

FS Research

이병헌 연구원

honey3079@fsresearch.net

투자의견	Not Rated
목표주가	-
현재주가(5/17)	11,270원
상승여력	-

시가총액	1,415억원
총발행주식수	13,038,792주
60일 평균 거래량	56,505주
52주 고	14,800원
52주 저	8,550원
외인지분율	2.5%
신용비율	3.4%
자본금	62억원
액면가	500원

주요주주	
선두훈 외 16인	20.15%

행사기간	미전환된 주식수
24.08.06~29.08.05	621,670주
21.12.04~25.11.04	1,213,483주
22.11.10~26.10.10	1,896,992주

주요 자회사	지분률
선헬스케어인터내셔널	51.23%
우성제약.	80%

FS리서치 텔레그램	FS리서치 홈페이지
	

한국은 나에게 너무 작은 어항이야

글로벌 고령화 수혜주로 제격

동사는 고관절, 슬관절, 견관절 등 인공관절을 제조 및 판매하는 기업으로 작년 국내 고관절, 견관절 M/S 1위를 달성하였고 이제는 미국, 멕시코, 태국 등 해외 시장으로 진출하고 있다. 인공관절이란 관절 부위가 50% 이상 손상되어 즐기세 포 치료 등이 불가능할 경우 상한 뼈와 연골 일부를 잘라내고 이를 대체하여 관절면에 넣어주는 금속 혹은 폴리에틸렌을 의미한다. 글로벌 인공관절 시장은 CAGR 3~4%, 국내의 경우 8~9% 성장한다. 노인 인구 증가는 전 세계적인 현상으로 성장이 보장된 시장이기 때문에 이는 주목할 필요가 있다. 동사의 매출 비중은 22년 기준 슬관절(무릎) 43.5%, 고관절(엉덩이) 40.5%, 척추고정체 5.4%, 견관절(어깨) 4.5%, 기타 5.9%이다. 지역별 매출 비중은 국내 65%, 미국 15.6%, 멕시코 6.6%, 태국 2.5%로 수출 비중이 계속해서 증가하고 있다.

아메리칸 드림을 꿈꾸다

동사는 국내 인공고관절, 인공견관절 분야에서 M/S 1위를 기록하였지만 국내 시장은 1,500억원 내외로 성장 가능성이 제한적이다. 그러나 글로벌 인공관절 시장은 25~30조원 내외로 큰 폭의 성장을 기대할 수 있다. 특히나 미국은 글로벌 시장의 절반 이상을 점유하는 국가로, 미국향 매출 증가가 매우 중요하다. 동사의 미국향 매출액은 2017년 54억원에서 2022년에는 2배가량 성장하여 104억원을 기록하였으며 올해는 150억원의 매출을 예상한다. 신규 품목의 증가와 더불어 동부권 중심 영업에서 서부권으로 확대하였고 이에 따른 영업권 확대 효과가 기대된다. 이 외에도 멕시코, 태국에서도 탄탄한 성장이 예상된다. 멕시코의 경우 Biototec사와 전 제품 단일판매계약을 체결하여 3년간 최소 1,000만불 이상의 매출이 발생할 것이며, 태국 역시 3년간 고관절/슬관절 제품 단일판매계약으로 최소 750만불 매출이 가능해졌다. 여러 국가에서의 수출 물량 증가와 작년 연결로 편입된 '선헬스케어인터내셔널'이 올해부터 온기로 반영되고, 올해 5월에 신규 지분투자한 우성제약의 매출을 반영한 23년 매출액은 945억원(+47.8%,YoY), 영업이익은 104억원(+77.0%,YoY)를 전망한다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

결산(12월)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	405	446	639	945	1,170
영업이익	40	38	58	104	144
영업이익률	9.8	8.5	9.1	11.0	12.3
세전이익	20	20	24	64	104
지배주주순이익	16	8	18	50	86
PER	124.7	195.4	77.5	28.3	16.4
PBR	4.6	2.6	2.1	2.1	2.1

자료: FS리서치, 텔레그램-<https://t.me/FSResearch> 홈페이지- <http://www.fsresearch.co.kr/>

주 : 23, 24년 PBR의 자본총계는 22년 4분기 기준

I. 기업개요

동사는 2000년 설립된 인공관절을 제조 및 판매하는 업체로 대표적으로 인공슬관절(무릎), 인공고관절(엉덩이), 인공견관절(어깨) 라인업을 갖추고 있다. 인공관절은 인공관절 수술 시 사용되는 제품으로 노화 및 사고로 인한 관절염이 심각한 경우에 사용된다. 시장 규모는 글로벌 25~30조원 내외로 CAGR 3~4%씩 성장하는 시장이다. 이중 북미가 50~60%를 점유하고 있으며 유럽, 아시아, 남미 순으로 시장 규모를 형성한다. 고령화가 진행된 선진국 위주로 시장이 형성된 되었을 뿐만 아니라 같은 제품이라 할지라도 북미/유럽에서의 가격이 높기 때문에 같은 개수의 제품이 팔리더라도 시장 규모가 더 크다. 특히나 북미 시장의 경우 제품 가격이 국내 제품과 비교했을 때 ASP가 훨씬 높은 것으로 알려진 시장이다. 들어가는 원가는 같음으로 고정비 이상의 매출이 발생한다면 높은 마진을 기대할 수 있다. 국내 인공관절 시장은 규모가 2,000억원 내외로 크지 않기 때문에 성장에 제한이 있다. 그러므로 글로벌 시장으로의 진출이 중요하다. 동사는 국내 고관절 M/S 1위, 슬관절 M/S 3위, 견관절 M/S 1위로 국내 시장에서 탄탄한 경쟁력을 갖추고 미국, 멕시코, 태국 등 전 세계로 진출하는 기업이다. 22년 기준 매출 비중은 슬관절 43.5%, 고관절 40.5%, 척추고정체 5.4%, 견관절 4.5%, 기타 5.9%이다. 19년까지만 해도 슬관절,고관절 두 제품 비중이 94%로 절대적이었으나 견관절, 척추고정체 등 신규 품목의 확대로 현재 안정적인 포트폴리오를 갖추고 있다. 지역별 매출 비중은 국내 65%, 미국 15.6%, 멕시코 6.6%, 태국 2.5%로 수출 비중이 계속해서 증가하고 있다.

그림1. 인공관절 종류

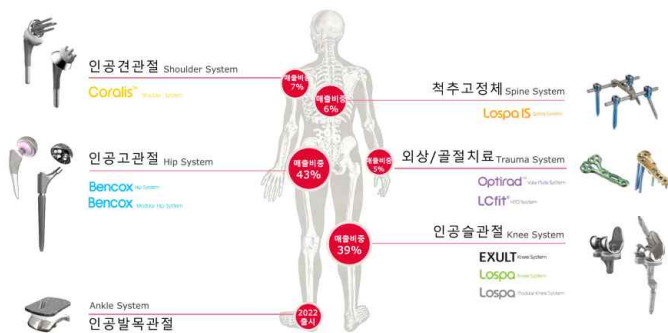
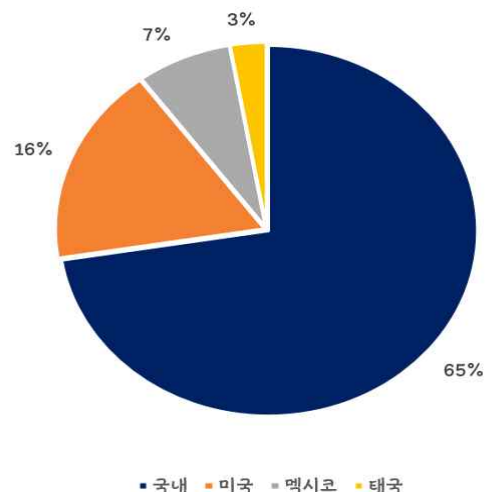


