SK COMPANY Analysis

SK securities

2023-03-29

엠아이텍 (179290/KQ | Not Rated)

시간이 문제일 뿐 방향성은 명확하다

- 엠아이텍은 국내 1 위, 글로벌 5 위 비혈관용 스텐트 제조업체
- Boston Scientific 의 엠아이텍 인수는 예정대로 진행될 가능성 크다고 판단
- 향후 M&A 거래 종결 시, 사업적 시너지 극대화를 통한 실적 고성장 시작될 것
- 올해 예상 실적은 매출액 685 억원 (+13%YoY), 영업이익 227 억원 (+12%YoY)

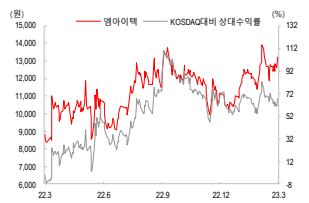


Analyst
허선재
sunjae.heo@sks.co.kr
3773-8197

Company Data	
자본금	16 십억원
발행주식수	3,212 만주
자사주	-
액면가	500 원
시가총액	425 십억원
주요주주	
시너지이노베이션(외4)	64.23%
자사주	0.00%
외국인지분율	6.98%
배당수익률	0.7%

Stock Data	
주가(23/03/28)	13,230 원
KOSDAQ	833.51 pt
52주 Beta	-0.05
52주 최고가	13,890 원
52주 최저가	8,360 원
60일 평균 거래대금	4 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	3.9%	-1.3%
6개월	11.6%	-9.7%
12개월	50.5%	67.4%

Boston Scientific 의 엠아이텍 인수는 예정대로 진행될 가능성 큰 상황

22 년 6 월 Boston Scientific 은 엠아이텍 지분 64%를 총 2,912 억원 (주당 1.45 만원)에 양수하는 계약을 체결했으나 거래 종결일자가 22/12/15 → 23/03/15 → 23/06/13 으로 2 차례 연장되었다. 원인은 스페인과 포르투갈에서 기업 결합 심사가 지연되었기 때문이며 현재 국가별로 2 차 심사가 진행 중인 상황이다. 해당 인수합병 딜이 예정대로 진행될 것이라고 전망하는 이유는 ①엠아이텍+Boston 합산 MS 85% 이상인 미국과 브라질에서 이미 기업결합 승인을 받은 바 있고 (스페인/포르투갈 내 합산 MS 80%) ②기업결합 승인이 기각되는 최악의 경우, Boston 입장에서는 절대적 매출액이 미미한 두 국가에서 시장 철수를 하고 엠아이텍을 인수하는 것이 이점이 더 클 것으로 추정되기 때문이다. 더불어 지난 2 월 Boston 의 글로벌 경쟁사 Olympus 의 태웅메디칼(동사의 경쟁사) 인수 발표는 Boston 의 엠아이텍 인수 의지를 더욱 강화시킬 것으로 예상한다.

인수합병에 따른 사업적 시너지로 기초체력 대폭 강화될 것으로 예상

Boston Scientific 은 22 년 기준 약 16 조원의 매출액과 90 조원의 시가총액을 기록한 글로벌 TOP 10 의료기기 업체로 엠아이텍 인수를 추진한 주요 이유는 ①일본/한국 등 MS 1 위 업체인 동사를 필두로 아시아 시장 지배력 확대 ②제품 포트폴리오 다각화 등으로 판단된다. 엠아이텍 입장에서는 글로벌 영업망 (100 개국 이상)과 R&D 역량(연간 R&D 투자액 1 조원 이상)등을 확보한 Boston Scientific 을 통해 ①글로벌 최대 시장인 북미/유럽 등 주요 시장 침투 본격화&ASP 상승 ②생분해성 스텐트 R&D 가속화 등의 시너지를 누릴 수 있을 것으로 전망한다. 향후 큰 폭의 실적 향상이 예상되는 바이다.

