



SK INDUSTRY ANALYSIS

스몰캡 인사이트

수출로 도약하는 의료기기

2017 **8**

스몰캡/기계. 이지훈 | 3773-8880, sa75you@sk.com
제약/바이오. 이달미 | 3773-9952, talmi@sk.com
스몰캡. 나승두 | 3773-8891, nsdoo@sk.com

Contents

2017-08-31



Analyst
이지훈
sa75you@sk.com
02-3773-8880



Analyst
이달미
talmi@sk.com
02-3773-9952



Analyst
나승두
nsdoo@sk.com
02-3773-8891

Market Insight

글로벌 의료기기 시장의 성장률은
올해부터 기울기가 더 가팔라질 것으로 예상됩니다.

특히 '웰빙(Well-being)' 패러다임의 변화로
인간 본연의 건강함을 유지할 수 있는 건강관리에 대한 관심이 높아지고
치료 이전의 진단/예방 활성화 욕구가 강해지는 만큼
관련 의료기기 분야의 성장세는 계속될 것으로 예상됩니다.

따라서,
세계에서 가장 큰 의료기기 시장을 갖고 있는 미국과
의료기기 수입 증가 속도가 가장 빠른 중국에 매출이 증가하는 기업들의
면밀한 관찰이 필요한 시점입니다.

우리나라 의료기기 업체들의 현황 짚어보고,
하반기 주목해야 할 기업들을 선정해 보았습니다.

기업분석

| | |
|---------|---------------------------------|
| 오스템임플란트 | 국내 임플란트 1 등 업체 |
| 덴타움 | Straumann 이 보여준 임플란트 시장의 성장 잠재력 |
| 바디텍메드 | 과도기를 거치는 중 |
| 제이브이엠 | 성장동력 재점화 |
| 인바디 | 시장은 넓고 할 일은 많다 |

진짜 Well-Being 을 찾아서

산업혁명은 인간에게 물질적 필요로움을 가져다 주었지만, 반대로 정신적 필요로움을 뺏어갔다.

그 동안 웰빙은 슬로푸드, 운동, 취미 및 여가생활로 대표되었다.

하지만 정신적 필요로움을 넘어 인간 본연의 건강함을 찾는 것으로 웰빙의 초점이 옮겨가고 있다.

‘웰빙(Well-being)’이라는 단어를 검색해보면 ‘최근의 바쁜 일상과 인스턴트 식품, 스트레스에서 벗어나 건강한 육체와 정신을 추구하는 라이프 스타일의 행복한 삶(네이버 오픈사전 참조)’이라고 정의되어 있다. 몇 차례에 걸친 산업혁명은 인간에게 물질적 필요로움을 가져다 주었지만, 반대로 정신적 필요로움을 뺏어가는 결과를 낳았다. 이에 우리 스스로 ‘사람다운 삶’을 살고자 하는 움직임이 시작되었고, 이는 ‘웰빙’이라는 단어를 만들어냈다.

그 동안 ‘웰빙’은 음식/운동/여가/휴식 등으로 구분되었다. 조금 번거롭다 하더라도 집에서 건강한 재료로 직접 요리를 해먹고(Slow Food), 심신발달에 도움이 되는 운동을 꾸준히 하고, 정신적 안정과 스트레스 해소를 위한 취미 생활 및 적절한 휴식을 취하는 것이 대표적인 ‘Well-being Life’의 표본으로 자리잡았다.

하지만 ‘웰빙’의 개념이 조금씩 변하고 있다. 지금까지의 ‘웰빙’이 정신적 필요로움을 되찾는 것에 집중되었다면, 이제는 인간 본연의 ‘건강함’을 되찾는데 초점이 맞춰지고 있다. 건강한 신체를 바탕으로 행복한 삶과 정신적 필요로움을 오래 누리는데 관심이 쏠리는 것이다.

웰빙(Well-being)에서 웰니스(Wellness)로



자료 : Oregon State University, SK 증권

※ Wellness = Wellbeing + Fitness or Happiness

생활습관 운동, 자기 관리 등을 통해 건강을 만들어가는 전반적인 과정을 아우르는 말
신체적, 정신적, 사회적, 정서적 최상의 컨디션을 유지하기 위한 과정을 의미

의학적 관심이 높았던 지난 5년

웰빙의 관심이 변하면서 건강한 신체기능 유지를 위한 의학적 관심도 함께 높아졌다.

지난 5년간은 그 어느때보다도 불치병 치료, 희귀질환 정복 등에 대한 욕구가 강했던 시기다.

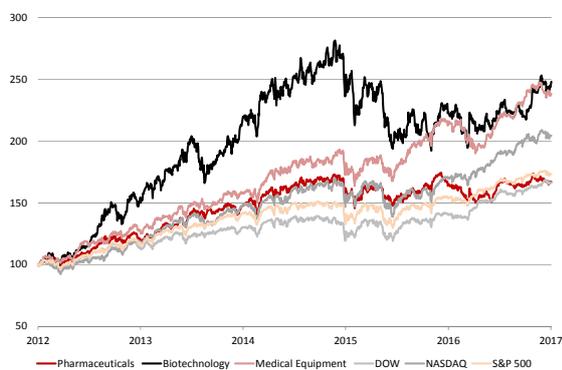
‘웰빙’에 대한 관심이 변하면서 건강관리(Health Care) 분야에 대한 관심도 높아졌다. 건강한 신체기능 유지를 위한 의학적 관심이 높아진 것이다. 그리고 이는 희귀질환에 대한 치료 및 정복, 신약 개발/연구 등으로 자연스럽게 이어졌다. 세계에서 가장 큰 헬스케어 시장을 보유한 미국의 업종별 수익률 흐름에서도 잘 나타난다. 아래 차트는 지난 5년간 제약/생명과학/의료기기 업종과 다우/나스닥/S&P 지수 수익률을 비교해 놓은 것이다. 다우지수와 나스닥지수가 각각 +66.4%, 104.2% 상승하는 동안 생명과학(Biotechnology) 업종이 +147.8%, 의료기기(Medical Equipment) 업종이 +138.1% 상승하며 대표 지수 상승률을 웃돌았다. 우리나라도 같은 기간 KOSPI 가 +23.7%, KOSDAQ 이 +30.7% 상승했는데 제약 및 바이오 업종은 각각 +125.1%, +104.0% 상승하면서 크게 Outperform 했다. 그만큼 지난 5년간은 불치병 치료, 희귀질환 정복 등에 대한 욕구가 가장 강했던 시기라고 할 수 있다.

미국/한국 업종별 상승률 비교

| 미국 | 1Y | 3Y | 5Y | MAX | MIN | 한국 | 1Y | 3Y | 5Y | MAX | MIN |
|-------------------|-------|-------|--------|--------|-------|------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| Pharmaceuticals | 1.6% | 12.8% | 67.2% | 74.4% | -1.1% | 제약 | -15.4% | 88.9% | 125.1% | 211.3% | -0.4% |
| Biotechnology | 10.9% | 13.2% | 147.8% | 181.4% | -1.4% | 바이오 | 2.9% | 91.8% | 104.0% | 135.3% | -19.1% |
| Medical Equipment | 11.2% | 51.4% | 138.1% | 147.4% | 0.0% | 의료장비 및 서비스 | -23.8% | 14.5% | 41.5% | 108.3% | -7.1% |
| DOW | 18.6% | 27.7% | 66.4% | 68.5% | -4.4% | 종합주가지수 | 16.3% | 14.2% | 23.7% | 27.8% | -7.2% |
| NASDAQ | 20.4% | 37.9% | 104.2% | 109.0% | -7.7% | 코스닥 | -4.0% | 14.5% | 30.7% | 58.5% | -3.2% |
| S&P500 | 12.7% | 22.4% | 73.4% | 75.9% | -4.0% | | | | | | |

자료 : Dataguide, SK 증권
 ※ MAX/MIN : 과거 5년래

과거 5년간 미국 헬스케어 관련 섹터 추이



자료 : Dataguide, SK 증권
 ※ 2012년 8월 기준 100으로 환산

과거 5년간 국내 헬스케어 관련 섹터 추이



자료 : Dataguide, SK 증권
 ※ 2012년 8월 기준 100으로 환산

치료 이전의 진단/예방의 필요성

헬스케어의 패러다임은 질병 발병 후 치료 이전의 '진단/예방 활성화'로 변하고 있다.

하지만 불치의 병이 치료가 된다고 해서, 희귀 질환을 잠재울 수 있는 약품이 개발된다고 해서 인간 본연의 '웰빙'이 실현되었다고 말할 수 있을까? 아마 선뜻 대답하기 힘든 질문일 것이다. 굳이 가장 이상적인 '웰빙'의 모습을 상상해보자면, 아마도 특별한 치료가 필요 없는 건강한 삶을 유지하는데 있지 않을까 싶다. 이런 생각들이 주위에 점점 팽배해지면서 헬스케어의 패러다임 변화가 일어나고 있는데, 바로 '치료 이전의 진단/예방 활성화'이다.

세계 각국에서도 진단/예방 활성화를 위한 국가 정책을 마련하고 있다. 비용 절감을 위해 선제 방어에 나서는 것이다.

이미 전세계적으로 진단/예방 활성화를 위한 국가 정책을 마련하여 시행 중이다. 이런 움직임이 시작된 이유는 크게 세 가지로 구분할 수 있다. 첫째, 노령인구의 증가이다. 노령/노령화 사회 문제는 비단 우리나라나 일본만의 문제가 아니다. 세계적으로 기대수명이 늘어가는 반면 저조해지는 출산율 때문에 인구 비대칭 현상이 갈수록 심해지고 있다. 노령인구가 많아진다는 것은 의료/복지 예산이 더 많이 필요함을 의미하고, 결국 국가나 개인의 의료비 부담이 늘어날 수밖에 없다. 따라서 더 많은 비용이 들기 전에 미리 국민 건강관리에 나서고 있는 것이다. 둘째, 기술의 발전이다. 희귀 질환에 대한 사전 진단/검사 기술이 발달하면서 그 동안 찾아내지 못했던 발병 원인을 파악하고 대처할 수 있게 되었다. 이를 통해 진단 기술의 보편화가 빠르게 진행 중이다. 셋째, 삶의 질 개선이다. 산업/경제 발전으로 1인당 GDP/가처분소득 등이 증가하면서 건강 관리에 대한 사회적 욕구는 점점 증가하고, 이를 충족시키기 위한 국가별 정책이 계속 나오는 상황이다.

주요국 건강증진 정책

| | 재정적 지원 | 주요 건강증진정책 분야 | 건강증진의 방법 |
|----|--|--|---|
| 미국 | - 부문적 국가보험 시행 (메디케어, 메디케이드) - 예방사업 및 금연사업 등 건강증진사업에 별도 예산 지원 | 운동, 영양, 담배, 알코올 및 약물, 정신보건 안전, 교육 및 커뮤니케이션 | 개인 가족, 지역사회, 언론 정부 등의 협력을 중요시 함 |
| 영국 | - 전국민 국가보험(국가보건서비스 NHS) - 건강증진은 저소득층 지역 대상의 Health Action Zone 예산 별도 지원 | 만성질환, 흡연, 영유아건강, 청소년 성건강 정신건강, 교육 등 | 중앙정부와 지역보건당국, NHS와 연계된 서비스 제공 - 건강증진은 저소득층 지역대상의 Health Action Zone 운영 |
| 일본 | - 전국민 의료보험 - 일반예산에서 건강증진 지원 | 영양, 운동, 휴식을 중심으로 한 건강 가꾸기 사업 추진 사회환경조성 등 | 중앙정부와 보건소, 시정촌 건강증진센터에서 건강증진서비스 제공 |
| 호주 | - 전국민 의료보장 - 정부 및 비정부기관을 통한 건강증진재정 지원 | 전염병관리, 암 예방, 금연 알코올, 식생활 및 신체활동 | 개인의 형태변화를 위한 환경적 접근, 지역보건센터를 통한 건강증진서비스 제공 |

자료 : 한국 보건사회연구원, SK 증권

**진단/예방 활성화는 진단
의료기기의 성장을 야기했다.
진단영상, IT 헬스케어, 체외진단
분야 성장률이 높다.**

‘치료 이전의 진단/예방 활성화’ 패러다임 변화는 의료기기 시장에서도 쉽게 찾아 볼 수 있다. 시장조사기관 Global Data 의 자료에 의하면 2020 년까지 가장 높은 연평균 성장률을 기록할 것으로 예상되는 의료기기 분야가 바로 진단영상(Diagnostic Imaging) 분야이다. 2020 년 464 억달러 규모로 2016 년 306 억달러 대비 약 50% 이상(연평균 약 +11%) 성장이 기대된다. 그 밖에 체외진단기기(In Vitro Diagnostics), IT 를 활용한 건강관리(Healthcare IT) 분야도 연평균 약 7% 이상 성장할 것으로 예상되면서 연평균 성장률 상위권에 자리하고 있다. 결국 앞으로의 화두는 진단/예방이 될 것임을 방증하고 있다는 판단이다.

글로벌 품목별 의료기기 시장 규모 전망

(단위 : 백만 USD)

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | CAGR (2015-2020) |
|--|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|---------------------|
| Total(종합) | 425,832.2 | 440,434.4 | 467,682.7 | 497,922.9 | 531,116.0 | 567,997.1 | 5.6% |
| Diagnostic Imaging(진단영상) | 27,965.8 | 30,603.0 | 33,768.3 | 37,499.6 | 41,652.1 | 46,447.2 | 11.0% |
| Nephrology and Urology Devices(신장 기기) | 25,437.4 | 27,541.3 | 300,002.3 | 32,822.3 | 36,130.8 | 40,009.6 | 9.5% |
| Neurology Devices(신경학) | 5,931.4 | 6,448.6 | 7,017.1 | 7,627.4 | 8,317.8 | 9,046.1 | 8.8% |
| ENT Devices(이비인후과 기기) | 10,686.1 | 11,534.8 | 12,477.2 | 13,520.2 | 14,680.2 | 15,973.4 | 8.2% |
| General Surgery(외과) | 12,489.4 | 13,330.4 | 14,298.7 | 15,421.5 | 16,739.6 | 18,304.5 | 7.8% |
| Healthcare IT(IT 헬스케어) | 23,972.2 | 25,561.8 | 27,353.5 | 29,350.6 | 31,509.7 | 33,894.7 | 6.9% |
| In Vitro Diagnostics(체외진단기기) | 55,116.5 | 58,622.9 | 62,471.2 | 66,714.6 | 71,402.9 | 76,611.4 | 6.5% |
| Dental Devices(치과용 기기) | 11,841.8 | 12,557.9 | 13,340.3 | 14,194.6 | 15,127.4 | 16,152.1 | 6.1% |
| Hospital Supplies(간호용품) | 25,812.3 | 27,280.5 | 28,841.6 | 30,511.8 | 32,293.6 | 34,197.6 | 5.4% |
| Cardiovascular Devices(심혈관용 장비) | 42,090.5 | 44,183.4 | 46,465.4 | 49,005.9 | 51,817.1 | 54,932.2 | 5.1% |
| Diabetes Care Devices(당뇨병 관리 기기) | 21,098.5 | 22,226.4 | 23,399.1 | 24,651.4 | 25,977.9 | 27,382.4 | 5.0% |
| Anesthesia and Respiratory Devices(마취/호흡기) | 13,677.5 | 14,348.2 | 15,059.4 | 15,811.1 | 16,607.8 | 17,453.3 | 4.6% |
| Ophthalmic Devices(안과 기기) | 48,095.2 | 50,097.1 | 52,367.4 | 54,870.1 | 57,585.5 | 60,552.4 | 4.3% |
| Drug Delivery Devices(약물 전달 기기) | 20,604.7 | 21,524.5 | 22,475.7 | 23,493.4 | 24,560.3 | 25,679.6 | 4.1% |
| Wound Care Management(상처 관리) | 23,161.6 | 24,055.0 | 24,993.1 | 25,969.4 | 27,007.4 | 28,103.2 | 3.6% |
| Orthopedic Devices(정형외과 기기) | 57,851.4 | 50,518.7 | 53,352.5 | 56,459.0 | 59,705.9 | 62,857.3 | 1.4% |

자료 : Medical Equipment Market, Global(2013-2020), Global Data, SK 증권

※ CAGR 순 정렬

글로벌 지역별 의료기기 시장 규모 전망

(단위 : 백만 USD)

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | CAGR (2013-2020) |
|---------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|---------------------|
| Global | 415,832.2 | 440,434.4 | 467,682.7 | 497,922.9 | 531,116.0 | 567,997.1 | 6.2% |
| Asia-Pacific | 110,582.9 | 119,453.0 | 129,551.5 | 141,049.9 | 153,939.7 | 168,630.2 | 8.4% |
| Europe | 113,086.9 | 118,588.0 | 124,549.3 | 131,062.9 | 138,105.7 | 145,836.0 | 5.0% |
| Middle East and Africa | 7,058.1 | 7,382.7 | 7,715.6 | 8,070.8 | 8,449.3 | 8,861.2 | 4.6% |
| South and Central America | 12,496.3 | 13,329.6 | 14,236.6 | 15,231.1 | 16,326.2 | 17,539.8 | 6.8% |
| North America | 172,608.1 | 181,681.1 | 191,629.7 | 202,508.2 | 214,295.2 | 227,129.9 | 5.5% |

자료 : Medical Equipment Market, Global(2013-2020), Global Data, SK 증권

의료기기 시장 속 우리나라

글로벌 의료기기 시장은 올해부터 성장률이 더 가파라진다. 그 가운데 우리나라는 의료기기 수출 증가가 가장 빠른 국가 중 하나다.

글로벌 의료기기 시장은 지난해 약 3% 성장에 그쳤지만, 올해부터는 약 6%대 성장률을 기록할 것으로 예상된다. 특히 진단영상 기기분야 성장률은 올해부터 10%를 상회하며 기용기가 더 가팔라질 것으로 보인다. 우리나라는 의료기기 수출 증가가 가장 빠르게 늘어나고 있는 국가 중 하나이다. 과거 2011년부터 2016년까지 연평균 성장률은 약 12%로 인도(17%)에 이어 2 위다. 세부적으로 주요 수출 품목을 살펴보면 초음파영상진단장치, 치과용임플란트, 검사지/검사시약, 측정기 등이 상위권에 포진되어 있다. 진단/예방이 우선시 되는 헬스케어 패러다임 변화 속에 우리나라 의료기기 업체들의 직접적인 수혜가 예상되는 가장 큰 이유다. 그 중에서도 가장 큰 의료기기 시장규모를 자랑하는 미국과 의료기기 수입 증가 속도가 가장 빠른 중국 向 매출이 증가하는 기업들은 보다 면밀한 관찰이 필요한 시점이다.

