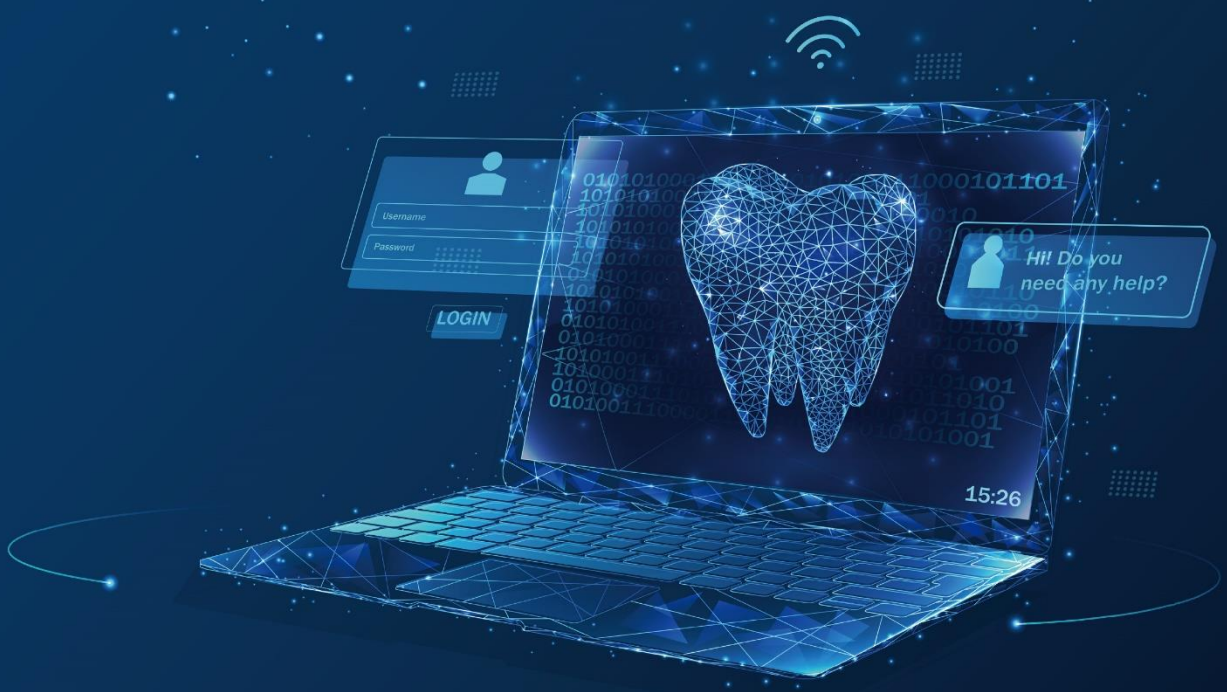


덴탈

비중확대 (유지)

대격변(大激變)

신한투자증권
기업분석부

황성환 책임연구원
☎ 02-3772-3499
✉ hsh0628@shinhan.com

원재희 책임연구원
☎ 02-3772-2669
✉ jhwon@shinhan.com

신한 리서치
투자정보



Contents

I. