

(Analyst) 김충현, CFA choonghyun.kim@miraeasset.com

**MIRAE ASSET**  
 미래에셋증권

287410 · 의료장비 및 용품

# 제이시스메디칼

## 4Q23도 분기 최대 실적 예약

Not Rated

목표주가

-

상승여력

-

현재주가(23/11/9)

12,540원

KOSDAQ	802.87	시가총액(십억원)	959	발행주식수(백만주)	76	외국인 보유비중(%)	29.0
--------	--------	-----------	-----	------------	----	-------------	------

### Report summary

#### 매출액 및 영업이익 모두 사상 최대 분기 실적 경신

동사는 다시 한번 매출 및 영업이익 모두 사상 최대 실적을 경신했다. 외형 성장은 고주파 장비와 소모품이 견인했다. 다만, ITC 관련 소송에 의한 지급수수료와 덴서티 국내 광고 개시로 인한 광고선전비 증가로 영업이익은 시장기대치를 하회했다.

#### 12개월 선행 P/E 22배로 상장 이후 평균(20배)과 글로벌 Peer(14배) 대비 고평가 상태

기대를 모으고 있는 신형 장비인 덴서티가 본격적으로 미국시장에 침투하기 시작했다. 계절적 최성수기인 4Q23에도 포텐자와 덴서티를 중심으로 고주파 장비가 외형 성장을 견인할 것으로 보인다.

### Key data

#### Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	6.6	48.8	73.0
상대주가	8.4	54.9	53.9

#### Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	81	117	150	182	219
영업이익 (십억원)	24	34	43	59	72
영업이익률 (%)	29.6	29.1	28.7	32.4	32.9
순이익 (십억원)	14	27	33	47	57
EPS (원)	192	381	440	611	751
ROE (%)	42.4	42.9	36.6	37.2	32.3
P/E (배)	40.5	22.4	28.5	20.5	16.7
P/B (배)	11.7	7.6	9.0	6.2	4.5
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
 자료: 제이시스메디칼, 미래에셋증권 리서치센터

## 3Q23 Review

### 매출액 및 영업이익 모두 사상최대 분기 실적 경신

동사의 매출액은 전년 대비 37% 증가한 391억원으로 시장기대치에 부합하며 사상최대 실적을 경신했다. 지역별로 국내시장은 덴서티(모노폴라 및 바이폴라 RF)와 리니어지(초음파)의 신제품 효과로 전년 대비 69% 증가한 83억원을 기록했다. 일본은 전년 대비 23% 증가한 59억원을 기록했다. 기타 해외 시장은 전년 대비 32% 증가한 250억원을 기록했다.

품목별로 RF는 전년 대비 110% 성장한 125억원을 기록했다. 초음파는 전년 대비 31% 감소한 41억원, 레이저와 IPL은 전년 대비 12% 감소한 42억원, 소모품은 전년 대비 43% 증가한 153억원을 기록하며 사상최대 실적을 경신했다. 기타 매출은 사치바이오의 스킨부스터 매출증가(12억원)로 인해 전년 대비 140% 증가한 31억원을 기록했다.

영업이익은 전년 대비 33% 증가한 102억원을 기록하며 역시 사상최대 실적을 경신했으나, 시장기대치는 하회했다. 영업이익률은 전년 대비 0.8%p 감소한 26.1%를 기록했다. 주요비용으로 ITC관련 소송비용으로 인해 지급수수료가 전년 대비 168% 증가한 40억원을 기록했고, 광고선전비는 덴서티 국내광고 영향으로 전년 대비 11% 증가한 31억원을 기록했다. 인건비는 전년 대비 34% 증가한 49억원을 기록했으나 전분기 대비 감소했다.

#### Q) Cynosure향 ODM 동향?

A) 3Q23에 80대 출고되었다. 4Q23은 더 좋을 것으로 예상된다. 코로나가 심할 때를 제외하곤 항상 MOQ를 넘어섰다. 1Q23에서 3Q23까지 700대 이상이 출고되었다.

#### Q) 덴서티 관련 업데이트?

A) 덴서티 해외 20대, 국내 40대가 출고되었다. 유통사인 Reveal Lasers와는 올해 7월부터 내년 상반기말까지 150대의 MOQ 계약이 맺어져 있다. 국내는 1티어(강남, 청담 소재 병원) 병원을 타겟으로 하고 있다. 계획했던 목표는 달성하였다.

#### Q) 무상소모품 소진 후 유상소모품 구매까지 전환시기는?

A) 대략 6개월 정도로 보고 있다.

#### Q) 최근 국내 시장 경쟁강도는?

A) 초음파 시장은 경쟁이 심하다. 포텐자의 경우는 경쟁이 심하진 않다. 스킨부스터를 활용한 마케팅이 효과를 보고 있다.

**Q) 중국 파트너십 관련 기사는 어떤 내용인가?**

A) 고주파 장비인 덴서티와 초음파 장비인 리니어지를 아이메이커라는 회사와 독점 판매권 파트너십 계약을 맺었다. 파트너사가 중국 내 인허가부터 마케팅까지 담당할 계획이다. 계약기간은 10년정도다. 고주파에 대해서는 중국에서 규제가 수립되었지만, 아직 초음파는 규제 정책이 확실하게 정해지지 않았다. 향후 초음파관련 규제 정책이 수립된다면 중국내 유통 장비는 변경될 수 있다. 판매권은 중국으로 제한하며 대만, 홍콩, 마카오는 제외된다. 아직 MOQ를 이야기하는 것은 시기상조이며, 상호 조율이 필요하다. 파트너사는 기존에 휴온스와 필러 유통계약도 체결한 경험이 있다. 4,000개가 넘는 현지 병원 네트워크를 보유한 것으로 파악된다. 포텐자의 중국 허가는 계속 지연되고 있으나 24년 상반기말 정도로 추정한다.

**Q) 일본 시장 동향은?**

A) 일본 시장에서 고주파와 초음파 패키지 영업이나 교차판매로 인한 시너지보다는 포텐자의 판매호조가 성장을 더 견인하는 요인이다. 일본에서는 통증이 있어도 좀 더 효과가 있는 제품을 찾는 성향이 있는 것 같다.

**Q: ASP 증가이유?**

A) 올해 포텐자 ASP 증가세가 좋다. 성능이 좋은 만큼 가격을 높게 받을 수 있다. 해외 시장이 성장할수록 ASP는 더 올라갈 수 있을 것이라고 본다.

**Q) 레이저 카테고리를 가져가는 이유는?**

A) 레이저는 소모품 매출도 불가능하며, 수익성도 낮은 편이다. 그러나 우리의 경영 전략은 모든 제품 포트폴리오를 구축하여 토털솔루션을 제공하는 것이다.

표 1. 3Q23 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	3Q22	2Q23	3Q23			성장률	
			확정실적	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	28.6	35.2	39.1	38.8	39.1	36.5	11.2
영업이익	7.7	9.6	10.2	12.3	11.3	32.5	6.0
영업이익률 (%)	26.9	27.4	26.1	31.7	28.9	-0.8	-1.3
순이익	7.2	6.2	7.9	9.7	8.4	10.2	28.1

