

## Inmode, Very Embryonic Stage

### 0. Summary

#### 1. Industry analysis

#### 2. Firm-specific analysis

#### 3. The Pathfinder: Bipolar RF

#### 4. Upcoming: To the 'Medical' Moon!

#### 5. Earnings forecast

#### 6. Valuation

#### 7. Q&A

#### <Earning Table>

(Unit: Thousands in \$)	2017	2018	2019	2020	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2021E	2022F	2023F
Revenues	53,456	100,162	156,361	206,107	65,524	87,325	94,176	126,760	373,785	585,077	824,262
YoY	132%	87%	56%	32%					81%	57%	41%
Cost of revenues	9,053	15,057	20,238	30,849	10,079	12,723	13,943	19,014	55,759	87,762	123,639
Gross profit	44,403	85,105	136,123	175,258	55,445	74,602	80,233	107,746	318,026	497,316	700,623
GPM	83%	85%	87%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%
Research and development	2,575	4,180	5,699	9,467	2,301	2,455	2,248	2,335	9,339	9,339	9,339
Sales and marketing	28,514	44,622	66,848	86,532	24,562	28,670	30,835	47,535	131,602	219,404	309,098
General and administrative	4,364	4,814	3,958	6,418	1,811	1,941	2,132	2,132	8,016	10,012	12,505
Legal settlements and loss contingencies	0	8,000	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Income from operations	8,950	23,489	59,618	72,841	26,771	41,536	45,018	55,745	169,070	258,561	369,681
OPM	17%	23%	38%	35%	41%	48%	48%	44%	45%	44%	45%
Finance income, net	849	136	2,423	3,291	44	428	-65	419	826	1,675	1,675
Income before taxes	9,799	23,625	62,041	76,132	26,815	41,964	44,953	56,163	169,895	260,236	371,356
Income taxes	980	1,260	883	1,107	69	1,039	235	294	1,637	29,927	42,706
Net income	8,819	22,365	61,158	75,025	26,746	40,925	44,718	55,870	168,259	230,309	328,650

#### Rating

## Strong Buy

Target Price: \$ 172.11

Current Price: \$ 92.62

Upside: 86%

#### 12M Price

Market Cap. \$7.074B



#### Balance sheet data

BV of Equity	\$254M
PBR	18.8
ROE	25.76%
ROA	48.20%

#### Earning data

12M EPS	\$1.74
12M Net income	\$148.4M
12M Ebitda	\$149.25M
12M GPM	85%
12M OPM	46.17%

#### Major Shareholders

Mosche	12%
Michael	10%
Stephen	10%

#### SMIC 5 Team

43rd Jaehee Lee (Head)
43rd Jaemin Lee
43rd Hyungjun Choi
44th Youjin Kim
44th Jaewon Lee

## 0. Summary

동사는 RF 기술력을 바탕으로 미용 의료계의 Blue Ocean을 개척하며 성장해온 기업이다. RF 기술에 새로운 기능을 추가하여 기존 시장을 잠식하는 전략은 기존 매출처인 미용의료와 산부인과를 넘어 안과, 비뇨기과까지 확장 중이다.

**Bipolar RF(양극성 고주파) 기술의 리더:** Bipolar 방식은 개인 편차와 무관하게 안정적으로 RF를 전달하는 가장 발전한 RF 기술이다. 동사는 Bipolar RF로 지방을 제거하는 RFAL 기술을 개발해 미용에 접목하는 데에 성공했고, 기존 리프팅 기기에 지방 제거 기능을 추가했다. 이외에도 미용과 의료 기능을 동시에 커버하는 여성건강 기기를 출시했다. 이처럼 여러 기능을 통합하여 출시하는 전략을 사용해 빠르게 시장을 침투하는 중이다. 이러한 전략과 확장성 있는 기술력은 동사의 제품을 구매하는 고객인 의사와 동사 제품의 기능을 이용하는 소비자 모두에게 메리트가 있다.

**Upcoming Pipeline:** 동사는 현재 안과/비뇨기과/이비인후과를 겨냥한 3가지 신규 파이프라인을 통해 의료시장으로의 본격적인 진출에 나서고 있다. 특히 안과는 컨퍼런스 콜 등에서 2022년 초 신제품 출시를 거듭 강조한 만큼, 동사가 성공역사를 신규 파이프라인에서도 이어갈 경쟁력을 가졌음을 증명할 시점이 목전에 있다. 본 보고서는 동사의 경쟁우위를 면밀히 분석해 안과용 의료기기 시장도 성공적으로 침투할 수 있음을 피력하고자 한다. 나아가 가능한 모든 정보를 종합하여 비뇨기과와 이비인후과에서도 동사가 Blue Ocean 개척자로서의 지위를 이어갈 Guidance를 제시하고자 한다. 진출을 앞둔 3가지 의료시장은 모두 동사가 침투하기 유리한 환경을 갖춘 한편, 마치 동사의 성공을 기다리고 있는 빈 무대와도 같다.

### Earnings forecast:

	2019	2020	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021E	2022E	2023E
<b>Total Revenue</b>	156,361,000	206,107,000	65,524,000	87,325,000	94,176,000	126,760,454	373,785,454	585,077,182	824,262,347
YoY / QoQ	56.1%	31.8%	-	33.3%	7.8%	34.6%	81.4%	56.5%	40.9%
<b>Contouring &amp; Women's Health Revenue</b>	156,361,000	206,107,000	65,524,000	87,325,000	94,176,000	126,760,454	373,785,454	548,524,804	727,425,940
US Revenue	123,525,190	150,458,110	44,065,000	56,370,000	62,613,000	75,236,896	238,284,896	294,418,930	356,711,238
OUS Revenue	32,835,810	55,648,890	21,459,000	30,955,000	31,563,000	51,523,558	135,500,558	254,105,873	370,714,702
% to Total Revenue	21.0%	27.0%	32.7%	35.4%	33.5%	40.6%	36.3%	43.4%	45.0%
<b>Ophthalmology Revenue</b>	0	0	0	0	0	0	0	36,552,379	96,836,407

### Valuation:

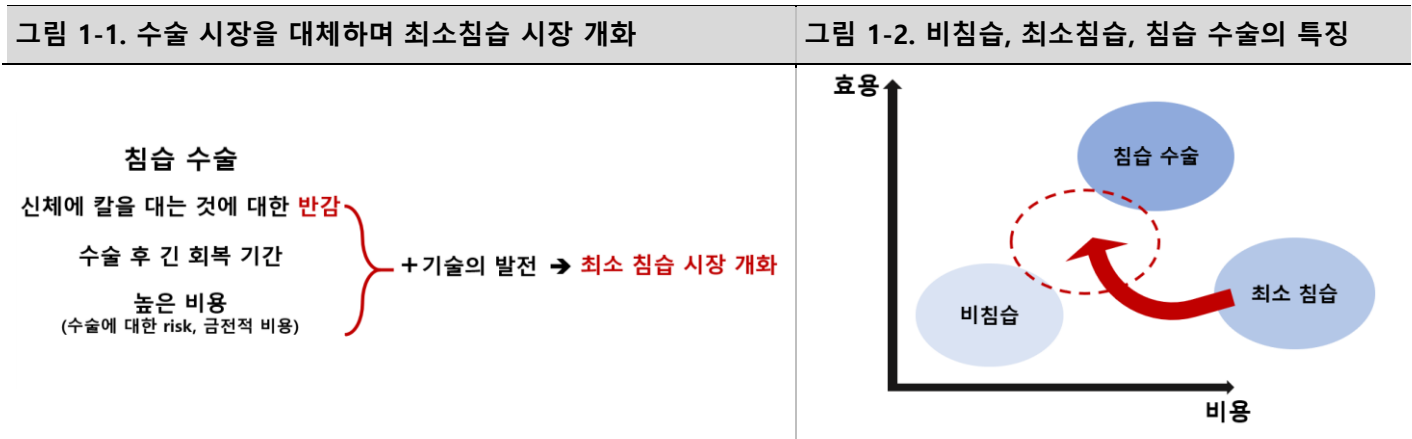
2023F	
<b>Shares Outstanding</b>	<b>76,380,000</b>
<b>Net income (Unit : thousands in USD)</b>	<b>328,650</b>
<b>2023F EPS</b>	<b>4.30</b>
<b>Target PER</b>	<b>40</b>
<b>Target Price (USD)</b>	<b>172.11</b>
<b>Current Price (USD)</b>	<b>92.62</b>
<b>Upside</b>	<b>86%</b>

# 1. Industry analysis

## 1.1 미용의료 시장

**미용의료는 침습 수술과 최소침습/비침습으로 나뉜다**

미용의료기기 시장은 인간의 미(美)에 대한 욕구를 바탕으로 관련 기술이 발전하면서 빠르게 성장해왔다. 미용의료는 크게 **침습 수술**과 **최소침습/비침습** 두 시장으로 나눌 수 있다. 과거에는 **피부를 절개하는 침습 수술 시장**과 **절개 없이 미용 처리하는 비침습 시장**만 존재했다. 하지만 침습 수술의 높은 비용과 불확실성에 대한 리스크, 인체에 칼을 대는 것에 대한 거부감 등은 시장 성장의 방해 요소였다. 그러나 기술이 발전하면서 등장한 **최소침습**은 낮은 비용으로 수술에 준하는 효과를 보이며 새로운 시장을 열었고, 현재 미용의료 시장의 성장을 이끌고 있다.



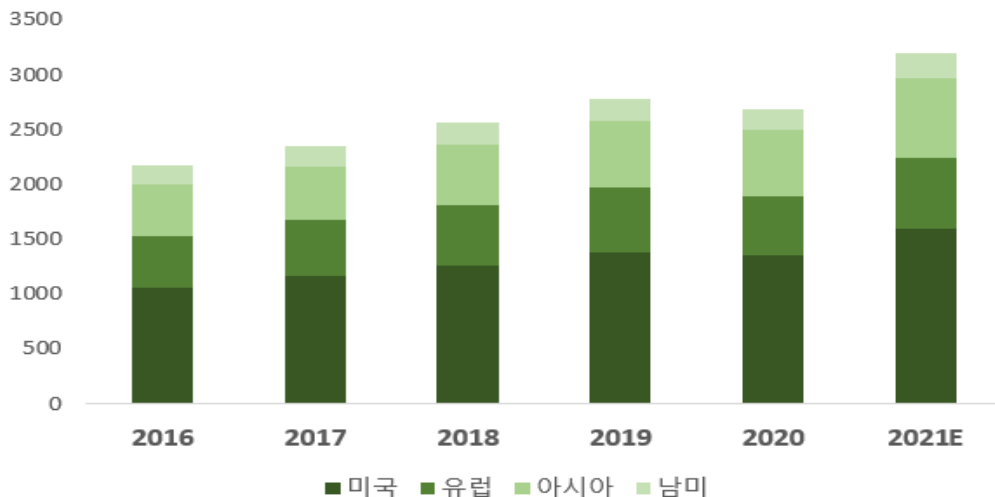
출처: 동사 사업보고서, SMIC 5팀

출처: SMIC 5팀

최소침습/비침습에는 보톡스, 필러, 리프팅실, 에너지 기반 의료기기 등 다양한 시장이 있는데, 그 중 동사는 **에너지 기반 의료기기 산업에 속해 있다**.

## 1.2 에너지 기반 미용의료기기 산업

그림 1-3. 글로벌 에너지 기반 미용의료기기 산업 (단위: 백만 달러)



출처: 언론보도종합, SMIC 5팀

에너지 기반 미용은 레이저, 초음파, 고주파 등의 광학에너지를 활용한 미용 목적의 수술 또는 시술을 뜻한다. 미국 시장은 글로벌 시장의 40% 이상을 차지하며 중국 미용 의료 기기 산업은 빠르게 성장하고 있다.

에너지 미용에서 에너지원은 레이저에서 RF(고주파), HIFU(초음파) 기술로 발전해왔다.

그림 1-4. 레이저, 고주파, 초음파 정리				그림 1-5. 피부 조직	
	레이저 (IPL, 색소 레이저 등)	고주파(RF)	초음파(HIFU)	표피	
대표 제품	피코초, 나노초	스칼렛, 써마지, 인모드	슈링크, 울세라, 더블로	진피 (피부)	
소모품	X	O	O	피하조직	
침투 영역	표피층	진피층	근막층	근육	
용도	박피, 색소와 흉조 제거, 제모	피부 리프팅, 주름 개선	늘어진 피부 수축		
원리	표피층의 타겟을 빛에너지로 쬐어 파괴 혹은 분해하여 해결	피부 진피층까지 열을 전달하여 콜라겐 수축 및 생성 유도	근막층을 자극해 늘어진 피부를 수축시키고 끌어올림		

출처: 언론보도종합, SMIC 5팀

출처: 언론보도종합, SMIC 5팀

**HIFU는 중국에서 허가 받은 사례 X**

다만, RF와 HIFU는 우위가 명확한 기술은 아니다. HIFU가 RF에 비해 더 깊게 침투할 수 있지만 에너지 주입 깊이가 시술 효과와 비례하지 않으며 피부 상태에 맞게 주입되는 것이 타당하다. 하지만 의료기기 기업 입장에서 HIFU는 치명적인 단점을 가지고 있다. **글로벌 미용의 핵심 시장 중 하나인 중국에서 HIFU가 허가된 사례가 전무하기 때문이다.** 하지만 RF 기기는 중국에서 허가 받은 사례가 있으며 동사 또한 이미 일부 RF 제품에 대해 허가를 받은 상태다.

**의료기기 판매를 위해서는 의사, 환자 모두 중요**

**1.3 미용의료기기 시장의 특징**

미용의료기기 시장의 특이한 점은 서비스는 환자가 받지만 기기를 구매하는 것은 의사이기 때문에 환자와 의사의 선호가 복합적으로 얽혀 기기 구매가 일어난다는 점이다. 그렇기에 의료 기기 기업들은 환자와 의사 모두에게 기술력을 어필하며 제품을 브랜딩하는 능력이 중요하다.

또한 **시장의 진입 장벽이 굉장히 높다.** 왜냐하면 기기의 비용은 의사가 지불하지만 기기 선택은 피시술자가 하기 때문에 소비자가 모르는 제품을 의사가 구매할 필요가 없기 때문이다

**1.4 의료기기의 승인**

미용의료기기를 포함한 의료기기를 판매하려고 한다면 각국의 규제기관의 승인을 받아야 한다. 이 과정은 **기술 승인을 거쳐 기기 승인 순으로 허가를 받아야 한다.** 다만, 기술 승인을 받아 놓은 상태라면 기기 승인은 상대적으로 빠르게 통과된다.

