



# InMode (INMD.US)

OutMode, 역성장해버린 성장주

- 미국을 중심으로 에너지 기반 피부 미용 장비(EBD) 사업을 영위하는 업체
- 4Q24 실적은 시장 기대치 하회, '24년 연간 매출 YoY -25% 감소
- 여전히 미국의 고금리가 성장에 발목을 잡는 중, 바닥이 어디일지 회사도 전망 어려움

## 시장 기대치 -13% 하회한 4Q24 영업이익

4Q24 실적은 매출액 \$97.9M(약 1,418억 원, YoY -22.8%), non-GAAP 매출총이익 \$78.1M(약 1,131억 원, YoY -27.1%, GPM 79.8%), non-GAAP 영업이익 \$31.3M(약 453억 원, YoY -45.6%, OPM 32.0%)을 기록했다. 매출액은 컨센서스 \$108.3M 대비 -9.6% 하회, 매출총이익은 컨센서스 \$87.7M 대비 -11.0% 하회, 영업이익은 컨센서스 \$36.0M 대비 -13.0% 하회한 **아쉬운 성적**이었다.

## 상황 반전은 금리 하락으로부터, 그런데 언제 ?

이유는 금리로 인한 공급과 수요의 악영향, 그에 따른 악순환 때문이다.

- 공급 악화:** 동사 장비는 1대당 \$100,000(약 1억 4,500만 원)이 넘을 정도로 비싸다. 이에 의사나 네트워크 병원 측에서는 장비를 사는 것이 아니라 빌리는 형태로 장비를 운용한다. 그런데, 매크로 경제 상황에 의해 금리가 높게 유지되고 있다. 공급자 측면에서 동사 장비를 쉽게 찾기 어려운 이유가 바로 고금리다.
- 수요 악화:** 시술을 받으려는 사람들도 부담스럽다. 값싼 지갑 탓에 고가의 장비를 사용하여 비용 또한 \$1,000(약 145만 원)을 넘기는 동사의 시술을 받으러 오기가 어렵다. 실제로 소모품 판매량은 '23년 100만 개 → '24년 80만 개로 줄어들었다. 시술 수요가 줄어든 것도 금리 때문이다.
- 악순환:** 수요가 줄어들기에 얹친 데 덮친 격으로 시술 공급자들은 동사 장비를 활용하기가 더욱 어렵다. 이자 부담은 계속 커져만 가는데, 이를 메꿀 만한 시술을 진행할 수 없기 때문이다. 악순환이 2H23부터 이어져 오고 있고, 이번엔 “끝이 안보인다”는 코멘트로써 업황이 어려움을 강조했다. 경영진은 업황 반전을 위해서는 금리가 하락되어야 한다는 말도 덧붙였다.

## 시장 기대치에 부합하는 '25년 가이드런스 제시, 성장률은 zero

'25년 가이드런스는 **매출액 \$395M ~ 405M(YoY flat)**, non-GAAP 매출총이익률 80% ~ 82%, non-GAAP 영업이익 \$130M ~ 135M(YoY flat), non-GAAP EPS \$1.95 ~ 1.99로 제시하였다. 각각 **컨센서스 \$401M, 80.7%, \$133M, \$1.96**에 부합하는 수준이다.

## ▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('25. 2. 5.): \$17.96  
 목표주가 컨센서스: \$21.33

## ▶ 투자 의견 컨센서스

매수	보유	매도
43%	57%	0%

### Stock Data

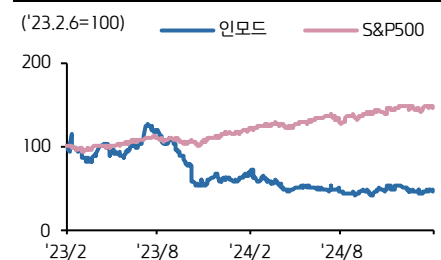
산업분류	건강관리 장비 & 용품
S&P 500 (2/5)	6,061.48
현재주가/목표주가	17.96 / 21.33
52주 최고/최저 (\$)	26.8 / 14.87
시가총액 (백만 \$)	1,369
유통주식 수 (백만 주)	67
일평균거래량 (3M)	950,858

### Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	492	395	398	425
영업이익	219	129	136	150
OPM(%)	44.6	32.7	34.1	35.2
순이익	222	143	147	161
EPS	2.6	1.8	2.0	2.1
증가율(%)	6.2	-31.5	12.2	8.6
PER(배)	9.7	7.4	9.1	8.4
PBR(배)	2.4	1.7	1.5	1.2
ROE(%)	33.0	19.1	16.7	15.3
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0

### Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	7.5	5.6	8.9	-23.7
S&P Index	3.1	2.0	16.9	22.6



자료: 데이터 스트림 컨센서스, 키움증권 리서치

## 과거의 밸류에이션 50 배의 타성에 젖으면 안된다

“InMode(INMD US): 실적 성장성 확보한다면 현재 밸류에이션은 저평가, 아니라면 제값 받는 중”(2024-02-15) 보고서에서도 언급한 것처럼 과거의 높은 밸류에이션 지표를 현재로서는 기대할 수 없다.