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋증권 리서치센터

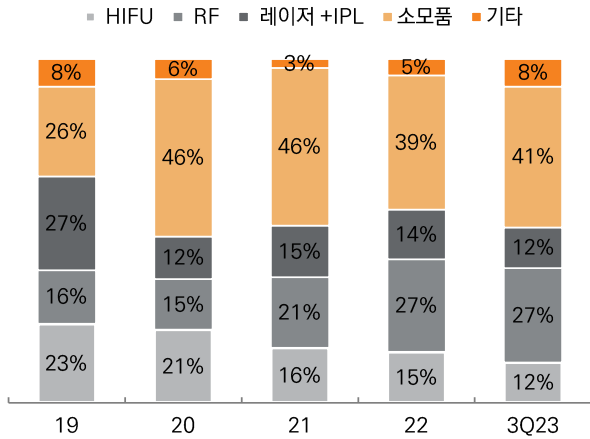
표 2. 분기별 실적 전망표

(십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	25.3	30.8	28.6	31.8	29.1	35.2	39.1	46.6	116.5	150.0	182.3
HIFU	3.6	3.1	5.9	4.6	4.4	3.6	4.1	4.9	17.3	17.1	21.5
RF	7.1	9.4	5.9	9.1	5.8	10.0	12.5	13.1	31.4	41.4	51.2
레이저+IPL	3.7	4.6	4.8	3.8	4.0	4.1	4.2	4.6	16.9	16.8	21.3
소모품	10.2	13.1	10.7	11.4	12.8	14.3	15.3	16.1	45.5	58.5	73.5
기타	0.7	0.6	1.3	2.9	2.1	3.1	3.1	3.4	5.5	16.3	14.9
영업이익	8.5	9.0	7.7	8.8	7.6	9.6	10.2	15.6	34.0	43.1	58.6
순이익(지배)	6.6	7.4	7.2	6.0	6.7	6.2	7.9	12.4	27.1	33.2	46.7
매출성장률(%)	46.8	59.9	40.4	30.4	14.9	14.3	36.5	46.6	43.4	28.7	21.6
HIFU	9.8	-11.7	65.1	75.6	22.1	18.1	-31.0	6.0	32.8	-1.2	26.0
RF	77.6	212.5	54.4	54.1	-17.2	7.4	110.2	44.2	88.2	31.9	23.5
레이저+IPL	77.5	72.6	46.8	-10.2	6.2	-11.6	-12.4	22.2	38.3	-0.4	26.7
소모품	41.0	39.4	12.2	3.2	24.6	9.0	42.6	40.8	22.0	28.4	25.7
기타	9.6	-10.1	739.5	366.9	213.2	398.1	140.4	15.4	162.9	195.7	-8.4
영업이익률 (%)	33.7	29.1	26.9	27.7	26.2	27.4	26.1	33.4	29.1	28.7	32.4
순이익률 (지배, %)	25.7	23.9	25.1	18.7	23.0	17.8	20.3	26.6	23.3	22.2	25.6

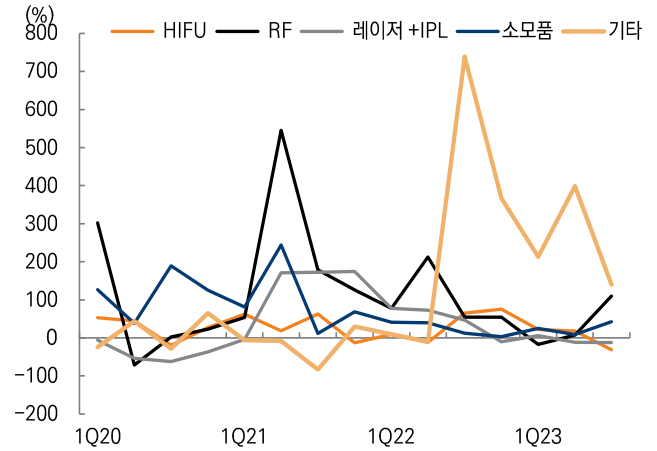
자료: 제이시스템디칼, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 품목별 매출 비중



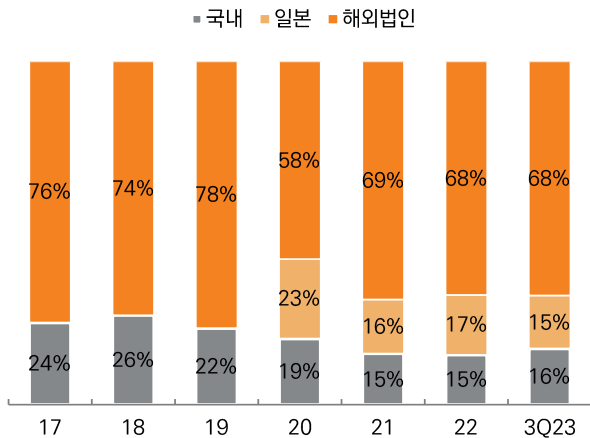
자료: 제이시스템디칼, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 품목별 매출 성장률 추이



