45.9	48.2	47.0	50.4	58.7	58.5	82.0	180.1	249.7	354.4
클래시스	18.4	22.0	25.8	23.8	20.8	29.9	29.1	29.7	90.0	109.5	131.3
클루덤	1.2	1.5	0.9	1.5	1.4	1.0	1.1	1.8	5.1	5.3	6.3
소모품	18.7	21.8	20.5	20.1	26.5	26.1	26.2	28.4	81.0	107.2	131.0
화장품	0.3	0.2	0.6	1.3	1.4	1.5	1.7	1.7	2.4	6.3	6.9
영업이익	19.9	23.1	24.7	21.9	26.5	31.2	29.3	37.7	89.6	124.7	166.7
순이익(지배)	18.8	18.6	21.2	15.7	26.1	26.6	24.7	31.8	74.2	109.2	141.6
매출성장률(%)	10.2	40.4	45.0	16.2	29.3	28.0	21.3	31.8	27.0	27.5	20.6
클래시스	-10.5	27.7	66.6	13.3	13.3	36.1	12.6	24.5	21.2	21.7	19.9
클루덤	-41.6	-33.4	-41.3	-26.0	20.7	-35.1	19.3	19.9	-35.1	3.5	19.6
소모품	58.4	83.0	34.0	20.9	41.7	19.8	28.0	41.6	45.7	32.3	22.1
화장품	-53.9	-65.7	27.8	399.2	404.7	527.1	169.3	33.0	18.2	160.0	10.0
영업이익률 (%)	51.0	50.4	51.1	46.6	52.6	53.1	50.0	46.0	49.8	49.9	47.1
순이익률 (%)	48.2	40.4	43.9	33.4	51.8	45.3	42.2	38.8	41.2	43.7	40.0

자료: 클래시스, 미래에셋증권 리서치센터

## 목표주가 67,000원으로 상향하며 의료기기 최우선주로 제시

동사에 대한 목표주가를 67,000원(기존 60,000원)로 상향한다. 동사의 목표주가는 동사의 역사적 고점인 EV/EBITDA 23.6배를 적용하였다. 투자 의견은 상승여력이 18%인 점을 고려하여 매수를 유지한다. 현재주는 12개월 FWD EV/EBITDA 기준 19배로 글로벌 Peer(12배)와 동사의 지난 3년 평균(15배) 대비 고평가되고 있다.

동사는 장비는 슈링크에서 볼뉴머로, 지역은 브라질에서 태국으로 다각화를 진행하며 견조한 성장을 거듭하고 있다. 이런 상황에서 4Q24 이루다와 합병이 완료되면 거의 대부분 에너지원의 미용기기를 확보하게 되는 가운데 지역 및 적응증 확장도 빠르게 진행될 수 있다.

동사는 이루다 합병 이후 중기 재무목표로 2030년 매출 10억달러와 영업이익률 50% 이상을 달성하는 것을 제시했다. 아직까지 매출액 5억 달러를 넘는 에너지기반 미용기기가 없는 상황에서 선도기업들의 최근 성장률을 고려할 때 10억 달러의 매출을 실제로 달성한다면 전세계 1위 에너지기반 미용기기 업체로 도약할 수 있다.

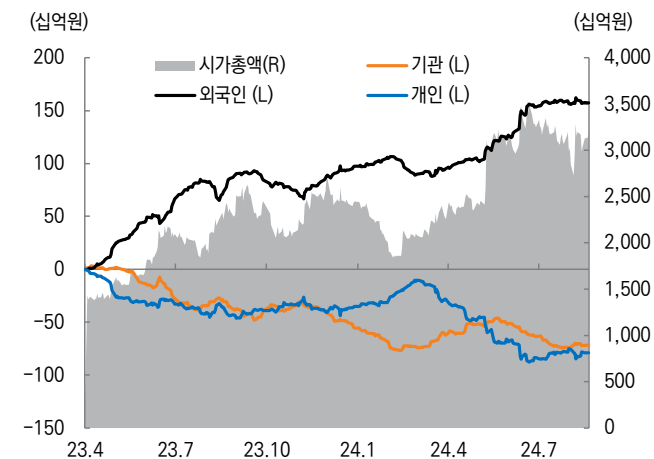
우리는 이러한 비전을 실현하기 위해서는 추가적인 M&A가 반드시 필요하다고 생각한다. 중기 재무목표를 달성하려면 앞으로 6년간 30%이상 성장 해야한다. 글로벌 선도 기업들도 대부분 시간이 갈수록 성장률이 둔화된 적이 많다는 점에서 쉽지 않은 목표다. M&A에 대한 시점과 규모 등 구체적인 상황은 예상하기 어렵지만, M&A 가능성은 동사의 중요한 투자 포인트가 될 수 있다고 생각한다.

