

Morning Meeting Brief

Strategy

[주간 퀀틴전시 플랜] KOSPI 4번타자 반도체 부활. 5번, 6번 타자는?

- 반도체 업황/실적 개선. 펀더멘털 동력 유입이 KOSPI 2,700선 돌파로 이어질 전망
- 이번주 주요 이슈/이벤트 결과 확인 과정에서 등락이 있다면 비중확대 기회
- 공매도 재개를 앞둔 시점에서 주목해야 할 단기 낙폭과대, 저평가주

이경민. kyoungmin.lee@daishin.com

Strategy

공매도 재개 임박. 안전지대와 위험지대를 확인할 때

- 3월 31일 공매도 재개, 결국 펀더멘털과 유동성 환경이 증시 흐름을 좌우
- 가격/밸류에이션 수준과 대차잔고 비중에 근거한 업종/종목별 차별화 심화 예상
- 안전지대 업종/종목 비중 확대. 위험지대 업종/종목 비중 축소

이경민. kyoungmin.lee@daishin.com

ETF

미국 증시에서 찾는 낙폭과대 업종, 반도체. 기술적 반등 기대

- S&P500지수는 3월 13일 저점 이후 반등하고 있는 모습. VIX 선물시장도 최근 콘탱고로 전환하면서 과도하게 악화됐던 투자심리 개선
- 연초 이후 하락폭이 컸던 섹터 중 하나는 정보기술(연초 이후 -9.5%) 섹터. 특히 반도체 업종 주도로 하락했던 모습
- 반도체 업종의 12개월 선행 이익수정비율이 최근 들어 (+)권으로 전환. 낙폭과대에 따른 기술적 반등 기대

박현정. hyunjeong.park@daishin.com

산업 및 종목 분석

[Initiation] 의료기기: 미용백서(美容白書) - 25년 시장 트렌드와 기회

- 글로벌 의료미용 시장 연 12%씩 성장해 32년 62조원에 달할 전망
- 국내 기업 25년 인허가 획득+특허 분쟁 해소로 미국 진출 가속화
- 미국 시장에서 고성장·고수익 기회를 확보할 휴젤을 Top-Pick으로 선정

한송협. Songhyeop.han@daishin.com

[Initiation] 휴젤: 미국 시장 성공이 리레이팅의 열쇠

- 미국 특신 진출 27E 기준 M/S 5%→1,300억원+, 7%→2,000억원+
- 25년 매출 YoY+24%, 영업이익 YoY+38%. 해외 특신이 성장 견인
- 풍부한 현금과 M&A·파이프라인 확장으로 토털 미용 솔루션 기업 도약

한송협. Songhyeop.han@daishin.com

[Initiation] 파마리서치: 중장기 고성장 잠재력 vs. 단기 밸류 부담

- 스킨부스터 · 화장품의 시너지를 통한 글로벌 확장 및 중장기 고성장 유효
- 풍부한 현금흐름과 CVC 투자 유치를 기반으로 해외 유통망 R&D M&A 확대
- 단기적으로는 주가가 이미 높은 기대치를 반영해 밸류 부담 판단

한송협. Songhyeop.han@daishin.com

[Initiation] 클래스리스: 5년 뒤에 얼마나 커질지 기대된다

- 미국, 유럽 진출 + 합병(EBD 라인업 완성)으로 25년 고성장 지속
- 포인트는 1) 볼뉴머 미국 실적 2)이루다 합병 시너지 3) 유럽 인증
- 고성장(신규 시장) + 고수익(소모품) 비즈니스 모델이 높은 멀티플 정당화

한송협. Songhyeop.han@daishin.com

[Initiation] 에이피알: 뷰티테크 선도, 해외 진출 본격 확대

- 디바이스+화장품 시너지와 B2C+B2B로 24년 해외 매출비중 +16%p
- 25년 매출 9,208억원(OPM 18%) 전망.미국(+57%) · B2B(+91%) 견인
- 향후 해외 시장(유럽 등) 확대와 OPM 개선 시 밸류 추가 상향 여지 존재

한송협. Songhyeop.han@daishin.com

[1Q25 Preview] 롯데정밀화학: 꾸준한 실적 개선, 시장기대치 부합 전망

- 1Q25 예상 OP 157억원으로, 시장기대치(153억원) 부합 전망
- 정기보수에도 불구하고, ECH 마진 추가 상승으로 케미칼 부문 이익 개선 지속
- 단, 2Q25 이후 일시적인 실적 조정 가능성이 높은 점은 아쉬운 상황

위정원. jungwon.weeee@daishin.com

Strategy

Strategist 이경민
kyoungmin.lee@daishin.com

KOSPI 4번타자 반도체 부활. 5번, 6번 타자는?