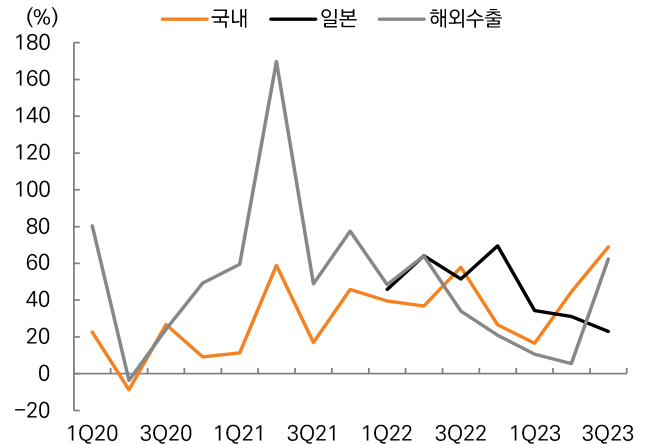
자료: 제이시스템디칼, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 지역별 매출 비중



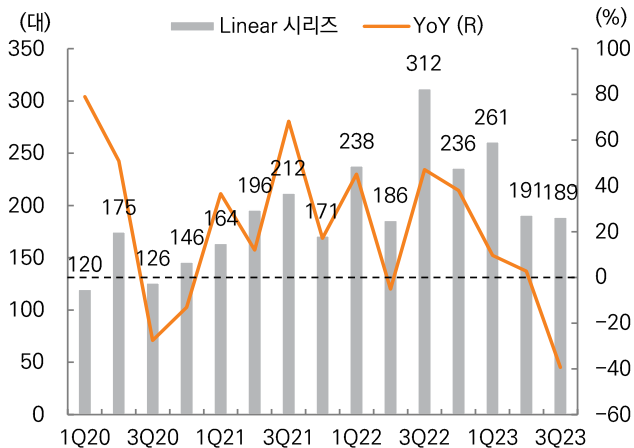
자료: 제이시스템디칼, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 지역별 매출 성장률 추이



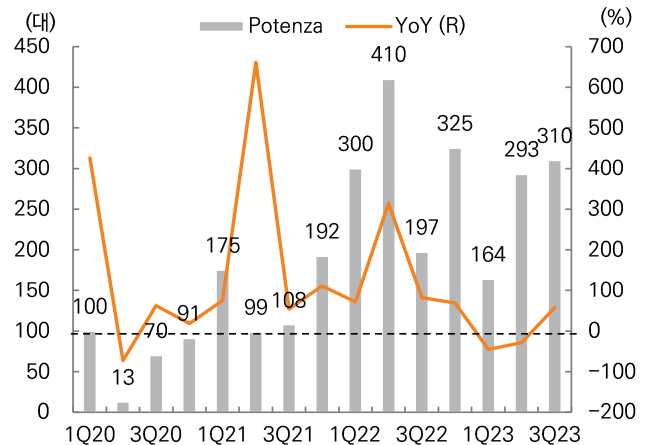
자료: 제이시스템디칼, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 주요 장비 출고 추이 (HIFU, 총 3,791대)



자료: 제이시스템디칼, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 주요 장비 출고 추이 (RF, 총 3,024대)