표 24. 목표주가 산정

항목	값	비고
EBITDA (십억원)	179	2025년 실적
EV/EBITDA (배)	23.6	클래시스 고점 밸류에이션
기업가치 (십억원)	4,225	
순차입금 (십억원)	-209	20205년 예상 순차입금
기업가치 (십억원)	4,434	
주식수(천 주)	66,430	총 주식수
목표주가(원)	67,000	
현재주가(원)	50,700	8월 21일 종가
상승여력	32.1%	

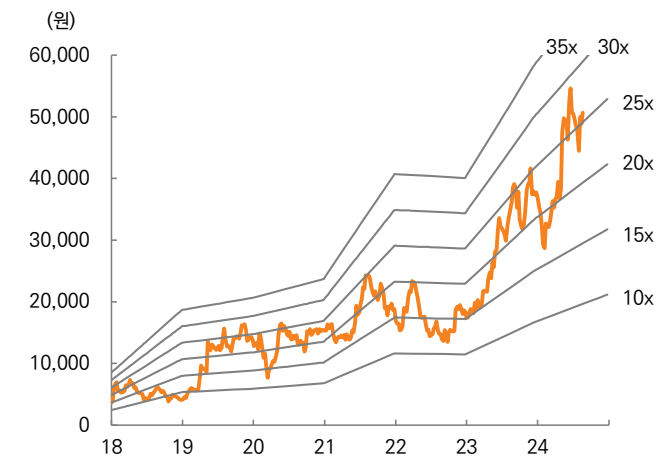
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 189. 투자자별 순매수량 vs. 시총 추이



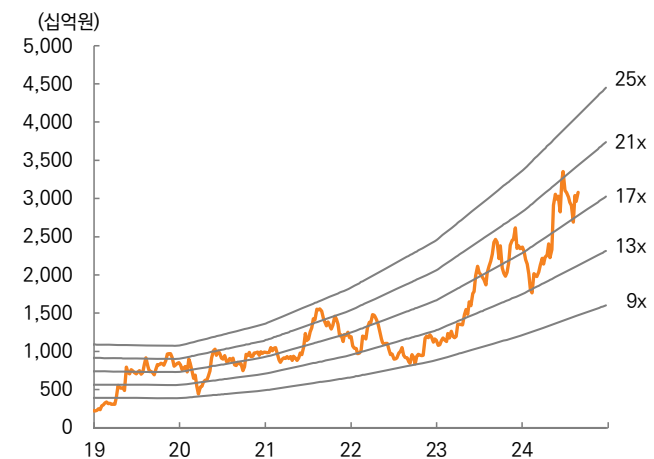
자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 190. 12개월 FWD PER 밴드 차트



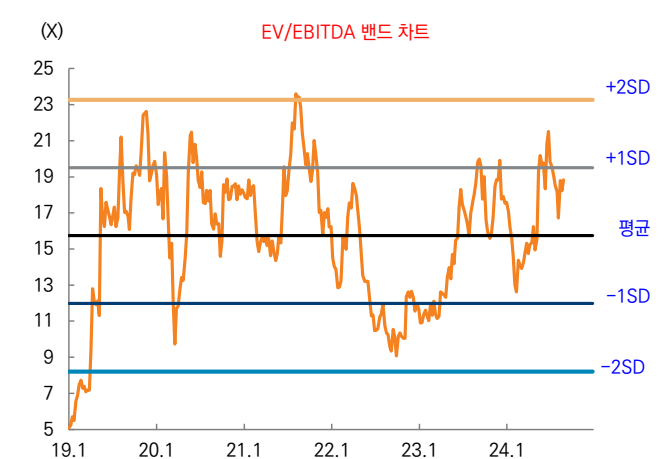
자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 191. 12개월 FWD EV/EBITDA 밴드차트



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 192. 12개월 FWD EV/EBITDA와 표준편차