## 2. Firm-specific analysis

### 2.1 기업 개요

그림 2-1. 동사 개요 및 판매 제품

RF 기반의 미용의료기기 기업('08년 설립, '19년 8월 상장)

동사 제품 구성: Workstation, Handpiece

동사 핵심 제품

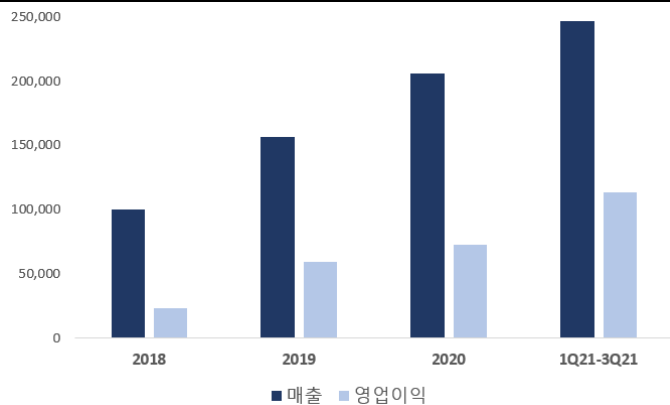


출처: 동사 홈페이지, SMIC 5팀

**동사 제품:**  
Workstation,  
handpiece, 소모품

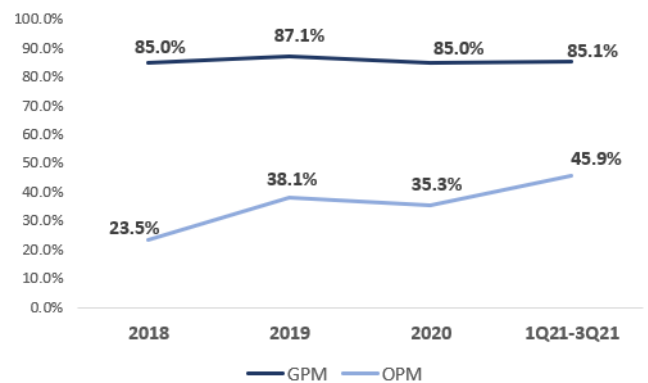
Workstation(또는 Platform)은 미용 기기의 본체를, handpiece는 플랫폼에 부착하는 기기를 뜻한다. Handpiece는 환자가 원하는 기능, 신체 부위에 따라 교체해야 하며 이를 통해 하나의 플랫폼으로 다양한 기능을 구현할 수 있다. 동사는 handpiece에 부착되어 특정 횟수마다 교체하는 소모품도 판매한다. Hands free는 환자가 기기를 장착하여 의사가 직접 시술하지 않아도 되도록 돕는 제품을 뜻한다.

그림 2-2. 동사 매출 & 영업이익 (단위: 천 달러)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 5팀

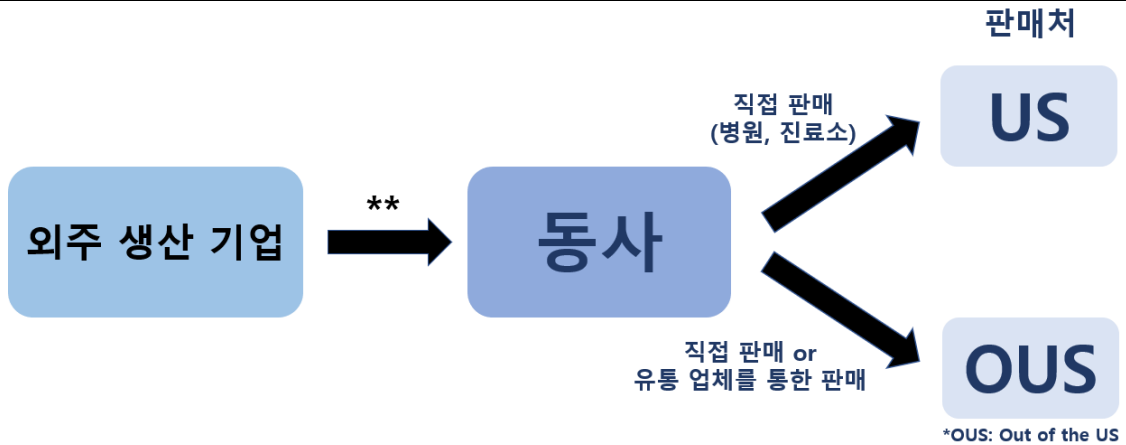
그림 2-3. 동사 GPM & OPM



출처: 동사 사업보고서, SMIC 5팀

2.2 동사 BM 및 매출 분석

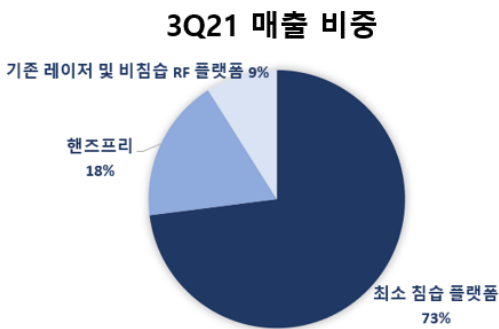
그림 2-4. 동사 BM



\*\* : 고객 주문이 있을 때 외주 생산 업체로부터 제품을 구매 → 재고 관리 효율화

출처: 동사 홈페이지, SMIC 5팀

그림 2-5. 동사 매출 분석



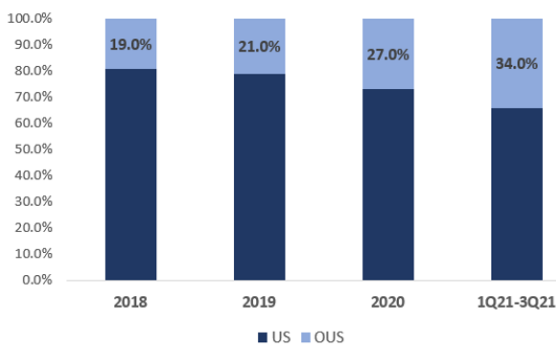
현재 시장

미용 의료  
산부인과

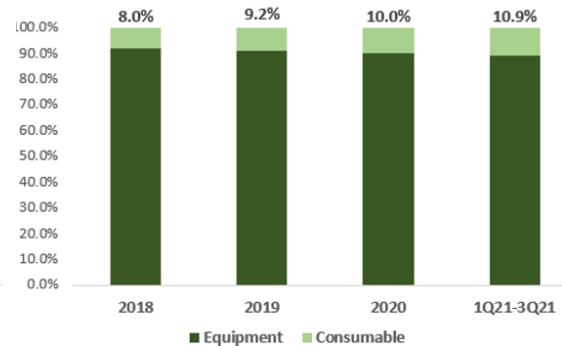
점진적 시장 확대

미용 의료  
산부인과  
안과  
비뇨기과  
이비인후과

지역별 매출 추이



장비와 소모품 매출 추이



출처: 동사 홈페이지, SMIC 5팀

동사는 현재 9개의 플랫폼을 판매하고 있다. 12~15개의 신규 파이프라인을 연구 개발 중이며 매년 2개를 출시할 예정이다.

## 2.3 경영진

### 경영진이 중요한 의료기기 산업

의료기기 산업은 다른 산업에 비해 경영진에 대한 이해가 상당히 중요하다. 기본적으로 의료 업계는 사람의 건강과 관련된 일이기 때문에 새로운 의료기기에 보수적일 수밖에 없다. 그렇기에 초기에 시장 진출 시 경영진이 가지고 있는 네트워크가 중요한 역할을 하게 된다.

### 동사 경영진은 오랜 경험과 시장에 대한 높은 이해도 보유

동사의 경영진은 과거 미용의료기기 기업 창업자 혹은 C-Level 임원진으로 구성되어 있다. 특히 CEO는 2000년부터 의료기기 기업을 창업하여 운영한 경험이 있고 동사의 핵심 운영진은 CEO와 함께 창업을 해온 멤버들이다. 동사 경영진은 오랜 경험과 시장에 대한 높은 이해도를 바탕으로 '20년 5월 코로나가 가장 극심할 때 2008년 금융위기에 겪었던 미용 의료 산업 침체와 같이 1-2년 내에 해결될 문제로 판단하며 공격적인 투자를 단행하기도 했다.

그림 2-6. 동사 경영진



출처: 동사 홈페이지, SMIC 5팀

## 2.4 경영전략

동사는 자사 RF 기술이 침투할 수 있는 **Blue Ocean**에 진출하는 전략을 구사한다. 이를 가능하게 하는 요소는 RF 기술의 확장성, 동사만의 Blue Ocean 진출 전략 그리고 시장 침투 전략으로 나눠 살펴볼 수 있다.

### (1) RF 기술의 확장성

#### 다양한 전방으로 활용 가능한 RF기술

동사는 설립 이후 사실상 RF 기술에만 집중해온 RF 기술의 베테랑이다. RF 기술은 의료 분야로도 활용이 가능하지만 많은 에스테틱 회사들이 FDA승인 단계에서 좌절하며 RF 의료기기 영역으로 넘어오는데 실패했다. 하지만 동사는 동사의 RF기술을 의료기기에 적용시켜 FDA 승인을 받아내는데 성공했다. 동사의 RF 기술은 마치 콘텐츠 산업의 IP와 같이, 이를 기반으로 여러 매출처를 창출해낼 수 있는 것이다.

### (2) Blue Ocean 진출 전략

#### Blue Ocean만을 찾아나선다!

동사는 의학 현업에서 아직 해결되지 못한 문제를 의사들로부터 Crowdsourcing 방식으로 모아 Blue Ocean을 탐색한다. 자사 기술력으로 해결할 수 있는 문제인지, 수익성 있는 시장인지 판단 후 진출한다.

동사 경영진은 **GPM 85% 이하 제품은 애초에 생산조차 하지 않겠다고 할 만큼 수익성에 집착한다.** 특히 환자 및 미용 고객들이 기꺼이 돈을 지불하려는 시장 위주로 진출한다. 그들이 돈을 기꺼이 지불하려는 의지가 있어야 의사가 높은 가격에 기기를 구매해주기 때문이다.

**(3) 기존의 시장 player와는 다른 기술 구현**

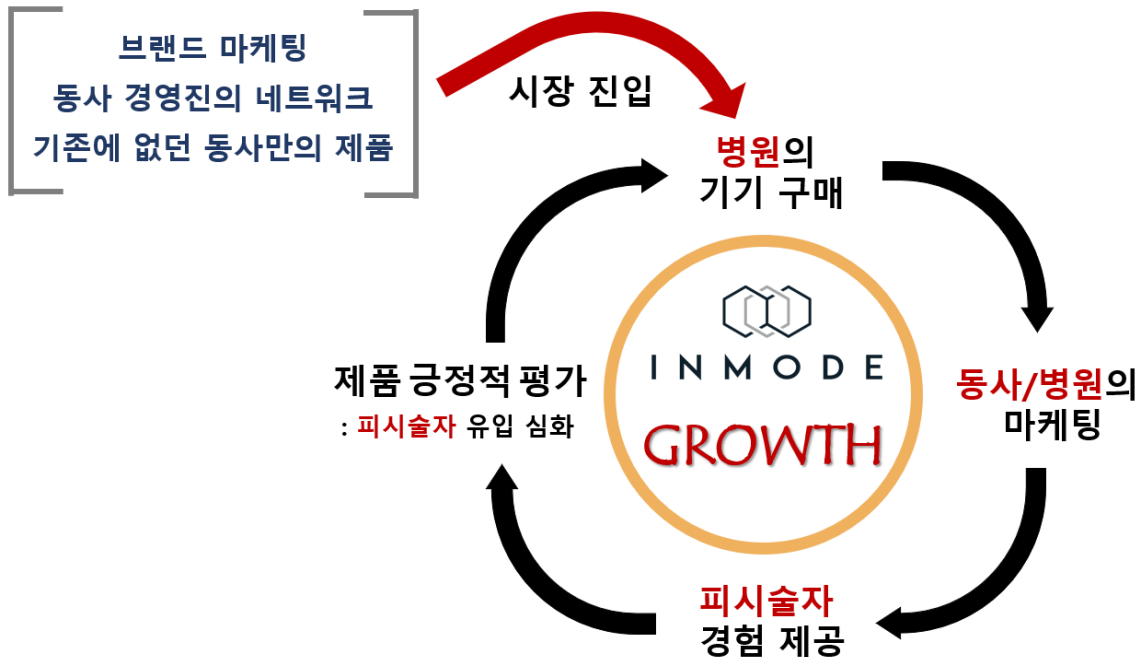
동사는 새로운 시장에 진출할 때 **동사 RF 기술과 다른 기술을 결합하여 기존의 player가 구사하지 않던 방법으로 시장에 침투한다.** 한 기기에 두 가지 기능을 결합한 의료기기는 이를 구매하는 의사와 치료를 받는 소비자의 needs 모두를 충족시키며 빠르게 성장했다.

**2.5 본격적인 Positive Feedback 사이클 진입**

기기 판매가 기기 판매를 불러오는  
Positive Feedback  
→ 동사는 이미 진입

의료기기의 성공에는 기술력도 중요하지만 **마케팅과 브랜드 또한 중요하다.** 기기를 사는 것은 병원이고 병원은 고객이 많이 선택해 줄 기기를 선택해야 하기 때문에 상당한 진입 장벽이 존재하는 시장이다. 동사는 **20년 이상 업계에 종사한 경영진의 네트워크와 두 가지 기능을 통합한 기술 경쟁력을 통해 시장에 침투할 수 있었다.** 시장 진입 후에는 제품의 효과가 시장에서 인정받는다면 기기 판매가 더 많은 기기 판매를 유도하는 **Positive Feedback 사이클**에 올라 성장이 가속화될 수 있다.

그림 2-7. 동사의 Positive Feedback 사이클



출처: 동사 홈페이지, SMIC 5팀

동사는 **현재 본격적인 성장 사이클에 도달했다고 판단된다.** 근거는 아래와 같다.

- 1) 현재 동사 매출의 **70%**는 오로지 새로운 고객(병원)으로부터 발생.
- 2) 현재 동사 제품을 구매한 병원에서 BEP가 달성되는 시점까지 평균 6~12개월 소요. 제품 평균 수명이 5년임을 고려하면 혁신적인 수준의 수익성으로 평가됨.
- 3) 동사 제품의 서비스를 받는 신규 고객의 1/3은 미용 시술을 처음 받아본 사람들임.