- 반도체 업황/실적 개선. 펀더멘털 동력 유입이 KOSPI 2,700선 돌파로 이어질 전망
- 이번주 주요 이슈/이벤트 결과 확인 과정에서 등락이 있다면 비중확대 기회
- 공매도 재개를 앞둔 시점에서 주목해야 할 단기 낙폭과대, 저평가주

반도체 부활의 힘. 지난 한 주 동안 KOSPI 상승을 주도한 것은 물론, 3월 KOSPI 상승의 75%를 반도체

삼성전자 주가가 5개월만에 6만원을 회복. 업황 및 실적 개선 기대와 외국인 대량 순매수가 맞물린 결과. 2017년 1분기 반도체 상승 반전과 유사한 모습. 3월 20일까지 반도체 수출은 전월대비 16%, 전년대비 21%(일평균 수출 금액 기준) 증가. 글로벌 선수요 유입과 중국 경기/수요 회복 등의 영향. 1분기 실적 호조 기대를 넘어 상반기 중 예상보다 양호한 실적을 기대. 강한 반등 이후 단기 등락은 감안해야겠지만, 7만원 돌파시도는 가능할 전망

이번주 미국 3월 S&P글로벌 PMI(24일)와 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수(25일), 실업수당 청구건수(27일)와 PCE물가 & 소득/소비 지표(28일) 결과 주목

미국 물가 둔화, 3월 FOMC를 확인하며 스태그플레이션 우려 해소와 함께 글로벌 금융시장 정상화 국면 진입 가시화. 서베이 지표 결과에 따른 등락은 감안해야겠지만, 파월 연준의장의 발언(서베이 데이터와 하드 데이터 괴리)으로 금융시장 영향력은 약화될 것으로 예상. 한편, 실업수당 청구건수 감소(연속 기준), PCE 물가 둔화/정체 및 소득, 소비 전월대비 증가를 확인하면서 글로벌 금융시장의 정상화는 가속될 전망. 이번주는 미국 증시 반등이 KOSPI 추가 상승 시도에 힘을 실어줄 것. Macro Risk Index는 0.9 이상에서 하락 반전 Risk On 시그널로 전환되었고, VIX도 20% 하회. 그동안 KOSPI 반등 과정에서 발목을 잡아왔던 미국 나스닥과 S&P500 모두 기술적 반등을 기대할 수 있는 상황

국내 정치 리스크 해소시 원화 강세 압력 확대와 함께 외국인 순매수 강도 강화 기대. KOSPI 반등 탄력을 강화시켜주는 또다른 변수가 될 전망. 이번주 주요 이슈/이벤트 결과 확인 과정에서 KOSPI 등락이 있다면 비중확대 기회로 판단. 이번주 중 KOSPI 2,700선 돌파시도 예상

한편, 4월 2일 예고된 트럼프 대통령의 상호관세 부과와 3월 31일 공매도 재개에 대한 경계심리 유입으로 단기 변동성 확대 가능성 존재. 트럼프 관세정책 공포심리가 선반영(통상정책 불확실성 지수 사상 최고)되었고, 트럼프 직무 수행 지지도가 부정 평가가 긍정 평가를 앞섬에 따라 불확실성 완화 기대. 공매도 재개 또한 외국인 수급에 긍정적인 변화로 판단. 가격/밸류에이션 수준에 근거한 순환매 대응 강화 변수. 반도체, 자동차, 2차전지 매력도 높은 상황

Trading 전략: 실적대비 저평가주 & 낙폭과대 업종인 2차전지, 에너지, 건설, 디스플레이, 소매(유통), 보험, 은행 주목

KOSPI 2,600선 지지력을 바탕으로 2,700p 돌파를 염두에 둔 순환매 대응력 강화 기회. 2차전지, 에너지, 건설, 디스플레이, 소매(유통), 보험, 은행 주목. 실적대비로도, 주가 측면에서도 낙폭과대 업종. 추가 반등 또는 단기 등락 이후 반등 국면에서 실적대비 저평가 업종들의 반등시도 뚜렷해질 것

한편, 다수의 업종들이 단기, 중기 측면에서 중요 지지권, 변곡점 진입. 단기 트레이딩은 물론, 중기 전략 측면에서 매집 가능. 대표적으로 반도체, 자동차, 2차전지, 인터넷, 제약/바이오의 현재 가격/지수대부터 단기 등락을 활용한 비중확대 가능. 가격, 밸류에이션 매력 충분

조선, 기계, 방산은 중단기 과열, OverShooting 국면. 단기 변동성 확대 경계. 1개월 뒤 낮은 가격대에서 매수할 기회가 올 전망

공매도 재개 임박. 안전지대와 위험지대를 확인할 때

- 3월 31일 공매도 재개, 결국 펀더멘털과 유동성 환경이 증시 흐름을 좌우
- 가격/밸류에이션 수준과 대차잔고 비중에 근거한 업종/종목별 차별화 심화 예상
- 안전지대 업종/종목 비중 확대. 위험지대 업종/종목 비중 축소

2025년 3월 공매도 재개의 배경 및 특징

3월 31일 공매도 전면 재개 (코스피200/코스닥150 종목은 17개월, 기타 종목은 약 5년 만에 재개)

불법 무차입 공매도 방지를 위한 규제 강화 (기관투자자 중앙점검 시스템 도입, 처벌 강화, 대차거래 상환기간 제한 등) 후 전 종목 재개. 기대 효과: 기관 및 외국인 투자자 참여 증가, 시장 유동성 및 효율성 증대, 중소형주 가격 발견 기능 개선

과거 공매도 재개 사례 분석

과거 공매도 재개 당일 및 단기적으로 등락을 보였으나 결국 펀더멘털과 유동성 환경이 증시 흐름을 좌우, 3개월 후 수익률은 모두 플러스 기록. 공매도 재개가 추세적인 상승 또는 하락을 결정짓는 요인은 아니지만, 2009년 6월, 2011년 11월 당시 외국인 대량 매수 유입으로 KOSPI 강한 상승 전개. 외국인 수급: 밸류에이션 수준과 외국인 순매수 강도가 상승폭과 강도를 결정하는 핵심 변수.

