제테마 216080

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

해외시장 진출 확대 추진

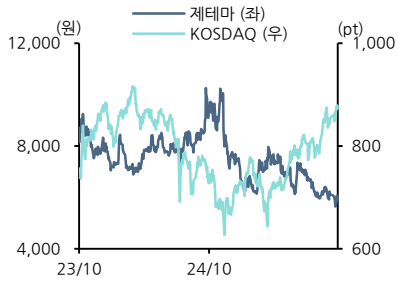
BUY 유지

목표주가 유지	9,000원
종가(25.10.24)	5,870원
상승여력	53.3%

Stock Data

KOSDAQ(10/24)	883.1pt
시가총액	2,105억원
액면가	500원
52주 최고가	10,232원
52주 최저가	5,650원
외국인지분율	0.6%
90일 일평균거래대금	6억원
주요주주지분율	
김재영 (외 18인)	29.9%
유동주식비율	70.1%

Stock Price



QR코드로 간편하게
상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기

3분기 별도 기준 영업실적은 QoQ 정체, YoY 대폭 성장 추정

2025년 3분기 별도 기준 매출액은 185억원(YoY +32.4%), 영업이익 28억원(YoY +72.0%)으로 추정된다. 3분기는 필러/톡신 업계의 계절적 비수기여서 2분기보다는 매출이 감소했으나 전년 동기 대비로는 대폭 성장한 것으로 추정된다.

필러는 중국 수출 시작, 톡신은 2026년 중국, 튀르키예 정식 수출 전망

동사의 주요 사업부별 영업 현황을 보면 다음과 같다.

첫째, 필러 매출은 수출 중심으로 성장 중이다. 동사의 매출 성장은 필러에서 발생하고 있으며 매출비중이 61%이다. 2025년 상반기 필러 매출은 3.2% 증가한 215억원이다. 2025년 4월말에 중국 NMPA로부터 필러 품목허가를 받았다. 파트너사 중국 ZOUYIBIO를 통해서 분기당 20억원 내외 신규 필러 수출이 발생 중이다. 3분기 필러 매출액은 전년 동기 대비 35.2% 증가한 118억원으로 추정된다.

둘째, 톡신에서 해외시장 진출을 서두르고 있다. 2024년까지 톡신매출액은 대부분 중국향(비허가)에서 발생했다. 2025년 상반기 톡신 매출은 전년대비 6.2% 감소한 91억원이다. 3분기 톡신 매출액은 14.6% 증가한 45억원으로 추정된다. 2024년 12월에 제테마 더톡신주 100단위에 대해 국내 품목허가를 받았다. 국내 톡신시장 경쟁이 심하기 때문에 2025년 국내 톡신 매출은 많지 않을 것이다. 톡신 매출 성장에 대한 희망은 내수보다 수출에 있다. 우선 2026년초까지 튀르키예 품목허가를 거쳐 2026년에 수출이 본격 시작될 예상이다. 이미 튀르키예 파트너사와 5년간 800억원의 수출계약을 맺은 바 있다. 중국시장에서는 2025년말에 임상 종료, 2026년말까지 품목허가 신청, 2027년 출시를 목표로 하고 있다. 이외에도 2026년까지 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	0.0
2024	64	9	2	67	115.6	21.4	1.8	3.2	0.0
2025E	75	11	-7	-192	n/a	16.5	3.0	-9.4	0.0
2026E	90	13	2	47	125.7	14.2	2.9	2.4	0.0
2027E	110	18	6	154	38.0	11.9	2.7	7.5	0.0

자료: K-IFRS별도기준, 상상인증권

2026년 필러는 안정적 성장, 톡신은 수출 지역 확대 전망

필러는 수출 중심 안정적 성장
톡신은 수출 지역 확대 전망

동사의 2026년 사업 성장 가능성을 다음과 같은 3가지 포인트에서 정리해 보았다.