주요 국가 의료기기 수출 현황

(단위 : 억USD)

| 국가 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | | CAGR (2011-2016) |
|------|------|------|------|------|------|------|--------|---------------------|
| | | | | | | 규모 | 비중(%) | |
| 싱가포르 | 36 | 48 | 54 | 58 | 69 | 81 | (3.3) | 17.7 |
| 한국 | 18 | 21 | 23 | 25 | 28 | 32 | (1.3) | 12.3 |
| 중국 | 102 | 116 | 126 | 136 | 155 | 176 | (7.1) | 11.5 |
| 멕시코 | 62 | 64 | 70 | 78 | 85 | 92 | (3.7) | 8.1 |
| 벨기에 | 112 | 108 | 124 | 138 | 152 | 163 | (6.6) | 7.8 |
| 네덜란드 | 161 | 166 | 172 | 184 | 203 | 221 | (9.0) | 6.5 |
| 아일랜드 | 91 | 95 | 98 | 103 | 108 | 112 | (4.6) | 4.4 |
| 미국 | 406 | 429 | 435 | 442 | 462 | 480 | (19.5) | 3.4 |

자료 : BMI Espicom(2016), The World Medical markets Factbook 2016, November 1

주요 국가 의료기기 수입 현황

(단위 : 억USD)

| 국가 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | | CAGR (2011-2016) |
|------|------|------|------|------|------|------|--------|---------------------|
| | | | | | | 규모 | 비중(%) | |
| 중국 | 86 | 103 | 117 | 125 | 149 | 175 | (7.1) | 15.4 |
| 벨기에 | 93 | 93 | 112 | 116 | 124 | 135 | (5.4) | 7.7 |
| 네덜란드 | 128 | 133 | 139 | 146 | 157 | 172 | (6.9) | 6.1 |
| 영국 | 74 | 73 | 79 | 89 | 91 | 95 | (3.8) | 5.3 |
| 미국 | 353 | 361 | 377 | 396 | 422 | 445 | (18.0) | 4.7 |
| 독일 | 169 | 169 | 182 | 186 | 198 | 211 | (8.5) | 4.5 |
| 한국 | 28 | 29 | 29 | 30 | 33 | 34 | (1.4) | 3.9 |
| 캐나다 | 51 | 55 | 55 | 55 | 58 | 60 | (2.4) | 3.3 |

자료 : BMI Espicom(2016), The World Medical markets Factbook 2016, November 1

우리나라 2016년 상위 30위 수출 품목 현황

(단위 : USD, %)

| 구분 | 제조업체명 | 2015년 | | | 2016년 | | | 증감 (%) |
|----|------------------------|-------------|-------|----|-------------|-------|-----------|-----------|
| | | 수출액(USD) | 비율(%) | 순위 | 수출액(USD) | 비율(%) | 순위 | |
| 1 | 초음파영상진단장치 | 504,592,229 | 18.61 | 2 | 519,296,481 | 17.79 | <u>1</u> | 2.91 |
| 2 | 치과용임플란트 | 151,842,647 | 5.60 | 3 | 175,801,891 | 6.02 | <u>2</u> | 15.78 |
| 3 | 소프트콘택트렌즈 | 122,855,460 | 4.53 | 5 | 149,384,585 | 5.12 | <u>3</u> | 21.59 |
| 4 | 조직수복용생체재료 | 79,961,793 | 2.95 | 10 | 138,705,039 | 4.75 | <u>4</u> | 73.46 |
| 5 | 의료영상처리용장치소프트웨어 | 108,200,563 | 3.99 | 7 | 128,796,816 | 4.41 | <u>5</u> | 19.04 |
| 6 | 면역화학검사지 | 115,645,704 | 4.27 | 6 | 125,876,794 | 4.31 | <u>6</u> | 8.85 |
| 7 | 의료용프로브 | 103,783,099 | 3.83 | 8 | 116,013,767 | 3.98 | <u>7</u> | 11.78 |
| 8 | 고위험성감염체면역검사시약 | 91,352,755 | 3.37 | 9 | 107,870,700 | 3.70 | <u>8</u> | 18.08 |
| 9 | 레이저수술기 | 69,157,362 | 2.55 | 12 | 78,286,588 | 2.68 | <u>9</u> | 13.20 |
| 10 | 디지털엑스선촬영장치 | 125,372,552 | 4.63 | 4 | 77,806,932 | 2.67 | <u>10</u> | -37.94 |
| 11 | 전산화단층엑스선촬영장치 | 67,831,601 | 2.50 | 13 | 63,554,874 | 2.18 | <u>11</u> | -6.30 |
| 12 | 개인용온열기 | 69,891,980 | 2.58 | 11 | 62,828,499 | 2.15 | <u>12</u> | -10.11 |
| 13 | 스텐트 | 10,380,211 | 0.38 | 44 | 45,494,635 | 1.56 | <u>13</u> | 338.28 |
| 14 | 면역화학검사시약 | 32,972,504 | 1.22 | 17 | 35,401,789 | 1.21 | <u>14</u> | 7.37 |
| 15 | HIV,HBV,HCV,HTLV면역검사시약 | 27,456,205 | 1.01 | 22 | 35,290,084 | 1.21 | <u>15</u> | 28.53 |
| 16 | 시력보정용안경렌즈 | 38,836,312 | 1.43 | 14 | 32,205,023 | 1.10 | <u>16</u> | -17.07 |
| 17 | 체지방측정기 | 25,623,795 | 0.95 | 24 | 31,171,278 | 1.07 | <u>17</u> | 21.65 |
| 18 | 주사기 | 37,334,977 | 1.38 | 15 | 30,745,851 | 1.05 | <u>18</u> | -17.65 |
| 19 | 추간체고정보형재 | 36,659,931 | 1.35 | 16 | 29,025,663 | 0.99 | <u>19</u> | -20.82 |
| 20 | 초음파수술기 | 28,003,468 | 1.03 | 21 | 27,172,365 | 0.93 | <u>20</u> | -2.97 |
| 21 | 개인용조합자극기 | 29,308,152 | 1.08 | 20 | 27,107,337 | 0.93 | <u>21</u> | -7.51 |
| 22 | 주사침 | 27,152,637 | 1.00 | 23 | 25,306,930 | 0.87 | <u>22</u> | -6.80 |
| 23 | 혈당측정기 | 16,941,148 | 0.62 | 32 | 24,670,899 | 0.85 | <u>23</u> | 45.63 |
| 24 | 검안용굴절력측정기 | 24,429,273 | 0.90 | 25 | 23,827,886 | 0.82 | <u>24</u> | -2.46 |
| 25 | 전기수술기 | 16,815,639 | 0.62 | 33 | 23,775,543 | 0.81 | <u>25</u> | 41.39 |
| 26 | 의약품주입펌프 | 30,254,590 | 1.12 | 18 | 21,542,492 | 0.74 | <u>26</u> | -28.80 |
| 27 | 고위험성감염체유전자검사시약 | 19,701,945 | 0.73 | 27 | 21,064,088 | 0.72 | <u>27</u> | 6.91 |
| 28 | 흡수성붕합사 | 10,047,095 | 0.37 | 47 | 20,757,364 | 0.71 | <u>28</u> | 106.60 |
| 29 | 의료용산소포화도측정기 | 18,909,419 | 0.70 | 28 | 20,269,729 | 0.69 | <u>29</u> | 7.19 |
| 30 | 치과용임플란트기술기구 | 18,480,261 | 0.68 | 29 | 18,499,300 | 0.63 | <u>30</u> | 0.10 |

자료 : 식품의약품안전처, SK 증권

※ 비율 : 각 해당년도의 전체 총 수출금액 대비 수출품목의 수출액 비율

※ 순위 : 각 해당년도의 전체 총 수출품목 중 수출액 기준 해당 수출품목 순위

※ 증감률(%) : 각 해당 수출품목별 전년도 수출액 대비 당해 연도 수출 증감률

우리나라 2016년 상위 30위 수출 업체 현황

(단위 : USD, %)

| 구분 | 제조업체명 | 2015년 | | | 2016년 | | | 증감 (%) |
|----|---------------|-------------|-------|----|-------------|-------|-----------|--------|
| | | 수출액(USD) | 비율(%) | 순위 | 수출액(USD) | 비율(%) | 순위 | |
| 1 | 한국지이초음파(유) | 240,061,542 | 8.86 | 1 | 265,752,546 | 9.11 | <u>1</u> | 10.70 |
| 2 | 삼성메디슨(주) | 196,527,570 | 7.25 | 2 | 182,436,806 | 6.25 | <u>2</u> | -7.17 |
| 3 | (주)에스디 | 120,052,616 | 4.43 | 3 | 141,629,489 | 4.85 | <u>3</u> | 17.97 |
| 4 | 지멘스헬스케어(주) | 99,830,922 | 3.68 | 4 | 111,460,395 | 3.82 | <u>4</u> | 11.65 |
| 5 | (주)아이센스원주공장 | 54,776,534 | 2.02 | 8 | 61,184,293 | 2.10 | <u>5</u> | 11.70 |
| 6 | (주)뷰웁스 | 47,715,998 | 1.76 | 10 | 59,275,076 | 2.03 | <u>6</u> | 24.22 |
| 7 | (주)바텍 | 76,169,536 | 2.81 | 5 | 56,265,027 | 1.93 | <u>7</u> | -26.13 |
| 8 | (주)세라젬 | 61,061,288 | 2.25 | 6 | 55,126,998 | 1.89 | <u>8</u> | -9.72 |
| 9 | 오스템임플란트(주) | 49,131,382 | 1.81 | 9 | 54,742,801 | 1.88 | <u>9</u> | 11.42 |
| 10 | (주)인터로조 | 27,713,205 | 1.02 | 20 | 51,928,153 | 1.78 | <u>10</u> | 87.38 |
| 11 | 지멘스헬스케어(주)성남 | 41,487,610 | 1.53 | 11 | 47,241,842 | 1.62 | <u>11</u> | 13.87 |
| 12 | (주)루트로닉 | 39,669,737 | 1.46 | 13 | 42,971,646 | 1.47 | <u>12</u> | 8.32 |
| 13 | 바디텍메드(주) | 32,101,060 | 1.18 | 15 | 41,854,668 | 1.43 | <u>13</u> | 30.38 |
| 14 | (주)덴티움용인공장 | 39,789,548 | 1.47 | 12 | 40,639,560 | 1.39 | <u>14</u> | 2.14 |
| 15 | (주)메디톡스 | 19,245,422 | 0.71 | 31 | 38,799,303 | 1.33 | <u>15</u> | 101.60 |
| 16 | (주)엘지화학익산공장 | 18,655,849 | 0.69 | 32 | 35,557,787 | 1.22 | <u>16</u> | 90.60 |
| 17 | (주)인포피아 | 28,144,969 | 1.04 | 18 | 33,613,558 | 1.15 | <u>17</u> | 19.43 |
| 18 | 알피니언메디칼시스템(주) | 35,247,000 | 1.30 | 14 | 32,108,000 | 1.10 | <u>18</u> | -8.91 |
| 19 | (주)메가젠임플란트 | 26,136,932 | 0.96 | 21 | 32,043,141 | 1.10 | <u>19</u> | 22.60 |
| 20 | (주)태웅메디칼 | 30,144,081 | 1.11 | 17 | 30,834,223 | 1.06 | <u>20</u> | 2.29 |
| 21 | 삼성전자(주) | 58,287,882 | 2.15 | 7 | 30,211,814 | 1.04 | <u>21</u> | -48.17 |
| 22 | (주)레이언스 | 24,077,226 | 0.89 | 24 | 29,692,737 | 1.02 | <u>22</u> | 23.32 |
| 23 | 에스디바이오센서(주) | 23,094,804 | 0.85 | 25 | 28,741,151 | 0.98 | <u>23</u> | 24.45 |
| 24 | (주)메디아나 | 25,577,750 | 0.94 | 22 | 27,587,619 | 0.95 | <u>24</u> | 7.86 |
| 25 | (주)누가의료기 | 24,224,515 | 0.89 | 23 | 24,178,317 | 0.83 | <u>25</u> | -0.19 |
| 26 | (주)인바디 | 21,532,485 | 0.79 | 28 | 23,590,809 | 0.81 | <u>26</u> | 9.56 |
| 27 | (주)디오 | 22,431,803 | 0.83 | 27 | 23,341,562 | 0.80 | <u>27</u> | 4.06 |
| 28 | (주)씨젠 | 30,697,494 | 1.13 | 16 | 23,195,910 | 0.79 | <u>28</u> | -24.44 |
| 29 | (주)아크로스 | 22,482,914 | 0.83 | 26 | 22,165,965 | 0.76 | <u>29</u> | -1.41 |
| 30 | (주)디알젬 | 28,039,000 | 1.03 | 19 | 21,566,000 | 0.74 | <u>30</u> | -23.09 |

자료 : 식품의약품안전처, SK 증권

※ 비율 : 각 해당연도의 전체 총 수출금액 대비 수출업체의 수출액 비율

※ 순위 : 각 해당연도의 전체 총 수출업체 중 수출액 기준 해당 수출업체 순위

※ 증감률(%) : 각 해당 수출업체별 전년도 수출액 대비 당해 연도 수출 증감률

우리나라 대표 의료기기 업체

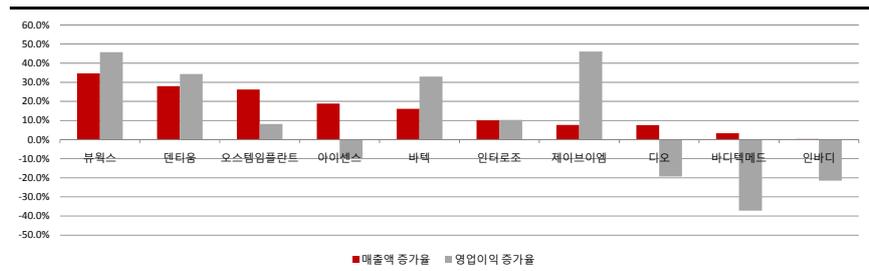
치과용 임플란트 업체들의 매출 성장을 비롯하여 국내 의료기기 업체들의 실적 개선이 눈에 띈다.

우리나라 의료기기 수출 상위 30개 업체 중 분야별 대표 상장기업 10곳의 올해 상반기 실적을 살펴보면 매출은 전년동기 대비 약 18%, 영업이익은 약 9% 증가했다. ‘오스템임플란트’, ‘덴티움’은 치과용 임플란트 수출 증가에 힘입어 약 30%에 가까운 매출 성장을 기록했다. 자가혈당측정기를 생산하는 ‘아이센스’, 치과용 엑스레이 전문 기업 ‘바텍’도 20%에 가까운 매출 성장세를 보였다. 모두 수출 매출비중이 높은 기업들이다. 체외 진단기기 및 진단 시약을 판매하는 ‘바디텍메드’와 체성분 분석기를 만드는 ‘인바디’도 올 하반기 수출 증가가 기대된다. 디지털 카메라 분야 전문 기업으로 의료용 이미징 기술을 토대로 의료기기의 디지털화를 선도하고 있는 ‘뷰웍스’와 의약품 제조 자동화 솔루션 전문 기업 ‘제이브이엠’은 영업이익률의 성장이 눈에 띈다. 각각 45%, 46%의 영업이익 상승이다.

반면 주가는 부진했는데, 대형주 쏠림 현상과 실적 착시 현상 등이 나타났기 때문이다.

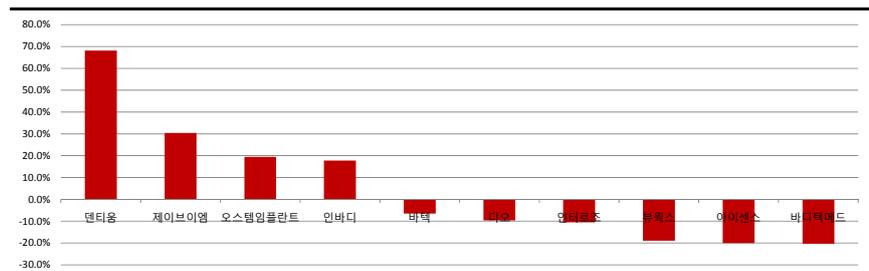
반면 연초대비 주가 상승률은 조금 아쉽다. 영업이익의 증가가 뚜렷하게 나타났던 제이브이엠(YTD +30.4%), 덴티움(YTD +68.1%) 정도를 제외하면 전반적으로 수익률이 부진했던 것이 사실이다. 하지만 ① 올해 IT를 중심으로 한 대형주 쏠림 현상이 나타나면서 상대적으로 중소형주/코스닥 시장이 부진했고 ② 중국 수출 비중이 높은 기업들의 경우 사드(THAAD) 배치에 따른 간접 피해가 있었으며 ③ 기업별 실적 기저/기고 현상으로 인한 착시 현상이 나타났기 때문으로 풀이된다.

주요 10개사 매출액, 영업이익 증가율(1H 16→1H 17)



자료 : Dataguide, SK 증권

주요 10개사 연초대비 주가 상승률(YTD)



자료 : Dataguide, SK 증권

Top pick's 5

SK 증권 리서치는 국내 의료기기 관련 기업들 중 올 하반기 시장을 주도할 가능성이 높은 5개 기업을 선별하였다. 모두 국내 의료기기 수출 상위 품목 관련 사업을 영위하면서 본격적인 해외 매출 성장이 기대되는 종목들이다.

‘오스팀임플란트’는 국내 1등 임플란트 업체로서, 건강보험 적용 확대에 의한 매출 증가가 기대된다. 국내 뿐만 아니라 중국/미국/러시아/인도 등 해외법인에서의 고성장으로 2018년까지 높은 매출성장 및 이익개선이 예상된다. 또, 임플란트 이외의 제품으로 사업다각화도 꾸준히 추진 중이다.

‘텐티움’은 수출 호조에 힘입어 하반기에도 실적 호조세가 지속될 전망이다. 이미 상반기에도 실적은 기대치를 뛰어 넘었다. 시장 성숙기에 진입한 국내와는 달리 중국/러시아 등 신흥 시장을 중심으로 하는 해외 시장 성장은 이제 시작에 불과하다. 두 자릿수의 실적 증가를 보인 글로벌 선두기업 Straumann 의 실적이 글로벌 임플란트 시장의 성장을 대변하고 있다.

‘바디텍메드’는 체외진단기기 중 면역진단기기를 제조/판매하는 기업이다. 항원/항체를 모두 자체 생산하면서 경쟁사 대비 뛰어난 원가 경쟁력을 보유하고 있다. 대표적인 Cash Cow 인 카트리지의 안정적 매출은 매우 긍정적이다. 또 대장암 진단키트 전문회사인 미국 이뮤노텍스社를 인수하면서 시너지 효과도 기대된다. 중국 광서공장 가동률 상승 등에 힘입어 4분기부터는 중국 매출도 회복세로 돌아설 전망이다.

‘제이브이엠’은 주력제품인 ATDPS(전자동 정제 분류 및 포장 시스템)의 안정적인 성장이 예상된다. 한미약품 계열사 편입 이후 시너지 효과가 실적으로 구체화되고 있다. 또 ADC(전자동 약품관리 시스템)가 본격적으로 판매되면서 차세대 성장 동력도 마련되었다는 판단이다.

‘인바디’는 신체 구성 성분을 분석/측정하는 체성분 분석기 전문 기업이다. 독창적인 생체전기 임피던스법을 활용하여 경쟁 제품 대비 신뢰도 높은 체성분 측정값 도출이 가능하다. 뛰어난 기술력을 바탕으로 해외 매출이 연 30% 내외로 꾸준히 성장 중이다. 2015년 세계 최초로 출시했던 Wearable 체성분 측정기 인바디밴드 1에 디자인과 기능이 추가된 ‘인바디워치’도 곧 출시된다. 체성분 분석기의 활용 분야가 갈수록 다양해짐에 따라 수출 증가는 지속될 것으로 예상된다.

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



Analyst
이달미
talmi@sk.com
02-3773-9952

Company Data

| | |
|----------------|-----------|
| 자본금 | 71 억원 |
| 발행주식수 | 1,429 만주 |
| 자사주 | 37 만주 |
| 액면가 | 500 원 |
| 시가총액 | 10,357 억원 |
| 주요주주 | |
| 최규옥(외6) | 20.83% |
| PROA PARTNERS | |
| PTE. LTD.(외16) | 5.26% |
| 외국인지분률 | 51.90% |
| 배당수익률 | 0.00% |

Stock Data

| | |
|--------------|-----------|
| 주가(17/08/30) | 70,300 원 |
| KOSDAQ | 655.00 pt |
| 52주 Beta | 1.24 |
| 52주 최고가 | 73,200 원 |
| 52주 최저가 | 50,500 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 72 억원 |

주가 및 상대수익률



| 주가상승률 | 절대주가 | 상대주가 |
|-------|-------|-------|
| 1개월 | 17.9% | 17.7% |
| 6개월 | 25.9% | 17.8% |
| 12개월 | 22.7% | 24.5% |

오스템임플란트 (048260/KQ | 매수(신규편입) | T.P 87,000 원(신규편입))

국내 임플란트 1 등 업체

국내 임플란트 1 등 업체인 오스템임플란트에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 87,000 원으로 커버리지를 개시함. 투자포인트는 1) 건보확대로 신규시장이 열리면서 이에 따른 매출증가세 전망, 2) 임플란트 이외의 제품으로 사업다각화를 통한 성장세 예상, 3) 중국, 미국, 러시아, 인도 등 해외법인에서의 고성장세가 예상되면서 2017년, 2018년까지 높은 매출성장세에 따른 레버리지 효과로 이익개선세가 긍정적. 2017년 연간 실적은 매출액 4,031 억원(+17.0%YoY), 영업이익은 425 억원(+23.9%YoY) 시현 전망.

투자의견 BUY와 목표주가 87,000 원으로 커버리지 개시

오스템임플란트에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 87,000 원으로 커버리지를 개시한다. 동사의 목표주가 87,000 원은 2018년 EPS에 32 배를 적용하여 산정되었다. 적용 multiple 32 배는 글로벌 임플란트 업체 1 위인 Straumann 의 2018년 PER 35 배를 10% 할인한 것이다.

투자포인트

오스템임플란트의 투자포인트는 다음과 같다. 1) 문재인 케어 수혜주로서 65 세 이상 노인의 임플란트 건보적용 확대(기존 본인부담율 50%에서 30%로 인하)로 신규시장 확대에 따른 매출증가 전망, 2) Total Dental Solution Provider 로써 임플란트를 주력으로 치과용 소프트웨어, 디지털 덴탈, 체어사업 등 사업 다각화를 통한 매출성장세 예상, 3) 임플란트 보급률이 낮은 중국, 미국, 러시아, 인도 등의 해외법인 고성장세가 예상되며 2017년 및 2018년 매출성장세에 따른 레버리지 효과로 인한 이익개선세가 긍정적.

2017년 실적전망

2017년 연간 실적은 매출액 4,031 억원(+17.0%YoY), 영업이익은 425 억원(+23.9%YoY)을 시현할 전망이다. 2016년말 중국법인 인준문제 해결로 2017년 실적 정상화가 예상되면서 적자축소가 전망되며 미국법인은 20% 이상의 매출성장세로 흑자 전환이 전망된다. 또한 러시아는 작년 루블화 하락에도 현지 임플란트 제품 가격을 유지해 치과 의사들의 신뢰도가 높아지면서 양호한 성장세가 예상, 2017년 매출 및 영업이익 성장세를 견인할 전망이다.