– 2009년 6월: 글로벌 금융위기 이후 경기 회복 기대감으로 외국인 대량 순매수 유입, KOSPI 급등 (선행 PER 11.67배)

– 2011년 11월: 유럽 재정위기 속에서도 밸류에이션 매력 부각되며 외국인 순매수, KOSPI 상승 (선행 PER 8.83배)

– 2021년 5월: 코로나19 팬데믹 이후 고점 형성 과정에서 높은 밸류에이션 부담으로 외국인 순매도, KOSPI 소폭 상승 후 고점 형성 (선행 PER 13.02배)

업종별 영향: 공매도 비중 상위 종목들은 재개 직전 단기 수익률이 높았던 경향. 재개 이후에는 펀더멘털(실적, 재무구조)에 따라 주가 흐름이 결정. 고PER 종목은 단기적 조정, 실적 개선 기대 종목은 상승 지속

공매도 재개와 시장 및 투자자에 대한 영향

단기 변동성 확대 가능성: 공매도 포지션 구축 및 조정 과정에서 불가피
장기적 시장 효율성 증대: 가격 거품 방지, 적정 가치 발견 기능 강화 기대
외국인 투자자 참여 증가: 규제 강화로 불법 공매도 우려 감소, 룬트 전략 활용 용이
고평가 종목 주의: 높은 밸류에이션 종목은 공매도 타겟이 되기 쉽고, 하락폭이 클 수 있으므로 투자 시 유의 필요

투자 전략: 안전지대 업종/종목 비중 확대. 위험지대 업종/종목 비중 축소

안전지대 : 펀더멘털 기반, 저평가 및 낙폭과대 업종 주목 = 반도체, 자동차, 2차전지, 디스플레이, 소매(유통), 유틸리티

- 밸류에이션 매력 높고 팩터 스코어 높은 업종: 반도체, 자동차, 철강 등
- 낙폭과대 업종 : 반도체, 2차전지, 자동차, 디스플레이, 철강 등
- 실적전망 상향: 반도체, 소프트웨어, 조선, 상사/자본재, 비철/목재, 유틸리티 등
- 저평가&단기 낙폭과대: 2차전지, 에너지, 건설, 디스플레이, 소매(유통), 보험, 은행 등(실적 전망 개선 여부 확인 필요)

위험지대 : 밸류에이션 부담 크고 대차잔고 비중이 높거나 큰 폭 증가한 업종 = 상사/자본재(방산), 조선, 기계, IT가전, 화학, 건강관리

- 최근 P/E 상승: 기계, 조선, IT가전, 소프트웨어, 미디어/교육, IT하드웨어 등
- 대차잔고 비중 상위: 상사/자본재, 조선, IT하드웨어, 기계, 건설, IT가전, 화학 등
- 대차잔고 증가율 상위: IT가전, 화학, 조선, 건강관리, 상사/자본재, 호텔/레저

ETF

ETF 박현정

hyunjeong.park@daishin.com

미국 증시에서 찾는 낙폭과대 업종, 반도체. 기술적 반등 기대

S&P500 지수는 고점 대비 -7.8% 하락. 3월 중순 저점 이후 반등

미국 주식시장은 연초 이후 -3.6%, 고점 대비 -7.8% 하락. 3월 13일 저점 이후 반등하고 있는 모습. 3월 FOMC에서 파월 연준 의장이 최근 지표들이 미국 경제가 견고한 속도로 확장을 계속하고 있다고 언급하자, 시장은 다소 안도한 듯한 모습

VIX 선물시장도 콘탱고 시장으로 돌아오면서, 과도하게 악화됐던 투자심리가 개선되는 모습. 최근 금 가격이 3,000달러를 넘어서면서 구리/금 비율은 다소 낮아졌으나, 경기에 민감한 구리 가격 역시 견조한 모습. 경기 침체가 아닌 상황에서 투자심리가 개선되는 국면은 미국 증시의 기술적 반등을 노려볼 수 있는 구간이라는 판단

연초 이후 부진한 정보기술 섹터. 반도체 업종 주도로 하락

연초 이후 하락폭이 컸던 섹터 ETF는 임의소비재(-13.9%), 정보기술(-9.5%). 한 편, 에너지(+7.3%), 헬스케어(+6.2%) 섹터는 강세

정보기술 섹터는 딥시크 이후 반도체 업종 주도로 부진한 흐름을 이어가고 있음. 반도체 업종은 연초 이후 -11.5% 하락. 1월 말부터 2월 중순까지 반도체 ETF에서 큰 폭으로 자금이 유출됐으나, 최근 들어 찾아들고 있는 모습

반도체 업종의 이익수정비율은 최근 (+)로 전환

이익수정비율은 순상향추정치수/전체 추정치수로 0을 하회하면, 실적 전망을 하향 조정하는 애널리스트가 상향조정하는 애널리스트보다 많다는 의미. 반도체 업종은 딥시크 이후 12개월 선행 이익수정비율이 -41.4%까지 하락했다가 최근 들어 (+)로 전환한 모습. 반도체 업종의 3개월 평균 이익수정비율도 최근 소폭 개선되는 모습. 향후 12개월 선행 EPS 증가율도 개선될 가능성 염두

관심 ETF: iShares Semiconductor ETF(SOXX)

SOXX는 미국 주식시장에 상장된 반도체 설계, 제조, 공급 기업에 분산투자하는 상품. 미국 상장 반도체 ETF 중 AUM 규모 2위. AUM 규모 1위인 SMH에 비해 엔비디아의 비중이 낮은 편