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

표 25. Global Peer Valuation

회사명	시가총액 (십억원)	영업이익률 (%)			PER (배)			PSR (배)			EV/EBITDA(배)			매출액 (십억원)		
		23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F
Galderma Group	29,723	13.0	20.6	20.6	-	51.5	32.2	130.0	5.0	4.4	-	24.0	21.3	5,379	6,159	6,924
휴젤	3,598	36.8	40.2	42.3	28.1	28.4	22.5	9.1	9.5	8.1	14.4	19.3	16.0	320	379	447
클래스스	3,200	49.8	51.5	52.8	35.8	30.9	25.4	15.7	13.7	11.2	29.3	25.1	20.1	180	233	286
파마리서치	1,926	35.3	37.1	37.8	20.7	19.2	15.4	6.3	5.8	4.8	8.3	13.1	11.0	261	335	401
Inmode	1,763	39.8	33.1	35.9	9.0	8.5	7.3	3.2	3.1	2.9	5.8	4.1	3.6	643	582	627
Establishment Labs	1,636	(39.4)	(20.2)	(4.8)	-	-	-	7.9	7.0	5.1	-	-	-	216	241	330
메디톡스	1,475	7.8	18.8	26.9	384.0	33.7	22.9	5.5	5.6	4.8	-	22.1	14.8	221	265	307
비율	540	52.5	55.2	54.0	25.0	17.6	14.4	12.7	9.0	6.6	18.9	13.8	10.7	43	60	81
원텍	532	39.8	38.4	39.3	18.4	12.4	8.6	4.9	4.1	2.9	18.6	9.4	6.5	116	128	182
AirSculpt Tech	321	4.8	(0.2)	4.2	106.6	79.1	19.3	1.2	1.3	1.2	16.5	12.4	9.4	256	253	282
Sisram Medical	249	11.2	9.3	10.2	5.9	5.3	7.2	0.5	0.7	0.6	5.6	4.8	4.2	469	391	436
Beauty Health	242	(32.9)	(11.5)	1.8	-	-	-	0.5	0.5	0.5	-	-	15.6	520	465	502
한스바이오메드	140	(5.3)	-	-	-	-	-	1.6	-	-	99.1	-	-	78	-	-
전체 평균		16.4	22.7	26.8	70.4	28.7	17.5	15.3	5.4	4.4	24.0	14.8	12.1	669.3	791.0	900.4

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터



## 리스크

### 재무 리스크

동사는 9분기 평균 168억원의 잉여현금을 발생시키고 있고, 부채비율도 2024년 상반기 말 기준 29%에 불과하여 안정적인 재무구조를 구축하고 있다. 2024년 상반기 말 기준 1,336억원의 현금성 자산을 보유하고 있다. 2023년 하반기부터 매출채권 증가로 운전자본이 증가하고 있다. 2024년 하반기부터는 가장 비중이 큰 해외 시장인 브라질에서 산탄데르 은행과 제휴하여 매출채권 유동화가 이루어져 운전자본 및 현금흐름이 개선될 예정이다.

### 사업 리스크

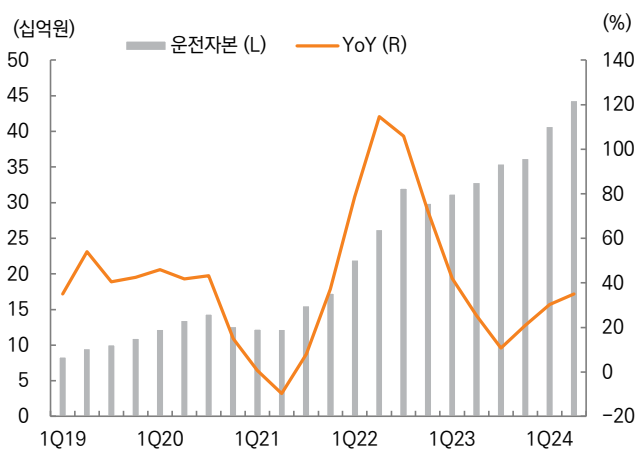
초음파 영역에서는 블록버스터인 슈링크(HIFU)의 성공으로 국내와 브라질에서 상당한 점유율을 차지하고 있고, 최근 태국 시장에서 빠르게 성장하고 있다. 다만, 국내와 브라질 외 시장으로 지역적 다각화가 필요하며, 최대 시장인 중국과 미국 진출에 시간이 필요하다는 것은 단점이다.