자료: 제이시스템디칼, 미래에셋증권 리서치센터

## 밸류에이션 및 투자전략

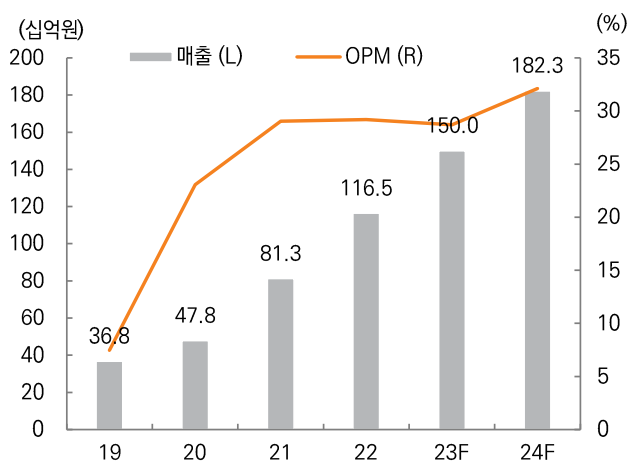
3Q23도 2Q23에 이어 사상 최대 분기 실적을 경신하였다. 주력인 고주파 장비가 외형 성장을 견인하고 있으며, 설치장비대수가 증가함에 따라 소모품 판매도 동반 상승하는 시너지가 발생하고 있다. 기대를 모으고 있는 신제품 덴서티는 지난 9월 초기물량 선적이 완료되었고, 10월초에 미국 파트너사(Reveal Lasers)에서 런칭하였다. 덴서티 매출도 본격적으로 합쳐지는 4Q23에도 고주파 장비가 실적을 견인할 것으로 예상된다.

또한, 4분기에는 소송비용도 상당히 감소할 것으로 예상되며 광고비도 3분기 대비 하락할 것으로 예상된다. 이를 반영한 23년 실적은 매출 1,500억원 (29% YoY), 영업이익 431억원(27% YoY, OPM 29%)을 예상한다.

현주가는 12개월 선행 P/E 22배로 상장 이후 평균(20배)과 글로벌 Peer(14배) 대비 고평가 상태다. 장기 성장성 확보를 위해 준비 중인 고주파 장비의 중국 시장 침투와 초음파 장비의 미국 시장 침투는 향후 확인해야 할 중요한 이벤트다.

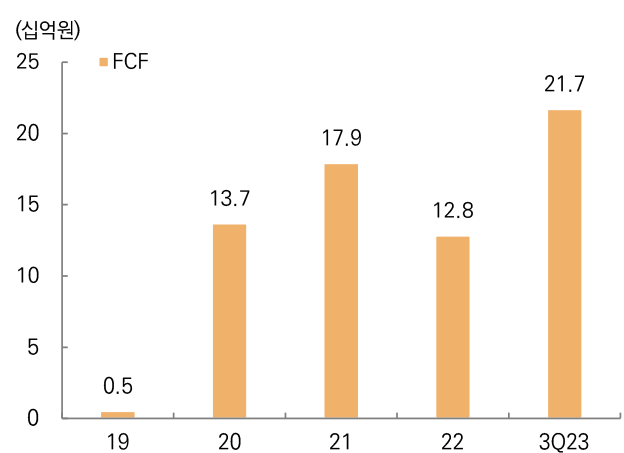
동사는 레이저/IPL 중심의 사업모델을 초음파와 고주파로 빠르게 변화시키고 있다. 가격경쟁력 외에 초음파 제품은 Linear 카트리지 기술(시술시간과 통증 감소), 고주파 제품은 펄핑 팁 기술(약물치료와 시너지) 등 기술적 차별화를 구축한 것이 장점이다.

그림 7. 매출 및 영업이익률 추이



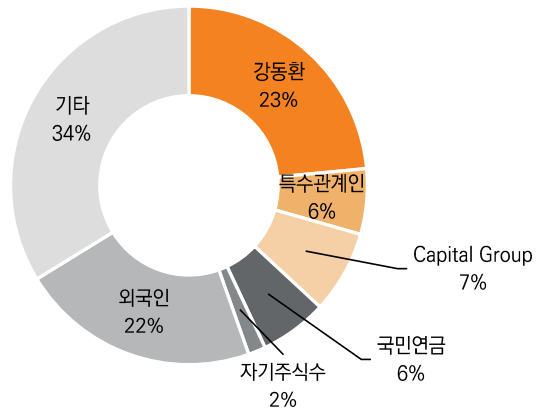
자료: 제이시스메디칼, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. FCF 추이