### 3. The Pathfinder: Bipolar RF

동사는 경쟁사들에 비하여 차별적인 기술을 보유하고 있으며, 이를 바탕으로 성장 전략을 펼치고 있다. Bipolar RFAL로 대표되는 동사의 기술력은 소비자는 물론 동사의 직접적인 고객들인 의사들에게도 강력한 구매 유인을 제공한다. 이번 장에서는 동사의 주요 제품들의 기능과 바탕이 되는 기술력과, 동사 제품의 특성과 포지셔닝에서 비롯되는 동사의 강력한 경쟁력을 설명할 것이다.

#### 3.1. Positive Feedback의 동력: 제품과 기술력의 혁신

##### 3.1.1. 주요 제품과 기능 설명

그림 3-1. 피부미용 기기 주요 핸드피스



출처: 동사 홈페이지, SMIC 5팀

위 그림은 동사의 피부미용 기기 핸드피스 중 가장 대표적인 것들이다.

- 1) Forma: 피부 표면에 열을 전달하여 피부 조직을 리모델링하고 탄력을 개선하는 대표적인 리프팅 기기이다. 주로 얼굴, 턱, 목 부위에 사용하며 자극이 적어 모든 피부 타입에 적용이 가능하다. 국내에 도입된 기기이다.
- 2) Mini FX: 음압을 이용해 지방이 많은 부위를 빨아들이고, 고전압 RF를 이용해 지방 세포를 사멸시킨다. Forma와 함께 국내 도입된 상태이다.
- 3) FaceTite: 국내엔 아직 도입되지 않은 기기로, RFAL 기술을 적용한 대표격의 기기이다. 우측 부분을 이용해 피부 표면에 RF를 전달해 지방을 분해하고, 피부에 찔러넣은 좌측의 튜브관을 통해 분해된 지방을 빨아들인다.
- 4) Morpheus 8: 피부를 뚫고 8mm 깊이까지 삽입되며, RF를 통해 피하 지방을 리모델링한다. 이를 통해 주름, 여드름 흉터를 개선하며 피부 톤을 매끄럽게 만든다.
- 5) Tite: 동사의 핸드프리 기기인 Evolve X에 사용되는 핸드피스로, 피부 표면에 부착하여 RF를 이용해 피부 표면을 리모델링하고 매끄럽게 만든다.

그림 3-2. 여성건강 기기 워크스테이션과 주요 핸드피스



출처: 동사 홈페이지, SMIC 5팀

- 1) Votiva: 동사의 첫 여성건강 기기 워크스테이션으로 질 근육을 이완하는 Forma V와 열 전달 기술로 피부 톤을 개선하는 Fractora V 두 개의 핸드피스를 지원했다.
- 2) Empower RF: 최근 출시된 여성건강 기기 워크스테이션으로 Votiva의 후속작이다. Votiva가 지원했던 기능을 포함해 총 7개의 핸드피스를 지원한다. 동사는 이후에 산후 회복을 촉진하는 기능을 가진 핸드피스를 출시할 계획이다.
- 3) V Tone: 근육에 전류를 보내는 방식으로(EMS, Electrical Muscle Stimulation) 골반저 근육의 기능 향상을 도움으로써 요실금을 완화한다.
- 4) Forma V: 혈행을 개선하고 근육 통증을 완화하며, 근육을 이완하는 기능이 있다.
- 5) Aviva: 출혈 상황에서 지혈/응고를 돕는 기기이다.
- 6) Morpheus 8V: Bipolar RF 기술로 연조직의 빠른 리모델링을 돕는 기기이다.

### 3.1.2. 여러 기능을 통합하는 기술력

#### 상이한 기능들을 기기에 통합하는 동사의 전략!

동사는 RF 기반의 여러 독자적 기술들을 보유하고 있다. RF 기술은 전통적인 레이저에서 발전해 Unipolar RF, Monopolar RF 등의 형태를 거쳐 기술적 발전을 거듭했다. 그중에서 Bipolar RF는 가장 발전한 형태이며, 동사는 Bipolar RF 기술의 리더이다. 동사는 우수한 Bipolar RF 기술력을 바탕으로 최초로 RFAL 기술을 최소침습 미용/의료기기에 적용하는 데에 성공했다.

**RFAL(Radiofrequency assisted Lipolysis)**은 RF를 이용하여 지방을 제거하는 기술을 말하는 데, RF를 이용하면 레이저보다 효율적인 방식으로 피부를 뚫고 삽입된 튜브관을 통해 에너지를 전달할 수 있다. 피하 지방에 도달한 RF는 축적된 지방을 액화시키고, 액화된 지방은 튜브관 흡입을 통해 체내에서 제거된다. 이로써 체내에 축적된 지방을 수술 없이 효과적으로 제거할 수 있으며, FDA의 승인을 획득한 상태이다.

**‘Bipolar’의 우수성  
=안정적 RF 전달**

특히, 동사가 기술을 개발한 **Bipolar 방식은 2개의 전극으로 Monopolar 방식에 비하여 에너지 전달의 측면에서 우수하다.** Monopolar 방식은 RF 전달시 개개인의 전기 저항(임피던스)에 따라 전달이 어려운 상황이 발생하는데, **Bipolar의 경우엔 전기 저항과 무관하게 깊게 전달이 가능해 그 범용성이 매우 크다.**

**Bipolar RFAL =  
리프팅 + 다이어트**

**Bipolar RFAL 기술의 확장성이 매우 큰 이유는 피부의 리프팅(Skin Tightening)과 지방의 제거(Fat Reduction)를 동시에 해낼 수 있기 때문이다.** 기존의 리프팅 제품들은 단순히 피부 표면을 팽팽하게 해주는 기능을 가지고 있었는데, 동사는 독점적 기술을 통해 **리프팅과 동시에 지방 세포를 분해시킬 수 있게 되어 우월한 위치를 점하게 되었다.** 분해되어 액체 상태가 된 지방은 일정 기간에 걸쳐 몸에서 배출되며, 리프팅의 효과는 약 1년간 지속된다.

그림 3-3. RFAL 개념도	그림 3-4. RFAL Before/After
	

출처: 동사 홈페이지, SMIC 5팀

출처: 동사 홈페이지, SMIC 5팀

또다른 동사의 독점적 기술은 **Deep Subdermal Fractional RF**이다. 상단의 [그림 3-5]에서 보이는 것처럼, 본 기술은 코팅된 관을 피부에 삽입해 RF를 전달한다. 최대 7mm까지 들어가는 관의 끝에서 전달되는 열이 피부를 타이팅하는 동시에 콜라겐을 생성하고, 피부 조직의 재생을 촉진한다. 이러한 기전을 통해 **Deep Subdermal Fractional RF는 얼굴과 목의 주름 감소, 피부 탄력 강화 및 셀룰라이트 제거에 사용된다.**

그림 3-5. Deep Subdermal Fractional RF 개념도	그림 3-6. DSF RF Before/After
	

출처: 동사 홈페이지, SMIC 5팀

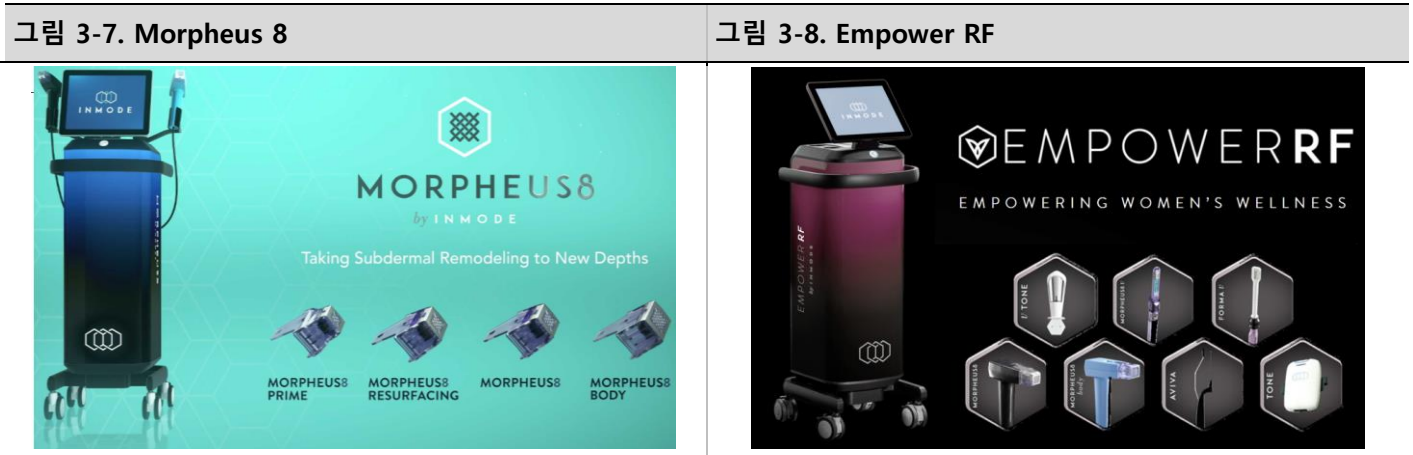
출처: 동사 홈페이지, SMIC 5팀

**여러 기능을 통합  
하는 동사의 전략!**

기술력에 대한 이해를 바탕으로 동사의 제품들을 다시 살펴보면 **일관된 방향성이 존재함을 알 수 있다.** 동사는 복수의 기능을 하나의 기기에 통합해 제공하면서 기존의 시장에 빠르게 침투하고, 잠재적 소비자들을 시장으로 끌어들이고 있다.

**신제품의 방향성도  
통합 전략과 일치!**

RFAL 등을 활용해 다양한 기능을 통합하는 동사의 전략이 가장 잘 드러나는 워크스테이션은 대표적으로 **Morpheus 8**가 있다. Morpheus 8(워크스테이션)은 Morpheus 8(핸드피스)와 Morpheus 8 body(핸드피스) 2개의 핸드피스와 다시 4개 형태의 팁을 지원해 다양한 용도로 조합이 가능하다. [그림 3-7]에서 화면 우측에 있는 Morpheus 8 body는 넓은 표면의 팁을 사용해 몸 전체의 조직 재생을 돕는다. 화면 좌측에 있는 Morpheus 8(핸드피스)는 미세한 바늘 형태의 팁을 통해 피하 지방층의 콜라겐 조직을 재구성해 피부를 탄탄하게 만든다. 서로 다른 2가지의 용도를 하나의 기기에 담은 것이다.



출처: 동사 홈페이지, SMIC 5팀

출처: 동사 홈페이지, SMIC 5팀

[그림 3-2]에서 이미 다양한 기능들을 살펴보았던 워크스테이션 **Empower RF 역시 방향성을 공유한다.** 7개의 핸드피스 중 하나인 V Tone은 EMS를 활용한 골반저 근육을 강화하고 요실금을 치료한다. Morpheus 8V(핸드피스)는 기존 Morpheus와 유사하게 Bipolar RF를 활용해 리프팅 효과를 주는 기기로, **미용 기능과 의료 기능을 모두 담고 있다.**

**3.2. 동사 제품의 메리트: 의사 측면**

**의사들이 좋아하는  
동사 제품**

동사의 제품을 직접적으로 구매하는 당사자는 의사들이다. 따라서, 소비자가 체감하는 성능을 따지기 이전에 의사들에게 동사 제품을 쓸 메리트가 존재해야만 한다. 결론적으로 **동사 제품은 의사들 입장에서 구매할 메리트가 매우 크고, 이는 동사의 강력한 경쟁력이 된다.**

서비스 공급자에게 메리트를 주는 요소는 기술력이다. 상술한 동사의 피부미용 기기와 여성 건강 기기의 기술적 특징은 서비스 공급자의 전방을 확장한다는 점에서 **메리트를 가진다.**

**단일 기기로  
2개 시장을 공략!**

Bipolar RFAL 기술은 피부를 리프팅하는 동시에 지방을 제거한다. 본 기술 이전에는 '피부의 리프팅(Skin Tightening)'과 '지방의 제거(Fat Reduction)'는 각각 별도의 기기를 사용해야만 한다. 그러나 Bipolar RFAL의 개발로, 동사 제품은 **피부 리프팅에 대한 수요와 지방 제거에 대한 수요를 하나의 기기로 충족시키는 것이 가능해졌다.** 피부미용/지방제거 서비스 공급자인 의사 입장에서는, **단일 유형자산으로 2개의 시장을 만족시킬 수 있는 것이다.**

## 잠재적 소비자를 시장으로!

이에 더하여 Bipolar RFAL 기술은 소비자들의 진입 장벽을 낮춰 잠재적 소비자가 시장에 진입하게 한다. 기존 지방 제거 시장에서는 위험하고 회복기간이 긴 지방흡입 수술과 상대적으로 안전하지만 효과가 불분명한 지방분해 주사가 시장을 양분해 높은 진입장벽을 형성했다. 그러나 Bipolar RFAL은 최소침습 방식으로써 부작용이 적고 회복이 빠르며, 수술에 준하는 효과를 가진다. 낮아진 문턱과 높은 효능은 새로운 소비자의 유입을 가져오므로, 시장이 확대되는 효과를 낳는다.

여성건강 기기 워크스테이션인 Empower RF 또한 피부미용 기기와 같은 양상을 보인다. 본 기기는 지혈과 같은 의료 기능, 골반 근육의 강화와 질의 신축성 회복을 포함하는 미용적 기능 등 다양한 기능을 포함하고 있다. 의사 입장에서 기존에는 이러한 각각의 기능을 사용하기 위해서 여러 대의 기기를 구매해야 했는데, 동사 제품은 하나의 워크스테이션에서 여러 핸드피스를 지원한다. 이러한 이유 때문에 서비스의 공급자인 의사 입장에서 동사 제품을 구매할 유인이 매우 높다.

요약하자면, 의사들에게 동사 기기의 특징적 메리트는 다음과 같다.

- 1) 1개의 워크스테이션을 통해, 기존에는 여러 기기가 필요했던 니즈들을 만족시킨다.
- 2) 시장의 진입장벽을 낮춰 잠재적 소비자들을 시장으로 끌어들인다.

이와 같은 메리트 덕분에, 의사 입장에서는 1개 기기만으로 많은 매출을 올릴 수 있다. 또한 미용/의료 서비스 시장의 특성상 고품질 서비스에 대한 소비자들의 지불 용의가 높다. 따라서 의사는 품질이 좋은 동사 제품을 활용해, 소비자에게 높은 가격을 책정함으로써 기기 투자액을 매우 빠르게 회수할 수 있다. 종합하면, 의사의 입장에서 동사의 제품을 사용할 유인이 매우 높은 것이다.

### 3.3. 동사 제품의 메리트: 소비자 측면

동사는 의사들에게 제품을 판매하지만, 지속적인 성장을 위해서는 소비자들에게 동사 제품을 이용할 유인이 존재하는지도 중요하다. 소비자 측면에서도 동사의 제품에는 큰 매력이 있으며, 이는 서비스 수요를 증가시켜 다시 의사들의 구매 수요를 늘리는 선순환을 만든다.