동사의 12 개월 선행 PER 은 3Q21 에 50 배까지 치솟은 적이 있었다. 당시에는 코로나로 인해 역설적으로 미용 시술이 증가했었다. 사회적 거리두기 정책을 따라 마스크를 쓰던 사람들이 엔데믹으로 전환되는 과정에서 마스크를 벗고 미용에 관심이 증가하던 시기였다. 이는 피부를 근본적으로 좋아지게 하는 미용 시술 수요 증가로 이어졌고, 동사 장비와 소모품 매출액이 눈부신 성장을 기록했다.

매출액 YoY 성장률은 '20 년 +31.8% → '21 년 +73.5%로 폭발적인 사세 확장을 이어나갔다. 애초에 마진이 높은 사업을 영위하고 있었기에 매출총이익률은 '21 년에 85%를 기록했다. ‘급성장하는 외형, 85% 수준의 마진’ 이라는 컨셉 하에 동사 주가는 코로나 저점 대비 10 배 상승한 \$95 까지 기록한 바 있다(당시 12 개월 선행 PER 50 배).

시장은 바뀐 상황을 반영하며 10 배 이하의 PER 로 동사를 평가하고 있다. 이전처럼 성장하는 모습을 보여주어야 동사를 지켜보는 시선을 달리 할 수 있을 것이다. 신제품 출시, 지정학적 리스크 감소 등의 여러 요인이 업황 반등의 촉매제가 될 수 있겠으나, 경영진이 언급한 것처럼 금리 하락이 필수적이다.

여전히 어려운 매크로 상황

<주요 Q&A>

Q. 미국 행정부도 바뀌었는데, 매크로 경제 지표가 동사 업황을 좋게 만들 포인트가 있을지 ?

A. 없음. 불행하게도 터널의 끝이 보이지 않음(We don't see the light at the end of the tunnel, unfortunately). 만약 금리가 하강하고 업황 개선 포인트가 나타난다면 시장에 공유할 예정.

회사 경영진 교체로  
반전 모색 중

Q. 기업 관리를 담당하는 구조를 바꾸고 있는데, 업데이트 해주실 수 있을지 ?

A. 기존의 경영 방식으로는 충분하지 않고, 시장의 흐름을 읽지 못한다는 판단 하에 스페인, 영국, 프랑스 3 개국에서 변화를 주었음. 이에 유럽 자회사 5 개를 관리할 부사장을 후보로 지명하였음.

미국에서는 대표와 영업 부문장 2 명(동부 지역, 서부 지역)을 내부에서 승진시켰음.

수요와 공급 둘 다  
고금리에 얼어버린 상황,  
반전을 위해서는 금리 하락이  
필수적이다

Q. '24 년 사업 review 와 '25 년 preview 는 어떠한지 ?

A. '24 년 연간 최소 침습 미용 시술 수요가 20% ~ 25% 감소하였음. 장비 판매가 늘면 소모품 판매도 늘어날 것으로 예상하는데, 실제로는 '24 년에 그러지 못하였음. '24 년에는 장비 대여 금리가 연 12% ~ 14% 수준으로 상승하여 매우 높은 수준이었음. 환자 방문이 줄고 금리 부담이 커지면서 의사들이 동사 장비에 대한 수요가 줄었고, 결국 '24 년 연간 매출액이 YoY -20% 역성장하였음.

또한, 시술 비용이 높은 제품을 팔기 때문에 매크로 경제가 좋지 않으면 사람들은 고비용 시술 받는 것을 미루는 경향이 있음.

금리가 하락해야 업황 턴 어라운드 가능할 것. 하지만, 아직 우리는 이를 관찰하지 못하였음.

>> **수요자 측면:** 경제 상황이 좋지 않아 비싼 에스테틱 시술을 안하고 미루게 됨. 병원을 찾는 횟수가 감소함.

>> **공급자 측면:** 의사들은 장비가 고가이므로 일시에 구매하는 것이 아니라, 리스 형태로 빌려서 장비를 운용함. 시술 수요가 감소하는 상황에서 금리가 떨어지지 않아 높은 이자를 부담하기 어려움.