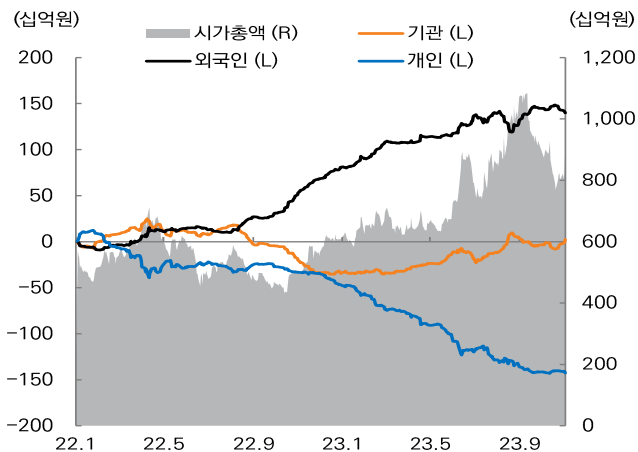
자료: 제이시스메디칼, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 지분율



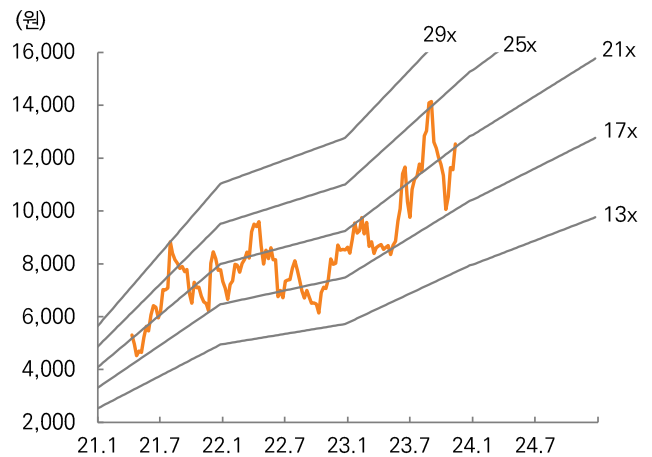
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 투자자별 순매수량 vs. 시가총액 추이



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 12개월 FWD PER 밴드 차트



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. Global peer valuation

회사명	시가총액 (십억원)	영업이익률 (%)			PER (배)			PSR (배)			ROE (%)			매출액(십억원)		
		22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F
클래시스	2,429	48.6	50.8	52.6	27.3	30.5	25.1	13.9	13.1	10.8	38.6	29.5	28.1	142	185	226
Inmode	2,156	44	44.2	43.7	9.4	7.7	7.2	3.3	3.2	3.0	32.7	31.1	24.7	587	672	727
파마리서치	1,281	33.8	35.7	36.7	22.3	17.0	13.7	5.6	5.0	4.3	15.8	19.4	20.1	195	256	296
제이시스메디칼	959	29.2	29.4	32.2	34.7	27.3	21.2	6.9	6.6	5.4	33.3	34.4	33.3	117	145	179
원텍	842	32.8	41.0	43.7	-	20.6	13.9	7.7	6.8	4.9	38.9	52.5	46.8	82	125	173
Establishment Labs	775	-24.5	-38.4	-17.5	-	-	-	3.2	3.6	3.1	-446.9	6,736	144.3	209	216	251
Beauty Health	652	-6.6	6.3	14.3	13.7	12.8	7.2	1.5	1.1	0.9	19.0	30.2	65.6	473	604	720
비올	463	41.5	52.3	51.9	40.1	21.3	15.3	14.8	10.3	6.7	35.0	44.5	39.9	31	45	69
Sisram Medical	454	13.0	12.9	12.9	8.9	8.2	6.7	1.0	0.9	0.7	9.1	4.7	5.8	458	530	626
AirSculpt Tech	421	-2.1	5.6	13.8	-	19.6	13.1	1.7	1.7	1.5	-14.3	29.6	26.9	218	261	297
이루다	159	17.9	-	-	-	-	-	2.7	-	-	13.3	-	-	46	-	-
큐테라	49	-15.1	-38.3	-29.3	-	-	-	0.1	0.2	0.2	-	-	-	326	287	288
전체 평균		17.7	18.3	23.2	22.3	18.3	13.7	5.2	4.8	3.8	-20.5	701.3	43.6	240.3	302.3	350.0