#### 3.3.1. 피부미용

그림 3-9. 피부미용(리프팅) 기기 제품 비교

브랜드	적용 기술	평균 비용(\$)	침습여부	통증
FaceTite	Bipolar RFAL	5200	최소침습	하
Thermage FLX	RF	2450	비침습	상
Ultherapy	HIFU	2625	비침습	중

출처: realself.com, SMIC 5팀

위의 표는 백만 개 이상의 리뷰를 보유한 미국의 미용 커뮤니티 realself.com를 통해 동사와 대표적인 경쟁사의 소비자 만족도, 평균 비용 등을 비교한 것이다. 대표적인 경쟁 제품 Thermage, Ultherapy에 비하여 동사의 대표적인 Bipolar RFAL 기반 제품인 FaceTite는 평균 비용이 비싼 모습을 보인다. 그러나 이는 차별적인 품질에 대해서 기꺼이 높은 가격을 지불하는 미용의료 시장 소비자의 특성에 비추어 본다면, 동사 제품의 차별성만 보장된다면 매우 유효한 가격 전략이다.

**단순한 리프팅을 넘어선 FaceTite**

소비자 측면에서, FaceTite는 비용이 다소 비싸지만 **피부 리프팅과 지방 제거 수요를 한번에 충족시켜준다는 차별적인 강점이 있으므로, 높은 가격은 충분히 정당화된다.** 게다가 비만이 아니더라도, 얼굴이나 복부 등에 대한 지방 제거 수요는 매우 광범위하게 존재하기 때문에 리프팅 소비자들 중에서 상당수 역시 지방 제거에 대해서 수요가 있을 것이다. 이는 리프팅을 원하는 소비자들 입장에서 동사 제품이 경쟁 제품들에 비하여 소비자들에게 통증 대비 훨씬 큰 효익을 제공할 수 있음을 의미한다.

**경쟁에서 벗어나 Only One으로**

뿐만 아니라, 지방 제거를 원하는 소비자들에게도 동사 제품은 새로운 대안을 제시한다. 수술 요법과 약물 주사 요법의 양자택일 상황인 **지방 제거 시장에는 다른 대안이 거의 존재하지 않기 때문에 소비자들 입장에서 문턱이 높다.** 높은 문턱 때문에 니즈를 충족시키지 못하던 소비자들에게 FaceTite를 비롯한 동사 제품은 **최소침습이라는 매력적인 새 옵션을 제공한다.** 동사는 지방 제거 시장에서도 기존 대안들에 비하여 통증/부작용 대비 효과성 측면에서 우위를 가져가는 것이다. 그 결과, **동사의 제품은 지방 제거 시장에서도 단순한 경쟁 구도를 벗어나 독보적인 포지션으로 자리잡는다.**

**3.3.2. 여성건강 기기**

그림 3-10. RF 기반 여성건강 기기 기능 비교

지원기능	요실금 치료	근육 이완	근육통 개선	케겔 보조	조직 재생	콜라겐 생성
Votiva		○	○	○		
Geneveve						○
Thermiva					○	
Empower RF	○	○	○	○	○	○

출처: SMIC 5팀

최신 제품인 Empower RF 역시 피부미용 시장과 마찬가지로 소비자의 선택 측면에서 독보적인 경쟁력을 지닐 것으로 예상된다.

**기술적 강점과 좋은 평가를 거머쥔 Votiva**

**Votiva는 유사한 RF 기반 기기 Geneveve, Thermiva보다 많은 기능을 지원한다.** 특히 Votiva는 Bipolar RF를 활용하는 기기라는 점에서도 Monopolar RF와 Unipolar RF 방식을 활용하는 Geneveve, Thermiva와 차이가 있다. 기본적으로 RF 전달의 **효율성 측면에 있어서 Bipolar는 우위를 가지며 개인의 전기 저항에 영향을 받지 않는 측면에서도 우월하다.** 또한 Ahmed et al.(2021)에 따르면 Bipolar RF는 요실금의 개선에 있어서 더 나은 결과를 보이기도 했으며,

Votiva만이 안전을 위한 온도 제어 장치가 내장된 점도 특기할 만하다. 안전성이 매우 중요한 의료기기 시장의 특성을 감안하면, Votiva의 경쟁력은 다방면에서 뛰어나다.

그렇다면,  
상위제품인  
Empower RF도!

과거 제품인 Votiva로 비교해도 동사 제품은 소비자들에게 큰 메리트를 제공한다. 그렇다면 Votiva의 2배 이상 많은 기능을 제공하며, 더 많은 임상 데이터로 안전성이 뒷받침되는 Empower RF(워크스테이션)은 소비자들에게 더욱 메리트가 있을 것이라는 예상은 자연스럽다.

Empower RF는 제품 소개에서 설명했듯이 Votiva에서 EMS를 통한 근육 강화 기능 등을 비롯하여 다양한 기능이 추가되었다. Morpheus용 핸드피스도 Empower RF에도 적용이 된다는 것도 큰 메리트로, 여성건강을 위한 용도만 있었던 Votiva와 달리 피부 재생 등 다양한 기능을 통해 복합적인 관리를 받을 수 있다. 이는 한정된 기능만을 제공하는 타사 제품들과 차별화되는 메리트이다.

## 4. Upcoming: To the 'Medical' Moon!

동사는 컨퍼런스 콜 등에서 안과, 비뇨기과, 이비인후과를 대상으로 하는 신규 파이프라인을 출시할 것을 거듭 명시해왔다. 특히 안과는 2022년 초 출시가 예정되어 있어 가까운 시일 내에 새로운 시장으로의 진출이 기대된다. 다음에서 3가지 파이프라인 각각에 대해 동사가 기존의 Player들을 상대로 가질 경쟁우위를 검토하고, 이를 통해 동사가 피부미용에서의 성공 역사를 이어갈 수 있음을 피력하고자 한다.

### 4.1. 안과: 안구건조증(Dry Eye Syndrome) 치료

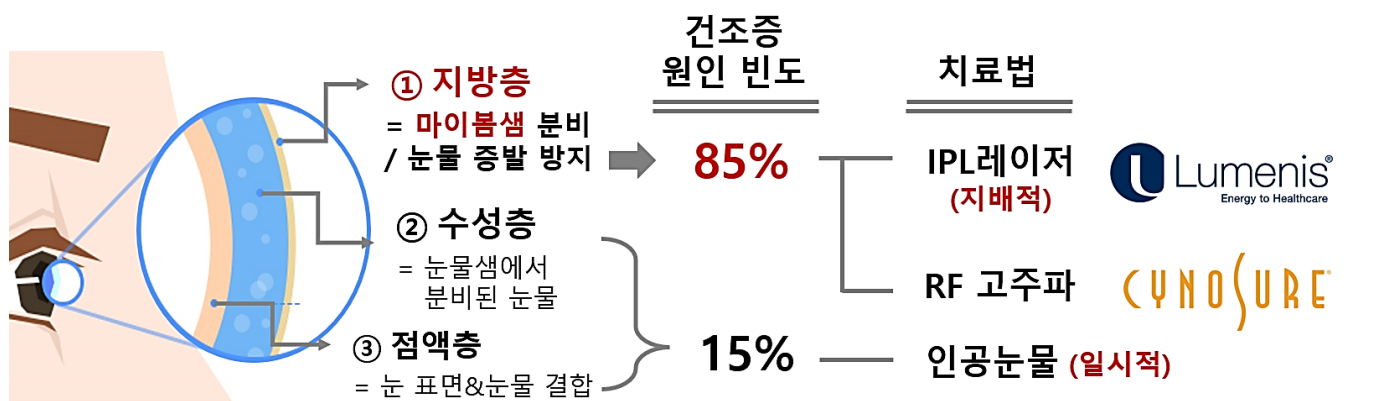
**New Pipeline to 안과 = Envision**  
: 여기서도 기능 통합!

동사는 2022년 초 안과를 대상으로 의료용 플랫폼인 **Envision**을 출시할 예정이다. S-1신고서, 컨퍼런스 콜, FDA 시판 전 신고서 510(k)(코드:K210492) 등에서 거듭 명시된 내용에 의하면, Envision은 단일 플랫폼으로 눈가주름 관리와 안구건조증 치료의 2가지 모두를 지원하여 진료와 미용 모두를 원하는 안과 전문의를 타겟으로 삼는다. 또한 안구건조증 치료에도 RF와 IFL레이저 기술을 구동할 핸드피스 2가지를 함께 지원한다. 이는 기존 피부미용에서부터 성공을 입증해 온 '기능 통합' 전략을 신규 파이프라인에서도 효과적으로 발휘하려는 의도이다.

만성 안구건조증의  
원인은 대부분  
마이봄샘 이상

안구건조증은 눈물샘에서의 분비가 부족하거나, 마이봄샘의 이상으로 눈물의 증발을 방지할 지방층이 미약하게 형성되어 발생한다. **만성 안구건조증의 85%는 마이봄샘의 기능 장애로 인해 발생한다.** 마이봄샘의 이상 원인은 안검염, 눈 깜빡임 장애 등 다양하나, 현재 온찜질과 같은 일시적 대처 외에 근본적인 치료법은 IPL레이저를 통해 마이봄샘의 분비를 활성화하는 방법이 지배적이다. 한편, 최근 RF 기술을 통해 눈가주름을 피는 동시에, 이 과정에서 발생하는 온열로 마이봄샘을 자극하여 안구건조증까지 치료하는 방법이 대두되고 있다.

그림 4-1. 안구 건조증의 원인 별 치료법



출처: SMIC 5팀

미국인 5%~15%는 안구건조증 질환자

미국 인구조사국의 국립건강조사에 의하면, 미국 성인 1,600만 명이 안구건조증을 진단받았으며, 이를 포함한 질환 보유자는 4,900만 명으로 추정된다. 질환자는 지속적으로 증가할 것으로 판단된다. 세계적인 고령화 추세, 스마트폰 전자기기 사용량 급증, 안검염으로 인한 마이봄샘 이상환자의 증가 등 원인은 다양하다.

**마이봄샘 치료  
의료기기 시장  
= Blue Ocean**

하지만 안구건조증 원인의 총 85%를 차지하는 마이봄샘을 치료할 의료기기 시장은 **여전히 Blue Ocean**이다. 수성층을 보충할 인공눈물은 현재 Allergan, Alcon을 비롯해 수많은 기업이 난립하는 경쟁시장이 조성되어 있다. 하지만 IPL레이저를 통한 마이봄샘 치료의 경우 2021년 4월 FDA의 승인을 받은 **Lumenis**사가 미국 내 시장을 주도하고 있다. RF의 경우 **Cynosure**사의 'TempSure'가 안과 클리닉 등에서 건조증 치료에 간혹 활용되지만, 이는 근본적으로 미용 목적의 플랫폼이다. **안구건조증의 RF 치료 시장은 의료전문 플랫폼인 동사의 Envision 출시를 기점으로 본격적으로 개화할 것으로** 판단된다.

그림 4-2. 미국 안구건조증 환자 수

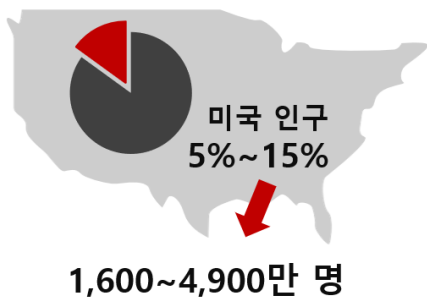
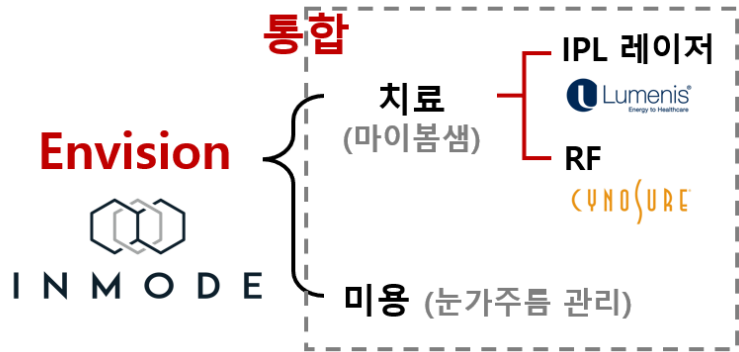


그림 4-3. 동사 기능 통합 전략



출처: 미 인구조사국 통계(2020.8), SMIC 5팀    출처: 동사 S-1 신고서, FDA 510(k) 신고서, SMIC 5팀

**동사 = 통합 플랫폼  
경쟁사  
= 한 기능에만 한정**

따라서 동사가 파이프라인을 구축할 안구건조증 치료 시장, 특히 마이봄샘 기능장애 치료 시장은 **침투할 Room이 매우 많은 매력적인 시장**이다. 이러한 가운데 동사의 **Envision**은 IPL레이저, RF, 눈가주름 미용관리의 3가지를 하나의 플랫폼이 통합적으로 제공함으로써, 이전의 성공역사를 안과계에서도 이어갈 것으로 기대된다. 경쟁사인 **Lumenis**와 **Cynosure** 모두 **IPL 레이저, RF 각각에만 한정된 단일 기능 플랫폼**을 공급 중이기 때문이다. 이는 RFAL을 통해 성공을 쟁취한 피부미용 시장의 기존 상황과 매우 유사하다.

**동사의 Envision  
= 기능 통합으로  
의사의 니즈를 관통!**

**Envision** 구매를 직접 결정하는 의사결정자는 결국 **안과 전문의**이다. IPL레이저와 RF 모두를 통합하고, 나아가 눈가 미용관리까지 단 하나의 플랫폼으로 가능하도록, 혁신의 파이프라인을 구축한 동사는 수요자인 **안과 전문의들의 니즈를 효과적으로 흡수할 것**이라 확신한다.

**시작 = 22' 초 미국  
세계화 기점 = 23'**

FDA 신고서 등으로 **Envision** 판매는 **2022년 초 미국에서 시작될 것**임을 알 수 있다. 나아가 이듬해인 **2023년부터 미국 이외의 글로벌 시장으로 판매를 확장**시킬 수 있을 것으로 판단할 수 있으며, 이유는 다음과 같다. CFDA, EMA 등 각국 규제기관의 승인은 **'RF 기술 승인' - '플랫폼(기기) 승인'의 2단계**로 이뤄지는데, 동사는 오랜 시간을 요구하는 **첫 단계의 승인을 각국으로부터 이미 확보해 놓았다**. 기기 승인의 2단계는 비교적 빠르게 이뤄질 것으로 예측되며, 이는 기존 미용시장/산부인과 시장에서 약 1년이 소요됐던 세계화 타임라인으로 이미 입증됐다. 동사가 갖춘 막강한 경쟁력인 **'글로벌 네트워크'**는, 안과 시장에서도 중대한 경쟁력으로 작용하여 세계화의 발판이 되어줄 것이다.