첫째, 필러부문에서 2025년 2분기부터 수출 중심으로 매출이 조금씩 증가 중이다. 2024년 기준 필러 매출의 74%가 수출이다. 2020년 유럽 CE인증, 2023년 브라질 ANVISA 인증 등을 통해, 현재 78개국에 수출 중이며, 수출비중은 유럽 30%, 중남미 25%, 아시아 20% 등이다. 특히 시장이 큰 중국시장에서 현지 파트너사 ZUOYIBIO와 협업으로 2025년 4월에 HA필러 공급을 위한 품목허가를 중국 NMPA로부터 받았다. 2025년 2월에 제테마 자회사 제테마 상하이는 대표적 중국 에스테틱 유통사 ZUOYI BIO(전 화동에스테틱스)와 필러(에피티크) 5개년 독점 판매 계약(3,045만달러)을 체결했다. 2025년 2분기부터 ZOUYIBIO을 통한 중국 필러 수출이 시작되었고 현재 분기 20억원내외 중국 수출이 발생하고 있다. 2026년에도 필러는 수출 중심으로 성장할 것이다.

둘째, 톡신에서는 2026년 튀르키예, 2027년 중국과 브라질, 2029년 미국 출시를 목표로 추진 중이다. 유럽 공인 인증기관으로부터 오리지널 보툴리눔 톡신 균주를 확보(Type A, B, E, 매출액 소규모 로열티 지급 추정)하고, Type A 중심으로 국내외 사업을 진행 중이다. 2024년 12월에 더톡신에 대해 국내 품목허가를 받았고, 2025년 5월에 출시하여 2026년에는 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 대부분이었다. 향후 정식으로 승인 받아 수출하는 시장은 우선 **①튀르키예** 시장이다. 2025년 8월말에 보완하여 품목허가를 다시 제출했는데, 추가 보완이 없으면 연말이나 2026년 초까지 품목허가를 받아 2026년에 출시한다는 계획이다. 일정이 당초 예상보다 늦어지고 있다. 어쨌든 파트너사(튀르키예 5대 제약사 벌크 그룹)와 5년간 800억원의 수출계약을 체결한 바 있다. 품목 승인을 받게 된다면 2026년에 튀르키예 톡신 수출을 기대하고 있는 상황이다.

②중국시장 진출을 위해 2024년에 화동에서 비용을 부담하여 중국 임상 3상을 시작했고, 2025년에 종료하고, 현재 추적관찰 중이다. 2025년말에는 Top-Line을 공개할 예정이다. 2026년에 품목 허가 신청과 승인, 2027년 출시를 목표로 하고 있다. 한편 2022년 중국 ZUOYIBIO와 10년간 4억 5,900만달러 규모의 더톡신 공급 계약을 체결했다. 중국향 톡신 수출은 2027년부터 증가할 것이다. 아직 출시에는 시간이 많이 남아 있는 상황이다.

③장기적으로 미국시장에 진출할 계획이다. 현재 미국에서 제테마 현지법인의 주도하에 480명 피험자를 대상으로 임상 2상이 완료되었다. 2025년 8월말에 2상 TOP line을 발표했는데 결과는 좋았다. 미국 임상 2상 결과를 기초로 **2025년말~2026년초까지 글로벌 의료기기 파트너사를 선정하여 L/O하고** 임상 3상을 비용을 쉐어하여, 2027년에 3상을 완료, 2029년에 출시한다는 목표이다. 아직은 장기 계획이다. 다만 미국 현지법인 임상비용(150~200억원 추정)은 L/O시 계약금으로 받을 가능성도 있으며, 임상비용은 임상 2상부터 무형자산으로 회계 처리할 수 있다. 2026년초에는 L/O 이벤트가 주목을 받을 수 있다.

④브라질 시장에는 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.

2025년말과 2026년초에 이벤트가 많다

주가는 2021년 중반 21,000원대 기록 이후, 지속적으로 하향 조정되어 2025년 10월 하순 현재 6,000원내외에 머물고 있다. 매출이 꾸준히 증가하고 있지만 규모의 경제에 도달치 못해 수익성이 좋지 못하다. 이로 인해 주가 조정이 지속되고 있는 것이다. 초기 공장 투자 증가에 따른 높은 원가율, 그리고 금융비용, 적자 계열사 등이 수익성과 주가 부담으로 작용하고 있다. 톡신/필러 업계의 경쟁심화로 성장에 대한 기대감이 하향 조정된 측면도 있다. 2026년부터 수출 증가를 통해서 변화의 모습이 기대되지만 앞으로 진행 과정을 주목할 필요가 있다. 2026년초까지 동사에 기대되는 이벤트들은 다음과 같다.

첫째, 글로벌 의료기기업체에 더톡신 L/O이 기대된다. 2026년초까지 미국에서 임상 3상을 위해 글로벌 의료기기업체와 더톡신의 L/O이 이루어질 수 있다. 중대형 의료기기업체와 L/O이 성장될 경우, 계약금 유입을 기대할 수 있고, 임상 3상비용 부담에서 해소되고 미국 임상이 원활하게 진행될 것으로 기대할 수 있다.

