제테마 216080

Analyst 하태기 | 에스테틱, 스몰캡
02-3779-3513, teagi.ha@sangsanginib.com

해외시장 진출 추진, 점진적 매출 성장

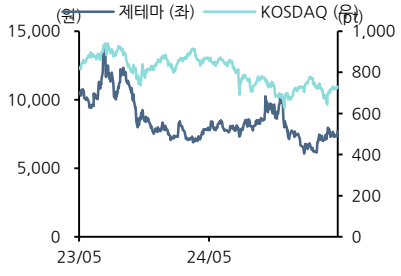
BUY 유지

목표주가 하향	9,000원
종가(25.05.09)	7,530원
상승여력	19.5%

Stock Data

KOSDAQ(05/09)	722.5pt
시가총액	2,699억원
액면가	500원
52주 최고가	10,257원
52주 최저가	6,080원
외국인지분율	1.1%
90일 일평균거래대금	10억원
주요주주지분율	
김재영 (외 20인)	30.0%
유동주식비율	70.0%

Stock Price



QR코드로 간편하게
상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기

별도 기준 영업실적 성장 추세, 연결기준 영업적자

2024년 별도기준 매출액은 640억원(YoY +8.9%), 영업이익 94억원(YoY +78.1%)이다. 다만 연결기준으로 보면 매출액은 685억원으로 16.7% 증가했지만, 자회사 적자 등으로 영업이익은 41억원(YoY +56.1%)이다.

필러는 중국 수출 시작, 톡신 수출은 2026년 시작될 전망

동사의 주요 사업부별 영업 현황을 보면 다음과 같다.

첫째, 현재까지는 필러 중심으로 성장 중이다. 2024년 기준 필러 매출의 74%가 수출이다. 유럽 CE인증을 받아 현재 70개국에 수출 중이며, 수출비중은 유럽 30%, 중남미 25%, 아시아 20% 등이다. 2024년 필러 매출은 8.2% 증가한 396억원이다. 2025년 4월말에 중국 NMPA로부터 필러 품목허가를 받았다. 따라서 파트너사 중국 ZOUYIBIO를 통해서 2분기부터 필러 수출이 발생할 전망이다.

둘째, 톡신에서 해외시장 진출을 서두르고 있다. 제테마 더톡신은 2020년에 수출용 허가를 받았다. 2024년 톡신 수출은 대부분 중국향(비허가)인데, 전년대비 4.1% 증가한 179억원이다. 2024년 12월에 제테마 더톡신주 100단위에 대해 국내 품목허가를 받았다. 국내 톡신시장 경쟁이 심하기 때문에 2025년 국내 톡신 매출은 많지 않을 전망이다. 톡신 매출 성장에 대한 희망은 내수보다 수출에 있다. 우선 2025년 하반기 튀르키예 품목허가를 거쳐 2026년부터 수출이 본격 시작될 예상이다. 이미 튀르키예 파트너사와 5년간 800억원의 수출계약을 맺은 바 있다. 중국시장에서는 2026년말까지 품목허가 신청을 하고, 2027년 출시를 목표로 하고 있다. 이외에도 2026년에 브라질, 태국에 품목허가를 신청하고, 2027년에 출시한다는 목표이다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	59	5	16	447	17.4	27.7	1.9	24.4	n/a
2024	64	9	2	67	115.6	21.4	1.8	3.2	n/a
2025E	69	10	-2	-87	-88.7	21.1	1.8	-2.0	n/a
2026E	85	18	6	345	22.2	14.9	1.7	7.9	n/a
2027E	103	23	10	571	13.5	12.4	1.5	11.8	n/a

자료: K-IFRS연결기준, 상상인증권

2025년 2분기부터 필러 수출 증가 예상, 톡신 수출은 시간이 필요

지금은 외형에서 수출증가를 통한 규모의 경제 달성이 중요하다

동사의 사업 성장 가능성을 다음과 같은 3가지 포인트에서 정리해 보았다.

