



Sisram Medical (1696.HK)

오스템임플란트의 성공 스토리가 보인다

- 복성제약이 최대주주로 있는 EBD, 톡신, 필러 에스테틱 전문 기업
- 지역별 매출액 아메리카 대륙 YoY -12.4%, APAC +5.9%, 중동-아프리카 +15.3%
- 직판 확대 → 마진 하락 → 정상화, 오스템임플란트가 걸어간 길을 따라가는 중

직판이 늘어서 매출총이익률은 오르고, 영업이익률은 내리고

'24년 연간 실적은 매출액 \$349.1M(약 5,123 억 원, YoY -2.8%), 매출총이익 \$216.8M(약 3,182 억 원, YoY -2.8%, GPM 62.1%), 영업이익 \$35.0M(약 514 억 원, YoY -11.6%, OPM 10.0%), 당기순이익 \$25.1M(약 368 억 원, YoY -20.2%, NPM 7.2%)을 기록했다. 매출액은 역성장하였으나 유통 채널 중 직판 비중이 늘면서 매출총이익률은 오히려 YoY +1.0%P 개선되었다. 직판 비중은 '22년 66% → '23년 78% → '24년 87%로 매년 상승했다. 유통 채널이 간소화되어 실제 판매가가 올라가 매출총이익에는 긍정적이었으나, 영업 지사 신규 개소, 인력 증대로 판관비가 커져 영업이익률은 YoY -1.0%P로 감소하였다.

EBD, 톡신, 필러, 기타 사업부 모두 매출액이 역성장했던 작년

Medical Aesthetics(EBD 등): '24년 매출액 \$308.9M(약 4,535 억 원, YoY -2.4%, 매출 비중 88.5%)를 기록했다. 북미와 남미 지역에서 경제 맥크로 지표가 좋지 않아 타격을 입으며 매출액이 YoY -12.4% 감소했다. 우리나라에서도 고가의 시술로 유명한 'Soprano Titanium' 등의 장비를 개발 후 판매하고 있어 고금리에 따른 영향이 이어진 것이다(고금리가 EBD 시장에 미친 악영향 관련 자세한 내용은 [InMode 4Q24 review 보고서 'OutMode, 역성장해버린 성장주'](#) 참고). 대신 아시아-태평양 YoY +5.9%, 중동-아프리카 YoY +15.3%로 아메리카 대륙 외의 지역에서 선방하며 전사 매출액 감소폭을 최소화하였다.

Injectables(톡신, 필러 등): '24년 매출액 \$9.8M(약 144 억 원, YoY -2.6%, 매출 비중 2.8%)를 기록했다. '24년 9월에 중국 NMPA로부터 'Daxxify'(중국명 达希斐) 제품 허가를 획득하였고, 이에 대한 중국 본토 출시를 '25년 내로 준비하고 있다. 기존 제품보다 신제품 출시에 신경 쓰며 매출액이 전년보다 줄어들었다.

Services and Others(덴탈 임플란트 등 기타): '24년 매출액 \$304M(약 446 억 원, YoY -6.8%, 매출 비중 8.7%)를 기록했다. 사업부 내 비중이 컸던 덴탈 사업의 상황이 좋지 않아 매출액 성장률이 좋지 못했다.

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('25. 3. 25.): 4.62HKD

목표주가 컨센서스: 4.5HKD

▶ 투자의견 컨센서스

	매수 100%	보유 0%
--	------------	----------

Stock Data

산업분류	제약
형성 지수 (3/25)	23,344.25
현재주가/목표주가 (HKD)	4.62/4.50
52주 최고/최저 (HKD)	4.95/2.75
시가총액 (백만 HKD)	2,164
유통주식 수 (백만 주)	133
일평균거래량 (3M)	856,252

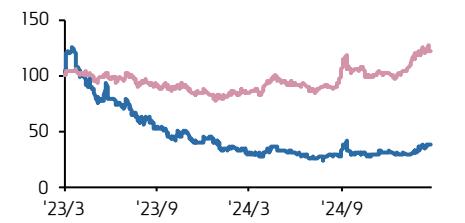
Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	359	349	432	499
영업이익	40	35	34	40
OPM(%)	11.1	10.0	7.9	8.0
순이익	31	25	42	52
EPS	0.1	0.1	0.1	0.1
증가율(%)	-22.1	-20.4	67.9	22.2
PER(배)	9.2	68.4	51.4	41.5
PBR(배)	0.7	N/A	N/A	N/A
ROE(%)	7.1	N/A	N/A	N/A
배당수익률(%)	3.0	N/A	N/A	N/A