지난 주 GTC가 개최 됐음에도 불구하고, 엔비디아 주가는 소폭 하락한 모습. 투자자들의 엔비디아에 대한 관심이 과거 대비 약화됐다는 점에서 SMH보다 SOXX 선호. 총보수는 연 0.35% 수준

의료기기 (신성장산업)

미용백서(美容白書): 25년 시장 트렌드와 기회

- 글로벌 의료미용 시장 연 12%씩 성장해 32년 62조원에 달할 전망
- 국내 기업 25년 인허가 획득+특허 분쟁 해소로 미국 진출 가속화
- 미국 시장에서 고성장·고수익 기회를 확보할 휴젤을 Top-Pick으로 선정

글로벌 의료미용 시장: 연평균 12%의 빠른 성장, 32년까지 확장 지속 전망

글로벌 의료미용 시장은 2023년 159억 달러(23조원)에서 연평균성장률(CAGR) 12%로 성장하며 2032년 **425억 달러(62조원)**에 이를 전망

특산·필러(3~6개월 재시술)와 EBD(소모품 교체) 등 ①반복 시술·소모품 판매 모델을 통해 고마진·안정적 매출 확보 가능하고 ②경기 둔화에도 수요가 급감하지 않으며 ③고령화·다이어트 트렌드로 탄력 관리 수요 증가하며 시장 확대

2024년까지 국내 기업들의 생산 능력(CAPA) 증설이 마무리됨에 따라 해외 물량 공급 체계가 갖춰짐. 미국·유럽·중국 등 주요 시장 인허가 획득이 가시화되면서 글로벌 시장 진출이 가속화될 것으로 전망. 또한 ITC 분쟁 등 대외 불확실성 해소됨에 따라 **2025년에도 매출, 이익 모두 과거 고성장세가 이어질 것**으로 판단

국내 기업의 해외 진출 필요성과 지역별 특성: 내수 포화 극복·고수익 확보

한국은 병·의원 간 경쟁이 점차 심화되면서 단가 인하 압박이 커지고, 내수 성장을 역시 둔화되는 추세. 따라서 고성장을 이어가기 위해서는 해외 진출이 불가피. **성숙 시장(미국, 유럽) 프리미엄 전략을 통해 높은 ASP 확보 가능.** 미국은 진입 장벽이 높으나 진출에만 성공하면 일정 점유율만 확보해도 외형성장에 큰 도움

신흥 시장(중국·중남미·동남아)은 빠른 성장세를 보이며 시장별 특성에 **맞춘 전략적 접근이 필요.** 중국은 고성장이지만 인허가 불확실성으로 진입 리스크가 큰 반면, 중남미·동남아는 낮은 진입 장벽과 가격 민감도로 국내 기업 강점을 활용하기에 유리. 실제 국내 기업들은 이들 시장에 성공적으로 진출해 실적 확대

안정적 매출과 고수익 확보가 가능한 미용 기업들의 밸류에이션

고부가가치 구조로 반복 시술에 따른 안정적 매출, 높은 수익성 확보. 25년 주요 4개 미용기업의 **평균 매출 성장률 29%, 영업이익 성장률 36%, OPM 39%** 예상

밸류에이션은 주로 매출 성장과 이익률로 결정되며 의료미용 기업은 대체로 PER 10~30배 수준에서 평가. 최근 외형 성장성(타라인)에 대한 관심이 높아 25년엔 **신규 해외 시장(특히 미국) 진출과 신제품 출시가 핵심 변수로 작용할** 전망

국내 미용기업 투자 전략. Top-pick 휴젤(Buy, 470,000원, 신규) 제시

완전히 신규 시장을 개척하기보다는 이미 형성된 미국 등 대형 시장에서 점유율을 확보하는 편이 현실적이라는 판단. 신제품 개발도 추가 성장 기회를 열 수 있지만 난이도를 감안할 때 단기적으로는 해외 진출이 더 효율적

미국 특산 시장 규모는 39억 달러(5.7조원) 이상으로 기존 글로벌 선두 업체들의 시장 점유율을 일부 흡수하는 것만으로도 천억원대의 매출 증가 가능할 것

미용의료 기업 중 휴젤(Buy, 470,000원)을 Top-Pick으로 제시. 미국 특산 시장에서 M/S 5% 확보 시 연간 천억원대 매출 기대. 25년 중국·유럽 정상화로 매출 성장 가능성 높음. 여기에 ITC 소송 문제까지 해결되어 과거 대비 리레이팅 가능

한송협

songhyeop.han@daishin.com

투자의견

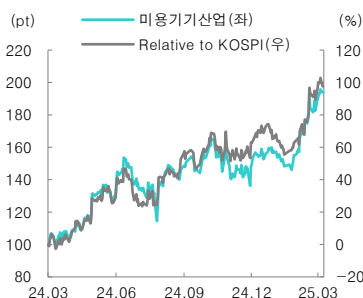
Overweight

비중확대, 유지

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
휴젤	Buy	470,000
파마리서치	MarketPerform	340,000
클래시스	Buy	74,000
에이피알	Buy	82,000

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	13.4	24.3	28.6	81.5
상대수익률	13.4	17.0	26.9	85.4



휴젤
(145020)