첫째, 2025년 2분기부터 필러 수출 중심으로 매출이 조금씩 증가할 것이다. 중국시장에서 현지 파트너사 ZUOYIBIO와 협업으로 2025년 4월에 HA필러 공급을 위한 품목허가를 중국 NMPA로부터 획득했다. 2025년 2월에 제테마 자회사 제테마 상하이는 대표적 중국 에스테틱 유통사 ZUOYI BIO(전 화동에스테틱스)와 필러(에피티크) 5개년 독점 판매 계약(3,045만달러)을 체결했었다. 2025년 2분기부터 ZOUYIBIO을 통한 중국 필러 수출이 시작될 전망이다.

둘째, 톡신(더톡신)에서 의미 있는 수출 증가에는 상당한 시간이 필요한 상황이다. 영국 왕실 산하 영국국립보건원(PHE)으로부터 오리지널 보툴리눔 톡신 균주를 확보(Type A, B, E, 매출액 로우싱글 로열티 지급 추정)하고, Type A 중심으로 국내외 사업을 진행 중이다. 2024년 12월에 더톡신에 대해 국내 품목허가를 받았기 때문에 소규모(20~30억원/연 정도) 국내 매출이 발생할 수 있을 것이다. **톡신에서는 경쟁이 심한 국내시장 보다는 해외 시장에서 결과가 나와야 한다.** 현재까지 톡신 수출은 비허가 수출이 대부분이다. 정식으로 승인 받아 수출하는 시장은 우선 **①튀르키예** 시장이다. 2025년 하반기에 품목허가를 받고, 2026년에 출시한다는 계획이다. 일정이 당초 예상보다 살짝 늦어지고 있다. 어쨌든 파트너사(튀르키예 5대 제약사 벌크 그룹)와 5년간 800억원의 수출계약을 체결한 바 있어, 품목 승인을 받게 된다면 2026년에 튀르키예 톡신 수출을 기대하고 있는 상황이다.

②중국시장 진출을 위해 2024년에 중국 임상 3상을 시작했고, 2025년에 종료하여 2026년에 품목 허가신청, 2027년에 출시한다는 목표이다. 이를 위해 2022년 중국 ZUOYIBIO와 10년간 4억 5,900만달러 규모의 더톡신 공급 계약을 체결했다. 중국향 톡신수출은 2027년부터 크게 증가할 것이다. 아직 출시에는 시간이 많이 남아 있는 상황이다.

③미국시장 진출도 추진 중이다. 현재 미국에서 제테마 현지법인의 주도로 480명 피험자를 대상으로 임상 2상이 진행 중이다. 2025년 내에 임상 마무리하고 2026년에 3상을 완료, 2029년에 출시한다는 목표이다. 완전 장기 계획이다. 다만 미국 현지법인 임상비용(150~200억원 추정)은 임상 2상부터 무형자산으로 회계 처리할 수 있게 되었다.

④브라질시장에는 2026년에 품목허가 신청, 2027년에 출시한다는 목표이다. 이와 관련 2020년에 브라질 유통업체(스킨스토어)와 판매계약(10년간 약 1억 2천만달러)을 체결한 바 있다. 브라질 톡신 수출에도 아직은 시간이 좀 필요한 상황이다.

단기적으로 전환사채 오버행 해소가 과제, 수출증가 추이에 주목

우호적인 영업환경에서 영업을 통한 EBITDA 증가를 통해 부채부담을 줄여야 할 시점

주가는 2021년 중반 21,000원대 기록 이후, 지속적으로 하향 조정권에 머물고 있다. 매출은 꾸준히 증가하고 있지만 규모의 경제에 도달치 못했고, 초기 공장 투자 증가에 따른 높은 원가율, 그리고 금융비용, 적자 계열사 등이 주가 부담으로 작용한 것으로 판단된다. 2025년 하반기부터는 수출 증가를 통해서 변화의 모습이 관찰될 수 있을지에 주목해야 한다.

동사의 재무 현황을 살펴보면 다음과 같다. 2024년말 별도 기준 현금성 자산(비유동 공정가치 측정 금융자산 포함)은 288억원이고, 차입성 부채는 1,382억원(전환사채 발행 560억원 포함, 전환가격 7,244원)이다. 공장건설에 따라 차입금 규모가 확대된 것으로 추정된다. 이로 인한 금융비용 부담도 큰 상황이다.