표1. 지역별 매출 비중



자료 : 코렌텍, FS리서치

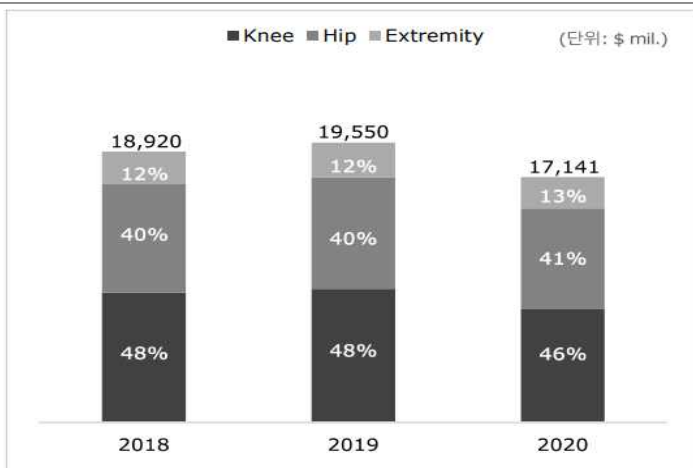
자료 : 코렌텍, FS리서치

II. 인공관절 시장

인공관절 시장은 슬관절(무릎), 고관절(엉덩이), 견관절(어깨), 발목 등으로 이뤄져 있다. 특히 슬관절과 고관절이 시장의 대부분을 차지한다. 인공관절을 사용하는 이유는 보통 2가지인데 나이가 들면서 관절이 닳아 안 좋아지며 인공관절을 삽입하는 경우와 교통사고 등 심각한 손상을 입었을 경우가 있다. 보통 무릎관절이 불편하면 줄기세포 치료와 인공관절 삽입을 선택하곤 한다. 두 방식의 차이는 50% 이상의 무릎 손상에는 인공관절만 사용되고 보통 경미한 불편함에는 줄기세포 치료가 이용된다. 가격적인 부분도 차이가 나는데 인공관절 수술 비용은 지역마다 다르겠지만 보통 250~300만원 내외이다. 줄기세포 치료는 1,000만원 내외로 상대적으로 고가이다. 동남아에서는 이런 상대적 비용 때문에 인공관절이 주로 선택받는 현상이 나타나기도 한다.

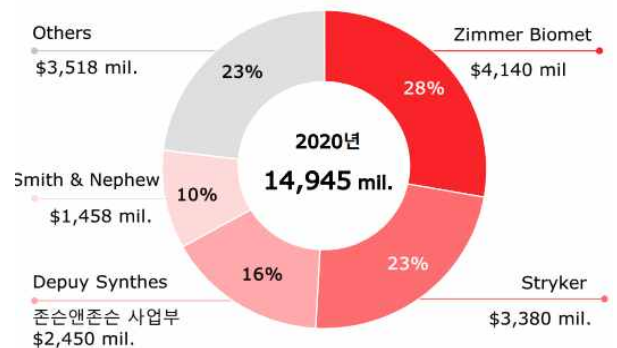
글로벌 시장은 Zimmer/Styker/Defy/Smith&Nephew가 80% 점유하는 과점 시장이다. 글로벌 업체들이 과점하는 이유는 라인업을 다양하게 갖추고 있기 때문으로 고관절/견관절/슬관절/척추고정체 뿐만 아니라 각종 의료기기/수술 도구까지 턴키로 영업하는 것이 유효하게 시장을 선점하고 있는 요소로 꼽힌다. 신규로 진입하는 업체들은 결국 가격경쟁력으로 승부를 보게 된다. 마치 임플란트 시장에서 벨류 세그먼트를 공략한 오스탐임플란트, 이차전지 장비 시장에서 중화권 업체들이 가격경쟁력을 바탕으로 진입한 것과 비슷하다.

그림2. 세계 인공관절 시장 규모



자료 : 코렌텍, ORTHOWORLD, FS리서치

그림3. 세계 인공관절(Hip & Knee) 시장 점유율



자료 : 코렌텍, ORTHOWORLD, FS리서치

III. 투자포인트

미국을 시작으로 전 세계로 뻗어나가자!

23년 동사의 미국향 매출액은 150억원(+44.2%, YoY)을 전망한다. 동사는 현재 미국에서 고관절,슬관절 일반 제품을 판매 중인데 재치환술용 고관절 제품 승인을 앞두고 있다. 재치환술이란 최초 인공관절 이후 2번째로 수술하는 것을 의미하며 이미 미국에서는 인공관절 시장의 10%가 재치환술 시장이다. 이러한 제품 승인 증가에 따른 품목 다변화뿐만 아니라 영업권의 확대 역시 기대된다. 현재 동부를 중심으로 뉴욕/마이애미/필라델피아 위주로 영업 중으로 22년 기준 미국 대리점 8개 중 7개가 동부에 위치한다. 올해부터 동부권뿐만 아니라 서부권 영업 확대를 시작한다. 22년부터 연결실적으로 반영되기 시작한 선헬스케어인터네셔널이 보유한 서부권 네트워크를 바탕으로 영업망을 확대하며 지역별로 고른 성장을 이어갈 수 있을 것으로 보인다.