영업실적 및 투자지표

| 구분 | 단위 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 억원 | 2,386 | 2,777 | 3,446 | 4,031 | 4,453 | 4,864 |
| yoy | % | 10.2 | 16.4 | 24.1 | 17.0 | 10.5 | 9.2 |
| 영업이익 | 억원 | 288 | 333 | 342 | 424 | 526 | 621 |
| yoy | % | 52.6 | 15.7 | 2.8 | 23.9 | 23.8 | 18.1 |
| EBITDA | 억원 | 335 | 383 | 411 | 524 | 669 | 802 |
| 세전이익 | 억원 | 195 | 268 | 325 | 389 | 475 | 559 |
| 순이익(지배주주) | 억원 | 156 | 179 | 235 | 318 | 390 | 456 |
| 영업이익률% | % | 12.1 | 12.0 | 9.9 | 10.5 | 11.8 | 12.8 |
| EBITDA% | % | 14.1 | 13.8 | 11.9 | 13.0 | 15.0 | 16.5 |
| 순이익률 | % | 5.7 | 5.9 | 5.9 | 7.6 | 8.4 | 9.1 |
| EPS | 원 | 1,100 | 1,256 | 1,645 | 2,226 | 2,730 | 3,195 |
| PER | 배 | 32.4 | 64.5 | 36.9 | 32.6 | 26.6 | 22.7 |
| PBR | 배 | 5.1 | 10.6 | 8.3 | 7.7 | 6.0 | 4.8 |
| EV/EBITDA | 배 | 15.3 | 29.6 | 22.2 | 20.9 | 16.3 | 13.5 |
| ROE | % | 17.1 | 17.3 | 22.1 | 26.7 | 25.5 | 23.4 |
| 순차입금 | 억원 | 18 | -352 | 318 | 496 | 491 | 438 |
| 부채비율 | % | 259.5 | 250.9 | 325.4 | 308.3 | 277.5 | 250.0 |

오스템임플란트 목표주가 산정 Table

| 구분 | 내용 | 비고 |
|------------------|------------|---|
| 2018년 예상 순이익(억원) | 390.1 | |
| 발행주식수(주) | 14,290,000 | |
| 2018년 EPS(원) | 2,730 | |
| 적용PER(배) | 32.0 | 글로벌 임플란트 1위 업체 Straumann의 2018년 PER 35배에 10% 할인 |
| 주당가치(원) | 87,347 | |
| 목표주가(원) | 87,000 | |
| 현재주가(원) | 70,300 | |
| 상승여력(%) | 23.8 | |

자료 : SK 증권

오스템임플란트 분기 및 연간 실적전망 Table

| | 1Q16 | 2Q16 | 3Q16 | 4Q16 | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17E | 4Q17E | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E |
|-----------|-------|-------|-------|---------|--------|---------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 777.6 | 764.1 | 875.4 | 1,028.7 | 934.9 | 1,010.0 | 981.0 | 1,105.0 | 2,777.0 | 3,445.8 | 4,030.9 | 4,453.0 |
| 영업이익 | 109.1 | 52.8 | 118.3 | 62.2 | 78.8 | 96.5 | 119.0 | 130.2 | 333.2 | 342.5 | 424.5 | 525.5 |
| 세전이익 | 114.8 | 49.4 | 41.9 | 118.7 | 125.6 | 121.6 | 149.2 | 389.2 | 267.8 | 324.8 | 389.2 | 475.0 |
| 순이익 | 80.5 | 30.6 | 32.9 | 59.3 | 78.6 | 97.3 | 134.3 | 307.3 | 163.3 | 203.3 | 307.3 | 375.1 |
| 성장률YoY(%) | | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 27.8 | 9.3 | 23.4 | 35.3 | 20.2 | 32.2 | 12.1 | 7.4 | 14.8 | 24.1 | 17.0 | 10.5 |
| 영업이익 | 34.3 | -27.5 | 42.3 | -35.1 | -27.8 | 82.6 | 0.6 | 109.3 | 15.7 | 2.8 | 23.9 | 23.8 |
| 세전이익 | 47.4 | -48.1 | -53.9 | 3,001.1 | -106.3 | 154.1 | 190.5 | 25.7 | 37.5 | 21.3 | 19.8 | 22.1 |
| 순이익 | 47.6 | -57.1 | -45.0 | -365.2 | -103.6 | 156.9 | 195.9 | 126.3 | 19.7 | 24.5 | 51.1 | 22.1 |
| 수익률(%) | | | | | | | | | | | | |
| 영업이익 | 14.0 | 6.9 | 13.5 | 6.1 | 8.4 | 9.6 | 12.1 | 11.8 | 12.0 | 9.9 | 10.5 | 11.8 |
| 세전이익 | 14.8 | 6.5 | 4.8 | 11.5 | 13.4 | 12.0 | 15.2 | 35.2 | 9.6 | 9.4 | 9.7 | 10.7 |
| 순이익 | 10.4 | 4.0 | 3.8 | 5.8 | 8.4 | 9.6 | 13.7 | 27.8 | 5.9 | 5.9 | 7.6 | 8.4 |

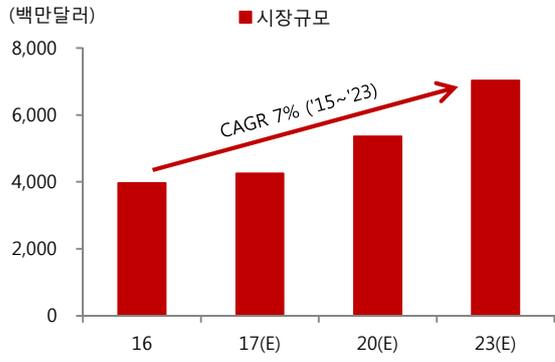
자료 : SK 증권

해외 임플란트업체 Valuation Table

| 회사명 | 시가총액 (조원) | 영업이익률 | | | PER(배) | | | PBR(배) | | | ROE(%) | | | EV/EBITDA(배) | | |
|-----------------------|--------------|-------|------|------|--------|------|------|--------|------|-----|--------|------|------|--------------|------|------|
| | | 16 | 17E | 18E | 16 | 17E | 18E | 16 | 17E | 18E | 16 | 17E | 18E | 16 | 17E | 18E |
| Zimmer Biomet Holding | 22.83 | 19.0 | 30.6 | 31.7 | 24.2 | 13.7 | 12.8 | 2.1 | 2.2 | 2.0 | 3.1 | 14.9 | 15.1 | 16.8 | 10.9 | 10.4 |
| Henry Schein | 13.41 | 7.1 | 7.0 | 7.2 | 23.1 | 23.3 | 21.1 | 4.3 | 4.1 | 3.6 | 17.9 | 19.2 | 18.7 | 14.7 | 14.8 | 13.7 |
| Dentsply Sirona | 12.66 | 17.4 | 16.9 | 20.7 | 161.6 | 20.4 | 18.2 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 8.2 | 4.5 | 8.6 | 19.9 | 15.3 | 13.8 |
| Straumann | 9.72 | 24.7 | 25.4 | 25.8 | 27.1 | 40.8 | 35.1 | 9.6 | 10.9 | 8.9 | 37.1 | 32.0 | 28.7 | 23.6 | 31.4 | 27.2 |
| 오스템임플란트 | 1.00 | 9.9 | 10.5 | 11.8 | 52.3 | 32.9 | 26.8 | 8.3 | 7.8 | 6.1 | 22.1 | 26.7 | 25.5 | 22.2 | 21.1 | 16.5 |
| 덴티움 | 0.64 | | 25.4 | 25.8 | | 22.8 | 18.8 | | 3.6 | 2.9 | 31.8 | 26.0 | 21.2 | | 15.0 | 12.4 |
| 디오 | 0.54 | 30.2 | 28.3 | 28.5 | 28.1 | 27.0 | 21.0 | 7.8 | 4.0 | 3.3 | 22.2 | 16.6 | 17.9 | 19.6 | 17.1 | 14.3 |
| 전체 평균 | | 18.1 | 20.6 | 21.7 | 52.7 | 25.8 | 22.0 | 5.6 | 4.9 | 4.1 | 20.3 | 20.0 | 19.4 | 19.5 | 17.9 | 15.5 |

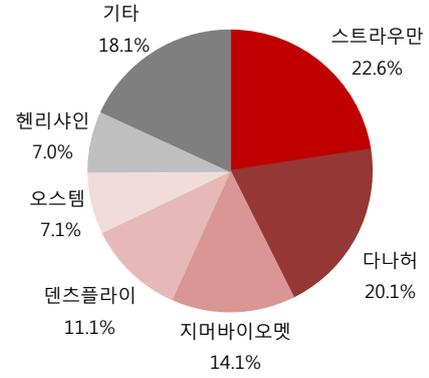
자료 : 블룸버그, SK 증권

전세계 임플란트 시장 규모



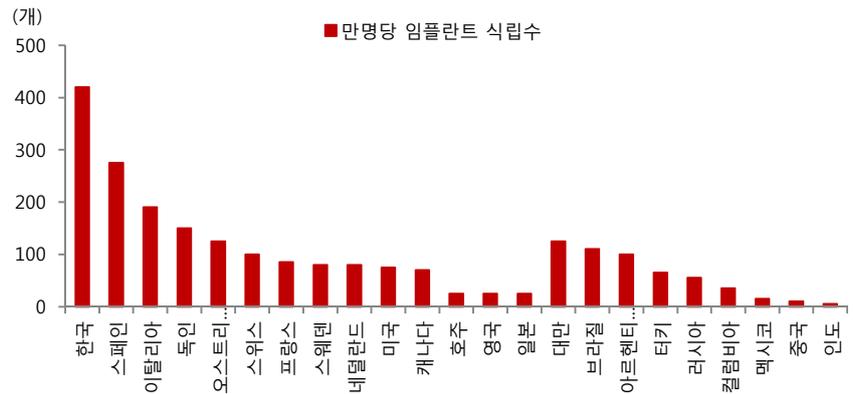
자료 : 오스템임플란트, MRG, SK 증권

전세계 임플란트 시장 점유율



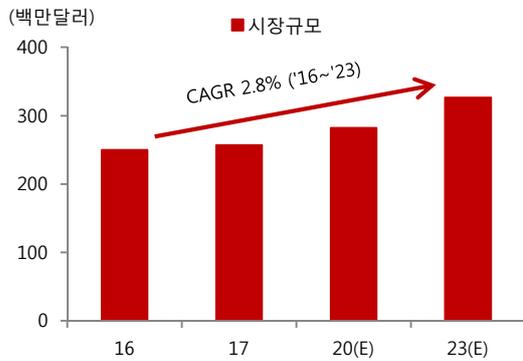
자료 : 오스템임플란트, SK 증권

전세계 임플란트 보급률



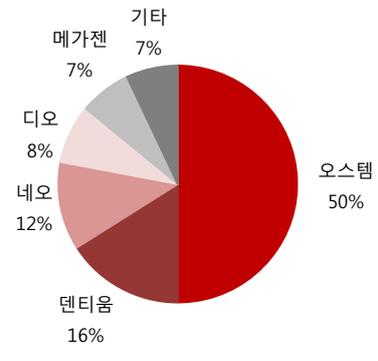
자료 : 오스템임플란트, Straumann annual report 2016, SK 증권

한국 임플란트 시장 규모



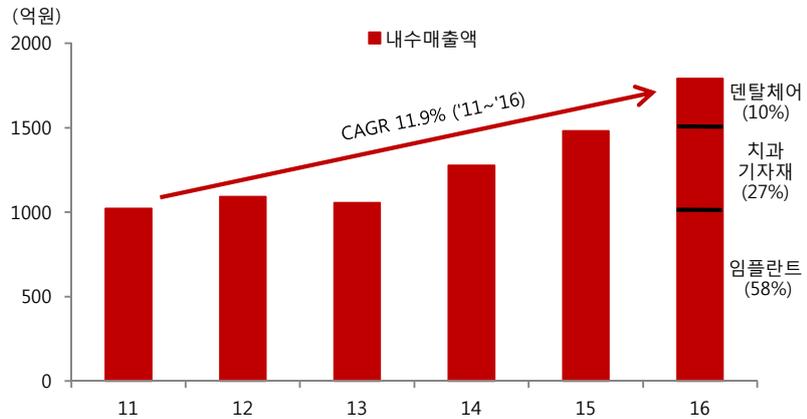
자료 : 오스템임플란트, MRG, 보험효과 미반영, SK 증권

한국 임플란트 시장 점유율



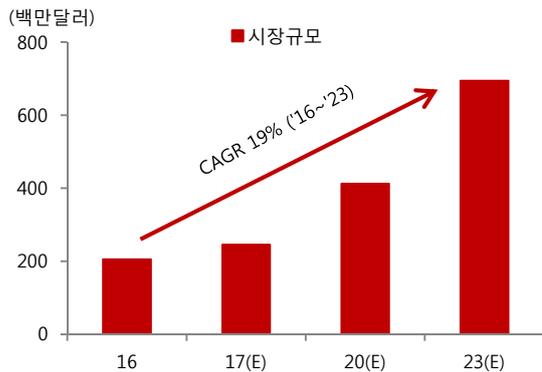
자료 : 오스템임플란트, SK 증권

오스템임플란트의 내수 매출액 추이



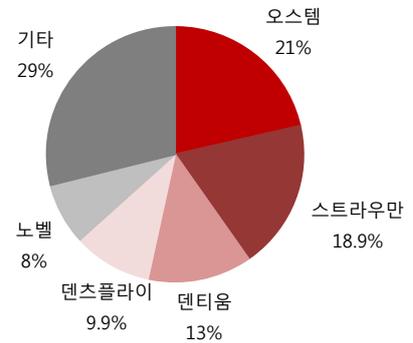
자료 : 오스템임플란트, SK 증권

중국 임플란트 시장 규모



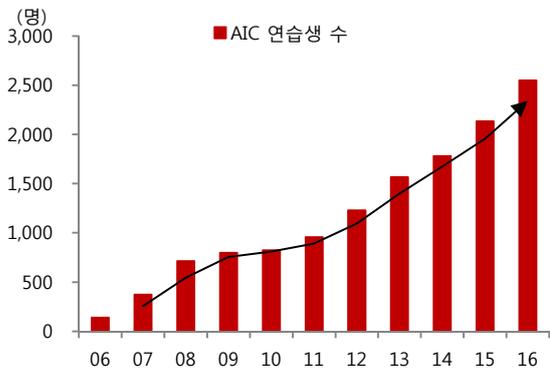
자료 : MRG, 오스템임플란트, SK 증권

중국 임플란트 시장 점유율



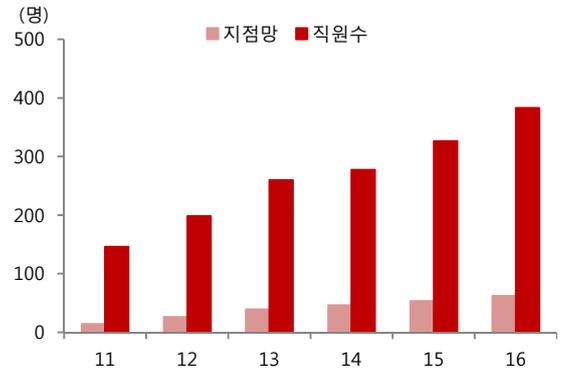
자료 : 오스템임플란트, SK 증권
주: 2016 년말 기준

중국 연도별 AIC 연습생 수



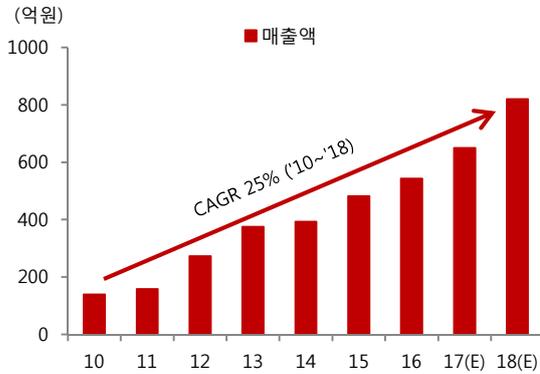
자료 : 오스템임플란트, SK 증권

오스템임플란트의 중국 법인 임직원수 및 세일즈 망



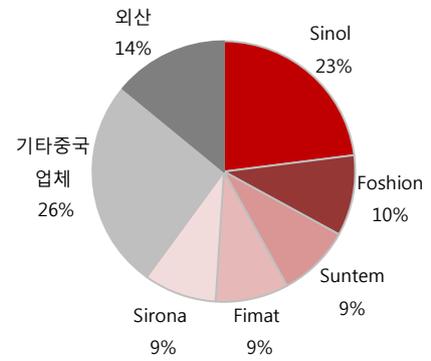
자료 : 오스템임플란트, SK 증권

오스템임플란트의 중국 법인 매출액



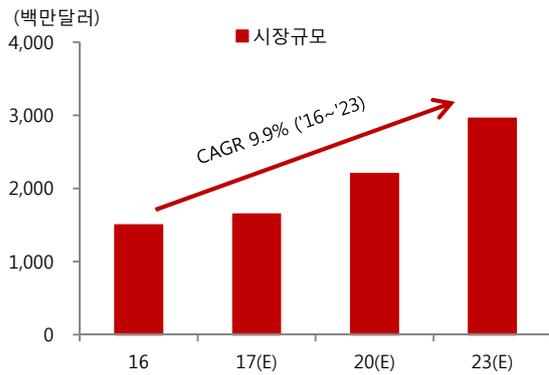
자료 : 오스템임플란트, SK 증권

중국 체어 시장 점유율



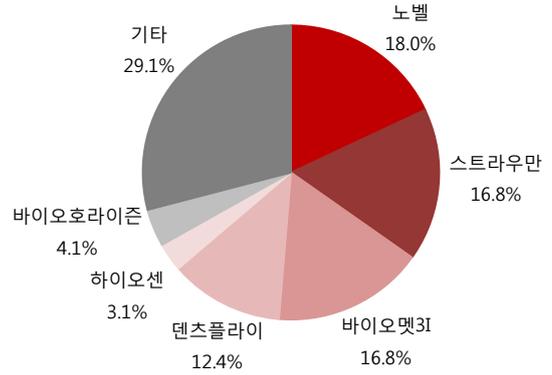
자료 : 수량기준 오스템임플란트, SK 증권
주: 2015 년말 기준

미국 임플란트 시장규모



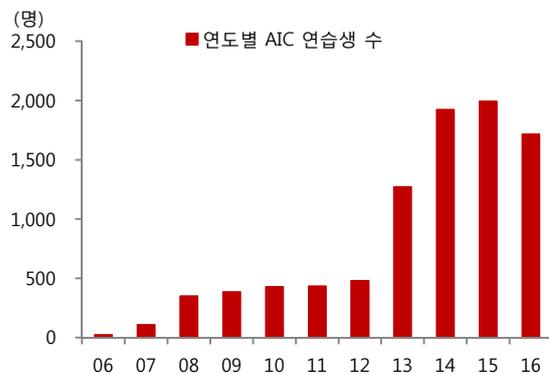
자료 : MRG, SK 증권

미국 임플란트 시장점유율



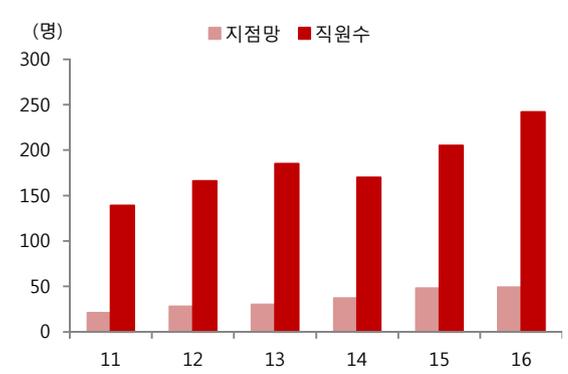
자료 : 오스템임플란트, SK 증권
주: 2016 년말 기준

미국 연도별 AIC 연습생 수



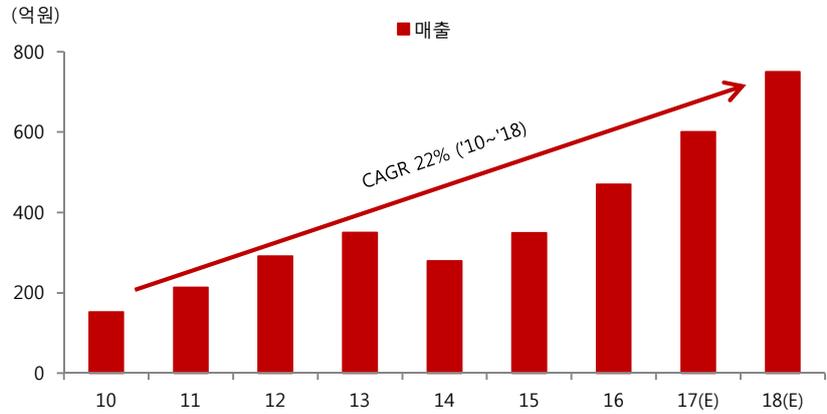
자료 : 오스템임플란트, SK 증권

오스템임플란트의 미국 법인 임직원 수 및 세일즈 망



자료 : 오스템임플란트, SK 증권

오스템임플란트의 미국법인 매출액 추이



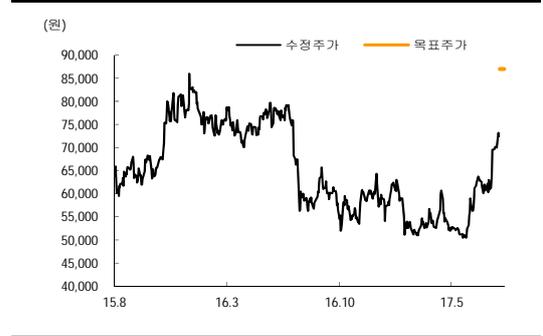
자료 : 오스템임플란트, SK 증권

오스템임플란트의 해외법인 설립현황

| 2005 | 2006 | 2007 | 2011 | 2013 | 2015 |
|------|------|-------|-------|------|------|
| 대만 | 인도 | 호주 | 인도네시아 | 터키 | 몽골 |
| 독일 | 중국 | 말레이시아 | 캐나다 | 광둥 | |
| 러시아 | 홍콩 | 태국 | 카자흐스탄 | | |
| | 싱가폴 | | 필리핀 | | |
| | 일본 | | 베트남 | | |
| | 미국 | | 방글라데시 | | |
| | | | 멕시코 | | |

자료 : 오스템임플란트, SK 증권

| 투자의견변경 | 일시 | 투자의견 | 목표주가 |
|--------|------------|------|---------|
| | 2017.08.31 | 신규편입 | 87,000원 |



Compliance Notice

- 작성자(이달미)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 8월 31일 기준)

| | | | | | |
|----|--------|----|-------|----|----|
| 매수 | 91.56% | 중립 | 8.44% | 매도 | 0% |
|----|--------|----|-------|----|----|