올해도 안정적 실적 성장 전망, 내년부터 본격적인 성장세 나타날 것

엠아이텍 22 년 실적은 매출액 607 억원 (+20.7% YoY)과 영업이익 203 억원 (+53.9%, OPM 34%)을 시현하며 사상 최대 실적을 기록했다. 다만 올해는 ①유럽 MDR 재인증 지연에 따른 1~4 월 유럽향 매출 공백 ②Boston Scientific 인수 효과 이연 등에 따라 실적 성장세가 전년대비 소폭 둔화될 것으로 예상한다. 2023 년 실적은 매출액 685 억원 (+12.9% YoY)과 영업이익 227 억원 (+11.8% YoY, OPM 33.2%)으로 추정한다. 내년에는 사상 최초로 연간 1,000 억원대 매출액을 기록할 것으로 전망하는데, 근거는 ①유럽 매출 정상화 (23 년 5 월부터 유럽 판매 재개) ②신제품 출시 ③ Boston Scientific 의 해외 MS(일본 등 주요 국가) 흡수 등에 기인한다. 이에 내년 실적 기준 PER 은 14 배로 낮아지며 벨류에이션 매력도까지 부각될 것으로 예상한다.

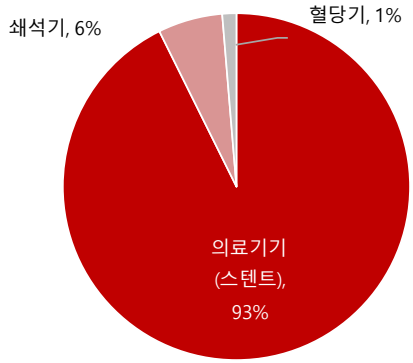
Analyst 허선재 sunjae.heo@sks.co.kr / 3773-8197

I. 기업개요

국내/일본 1 위, 글로벌 5 위 비혈관용 스텐트 제조업체

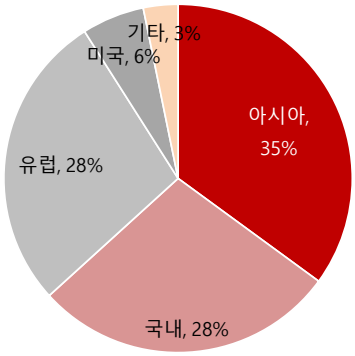
엠아이텍은 식도, 대장 등 장기가 협착되지 않도록 체내에 삽입하는 비혈관용 스텐트의 제조 및 판매를 주력 사업으로 영위하는 종합 의료기기 업체이다. 동사는 국내 시장 점유율 1 위, 글로벌 5 위를 확보한 시장의 주력 업체이며 현재 국내 포함 글로벌 98 개 국가에 동사 제품을 판매 중이다. 동사의 투자포인트는 비혈관용 스텐트의 제품 특성에 따라 경기 국면과 시장 변동성에 관계없이 꾸준한 실적 성장을 이어갈 수 있다는 점이다. 특히 동사는 구조적 성장이 예상되는 글로벌 비혈관용 스텐트 시장에서 철저히 차별화된 제품을 통해 점진적 시장 점유율 확대를 달성할 것으로 전망한다. 2022 년 기준 부문별 매출 비중은 스텐트 93%, 쇄석기 6%, 혈당기 1%이며 지역별 매출 비중은 아시아 35%, 국내 28%, 유럽 28%, 미국 6%, 기타 3% 이다.

엠아이텍 제품별 매출 비중 (2022 년 기준)



자료: 엠아이텍, SK 증권

엠아이텍 지역별 매출 비중 (2022 년 기준)