한송협
songhyeop.han@daishin.com

투자 의견 BUY
매수, 신규

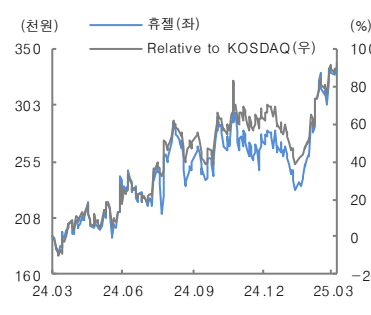
6개월 목표주가 470,000
신규

현재주가 330,000
(25.03.24)

의료 장비 및 서비스 업종

KOSDAQ	720.22
시가총액	4,159십억원
시가총액비중	1.12%
자본금(보통주)	7십억원
52주 최고/최저	334,500원 / 177,100원
120일 평균거래대금	290억원
외국인지분율	55.11%
주요주주	Aphrodite Acquisition Holdings LLC 42.49%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.3	19.1	24.6	87.7
상대수익률	16.6	10.6	29.6	136.0



Initiation

미국 시장 성공이
리레이팅의 열쇠

- 미국 통신 진출 27E 기준 M/S 5%→1,300억원+, 7%→2,000억원+
- 25년 매출 YoY+24%, 영업이익 YoY+38%. 해외 통신이 성장 견인
- 풍부한 현금과 M&A·파이프라인 확장으로 토탈 미용 솔루션 기업 도약

투자 의견 매수(Buy), 목표주가 470,000원으로 커버 개시(Top-Pick)

TP는 2025F 추정 EPS(14,194원)에 타겟 PER 33.6배(갈더마 대비 25% 할인) 적용. 과거(2H20~1H21) 중국 진출 기대감으로 PER 30~40배를 부여 받았는데, 현재는 미국 진출이 확정되고 ITC 소송 이슈까지 해소돼 펀더멘털이 강화. 대형 시장 성과가 본격화되고 3공장 가동으로 규모의 경제 효과가 확인된다면 과거 이상의 리레이팅도 가능하다고 판단. 미용 탭픽으로 제시

핵심 관련 포인트: 1) 미국 통신 시장 진출: 점유율 5%만 확보해도 연간 천억원대 매출 달성 여력. 파트너사 베네브의 네트워크를 활용해 초기 안착을 가속화할 전망 2) 중국·유럽 시장 점유율 확대에 추가 성장 3) 소송 비용 절감과 3공장 증설에 따른 규모의 경제 효과가 맞물려 OPM 개선

주요 리스크 요인: 1) 미국 시장 경쟁 심화(기존 플레이어의 시장 장악력이 높음) 2) 중국 시장 불확실성(그레이마켓, 중국 경기 둔화로 수요 감소)

미국 통신 시장 공략: 3년 내 M/S 5%만 확보해도 천억원대 매출 가능

최대 규모 미국 통신은 공급가 기준 3년 내 M/S 5% 시 1,300억원, M/S 7% 시 약 2,000억원 매출 예상. 여기에 비용 구조 개선과 타 해외 지역 점유율 상승이 더해지면 50%+ OPM과 멀티플 리레이팅까지 기대

25년 매출액 4,640억원(YoY+24%), OP 2,295억원(+38%, OPM 49%) 전망. 해외 통신(1,683억원, +39%)과 북남미향 통신(586억원, +90%)이 실적을 견인하며, 2분기부터 미국 통신 선적, 브라질 재진출, 중국·유럽 수출 정상화가 함께 진행되어 외형 성장이 가속될 전망

약 4,100억원의 현금성 자산을 보유하고 있어, M&A 등을 통한 사업 확장 잠재력이 충분. 통신·필러에 스킨부스터, 화장품 등 에스테틱 생태계를 더해 토탈 에스테틱 솔루션 기업으로 도약함으로써 시장 경쟁력과 지위 강화 예상

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
매출액	282	320	373	464	561
영업이익	101	118	166	229	283
세전순이익	73	133	165	237	296
총당기순이익	61	98	142	185	231
지배지분순이익	57	93	135	176	219
EPS	4,629	7,517	10,942	14,030	18,885
PER	29.1	19.9	25.6	23.5	17.5
BPS	63,955	60,353	68,952	79,128	101,818
PBR	2.1	2.5	4.8	4.2	3.2
ROE	7.3	12.1	16.9	19.1	20.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 휴젤, 대신증권 Research Center

파마리서치 (214450)

한송협 songhyeop.han@daishin.com

투자의견 **Marketperform**

시장수익률, 신규

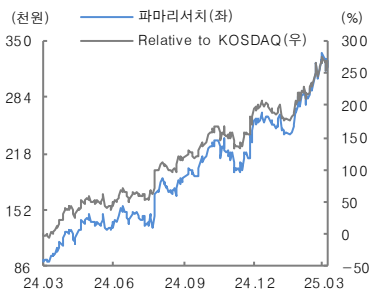
6개월
목표주가 **340,000** 신규

현재주가 **327,000**
(25.03.24)

의료 장비 및 서비스 업종

KOSDAQ	720.22
시가총액	3,437십억원
시가총액비중	0.92%
자본금(보통주)	5십억원
52주 최고/최저	335,500원 / 91,000원
120일 평균거래대금	316억원
외국인지분율	17.04%
주요주주	정상수 외 8 인 38.17%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	13.5	29.0	62.7	259.3
상대수익률	22.3	19.8	69.2	351.7