재무상태표

| 월 결산(억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 2,768 | 2,777 | 3,415 | 3,939 | 4,584 |
| 현금및현금성자산 | 872 | 756 | 1,251 | 1,580 | 1,968 |
| 매출채권및기타채권 | 927 | 887 | 953 | 1,053 | 1,180 |
| 재고자산 | 614 | 795 | 854 | 944 | 1,070 |
| 비유동자산 | 1,164 | 1,976 | 2,462 | 2,885 | 3,262 |
| 장기금융자산 | 8 | 18 | 9 | 9 | 9 |
| 유형자산 | 570 | 1,230 | 1,696 | 2,106 | 2,472 |
| 무형자산 | 49 | 158 | 128 | 110 | 96 |
| 자산총계 | 3,933 | 4,753 | 5,877 | 6,824 | 7,846 |
| 유동부채 | 2,441 | 3,249 | 3,714 | 4,163 | 4,596 |
| 단기금융부채 | 534 | 1,032 | 1,333 | 1,533 | 1,713 |
| 매입채무 및 기타채무 | 157 | 153 | 165 | 182 | 208 |
| 단기충당부채 | 169 | 135 | 145 | 161 | 176 |
| 비유동부채 | 370 | 387 | 724 | 854 | 1,009 |
| 장기금융부채 | 283 | 293 | 678 | 798 | 948 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 2 | 2 | 1 | 1 | 1 |
| 장기충당부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채총계 | 2,812 | 3,635 | 4,438 | 5,017 | 5,604 |
| 지배주주지분 | 1,088 | 1,044 | 1,339 | 1,722 | 2,171 |
| 자본금 | 71 | 71 | 71 | 71 | 71 |
| 자본잉여금 | 562 | 562 | 562 | 562 | 562 |
| 기타자본구성요소 | -117 | -376 | -378 | -378 | -378 |
| 자기주식 | 0 | -255 | -255 | -255 | -255 |
| 이익잉여금 | 534 | 746 | 1,055 | 1,445 | 1,902 |
| 비지배주주지분 | 33 | 74 | 100 | 86 | 71 |
| 자본총계 | 1,121 | 1,117 | 1,439 | 1,808 | 2,242 |
| 부채외자본총계 | 3,933 | 4,753 | 5,877 | 6,824 | 7,846 |

현금흐름표

| 월 결산(억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | 393 | 432 | 360 | 612 | 670 |
| 당기순이익(손실) | 268 | 325 | 350 | 375 | 441 |
| 비현금성항목등 | 52 | 198 | 179 | 294 | 361 |
| 유형자산감가상각비 | 42 | 57 | 75 | 131 | 174 |
| 무형자산감가상각비 | 8 | 12 | 24 | 13 | 8 |
| 기타 | 48 | 159 | 51 | -7 | -7 |
| 운전자본감소(증가) | 147 | 60 | -69 | 43 | -14 |
| 매출채권및기타채권의 감소(증가) | 5 | -13 | -96 | -100 | -127 |
| 재고자산감소(증가) | -19 | -147 | -65 | -89 | -126 |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | -41 | -13 | 17 | 17 | 27 |
| 기타 | 201 | 233 | 74 | 215 | 212 |
| 법인세납부 | -74 | -151 | -100 | -100 | -118 |
| 투자활동현금흐름 | -83 | -729 | -536 | -519 | -517 |
| 금융자산감소(증가) | -19 | 34 | 6 | 5 | 5 |
| 유형자산감소(증가) | -21 | -664 | -545 | -540 | -540 |
| 무형자산감소(증가) | -21 | -15 | 6 | 6 | 6 |
| 기타 | -21 | -84 | -3 | 10 | 12 |
| 재무활동현금흐름 | -142 | 180 | 669 | 238 | 234 |
| 단기금융부채증가(감소) | -313 | 207 | 301 | 200 | 180 |
| 장기금융부채증가(감소) | 142 | 267 | 390 | 120 | 150 |
| 자본의증가(감소) | 0 | -255 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금의 지급 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 29 | -40 | -22 | -82 | -96 |
| 현금의 증가(감소) | 169 | -116 | 495 | 330 | 388 |
| 기초현금 | 703 | 872 | 756 | 1,251 | 1,580 |
| 기말현금 | 872 | 756 | 1,251 | 1,580 | 1,968 |
| FCF | 540 | -260 | -104 | 67 | 123 |

자료 : 오스템임플란트, SK증권

포괄손익계산서

| 월 결산(억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 2,777 | 3,446 | 4,031 | 4,453 | 4,864 |
| 매출원가 | 1,160 | 1,411 | 1,677 | 1,853 | 2,023 |
| 매출총이익 | 1,617 | 2,034 | 2,354 | 2,601 | 2,841 |
| 매출총이익률 (%) | 58.2 | 59.0 | 58.4 | 58.4 | 58.4 |
| 판매비와관리비 | 1,284 | 1,692 | 1,930 | 2,075 | 2,220 |
| 영업이익 | 333 | 342 | 424 | 526 | 621 |
| 영업이익률 (%) | 12.0 | 9.9 | 10.5 | 11.8 | 12.8 |
| 비영업손익 | -65 | -18 | -35 | -51 | -62 |
| 순금융비용 | 32 | 31 | 48 | 73 | 84 |
| 외환관련손익 | -35 | 15 | 10 | 10 | 10 |
| 관계기업투자등 관련손익 | 3 | 5 | 3 | 5 | 5 |
| 세전계속사업이익 | 268 | 325 | 389 | 475 | 559 |
| 세전계속사업이익률 (%) | 9.6 | 9.4 | 9.7 | 10.7 | 11.5 |
| 계속사업법인세 | 105 | 122 | 82 | 100 | 118 |
| 계속사업이익 | 163 | 203 | 307 | 375 | 441 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 163 | 203 | 307 | 375 | 441 |
| 순이익률 (%) | 5.9 | 5.9 | 7.6 | 8.4 | 9.1 |
| 지배주주 | 179 | 235 | 318 | 390 | 456 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | 6.46 | 6.82 | 7.89 | 8.76 | 9.38 |
| 총포괄이익 | 161 | 184 | 300 | 368 | 434 |
| 지배주주 | 176 | 216 | 311 | 383 | 449 |
| 비지배주주 | -16 | -32 | -11 | -15 | -15 |
| EBITDA | 383 | 411 | 524 | 669 | 802 |

주요투자지표

| 월 결산(억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 매출액 | 16.4 | 24.1 | 17.0 | 10.5 | 9.2 |
| 영업이익 | 15.7 | 2.8 | 23.9 | 23.8 | 18.1 |
| 세전계속사업이익 | 37.5 | 21.3 | 19.8 | 22.1 | 17.7 |
| EBITDA | 14.3 | 7.2 | 27.4 | 27.7 | 20.0 |
| EPS(계속사업) | 14.2 | 30.9 | 35.3 | 22.7 | 17.0 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROE | 17.3 | 22.1 | 26.7 | 25.5 | 23.4 |
| ROA | 4.3 | 4.7 | 5.8 | 5.9 | 6.0 |
| EBITDA마진 | 13.8 | 11.9 | 13.0 | 15.0 | 16.5 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 유동비율 | 113.4 | 85.5 | 92.0 | 94.6 | 99.8 |
| 부채비율 | 250.9 | 325.4 | 308.3 | 277.5 | 250.0 |
| 순차입금/자기자본 | -31.4 | 28.4 | 34.4 | 27.2 | 19.6 |
| EBITDA/이자비용(배) | 9.9 | 10.2 | 9.6 | 8.1 | 8.4 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| EPS(계속사업) | 1,256 | 1,645 | 2,226 | 2,730 | 3,195 |
| BPS | 7,615 | 7,305 | 9,373 | 12,054 | 15,200 |
| CFPS | 1,608 | 2,124 | 2,919 | 3,734 | 4,467 |
| 주당 현금배당금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| PER(최고) | 65.1 | 52.3 | 32.9 | 26.8 | 22.9 |
| PER(최저) | 29.6 | 31.6 | 22.7 | 18.5 | 15.8 |
| PBR(최고) | 10.7 | 11.8 | 7.8 | 6.1 | 4.8 |
| PBR(최저) | 4.9 | 7.1 | 5.4 | 4.2 | 3.3 |
| PCR | 50.4 | 28.6 | 24.8 | 19.4 | 16.2 |
| EV/EBITDA(최고) | 29.9 | 31.0 | 21.1 | 16.5 | 13.7 |
| EV/EBITDA(최저) | 13.2 | 19.1 | 1.1 | 0.9 | 0.6 |

SK COMPANY Analysis



Analyst

이지훈

sa75you@sk.com

02-3773-8880

Company Data

| | |
|---------|----------|
| 자본금 | 62 억원 |
| 발행주식수 | 1,107 만주 |
| 자사주 | 0 만주 |
| 액면가 | 500 원 |
| 시가총액 | 6,420 억원 |
| 주요주주 | |
| 정성민(외6) | 19.12% |

| | |
|--------|-------|
| 외국인지분률 | 54.0% |
| 배당수익률 | 0.00% |

Stock Data

| | |
|--------------|------------|
| 주가(17/08/30) | 57,300 원 |
| KOSPI | 2372.29 pt |
| 52주 Beta | 0.93 |
| 52주 최고가 | 59,300 원 |
| 52주 최저가 | 32,800 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 59 억원 |

주가 및 상대수익률



| 주가상승률 | 절대주가 | 상대주가 |
|-------|------|------|
| 1개월 | 3.2% | 4.8% |
| 6개월 | % | % |
| 12개월 | % | % |

덴티움 (145720/KS | 매수(유지) | T.P 67,000 원(상향))

Straumann 이 보여준 임플란트 시장의 성장 잠재력

수출호조에 힘입어 하반기에도 실적호조세는 지속될 전망이다. 성숙시장에 진입한 국내와 달리 신흥시장을 중심으로 해외시장의 성장은 이제 시작에 불과하다. 두자릿수의 실적증가를 보인 글로벌 선두기업 Straumann 의 실적은 전세계 임플란트 시장의 성장을 대변하고 있다. 투자의견 매수를 유지하고 목표주가는 67,000 원으로 상향한다.

수출호조에 힘입어 양호한 실적은 계속된다

상반기 실적은 기대치를 뛰어 넘었다. 상장 후 실적하락이라는 징크스도 없었다. 상반기 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 28%, 34% 증가하였다. 수출호조에 힘입어 하반기에도 실적호조세는 지속될 것이다. 연간 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 28%, 44% 증가가 예상된다. 성숙시장에 진입한 국내와 달리 중국, 러시아 등 신흥시장을 중심으로 해외시장의 성장은 이제 시작에 불과하다. 고령인구의 확대와 이머징국가의 소득 수준 향상은 진행형이다.

글로벌 임플란트 시장 성장은 여전

글로벌 선두기업인 Straumann 도 상반기 양호한 실적을 기록하면서 전세계 임플란트 시장의 성장을 대변하였다. 상반기 매출액은 전년대비 18% 증가하였고 영업이익은 21% 증가하였다. 흥미로운 점은 매출의 가장 큰 부분을 차지하는 EMEA 시장의 성장이다. 시장 성숙기에 진입했다는 통상적인 우려에도 불구하고 두자릿수의 성장이 유지되고 있다. 한편 국내 임플란트 3사의 상반기 실적에서도 덴티움의 실적은 두드러졌다. 오스템임플란트의 시장확대 전략, 디오의 고수익성 기조가 대조를 이룬 반면에, 동사는 성장성과 수익성의 양 측면을 만족시키는 유일한 기업이었다.

투자의견 매수, 목표주가는 67,000 원으로 상향

투자의견 매수를 유지하고 목표주가는 67,000 원으로 상향한다. 실적추정치 상향과 적용배수의 할인율을 정상화시켰기 때문이다. 2017 년과 2018 년의 EPS 를 25.4%, 17.5% 상향조정하였다. 수출증가가 기대치를 상회하고 있으며 글로벌 임플란트 시장도 성장세가 이어지고 있다. 견조한 실적성장세는 지속될 전망이다.

영업실적 및 투자지표

| 구분 | 단위 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 억원 | 824 | 955 | 1,200 | 1,533 | 1,775 | 2,081 |
| yoy | % | 11.6 | 15.9 | 25.7 | 27.7 | 15.8 | 17.2 |
| 영업이익 | 억원 | 181 | 168 | 285 | 410 | 452 | 515 |
| yoy | % | -14.6 | -7.4 | 70.1 | 43.8 | 10.3 | 13.9 |
| EBITDA | 억원 | 207 | 203 | 325 | 464 | 504 | 578 |
| 세전이익 | 억원 | 194 | 174 | 264 | 393 | 461 | 520 |
| 순이익(지배주주) | 억원 | 170 | 145 | 198 | 312 | 366 | 413 |
| 영업이익률% | % | 22.0 | 17.6 | 23.8 | 26.8 | 25.5 | 24.8 |
| EBITDA% | % | 25.1 | 21.3 | 27.1 | 30.3 | 28.4 | 27.8 |
| 순이익률 | % | 20.7 | 15.2 | 16.7 | 20.4 | 20.7 | 19.9 |
| EPS | 원 | 1,542 | 1,308 | 1,788 | 2,822 | 3,306 | 3,730 |
| PER | 배 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 20.6 | 17.5 | 15.6 |
| PBR | 배 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 3.9 | 3.2 | 2.7 |
| EV/EBITDA | 배 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 14.1 | 12.8 | 11.0 |
| ROE | % | 41.2 | 32.4 | 33.7 | 26.9 | 20.1 | 18.7 |
| 순차입금 | 억원 | 501 | 633 | 673 | 78 | 13 | -84 |
| 부채비율 | % | 177.4 | 208.9 | 169.8 | 69.8 | 66.0 | 58.8 |

징크스는 없었다. 하반기에도 실적 호조 지속

기대를 뛰어 넘는 상반기 실적
하반기에도 수출호조에 힘입어
실적호조세 지속 예상

상반기 실적은 기대치를 뛰어 넘었다. 상장 후 실적하락이라는 징크스도 없었다. 상반기 매출액 722 억원, 영업이익 195 억원으로 전년대비 각각 28%, 34% 증가하였다. 수출호조에 힘입어 하반기에도 실적호조세는 지속될 것이다. 연간 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 28%, 44% 증가가 예상된다.

실적호조의 일등공신은 수출, 특히
중국의 기여도 높음, 고령인구의
확대와 이머징국가의 소득 수준
향상은 진행형

실적호조의 일등공신은 수출이었다. 특히 중국의 기여도가 컸다. 실적 증가폭이 컸던 2분기 실적에서 수출은 51.9% 급증(전분기대비)한 반면에 내수는 -6.9%의 역신장세를 기록했다. 수출증가에서 중국이 차지하는 비중은 54.3%에 달했다. 부진했던 러시아시장도 회복세가 뚜렷했으며 두바이 등 기타 시장도 선전하였다. 성숙시장에 진입한 국내와 달리 중국, 러시아 등 신흥시장을 중심으로 해외시장의 성장세는 이제 시작에 불과하다. 고령인구의 확대와 이머징국가의 소득 수준 향상은 진행형이다.

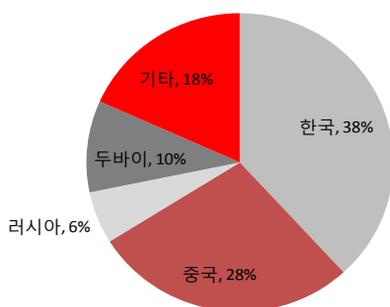
현재 중국 임플란트 시장 규모는
1.4 억달러에 불과, 그러나
2020년에는 국내 시장과 유사한
3 억달러까지 성장 전망

현재 중국 임플란트 시장규모는 1.4 억달러로 국내보다 작다. 그러나 중국의 경제성장과 고령화 인구의 급속한 증가가 맞물리면서 시장규모는 확장일로에 있다. 2015~2023년 연평균 성장율이 19.5%에 달하면서 2020년에는 국내 시장과 비슷한 수준인 3 억달러까지 확대될 전망이다.

중국향 수출 400 억원 상회할 것
중국내 입지 강화

2012년 54 억원에 불과했던 중국 수출은 2014년 128 억원, 2016년에는 335 억원까지 증가했으며, 금년 상반기에만 201 억원을 기록했다. 연간으론 444 억원에 달할 것으로 예상된다. 중국 Dental Clinic Brand 1 위인 바이보 그룹과의 대규모 공급계약은 중국내 입지를 한층 더 강화하는 계기로 판단된다. 2년간 5 만개의 fixture 를 공급하는 계약이다.

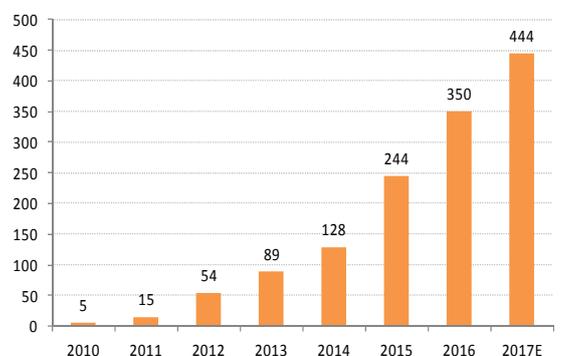
지역별 매출비중(17년 상반기)



자료: 덴티움

중국향 매출추이

(단위: 억원)



자료: 덴티움 SK 증권 추정

글로벌 선두기업 Straumann 의 양호한 실적이 주는 의미

글로벌 선두기업 Straumann 의 양호한 상반기 실적, 시장 성숙기 진입 우려에도 불구하고 투자릿수의 성장 기록

글로벌 선두기업인 Straumann 도 상반기 양호한 실적을 기록하면서 전세계 임플란트 시장의 성장을 대변하였다. 상반기 매출액은 전년대비 18% 증가하였고 영업이익은 21% 증가하였다. 지역별로도 고른 성장세를 보였는데, 증가율은 라틴아메리카 31.2%, 아시아/퍼시픽 23.7%, 북미 17.9%, EMEA 가 13.0% 순이었다. 흥미로운 점은 매출의 가장 큰 부분을 차지하는 EMEA 시장의 성장이다. 시장 성숙기에 진입했다는 통상적인 우려에도 불구하고 투자릿수의 성장이 유지되고 있다. 참고로 Straumann 의 지역별 매출비중은 EMEA 45%, North America 28%, Asia/Pacific 17%, Latin America 10% 로 구성되어 있다.

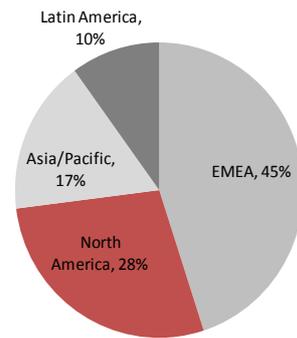
Straumann 상반기 실적

(단위 : 백만 CHF)

| | 1H 2016 | 1H 2017 | 증가율(%) |
|-------|---------|---------|--------|
| 매출 | 461 | 543 | 17.8% |
| 영업이익 | 114 | 138 | 20.5% |
| 영업이익률 | 24.8% | 25.4% | 0.6%pt |
| 순이익 | 135 | 141 | 4.4% |
| EPS | 8.6 | 9.1 | 6.5% |

자료 : Straumann

Straumann 지역별 매출비중



자료 : Straumann

임플란트 국내 3사 실적비교, 덴티움은 성장성과 수익성의 양 측면을 만족시키는 유일한 기업

국내 임플란트 3사의 상반기 실적에서도 덴티움의 실적은 두드러졌다. 매출증가율 28%, 영업이익증가율 34%로 가장 높은 외형 및 수익성 증가를 나타냈다. 오스템임플란트와 덴티움의 외형성장은 수출증가가 견인했다. 오스템임플란트의 시장확대 전략, 디오의 고수익성 기조가 대조를 이룬 반면에, 동사는 성장성과 수익성의 양 측면을 만족시키는 유일한 기업이었다.

국내 임플란트 3사 17년 상반기 실적

(단위 : 억원)

| | 오스템임플란트 | 덴티움 | 디오 |
|-------|---------|-------|--------|
| 매출액 | 1,945 | 722 | 446 |
| (YoY) | 26.2% | 28.0% | 6.0% |
| 영업이익 | 175 | 195 | 127 |
| (YoY) | 8.2% | 34.3% | -19.1% |
| 영업이익률 | 9.0% | 27.0% | 28.5% |
| 순이익 | 76 | 151 | 94 |

자료 : 각사

투자의견 매수, 목표주가 67,000 원으로 상향

매출다각화를 위한 노력, Digital Dentistry System 과 합성골 분야의 매출비중 확대 예상

단조로운 매출구조를 다각화시키기 위한 노력은 계속되고 있다. 아직 2~3%에 머무르고 있는 Digital Dentistry System 과 Regeneration(합성골 또는 골이식제) 분야의 매출을 중장기적으로 각각 20%, 15%까지 상향할 계획이다. 지난 5월에 출시한 CBCT의 국내 출시도 성공적이었다. 수출의 경우 판매인증을 거쳐 내년부터는 의미 있는 매출발생이 기대된다. 성장성이 높은 합성골 시장은 관계사 제노스를 통해 내재화하면서 점진적인 매출성장이 예상된다.

투자의견 매수 유지, 목표주가는 67,000 원으로 상향

투자의견 매수를 유지하고 목표주가는 67,000 원으로 상향한다. 실적추정치 상향과 적용배수의 할인율을 정상화시켰기 때문이다. 2017 년과 2018 년의 EPS 를 25.4%, 17.5% 상향조정하였다. 수출증가가 기대치를 상회하고 있으며 글로벌 임플란트 시장도 성장세가 이어지고 있다. 성장성이나 수익성을 감안하면 국내 경쟁사대비 주가의 프리미엄 부여도 무리가 없다는 판단이다.