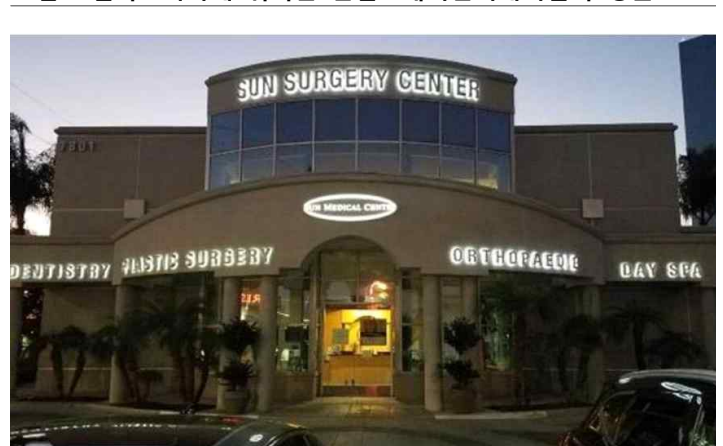
미국 시장에서의 성장은 다른 국가로의 확장을 용이하게 해준다. 현재 동사의 수출국으로는 멕시코와 태국이 있는데 이 시장에서 빠르게 성장할 수 있던 배경에는 미국 시장에서의 레퍼런스가 있었다. 동사는 현지 대리점 Biototec와의 단일판매계약을 통해 3년간 1,000만불의 전 제품 계약을 통해 안정적인 물량 계약을 체결하였다. 올해 멕시코향 매출액은 50억원(+19.0%,YoY)로 추정한다. 태국의 경우 현지 대리점 Implantex와 단일판매계약을 통해 3년간 750만불 고관절/슬관절 제품 계약을 체결하였다. 올해 태국향 매출액은 22억원(+37.5%, YoY)로 추정한다. 미국뿐만 아니라 멕시코, 태국 등 다양한 국가의 수출이 증가하며 외형 성장을 견인할 것이다. 향후에도 일본, 브라질 등 추가적인 국가 승인을 앞두고 있기 때문에 기존營業을 영위하는 국가 외에도 추가적인 성장이 기대된다.

그림4. 멕시코 공급 체결 기사



자료 : 프라이مج제

그림5. 캘리포니아에 위치한 선헬스케어인터네셔널의 병원



자료 : 코렌텍

III. 투자포인트

기대되는 신사업의 시작과 몸집 키우기 돌입

동사는 인공관절 사업뿐만 아니라 신사업 역시 준비 중이다. 작년 5월 스트라우만의 자회사 로도 메디컬(RODO MEDICAL)과 임플란트 보철물 파트너십을 체결한 이후 기술이전을 통해 형상기억합금 기술을 이용한 임플란트 시장으로의 진출을 알렸다. 이들이 사용하는 제품은 기존 제품과 달리 무스크류, 무시멘트 방식으로 자기장을 이용하여 보철물을 쉽게 탈부착 할 수 있다. 올해 5월 '스마일락' 제품 승인을 완료했으며 '스마일 클립' 제품 역시 빠른 시일 내에 승인이 날 것으로 보인다. 덴탈 업체들의 경쟁이 치열해지는 만큼 새로운 기술에 대한 니즈가 올라갈 것으로 보인다. '레이페이스'의 등장이 그랬던 것처럼 차별점을 가져올 수 있는 제품의 잠재성은 주목할만하다.

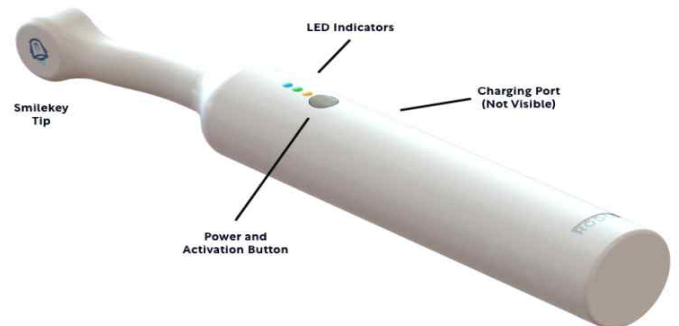
작년 7월 지분 추가 취득을 통해 '선헬스케어인터내셔널', 올해 5월 신규 지분투자로 '우성제약'을 연결로 편입하면서 적극적인 몸집 키우기에 돌입했다. 선헬스케어인터내셔널은 미국에서 수술전문병원을 운영, 국내에서 대기업을 대상으로 위탁 건강검진 서비스를 영위하는 기업이다. 국내에서는 안정적인 이익을, 해외에서는 이들의 영업망을 활용하여 본업 성장에 도움을 받고 있다. 우성제약 지분 투자는 지금과 다소 다른 행보를 보여줬다. 새롭게 제약 사업을 시작하는 것으로 해당 산업에서의 귀추가 주목된다. 우성제약은 진통 해열제, 미네랄 주사제, 항균제 등 전문 의약품을 생산하는 회사로 22년 매출액 52억원 영업이익 5억원을 기록했다. 올해는 전해질제제 신규 제품 출시로 매출액 75억원 영업이익 7억원을 추정한다.