작년부터 볼뉴머(모노폴라 RF)라는 신제품을 출시하며 다각화를 추진하고 있다. 볼뉴머는 2024년 하반기부터 미국침투가 가능하다. 이루다와 합병완료시 북미시장의 영업망과 함께 레이저와 마이크로니들형 RF 장비를 확보할 수 있어 지역적/품목적 시너지가 상당할 것으로 예상된다. 다만, 합병과정에서의 PMI 실패에 대한 리스크는 존재한다.

### 주가 리스크

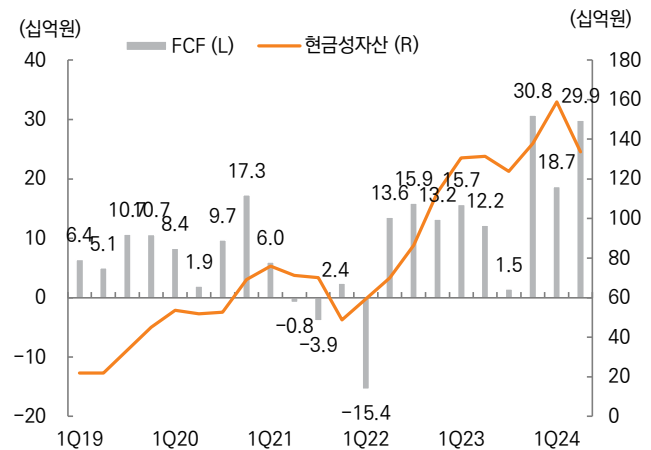
동사의 현재 주가는 12개월 FWD EV/EBITDA 기준 19배로 글로벌 Peer(12배)와 동사의 지난 3년 평균(15배) 대비 고평가되고 있다. 밸류에이션 프리미엄을 정당화하기 위해 이루다 합병 시너지 효과를 빠르게 증명해야할 필요가 있다.

그림 193. 운전자본 추이



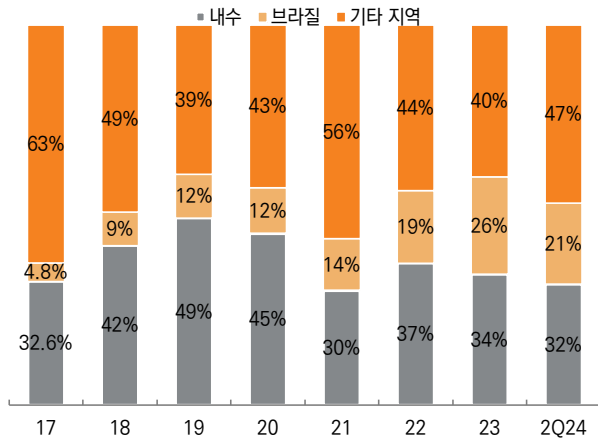
자료: 클래시스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 194. 연간 잉여현금흐름(FCF) 추이



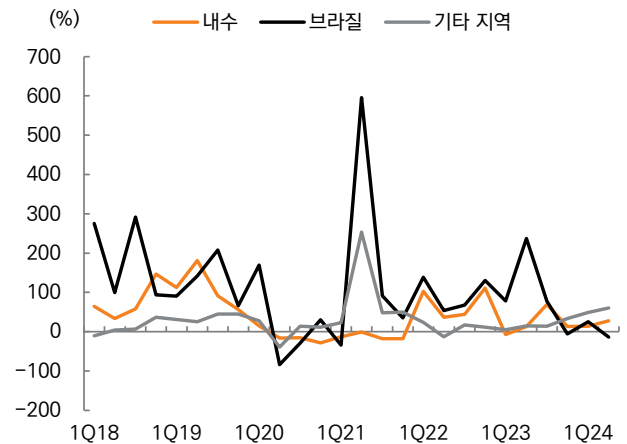
자료: 클래시스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 195. 지역별 매출 비중



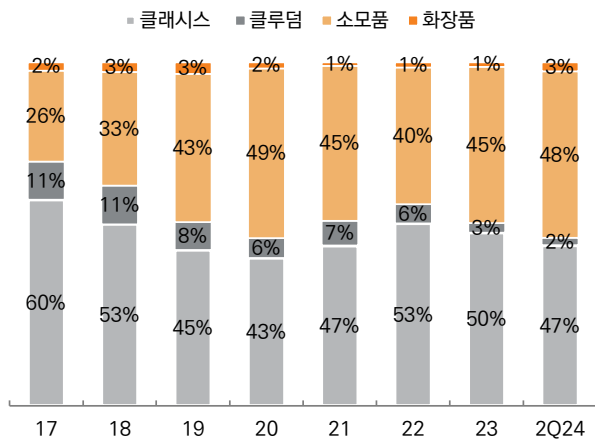
자료: 클래스시스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 196. 지역별 매출성장률 추이