둘째, 튀르키예에서 더톡신 품목허가가 기대된다. 2025년 상반기에 허가가 이루어질 것으로 예상되었으나 보완 요청에 따라 지연되며 현재 2026년 초에 허가를 기대할 수 있는 상황이다.

셋째, 자산(건물) 유동화로 재무구조 개선을 추진 중이다. 우선 2025년 6월 27일에 주식전환 없는 무기명 CB를 120억원을 발행했다. 이를 반영한 2025년 6월말 별도 기준 현금성 자산(비유동 공정가치 측정 금융자산 포함)은 465억원이고, 차입성 부채는 1,525억원(파생상품 부채 169억원, 전환사채 발행 560억원 등 포함, 전환가격 7,244원)으로 순차입금이 1,060억원이다. 2025년 하반기에 전환사채 560억원 중에서 2025년 7월에 175억원을 동사가 상환했고 10월에는 추가로 110억원을 상환했다. 따라서 현재 남아있는 전환사채는 280억원(전환가격 7,244원)이다.

자산 유동화를 가정하면 현재 순차입금이 얼마나 될까? 6월말 기준 순차입금 1,060억원에서 3분기 영업비용을 반영하고, 자산 유동화 금액 800억원대(자산 취득 가격 감안 추정액)을 차감하면 2025년 10월하순 기준 순차입금은 약 300억원 내외로 추정된다. 2025년 별도기준 EBITDA가 200억원에 근접한다. 따라서 자산유동화 이후에는 재무구조는 크게 개선될 것으로 평가할 수 있다.

향후 일정이 순조롭게 진행될 경우, 주가 전망은 긍정적이다.

첫째, 영업실적이 성장한다. 2026년에는 필러와 톡신에서 수출 중심으로 매출이 증가할 전망이어서 기업가치가 증가할 수 있다. 별도기준으로 2025년 매출액 753억원, 영업이익 106억원으로 전망되고, 2026년에는 매출액 900억원, 영업이익 131억원으로 전망된다. 특히 글로벌 의료기기사와 더톡신의 L/O이 성사되면 임상비용이 대폭 축소되어 2026년에는 연결기준 수익성이 개선될 것으로 기대된다.

둘째, 재무구조가 개선, 불안정성이 축소된다. 자산 유동화를 통해서 차입금 부담이 해소되고, 동시에 전환사채 주식전환 물량에 대한 부담도 크게 줄어든 것으로 평가된다.

셋째, 다만 신뢰회복이 필요하다. 현재까지 추진되었던 해외진출 등과 같은 일정이 그동안 지연되었다. 2026년에는 시장에서 동사가 제시하는 추진 일정/계획에 대한 신뢰성 회복이 필요해 보인다. 신뢰 회복에는 다소의 시간이 필요할 것이다.

제테마 시가총액은 현재 2,100억원대로 축소되어 있다. 매출액 대비 저평가 상태이다. 그동안 기업의 재무 불확실성 등이 반영되며 기업가치가 디스카운트 된 부분이 있었다. 2026년에는 수출 증가에 기반한 매출성장, 재무구조 개선을 통한 불안정성 축소가 기대된다. 따라서 기업가치 증가와 불확실성 축소 부분을 반영, 주가가 회복할 수 있을 것으로 전망된다.

표 1. 품목별 매출실적 추이 (단위: 억원)

항목별	2021	2022	2023	1Q	2Q	3Q	4Q	2024	1Q	2Q	3QE	4QE	2025E
필러	223	314	366	99	109	87	100	396	90	125	118	127	460
(증감률)		40.8%	16.6%	46.2%	-5.3%	13.4%	-5.3%	8.2%	-9.5%	14.7%	35.2%	26.5%	16.2%
톡신	86	106	172	57	40	39	43	179	41	50	45	53	189
(증감률)		23.3%	62.3%	146.0%	-17.5%	-21.5%	-14.5%	4.1%	-27.5%	23.7%	14.6%	24.0%	5.6%
상품/기타	24	40	49	12	13	13	26	65	18	35	22	29	104
(증감률)		66.4%	23.9%	-71.2%	-410.0%	-8.3%	-827.8%	31.3%	43.6%	169.8%	66.6%	10.0%	59.9%
매출	**332**	**460**	**587**	**168**	**162**	**140**	**169**	**640**	**149**	**210**	**185**	**209**	**753**
(증감률)		38.4%	27.7%	25.7%	1.6%	-1.2%	11.2%	8.9%	-11.6%	29.4%	32.4%	23.3%	17.6%