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	19.6	23.8	32.2	25.2
형성 지수	19.2	2.4	25.8	44.9

('23.3.26=100) 시스람 메디칼 형성 지수



자료: 데이터 스트림 컨센서스, 키움증권 리서치

국가도, 취급 품목도 다르지만 익숙한 직판 성장 스토리

직판 채널을 늘리면서 이익률이 떨어지는 성장통을 버틴 후에는 늘어난 고정비보다 높아진 제품 단가로 인해 해당 차액이 이익률로 연결되는 영업 레버리지 효과를 누릴 수 있다. 이러한 과정을 통해 시가총액 3 조 원의 규모를 자랑하며 의료기기 대장주로 거듭났던 업체가 우리나라에도 있었다. 이러한 성장 스토리는 치아 임플란트를 기반으로 토탈 덴탈 솔루션 기업으로 거듭난 오스템임플란트를 떠올리게 만든다.

오스템임플란트는 국산 임플란트의 저변을 넓히면서 상업화를 가장 성공적으로 이뤄냈던 업체였다. '14년부터는 만 75 세 이상 환자에게 2 개의 임플란트에 본인부담률 50%의 보험이 적용되며 내수 성장이 빨라졌다.

이후에는 시야를 넓혀 '15년부터 '17년까지 중국을 비롯한 해외의 직판 채널을 확보하기 시작했다. 그에 따라 매출액 대비 인건비의 비중이 높아지며 고정비가 크게 늘어났고, 영업이익률이 '15년 12.0% → '17년 5.5%로 하락하는 모습으로 이어졌다. 당시 해외 매출채권 등의 재무적인 부담도 더해지며 시가총액은 '16년 1월 고점 대비 '18년 10월 저점까지 -51.5% 하락한 바 있다.

이후 총당금 이슈 해결과 더불어 현지의 직판 채널이 본격적으로 가동되며 영업 레버리지 효과가 발휘되었다. 영업이익률은 '17년 5.5% → '21년 17.4%로 상승했다. '20년 3월 코로나 저점 대비 횡령 사건이 터지기 직전인 '21년 연말까지 시가총액은 +525.9% 상승했다.

동사는 중국이나 홍콩 현지 업체가 아니라 '13년 5월 27일에 이스라엘의 EBD 업체 Alma Laser 를 \$240M(당시 약 2,640 억 원)에 지분 95.16% 인수하면서 탄생한 케이스라 중국을 비롯한 글로벌 직판망을 늘릴 필요가 있었다. '16년부터 직판 비중을 유기적인 방식과 M&A 등을 통해서 꾸준히 늘려오면서 단가 상승에 따라 매출총이익률은 개선되었다. 다만, 현지 영업 인력들을 보강하여 고정비 부담이 커졌다. 실제로 '17년 대비 현재 운영, R&D, 일반 관리직 직원 수는 약 2 배가 늘어난 반면, 영업직 직원 수는 6 배나 늘어났다. 그로 인한 결과물로 영업이익률은 '18년부터 하향 추세가 이어지고 있다.

이제는 직판 비중이 이미 87%까지 크게 늘어 비용을 투입하여 저변을 확대할 여지가 많지 않다. 또한, Q&A에서도 알 수 있듯 기업의 펀더멘탈 자체는 개선되고 있다. '24년 매출액 부진의 큰 요인이었던 미국에서의 금리 하락으로 전망이 밝아지고 있다는 점, 특신 'Daxxify'를 '25년 내로 중국에 런칭할 것이라는 점 등으로 고통을 겪던 후의 결과물을 확인할 수 있는 시점이 다가오는 중이다.

**수개월 전부터 하락하는
금리, 이로 인해 밝아지기
시작한 미국 EBD 업황**

〈주요 Q&A〉

Q. 고금리 상황 속에서 미국 상황 '25년에도 어려울지 ?

A. 다행히도 수개월 전부터 금리가 떨어지며 낙관적인 전망을 조금 할 수 있어진 상황. '24년에 'Alma Harmony' 등 미국에서 신제품 출시가 이뤄졌기 때문에 신규 주문 많아질 것이고, '25년에 수주 잔고를 채워줄 것으로 보는 중.

**'Daxxify' 준비 더 필요하고,
매출액 규모 가능 어려움**

Q. '25년 톡신' Daxxify' 매출액은 어느 정도 될지 ? 중국에서 영업을 진행하는 팀과 인력들에 대해서 알려줄 사항 있을지 ?

A. 시간이 더 필요하다고 보는 중. 'Daxxify'는 보툴리눔 톡신이기에 의약품으로 분류되고, 중국에서 이에 대한 유통을 진행한다는 점은 많은 준비가 필요함. 다행인 점은 Fosun Pharma(복성제약)이 동사의 최대주주로 있어 여러 부분에서 유리한 점이 있다고 봄.