자료: 엠아이텍, SK 증권

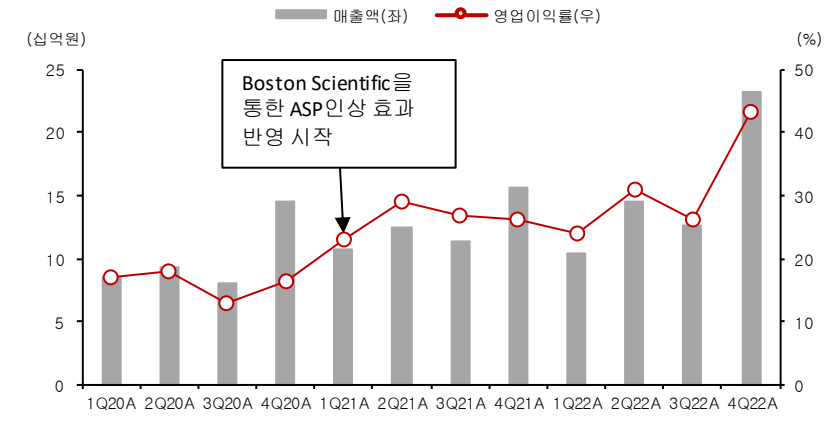
Ⅱ. 투자포인트

1) Boston Scientific 과의 사업적 시너지를 통한 구조적 성장

22 년 6 월 Boston Scientific 은 엠아이텍 지분 64%를 총 2,912 억원 (주당 1.45 만원)에 양수하는 계약을 체결했다. Boston Scientific 은 22 년 기준 약 16 조원의 매출액과 90 조원의 시가총액을 기록한 글로벌 TOP 10 의료기기 업체로 엠아이텍 인수를 추진한 주요 이유는 ①제품 포트폴리오 다각화 ②일본/한국 등 MS 1 위를 확보한 엠아이텍을 필두로 아시아 지역 내 시장 지배력 확대 등으로 판단된다. 엠아이텍 입장에서는 글로벌 영업망 (100 개국 이상)과 R&D 역량(연간 R&D 투자액 1 조원 이상)등을 확보한 Boston Scientific 을 통해 ①글로벌 최대 시장인 북미/유럽 등 주요 시장 침투 본격화 &ASP 상승 ②생분해성 스텐트에 대한 R&D 가속화 등의 사업적 시너지를 누릴 수 있을 것으로 전망한다.

실제로 동사의 주력 시장인 일본에서는 Boston Scientific 의 폭 넓은 유통채널을 활용하면서 스텐트 수출 물량이 약 15% 증가했으며 2020 년 12 월에는 Boston Scientific 의 협상력을 활용해 평균판매단가를 약 30% 인상한 바 있다. 결과적으로 동사의 영업이익률은 2020 년 16.2%에서 2022 년 33.5%로 상승했고 이에 Boston Scientific 과의 사업적 시너지는 이미 시현중인 상황이라는 판단이다. 더불어 유럽 시장에서의 수출 물량 또한 꾸준히 늘어나고 있으며 향후 지역별로 추가적 ASP 인상 가능성까지 존재하기 때문에 글로벌 시장에서 동사의 성장 여력은 매우 크다고 판단한다.

엠아이텍 분기별 실적 추이

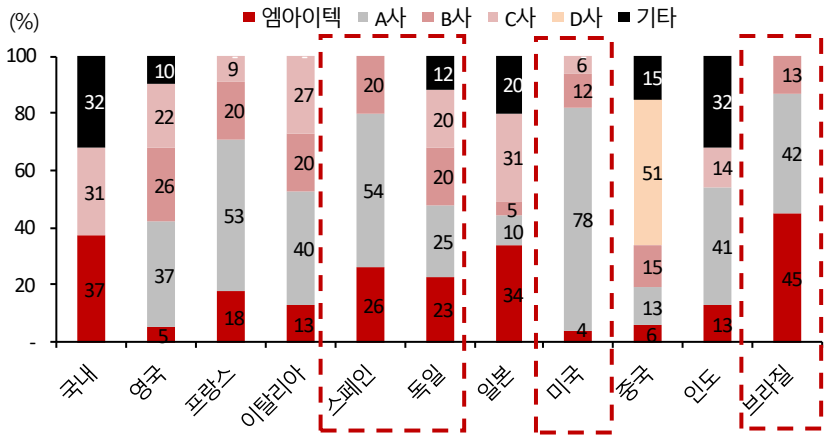


자료 : 엠아이텍, SK 증권

Analyst 허선재 sunjae.heo@sks.co.kr / 3773-8197

다만 22 년 6 월 Boston Scientific 과 엠아이텍이 주식양수도 계약을 체결할 당시 예상되었던 거래 종결일자는 당해 12 월 15 일이였으나 → 23/03/15 → 23/06/13 으로 2 차례 연장된 상황이다. 주 원인은 스페인과 포르투갈에서 기업 결합 심사가 지연되었기 때문이며 국가별로 각각 2 차, 3 차 심사가 진행 중인 상황이다. 당사는 해당 인수합병 딜이 예정대로 진행될 것이라고 전망하는데 근거는 ①엠아이텍+Boston 합산 MS 85% 이상인 미국과 브라질에서 이미 기업결합 승인을 받은 바 있고 (스페인/포르투갈 내 합산 MS 80%) ②기업결합 승인이 기각되는 최악의 경우, Boston 입장에서는 절대적 매출액이 미미한 두 국가에서 시장 철수를 하고 엠아이텍을 인수하는 것이 이점이 더 클 것으로 추정되기 때문이다. 더불어 지난 2 월 Boston 의 글로벌 경쟁사 Olympus 의 태웅메디칼(동사의 경쟁사) 인수 발표(인수가 4,800 억원)는 Boston 의 엠아이텍 인수 의지를 더욱 강화시킬 것으로 예상한다.