그림6. 스마일 락(SmileLoc System)



자료 :RODO Medical, FS리서치

그림4. 스마일 키(Smilekey)



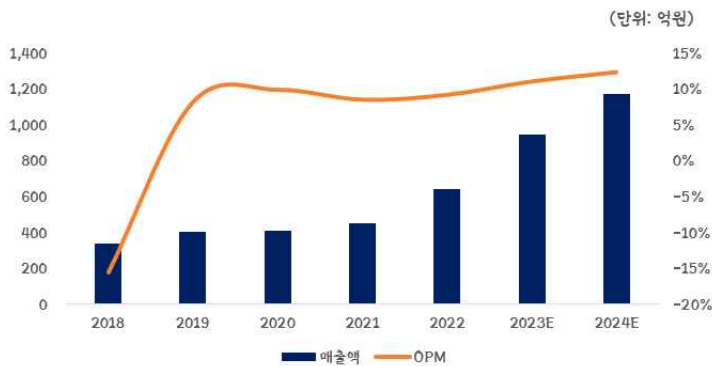
자료 : 코렌텍, FS리서치

I. 실적 전망

수출길이 본격적으로 열린다!

동사의 23년 인공관절 부분 매출액은 730억원(+30.1%,YoY), 작년 편입되어 올해 부터 온기로 반영되는 선헬스케어인터내셔널의 매출액 180억원(+130%, YoY), 올해 반기부터 편입될 우성제약의 매출액 44억원을 더한 연결 매출액은 954억원 (+42.4%,YoY), 영업이익은 104억원(+72.8%, YoY)로 추정한다. (우성제약의 매출액은 7개월분 인식 가정) 인공관절의 경우 최대 시장인 미국 시장에서 영업망 다변화, 신규 제품 증가로 올해 미국향 매출 150억, 24년 매출 200억의 성장을 전망한다. 미국 시장을 레퍼런스 삼아 진출하는 멕시코와 태국에서도 각각 50억, 22억의 매출을 달성할 수 있을 것으로 보인다. 과거 코로나로 인해 수출 실적 변동이 있었다면 이제는 단일판매계약을 체결함으로써 안정적인 공급 물량을 확보했다. 해당 국가들의 천안시 인공관절 수출입 데이터를 추적하였을 때 국가별로 차이가 존재한다. 미국의 경우 수출입 데이터와 실제 수출 수치의 괴리가 존재하지만, 변화율 트렌드는 비슷한 편이며 멕시코와 태국의 경우 수출입 데이터와 실제 수출 수치는 비슷하다. 올해 3월까지 국가별 누적 수출입 수치는 전년 동기 대비 미국 +48.2%, 멕시코 +188.9%, 태국 +236.6%를 기록하고 있다. 수익성의 경우 판가가 높은 미국의 GPM이 다른 국가 대비 높을 것이나 대리점을 통한 영업으로 지급수수료 및 고정비를 고려하여 보수적인 수치를 가정하였다. 다만 연간 40억 내외의 금융비용과 오버행 물량을 고려했을 때 단기 밸류에이션에 부담이 있는 것은 사실이다. 그러나 수출을 통해 외형 성장을 지속할 수 있는 회사이고 고령화 수혜주에 적합한 회사인만큼 주목할 필요가 있다는 생각이다.