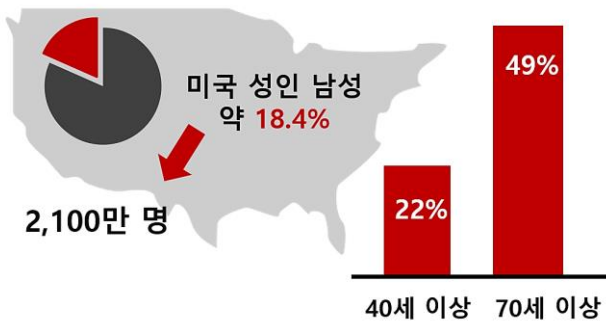
4.2. 비뇨기과: 발기부전(Erectile Dysfunction. 이하 ED) 치료

New Pipeline to  
비뇨기과  
= ED 타겟!

동사의 비뇨기과향 신규 파이프라인은, 동사의 RF 기술을 통해 발기부전(ED)을 치료할 플랫폼 및 핸드피스이다. '물리적 에너지를 통한 ED 치료'에 관한 기존의 연구를 참고했을 때, RF의 온열 효과로 인근 혈관의 확장을 유도하여 혈류를 활성화시킴으로써 ED를 치료하는 것으로 판단된다. 나아가 RF를 통한 치료는 고환백막의 95%를 이루는 아교질에 작용하는 등 다양한 방법을 통해 남성 성기능 장애 전반으로 확대될 기술적 확장성을 지닌다.

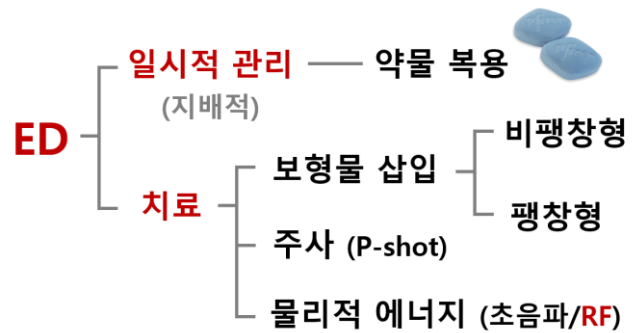
20세 이상 미국 성인 남성의 전반적인 ED 발병율은 18.4%로서, 약 2,100만 명이 질환을 겪는 것으로 나타난다. ED의 처치는 크게 '약물을 통한 일시적 관리'와 '치료'로 나뉘는데 현재로서는 일시적 관리 방안이 지배적이다. 약물처치의 대표적인 예시로 Pfizer의 Viagra가 있고, 치료법 중 가장 흔한 방안은 보형물 삽입이다.

그림 4-4. 미국 ED 인구 및 연령대별 발병율



출처: 미 국립보건원 산하 PubMed, SMIC 5팀

그림 4-5. ED 관리 및 치료법 방법 분류



출처: American Urological Association, SMIC 5팀

약물 = 임시방편  
보형물, 주사  
= high cost

그러나 약물은 일시적으로 질환을 억제하는 것에 그친다는 치명적 한계를 지닌다. 한편, 보형물은 1,000만 원이 넘는 비용을 들여 체내에 기구를 삽입해야 하며, 특히 비팽창형의 경우 항시 기능이 유지되기에 일상에서 큰 불편함이 따른다는 단점이 있다. 주사를 통한 치료도 높은 비용을 요구하며, 주기적으로 질환자가 직접 주사하는 것을 요구하기에 많은 반감이 따른다.

비뇨기과에서도  
성공이 기대된다.

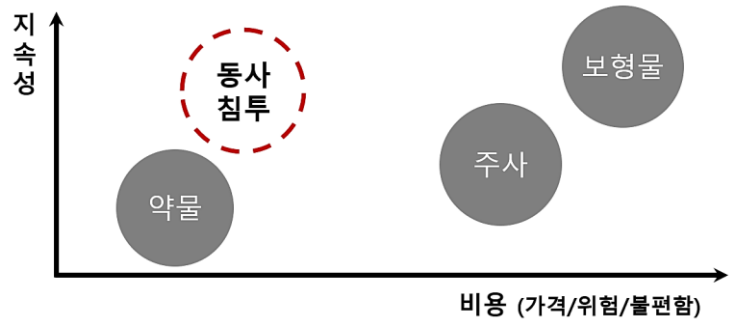
RF 등 물리적 에너지를 통한 치료법은 개화가 임박한 Blue Ocean에 해당한다. 미국 내에서 이러한 의료기기를 공급하는 유의미한 Player가 현재로서는 부재하며, 동사의 신제품 출시를 기점으로 본격적으로 시장이 개화될 것으로 판단된다. 아래 [그림 4-7]에도 직관적으로 드러나듯, 동사가 RF 기술을 활용해 ED 치료 시장에 침투할 시, 소비자 효용(지속성)과 비용의 측면에서 강력한 우위를 가짐으로써 성공을 이룰 것으로 기대된다. 요컨대, ED 치료/관리 시장은 현재 동사가 신사업을 성공적으로 정착시킬 매우 유리한 환경이 조성되어 있다.

그림 4-6. ED 현 관리 및 치료법의 주요 단점

치료법	주요 단점
약물 복용	근본적 치료 X 의존증 등 부작용
보형물	고비용/고위험 일상에서의 불편함
주사	고비용/고위험 자가주사에 대한 반감

출처: SMIC 5팀

그림 4-7. ED 시장 예상 포지셔닝 차트



출처: SMIC 5팀

### 4.3. 이비인후과: 코골이(Snoring) 치료(시술)

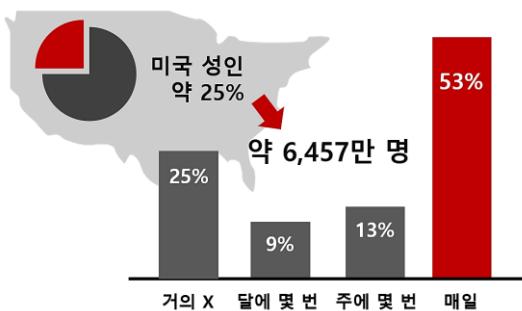
**RF로 코골이를 억제할 이비인후과향 플랫폼**

코골이는 목젓 부근 통로가 좁거나, 주변 근육이 기도를 받쳐주지 못해 발생하는 호흡 중 마찰이 원인이다. S-1신고서와 컨퍼런스콜 등에 의하면, 동사의 이비인후과향 파이프라인은 RF 기술로 코골이를 억제하는 플랫폼/핸드피스이다. RF를 통해 연구개를 수축시켜 기도 주변 통로를 넓혀줌으로써 마찰 자체를 방지하는 원리이다.

**코골이 수술 = Very-high-risk! = 최후의 수단**

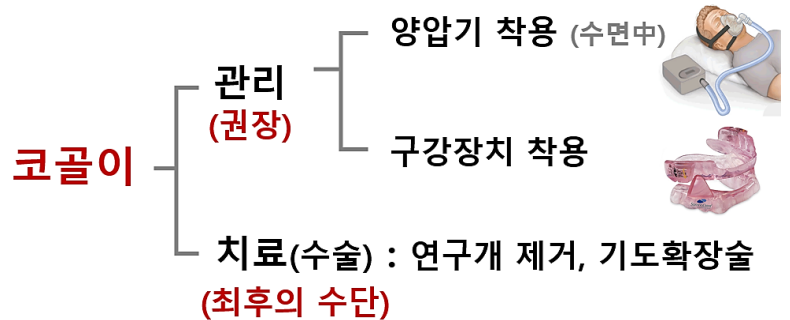
코골이는 미국 성인의 총 25%가 겪을 정도로 매우 익숙한 질환이지만, 안전과 효과를 모두 보장하는 치료법은 현재까지 존재하지 않는다. 현재 수술적 치료는 전신마취 후 연구개를 제거하거나, 기도를 확장하는 수술 등으로 한정되어 있는데, 영구적 미각손상 사례가 보고되는 등 안전성이 매우 떨어져 '최후의 수단'으로 여겨진다. 따라서 코골이 관리/치료 전문 의료기기 시장은 현재 양압기, 구강장치 등의 관리장치로 한정되어 있다.

그림 4-8. 미국 습관성 코골이 인구 수와 빈도



출처: JohnHopkins, Statista, SMIC 5팀

그림 4-9. 코골이 관리 및 치료법 분류



출처: American Sleep Apnea Association, SMIC 5팀

**코골이 관리장치 = 역시 효과 대비 단점이 매우 뚜렷!**



양압기는 수면 중 호흡기에 공기를 강제로 투입시키는 장치로서, 현재 관리장치로서 가장 흔히 사용된다. 하지만 인공호흡기와 유사하게 생긴 장치를 매일 수면 중 착용해야 한다는 점은 치명적인 단점으로 작용하며, 관리 또한 번거롭고 가격도 200~300만 원에 이른다. 하악을 강제로 앞으로 빼 코골이를 완화하는 구강장치 또한 <그림 4-10>과 같은 단점을 갖는다. 이처럼 코골이는 치료와 관리 모두에서 뚜렷하게 효과적인 방안이 등장하지 못한 상태이다.

**코골이 RF 치료  
= 관리/수술 사이를  
공략할 구원자**

하지만 동사의 RF 기술은 부분마취만으로 시술이 가능하며, 부작용률이 미미한 동시에 유의미한 효과를 전달할 수 있을 것으로 기대된다. 관련 의학논문에 의하면, 연구개에 RF 온열 시술을 시행한 결과, 시술 전에 비해 코골이 상태가 72% 가량 호전되었으며, 코골이 소리 또한 3배 이상 감소했다. 시술 직후 약 40%의 환자가 연구개의 답답함을 호소했으나, 일주일 이내에 호전된 것으로 드러났다. 이러한 연구결과는, 동사의 RF 플랫폼이 코골이 관리/치료에 대해서도 성공적인 경쟁우위를 갖출 수 있음을 한편으로 지지한다.

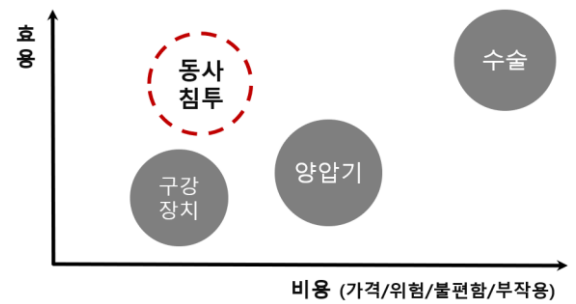
즉, 코골이 시장은 상술한 안과/비뇨기과와 마찬가지로 동사가 침투하기에 매우 유리한 환경이 조성되어 있다. 코골이를 호소하는 질환자가 많음에도 마땅한 대응법이 없는 지금, 동사가 RFAL 출시로 미용시장에서 성공적으로 유효수요를 창출한 성공의 도식이 그대로 코골이 치료 관련 시장에서도 적용될 것으로 기대한다.

그림 4-10. 코골이 관리장치 단점

관리법	주요 단점	주요 공급업체
양압기	고비용(200만 원 이상) / 불편함 평생&매일 착용 / 번거로움	
구강장치	양압기에 비해 미미한 효과 턱관절 장애, 이갈이 등 부작용	
저가 상품	품질/성능 보증 X	-

출처: SMIC 5팀

그림 4-11. ED 관리 및 치료법 방법 분류

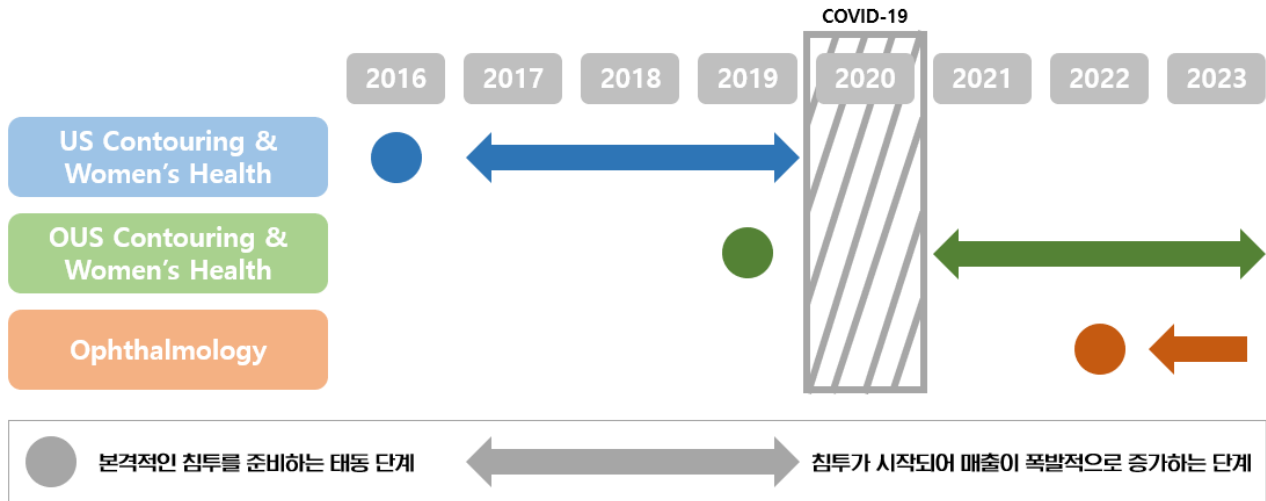


출처: SMIC 5팀

## 5. Earnings forecast

### 5.1. 매출 Timeline 분석

그림 5-1. 매출 Timeline 분석



출처: SMIC 5팀

### 5.2. Contouring과 Women's Health 매출추정

#### 5.2.1. Contouring과 Women's Health 매출을 동시에 추정하는 근거

2021년 이전까지 동사의 Women's Health향 제품은 2017년 출시된 *Votiva* 하나뿐이다. 그러나 *Votiva*와 2021년 출시될 *EmpowerRF*의 기능은 건강 상 필수적인 역할을 담당하지 않기 때문에 의료기능보다 미용기능의 비중이 더 크다. 따라서 동사의 Women's Health향 매출 추이를 산부인과 시장 성장보다 미용 시장에 동행하도록 하는 방법이 더 관련성이 높다.