**'25년 유럽, 지정학적 긴장감
이어지며 영향 있겠으나
동사는 영업 잘 하는 중**

순이익률 개선 가능

Q. '25년 유럽 시장 전망 어떠할지 ? 그로 인한 전사 순이익률 추이는 ?

A. 전쟁 등 여러 영향을 받는 지정학적 긴장감이 영향을 미칠 것으로 보는 중. 대신 필러와 톡신을 레이저 장비들과 결들여서 계약을 체결하고 있는 동사의 모습에 주목하는 것이 중요함. 독일, 스위스, 오스트리아, 영국 등지에서 영업을 꾸준히 전개하고 있음.

정확하게 순이익률이 얼마나 예상할 수 없지만, 신사업들이 가시적인 성과를 얻도록 전략을 진행하고 있어 이익률 개선 가능할 것.

**현재 필러 사업 매출액은
유의미한 수준 X**

**EBD와의 시너지를 내는
형태로 전략 수행할 예정**

Q. 필러 'Revanesse'의 매출액 비중은 '24년에 어느 정도였을지 ? 또한, 향후 injectable(톡신, 필러) 사업을 어떻게 확장할 계획인지 ?

A. 캐나다 Prolleinum에서 가져온 'Revanesse'는 '24년 말에서야 영업 조직이 갖춰지고 활동하였음. 현재 매출액 기여도는 유의미한 수준 아님.

주사제형 제품들은 동사의 EBD나 레이저 장비들과 함께 임상적인 시너지를 낼 수 있는 포지션을 구축할 예정.

동사는 북미와 중국 EBD 시장에서 자신감 드러내는 중

Q. 동사가 미국과 중국 EBD 시장에서 점유율을 늘리고 있는지 ? 중국을 보면 현지 업체나 브랜드들로 인한 경쟁이 늘어나는 추세로 보이는데 저가 장비와의 경쟁 상황이 궁금함.

A. 북미 시장에서 점유율 증가하고 있음.

중국 시장에서도 동사가 선두 플레이어라고 보고 있고, 여전히 시장의 잠재력이 큰 상황. 매출채권 상황도 건강한 수준을 유지하고 있고, Fosun Pharma(복성제약)의 이름 하에 능동적으로 사업 진행 중임.

'23년에 인수한 PhotonMed, 매출과 이익 모두 기대치 상회 (매출액 1,000억 이상 추정)

Q. '23년에 인수한 의료 미용 유통사 PhotonMed의 실적 가이던스는 있을지 ? 향후 추가 지불해야 하는 마일스톤 등이 있을지 ?

A. PhotonMed 는 중국 본토에서 EBD(에너지 기반 피부 미용 장비) 유통 업계를 이끄는 업체임. 2003년부터 Alma Laser 와 PhotonMed 는 장기적인 전략적 협업사로서 관계를 유지해오고 있었음. '23년 3월 30일에 동사의 자회사인 Alma Laser 가 2.7 억 위안(당시 약 510억 원) 규모로 지분의 60%를 인수함.

인수 계약 중 1 차 지불액은 1,250 만 위안(약 25 억 원)이었음. 해당 기간 동안 매출액과 EBITDA 같은 이익이 모두 기대치를 상회하는 우수한 성적을 거두었음.

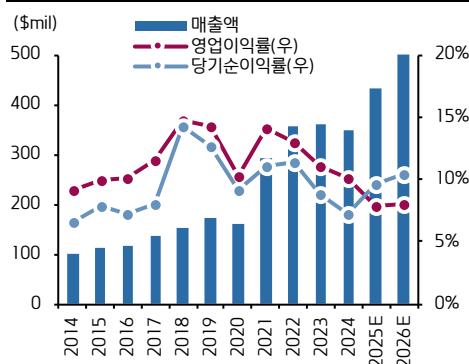
(참고: 230703 인수 기사 당시에 '24년의 PhotonMed 연간 매출액 전망치가 5 억 위안(당시 약 950 억 원)이었음.)

2차 지불 기간은 '24년 7월 1일 ~ '25년 6월 30일임.

2차 기간 이후로 마지막 지불 기간이 1 번 더 남아있음.

각 기간별로 비용을 얼마큼 지불했는지는 사후에 시장에 공유하도록 하겠음.