주요 차입금 내역을 보면 전환사채 560억원은 주식전환 청구 기간이 이미 도래, 현재 주식 전환이 가능한 상태이다. 만약 주식 전환이 완료된다면 560억원 상환 부담은 해소 될 수 있다. 나머지 600억원은 유동성 장기차입금이다. 공장이나 건물 담보로 조달된 장기차입금으로 추정된다.

이들 차입금성 부채는 영업실적만 잘 나온다면 문제가 없을 것이다. 매출이 성장하고, 영업이익이 증가, 현금 창출을 늘린다면 주가가 상승할 것이고, 전환사채 주식 전환이 가능할 것이다. 장기차입금도 담보가 있기 때문에 단기적으로 문제가 없을 것이고, 영업실적이 성장하고 미래 성장 비전이 좋다면 차환 발행도 충분히 가능할 것이다.

따라서 동사의 차입금 상환부담이 현실적으로 있다는 것을 배제할 수는 없을 것이다. 다만 별도 기준과 연결기준 영업실적의 성장이나 개선이 의미 있게 진행된다면 부담은 충분히 줄어들 수 있을 것으로 평가된다. 향후 수출을 통한 매출 성장과 EBITDA 증가와 창출 규모에 주목할 필요가 있어 보인다.

주가 전망은 단기적으로는 전환사채 주식전환 물량의 해소가 과제이고 장기관점에서는 제테마가 중점적으로 추진하고 있는 수출증가가 계획대로 진행될 수 있다면 긍정적일 수 있다. 현재 제테마의 주가 밸류에이션에는 현재 영업실적뿐만 아니라 미래가치도 많이 반영되어 있다고 본다. 해외 필러와 특히 톡신의 해외 진출 일정 상황을 시간을 두고 지켜봐야할 것이다. 계획대로 착착 순조롭게 진행되면 좋겠지만, 여태까지 그랬지만 일부 지연도 있을 수 있다. 최근 글로벌 필러/톡신시장이 고성장 중이다. 국내 관련기업의 실적도 고성장 중이고 주가도 크게 상승 중이다. 동사도 이러한 우호적인 영업환경에 제테마가 잘 대처하여 매출을 늘리고 공장 가동률을 올릴 수 있다면 수출시장에서의 성장 방향성은 긍정적이고, 실현 가능성도 높아 보인다. 목표주가는 무상증자(100%)를 반영하고 2025년 추정 이익을 반영하여 9,000원으로 하향 조정한다.

표2. 품목별 매출실적 추이 (단위: 억원)

항목별	2021	2022	2023	1Q	2Q	3Q	4Q	2024	1QE	2QE	3QE	4QE	2025E
필러	223	314	366	99	109	87	100	396	85	115	105	125	430
(증감률)		40.8%	16.6%	46.2%	-5.3%	13.4%	-5.3%	8.2%	-14.5%	5.6%	20.0%	25.0%	8.6%
톡신	86	106	172	57	40	39	43	179	51	44	43	47	186
(증감률)		23.3%	62.3%	146.0%	-17.5%	-21.5%	-14.5%	4.1%	-10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	3.7%
상품/기타	24	40	49	12	13	13	26	65	14	14	15	29	71
(증감률)		66.4%	23.9%	-71.2%	-410.0%	-8.3%	-827.8%	31.3%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
매출	**332**	**460**	**587**	**168**	**162**	**140**	**169**	**640**	**150**	**174**	**162**	**201**	**687**
(증감률)		38.4%	27.7%	25.7%	1.6%	-1.2%	11.2%	8.9%	-11.2%	7.0%	16.2%	18.9%	7.4%

자료: 제테마, 별도기준, 상상인증권

표3. 제테마 분기별 요약 실적

12월결산	2024				2025E			
(억원)	1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE
매출액	168	162	140	169	150	174	162	201
영업이익	30	34	16	14	16	25	31	28
세전이익	-3	15	-25	4	-14	-2	1	0
순이익	-3	13	-22	36	-14	-2	1	0
YoY(%)								
매출액	25.7	1.6	-1.0	11.2	-11.2	7.0	16.2	18.9
영업이익	171.3	245.4	-2.6	-10.0	-47.6	-25.5	90.4	103.8
세전이익	적지	흑전	적지	-97.4	적지	적전	흑전	-97.8
순이익	적지	흑전	적지	-86.4	적지	적전	흑전	-99.8