수치로 살펴봐도 비슷한 결론이다. IPO 당시 투자보고서에 따르면 2017년과 2018년 총 매출이 87% 증가했음에도 불구하고 *Votiva*의 매출 비중은 각각 21%와 23%로 비교적 일정하게 유지됐다. 이후로는 동사의 제품별 매출 비중이 공개되지 않아 정확한 추이는 알 수 없지만, 동사 경영진은 이후 출시될 신제품을 고려하지 않는다면 2018년의 비중이 일정하게 유지될 것으로 예상했다.

물론 Contouring향 신제품의 영향으로 Women's Health향 매출 비중이 하락했을 가능성도 있다. 그러나 투자보고서에 따르면 2019년 신제품 영향력은 미비하고, 2020년은 COVID-19로 신제품의 매출을 포함한 전반적인 매출 성장세가 둔화되었으며, 2021년에는 Women's Health향 신제품을 출시했다. 따라서 동사의 Women's Health향 매출 비중은 비교적 일정하게 유지되어 2017~2018년과 마찬가지로 Contouring향 매출의 성장세와 동행할 확률이 높다고 판단한다.

### 5.2.2. Contouring과 Women's Health 매출 추정을 위한 용어 정의

- 1) Equipment: 동사 제품 중 Platform과 Handpiece를 통칭.
- 2) Consumables: 동사 제품 중 Platform과 Handpiece를 제외한 모든 제품을 통칭. 대부분 Handpiece에 연결되어 피부와 직접 접촉하는 파스 등의 소모품.
- 3) OUS: US외 모든 국가

### 5.2.3. Contouring & Women's Health Equipment ASP 추이 추정

그림 5-2. Contouring & Women's Health Equipment ASP

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Non-invasive fat reduction (average fee, \$)	1,681	1,481	1,417	1,481	1,437			
Non-invasive fat reduction (total expenditure, \$1K)	559,911	527,796	534,155	572,522	514,389			
Non-surgical skin tightening (average fee, \$)	2,156	2,060	2,059	2,308	2,456			
Non-surgical skin tightening (total expenditure, \$1K)	659,928	686,668	690,362	771,550	462,989			
<b>Target Market US Average Fee (\$)</b>	<b>1,938</b>	<b>1,808</b>	<b>1,779</b>	<b>1,956</b>	<b>1,920</b>			
ASP (1Q20, \$)					125,000			
<b>Estimate Equipment ASP (\$)</b>	<b>115,835</b>	<b>115,835</b>	<b>115,835</b>	<b>127,346</b>	<b>125,000</b>	<b>133,523</b>	<b>140,001</b>	<b>146,792</b>

출처: American Society of Plastic Surgeons, SMIC 5팀

Step1. 2Q20 Conference call에서 발표한 동사 ASP \$120,000~130,000의 평균값 \$125,000을 2020년의 ASP로 가정한다.

Step2. 동사 제품의 최종 전방인 non-invasive fat reduction과 non-surgical skin tightening 두 시장 모두 2016년 이후부터 American Society of Plastic Surgeons 통계에 집계된 점으로 미루어 볼 때, 해당 시기부터 본격 개화한 것으로 추정한다. 따라서 US average surgeon fee의 2016~2018년 우하향 추이는 시장이 자리잡으며 가격 안정화가 발생하는 단계이고, 2018~2020년 우상향 추이는 기술 고도화와 수요 확대가 견인한 단가의 상승이라 예측한다.

Step3. 동사 ASP는 1) 전방시장 성장과 2) 연구개발로 제품 성능개선, 3) 브랜드 인지도 상승을 근거로 꾸준한 우상향세를 예상한다. 따라서 2016~2017년은 2018년 추정 ASP flat으로, 2018~2019년은 2020년 ASP \$125,000에 US average surgeon fee 변동율을 적용하여, 2021~2023년은 동사 제품이 본격 판매된 2017부터의 CAGR을 2019년 추정 ASP에 곱하여 추정한다. 2020년은 COVID-19로 인한 왜곡 가능성이 있어 미래 추정에 사용하지 않는다.

Step4. 동사는 Earnings Call을 통해 브라질과 중국 등 소득 수준이 낮은 나라에 진출하더라도 GPM은 감소되지 않을 것이라고 발표했다. 따라서 OUS 매출 비중 상승에 따른 ASP 하락은 고려하지 않는다.

## 5.2.4. US 매출 추정

## 1) Equipment

그림 5-3. US Equipment 매출

	2016	2017	2018	2019	2020	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021E	2022E	2023E
US Revenue (\$1K)	18,235	42,765	81,131	123,525	150,458	44,065	56,370	62,613	75,237	238,285	294,419	356,711
<b>US Equipment Revenue (\$1K)</b>	<b>16,958</b>	<b>39,771</b>	<b>74,641</b>	<b>112,110</b>	<b>135,412</b>	<b>38,777</b>	<b>50,169</b>	<b>56,352</b>	<b>67,932</b>	<b>213,230</b>	<b>258,351</b>	<b>307,349</b>
%	93.0%	93.0%	92.0%	90.8%	90.0%	88.0%	89.0%	90.0%	90.3%	89.5%	87.7%	86.2%
<b>Estimated Number of Equipment Sold</b>	<b>146</b>	<b>343</b>	<b>644</b>	<b>880</b>	<b>1,083</b>	<b>290</b>	<b>376</b>	<b>422</b>	<b>509</b>	<b>1,597</b>	<b>1,845</b>	<b>2,094</b>
<b>Estimated Number of Equipment Sold (cum.)</b>	<b>293</b>	<b>636</b>	<b>1,281</b>	<b>2,161</b>	<b>3,244</b>	<b>3,535</b>	<b>3,910</b>	<b>4,332</b>	<b>4,841</b>	<b>4,841</b>	<b>6,686</b>	<b>8,780</b>
Penetration Rate (2Q20)					20%							
<b>Estimated Target Market Size (unit)</b>	<b>13,513</b>	<b>13,513</b>	<b>13,513</b>	<b>13,513</b>	<b>13,513</b>	<b>13,513</b>	<b>13,513</b>	<b>13,513</b>	<b>13,513</b>	<b>13,513</b>	<b>13,513</b>	<b>13,513</b>
<b>Estimated Penetration Rate</b>	<b>2.2%</b>	<b>4.7%</b>	<b>9.5%</b>	<b>16.0%</b>	<b>24.0%</b>	<b>26.2%</b>	<b>28.9%</b>	<b>32.1%</b>	<b>35.8%</b>	<b>35.8%</b>	<b>49.5%</b>	<b>65.0%</b>
<i>Increment</i>	<i>1.0%</i>	<i>2.5%</i>	<i>4.8%</i>	<i>6.5%</i>	<i>8.0%</i>	<i>2.1%</i>	<i>2.8%</i>	<i>3.1%</i>	<i>3.8%</i>	<i>11.8%</i>	<i>13.7%</i>	<i>15.5%</i>
<i>YoY</i>	-	<i>154.1%</i>	<i>87.7%</i>	<i>36.6%</i>	<i>23.1%</i>	-	<i>29.4%</i>	<i>12.3%</i>	<i>20.5%</i>	<i>47.4%</i>	<i>15.6%</i>	<i>13.5%</i>

출처: 동사 사업보고서, SMIC 5팀

Step1. 2Q20 기준 동사 US 침투율이 20%라는 언론 보도를 역산하여 unit 기준 동사 Target Market Size를 구한 뒤, 이를 기준으로 동사의 US 침투율 추이를 계산한다.

Step2. 기간별 US 침투율은 비교적 일정한 크기로 성장하는 모습을 보인다. 따라서 2021년 4분기 값은 분기별 Estimated Penetration Rate Increment CAGR을 곱하여 도출한 뒤, 2022년과 2023년은 2016~2019년 Estimated Penetration Rate Increment의 평균 증가량을 2021년 값에 더하여 추정한다.

## 2) Consumable

그림 5-4. US Consumable 매출

	2016	2017	2018	2019	2020	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021E	2022E	2023E
US Revenue (\$1K)	18,235	42,765	81,131	123,525	150,458	44,065	56,370	62,613	75,237	238,285	294,419	356,711
<b>US Consumable Revenue (\$1K)</b>	<b>1,276</b>	<b>2,994</b>	<b>6,490</b>	<b>11,415</b>	<b>15,046</b>	<b>5,288</b>	<b>6,201</b>	<b>6,261</b>	<b>7,305</b>	<b>25,055</b>	<b>36,068</b>	<b>49,362</b>
%	7.0%	7.0%	8.0%	9.2%	10.0%	12.0%	11.0%	10.0%	9.7%	10.5%	12.3%	13.8%
Estimated Cumulative Number of Equipment Sold	293	636	1,281	2,161	3,244	3,535	3,910	4,332	4,841	4,841	6,686	8,780
<b>Estimated Consumable ASP per Equipment (\$)</b>	<b>4,359</b>	<b>4,706</b>	<b>5,069</b>	<b>5,283</b>	<b>4,638</b>	<b>1,496</b>	<b>1,586</b>	<b>1,445</b>	<b>1,509</b>	<b>5,175</b>	<b>5,394</b>	<b>5,622</b>

출처: 동사 사업보고서, SMIC 5팀

Step1. [그림 5-3]의 Estimated Number of Equipment Sold (cum.) 추정 값으로 US Consumable Revenue를 나누어 US Consumable ASP per Equipment를 계산한다.

Step2. 2021년은 분기별 CAGR을, 2022년과 2023년은 피시술자 시장이 안정화된 2018~2019년 기간의 성장률을 적용한다.

## 5.2.5. OUS 매출 추정

## 1) US 대비 크기 비교

그림 5-5. US와 OUS Dermatologist 비교

Active Dermatologists	2015	% to US	2019	% to US
US	11,412	100%	12,516	100%
OUS	42,392	371%	48,064	384%

출처: 언론보도종합, SMIC 5팀

Dermatologist를 기준으로 US와 OUS의 시장 크기가 비례한다고 가정한다. OUS 포함 국가는 동사의 제품이 판매되고 있거나 승인을 받은 국가(Spain, U.K., India, Australia, Italia, China, Taiwan, Korea, Brazil, Singapore)로 한정한다.

## 2) Equipment

그림 5-6. OUS Equipment 매출

	2016	2017	2018	2019	2020	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021E	2022E	2023E
OUS Revenue (\$1K)	4,847	10,691	19,031	32,836	55,649	21,459	30,955	31,563	51,524	135,501	254,106	370,715
OUS Equipment Revenue (\$1K)	4,508	9,943	17,508	29,801	50,084	18,884	27,550	28,407	46,964	121,804	222,977	319,414
%	93.0%	93.0%	92.0%	90.8%	90.0%	88.0%	89.0%	90.0%	90.3%	89.9%	87.7%	86.2%
Estimated Number of Equipment Sold	39	86	151	234	401	141	206	213	352	912	1,593	2,176
Estimated Number of Equipment Sold (cum.)		172	323	557	958	1,099	1,305	1,518	1,870	1,870	3,462	5,638
Estimated Target US Market Size (unit)		13,513	13,513	13,513	13,513	13,513	13,513	13,513	13,513	13,513	13,513	13,513
Estimated Target OUS Market Size (unit)		51,891	51,891	51,891	51,891	51,891	51,891	51,891	51,891	51,891	51,891	51,891
Estimated Penetration Rate		0.3%	0.6%	1.1%	1.8%	2.1%	2.5%	2.9%	3.6%	3.6%	6.7%	10.9%
Increment		0.2%	0.3%	0.5%	0.8%	0.2%	0.4%	0.4%	0.7%	1.6%	3.1%	4.2%
YoY		-	94.2%	54.8%	71.2%	-	165.1%	3.1%	65.3%	111.8%	87.7%	36.6%

출처: 동사 사업보고서, SMIC 5팀

Step1. US Target Market Size에 Dermatologist 비중을 곱하여 OUS Target Market Size를 구하고 이를 기준으로 동사의 OUS 침투율 추이를 계산한다.

Step2. 2020년부터 OUS 시장으로의 침투 확대를 예상했으나 COVID-19로 인해 2021년으로 지체되었다. 따라서 2021년은 분기별 CAGR을, 2022년과 2023년은 본격적인 침투 시점으로부터의 기간을 고려하여 2018년과 2019년의 US Penetration Rate Increment YoY를 적용한다.

## 3) Consumable

그림 5-7. OUS Consumable 매출

	2016	2017	2018	2019	2020	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021E	2022E	2023E
US Equipment Revenue (\$1K)	16,958	39,771	74,641	112,110	135,412	38,777	50,169	56,352	67,932	213,230	258,351	307,349
US Consumable Revenue (\$1K)	1,276	2,994	6,490	11,415	15,046	5,288	6,201	6,261	7,305	25,055	36,068	49,362
Raito to Total US Revenue	7.0%	7.0%	8.0%	9.2%	10.0%	12.0%	11.0%	10.0%	9.7%	10.5%	12.3%	13.8%
OUS Equipment Revenue (\$1K)	4,508	9,943	17,508	29,801	50,084	18,884	27,550	28,407	46,964	121,804	222,977	319,414
OUS Consumable Revenue (\$1K)	339	748	1,522	3,034	5,565	2,575	3,405	3,156	4,560	13,696	31,129	51,300
Raito to Total OUS Revenue	7.0%	7.0%	8.0%	9.2%	10.0%	12.0%	11.0%	10.0%	9.7%	10.5%	12.3%	13.8%

출처: 동사 사업보고서, SMIC 5팀

Step1. Consumable 매출 비중이 OUS도 동일하다고 가정하여 2021~2023년을 추정한다.

### 5.3. Ophthalmology 매출 추정

#### 1) ASP 추정

그림 5-8. Ophthalmology ASP

<b>동사 Used ASP (x)</b>	<b>77,011</b>		
LUTRONIC GENIUS	64,500		
Lumenis Splendor X	74,000		
CUTERA Secret	44,995		
BTL Emsella	54,950		
BTL Emsella	64,995		
Tempsure ENVI	75,000	Tempsure Envi P	141,000
Tempsure ENVI	63,073	프리미엄 계수	120.88%
LUMENIS Versapulse	64,995	<b>동사 ASP</b>	<b>170,441</b>
LUMENIS Desire	49,995		
CANDELA Nordlys	69,000		
CANDELA Gentlemax Pro	64,995		
CUTERA Trusculpt 3D	74,000		
<b>Peer Used ASP (y)</b>	<b>63,708</b>		
<b>프리미엄 계수 (x/y)</b>	<b>120.88%</b>		

출처: DOTmed.com, SMIC 5팀

Step1. 미국 최대의 의료기기 거래 포럼인 DOTmed.com에서 Condition, 사용 연한, 기능 수 등이 동일한 동사 제품과 경쟁사 제품의 중고가 비교하여 동사의 프리미엄 계수를 도출한다.