추정치 변경내역

(단위: 억원)

| | 신규추정(a) | | 기존추정(b) | | 차이(a/b) | |
|----------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
| | 2017E | 2018E | 2017E | 2018E | 2017E | 2018E |
| 매출액 | 1,533 | 1,775 | 1,450 | 1,775 | 5.7 | 0.0 |
| 영업이익 | 410 | 452 | 334 | 420 | 23.0 | 7.9 |
| 영업이익률 | 26.8 | 25.5 | 23.0 | 23.6 | 3.8 | 1.9 |
| 세전이익 | 393 | 461 | 333 | 415 | 18.2 | 10.9 |
| 세전이익률 | 25.7 | 26.0 | 23.0 | 23.4 | 2.7 | 2.6 |
| 지배주주순이익 | 312 | 366 | 249 | 311 | 25.4 | 17.5 |
| 지배주주순이익률 | 20.4 | 20.6 | 17.2 | 17.6 | 3.2 | 3.1 |
| EPS(원) | 2,822 | 3,306 | 2,251 | 2,814 | 25.4 | 17.5 |

자료: SK 증권

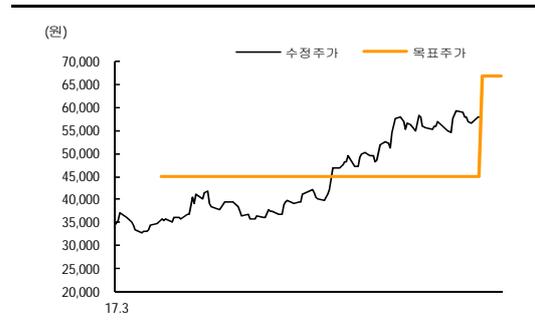
실적추이

(단위: 억원)

| | 2015 | 2016 | 1Q17 | 2Q | 3QE | 4QE | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 내수 | 425 | 488 | 143 | 133 | 130 | 136 | 542 | 605 | 671 |
| 수출 | 529 | 712 | 177 | 269 | 260 | 285 | 991 | 1,170 | 1,410 |
| 매출합 | 954 | 1,200 | 320 | 402 | 390 | 421 | 1,533 | 1,775 | 2,081 |
| 영업이익 | 168 | 285 | 85 | 109 | 102 | 113 | 409 | 452 | 515 |
| 영업이익률 | 17.6% | 23.8% | 26.6% | 27.1% | 26.2% | 26.8% | 26.7% | 25.5% | 24.7% |

자료: 덴티움, SK 증권 추정

| 투자의견변경 | 일시 | 투자의견 | 목표주가 |
|--------|------------|------|---------|
| | 2017.08.31 | 매수 | 67,000원 |
| | 2017.06.02 | 매수 | 45,000원 |
| | 2017.04.05 | 매수 | 45,000원 |



Compliance Notice

- 작성자(이지훈)는 본 조사분석자료에 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 8월 31일 기준)

| | | | | | |
|----|--------|----|-------|----|----|
| 매수 | 91.56% | 중립 | 8.44% | 매도 | 0% |
|----|--------|----|-------|----|----|

재무상태표

| 월 결산(억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 721 | 920 | 1,602 | 1,931 | 2,235 |
| 현금및현금성자산 | 53 | 91 | 502 | 666 | 764 |
| 매출채권및기타채권 | 401 | 524 | 662 | 767 | 899 |
| 재고자산 | 244 | 259 | 334 | 387 | 454 |
| 비유동자산 | 785 | 953 | 1,185 | 1,396 | 1,599 |
| 장기금융자산 | 0 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 유형자산 | 659 | 841 | 1,062 | 1,269 | 1,472 |
| 무형자산 | 29 | 22 | 23 | 23 | 24 |
| 자산총계 | 1,506 | 1,874 | 2,787 | 3,327 | 3,834 |
| 유동부채 | 795 | 961 | 1,096 | 1,252 | 1,349 |
| 단기금융부채 | 477 | 580 | 613 | 693 | 693 |
| 매입채무 및 기타채무 | 63 | 95 | 121 | 140 | 164 |
| 단기충당부채 | 105 | 102 | 132 | 153 | 179 |
| 비유동부채 | 224 | 218 | 50 | 70 | 71 |
| 장기금융부채 | 221 | 199 | 31 | 51 | 51 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 장기충당부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채총계 | 1,019 | 1,179 | 1,146 | 1,322 | 1,420 |
| 지배주주지분 | 485 | 690 | 1,637 | 1,999 | 2,409 |
| 자본금 | 62 | 62 | 62 | 62 | 62 |
| 자본잉여금 | 48 | 48 | 493 | 493 | 493 |
| 기타자본구성요소 | -389 | -389 | -190 | -190 | -190 |
| 자기주식 | -389 | -389 | -190 | -190 | -190 |
| 이익잉여금 | 767 | 978 | 1,285 | 1,651 | 2,064 |
| 비지배주주지분 | 2 | 4 | 5 | 5 | 6 |
| 자본총계 | 488 | 694 | 1,641 | 2,004 | 2,414 |
| 부채외자본총계 | 1,506 | 1,874 | 2,787 | 3,327 | 3,834 |

현금흐름표

| 월 결산(억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | 159 | 189 | 104 | 320 | 357 |
| 당기순이익(손실) | 145 | 200 | 313 | 367 | 414 |
| 비현금성항목등 | 126 | 153 | 143 | 138 | 164 |
| 유형자산감가상각비 | 27 | 31 | 46 | 44 | 55 |
| 무형자산감가상각비 | 8 | 9 | 8 | 8 | 8 |
| 기타 | 50 | 61 | -4 | -3 | 0 |
| 운전자본감소(증가) | -74 | -103 | -258 | -91 | -115 |
| 매출채권및기타채권의 감소(증가) | -7 | 4 | -278 | -105 | -132 |
| 재고자산감소(증가) | -80 | -26 | -89 | -53 | -67 |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | -7 | -32 | 131 | 19 | 24 |
| 기타 | 20 | -49 | -22 | 48 | 60 |
| 법인세납부 | -38 | -61 | -95 | -94 | -106 |
| 투자활동현금흐름 | -281 | -189 | -324 | -247 | -250 |
| 금융자산감소(증가) | -4 | -5 | -49 | 0 | 0 |
| 유형자산감소(증가) | -271 | -178 | -270 | -251 | -258 |
| 무형자산감소(증가) | -3 | -8 | -8 | -8 | -8 |
| 기타 | -2 | 2 | 3 | 13 | 16 |
| 재무활동현금흐름 | 138 | 38 | 632 | 92 | -10 |
| 단기금융부채증가(감소) | 0 | 0 | 100 | 80 | 0 |
| 장기금융부채증가(감소) | 0 | 58 | -238 | 20 | 0 |
| 자본의증가(감소) | 0 | 0 | 786 | 0 | 0 |
| 배당금의 지급 | -4 | -6 | -6 | 0 | 0 |
| 기타 | -11 | -14 | -10 | -8 | -10 |
| 현금의 증가(감소) | 15 | 37 | 411 | 165 | 98 |
| 기초현금 | 38 | 53 | 91 | 502 | 666 |
| 기말현금 | 53 | 91 | 502 | 666 | 764 |
| FCF | -1 | -28 | -28 | 62 | 92 |

자료 : 덴티움, SK증권 추정

포괄손익계산서

| 월 결산(억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 955 | 1,200 | 1,533 | 1,775 | 2,081 |
| 매출원가 | 268 | 367 | 490 | 572 | 691 |
| 매출총이익 | 687 | 833 | 1,043 | 1,203 | 1,390 |
| 매출총이익률 (%) | 72.0 | 69.4 | 68.0 | 67.8 | 66.8 |
| 판매비와관리비 | 519 | 548 | 633 | 751 | 875 |
| 영업이익 | 168 | 285 | 410 | 452 | 515 |
| 영업이익률 (%) | 17.6 | 23.8 | 26.8 | 25.5 | 24.8 |
| 비영업손익 | 7 | -21 | -17 | 8 | 5 |
| 순금융비용 | 9 | 8 | 8 | -4 | -7 |
| 외환관련손익 | 12 | -3 | -8 | 1 | -2 |
| 관계기업투자등 관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업이익 | 174 | 264 | 393 | 461 | 520 |
| 세전계속사업이익률 (%) | 18.3 | 22.0 | 25.7 | 26.0 | 25.0 |
| 계속사업법인세 | 29 | 64 | 80 | 94 | 106 |
| 계속사업이익 | 145 | 200 | 313 | 367 | 414 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 145 | 200 | 313 | 367 | 414 |
| 순이익률 (%) | 15.2 | 16.7 | 20.4 | 20.7 | 19.9 |
| 지배주주 | 145 | 198 | 312 | 366 | 413 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | 15.17 | 16.49 | 20.37 | 20.62 | 19.84 |
| 비지배주주 | 0 | 2 | 1 | 1 | 1 |
| 총포괄이익 | 150 | 190 | 309 | 363 | 410 |
| 지배주주 | 150 | 188 | 309 | 363 | 410 |
| 비지배주주 | 0 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA | 203 | 325 | 464 | 504 | 578 |

주요투자지표

| 월 결산(억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 매출액 | 15.9 | 25.7 | 27.7 | 15.8 | 17.2 |
| 영업이익 | -7.4 | 70.1 | 43.8 | 10.3 | 13.9 |
| 세전계속사업이익 | -10.1 | 51.4 | 49.1 | 17.1 | 12.8 |
| EBITDA | -2.0 | 60.0 | 42.9 | 8.7 | 14.6 |
| EPS(계속사업) | -15.2 | 36.7 | 57.8 | 17.2 | 12.8 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROE | 32.4 | 33.7 | 26.9 | 20.1 | 18.7 |
| ROA | 11.0 | 11.8 | 13.4 | 12.0 | 11.6 |
| EBITDA마진 | 21.3 | 27.1 | 30.3 | 28.4 | 27.8 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 유동비율 | 90.8 | 95.8 | 146.2 | 154.2 | 165.7 |
| 부채비율 | 208.9 | 169.8 | 69.8 | 66.0 | 58.8 |
| 순차입금/자기자본 | 129.8 | 97.0 | 4.8 | 0.7 | -3.5 |
| EBITDA/이자비용(배) | 19.3 | 33.8 | 45.8 | 60.2 | 59.6 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| EPS(계속사업) | 1,308 | 1,788 | 2,822 | 3,306 | 3,730 |
| BPS | 4,384 | 6,234 | 14,785 | 18,060 | 21,760 |
| CFPS | 1,627 | 2,146 | 3,311 | 3,776 | 4,298 |
| 주당 현금배당금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| PER(최고) | 0.0 | 0.0 | 21.0 | 17.9 | 15.9 |
| PER(최저) | 0.0 | 0.0 | 11.6 | 9.9 | 8.8 |
| PBR(최고) | 0.0 | 0.0 | 4.0 | 3.3 | 2.7 |
| PBR(최저) | 0.0 | 0.0 | 2.2 | 1.8 | 1.5 |
| PCR | 0.0 | 0.0 | 17.5 | 15.4 | 13.5 |
| EV/EBITDA(최고) | 0.0 | 0.0 | 14.4 | 13.1 | 11.3 |
| EV/EBITDA(최저) | 0.0 | 0.0 | 8.0 | 7.3 | 6.2 |

SK COMPANY Analysis



Analyst
이달미

talmi@sk.com
02-3773-9952

Company Data

| | |
|-------------|----------|
| 자본금 | 233 억원 |
| 발행주식수 | 2,329 만주 |
| 자사주 | 23 만주 |
| 액면가 | 1,000 원 |
| 시가총액 | 3,493 억원 |
| 주요주주 | |
| 최의열(외3) | 26.78% |
| 김재학(외11) | 11.54% |
| 외국인지분률 | 1.80% |
| 배당수익률 | 0.70% |

Stock Data

| | |
|--------------|-----------|
| 주가(17/08/30) | 15,000 원 |
| KOSDAQ | 655.00 pt |
| 52주 Beta | 1.18 |
| 52주 최고가 | 25,333 원 |
| 52주 최저가 | 14,900 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 22 억원 |

주가 및 상대수익률



| 주가상승률 | 절대주가 | 상대주가 |
|-------|--------|--------|
| 1개월 | -8.5% | -8.7% |
| 6개월 | -20.5% | -25.6% |
| 12개월 | -40.4% | -39.5% |

바디텍메드 (128940/KS | Not Rated)

과도기를 거치는 중

바디텍메드는 체외진단기기 중 면역진단기기를 제조, 판매하는 업체. 매출액의 대부분은 해외 수출에서 나오고 있으며 가장 높은 지역은 중국으로 45%를 차지함. 투자포인트는 1) 4분기 중국 매출 회복세, 2) 미국 이뮤노텍스사 인수로 미국 성장동력 확보, 3) cash cow 인 카트리지 매출로 안정적인 매출성장세가 긍정적임. 2017년 연간 실적은 매출액이 505 억원(-8.1%YoY), 영업이익은 92 억원(-25.8%YoY) 시현이 전망되나 2018년 실적 턴어라운드 예상되어 현재 과도기를 거치는 중이라 판단됨.

회사개요

바디텍메드는 체외진단기기 중에서 항원-항체반응을 이용한 면역진단기기(총 33개 질환 측정가능)를 제조, 판매하는 업체이다. 주요 타겟 시장은 체외진단기기(전세계 시장 규모 55 조원) 중에서 병원용 POC(현장진단검사, 시장규모 16 조원)이다. 동사의 매출은 내수가 2%(2016년 말)로 미미한 수준이며 대부분의 매출은 해외 수출에서 나오고 있다. 지역별 매출비중은 중국이 45%(2016년 말) 수준으로 매출의 거의 절반에 가까운 비중을 차지하고 있으며 제품별로 봤을 때는 감염성 면역진단카트리지가 차지하는 비중이 44% 수준으로 가장 높다. 동사의 가장 큰 경쟁력은 항원, 항체를 모두 자체생산하여 글로벌사 대비 원가경쟁력이 있다는 점이다.

투자포인트

바디텍메드의 투자포인트는 다음과 같다. 1) 중국 광서공장의 가동률 상승과 중국 유통업체인 조인스타의 매출증가로 2분기 부진했던 중국 매출이 4분기에는 회복될 것으로 전망, 2) 대장암 진단키트 전문회사인 미국 이뮤노텍스사와의 시너지 효과로 장기적인 미국 성장동력 확보, 3) Cash cow 역할을 하는 카트리지의 매출이 전체 매출의 90% 이상을 차지하는 만큼 안정적인 매출 성장세가 긍정적.

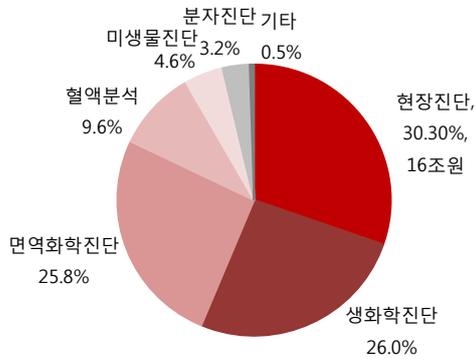
2017년 실적전망

2017년 연간실적은 매출액이 505 억원(-8.1%YoY), 영업이익은 92 억원(-25.8%YoY) 시현이 예상된다. 중국 조인스타의 매출감소 및 미국 이뮤노텍스의 인건비 증가, 공장기기 설비투자비용, 인허가 비용으로 2017년 실적은 부진할 전망이다. 2018년부터는 중국과 미국향 수출 정상화 및 동물용 진단키트 애니벳의 실적 호조세로 매출액 및 영업이익이 각각 10.9%YoY, 30.6%YoY 성장세로 턴어라운드할 전망이다.

영업실적 및 투자지표

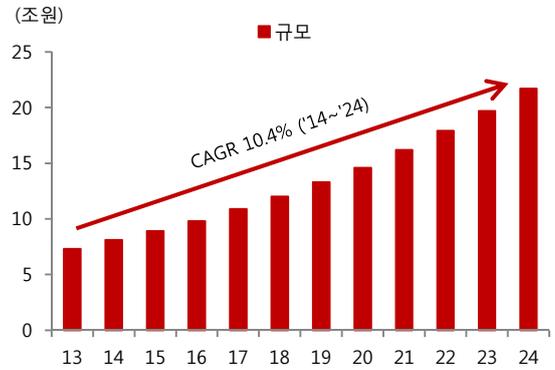
| 구분 | 단위 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E |
|-----------|----|------|------|-------|-------|
| 매출액 | 억원 | 398 | 550 | 505 | 560 |
| yoy | % | 29.7 | 38.1 | -8.1 | 10.9 |
| 영업이익 | 억원 | 124 | 124 | 92 | 120 |
| yoy | % | 38.7 | 0.1 | -25.8 | 30.6 |
| EBITDA | 억원 | 140 | 148 | 157 | 195 |
| 세전이익 | 억원 | -9 | 138 | 102 | 129 |
| 순이익(지배주주) | 억원 | -20 | 126 | 81 | 99 |
| 영업이익률% | % | 31.1 | 22.5 | 18.2 | 21.4 |
| EBITDA% | % | 35.1 | 27.0 | 31.0 | 34.8 |
| 순이익률 | % | -5.0 | 22.4 | 15.9 | 17.5 |
| EPS | 원 | -477 | 543 | 347 | 424 |
| PER | 배 | N/A | 34.7 | 43.3 | 35.4 |
| PBR | 배 | 13.1 | 5.8 | 4.3 | 4.0 |
| EV/EBITDA | 배 | 54.4 | 29.0 | 21.7 | 17.4 |
| ROE | % | -3.9 | 18.8 | 10.4 | 11.7 |
| 순차입금 | 억원 | -187 | -104 | -135 | -149 |
| 부채비율 | % | 20.5 | 17.2 | 20.9 | 21.3 |

전세계 체외진단 시장규모



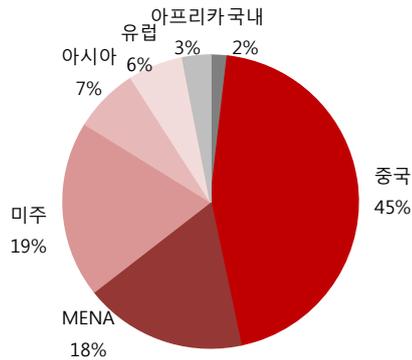
자료 : 바디텍메드, Visionjain 2014, SK 증권

전세계 병원용 POCT 시장규모



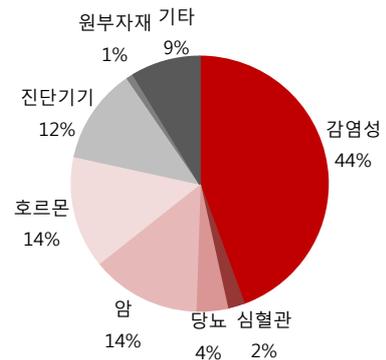
자료 : 바디텍메드, Visiongain 2014, SK 증권
 주: POCT(Point of Care Testing)은 현장진단검사의 영어 약자임.

바디텍메드의 지역별 매출비중



자료 : SK 증권
 주: 2016 년말 기준

바디텍메드의 제품별 매출비중



자료 : SK 증권
 주: 2016 년말 기준

바디텍메드의 질환별 주요 진단키트 제품

| 질환 | 진단 시약 |
|-----|---------------------------------|
| 감염성 | CRP, PCT, Flu A/B, HBV, HCV |
| 당뇨 | HbA1C, Cystatin C, Microalumin |
| 심혈관 | NT-ProBNP, Tn-I, CK-MB, D-dimer |
| 호르몬 | TSH, T3, T4, hCG, Progesterone |
| 암 | AFP, PSA, CEA, iFOB |
| 기타 | RF KlgM, Vitamin D |
| 동물 | Progesterone, T4, D-dimer |

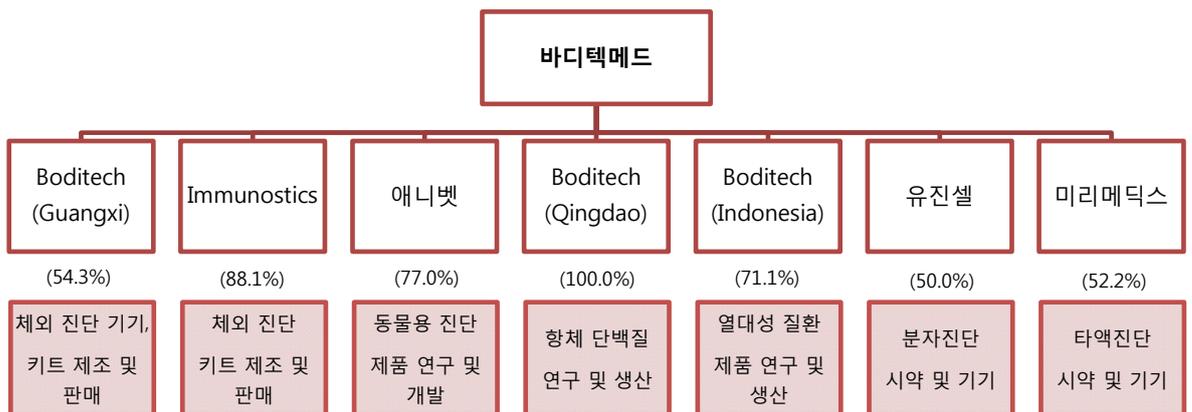
자료 : 바디텍메드, SK 증권

바디텍 주요 제품

| 소형 플랫폼 | 전자동 플랫폼 | 호흡기 감염 진단 | 혈액분석 | 출시예정 |
|---|--|--|--|--|
|  ichromox™ |  AFIAS-1 |  TRIAS |  hemochromox™ |  ALF S |
|  iCHROMA-II VET CHROMA |  AFIAS-B | | |  iCHROMA-M |
| 혈액, 소변 등 체액에 포함된 물질을 분석 | 사용자 편리성을 높여 전자동으로 여러 개의 샘플 분석 | 혈액, 타액 등을 이용하여 A/B형 독감 등 감염성 질환 검사 | 혈액내 헤모글로빈 농도를 측정하여 빈혈 검사 | 민감도를 높인 액상면역형광장비 휴대용 검사기능 지원 |

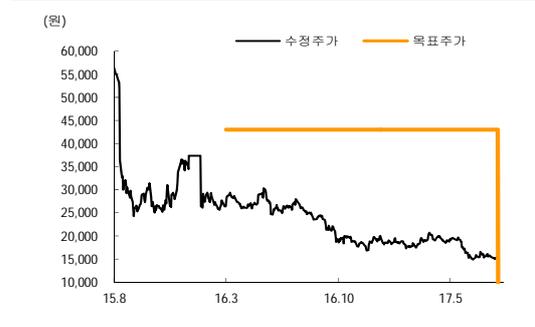
자료 : 바디텍메드, SK 증권

바디텍메드의 지분현황



자료 : 바디텍메드, SK 증권
 주: 2017년 7월 31일 기준

| 투자의견변경 | 일시 | 투자의견 | 목표주가 |
|--------|------------|-----------|---------|
| | 2017.08.31 | Not Rated | |
| | 2016.07.25 | 매수 | 43,000원 |
| | 2016.03.31 | 매수 | 43,000원 |