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

## 제이시스메디칼 (287410)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	117	150	182	219
매출원가	37	46	56	67
매출총이익	80	104	126	152
판매비와관리비	46	61	68	80
조정영업이익	34	43	59	72
영업이익	34	43	59	72
비영업손익	0	-1	-1	0
금융손익	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	34	42	58	72
계속사업법인세비용	7	9	12	14
계속사업이익	27	33	47	57
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	27	33	47	57
지배주주	27	33	47	57
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	27	33	47	57
지배주주	27	33	46	57
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	37	48	64	77
FCF	13	27	47	54
EBITDA 마진율 (%)	31.6	32.0	35.2	35.2
영업이익률 (%)	29.1	28.7	32.4	32.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	23.1	22.0	25.8	26.0

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	74	94	147	212
현금 및 현금성자산	40	49	96	150
매출채권 및 기타채권	11	17	19	22
재고자산	20	26	31	37
기타유동자산	3	2	1	3
비유동자산	44	50	48	47
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	20	26	24	23
무형자산	2	2	1	1
자산총계	118	144	195	259
유동부채	27	29	34	40
매입채무 및 기타채무	4	5	6	8
단기금융부채	5	5	5	5
기타유동부채	18	19	23	27
비유동부채	12	11	11	11
장기금융부채	11	11	11	11
기타비유동부채	1	0	0	0
부채총계	38	41	45	51
지배주주지분	79	102	149	206
자본금	7	8	8	8
자본잉여금	26	26	26	26
이익잉여금	34	67	114	171
비지배주주지분	1	1	1	1
자본총계	80	103	150	207

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	25	36	51	58
당기순이익	27	33	47	57
비현금수익비용가감	13	16	18	20
유형자산감가상각비	3	5	5	5
무형자산상각비	0	1	0	0
기타	10	10	13	15
영업활동으로인한자산및부채의변동	-13	-3	-2	-4
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-4	-6	-2	-4
재고자산 감소(증가)	-10	-6	-4	-6
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	1	1	1
법인세납부	-1	-9	-12	-14
투자활동으로 인한 현금흐름	-21	-11	-4	-4
유형자산처분(취득)	-12	-10	-4	-4
무형자산감소(증가)	-1	-1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	0	0	0	0
기타투자활동	-8	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	2	-14	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	4	-1	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-2	-13	0	0
현금의 증가	5	10	47	54
기초현금	34	40	49	96
기말현금	40	49	96	150

자료: 제이시스메디칼, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	22.4	28.5	20.5	16.7
P/CF (x)	15.2	19.3	14.9	12.4
P/B (x)	7.6	9.0	6.2	4.5
EV/EBITDA (x)	15.8	19.2	13.7	10.7
EPS (원)	381	440	611	751
CFPS (원)	561	648	841	1,008
BPS (원)	1,118	1,400	2,011	2,762
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	43.4	28.7	21.6	20.0
EBITDA증가율 (%)	42.2	30.1	33.3	19.8
조정영업이익증가율 (%)	44.2	26.5	36.0	22.6
EPS증가율 (%)	98.2	15.7	38.8	22.9
매출채권 회전율 (회)	13.5	11.4	10.7	11.0
재고자산 회전율 (회)	7.5	6.4	6.4	6.5
매입채무 회전율 (회)	15.8	17.1	16.4	16.2
ROA (%)	28.1	25.4	27.6	25.3
ROE (%)	42.9	36.6	37.2	32.3
ROIC (%)	90.6	76.3	89.3	105.6
부채비율 (%)	47.7	39.5	30.4	24.8
유동비율 (%)	280.2	318.5	429.6	527.7
순차입금/자기자본 (%)	-29.2	-32.6	-53.6	-64.9
조정영업이익/금융비용 (x)	87.0	114.8	157.2	192.7



## 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.