*당사는 작년 4분기 CVC캐피탈로부터 2,000억원을 투자받아 ROCS(우선주) 118만주 존재

**CE-MDR: 유럽연합의 강화된 의료기기 규정

Initiation

중장기 고성장 잠재력 vs. 단기 밸류 부담

- 스킨부스터·화장품의 시너지를 통한 글로벌 확장 및 중장기 고성장 유효
- 풍부한 현금흐름과 CVC 투자 유치를 기반으로 해외 유통망·R&D M&A 확대
- 단기적으로는 주가가 이미 높은 기대치를 반영해 밸류 부담 판단

투자의견 시장수익률, 목표주가 340,000원으로 커버 개시

TP는 2025F 회식 EPS* 11,021원에 글로벌 Peer 평균 5% 할인한 타겟 PER 30.9배 적용. 스킨부스터와 독신, 화장품의 동반 성장으로 중장기 고성장은 유효. 다만 단기적으로 주가가 이미 높은 기대치를 반영해 밸류 부담 존재. 분기 실적, 미국 FDA 임상 진전, 유럽 매출 확대 등 주요 모멘텀이 가시화되면 시장 기대감이 추가로 높아져 멀티플(35배+) 재평가도 가능

핵심 관전 포인트: 1) 미국·유럽 등 대형 시장 인허가를 통한 글로벌 매출 확대 2) 스킨부스터와 독신의 패키지 시술로 시너지 효과 확인 3) 화장품(리주란 코스메틱)의 해외채널 확장으로 추가 성장

주요 리스크 요인: 1) 곤주란 2H25 보험 적용 범위 축소로 매출 타격 가능성 2) 천연물 기반 특성으로 물질특허가 없어 제네릭·유사제품이 늘어나 PN 스킨부스터 경쟁 심화 위험 3) 미국 임상 허가 일정이 불투명해 진출 시점 지연 가능성

스킨부스터+화장품 글로벌 확장, 탄탄한 재무구조로 고성장 가속

스킨부스터 리주란 동남아·중화권에서 높은 성장세 지속, 유럽 CE MDR** 인증 ('24년말)으로 2025년 동유럽→서유럽 순차 진출. 2026년 이후 미국 FDA 승인 추진 기대. 성공 시 높은 ASP 시장 공략으로 매출 레벨업 가능

25년 매출 4,255억원(YoY+21.7%), OP 1,622억원(+29%, OPM 38%) 전망. 의료기기 수출(+47%)과 화장품 수출(+30%)이 성장 견인. 25년 독신(리엔톡스) 국내외 매출이 본격화되면서 스킨부스터와의 패키지 시술 시너지 기대

24년 현금성자산 약 4,300억원, 연 600억원+ OCF 창출로 순현금·흑자 경영. 작년 9월 CVC 캐피탈로부터 2,000억원 규모 투자 유치 → 글로벌 영업망 강화를 위한 해외 유통사&파이프라인 확장을 위한 R&D 기업 M&A 가능

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	195	261	350	425	501
영업이익	66	92	126	162	183
세전순이익	54	101	116	167	178
총당기순이익	43	77	89	130	144
지배지분순이익	41	77	88	129	142
EPS	4,067	7,569	8,561	12,396	13,695
PER	17.2	14.5	30.7	27.1	24.5
BPS	33,970	42,323	47,989	54,143	65,518
PBR	2.1	2.6	7.0	6.2	5.1
ROE	12.5	19.7	18.6	22.5	20.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

클래시스
(214150)

한송협 songhyeop.han@dashin.com

투자이견 BUY
매수, 신규

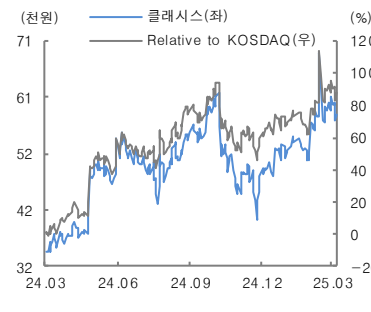
6개월
목표주가 74,000
신규

현재주가 57,300
(25.03.24)

의료 장비 및 서비스 업종

KOSDAQ	720.22
시가총액	3,753십억원
시가총액비중	1.02%
자본금(보통주)	7십억원
52주 최고/최저	69,100원 / 35,300원
120일 평균거래대금	222억원
외국인지분율	73.37%
주요주주	BCPE Centur Investments, LP 외 2인 72.95%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.7	19.8	5.2	64.3
상대수익률	6.9	11.3	9.5	106.5



Initiation

5년 뒤에 얼마나
커질지 기대된다

- 미국, 유럽 진출 + 합병(EBD 라인업 완성)으로 25년 고성장 지속
- 포인트는 1) 볼뉴머 미국 실적 2)이루다 합병 시너지 3) 유럽 인증
- 고성장(신규 시장) + 고수익(소모품) 비즈니스 모델이 높은 멀티플 정당화

투자이견 매수(Buy), 목표주가 74,000원으로 커버 개시

TP는 2025F 추정 EPS 2,240원에 타겟 PER 33.1배 적용. 과거 성장기 (2021~2022년) 12mF PER 상단 (약 30.1배)에 10% 할증. 과거 국내/신흥국 중심 성장만으로도 PER 30배 인정. 현재는 1) 미국/유럽 선진시장 진출 가속화 2) 이루다 합병으로 EBD 제품 라인업 완성. 고성장(신규 시장) + 고수익(소모품) 비즈니스 모델이 높은 멀티플 정당화