4)2)3)1 계절성 전망

Q. '25년에는 실적 계절성이 있을지

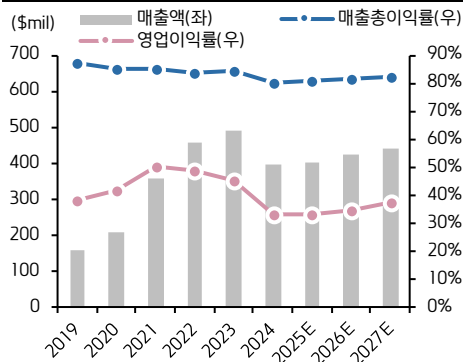
A. 4분기 > 2분기 > 3분기 > 1분기 순으로 실적이 좋은 계절성이 '25년에는 있을 것. '24년에 이러한 분기 변동성이 없어서 회사에서도 놀라웠음.

관세 걱정 X

Q. 관세 관련 문제 없을지 ?

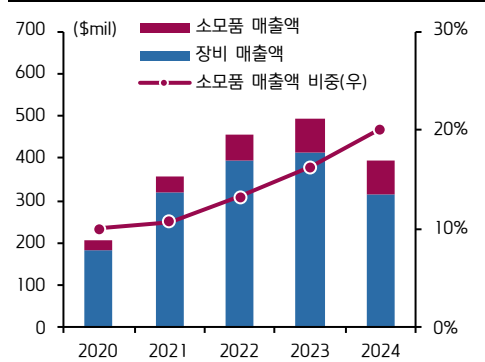
A. 관세로 인한 영향 없을 것. 일부 부품이나 조립 과정은 이스라엘에서 만들어지고 수행됨. 일부 자재(다이오드 레이저 등)는 미국에서 조달해 옴. 또한, 어느 한 지역에서 문제가 생기더라도 여러 국가에 공급망을 갖춰두고 있기에 해결 가능함.

InMode 연간 실적 추이 및 전망



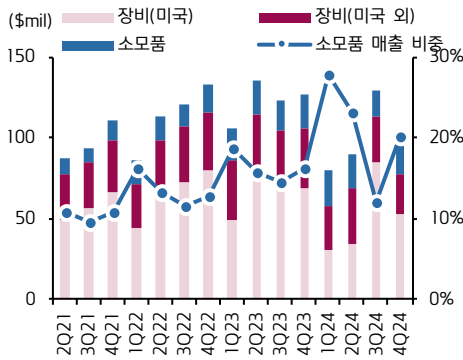
주) 추정치는 Bloomberg Consensus  
자료: Bloomberg, InMode, 키움증권 리서치센터

InMode 장비, 소모품 연간 매출액 추이



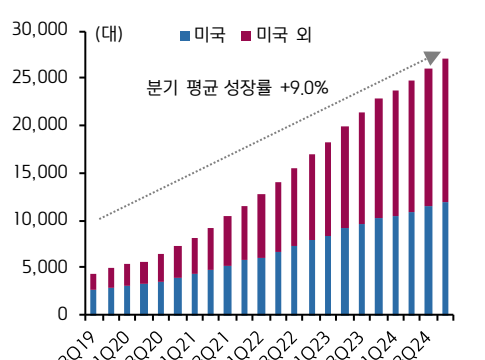
자료: InMode, 키움증권 리서치센터

InMode 분기별 장비, 소모품 매출액 추이



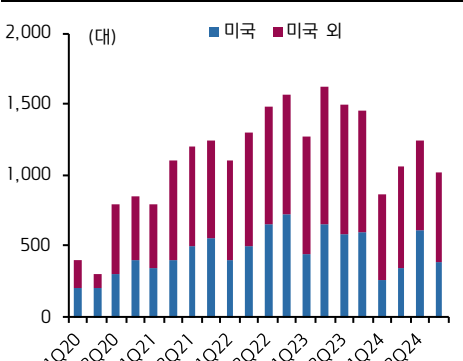
자료: InMode, 키움증권 리서치센터

InMode 누적 장비 설치 대수 추이



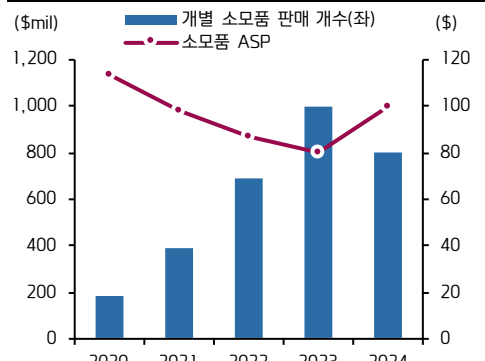
자료: InMode, 키움증권 리서치센터

InMode 분기별 장비 설치 대수 추이



자료: InMode, 키움증권 리서치센터

InMode 누적 소모품 판매 개수 추이



자료: InMode, 키움증권 리서치센터

InMode 12개월 선행 PER 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.