Step2. 현재 안구건조증 치료에 사용되는 RF 제품 Tempsure Envi의 가격 \$141,000에 프리미엄 계수를 곱하여 동사 P를 추정한다.

#### 2) Q 추정

그림 5-9. Ophthalmology Q

	<b>2019</b>		<b>2016</b>	<b>2017</b>
US Dermatologist	12,516	Number of Contouring and Women's Health Equipment Sold	185	429
US Ophthalmologist	19,312			
<b>%</b>	<b>1.54</b>		<b>2Q22~1Q23</b>	<b>2Q23 ~ 1Q24</b>
		<b>Estimated Number of Ophthalmology Product Sold</b>	<b>286</b>	<b>662</b>

출처: Association of American Medical Colleges, SMIC 5팀

Step1. 의사 수에 비례하여 시장 크기가 달라진다고 가정한다. US Dermatologist 대비 Ophthalmologist 비중을 US 매출이 본격적으로 발생했던 2016년과 2017년 판매한 Equipment 수에 곱하여 Ophthalmology Q를 추정한다.

## 3) Revenue 추정

그림 5-10. Ophthalmology Revenue

	2022E	2023E
ASP	170,441	170,441
Q	214	568
<b>Ophthalmology Revenue (\$)</b>	<b>36,552,379</b>	<b>96,836,407</b>

출처: SMIC 5팀

Step1. 분기별 판매 대 수가 일정하다고 가정하고 ASP와 Q를 곱하여 Revenue를 계산한다.

## 5.4. Total revenue

그림 5-11. Total revenue

	2016	2017	2018	2019	2020	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021E	2022E	2023E
<b>Total Revenue (\$1K)</b>	<b>23,082</b>	<b>53,456</b>	<b>100,162</b>	<b>156,361</b>	<b>206,107</b>	<b>65,524</b>	<b>87,325</b>	<b>94,176</b>	<b>126,760</b>	<b>373,785</b>	<b>585,077</b>	<b>824,262</b>
YoY	-	131.6%	87.4%	56.1%	31.8%	-	33.3%	7.8%	34.6%	81.4%	56.5%	40.9%
<b>Contouring and Women's Health Revenue(\$1K)</b>	<b>36,470</b>	<b>53,456</b>	<b>100,162</b>	<b>156,361</b>	<b>206,107</b>	<b>65,524</b>	<b>87,325</b>	<b>94,176</b>	<b>126,760</b>	<b>373,785</b>	<b>548,525</b>	<b>727,426</b>
US Revenue (\$1K)	18,235	42,765	81,131	123,525	150,458	44,065	56,370	62,613	75,237	238,285	294,419	356,711
OUS Revenue (\$1K)	4,847	10,691	19,031	32,836	55,649	21,459	30,955	31,563	51,524	135,501	254,106	370,715
Ratio to Total Revenue	21.0%	20.0%	19.0%	21.0%	27.0%	32.7%	35.4%	33.5%	40.6%	36.3%	43.4%	45.0%
<b>Ophthalmology Revenue (\$1K)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>36,552</b>	<b>96,836</b>

출처: 동사 사업보고서, SMIC 5팀

## 5.5. 추정의 보수성

[그림 5-11. Total revenue]는 보수적인 추정 값이다. 현실적인 이유로 아래 두 가지 내용을 매출 추정에 반영하지 않았기 때문이다.

1) 아직 동사 제품이 승인되지 않은 국가에 새롭게 진출할 가능성을 고려하지 않았다. OUS 부문은 특히나 본격적인 확대가 시작된 지 얼마 지나지 않은 시점이기 때문에, 현재 제품 승인을 받은 10개 국가 외 신규 시장에 진입할 개연성이 높다. 그러나 국가별 시장 규모가 매우 상이한데, 신규 시장 예상 후보국도, Timeline도 전혀 나오지 않은 현 시점에서 이 내용을 수치로 환원하는 가정은 현실적일 수 없다고 판단했다.

2) 비뇨기과와 이비인후과 시장 진출 역시 매출 추정 과정에서 고려하지 않았다. 3Q21 Earnings Call에서의 직접 언급과 관련 연구가 이미 진행되고 있다는 점, 동사의 빠른 신제품 출시 간격을 고려하면 실제로 2022~2023년 관련 매출이 발생할 가능성이 있다. 그러나 정확한 시점을 현실적으로 추정할 수 없고 예상 시점에 따라 추정 매출의 폭이 크게 변할 수 있다. 따라서 추정 매출 값의 신뢰성을 위해 해당 내용을 배제한 채로 추정을 진행했다.

## 6. Valuation: Historical PER

### 6.1 Earning Table

(Unit: Thousands in \$)	2017	2018	2019	2020	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2021E	2022F	2023F
Revenues	53,456	100,162	156,361	206,107	65,524	87,325	94,176	126,760	373,785	585,077	824,262
YoY	132%	87%	56%	32%					81%	57%	41%
Cost of revenues	9,053	15,057	20,238	30,849	10,079	12,723	13,943	19,014	55,759	87,762	123,639
Gross profit	44,403	85,105	136,123	175,258	55,445	74,602	80,233	107,746	318,026	497,316	700,623
GPM	83%	85%	87%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%
Research and development	2,575	4,180	5,699	9,467	2,301	2,455	2,248	2,335	9,339	9,339	9,339
Sales and marketing	28,514	44,622	66,848	86,532	24,562	28,670	30,835	47,535	131,602	219,404	309,098
General and administrative	4,364	4,814	3,958	6,418	1,811	1,941	2,132	2,132	8,016	10,012	12,505
Legal settlements and loss contingencies	0	8,000	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Income from operations	8,950	23,489	59,618	72,841	26,771	41,536	45,018	55,745	169,070	258,561	369,681
OPM	17%	23%	38%	35%	41%	48%	48%	44%	45%	44%	45%
Finance income, net	849	136	2,423	3,291	44	428	-65	419	826	1,675	1,675
Income before taxes	9,799	23,625	62,041	76,132	26,815	41,964	44,953	56,163	169,895	260,236	371,356
Income taxes	980	1,260	883	1,107	69	1,039	235	294	1,637	29,927	42,706
Net income	8,819	22,365	61,158	75,025	26,746	40,925	44,718	55,870	168,259	230,309	328,650

### 6.2 Cost of revenues & Operating costs

(Unit: Thousands in \$)	2017	2018	2019	2020	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2021E	2022F	2023F
Revenues	53,456	100,162	156,361	206,107	65,524	87,325	94,176	126,760	373,785	585,077	824,262
Cost of revenues	9,053	15,057	20,238	30,849	10,079	12,723	13,943	19,014	55,759	87,762	123,639
<i>Operating expenses</i>											
Research and development	2,575	4,180	5,699	9,467	2,301	2,455	2,248	2,335	9,339	9,339	9,339
Sales and marketing	28,514	44,622	66,848	86,532	24,562	28,670	30,835	47,535	131,602	219,404	309,098
General and administrative	4,364	4,814	3,958	6,418	1,811	1,941	2,132	2,132	8,016	10,012	12,505
Legal settlements and loss contingencies	0	8,000	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Total Operating expenses	35,453	61,616	76,505	102,417	28,674	33,066	35,215	52,002	148,957	238,754	330,942

#### 1) Cost of revenue.

동사는 미국에 상장되어 있으나, 사업 영위 지역이 미국 외인 이스라엘이므로 재무제표 공시사항에 세부 원가 계정을 공시하지 않는다. 그러나, Conference call 및 과거 데이터를 통해 무리 없이 매출 원가를 도출할 수 있다.

동사의 Conference call에 의하면 동사의 GPM은 85% ~ 87% 사이에서 결정된다. 해외 매출, 대리인을 통한 판매 비율이 늘수록 85%에 수렴하게 되며, 미국 내 매출 비율이 증가하거나, 직접 판매 비율이 증가할 때 87%에 가까워진다. 또, 신규 사업 진출시 GPM 85% 미만의 사업에는 진출하지 않는다. 이와 함께 Earning table을 참조하면, 기업의 최초 시기를 제외한 과거 데이터가 일정하다는 사실을 쉽게 확인할 수 있다.

이에 따라 동사의 Cost of revenues를 도출할 때에는 GPM 85%를 가정하여 도출한다. GPM 85%는 가장 보수적인 숫자이자, 늘어나는 해외 매출을 반영하는 수치라고 생각되기 때문에 무리 없는 추정이다.

#### 2) Research and development

21년도 2분기 Conference call의 질의응답에 의하면, R&D 비용에 관한 질문에 대해 2 million quarter on R&D가 연간 두 개의 아이টে를 출시하고 이를 위한 파이프라인을 관리하는 데에 적절한 비용임을 설명하며, 매출의 퍼센트 형태로 고려하지 않는다고 답변

했다.

2017년부터 2020년까지 R&D Cost가 지속적으로 증가했던 것은, 해당 시기 연간 2개의 제품을 출시하기 위해 파이프라인을 계속 늘려왔기 때문이다. 2020년에 이르러 파이프라인이 필요 수준 만큼 생기자, 파이프라인의 수를 유지하게 되었으며 이로 인해 2021년 2020년 대비 R&D 비용의 증가는 없었다.

실제로 앞으로도 1년에 두 개의 아이템을 출시하겠다는 목표는 동일하고, 파이프라인의 급격한 증가 또한 예정되어 있지 않기 때문에, 해당 비용이 유지될 것으로 판단했으며, 이에 20년과 21년 1Q~3Q값의 average를 사용해 추정했다.

### 3) Sales and Marketing

동사는 최근 매출액 대비 optimal한 마케팅 비용을 37~38%정도로 제시했다. 이를 위해 지속적으로 매출액 대비 마케팅 비용의 비율을 줄여 왔으며, 이는 아래 주어진 데이터를 통해 확인 가능하다.

Unit : percent	2017	2018	2019	2020	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2021E	2022F	2023F
Marketing fee / Sales	53.3%	44.5%	42.8%	42.0%	37.5%	32.8%	32.7%	37.5%	37.5%	37.5%	37.5%

실제로 1Q21에 목표 구조에 진입하게 되었으나, 2Q21과 3Q21에 Covid-19의 전 세계적인 재확산으로 인해 각지에서 마케팅 비용을 집행하지 못했으며 이에 따라 마케팅 집행 비용이 32% 정도로 낮아졌다. 그러나 보수적 추정을 위해 4Q21부터 목표 구조인 매출액 대비 37.5%의 마케팅 집행비가 사용될 것으로 추정했으며, 22년과 23년에 동일한 수준이 유지될 것임을 가정했다.

### 4) General and administrative

G&A 비용은 매출에 연동되는 것이 아닌, 판매 지역 확대에 따른 인원 채용에 따라 상승한다. 즉, 동사가 승인 받은 국가가 늘어날수록 비용은 증가하게 된다. 실제로 2020년 진출 국가가 대폭 늘어남에 따라 G&A 비용이 큰 폭으로 증가했다.

2020년 전후로 동사의 세계화가 시작되는 점을 고려하고, 진출 지역이 거둬들여 증가할 것임을 복합적으로 고려, 2020년부터 2021년의 G&A 증가 비율만큼 앞으로도 증가할 것이라고 추정한다. 각국 의료기관의 승인에는 생각보다 긴 시간이 걸린다는 점을 고려했을 때, 적절한 수준의 비용 증가는 합리적이다.

## 6.3 Finance income & income tax

(Unit: Thousands in \$)	2017	2018	2019	2020	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2021E	2022F	2023F
Finance income, net	849	136	2,423	3,291	44	428	-65	419	826	1,675	1,675

(Unit: Thousands in \$)	2017	2018	2019	2020	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2021E	2022F	2023F
Income before taxes	9,799	23,625	62,041	76,132	26,815	41,964	44,953	56,163	169,895	260,236	371,356
Income taxes	980	1,260	883	1,107	69	1,039	235	294	1,637	29,927	42,706
Effective tax rate	10%	5%	1%	1%	0%	2%	1%	1%	1%	11.5%	11.5%

## 1) Finance income

동사는 이자발생 부채가 거의 없는 기업이다. 부채비율은 2020년 말 기준 13.6%에 불과하며, 전체 부채액의 0.9%만이 리스부채로 인해 아주 작은 금액의 이자만이 발생한다. 반면 고정 finance income이 발생하는 유일한 계정인 short term bank deposit 계정이 증가한다.

하지만 분기별 자료를 통해 다른 short term investment의 결과에 의해 분기의 finance income의 영향이 크다고 판단되었고, 그에 따라 average로 추정했다.

## 2) Tax rate

2012년에 동사는 이스라엘에서 기업 법인세 할인 대상 기업으로 분류되어, 이스라엘 세법에 따라 지정 이후 10년간 완전 감면에 가까운 세액 공제 혜택을 누리고 있었다. 실제 과거 데이터를 보면 이를 확인할 수 있는데, 이 효과는 2021년을 끝으로 소멸된다. 이에 따라 4Q의 유효 이자율은 21년 1Q~3Q의 평균 값을 사용했다.

이후 2022년부터 동사는 이스라엘 세법 상 성격이 재분류된다. 하지만 여전히 세액 공제를 받을 수 있다. 동사의 fillings와 IR 자료를 통해 동사의 22년 법정 법인세율이 7.5%~9%이며, 기타 조정을 반영한 유효이자율은 컨퍼런스 콜에서 11%~12%로 발표되었다.

Fillings에 기재된 내용을 분석해 동사는 2022년부터 PTE(Preferred technology enterprise)로의 기업 재분류 옵션을 행사했으며, 옵션 행사는 불가역적이기에 현재 옵션에 따른 세율이 유지될 것으로 판단해, 유효 법인세율을 11%와 12%의 평균인 11.5%로 추정했다.

## 6.4 Target Multiple 선정 및 목표주가 도출

동사의 Bipolar RF 기기에 Peer가 없듯이, 동사에게 Peer는 없다. 동사를 참조할 수 있는 기업은 오직 동사뿐이다. 이에 따라 Historical per method를 통해 동사의 기업가치와 목표 주가를 제시하려 한다. 동사의 Target Multiple은 매년 전방 시장을 확대해 나가는 동사의 모습을 통해 파악할 수 있다.

동사의 2023년에는 신규 시장인 안과가 개화된다. 2022년 2H에 안과 시장을 침투할 Envision RF가 출시 예정이다. 기존 미국 FDA와 세계 시장의 승인 시차를 고려하면, 2023년에 글로벌 단위에서 안과 시장이 새롭게 열림을 파악 가능하다. 미국 기준으로, 안과 시장은 미용 시장 대비 의사의 수가 50% 많은 대형 시장으로, 상당한 매출 발생이 추후 일어날 것이 기대되는 시장이다.