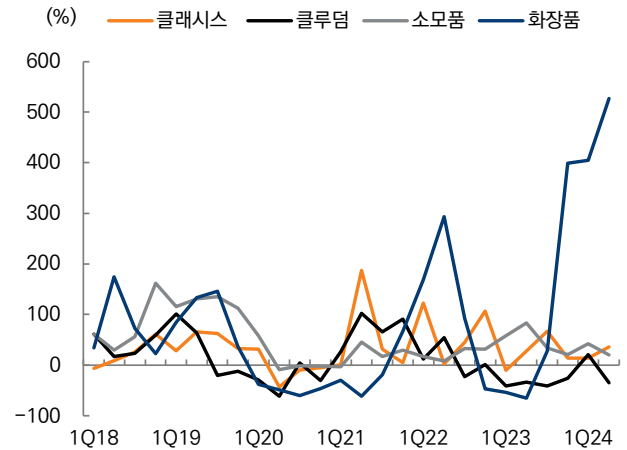
자료: 클래스시스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 197. 품목별 매출 비중



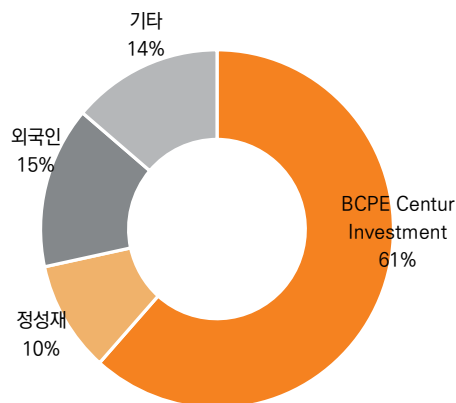
자료: 클래스시스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 198. 품목별 매출성장률 추이



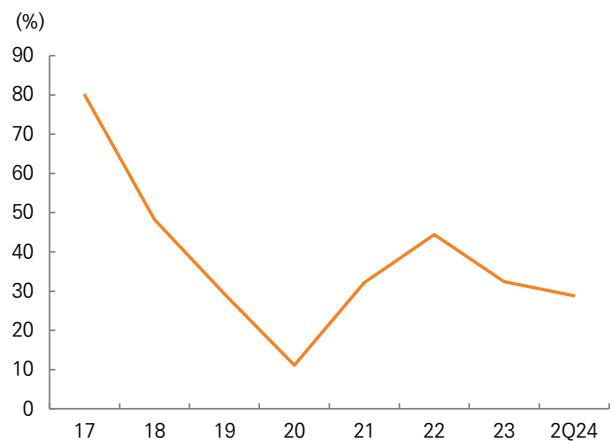
자료: 클래스시스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 199. 지분율



자료: 클래스시스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 200. 부채비율



자료: 클래스시스, 미래에셋증권 리서치센터

## 클래시스 (214150)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	180	250	354	434
매출원가	40	55	92	113
매출총이익	140	195	262	321
판매비와관리비	51	70	95	113
조정영업이익	90	125	167	208
영업이익	90	125	167	208
비영업손익	4	12	10	16
금융손익	3	4	6	11
관계기업등 투자손익	0	2	4	5
세전계속사업손익	94	137	177	224
계속사업법인세비용	20	28	35	45
계속사업이익	74	109	142	179
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	74	109	142	179
지배주주	74	109	142	179
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	74	109	142	179
지배주주	74	109	142	179
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	94	130	175	215
FCF	60	34	150	163
EBITDA 마진율 (%)	52.2	52.0	49.4	49.5
영업이익률 (%)	50.0	50.0	47.2	47.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	41.1	43.6	40.1	41.2

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	186	287	422	592
현금 및 현금성자산	18	86	197	314
매출채권 및 기타채권	18	43	46	60
재고자산	19	40	41	55
기타유동자산	131	118	138	163
비유동자산	190	291	298	308
관계기업투자등	0	51	62	76
유형자산	139	179	176	171
무형자산	3	15	14	14
자산총계	375	578	720	900
유동부채	29	126	141	154
매입채무 및 기타채무	2	15	19	23
단기금융부채	3	81	81	81
기타유동부채	24	30	41	50
비유동부채	63	13	13	13
장기금융부채	62	12	12	12
기타비유동부채	1	1	1	1
부채총계	92	139	154	167
지배주주지분	284	438	567	733
자본금	6	7	7	7
자본잉여금	24	81	81	81
이익잉여금	271	347	476	641
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	284	438	567	733