핵심 관련 포인트: 1) 볼뉴머 글로벌 판매 추이. 4Q24 FDA 승인받은 볼뉴머(Everesse)의 판매 실적이 핵심(파트너사 Cartessa) 2) 이루다 합병 시너지(비용 효율화, 이루다 제품 매출 성장) 3) 유럽 CE-MDR 인증(볼뉴머, MPT)

주요 리스크 요인: 1) 최대주주 매각 노이즈 2) 인허가 지연 3) 특허 분쟁

장비-소모품 선순환 + 미국, 유럽 진출 + M&A = 고성장 지속

장비→소모품 연계로 구축된 반복 매출(Recurring Revenue) 구조가 최대 강점. 설치 대수가 증가할수록 소모품 비중이 커지고 마진 개선. 기존 동남아·중남미 중심으로 빠른 성장을 했다면 25년은 대형 시장 진출 본격화 원년

이루다 합병으로 EBD 풀라인업 완성. 기존 HIFU, RF에서 mnRF, 레이저 등 라인업 다변화. 현금흐름을 감안하면 추가 M&A의 가능성은 열려있음

25년 매출액 3,486억원(YoY+44%), OP 1,721억원(+41%, OPM 49%) 전망. 볼뉴머 미국 매출 본격화와 이루다 매출 온기 반영이 외형 성장의 키포인트(별도 기준+28%). MPT, 볼뉴머의 유럽 승인 결과에 따라 추정치 변동 가능

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
매출액	142	180	243	349	420
영업이익	69	90	122	172	211
세전순이익	97	94	128	183	220
총당기순이익	75	74	102	147	174
지배지분순이익	75	74	102	147	174
EPS	1,164	1,146	1,576	2,240	2,654
PER	15.8	32.9	30.2	26.8	22.6
BPS	3,544	4,377	5,774	7,728	10,183
PBR	5.2	8.6	10.4	7.8	5.9
ROE	38.3	28.9	31.0	33.4	29.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 클래시스, 대신증권 Research Center

에이피알

(278470)

한송협 songhyeop.han@dashin.com

투자 의견 BUY
매수, 신규

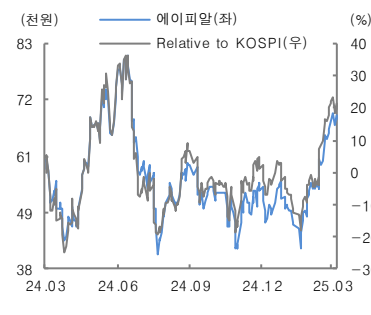
6개월
목표주가 82,000
신규

현재주가 68,900
(25.03.24)

의료 장비 및 서비스 업종

KOSPI	2632.07
시가총액	2,566십억원
시가총액비중	0.12%
자본금(보통주)	4십억원
52주 최고/최저	80,500원 / 41,000원
120일 평균거래대금	304억원
외국인지분율	17.31%
주요주주	김병훈 외 3 인 33.36% 국민연금공단 8.57%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	21.9	43.5	19.2	30.9
상대수익률	22.5	30.5	16.9	36.4



Initiation

뷰티테크 선도, 해외 진출 본격 확대

- 디바이스+화장품 시너지와 B2C+B2B로 24년 해외 매출비중 +16%p
- 25년 매출 9,208억원(OPM 18%) 전망.미국(+57%)·B2B(+91%) 견인
- 향후 해외 시장(유럽 등) 확대와 OPM 개선 시 밸류 추가 상향 여지 존재

투자 의견 매수(Buy), 목표주가 8.2만원으로 커버 개시

TP는 2025F 추정 EPS 3,758원에 타겟 PER 21.8배 적용. Peer 그룹(브랜드 화장품+미용의료기기) 2025F 평균 PER 24.3배에 이익률 및 외형 규모 격차 감안하여 10% 할인. 고성장 사업(홀뷰티 디바이스+화장품) 결합 모델로 매년 20~30%대 매출 증가 전망. 향후 해외 시장(미국, 유럽) 확대와 수익성(OPM) 개선 시 밸류에이션 추가 상향 여지 존재

핵심 관전 포인트: 1) 2025년 1조원 매출 달성 여부(분기 실적 중요) 2) 디바이스+화장품 시너지 및 해외 시장 성장 속도 3) B2C & B2B 투트랙 전략 성과 4) PDRN/PN 원료 내재화에 따른 프리미엄 제품 경쟁력

주요 리스크 요인: 1) 비용(플랫폼 수수료, 물류비) 부담 2) 해외 경쟁 심화 및 시장 포화

디바이스+화장품 시너지, B2C·B2B 투트랙 전략으로 해외 고성장

디바이스+화장품 결합으로 ASP 상승과 반복 구매를 유도하며 해외에서도 동반 성장 중. 디바이스 수직계열화로 제조원가 10%대 중반을 유지하며, 평택 2공장(연간 CAPA 1조 원)을 통해 글로벌 수요에 대응

온라인(B2C, 아마존/틱톡 프로모션)과 딜러(B2B, 미국/유럽/중동 유통망 확대)를 통한 매출 안정성 강화 및 해외 오프라인 진출 기반 마련. 24년 해외 비중 55%(+16.1%p)를 기록