자료: 제테마, 별도기준, 상상인증권

표 2. 제테마 분기별 요약 실적

12월결산	2024				2025E			
(억원)	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE
매출액	168	162	140	169	149	210	185	209
영업이익	30	34	16	14	13	34	28	32
세전이익	-3	15	-25	4	-23	-7	-22	-16
순이익	-3	13	-22	36	-23	-7	-22	-16
YoY(%)								
매출액	25.7	1.6	-1.0	11.2	-11.6	29.4	32.4	23.3
영업이익	171.3	245.4	-2.6	-10.0	-57.6	-0.4	72.0	131.0
세전이익	적지	흑전	적지	-97.4	적지	적전	적지	적전
순이익	적지	흑전	적지	-86.4	적지	적전	적지	적전

자료: 제테마, 상상인증권 별도기준

표 3. 주가 밸류에이션 (단위: 배, 억원)

가, 현재 영업가치		
2025년 EBITDA	197	
적정 EV/EBITDA(배)	13	
기업가치 소계	2,561	
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	3,561	
총발행주식수㈜	35,784,518	
자기주식㈜	-	
유통주식수㈜	35,784,518	
적정주가(원)	9,950	

자료: 상상인증권

대차대조표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	**61.2**	**48.2**	**57.8**	**66.9**	**79.1**
현금 및 현금성자산	41.1	21.3	31.0	35.1	41.2
매출채권	3.8	4.8	5.2	6.3	7.7
재고자산	12.7	18.2	17.8	21.6	26.2
비유동자산	**170.4**	**175.5**	**176.8**	**170.9**	**166.0**
관계기업투자등	10.9	19.5	20.4	20.4	20.4
유형자산	99.3	93.1	111.5	104.4	98.2
무형자산	6.5	6.4	5.6	5.1	4.7
자산총계	**231.6**	**223.6**	**234.6**	**237.7**	**245.0**
유동부채	**86.9**	**136.2**	**103.8**	**104.9**	**106.2**
매입채무	6.6	6.1	4.9	5.9	7.2
단기금융부채	79.8	129.8	98.0	98.0	98.0
비유동부채	**70.9**	**10.9**	**60.9**	**61.3**	**61.8**
장기금융부채	60.3	0.2	50.2	50.2	50.2
부채총계	157.9	147.1	164.7	166.2	167.9
지배주주지분	**73.8**	**76.5**	**69.9**	**71.5**	**77.1**
자본금	8.9	8.9	17.9	17.9	17.9
자본잉여금	78.0	78.3	70.0	70.0	70.0
이익잉여금	-15.3	-12.9	-19.8	-18.1	-12.6
비지배주주지분	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
자본총계	**73.8**	**76.5**	**69.9**	**71.5**	**77.1**

손익계산서

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**58.7**	**64.0**	**75.3**	**90.0**	**109.7**
매출원가	30.4	30.9	35.8	41.6	49.4
매출총이익	28.3	33.1	39.5	48.4	60.3
판매비와 관리비	23.1	23.7	28.9	35.3	42.8
영업이익	**5.3**	**9.4**	**10.6**	**13.1**	**17.6**
EBITDA	13.5	17.9	19.7	22.6	26.4
금융손익	-12.0	-9.4	-18.4	-11.6	-11.6
관계기업등 투자손익	-3.1	-2.3	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	13.3	1.5	0.9	0.2	0.2
세전계속사업이익	**3.4**	**-0.9**	**-6.9**	**1.7**	**6.2**
계속사업법인세비용	-12.5	-3.3	0.0	0.0	0.6
당기순이익	16.0	2.4	-6.9	1.7	5.5
지배주주순이익	**16.0**	**2.4**	**-6.9**	**1.7**	**5.5**
매출총이익률 (%)	48.2	51.8	52.4	53.8	55.0
영업이익률 (%)	9.0	14.6	14.1	14.6	16.0
EBITDA 마진률 (%)	23.0	28.0	26.2	25.1	24.1
세전이익률 (%)	5.8	-1.3	-9.2	1.9	5.6
지배주주순이익률 (%)	27.2	3.8	-9.2	1.9	5.0
ROA (%)	7.6	1.1	-3.0	0.7	2.3
ROE (%)	24.4	3.2	-9.4	2.4	7.5
ROIC (%)	2.5	4.2	4.7	7.9	9.8