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	65	74	154	165
당기순이익	74	109	142	179
비현금수익비용가감	24	25	33	36
유형자산감가상각비	4	5	7	7
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	20	20	26	29
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-9	-36	8	-17
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-12	-25	-3	-14
재고자산 감소(증가)	2	-21	-1	-14
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	9	3	2
법인세납부	-28	-27	-35	-45
투자활동으로 인한 현금흐름	-48	-44	-23	-25
유형자산처분(취득)	-4	-41	-4	-2
무형자산감소(증가)	-2	-12	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-24	8	-19	-23
기타투자활동	-18	1	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-26	85	-13	-13
장단기금융부채의 증가(감소)	-2	27	0	0
자본의 증가(감소)	0	57	0	0
배당금의 지급	-7	0	-13	-13
기타재무활동	-17	1	0	0
현금의 증가	-8	68	111	117
기초현금	26	18	86	197
기말현금	18	86	197	314

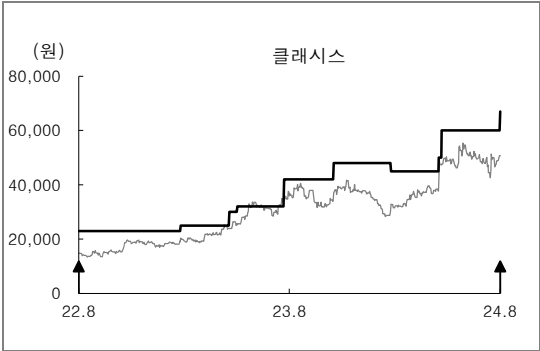
자료: 클래시스, 미래셋증권 리서치센터

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	32.9	30.1	23.8	18.8
P/CF (x)	25.0	24.5	19.3	15.7
P/B (x)	8.1	7.7	5.9	4.6
EV/EBITDA (x)	25.6	24.1	17.3	13.4
EPS (원)	1,146	1,687	2,131	2,695
CFPS (원)	1,512	2,067	2,627	3,237
BPS (원)	4,685	6,601	8,532	11,027
DPS (원)	200	200	200	200
배당성향 (%)	17.2	12.2	9.4	7.4
배당수익률 (%)	0.5	0.4	0.4	0.4
매출액증가율 (%)	27.0	38.6	41.9	22.3
EBITDA증가율 (%)	29.0	38.7	34.0	23.2
조정영업이익증가율 (%)	30.1	39.1	33.7	24.6
EPS증가율 (%)	-1.5	47.2	26.3	26.5
매출채권 회전율 (회)	14.9	8.4	8.1	8.3
재고자산 회전율 (회)	8.4	8.5	8.8	9.1
매입채무 회전율 (회)	101.9	11.1	8.4	8.2
ROA (%)	21.0	22.9	21.8	22.1
ROE (%)	28.9	30.3	28.2	27.6
ROIC (%)	51.5	47.5	56.6	70.4
부채비율 (%)	32.4	31.7	27.1	22.8
유동비율 (%)	635.1	226.8	299.3	383.6
순차입금/자기자본 (%)	-15.5	-23.8	-41.1	-50.9
조정영업이익/금융비용 (x)	45.8	62.8	61.5	76.3

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
클래스스 (214150)				
2024.08.22	매수	67,000	-	-
2024.05.13	매수	60,000	-17.30	-7.83
2024.05.08	매수	50,000	-4.00	-3.00
2024.02.15	매수	45,000	-21.32	-12.22
2023.11.08	매수	48,000	-25.02	-13.13
2023.08.14	매수	42,000	-15.72	-3.57
2023.05.25	매수	32,000	-3.67	9.06
2023.05.11	매수	30,000	-15.56	-12.00
2023.02.16	매수	25,000	-16.13	0.60
2022.05.11	매수	23,000	-28.17	-14.35



\* 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	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.52%	12.05%	8.43%	0%

\* 2024년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

<ul style="list-style-type: none"><li>- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.</li><li>- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.</li><li>- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.</li><li>- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.</li></ul>	<p>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.</p>
---	--