표2. 실적 추이 및 전망



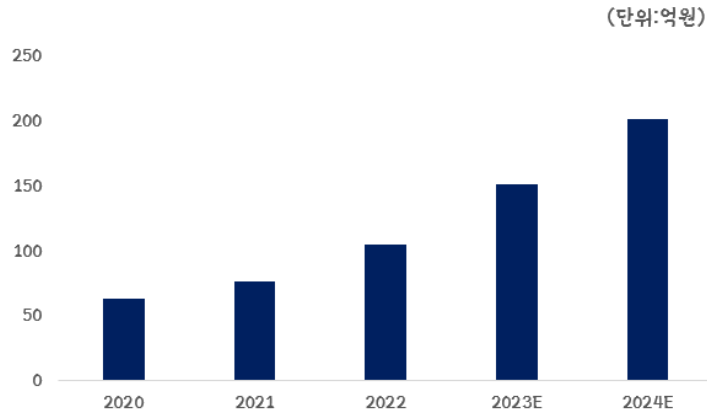
자료 : 코렌텍, FS리서치

표3. 천안시 인공관절 수출입 월별 추이



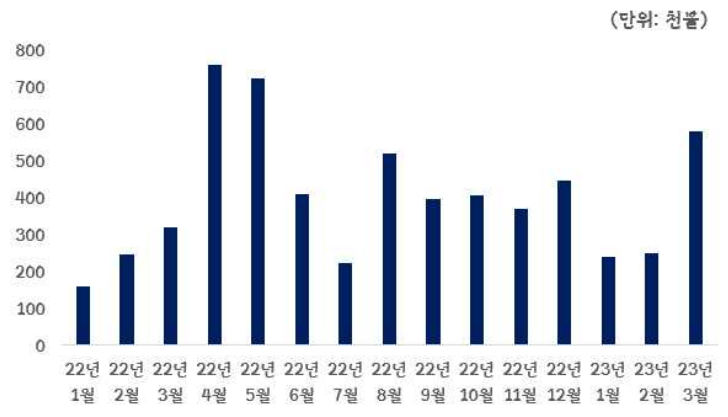
자료 : FS리서치

표4. 미국향 매출 추이 및 전망



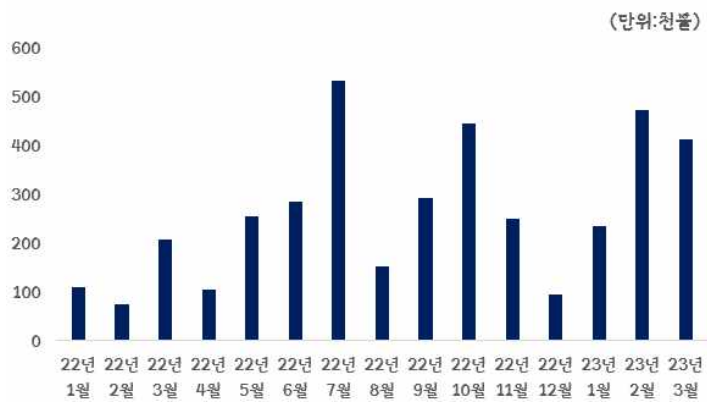
자료 : 코렌텍, FS리서치

표5. 천안시 인공관절 국가별 수출입 월별 추이: 미국



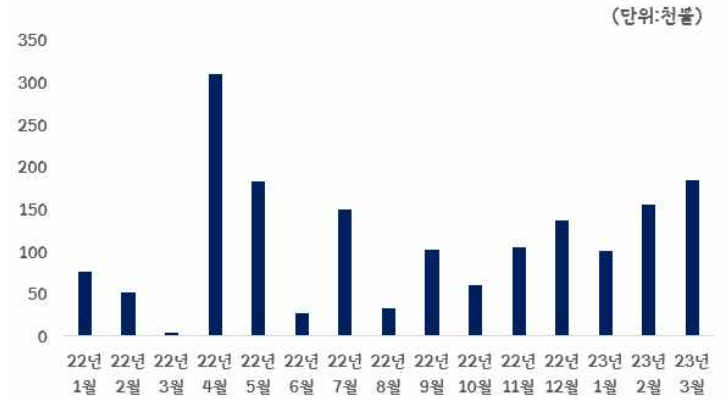
자료 : FS리서치

표6. 천안시 인공관절 수출입 국가별 월별 추이: 멕시코



자료 : FS리서치

표7. 천안시 인공관절 수출입 국가별 월별 추이: 태국



자료 : FS리서치

▶ Compliance Note

- 동 자료는 투자에 대한 참고자료일뿐, 투자로 인한 손실이 발생했을시에 FS리서치에서 책임지지 않습니다.
 - 동 자료에 게재된 내용들은 자료작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었습니다.
 - 동 자료에 언급된 내용은 신의성실하게 작성하였지만, 모든 내용이 100% 정확하다고 할 수 없습니다.
 - 당사는 자료 작성일 현재 분석대상 기업의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
-