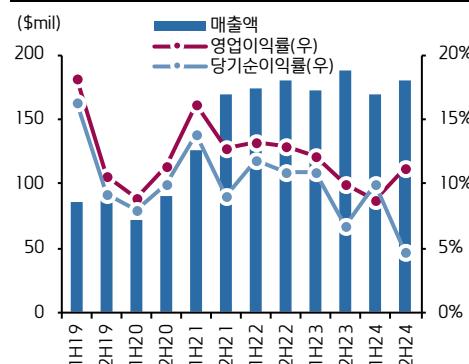
Sisram Medical 연간 실적 추이 및 전망



주) 전망치는 Bloomberg Consensus

자료: Sisram Medical, 키움증권 리서치센터

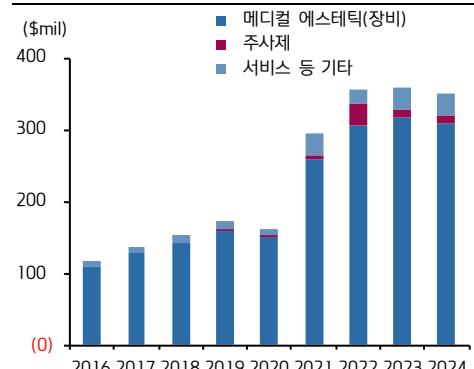
Sisram Medical 반기별 실적 추이 및 전망



주) 전망치는 Bloomberg Consensus

자료: Sisram Medical, 키움증권 리서치센터

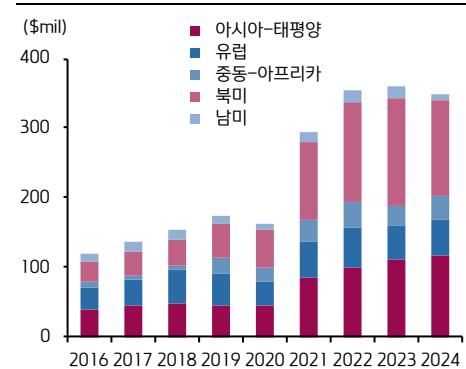
Sisram Medical 사업부별 매출액 분류 추이



주) 전망치는 Bloomberg Consensus

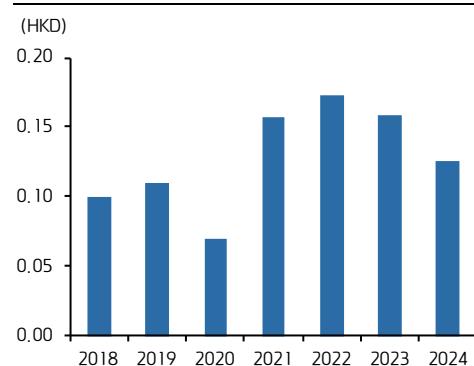
자료: Sisram Medical, 키움증권 리서치센터

Sisram Medical 지역별 매출액 분류 추이



자료: Sisram Medical, 키움증권 리서치센터

Sisram Medical 연간 세전 DPS 추이



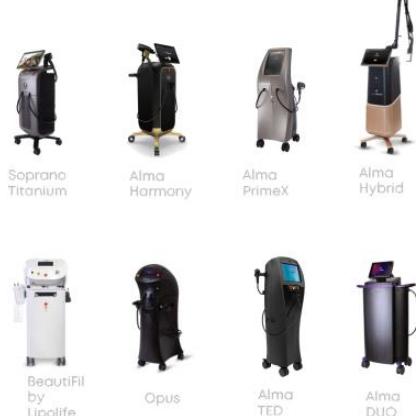
자료: Sisram Medical, 키움증권 리서치센터

Sisram Medical 주요 제품 포트폴리오

Core Business



A world leading medical aesthetics energy-based device provider



B2B2C

Key Development

Injectables

EXCELLING INJECTABLES THERAPY



Prophilo®
Skin Bio-remodeling
Therapy



Daxxify®
Long-lasting Toxin



Revanesse®
hyaluronic acid (HA)
dermal fillers