엠아이텍 주요 지역별 시장 점유율 (2021 년 기준)



자료 : 엠아이텍, SK 증권

2) 혁신적 신제품 출시

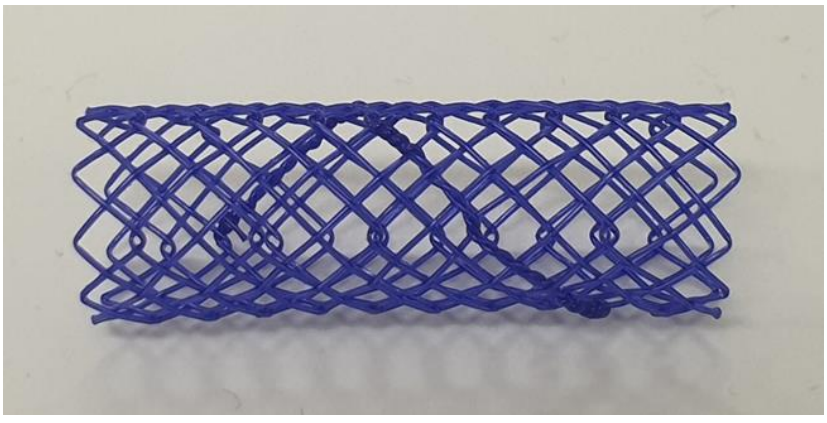
동사는 글로벌 스텐트 시장 내에서 게임 체인저가 될 수 있는 생분해성 스텐트를 개발 중에 있으며 빠르면 25 년 상용화할 수 있을 것으로 전망된다. 21 년 12 월 동사는 산업통상자원부 주관 국책과제인 '소재부품기술개발사업'의 주관기관으로 선정되었으며 25 년까지 산업통산자원부의 지원을 받아 한국섬유개발연구원, 분당차병원, 셀루메드와 생분해성 스텐트 개발(임상실험)에 착수했다. 생분해성 스텐트는 일정 기간 정해진 시간이 지나면 체내에서 자연 분해되는 스텐트이며 1 차적으로 체내 삽입 후 별도의 제거 시술이 필요 없기 때문에 ①시술의 편의성 ②안정성을 큰 폭으로 향상시켜줄 것으로 전망한다. 이에 따라 환자와 의사 모두의 효용성 제고가 가능할 것으로 예상되며 2025 년 성공적으로 상용화된다면 동사는 글로벌 비혈관용 스텐트 시장을 지배할 수 있는 압도적인 업체로 도약할 수 있을 것으로 전망한다. 더불어 생분해성 스텐트의 평균판매단가는 기존 스텐트 대비 약 1.5 배~2 배 가량 높게 측정될 것으로 전망되기 때문에 큰 폭의 마진 확대 또한 기대되는 바이다.

엠아이텍 신제품 개발 파이프라인

주요 제품	개요
항균 스텐트	세균 내성 물질에 의한 담도 폐쇄 억제 및 개존율 증가를 위한 스텐트
약물방출형 스텐트	약물로 내강을 차폐하여 담도 스텐트의 개존율을 증가한 스텐트 (24 년 출시 예정)
생분해성 스텐트	의사 및 환자의 편의를 위해 생분해성 물질의 스텐트 (25 년 출시 예정)
항균 스텐트	세균 내성 물질에 의한 담도 폐쇄 억제 및 개존율 증가를 위한 스텐트

자료: 엠아이텍, SK 증권

엠아이텍 생분해성 스텐트



자료 : 엠아이텍, SK 증권

Analyst 허선재 sunjae.heo@sks.co.kr / 3773-8197

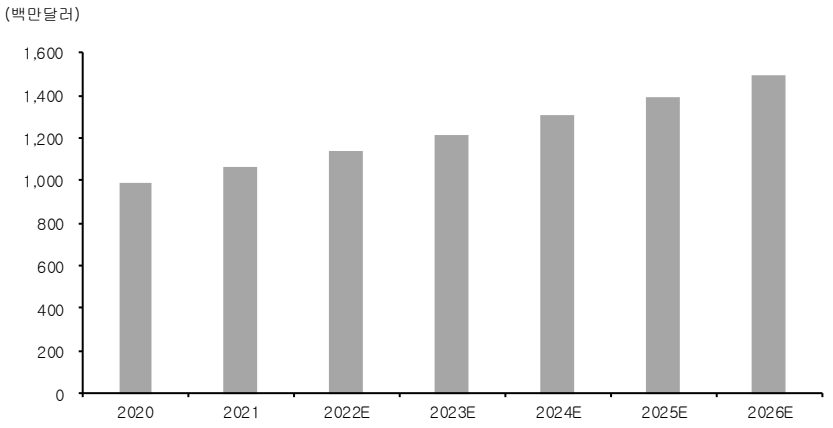
3) 글로벌 스텐트 시장의 구조적 성장

글로벌 비혈관용 스텐트 시장은 2020 년 9.9 억달러에서 2025 년 13.9 억달러까지 연평균 7% 성장할 것으로 전망된다. 시장의 주요 성장 요인은 전세계적으로 ①암 환자 수 ②생존율 증가에 기인한다. 즉, 비혈관용 스텐트 착용이 필요한 인구와 평균 착용 주기가 길어지면서 향후 꾸준한 시장 성장이 전망된다.

I. 암환자수 증가 – 글로벌 신규 암 환자수는 ①초고령 사회 진입 ②젊은 세대의 암 발병률 증가 등에 따라 향후 꾸준히 증가할 것으로 전망된다. WHO 에 따르면 글로벌 신규 암 환자 수는 2000 년 1000 만명 수준에서 2020 년 1,930 만명으로 약 두배정도 증가했으며 향후 5 명 중 1 명이 암에 걸릴 것으로 예측했다. 먼저 전세계적으로 초고령사회 진입이 가속화되고 있는 상황이다. 초고령사회는 65 세 인구가 전체 인구의 20% 이상인 경우를 의미하며 일본, 유럽 등의 국가는 이미 초고령사회에 진입했고 한국, 영국 등은 2025 년에 진입할 것으로 예상된다. 더불어 국내 20 대 암환자는 2014 년 3,621 명에서 2018 년 21,741 명으로 5 년간 44.5% 증가하면서 연령대에 무관하게 암환자 수는 꾸준히 증가하고 있는 추세이다.

II. 생존율 증가 – 비단 스텐트 시술이 필요한 암환자수의 증가 뿐 아니라 암환자의 생존률 또한 증가하면서 스텐트의 평균 착용 주기까지 길어지고 있다. 과거에는 일반적으로 암 말기에 진단을 받았기 때문에 때문에 스텐트 시술의 필요성이 낮았는데 최근에는 ①의학기술의 발달 ②조기진단 확산 등에 따라 암 환자의 70%는 5 년 이상 생존하는 상황이다.

글로벌 비혈관 스텐트 시장 규모 추이 및 전망



자료 : Industry Data Analytics, SK 증권

Ⅲ. 실적 전망

23 년 매출액 685 억원, 영업이익 227 억원 전망

엠아이텍 22 년 실적은 매출액 607 억원 (+20.7% YoY)과 영업이익 203 억원 (+53.9%, OPM 34%)을 시현하며 사상 최대 실적을 기록했다. 다만 올해는 ①유럽 MDR 재인증지연에 따른 1~4 월 유럽향 매출 공백 ②Boston Scientific 인수 효과 이연 등에 따라 실적 성장세가 전년대비 소폭 둔화될 것으로 전망한다.