자료: 제테마, 상상인증권 별도기준

표 4. 주가 밸류에이션 (단위: 배, 억원)

가, 현재 영업가치		
2025년 EBITDA	180	
적정 EV/EBITDA(배)	13	
기업가치 소계	2,345	
나, 더톡신 해외시장 가치		
3년 후 매출액 가정	400	중국, 브라질, 튀를키예 등 해외 수출 가정
순이익률	25%	
추정 순이익	100	
적정 PER(배)	20	
기업가치	2,000	
차감 순차입금	1,000	
다.전사 기업가치 합계	3,345	
총발행주식수㈜	35,784,518	
자기주식㈜	-	
유통주식수㈜	35,784,518	
적정주가(원)	9,348	

자료: 상상인증권

대차대조표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	**61.2**	**48.2**	**52.7**	**64.5**	**79.8**
현금 및 현금성자산	41.1	21.3	21.1	27.0	35.1
매출채권	3.8	4.8	5.5	6.7	8.1
재고자산	12.7	18.2	22.0	26.6	32.2
비유동자산	**170.4**	**175.5**	**170.7**	**166.9**	**164.1**
관계기업투자등	10.9	19.5	19.5	19.5	19.5
유형자산	99.3	93.1	87.0	81.7	77.2
무형자산	6.5	6.4	5.4	4.5	3.7
자산총계	**231.6**	**223.6**	**223.4**	**231.4**	**243.9**
유동부채	**86.9**	**136.2**	**137.1**	**138.6**	**140.4**
매입채무	6.6	6.1	6.9	8.4	10.1
단기금융부채	79.8	129.8	129.8	129.8	129.8
비유동부채	**70.9**	**10.9**	**11.3**	**11.7**	**12.1**
장기금융부채	60.3	0.2	0.2	0.2	0.2
부채총계	157.9	147.1	148.4	150.3	152.5
지배주주지분	**73.8**	**76.5**	**75.0**	**81.1**	**91.3**
자본금	8.9	8.9	8.9	8.9	8.9
자본잉여금	78.0	78.3	78.3	78.3	78.3
이익잉여금	-15.3	-12.9	-14.4	-8.3	1.9
비지배주주지분	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
자본총계	**73.8**	**76.5**	**75.0**	**81.1**	**91.3**

손익계산서

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**58.7**	**64.0**	**68.7**	**84.5**	**103.0**
매출원가	30.4	30.9	33.0	38.8	46.3
매출총이익	28.3	33.1	35.7	45.7	56.6
판매비와 관리비	23.1	23.7	25.7	28.1	34.0
영업이익	**5.3**	**9.4**	**10.0**	**17.6**	**22.6**
EBITDA	13.5	17.9	18.0	25.1	29.6
금융손익	-12.0	-9.4	-11.3	-11.2	-11.2
관계기업등 투자손익	-3.1	-2.3	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	13.3	1.5	-0.3	-0.1	-0.1
세전계속사업이익	**3.4**	**-0.9**	**-1.5**	**6.3**	**11.3**
계속사업법인세비용	-12.5	-3.3	0.0	0.1	1.1
당기순이익	16.0	2.4	-1.5	6.2	10.2
지배주주순이익	**16.0**	**2.4**	**-1.5**	**6.2**	**10.2**
매출총이익률 (%)	48.2	51.8	52.0	54.1	55.0
영업이익률 (%)	9.0	14.6	14.5	20.9	22.0
EBITDA 마진률 (%)	23.0	28.0	26.2	29.7	28.8
세전이익률 (%)	5.8	-1.3	-2.3	7.5	11.0
지배주주순이익률 (%)	27.2	3.8	-2.3	7.3	9.9
ROA (%)	7.6	1.1	-0.7	2.7	4.3
ROE (%)	24.4	3.2	-2.0	7.9	11.8
ROIC (%)	2.5	4.2	4.5	10.7	12.6