Compliance Notice

- 작성자(이달미)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 8월 31일 기준)

| | | | | | |
|----|--------|----|-------|----|----|
| 매수 | 91.56% | 중립 | 8.44% | 매도 | 0% |
|----|--------|----|-------|----|----|

재무상태표

| 월 결산(억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E |
|----------------|------|------|-------|-------|
| 유동자산 | 447 | 416 | 484 | 536 |
| 현금및현금성자산 | 164 | 130 | 198 | 219 |
| 매출채권및기타채권 | 108 | 143 | 145 | 160 |
| 재고자산 | 53 | 94 | 96 | 106 |
| 비유동자산 | 270 | 492 | 535 | 570 |
| 장기금융자산 | 18 | 23 | 23 | 23 |
| 유형자산 | 197 | 254 | 286 | 318 |
| 무형자산 | 27 | 207 | 207 | 206 |
| 자산총계 | 717 | 908 | 1,020 | 1,105 |
| 유동부채 | 92 | 117 | 154 | 164 |
| 단기금융부채 | 29 | 33 | 64 | 64 |
| 매입채무 및 기타채무 | 24 | 45 | 54 | 60 |
| 단기충당부채 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 비유동부채 | 30 | 16 | 22 | 30 |
| 장기금융부채 | 27 | 0 | 6 | 14 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 3 | 5 | 5 | 5 |
| 장기충당부채 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채총계 | 122 | 133 | 176 | 194 |
| 지배주주지분 | 594 | 752 | 807 | 876 |
| 자본금 | 210 | 212 | 212 | 212 |
| 자본잉여금 | 197 | 246 | 246 | 246 |
| 기타자본구성요소 | -10 | -30 | -29 | -29 |
| 자기주식 | -10 | -31 | -31 | -31 |
| 이익잉여금 | 197 | 323 | 384 | 459 |
| 비지배주주지분 | 1 | 23 | 37 | 35 |
| 자본총계 | 595 | 775 | 843 | 911 |
| 부채외자본총계 | 717 | 908 | 1,020 | 1,105 |

현금흐름표

| 월 결산(억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E |
|---------------------|------|------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | 91 | 116 | 118 | 143 |
| 당기순이익(손실) | -20 | 123 | 80 | 98 |
| 비현금성항목등 | 162 | 37 | 77 | 97 |
| 유형자산감가상각비 | 13 | 18 | 49 | 58 |
| 무형자산감가상각비 | 3 | 6 | 16 | 17 |
| 기타 | 140 | 5 | -5 | -9 |
| 운전자본감소(증가) | -37 | -29 | -14 | -21 |
| 매출채권및기타채권의 감소(증가) | -35 | -11 | -5 | -16 |
| 재고자산감소(증가) | -10 | -27 | -2 | -10 |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | 1 | 13 | 8 | 6 |
| 기타 | 7 | -4 | -16 | -1 |
| 법인세납부 | -14 | -15 | -25 | -31 |
| 투자활동현금흐름 | -24 | -163 | -107 | -104 |
| 금융자산감소(증가) | 91 | 71 | 5 | 0 |
| 유형자산감소(증가) | -93 | -82 | -85 | -90 |
| 무형자산감소(증가) | -12 | -16 | -16 | -16 |
| 기타 | -9 | -136 | -11 | 2 |
| 재무활동현금흐름 | 16 | -4 | 56 | -17 |
| 단기금융부채증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기금융부채증가(감소) | 4 | 1 | 43 | 8 |
| 자본의증가(감소) | 0 | -21 | 0 | 0 |
| 배당금의 지급 | 0 | -24 | -21 | -23 |
| 기타 | 12 | 41 | 13 | -2 |
| 현금의 증가(감소) | 82 | -34 | 67 | 22 |
| 기초현금 | 82 | 164 | 130 | 198 |
| 기말현금 | 164 | 130 | 198 | 219 |
| FCF | -46 | -12 | 42 | 39 |

자료 : 바디텍메드, SK증권 추정

포괄손익계산서

| 월 결산(억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 398 | 550 | 505 | 560 |
| 매출원가 | 131 | 205 | 192 | 210 |
| 매출총이익 | 267 | 345 | 313 | 350 |
| 매출총이익률 (%) | 67.0 | 62.8 | 62.0 | 62.5 |
| 판매비와관리비 | 143 | 221 | 221 | 230 |
| 영업이익 | 124 | 124 | 92 | 120 |
| 영업이익률 (%) | 31.1 | 22.5 | 18.2 | 21.4 |
| 비영업손익 | -133 | 15 | 10 | 9 |
| 순금융비용 | -4 | 0 | 0 | 0 |
| 외환관련손익 | 7 | 8 | 1 | 1 |
| 관계기업투자등 관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업이익 | -9 | 138 | 102 | 129 |
| 세전계속사업이익률 (%) | -2.2 | 25.2 | 20.2 | 23.1 |
| 계속사업법인세 | 11 | 15 | 22 | 31 |
| 계속사업이익 | -20 | 123 | 80 | 98 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | -20 | 123 | 80 | 98 |
| 순이익률 (%) | -5.0 | 22.4 | 15.9 | 17.5 |
| 지배주주 | -20 | 126 | 81 | 99 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | -4.95 | 22.96 | 15.99 | 17.62 |
| 비지배주주 | 0 | -3 | -1 | -1 |
| 총포괄이익 | -21 | 125 | 73 | 91 |
| 지배주주 | -21 | 128 | 75 | 92 |
| 비지배주주 | 0 | -3 | -1 | -1 |
| EBITDA | 140 | 148 | 157 | 195 |

주요투자지표

| 월 결산(억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E |
|------------------------|--------|-------|-------|-------|
| 성장성 (%) | | | | |
| 매출액 | 29.7 | 38.1 | -8.1 | 10.9 |
| 영업이익 | 38.7 | 0.1 | -25.8 | 30.6 |
| 세전계속사업이익 | 적전 | 흑전 | -26.5 | 27.1 |
| EBITDA | 37.2 | 6.3 | 5.7 | 24.3 |
| EPS(계속사업) | 적전 | 흑전 | -36.1 | 22.2 |
| 수익성 (%) | | | | |
| ROE | -3.9 | 18.8 | 10.4 | 11.7 |
| ROA | -3.3 | 15.2 | 8.3 | 9.2 |
| EBITDA마진 | 35.1 | 27.0 | 31.0 | 34.8 |
| 안정성 (%) | | | | |
| 유동비율 | 483.6 | 355.4 | 314.2 | 327.0 |
| 부채비율 | 20.5 | 17.2 | 20.9 | 21.3 |
| 순차입금/자기자본 | -31.4 | -13.4 | -16.0 | -16.3 |
| EBITDA/이자비용(배) | 228.2 | 105.8 | 150.1 | 88.1 |
| 주당지표 (원) | | | | |
| EPS(계속사업) | -477 | 543 | 347 | 424 |
| BPS | 2,575 | 3,232 | 3,464 | 3,762 |
| CFPS | -95 | 648 | 625 | 745 |
| 주당 현금배당금 | 0 | 100 | 100 | 100 |
| Valuation지표 (배) | | | | |
| PER(최고) | N/A | 68.8 | 59.7 | 48.9 |
| PER(최저) | N/A | 31.0 | 43.0 | 35.2 |
| PBR(최고) | 27.1 | 11.6 | 6.0 | 5.5 |
| PBR(최저) | 7.1 | 5.2 | 4.3 | 4.0 |
| PCR | -35.49 | 29.1 | 24.0 | 20.1 |
| EV/EBITDA(최고) | 58.7 | 57.5 | 30.2 | 24.2 |
| EV/EBITDA(최저) | -0.7 | 25.8 | -0.6 | -0.6 |

SK COMPANY Analysis



Analyst
이지훈
sa75you@sk.com
02-3773-8880

Company Data

| | |
|------------|----------|
| 자본금 | 32 억원 |
| 발행주식수 | 633 만주 |
| 자사주 | 28 만주 |
| 액면가 | 500 원 |
| 시가총액 | 3,634 억원 |
| 주요주주 | |
| 한미사이언스(외2) | 41.89% |
| 한화자산운용(외1) | 10.45% |
| 외국인지분률 | 2.60% |
| 배당수익률 | 0.20% |

Stock Data

| | |
|--------------|-----------|
| 주가(17/08/30) | 54,600 원 |
| KOSDAQ | 655.00 pt |
| 52주 Beta | 0.71 |
| 52주 최고가 | 63,000 원 |
| 52주 최저가 | 35,150 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 11 억원 |

주가 및 상대수익률



| 주가상승률 | 절대주가 | 상대주가 |
|-------|-------|-------|
| 1개월 | -1.5% | -1.5% |
| 6개월 | 18.5% | 11.1% |
| 12개월 | -9.6% | -5.8% |

제이브이엠 (054950/KQ | 매수(신규편입) | T.P 71,000 원(신규편입))

성장동력 재점화

주력제품인 ATDPS(전자동 정제 분류 및 포장 시스템)의 안정적인 성장을 발판으로 한미약품과의 시너지창출에 따른 마케팅 역량 강화가 실적으로 구체화되고 있다. 또한 ADC(전자동 약품관리 시스템)의 본격적인 판매로 차세대 성장동력도 마련되었다는 판단이다. 2017년 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 27%, 78% 증가가 예상된다. 투자 의견 매수, 목표주가 71,000 원을 제시하며 신규편입한다.

주력제품인 ATDPS의 성장성은 열려 있다

주력제품인 ATDPS(Automatic Tablet Dispensing & Packaging System, 전자동 정제 분류 및 포장 시스템)의 성장성은 열려 있다. 북미에서 사용중인 Bottle 이나 유럽방식인 Blister(Bingo card)에서 동사가 집중하고 있는 파우치형 방식으로 전환이 이루어지고 있기 때문이다. 북미 시장 점유율 80%, 유럽시장은 60%에 달해 시장만 커진다면 선점효과에 따른 매출상승 가능성은 크다.

한미약품과의 시너지 창출 본격화

한미약품 계열사 편입(2016년 7월 한미사이언스에 최대주주지분 33.95% 매각)을 통한 시너지창출이 가시화되고 있다. 한미약품의 계열사인 온라인팜이 국내영업을 담당하면서 영업인력이 대폭 확대되었고 그 동안 접근이 쉽지 않았던 소규모 병원 및 약국, 요양병원까지 거래처가 확대되었다. 중국에서의 판매망 강화도 예상된다. 북경한미약품을 통해 시노팜과의 관계를 더욱 공고히 할 수 있고, 북경한미약품의 자체 영업망도 활용할 수 있는 장점이 있다.

투자의견 매수, 목표주가 71,000 원을 제시하며 신규편입

통상적인 계절성을 넘어서는 매출호조로 3분기 매출액 333 억원, 영업이익 78 억원으로 전년대비 각각 49%, 359% 증가가 예상된다. 한미약품계열사편입에 따른 시너지 창출, 신제품 출시 등을 감안할 때 수익개선은 일시적인 성격이 아니다. 2018년에도 그 기조는 유지될 전망이다. 2018년 매출액과 영업이익은 금년대비 각각 20%, 18% 증가한 1,491 억원, 310 억원이 예상된다. 투자의견 매수, 목표주가 71,000 원을 제시하며 신규편입한다.

영업실적 및 투자지표

| 구분 | 단위 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 억원 | 882 | 885 | 981 | 1,246 | 1,491 | 1,725 |
| yoy | % | 8.1 | 0.3 | 11.0 | 27.0 | 19.7 | 15.7 |
| 영업이익 | 억원 | 120 | 65 | 148 | 263 | 310 | 352 |
| yoy | % | -33.8 | -46.3 | 128.6 | 77.6 | 18.1 | 13.6 |
| EBITDA | 억원 | 166 | 125 | 214 | 332 | 385 | 432 |
| 세전이익 | 억원 | 106 | 68 | 121 | 231 | 285 | 314 |
| 순이익(지배주주) | 억원 | 101 | 52 | 111 | 178 | 216 | 238 |
| 영업이익률% | % | 13.7 | 7.3 | 15.1 | 21.1 | 20.8 | 20.4 |
| EBITDA% | % | 18.8 | 14.2 | 21.8 | 26.7 | 25.8 | 25.1 |
| 순이익률 | % | 11.5 | 5.9 | 11.3 | 14.3 | 14.5 | 13.8 |
| EPS | 원 | 1,596 | 824 | 1,753 | 2,817 | 3,416 | 3,759 |
| PER | 배 | 37.7 | 67.4 | 24.5 | 20.4 | 16.8 | 15.3 |
| PBR | 배 | 3.9 | 3.4 | 2.4 | 2.8 | 2.4 | 2.1 |
| EV/EBITDA | 배 | 23.7 | 29.2 | 13.5 | 11.1 | 9.2 | 7.7 |
| ROE | % | 10.7 | 5.1 | 10.2 | 14.9 | 15.6 | 14.8 |
| 순차입금 | 억원 | 119 | 127 | 138 | 23 | -130 | -325 |
| 부채비율 | % | 72.0 | 54.8 | 57.5 | 53.4 | 49.4 | 47.9 |

주력제품인 ATDPS의 안정적인 성장 지속

**ATDPS의 안정적인 성장을
발판으로 한미약품과의 시너지 창출
본격화**

주력제품인 ATDPS의 안정적인 성장을 발판으로 한미약품과의 시너지창출에 따른 마케팅 역량 강화가 실적으로 구체화되고 있다. 또한 ADC의 본격적인 판매로 차세대 성장동력도 마련되었다는 판단이다. 상반기 실적호조는 하반기에도 이어져 2017년 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 27%, 78% 증가가 예상된다.

**파우치형 방식의 전환 성장성은
열려 있다**

ATDPS(Automatic Tablet Dispensing & Packaging System, 전자동 정제 분류 및 포장 시스템)의 성장성은 열려 있다. 북미에서 사용중인 Bottle이나 유럽방식인 Blister(Bingo card)에서 동사가 집중하고 있는 파우치형 방식으로 전환이 이루어지고 있기 때문이다. Blister 방식은 재포장 방법으로 재료가 높은 단점이 있다. 미국은 의료보험제도 개편에 따른 자동화 수요 확대가 예상된다.

**높은 시장점유율을 바탕으로
선점효과에 따른 매출 가능성 높음**

국내의 ATDPS 보급률은 80%에 달하지만 유럽과 북미는 10%미만에 불과하다. 시장 확대 여지는 충분한 상황이다. 북미 시장 점유율 80%, 유럽시장은 60%에 달해 시장만 커진다면 선점효과에 따른 매출상승 가능성은 크다. 9월에 세계최초로 약포검수 기능(오포제 발생 시 약품을 별도 배출한 후 재조제 진행)을 탑재한 신제품을 출시예정이다. 기능 향상 및 라인업확대에 따른 매출증대가 기대되는 부분이다.

지역별 재포장 형태 및 보급률

| | 국내 | 유럽 | 북미 | 중국 |
|-----------|---|--|--|---|
| ATDPS 보급률 | 약 70~85% | 약 7~10%미만 | 약 10%미만 | 약 1%미만 |
| 신입약사 연봉 | 5~6천 만원 | 4~6만 유로 | 8~9 만 달러 | 18~20 만 위엔 |
| 재포장 형태 | Pouch  | Blister (Bingo Card)  | Bottle (Vial)  | Box  |

자료 : 제이브이엠

한미약품과의 시너지 창출 본격화

**한미약품 계열사인 온라인팜이 국내
영업에 담당하면서 영업인력 대폭
확대**

한미약품 계열사 편입(2016년 7월 한미사이언스에 최대주주지분 33.95% 매각)을 통한 시너지창출이 가시화되고 있다. 한미약품의 계열사인 온라인팜(한미사이언스 지분율 75%)이 국내영업을 담당하면서 영업인력이 대폭 확대되었고 그 동안 접근이 쉽지 않았던 소규모 병원 및 약국, 요양병원까지 거래처가 확대되었다.

**북경한미약품을 통해 중국에서의
판매망 강화도 예상**

중국에서의 판매망 강화도 예상된다. 지난해 말 계열사인 북경한미약품유한공사와 시노팜은 전략적 제휴(제품은 제이브이엠이 공급)를 맺었다. 북경한미약품을 통해 시노팜(중국 시장점유율 40%, 가장 큰 규모의 의약품 물류, 제조 업체)과의 관계를 더욱 공고히 할 수 있고, 북경한미약품의 자체 영업망도 활용할 수 있는 장점이 있다. 참고로 중국시장은 ATDPS의 보급률이 1%에 불과해 성장잠재력이 매우 큰 시장이다.

**ADC는 차세대 성장동력,
북미에서만 2 조원 이상의 시장
형성**

ADC(Automatic Dispensing Cabinet, 전자동 약품관리 시스템)는 차세대 성장동력이다. 전자동 약품관리 시스템은 처방에 따라 의약품 또는 진료재료를 관리 및 인출하는 시스템으로 정확한 약품관리, 소요 인력 및 비용절감, 약제 이송업무 감소 등의 장점을 지닌 약품추적관리의 필수적인(의료분쟁, 환자 알권리 증가 등으로 인해) 장비로 부각되고 있다. 북미 시장에서는 100 병상 이상의 시설에서 80%가 넘는 보급률, 2 조원 이상의 시장을 형성하고 있다. 전세계 시장규모는 3 조원에 달하며 성장성이 매우 높은 분야이다. 선두기업인 BD는 이미 1 조원 이상의 매출실적을 기록했다.

**인티팜을 출시하며 약품관리 시스템
시장에 대응, 내년에는 매출비중
20% 상회할 것으로 전망됨**

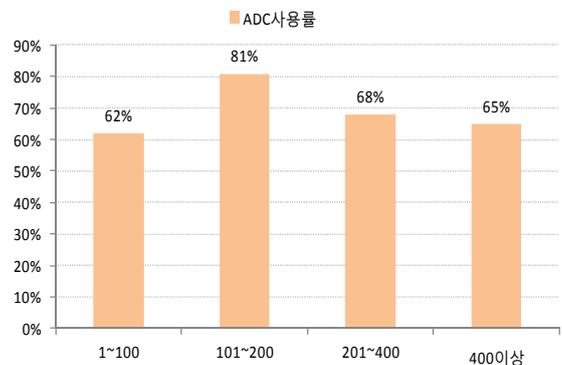
동사는 인티팜(InTipharm)이라는 제품을 출시하고 약품관리 시스템에 대응하고 있다. 적극적인 마케팅에 힘입어 지난해 2%에 불과했던 매출비중이 금년에는 18%에 달하고 내년에는 20%를 상회할 것으로 전망된다. 생산능력도 현재 월 30 대에서 200 대까지 확충할 예정이다.

InTipharm(전자동 약품관리 시스템)



자료 : 제이브이엠

북미지역 ADC 사용 현황



자료 : 제이브이엠 X 축은 침상수

투자 의견 매수, 목표주가 71,000 원을 제시하며 신규편입

한미약품계열사편입에 따른 시너지 창출, 신제품 출시 등을 감안할 때 수익개선은 일시적인 성격이 아님

하반기에도 실적호조는 지속될 전망이다. 통상적인 계절성을 넘어서는 매출호조로 3분기 매출액 333 억원, 영업이익 78 억원으로 전년대비 각각 49%, 359% 증가가 예상된다. 외형증가에 비해 수익증가폭이 큰 것은 제품믹스의 개선과 해외매출비중 증가에 기인한다. 한미약품계열사편입에 따른 시너지 창출, 신제품 출시 등을 감안할 때 수익개선은 일시적인 성격이 아니다. 2018 년에도 그 기조는 유지될 전망이다. 2018 년 매출액과 영업이익은 금년대비 각각 20%, 18% 증가한 1,491 억원, 310 억원이 예상된다.

투자 의견 매수, 목표주가 71,000 원을 제시하며 신규편입

투자 의견 매수, 목표주가 71,000 원을 제시하고 신규편입한다. 목표주가는 국내 주요 의료기기업체의 평균 PER 21 배를 적용하여 산출하였다. 선도적인 시장지배력을 바탕으로 실적성장이 이루어지고 있다. 한미약품과의 시너지 창출도 이제 시작에 불과하다. 신제품 출시를 통한 포트폴리오 다각화로 성장동력도 갖추었다는 판단이다.