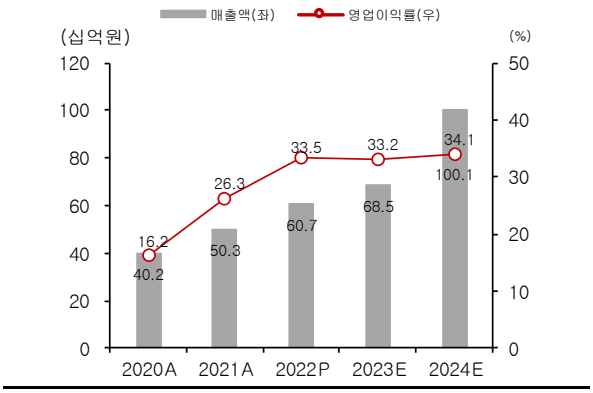
23 년 실적은 매출액 685 억원 (+12.9% YoY)과 영업이익 227 억원 (+11.8% YoY, OPM 33.2%)으로 추정한다. 내년에는 사상 최초로 연간 1,000 억원대 매출액을 기록할 것으로 전망하는데, 근거는 ①유럽 매출 정상화 (23 년 5 월부터 유럽 판매 재개) ②신제품 출시 ③ Boston Scientific 의 해외 MS(일본 등 주요 국가) 흡수 등에 기인한다. 내년 예상 실적 기준 PER 은 약 13 배로 낮아지며 벨류에이션 매력도까지 부각될 것으로 예상한다.

엠아이텍 실적 추이 및 전망

	2020A	2021A	2022P	2023E	2024E
매출액	**40.2**	**50.3**	**60.7**	**68.5**	**100.1**
증가율	*23.1%*	*25.0%*	*20.7%*	*12.9%*	*46.2%*
아시아	13.5	18.5	21.3	31.1	45.2
국내	13.3	15.6	17.1	19.7	23.3
유럽	9.6	11.5	16.8	11.6	20.2
미국	2.1	3.0	3.5	3.6	4.5
기타	1.7	1.7	1.9	2.4	6.8
영업이익	**6.5**	**13.2**	**20.3**	**22.7**	**34.1**
영업이익률	*16.2%*	*26.3%*	*33.5%*	*33.2%*	*34.1%*
당기순이익	**6.7**	**12.3**	**19.1**	**20.2**	**30.1**
순이익률	*16.6%*	*24.4%*	*31.6%*	*29.5%*	*30.1%*

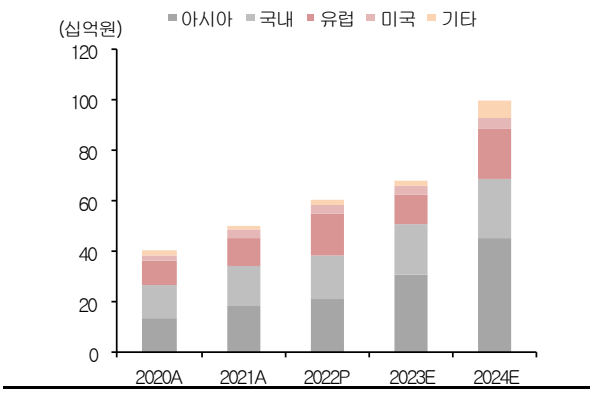
자료: 엠아이텍, SK 증권

엠아이텍 실적 추이 및 전망



자료: 엠아이텍, SK 증권

엠아이텍 부문별 실적 추이 및 전망



자료: 엠아이텍, SK 증권

Analyst 허선재 sunjae.heo@sks.co.kr / 3773-8197

재무상태표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
유동자산	45	53	74	94	123
현금및현금성자산	13	16	6	14	30
매출채권 및 기타채권	14	13	25	36	55
재고자산	9	10	9	10	11
비유동자산	23	25	18	16	15
장기금융자산	6	10	4	3	4
유형자산	11	10	8	7	6
무형자산	1	2	1	1	1
자산총계	68	79	92	110	139
유동부채	10	11	9	9	10
단기금융부채	4	4	5	5	5
매입채무 및 기타채무	2	1	1	2	2
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	3	3	2	2	2
장기금융부채	2	2	1	1	1
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	1
부채총계	13	14	10	11	12
지배주주지분	55	65	81	99	127
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	28	29	29	29	29
기타자본구성요소	1	-1	-1	-1	-1
자기주식	-0	-2	-2	-2	-2
이익잉여금	11	21	38	55	83
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	55	65	81	99	127
부채와자본총계	68	79	92	110	139