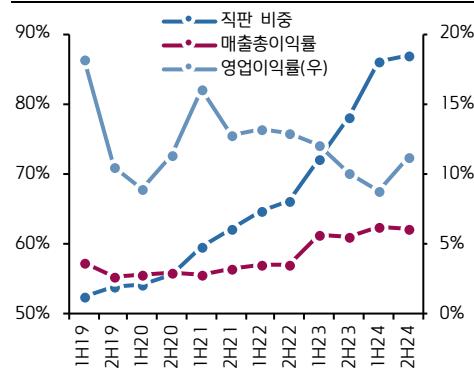
B2B2C

Incubation



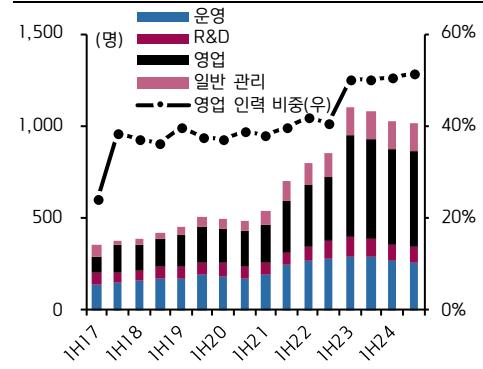
자료: Sisram Medical, 키움증권 리서치센터

Sisram Medical 직판 비중과 이익률 추이



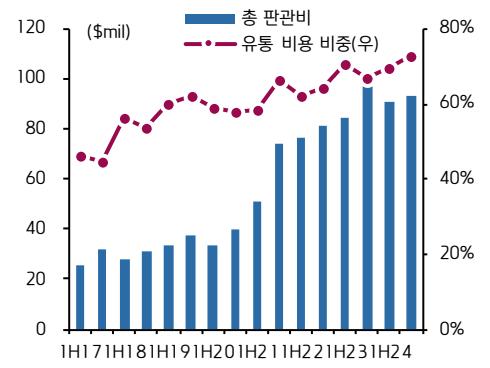
자료: Sisram Medical, 키움증권 리서치센터

Sisram Medical 인력 추이



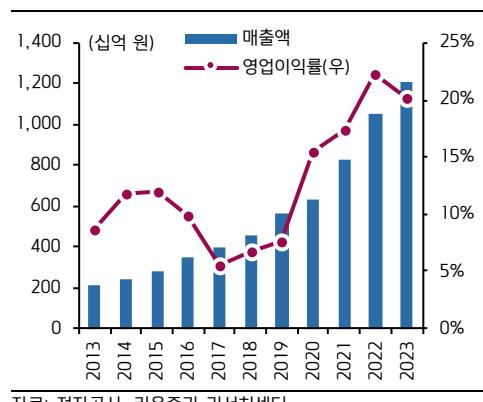
자료: Sisram Medical, 키움증권 리서치센터

Sisram Medical 연간 판관비 추이



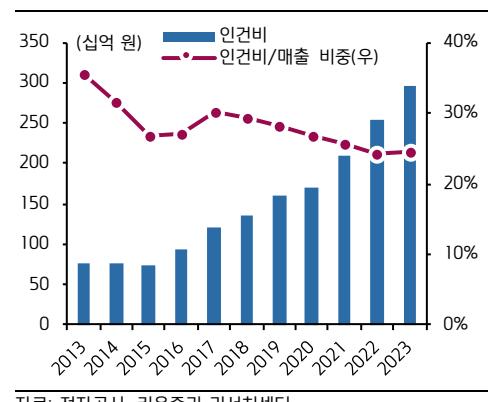
자료: Sisram Medical, 키움증권 리서치센터

오스템임플란트 연간 실적 추이



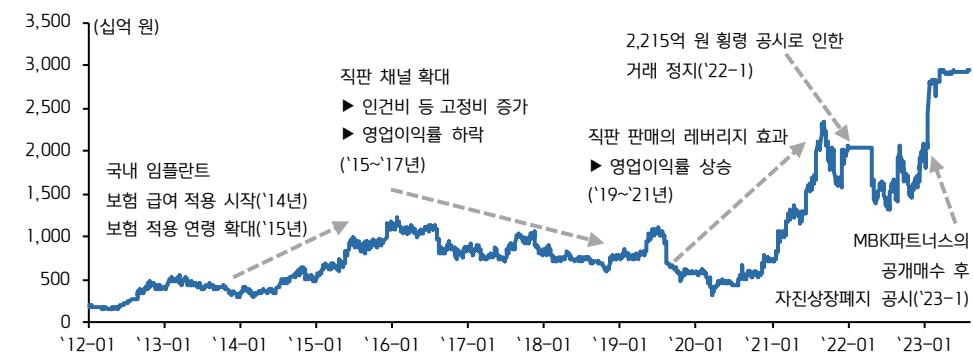
자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

오스템임플란트 연간 인건비 추이



자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

오스템임플란트 시가총액 추이 분석



자료: 언론보도, 한국거래소, 키움증권 리서치센터

Sisram Medical 시가총액 추이 분석



자료: Sisram Medical, 언론보도, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

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

고지사항

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