25년 매출액 9,208억원(YoY+27%), OP 1,673억원(+36%, OPM 18%) 전망. 미국(2,484억 원, +57%)과 B2B(1,149억 원, +91%)가 해외 성장을 견인. 유럽, 중남미 등 신규 시장 진출은 추가적인 성장 동력. 매출 증가에 따른 비용 효율화 여부가 OPM 변동의 주요 요인

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
매출액	398	524	723	921	1,113
영업이익	39	104	123	167	230
세전순이익	39	106	133	175	238
총당기순이익	30	82	106	138	186
지배지분순이익	30	82	106	138	186
EPS	4,223	11,244	2,872	3,758	5,069
PER	0.0	0.0	17.4	18.4	13.6
BPS	2,827	5,431	8,015	11,832	16,839
PBR	0.0	0.0	8.6	5.8	4.1
ROE	36.0	54.9	42.4	37.0	34.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 에이피알, 대신증권 Research Center

롯데정밀화학 (004000)

위정원

jungwon.weee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

55,000

하향

현재주가

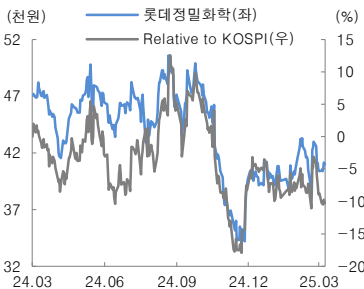
41,000

(25.03.21)

화학업종

KOSPI	2643.13
시가총액	1,058십억원
시가총액비중	0.05%
자본금(보통주)	129십억원
52주 최고/최저	50,600원 / 33,900원
120일 평균거래대금	31억원
외국인지분율	16.99%
주요주주	롯데케미칼 외 5 인 43.52% 국민연금공단 7.86%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.6	3.7	-5.9	-14.9
상대수익률	-3.2	-5.7	-7.6	-11.3



꾸준한 실적 개선, 시장기대치 부합 전망

- 1Q25 예상 OP 157억원으로 시장기대치(153억원) 부합 전망
- 정기보수에도 불구하고, ECH 마진 추가 상승으로 케미칼부문 이익개선 지속
- 단, 2Q25 이후 일시적인 실적조정 가능성이 높은 점은 아쉬운 상황

투자의견 매수 유지, 목표주가 55,000원으로 하향

목표주가는 25E BPS 93,864원에 Target PBR 0.6배 적용, 25년도 케미칼 부문 이익추정치 하향 조정에 따라 기존대비 목표주가 -8.3% 하향조정

1Q25 Preview: 꾸준한 스프레드 개선, 시장기대치 부합 전망

동사의 1Q25 예상 OP 157억원(QoQ +28.1%, YoY +44.7%)으로 컨센서스(153억원) 부합 전망. 정기보수(2월 말~4월)에도 불구하고, 주요 케미칼 제품 스프레드 개선에 기인. 케미칼부문 예상 OP 43억원으로 전분기 흑자전환에 이어 QoQ +30억원 이익개선 전망. ECH 평균 마진 783.3달러/톤으로 QoQ +2.3% 개선. 25년 3월 중국 내 Refined Glycerine 가격 톤 당 1,000달러(YTD +23.5%) 근 접하며, 중국 내 ECH 가동률 30% 수준까지 하락한데에 따른 반사 수혜. 인도네시아의 B40 바이오디젤 혼합 의무 시행 지연 및 브라질 B15 의무 시행 일시 중단으로 글리세린 공급 타이트 지속.

가성소다 1Q25 평균 판가 455달러/톤으로 QoQ +4.0% 상승하며, 전분기에 이어 견조한 마진을 지속. 그린소재부문 예상 OP 114억원으로(QoQ +6.2%, opm 8.1%) 전분기 대비 마진을 소폭 하락 전망. 계절적 비수기 영향 지속되며 산업용 셀룰로스 판가(4.75달러/톤, QoQ -3.3%) 및 판매량 부진 지속.

2Q, 정기보수 비용 집중에 따른 일시적 실적 조정세 불가피

지난 3Q24 이후 케미칼 부문의 꾸준한 실적 개선은 긍정적. 단, 2Q25 이후 케미칼 부문 실적 조정 가능성이 높은 점은 아쉬운 상황. ECH 스프레드의 추가 개선 가능 여부가 불확실한 가운데, 정기보수 비용이 2분기에 집중 반영되기 때문. ECH 전방 수요의 90%를 차지하는 에폭시의 중국 내 마진 하락세 지속. EU의 아시아산 에폭시 수지에 대한 반덤핑 관세 시행(25년 2월) 이후 에폭시 마진 개선 여건 악화. 중국 내 글리세린 수요 3월 이후 관망세로 돌아서며 3월 중순 이후 글리세린 가격 상승세 진정.

단, 2Q25 이후 ECH의 마진 약보합세는 가성소다 마진 강세로 다소 상쇄 가능. 24년 12월 이후 중국의 알루미늄 수출 세금 환급 중단에도 불구하고 중국 내 알루미늄아 재련 수요 증가, PVC 가동률 하락에 따른 공급 감소로 가성소다 가격 강세 지속. 정기보수 종료 이후 2H25 안정적인 이익 성장세 기대.

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25(F)				2Q25			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	399	429	438	439	9.8	2.3	438	466	10.5	6.3
영업이익	11	12	18	16	45.7	29.0	15	11	-37	-31
순이익	83	-19	30	19	-77.7	흑전	26	15	-65	-19

자료: 롯데정밀화학, FrnGuide, 대신증권 Research Center

▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 Research Center가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
- ✓ 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.