동사에 2023에 대응하는 시기는 3Q19이다. 이 당시 동사는 미용기기 중심의 기업이었다. 동사는 3Q19 컨퍼런스 콜에서 2020년 중국, 브라질을 포함한 글로벌 12개 기관의 승인을 통해 동사는 RFAL 미용 기술을 글로벌 단위로 판매할 수 있을 것으로 발표했다. 기존 미국과 서유럽을 비롯한 일부 국가의 승인에 그쳐 있었던 동사의 미용 기기의 진출시장이 세계로 크게 확대될 것으로 기대되었다.

새로운 시장이 글로벌로 열린다는 공통점, 그리고 기존 제품 라인의 침투 확대와 더불어 발표된 신규 제품의 출시가 더해져 일어나는 절대 액수가 아닌, 총 매출 성장률의 변화 추이가 일치한다는 점에서 동사의 2019년 3Q와 23년의 상황이 대응됨을 파악할 수 있다.

이에 따라 분기 Earning call 이후 3Q19의 3개월 평균 멀티플인 40을 Target Multiple로 제시하며, 이에 따라 목표 주가 \$172.11, 상승여력 86%를 제시한다.

2023F	
Shares Outstanding	76,380,000
Net income (Unit : thousands in USD)	328,650
2023F EPS	4.30
Target PER	40
Target Price (USD)	172.11
Current Price (USD)	92.62
Upside	86%

동사의 상장 이후 평균 멀티플이 35이다. 2020년 코로나 발생을 극복하며 늘어나는 실적과, 글로벌 시장에서의 영업 정상화에 대한 기대감이 동시에 반영되며 멀티플이 거듭 우상향해 최고 수준인 59에 도달했다.

그런데 현재의 멀티플이 2020년 초부터 현재까지 멈추지 않고 상승하는 구간에 있어, Re-Rating이 아직도 진행되고 있다는 점을 고려할 때, 3Q19와 유사한 상황인 2023년에 부여하는 40의 멀티플은 과하지 않은 것으로 판단된다. 또, Conference call에 의하면 연간 2개의 파이프라인이 발생하는데, 2023년 후보군인 비노기과 혹은 이비인후과향 매출이 반영되지 않은 EPS라는 점을 고려할 때, 해당 목표 주가는 보수적으로 추정되었음을 알 수 있다.

동사의 가장 최근인 3Q21 Conference call에 의하면, CEO인 Mosche는 여전히 동사를 very embryonic stage에 있다고 설명한다.

동사는 본격적으로 시작될 세계로의 지역적 확장 위, 겹겹이 쌓이는 의료 전방 확장을 통한 입체적인 고성장 앞에 놓여 있다. 그리고, 지금부터 시작이다.

### Inmode, Very Embryonic Stage

## 7. Q&A

### Q) 다음의 기업들은 동사의 Peer 아닌가요?

RF 기술의 변천사를 이해하면, 여타 기업과 구분되는 동사를 이해할 수 있다. 가장 먼저 레이저 기술은 1980년대에 발전하기 시작했다. 이것이 추후 발전된 형태가 2000년대 중반의 고주파(RF)이다. RF 기술은 다시 Unipolar, monopolar로 기술적 발전을 거듭했고, **동사에 의해 마침내 bipolar를 활용하는 미용 및 의료기기의 시대의 막이 오른 것이다.**

동사가 bipolar 플랫폼의 시대를 열기 시작하는 지금, Unipolar과 monopolar 기반의 미용 및 의료 기기는 시간이 흐름에 따라 보편화된 기술이 되었다. 실제로 **현재 동사를 제외한 RF를 영위하는 기업들은 Unipolar과 monopolar 방식의 미용 및 의료기기를 사용하며, 이 기술이 이미 보편화되었으므로 장비 가격도, 수익성도, 성장성도 상대적으로 낮다.**

**동종 업계라는 이유만으로 무분별하게 선정된 Peer들로 인해 마치 RF 시장이 진입 장벽이 낮고, 그래서 수많은 기업들이 경쟁하는 시장이라는 착각을 일으키게 된다.** 하지만 RF를 세분화하여 본다면, Bipolar RF를 활용해 미용 및 의료기기를 제작하는 데에 성공한 기업은 동사가 유일하다. 이에 선도 기술을 보유하는 프리미엄으로 고가의 장비와 확대되는 시장의 수혜를 만끽할 수 있는 것 또한 동사가 유일하다. 그러므로, 아래 서술되는 기업들은 동사의 Peer가 될 수 없으며, 하나씩 분석해 보도록 한다.

#### 1) 루트로닉

**루트로닉은 전통적인 레이저 산업 기업으로, 19년에 이르러 RF 장비를 하나 출시했을 뿐, 여전히 대부분의 매출은 성장에 제한이 있는 레이저 부문에서 발생하는 기업이다.** 장비 당 평균 단가는 4천5백만원 내외인데, 장비 당 평균 단가가 한화로 1억 4천만원에 육박하는 동사와 3배의 단가 차이가 난다. 이는 OPM과 GPM 차이에서 극명하다. 동사가 85% GPM, 45%의 OPM을 실현하는 기업이라면, **루트로닉은 GPM 50% 내외, OPM은 적자와 흑자를 오가는 수준**이라는 점에서 극명하게 차이가 난다. **루트로닉이 레이저에서 RF로 침투하는 동안 동사는 RFAL로 세계를 재편하고 있다.** 둘을 Peer로 선정하기에는 무리가 있다.

#### 2) 클래시스

클래시스는 HIFU 방식의 장비를 납품한다. **동사의 RFAL이 RF와 HIFU의 니즈를 동시에 만족시키는 제품이라는 점부터 큰 차이가 있으나, 클래시스가 GPM 70% 내외를 달성하고 있는 점은 주목할 만하다.** 하지만 결정적으로 주요 수출국이 브라질, 중국, 호주, 일본, 그리고 러시아로, 가장 수익성 있고 선도적인 시장인 미국과 서유럽 향 매출을 발생시키지 못한다. **미국과 유럽 향 매출을 발생시키지 못하는 것은 그만큼의 기술력 및 수익성의 한계를 의미한다.** 미국으로부터 침투를 시작해 서유럽을 거쳐 브라질과 중국에 진입하는 **동사와는 시작점부터 확연한 차이가 느껴지는 기업이다.**

클래시스의 소모품 비중이 상당히 높아, 장기적인 현금흐름 관점에서 이익 안정성이 더 좋은 것처럼 보일수도 있다. 그러나 이는 착오이다. 동사의 소모품 비중이 낮은 이유는 첫째로 **장비가 이들에 비해 3배 이상 비싸면서 설치 대수가 급격하게 성장하는 기술 확산의 초기 시기이기 때문이다.** 시간이 흐르며 누적 판매 장비 대수가 증가함에 따라 동사의 소모품 매출 또한 증가하는 형태를 띠게 된다. 클래시스의 경우 **역설적으로 소모품 비중이 높다는 것은 기술이 확산된 지 오래 지났으며, 기기 단가가 낮다는 것을 증명하는 것이다.**

### 3) 제이시스메디칼

제이시스메디칼은 미국에 Cynosure을 통해 수출을 하고, 일본 등에 수출을 하는 기업이다. 포트폴리오는 HIFU, RF군이다. 다만, 제이시스메디칼의 경우에는 **기기 당 가격이 2천만원** 미만으로, 루트로닉의 절반 수준에 지나지 않는 저가 기기이다. 기술력이 떨어지는 후발 주자의 경우 저가 기기를 판매하고, 소모품을 통해 매출을 발생시키는 경우가 많은데, 제이시스메디칼이 전형적인 사례라고 할 수 있다. **동사와의 평균 기기 단가가 7배의** 차이를 보이는데, 이 갭을 두고도 Peer라고 하기에는 어렵다.

### 4) Cutera

그렇다면 미국에서 가장 Peer로서 여겨지는 기업인 Cutera와도 큰 차이가 있다. **큐테라는 미국 시장의 루트로닉으로** 이해하면 편하다. GPM 수준이 50% 내외로 60% 수준인 루트로닉과 유사하다. 이는 Cutera 또한 루트로닉처럼 전통적인 레이저 기기 기반에서 RF로 전환하고 있기 때문이다. 새로 도입하는 RF 또한 동사의 RFAL보다 한 발 늦은 기술이다. 따라서 수익성 있는 미국 시장을 기반한다는 점이 루트로닉보다는 동사와 가까우나, 여전히 거리가 있다.

## **Q) 동사 경영진의 전략 및 역량은 무엇으로 보는가?**

동사 경영진은 크게 수익성, 실적의 지속성 & 안정성에 집중하며 의료 시장에 대한 높은 이해도를 갖추고 있다.

### **(1) 수익성**

동사는 **GPM 85% 이상**이 아닌 제품은 애초에 생산조차 하지 않겠다고 꾸준히 발표해왔다. 이 수치는 동사의 목표가 아닌 손익계산서상 기록될 최소 수치다. 동사 상장 이후 모든 Conference Call을 확인한 결과, 상장 초기에는 GPM 85%를 장기적으로 실현할 수 있을 것인지에 대한 애널리스트들의 의문이 많았다. 하지만 상장 이후 연속적으로 GPM 85% 수준을 정확히 실현하자 “달성할 수 있는지”를 묻지 않고 “어떻게 경이로운 수익성을 달성했는지”를 묻기 시작했다.

동사의 수익성을 극대화시키는 요소는 다음의 3가지다.

1. 그림 2-7의 **Positive Feedback** 사이클에 올라탈 수 있는 동사는 기기 판매를 위한 무리한 마케팅 비용을 지불하지 않아도 된다.
2. 피시술자가 기꺼이 돈을 지불할 시장에만 진출한다.

이는 결국 동사가 높은 가격에 기기를 판매할 수 있어 수익성을 높이는 요소 중 하나다.

3. **제품 생산에서의 재고 관리가 매우 엄격하게 통제되고 있다.**

동사는 4개의 외주 생산업체에 생산을 위탁한다. 고객의 기기 주문이 들어오면 외주 생산업체로부터 제품을 구매해 판매를 하는 구조다. 덕분에 동사는 재고 부담을 지지 않고 재고 관리로 인한 부대 비용을 최소화할 수 있다.

다만, 동사의 CEO는 지금보다 더 높은 수익성을 위해 저렴한 부품을 사용할 수는 있겠지만, 동사 제품의 Quality를 위해 그렇게는 하지 않을 것이고 85%를 동사의 GPM 수준으로 보아 달라고 당부했다. 또한 현재 생산에서의 비용이 효과적으로 관리되고 있어 지금보다 매출 규모가 커지더라도 GPM이 지금 수준으로 유지될 것이라는 언급도 있었다.

## (2) 실적의 지속성

동사는 1, 2년 동안 유행처럼 사람들이 찾는 시장이 아닌 장기적으로 잘 될 수 있는 시장에 집중한다. 이를 위해 R&D 혹은 시장 진출 전에 유의미한 경쟁사가 있는지, 해당 시장에 진출했을 때 목표한 수익성을 달성할 수 있는지, 현재 Blue Ocean인 해당 시장이 앞으로도 지속될 수 있는지를 모두 고려하며 진입한다.

## (3) 의료 시장에 대한 높은 이해도

또한 앞서 언급했듯 동사 경영진은 **의료 시장에 대한 이해도가 굉장히 높은 것으로 파악된다.** '20년 5월에 있었던 1Q20 Conference Call에서 동사 경영진은 **경쟁사는 영업 인력과 R&D 인력을 줄이고 있지만 자신들은 오히려 지금이 기회라 생각한다**고 밝혔다. **2008년 금융위기 때 미용의료 산업에서의 침체처럼 Covid-19으로 인한 침체는 오래 지속되지 않을 것으로 판단했다고 한다.** 그래서 동사는 영업 인력을 축소하지 않고 계획된 R&D와 인력을 채용하며 계획된 성장 단계를 밟았다. 결국 동사의 예상은 적중했고 덕분에 동사는 다른 어떤 미용의료기기 기업보다도 빠르게 성장할 수 있었다. 동사 CEO가 2000년부터 미용의료 기기 사업을 운영하며 쌓은 산업에 대한 이해도를 엿볼 수 있는 대목이다.

## Q) 동사만의 기술적 해자가 있는가?

보고서 앞에서 언급했듯 동사는 기본적으로 높은 RF 기술력에 다른 기능을 통합하여 시장을 침투하는 전략을 구사하고 있다. 이러한 전략을 구사하는 것은 현재 **동사가 유일하며 이는 동사의 기술력을 보여주는 하나의 사례다.** 또한 대부분의 미용의료 기기 기업들이 의료 시장으로의 확장에 실패하는데 반해 동사는 두 시장에 모두 성공적으로 안착했다는 점 또한 동사의 기술력을 증명한다.

전 세계 각국에 등록된 동사의 모든 제반 기술은 동사의 핵심 IP이다. 의료기기 시장에서는 경쟁사의 특허권을 기묘하게 피해 제품을 카피하는 경우가 종종 있는데 동사는 '20년까지 핵심 IP를 효과적으로 관리하여 동사 특허를 침해하려는 시도는 한번도 없었다고 한다. 하지만 '21년에 국내 기업 이루다가 동사로부터 Needle Tip Protector 특허권 침해와 관련하여 ITC에 제소되었다. 다만, Needle Tipe Protector는 동사의 Main IP인 RF 기술의 핵심과는 거리가 먼 기기 끝단의 소모품으로, 큰 문제는 아니라고 판단된다.

또한 동사의 특허를 침해하더라도 FDA 승인을 받는 절차 자체가 굉장히 까다롭다. 동사의 경우 자체적으로 개발한 기술을 바탕으로 FDA 승인을 받기까지 6년이 걸렸다고 한다. 동사가 개발한 기술이기 때문에 경쟁사가 동사 기술을 카피하더라도, 자체 개발한 기술은 아니기에 6년 이상의 시간이 소요될 것으로 볼 수 있다. 여기에 더해 현재 동사 핵심 IP에 대한 침해 위협이 없기 때문에 앞으로 최소한 6년 동안은 안정적으로 사업 운영이 가능하다.

만약 경쟁사가 성공적으로 동사 제품을 카피하더라도(이럴 확률은 굉장히 낮지만) 이루다의 사례에서와 같이 동사의 적극적인 대응으로 승인 절차가 지연되어 최종 승인까지는 6년을 매우 초과할 것으로 보인다. 추가로 똑같은 제품이더라도 동사가 쌓은 Positive Feedback(그림 2-7)을 뚫고 동사의 매출에 유의미한 영향을 주는 경우는 사실상 불가능하다고 보인다.

## Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.