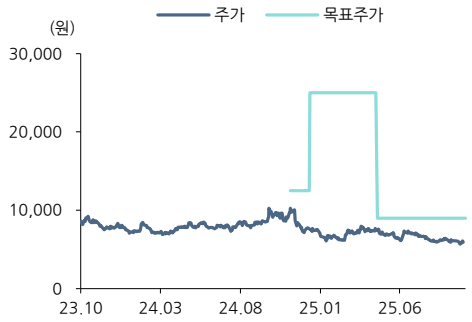
현금흐름표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**9.2**	**7.8**	**8.0**	**7.7**	**10.1**
당기순이익(손실)	16.0	2.4	-6.9	1.7	5.5
현금수익비용가감	-1.2	15.8	16.6	9.9	9.3
유형자산감가상각비	7.5	7.7	8.0	8.8	8.2
무형자산상각비	0.7	0.8	1.1	0.7	0.6
기타현금수익비용	-9.5	7.2	7.4	0.4	0.4
운전자본 증감	-2.3	-6.8	-0.3	-3.8	-4.7
매출채권의 감소(증가)	-0.9	-1.0	-0.4	-1.1	-1.4
재고자산의 감소(증가)	-3.0	-5.5	0.4	-3.8	-4.6
매입채무의 증가(감소)	-1.7	-0.4	-1.0	1.0	1.3
기타영업현금흐름	3.3	0.0	0.7	0.0	0.0
투자활동 현금흐름	**-15.7**	**-14.3**	**-8.7**	**-3.6**	**-4.1**
유형자산 처분(취득)	-6.1	-1.2	-0.9	-1.7	-2.0
무형자산 감소(증가)	-0.9	-0.4	-0.2	-0.2	-0.2
투자자산 감소(증가)	-9.1	-12.1	-0.8	-0.1	-0.1
기타투자활동	0.4	-0.7	-6.8	-1.6	-1.7
재무활동 현금흐름	**26.4**	**-14.9**	**11.4**	**0.0**	**0.0**
차입금의 증가(감소)	26.0	-15.2	11.1	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	0.4	0.3	0.3	0.0	0.0
배당금 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0
현금의 증감	**20.2**	**-19.8**	**9.8**	**4.1**	**6.0**
기초현금	20.9	41.1	21.3	31.0	35.1
기말현금	41.1	21.3	31.0	35.1	41.2

주요투자지표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
투자지표 (배)					
P/E	17.4	115.6	n/a	125.7	38.0
P/B	1.9	1.8	3.0	2.9	2.7
EV/EBITDA	27.7	21.4	16.5	14.2	11.9
P/S	4.7	4.3	2.8	2.3	1.9
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
매출액 증가율	27.7	8.9	17.6	19.5	21.9
영업이익 증가율	31.4	78.1	13.2	23.7	33.8
세전이익 증가율	43.4	적전	적지	흑전	260.1
지배주주순이익 증가율	713.7	-85.0	적전	흑전	230.7
EPS 증가율	711.6	-85.0	적전	흑전	230.7
안정성 (%)					
부채비율	214.0	192.3	235.8	232.3	217.9
유동비율	70.5	35.4	55.7	63.8	74.5
순차입금/자기자본	130.8	138.2	163.2	153.6	134.5
영업이익/금융비용	0.4	0.8	0.6	1.1	1.5
총차입금 (십억원)	140.2	130.1	148.2	148.2	148.2
순차입금 (십억원)	96.5	105.7	114.0	109.9	103.7
주당지표 (원)					
EPS	447	67	-192	47	154
BPS	4,131	4,276	1,948	1,995	2,149
SPS	1,645	1,788	2,100	2,510	3,059
DPS	0	0	0	0	0

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
2025-05-09	Buy	9,000	1년	-27.0	-15.7
2025-10-27	Buy	9,000	1년		

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)	84.6%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	**투자등급 3단계** 향후 12 개월 절대수익률	BUY	93.5%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	15.4%	시가총액 수준 유지			HOLD	6.5%	절대수익률 +15%~ -15%
		Underweight (비중축소)	0.0%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
			합계 100%					합계 100%	