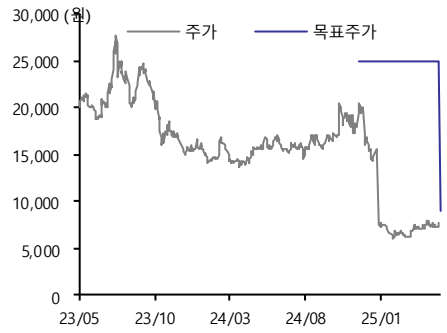
현금흐름표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**9.2**	**7.8**	**3.2**	**9.7**	**12.3**
당기순이익(손실)	16.0	2.4	-1.5	6.2	10.2
현금수익비용가감	-1.2	15.8	8.5	7.9	7.4
유형자산감가상각비	7.5	7.7	7.3	6.9	6.5
무형자산상각비	0.7	0.8	0.7	0.6	0.5
기타현금수익비용	-9.5	7.2	0.4	0.4	0.4
운전자본 증감	-2.3	-6.8	-3.7	-4.3	-5.3
매출채권의 감소(증가)	-0.9	-1.0	-0.8	-1.2	-1.4
재고자산의 감소(증가)	-3.0	-5.5	-3.8	-4.6	-5.6
매입채무의 증가(감소)	-1.7	-0.4	0.9	1.4	1.8
기타영업현금흐름	3.3	0.0	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금흐름	**-15.7**	**-14.3**	**-3.4**	**-3.8**	**-4.3**
유형자산 처분(취득)	-6.1	-1.2	-1.3	-1.6	-1.9
무형자산 감소(증가)	-0.9	-0.4	0.3	0.3	0.3
투자자산 감소(증가)	-9.1	-12.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타투자활동	0.4	-0.7	-2.3	-2.4	-2.5
재무활동 현금흐름	**26.4**	**-14.9**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
차입금의 증가(감소)	26.0	-15.2	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	0.4	0.3	0.0	0.0	0.0
배당금 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	**20.2**	**-19.8**	**-0.2**	**5.9**	**8.1**
기초현금	20.9	41.1	21.3	21.1	27.0
기말현금	41.1	21.3	21.1	27.0	35.1

주요투자지표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
투자지표 (배)					
P/E	17.4	115.6	-88.7	22.2	13.5
P/B	1.9	1.8	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA	27.7	21.4	21.1	14.9	12.4
P/S	4.7	4.3	2.0	1.6	1.3
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액 증가율	27.7	8.9	7.4	23.0	21.8
영업이익 증가율	31.4	78.1	6.5	76.5	28.5
세전이익 증가율	43.4	적전	적지	흑전	80.0
지배주주순이익 증가율	713.7	-85.0	적전	흑전	65.3
EPS 증가율	711.6	-85.0	적전	흑전	65.3
안정성 (%)					
부채비율	214.0	192.3	198.0	185.2	167.0
유동비율	70.5	35.4	38.4	46.6	56.8
순차입금/자기자본	130.8	138.2	141.2	123.0	100.2
영업이익/금융비용	0.4	0.8	0.9	1.5	1.9
총차입금 (십억원)	140.2	130.1	130.1	130.1	130.1
순차입금 (십억원)	96.5	105.7	105.8	99.8	91.6
주당지표 (원)					
EPS	447	67	-87	345	571
BPS	4,131	4,276	4,189	4,534	5,105
SPS	1,645	1,788	3,841	4,723	5,754
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

제테마 목표주가 추이 및 투자의견 변동내역



일시	투자의견	목표가격	목표가격 대상 시 시점	괴리율(%)	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-11-26	Buy	25,000	1년	-40.9	-18.2
2025-05-12	Buy	9,000	1년		

*목표주가 대폭 조정은 2025년 100% 무상증자 영향

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:하태기)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급

구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고	구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고
산업 (Industry)	**투자등급 3단계** 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	93.3%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	**투자등급 3단계** 향후 12 개월 절대수익률	BUY	95.5%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	6.7%	시가총액 수준 유지			HOLD	4.5%	절대수익률 +15%~ -15%
		Underweight (비중축소)	00.0%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
		합계 100%					합계 100%		