부문별 실적추이

(단위: 억원)

| | | | 2015 | 2016 | 1Q17 | 2Q | 3QE | 4QE | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------------|-------|----|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 제품 | 조제시스템 | 내수 | 220 | 265 | 70 | 83 | 87 | 105 | 345 | 390 | 445 |
| | | 수출 | 219 | 212 | 42 | 67 | 88 | 110 | 307 | 370 | 432 |
| | | 합계 | 439 | 477 | 112 | 150 | 175 | 215 | 652 | 760 | 877 |
| 소모품 등 | 내수 | 내수 | 177 | 197 | 47 | 48 | 55 | 63 | 213 | 275 | 356 |
| | | 수출 | 156 | 184 | 43 | 56 | 66 | 79 | 244 | 310 | 341 |
| | | 합계 | 333 | 381 | 90 | 104 | 121 | 142 | 457 | 585 | 697 |
| 상품 | 내수 | 내수 | 49 | 56 | 12 | 12 | 13 | 14 | 51 | 56 | 58 |
| | | 수출 | 63 | 67 | 15 | 21 | 24 | 26 | 86 | 90 | 93 |
| | | 합계 | 112 | 123 | 27 | 33 | 37 | 40 | 137 | 146 | 151 |
| 매출합 | | | 884 | 981 | 229 | 287 | 333 | 397 | 1,246 | 1,491 | 1,725 |
| 영업이익 | | | 65 | 148 | 27 | 68 | 78 | 90 | 263 | 310 | 352 |
| 영업이익률 | | | 7.4% | 15.1% | 11.8% | 23.7% | 23.4% | 22.7% | 21.1% | 20.8% | 20.4% |

자료: SK 증권 추정

주요 의료기기업체 밸류에이션 요약

(단위: 십억원 배, %)

| 회사명 | 시가총액 (조원) | 매출액 | | | 영업이익 | | | PER | | | PBR | | | ROE | | |
|--------|--------------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|-----|-----|-----|------|------|------|
| | | 16 | 17E | 18E | 16 | 17E | 18E | 16 | 17E | 18E | 16 | 17E | 18E | 16 | 17E | 18E |
| 오스템플란트 | 1.00 | 344.6 | 403.1 | 445.3 | 34.2 | 42.4 | 52.6 | 52.3 | 32.9 | 26.8 | 8.3 | 7.8 | 6.1 | 22.1 | 26.7 | 25.5 |
| 덴티움 | 0.64 | 120.0 | 147.2 | 176.3 | 28.5 | 37.4 | 45.5 | | 22.8 | 18.8 | | 3.6 | 2.9 | 31.8 | 26.0 | 21.2 |
| 디오 | 0.54 | 88.0 | 94.8 | 114.1 | 26.6 | 26.9 | 32.5 | 28.1 | 27.0 | 21.0 | 7.8 | 4.0 | 3.3 | 22.2 | 16.6 | 17.9 |
| 바텍 | 0.50 | 238.3 | 215.8 | 240.0 | 45.3 | 41.7 | 47.0 | 21.7 | 21.7 | 14.8 | 3.7 | 2.4 | 2.1 | 19.9 | 41.0 | 15.6 |
| 뷰웍스 | 0.48 | 117.3 | 138.7 | 154.1 | 30.5 | 35.8 | 41.2 | 22.1 | 17.4 | 14.3 | 5.4 | 3.5 | 2.9 | 27.7 | 22.3 | 22.1 |
| 인바디 | 0.43 | 79.8 | 89.3 | 106.1 | 22.0 | 24.2 | 30.7 | 21.6 | 22.2 | 17.3 | 4.0 | 3.9 | 3.2 | 20.2 | 19.0 | 19.5 |
| 제이브이엠 | 0.36 | 98.1 | 117.3 | 136.8 | 14.8 | 21.5 | 28.9 | 23.6 | 21.0 | 15.1 | 2.3 | 2.6 | 2.2 | 10.2 | 14.1 | 16.9 |
| 인터로조 | 0.36 | 73.7 | 86.7 | 101.1 | 23.3 | 27.1 | 33.6 | 21.1 | 16.5 | 13.1 | 4.5 | 3.3 | 2.7 | 23.5 | 21.9 | 22.4 |
| 바디텍메드 | 0.35 | 55.0 | 59.7 | 73.5 | 12.4 | 12.3 | 19.0 | 34.3 | 29.7 | 19.5 | 5.8 | 3.8 | 3.3 | 18.7 | 14.1 | 18.0 |
| 아이센스 | 0.32 | 132.5 | 159.0 | 180.9 | 25.7 | 27.0 | 33.0 | 23.0 | 16.7 | 13.6 | 2.7 | 1.9 | 1.7 | 12.5 | 12.2 | 13.3 |

자료: Bloomberg

병원 약국 및 조제 약국 자동화 시스템을 제작하는 업체, 주력 제품인 ATDPS의 시장점유율 국내 85%, 북미 60%에 달해

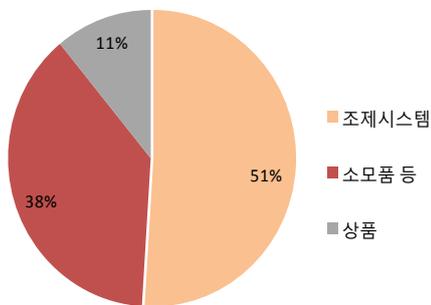
병원 약국 및 조제 약국 자동화 시스템을 제작하는 업체이다. 주력 제품인 ATDPS의 시장점유율은 국내 85%, 북미 80%, 유럽시장 60%에 달한다. 국내 영업은 한미약품 계열사인 온라인팜을 통해, 해외의 경우 북미는 전략적 독점 및 비독점 대리점 체제, 유럽은 자회사를 통해 판매하고 있다. 상반기 기준 제품별 매출비중은 조제시스템이 51%, 소모품 38%, 상품이 11%를 차지하고 있다. 주요주주로는 한미사이언스 33.95%, 김준호 부회장이 7.2%이다.

주요 주주현황

| 주주 | 지분율 |
|--------|-------|
| 한미사이언스 | 34.0% |
| 김준호 | 7.2% |
| 한화자산운용 | 10.5% |
| 국민연금공단 | 5.0% |

자료: 제이브이엠(8/8 일 기준)

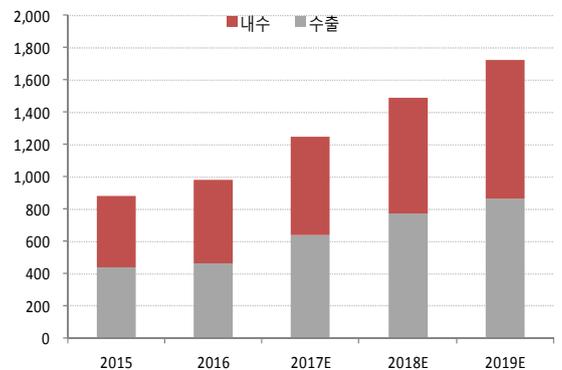
제품별 매출비중(1H17)



자료: 제이브이엠 SK 증권

내수 및 수출 추이

(단위: 억원)



자료: 제이브이엠

ATDPS(Automatic Tablet Dispensing & Packaging System)



자료 : 제이브이엠

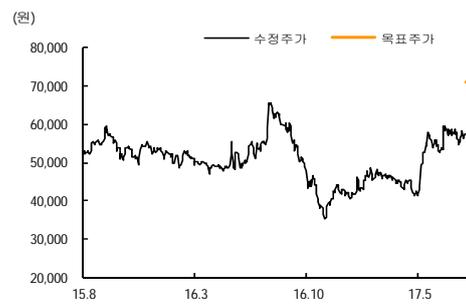
VIZEN(Automatic Medication Vision Inspection System)



자료 : 제이브이엠

투자의견변경

| 일시 | 투자의견 | 목표주가 |
|------------|------|---------|
| 2017.08.31 | 매수 | 71,000원 |



Compliance Notice

- 작성자(이지훈)는 본 조사분석자료에 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 8월 31일 기준)

| | | | | | |
|----|--------|----|-------|----|----|
| 매수 | 91.56% | 중립 | 8.44% | 매도 | 0% |
|----|--------|----|-------|----|----|

재무상태표

| 월 결산(억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 571 | 694 | 879 | 1,119 | 1,417 |
| 현금및현금성자산 | 28 | 93 | 218 | 351 | 546 |
| 매출채권및기타채권 | 188 | 227 | 292 | 349 | 404 |
| 재고자산 | 144 | 176 | 224 | 268 | 311 |
| 비유동자산 | 1,052 | 1,072 | 1,081 | 1,111 | 1,141 |
| 장기금융자산 | 43 | 79 | 82 | 82 | 82 |
| 유형자산 | 561 | 553 | 554 | 563 | 575 |
| 무형자산 | 192 | 187 | 190 | 212 | 229 |
| 자산총계 | 1,623 | 1,766 | 1,959 | 2,230 | 2,558 |
| 유동부채 | 500 | 558 | 564 | 589 | 632 |
| 단기금융부채 | 325 | 384 | 335 | 315 | 315 |
| 매입채무 및 기타채무 | 107 | 108 | 150 | 179 | 207 |
| 단기충당부채 | 6 | 5 | 5 | 6 | 7 |
| 비유동부채 | 75 | 86 | 118 | 148 | 196 |
| 장기금융부채 | 23 | 21 | 21 | 21 | 21 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기충당부채 | 0 | 9 | 15 | 17 | 19 |
| 부채총계 | 574 | 645 | 682 | 737 | 829 |
| 지배주주지분 | 1,049 | 1,122 | 1,277 | 1,492 | 1,729 |
| 자본금 | 32 | 32 | 32 | 32 | 32 |
| 자본잉여금 | 482 | 482 | 482 | 482 | 482 |
| 기타자본구성요소 | -104 | -130 | -145 | -145 | -145 |
| 자기주식 | -104 | -130 | -145 | -145 | -145 |
| 이익잉여금 | 569 | 670 | 842 | 1,058 | 1,296 |
| 비지배주주지분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 1,049 | 1,122 | 1,277 | 1,492 | 1,729 |
| 부채외자본총계 | 1,623 | 1,766 | 1,959 | 2,230 | 2,558 |

현금흐름표

| 월 결산(억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | 130 | 149 | 237 | 257 | 302 |
| 당기순이익(손실) | 52 | 111 | 178 | 216 | 238 |
| 비현금성항목등 | 121 | 120 | 171 | 169 | 194 |
| 유형자산감가상각비 | 32 | 35 | 40 | 41 | 43 |
| 무형자산상각비 | 29 | 31 | 30 | 34 | 37 |
| 기타 | 45 | 44 | 54 | 29 | 44 |
| 운전자본감소(증가) | -36 | -65 | -51 | -59 | -55 |
| 매출채권및기타채권의 감소(증가) | 2 | -33 | -63 | -57 | -55 |
| 재고자산감소(증가) | -1 | -32 | -50 | -44 | -42 |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | -11 | 2 | 42 | 29 | 28 |
| 기타 | -26 | -1 | 20 | 13 | 14 |
| 법인세납부 | -7 | -17 | -62 | -69 | -76 |
| 투자활동현금흐름 | 35 | -92 | -32 | -99 | -102 |
| 금융자산감소(증가) | 97 | -17 | 57 | 0 | 0 |
| 유형자산감소(증가) | -32 | -25 | -40 | -50 | -55 |
| 무형자산감소(증가) | -38 | -55 | -55 | -55 | -55 |
| 기타 | 8 | 5 | 6 | 6 | 8 |
| 재무활동현금흐름 | -190 | 7 | -79 | -25 | -4 |
| 단기금융부채증가(감소) | -125 | 51 | -55 | -20 | 0 |
| 장기금융부채증가(감소) | -4 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 자본의증가(감소) | -59 | -26 | -15 | 0 | 0 |
| 배당금의 지급 | 0 | -12 | -19 | 0 | 0 |
| 기타 | -2 | -7 | -3 | -5 | -4 |
| 현금의 증가(감소) | -26 | 65 | 125 | 133 | 195 |
| 기초현금 | 54 | 28 | 93 | 218 | 351 |
| 기말현금 | 28 | 93 | 218 | 351 | 547 |
| FCF | 62 | 28 | 119 | 146 | 182 |

자료 : 제이브이엠 SK증권 추정

포괄손익계산서

| 월 결산(억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------------|------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 885 | 981 | 1,246 | 1,491 | 1,725 |
| 매출원가 | 499 | 555 | 691 | 865 | 1,018 |
| 매출총이익 | 385 | 426 | 555 | 626 | 707 |
| 매출총이익률 (%) | 43.6 | 43.4 | 44.5 | 42.0 | 41.0 |
| 판매비와관리비 | 321 | 278 | 292 | 316 | 355 |
| 영업이익 | 65 | 148 | 263 | 310 | 352 |
| 영업이익률 (%) | 7.3 | 15.1 | 21.1 | 20.8 | 20.4 |
| 비영업손익 | 3 | -27 | -32 | -25 | -38 |
| 순금융비용 | -1 | 1 | 1 | -1 | -4 |
| 외환관련손익 | 5 | 5 | 2 | 3 | 2 |
| 관계기업투자등 관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업이익 | 68 | 121 | 231 | 285 | 314 |
| 세전계속사업이익률 (%) | 7.6 | 12.3 | 18.5 | 19.1 | 18.2 |
| 계속사업법인세 | 15 | 10 | 53 | 69 | 76 |
| 계속사업이익 | 52 | 111 | 178 | 216 | 238 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 52 | 111 | 178 | 216 | 238 |
| 순이익률 (%) | 5.9 | 11.3 | 14.3 | 14.5 | 13.8 |
| 지배주주 | 52 | 111 | 178 | 216 | 238 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | 5.9 | 11.31 | 14.31 | 14.51 | 13.8 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 120 | 111 | 177 | 215 | 237 |
| 지배주주 | 120 | 111 | 177 | 215 | 237 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA | 125 | 214 | 332 | 385 | 432 |

주요투자지표

| 월 결산(억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 매출액 | 0.3 | 11.0 | 27.0 | 19.7 | 15.7 |
| 영업이익 | -46.3 | 128.6 | 77.6 | 18.1 | 13.6 |
| 세전계속사업이익 | -36.1 | 79.2 | 90.6 | 23.6 | 10.0 |
| EBITDA | -24.6 | 70.7 | 55.3 | 15.9 | 12.3 |
| EPS(계속사업) | -48.4 | 112.8 | 60.7 | 21.3 | 10.0 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROE | 5.1 | 10.2 | 14.9 | 15.6 | 14.8 |
| ROA | 3.1 | 6.6 | 9.6 | 10.3 | 9.9 |
| EBITDA마진 | 14.2 | 21.8 | 26.7 | 25.8 | 25.1 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 유동비율 | 114.3 | 124.3 | 155.8 | 189.9 | 224.1 |
| 부채비율 | 54.8 | 57.5 | 53.4 | 49.4 | 47.9 |
| 순차입금/자기자본 | 12.1 | 12.3 | 1.8 | -8.7 | -18.8 |
| EBITDA/이자비용(배) | 21.0 | 42.6 | 61.5 | 81.2 | 96.6 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| EPS(계속사업) | 824 | 1,753 | 2,817 | 3,416 | 3,759 |
| BPS | 16,569 | 17,717 | 20,178 | 23,574 | 27,312 |
| CFPS | 1,781 | 2,795 | 3,916 | 4,598 | 5,024 |
| 주당 현금배당금 | 0 | 320 | 0 | 0 | 0 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| PER(최고) | 81.9 | 37.4 | 21.1 | 17.4 | 15.8 |
| PER(최저) | 60.2 | 20.1 | 14.5 | 11.9 | 10.8 |
| PBR(최고) | 4.1 | 3.7 | 3.0 | 2.5 | 2.2 |
| PBR(최저) | 3.0 | 2.0 | 2.0 | 1.7 | 1.5 |
| PCR | 31.2 | 15.4 | 14.7 | 12.5 | 11.4 |
| EV/EBITDA(최고) | 35.3 | 20.2 | 11.5 | 9.5 | 8.0 |
| EV/EBITDA(최저) | 26.2 | 11.2 | 0.2 | -0.3 | -0.7 |

SK COMPANY Analysis



Analyst

나승두

nsdoo@sk.com

02-3773-8891

Company Data

| | |
|-------|----------|
| 자본금 | 68 억원 |
| 발행주식수 | 1,368 만주 |
| 자사주 | 20 만주 |
| 액면가 | 500 원 |
| 시가총액 | 4,304 억원 |
| 주요주주 | |

| | |
|--------------------|--------|
| 차기철(외7) | 28.74% |
| PROA PARTNERS(외15) | 5.82% |

| | |
|--------|--------|
| 외국인지분률 | 23.80% |
| 배당수익률 | 0.30% |

Stock Data

| | |
|--------------|-----------|
| 주가(17/08/30) | 31,050 원 |
| KOSDAQ | 655.00 pt |
| 52주 Beta | 1.37 |
| 52주 최고가 | 38,450 원 |
| 52주 최저가 | 20,750 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 55 억원 |

주가 및 상대수익률



| 주가상승률 | 절대주가 | 상대주가 |
|-------|--------|-------|
| 1개월 | 4.8% | 4.8% |
| 6개월 | 32.7% | 24.4% |
| 12개월 | -13.4% | -9.7% |

인바디 (041830/KQ | 매수(신규편입) | T.P 37,000 원(신규편입))

시장은 넓고 할 일은 많다

- 신체 구성 성분을 분석/측정하는 체성분 분석기 전문 기업
- 독창적인 생체전기 임피던스법을 활용한 신뢰도 높은 체성분 측정값 도출 가능
- 매출 비중 70% 이상 차지하고 있는 해외 매출, 꾸준히 연 30% 내외 성장 중
- CES 2017 혁신상 수상한 '인바디워치' 하반기 출시 예정
- 체성분 분석기 활용 분야가 다양해짐에 따라 수출 증가 지속 될 것

글로벌 No.1 체성분 분석기(전자의로 진단기기) 전문기업

인바디는 인체에 무해한 미세 교류전류를 체내에 통과시켜 얻은 저항값을 측정하여 신체의 구성 성분을 분석/측정하는 체성분 분석기 전문 기업이다. 세계 최초로 부위별 체성분 분석법을 개발하였고, 이를 토대로 뛰어난 제품 경쟁력을 보유하고 있다. 특히 우리나라에서는 '인바디'라는 기업/제품명이 '체성분 분석'의 대명사로 자리잡은 지 오래다. 가정용 체성분 분석기부터 전문가용 체성분 분석기, 그리고 Wearable 기기까지 다양한 제품 라인업을 보유하고 있다.

해외 시장의 성장과 Wearable의 추억

해외 시장의 성장세가 꾸준하다. 정체를 맞은 국내와 달리 매출 비중의 70% 이상을 차지하고 있는 해외 매출은 연 30% 내외의 성장률을 기록 중이다. 미국은 전문 피트니스/스포츠센터를 비롯하여 건강보고식품 전문 기업들까지 10 대 이상의 대형 주문이 늘어나는 추세다. 일본은 대형 병원을 비롯한 1차/2차 진료소 등으로의 사업 영역 확장이 활발하게 진행 중이다. 여기에 올해 9월 출시를 앞두고 있는 인바디워치의 흥행도 예상된다. 올해 초 CES 2017에서 혁신상을 수상한 인바디워치는 기능에 디자인이 더해지면서 지난 2015년 '인바디밴드 1' 출시 당시의 향수를 자극하고 있다.

투자의견 매수, 목표주가 37,000 원으로 신규편입

투자의견 매수와 함께 목표주가 37,000 원을 제시하고 신규편입한다. 꾸준한 수출 성장에 주목해본다. 정확한 측정값을 도출해내는 기술력의 구전(口碑)효과 및 영업력으로 체성분 분석기 활용 분야가 점점 다양해지고 있기 때문이다. 하반기 출시 예정인 '인바디워치'는 또 다른 긍정적인 변수로 작용할 전망이다.

영업실적 및 투자지표

| 구분 | 단위 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E |
|-----------|----|------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 억원 | 489 | 689 | 798 | 849 | 932 |
| yoy | % | 33.0 | 40.9 | 15.8 | 6.3 | 9.8 |
| 영업이익 | 억원 | 101 | 200 | 220 | 225 | 263 |
| yoy | % | 55.3 | 98.2 | 10.2 | 2.2 | 16.8 |
| EBITDA | 억원 | 112 | 214 | 238 | 244 | 288 |
| 세전이익 | 억원 | 107 | 208 | 208 | 227 | 267 |
| 순이익(지배주주) | 억원 | 89 | 173 | 170 | 173 | 202 |
| 영업이익률% | % | 20.6 | 29.0 | 27.6 | 26.6 | 28.2 |
| EBITDA% | % | 22.9 | 31.0 | 29.8 | 28.8 | 31.0 |
| 순이익률 | % | 18.1 | 25.1 | 21.3 | 20.4 | 21.7 |
| EPS | 원 | 649 | 1,265 | 1,241 | 1,267 | 1,479 |
| PER | 배 | 48.5 | 45.9 | 21.8 | 24.8 | 21.3 |
| PBR | 배 | 7.2 | 10.4 | 4.0 | 4.1 | 3.4 |
| EV/EBITDA | 배 | 35.9 | 35.6 | 13.8 | 15.6 | 12.5 |
| ROE | % | 16.0 | 25.5 | 20.2 | 17.6 | 17.6 |
| 순차입금 | 억원 | -294 | -327 | -427 | -503 | -719 |
| 부채비율 | % | 6.0 | 8.0 | 5.1 | 5.5 | 5.5 |

해외 시장은 넓다

인바디 해외 매출은 미국/일본/중국 등의 성장세로 2Q YoY +29%, 1H YoY +31% 성장했다.

상대적으로 성숙기에 진입한 듯 보이는 국내 시장과는 달리, 해외 시장은 무궁무진한 발전 가능성을 보여주고 있다. 2분기 국내 인바디(인바디밴드 제외) 매출은 23 억원으로 전년동기 대비 -4%, 상반기 누적 기준 매출 47 억원으로 -6% 감소했다. 반면 2분기 인바디 해외 매출은 144 억원, 상반기 누적 기준 매출 281 억원으로 각각 +29%, +31% 상승했다. 특히 해외 매출의 70% 이상을 차지하는 미국/일본/중국의 성장세가 두드러진다.

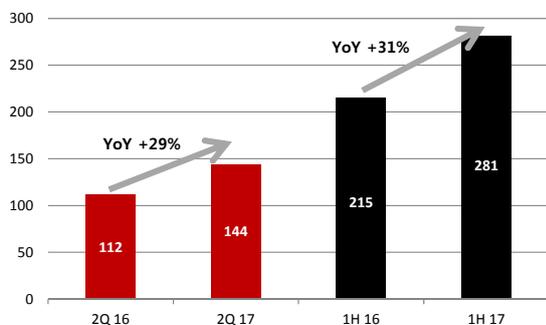
미국은 피트니스/스포츠센터를 비롯하여 건강보조식품 전문 기업들까지 인바디를 도입 중이다.

미국은 전문 피트니스/스포츠센터 등의 인바디 도입이 늘고 있다. World GYM/Life Time 등 글로벌 피트니스/크로스핏(Crossfit)센터들은 이미 몇 해 전부터 인바디 제품을 사용해왔으나, 최근에는 전 체인점에 인바디를 도입하는 경우가 늘면서 10 대 이상의 대형 주문이 늘어나는 추세다. GNC 社와 같은 건강보조식품 전문 기업들도 영업 활동의 일환으로 체성분 분석 서비스를 제공하면서 인바디 기기 도입에 적극적으로 나서고 있다.