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	40	50	61	68	100
매출원가	21	24	28	32	46
매출총이익	19	26	33	37	54
매출총이익률(%)	46.9	51.7	54.0	53.8	53.9
판매비와 관리비	12	13	12	14	20
영업이익	7	13	20	23	34
영업이익률(%)	16.2	26.3	33.5	33.2	34.1
비영업손익	1	1	2	1	1
순금융손익	0	0	0	0	0
외환관련손익	-0	1	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	-0	0	0	0
세전계속사업이익	8	14	22	24	35
세전계속사업이익률(%)	19.6	28.8	37.0	34.7	35.3
계속사업법인세	1	2	3	4	5
계속사업이익	7	12	19	20	30
중단사업이익	0	0	0	0	0
***법인세효과**	0	0	0	0	0
당기순이익	7	12	19	20	30
순이익률(%)	16.6	24.4	31.6	29.5	30.1
지배주주	7	12	19	20	30
지배주주귀속 순이익률(%)	16.6	24.4	31.6	29.5	30.1
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	7	12	19	20	30
지배주주	7	12	19	20	30
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	9	15	22	24	35

현금흐름표

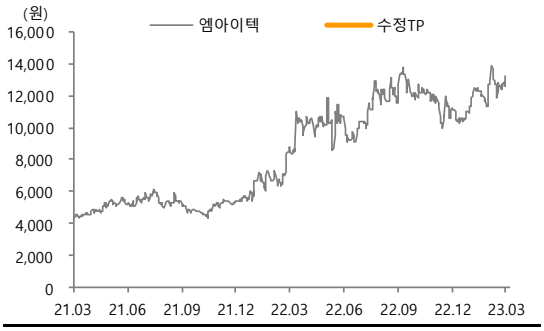
12월 결산(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
영업활동현금흐름	4	17	16	14	18
당기순이익(손실)	7	12	19	20	30
비현금성항목등	3	6	16	11	11
유형자산감가상각비	2	2	2	1	1
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	1	3	14	10	9
운전자본감소(증가)	-6	-0	-16	-13	-17
매출채권및기타채권의감소(증가)	-5	-0	-12	-12	-18
재고자산의감소(증가)	-1	-1	1	-1	-1
매입채무및기타채무의증가(감소)	0	-1	0	0	1
기타	-0	2	-5	-1	1
법인세납부	-0	-1	-3	-4	-5
투자활동현금흐름	-3	-9	-3	4	5
금융자산의감소(증가)	-1	-9	-9	3	5
유형자산의감소(증가)	-3	-1	0	0	0
무형자산의감소(증가)	-0	-0	0	0	0
기타	2	1	6	1	-0
재무활동현금흐름	1	-3	-3	-3	-3
단기금융부채의증가(감소)	1	-0	0	0	0
장기금융부채의증가(감소)	2	-0	-1	0	0
자본의증가(감소)	2	1	0	0	0
배당금지급	-2	-2	-2	-3	-3
기타	-2	-1	-0	-0	-0
현금의 증가(감소)	3	3	-10	9	15
기초현금	10	13	16	6	15
기말현금	13	16	6	15	30
FCF	1	16	16	14	18

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
성장성 (%)					
매출액	23.1	25.0	20.7	12.9	46.2
영업이익	92.8	103.0	53.9	11.8	50.1
세전계속사업이익	108.8	84.1	55.1	5.7	48.8
EBITDA	73.6	80.2	42.9	9.4	46.1
EPS	73.5	81.4	53.6	5.2	49.2
수익성 (%)					
ROA	10.7	16.7	22.5	20.0	24.2
ROE	12.9	20.4	26.2	22.4	26.7
EBITDA마진	21.3	30.7	36.3	35.2	35.2
안정성 (%)					
유동비율	471.0	480.3	841.1	1,015.1	1,218.0
부채비율	22.9	21.3	12.9	11.2	9.5
순차입금/자기자본	-25.5	-36.8	-35.9	-36.1	-36.4
EBITDA/이자비용(배)	64.8	111.9	174.3	197.5	288.6
배당성향	28.0	20.3	13.4	12.7	8.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	214	389	597	628	937
BPS	1,777	2,119	2,601	3,146	4,003
CFPS	280	459	650	671	971
주당 현금배당금	60	80	80	80	80
Valuation지표 (배)					
PER	21.4	13.9	18.6	21.1	14.1
PBR	2.6	2.5	4.3	4.2	3.3
PCR	16.4	11.8	17.1	19.7	13.6
EV/EBITDA	15.1	9.5	14.8	15.3	10.2
배당수익률	1.3	1.5	0.7	0.6	0.6

자료 : 엠아이텍, SK증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2023.03.29	Not Rated				



Compliance Notice

작성자(허선재)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(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023 년 03 월 29 일 기준)

매수	84.98%	중립	6.57%	매도	0.00%