일본 내 대형 병원 시장 잠식이 빠르게 이뤄지고 있다. 1차/2 차 진료소 등으로의 확장이 기대된다.

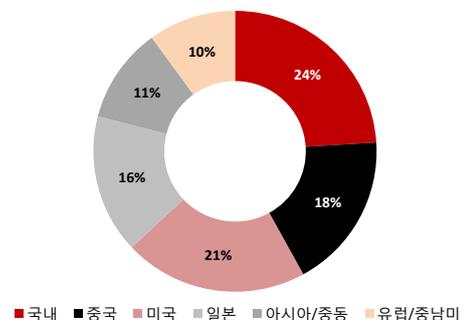
일본은 대형 병원을 비롯하여 학교/연구기관 등의 매출 성장이 눈에 띈다. 그 동안 일본 타니타社 등 자국 제품을 주로 사용해 왔지만, 기술력 차이를 극복하지 못해 현재는 인바디 제품으로 교체되고 있는 상황이다. 대형 병원의 경우 이미 인바디 제품이 90% 이상 시장 잠식에 성공한 것으로 추정된다. 이를 기반으로 1 차/2 차 진료소 등으로의 사업 영역 확장도 활발하게 진행 중이다. 더불어 미국과 일본 프로스포츠 구단(MLB, NPB, NBA 등)에서의 인바디 효과 입증 소식이 각종 매체(언론/SNS 등)를 통해 전해 지고 있어 바이럴 마케팅(Viral Marketing) 효과도 상당할 것으로 예상된다.

인바디(인바디밴드 제외) 해외 매출 (단위: 억원)



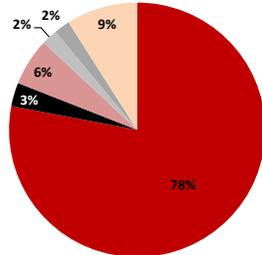
자료 : 인바디, SK 증권

2017 년 상반기 지역별 매출 비중



자료 : 인바디, SK 증권

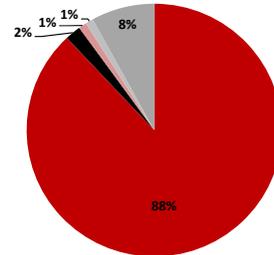
2017년 상반기 제품별 매출 비중(전체)



■ 인바디 ■ 인바디밴드 ■ 혈압계 ■ 신장계 ■ 인바디다이얼 ■ 기타

자료 : 인바디, SK 증권

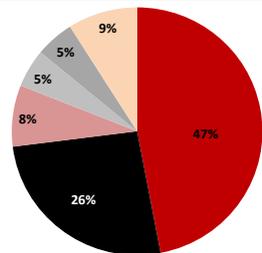
2017년 상반기 제품별 매출 비중(해외)



■ 인바디 ■ 인바디밴드 ■ 혈압계 ■ 신장계 ■ 기타

자료 : 인바디, SK 증권

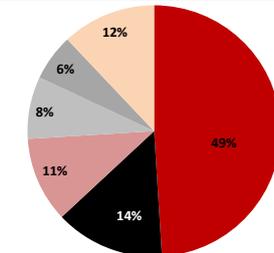
2017년 상반기 업종별 매출 비중(미국)



■ 피트니스&스포츠 ■ 병원 ■ 건강보조식품 ■ 기업 ■ 학교 ■ 군부대 등 기타

자료 : 인바디, SK 증권

2017년 상반기 업종별 매출 비중(일본)



■ 병원 ■ 피트니스&스포츠 ■ 학교 ■ 기업 ■ 개호 ■ 보건소 등 기타

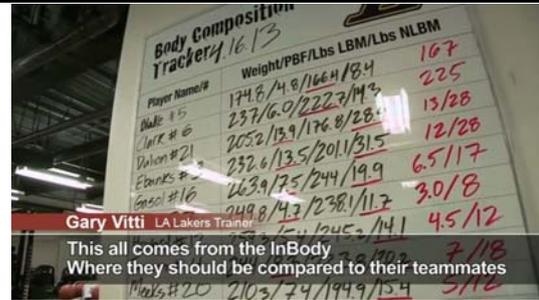
자료 : 인바디, SK 증권

인바디 해외 사례(미국 LA Lakers)



자료 : KBS 다큐멘터리 발췌, SK 증권

인바디 해외 사례(미국 LA Lakers)



자료 : KBS 다큐멘터리 발췌, SK 증권

인바디 해외 사례(미국 Life Time)



자료 : KBS 다큐멘터리 발췌, SK 증권

인바디 해외 사례(일본 한신 타이거즈)

ボディチェック徹底や！金本阪神、250万円の超ハイテク機器2台導入

金本阪神がチーム強化へ、最新の“秘密兵器”を導入していたことが6日、明らかになった。世界70カ国で商品を展開しているインボディ・ジャパンの高精度体成分分析装置「InBody770」。価格は何と、1台およそ250万円！それを2台購入し、成長著しい若虎の成長を徹底チェックする。



阪神が導入した高精度体成分分析装置「InBody770」(株式会社インボディ・ジャパン提供写真)【拡大】

자료 : 산케이스포츠, SK 증권

치료에서 진단으로, 기술력이 성패를 좌우한다

인바디는 여러 질병의 발병 가능성을 미리 진단해 보고 예방할 수 있다.

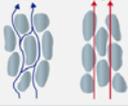
치료의학 시대를 넘어 최근에는 예방의학의 중요성이 부각되면서 체내/외 진단 의료가 시장의 성장이 예상된다. 그 중 인바디는 대표적인 ‘체성분 분석기기’로써 꾸준한 수요 증가가 기대된다. 체성분 분석 자료는 다방면에서 활용 가능하다. 가장 대중적으로 알려진 인바디의 효능은 체지방/골격근량 수치를 토대로 비만/당뇨 등의 예방 기능이다. 이 외에도 ‘세포외수분비’, ‘위상각’ 수치 등을 통해 다양한 질병 예방이 가능하다. ‘세포외수분비’ 수치가 높으면 신장 기능의 저하를 의심할 수 있다. ‘위상각’ 수치가 낮으면 세포막의 구조적 손상을 의미하며 암 또는 기타 질환 발병 가능성이 높음을 의미한다.

인바디 체성분 측정 기술은 경쟁 제품 대비 정확한 측정값 도출이 가능하다.

정확한 진단을 위해서는 정확한 ‘측정’이 필수인데, 인바디의 체성분 측정 기술은 세계 최고 수준을 자랑한다. 경쟁 제품의 경우 신체 일부를 측정된 결과에 연령/성별 등 경험 변수를 더해 최종 결과물을 도출한다. 따라서 사용자 연령/성별 등의 설정을 어떻게 하느냐에 따라 다양한 결과를 얻게 된다. 반면 인바디의 경우 몸통 전체를 다양한 주파수 대역으로 측정하기 때문에 경험 변수 의존 없이 정확한 측정값 도출이 가능하다.

인바디 제품 기술력

- 인바디는 기존 BIA법(Bioelectrical Impedance Analysis - 생체전기임피던스법)의 한계를 뛰어넘어 세계적인 표준으로 자리잡은 체성분분석기입니다.
- 연령이나 성별 등 경험변수에 의존하지 않고도 정확한 측정값과 높은 재현도를 제공합니다.

| 부위별 직접 임피던스 측정법 | 다주파수 측정법 | 엄지전극 및 8점 터치식 측정법 | 경험변수 배제 |
|---|--|--|---|
|  <p>인바디는 팔, 다리, 몸통을 따로 측정하여 그 어떤 장비보다 정확한 검사 결과를 제공합니다. 몸통은 다른 부위에 비해 상대적으로 면적이 넓어 임피던스 값이 낮고 근육량이 많습니다. 따라서 몸통에서의 작은 임피던스 값의 변화는 근육량에 큰 영향을 미치기에 반드시 따로 측정해야 정확한 총 근육량을 알 수 있습니다.</p> |  <p>인바디는 주파수에 따라 세포막을 통과할 수 있는 정도가 다르다는 점을 활용하여 저주파수부터 고주파수까지 다양하게 사용하고 세포 내·외 수분을 따로 측정합니다. 이를 통해서 총 체수분을 정확하게 측정하고 나이가 수분 균형까지 확인할 수 있습니다. (1kHz, 5kHz, 50kHz, 250kHz, 500kHz, 1000kHz)</p> |  <p>인바디는 인체의 구조적 특성을 이용하여 좌우 손과 발에 각각 전류와 전압전극을 2개씩 배치하여 총 8개의 전극을 칩거나 발도막 되어 있습니다. 또한 엄지전극을 이용하여 전극을 잡는 위치가 달라지더라도 항상 동일한 점에서 측정이 시작되도록 하여 높은 재현도와 정확한 측정 결과를 보장합니다.</p> |  <p>과거 혹은 타사의 장비는 정확도를 높이기 위해 연령이나 성별과 같은 경험 정보를 이용하여 결과값을 보정하였지만 측정 집단에 따라 정확도가 떨어지는 문제가 발생하였습니다. 인바디는 이런 한계를 알고리즘을 바탕으로 한 기술을 통해 극복하였기에 경험 변수에 의존하지 않고도 체성분을 정확하게 분석합니다.</p> |

자료 : 인바디, SK 증권

다양한 체성분 분석방법



자료 : 인바디, SK 증권

인바디 Wearable 의 현주소

1기 Wearable 기기에 대한 기대감이 컸지만 그만큼의 매출 성장은 없었다.

하지만 꾸준히 판매되는 스테디셀러일 뿐만 아니라 오는 9월에는 인바디워치 출시를 앞두고 있다.

2015년 세계 최초로 체성분 분석이 가능한 Wearable 기기 ‘인바디밴드 1’을 출시한 이후 지난해 7월, 체성분 측정 기능을 업그레이드한 ‘인바디밴드 2’까지 출시한 상태다. 출시 초기, 체성분 측정이 가능한 세계 유일의 피트니스밴드라는 점에서 고무적인 평가를 받았으나 기대만큼의 매출 성장은 없었던 것이 사실이다.

하지만 인바디밴드가 분기별 10억 내외의 꾸준한 매출을 기록 중인 스테디셀러(Steady Seller)임에도 틀림없다. 또, 인바디밴드의 대량 구입을 희망하는 기업체가 늘어나면서 일회성 매출을 포함한 매출 업그레이드 가능성도 높다. 실제로 인바디밴드 1 출시 초기인 2015년 9월, ‘암웨이 태국(Amway Thailand)’과 약 25억원 규모의 대량 공급 계약을 맺은 바 있으며, 지난해 1월에는 암웨이 차이나(Amway China)에 약 45억원 규모의 인바디밴드를 공급했다.

오는 9월에는 신제품 ‘인바디워치(InBody Watch)’ 출시를 앞두고 있다. 인바디워치는 업그레이드된 체성분 분석은 물론 혈류/혈압 측정 기능이 포함될 것으로 알려졌다. 이는 간편한 Wearable 기기만으로도 심혈관 질환을 비롯한 다양한 질병 예방이 가능한 시대가 왔음을 의미한다. 올해 초 미국에서 개최된 CES 2017에서 처음 선보인 인바디워치는 2015년 인바디밴드 출시 당시에 이어 두 번째로 ‘CES 혁신상’을 수상했다. 기능에 디자인을 더한 만큼 Wearable 기기 시장에서의 돌풍도 기대해 볼만 하다.

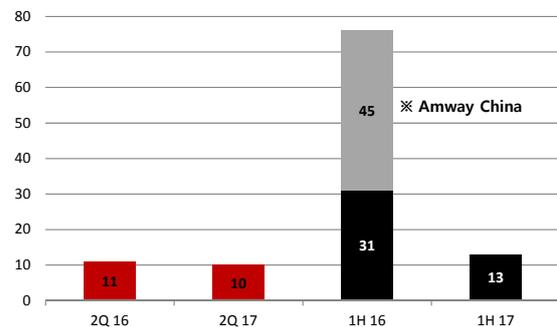
CES 2017에서 선보인 인바디 워치



자료 : 인바디, SK증권

인바디밴드 매출액(국내+해외)

(단위 : 억원)



자료 : 인바디, SK증권

투자의견 매수, 목표주가 37,000 원 신규편입

투자의견 매수, 목표주가 37,000 원을 제시하고 신규편입한다. 목표주가는 내년도 예상 EPS 에 과거 5 년간 평균 PER 25x 를 적용하여 산출하였다. 꾸준한 수출 성장에 주목해본다. 정확한 측정값을 도출해내는 기술력의 구전(口碑)효과 및 영업력으로 체성분 분석기 활용 분야가 점점 다양해지고 있기 때문이다. '인바디워치'는 또 다른 긍정적인 변수다. 2015 년초 시장의 반향을 일으켰던 Wearable 기기 '인바디밴드 1'의 출시 당시를 떠올리게 한다. 3 분기부터는 지난해 상반기 발생한 중국 대량 발주 1 회성 실적 반영 영향도 덜어내는 만큼, 본격적인 외형성장 국면에 접어들 것으로 전망한다.

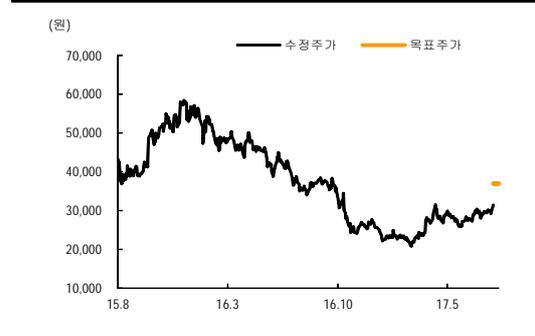
인바디 실적 추정

(단위: 억원)

| 구분 | 2016 | | | | 2017E | | | | 2018E | | | | 2016 | 2017E | 2018E |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 1Q | 2Q | 3QE | 4QE | 1QE | 2QE | 3QE | 4QE | | | |
| 매출액 | 227 | 190 | 180 | 201 | 197 | 222 | 204 | 226 | 250 | 218 | 219 | 244 | 798 | 849 | 932 |
| 영업이익 | 79 | 52 | 46 | 43 | 45 | 58 | 57 | 64 | 80 | 59 | 62 | 64 | 220 | 225 | 265 |
| (OPM, %) | (34.7%) | (27.5%) | (25.7%) | (21.4%) | (22.8%) | (26.2%) | (28.2%) | (28.5%) | (32.0%) | (27.0%) | (28.3%) | (26.3%) | (27.6%) | (26.5%) | (28.5%) |

자료 : 인바디, SK 증권 추정

| 투자의견변경 | 일시 | 투자의견 | 목표주가 |
|--------|------------|------|---------|
| | 2017.08.30 | 신규편입 | 37,000원 |



Compliance Notice

- 작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 8월 30일 기준)

| | | | | | |
|----|--------|----|-------|----|----|
| 매수 | 91.56% | 중립 | 8.44% | 매도 | 0% |
|----|--------|----|-------|----|----|

재무상태표

| 월 결산(억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E |
|----------------|------|------|-------|-------|
| 유동자산 | 541 | 643 | 745 | 980 |
| 현금및현금성자산 | 56 | 103 | 160 | 375 |
| 매출채권및기타채권 | 111 | 117 | 131 | 141 |
| 재고자산 | 90 | 93 | 104 | 112 |
| 비유동자산 | 283 | 327 | 363 | 338 |
| 장기금융자산 | 7 | 2 | 2 | 2 |
| 유형자산 | 230 | 279 | 307 | 286 |
| 무형자산 | 17 | 17 | 15 | 14 |
| 자산총계 | 825 | 971 | 1,109 | 1,318 |
| 유동부채 | 59 | 41 | 46 | 50 |
| 단기금융부채 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 매입채무 및 기타채무 | 19 | 8 | 9 | 10 |
| 단기충당부채 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 비유동부채 | 2 | 6 | 11 | 19 |
| 장기금융부채 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기충당부채 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채총계 | 61 | 47 | 58 | 68 |
| 지배주주지분 | 763 | 923 | 1,051 | 1,249 |
| 자본금 | 68 | 68 | 68 | 68 |
| 자본잉여금 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 기타자본구성요소 | -3 | -3 | -31 | -31 |
| 자기주식 | -3 | -3 | -31 | -31 |
| 이익잉여금 | 694 | 853 | 1,013 | 1,215 |
| 비지배주주지분 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 764 | 923 | 1,051 | 1,250 |
| 부채외자본총계 | 825 | 971 | 1,109 | 1,318 |

현금흐름표

| 월 결산(억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E |
|---------------------|------|------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | 105 | 177 | 162 | 210 |
| 당기순이익(손실) | 173 | 170 | 173 | 202 |
| 비현금성항목등 | 44 | 72 | 68 | 86 |
| 유형자산감가상각비 | 11 | 14 | 14 | 21 |
| 무형자산감가상각비 | 3 | 4 | 4 | 4 |
| 기타 | 4 | 28 | 1 | 1 |
| 운전자본감소(증가) | -94 | -13 | -25 | -12 |
| 매출채권및기타채권의 감소(증가) | -68 | -5 | -20 | -10 |
| 재고자산감소(증가) | -34 | -4 | -11 | -8 |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | 12 | -14 | 0 | 1 |
| 기타 | -4 | 9 | 6 | 6 |
| 법인세납부 | -19 | -52 | -54 | -67 |
| 투자활동현금흐름 | -90 | -121 | -61 | 5 |
| 금융자산감소(증가) | -25 | -52 | -20 | 0 |
| 유형자산감소(증가) | -73 | -75 | -42 | 0 |
| 무형자산감소(증가) | -1 | -5 | -3 | -3 |
| 기타 | 9 | 12 | 4 | 8 |
| 재무활동현금흐름 | -8 | -11 | -42 | 0 |
| 단기금융부채증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기금융부채증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본의증가(감소) | 0 | 0 | -29 | 0 |
| 배당금의 지급 | -8 | -11 | -14 | 0 |
| 기타 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 현금의 증가(감소) | 9 | 46 | 57 | 216 |
| 기초현금 | 47 | 56 | 103 | 160 |
| 기말현금 | 56 | 103 | 160 | 375 |
| FCF | 14 | 87 | 121 | 205 |

자료 : 인바디, SK증권 추정

포괄손익계산서

| 월 결산(억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 689 | 798 | 849 | 932 |
| 매출원가 | 195 | 220 | 199 | 224 |
| 매출총이익 | 494 | 578 | 649 | 707 |
| 매출총이익률 (%) | 71.7 | 72.4 | 76.5 | 75.9 |
| 판매비와관리비 | 294 | 358 | 424 | 444 |
| 영업이익 | 200 | 220 | 225 | 263 |
| 영업이익률 (%) | 29.0 | 27.6 | 26.6 | 28.2 |
| 비영업손익 | 8 | -12 | 2 | 4 |
| 순금융비용 | -7 | -5 | -6 | -8 |
| 외환관련손익 | 3 | 3 | -3 | -3 |
| 관계기업투자등 관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업이익 | 208 | 208 | 227 | 267 |
| 세전계속사업이익률 (%) | 30.1 | 26.1 | 26.7 | 28.7 |
| 계속사업법인세 | 35 | 38 | 54 | 65 |
| 계속사업이익 | 173 | 170 | 173 | 202 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 173 | 170 | 173 | 202 |
| 순이익률 (%) | 25.1 | 21.3 | 20.4 | 21.7 |
| 지배주주 | 173 | 170 | 173 | 202 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | 25.11 | 21.27 | 20.43 | 21.72 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 176 | 171 | 170 | 199 |
| 지배주주 | 176 | 171 | 170 | 199 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA | 214 | 238 | 244 | 288 |

주요투자지표

| 월 결산(억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E |
|------------------------|-------|---------|---------|---------|
| 성장성 (%) | | | | |
| 매출액 | 40.9 | 15.8 | 6.3 | 9.8 |
| 영업이익 | 98.2 | 10.2 | 2.2 | 16.8 |
| 세전계속사업이익 | 94.8 | 0.2 | 9.1 | 17.6 |
| EBITDA | 90.8 | 11.3 | 2.6 | 18.2 |
| EPS(계속사업) | 95.0 | -1.9 | 2.1 | 16.7 |
| 수익성 (%) | | | | |
| ROE | 25.5 | 20.2 | 17.6 | 17.6 |
| ROA | 23.8 | 18.9 | 16.7 | 16.7 |
| EBITDA마진 | 31.0 | 29.8 | 28.8 | 31.0 |
| 안정성 (%) | | | | |
| 유동비율 | 912.1 | 1,563.9 | 1,613.6 | 1,968.9 |
| 부채비율 | 8.0 | 5.1 | 5.5 | 5.5 |
| 순차입금/자기자본 | -42.9 | -46.3 | -47.8 | -57.5 |
| EBITDA/이자비용(배) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 주당지표 (원) | | | | |
| EPS(계속사업) | 1,265 | 1,241 | 1,267 | 1,479 |
| BPS | 5,577 | 6,745 | 7,678 | 9,130 |
| CFPS | 1,365 | 1,369 | 1,403 | 1,663 |
| 주당 현금배당금 | 80 | 100 | 0 | 0 |
| Valuation지표 (배) | | | | |
| PER(최고) | 45.9 | 47.0 | 24.9 | 21.3 |
| PER(최저) | 23.4 | 19.4 | 16.4 | 14.0 |
| PBR(최고) | 10.4 | 8.7 | 4.1 | 3.5 |
| PBR(최저) | 5.3 | 3.6 | 2.7 | 2.3 |
| PCR | 42.5 | 19.7 | 22.4 | 18.9 |
| EV/EBITDA(최고) | 35.6 | 31.8 | 15.7 | 12.5 |
| EV/EBITDA(최저) | 17.5 | 12.1 | -2.0 | -2.4 |

memo
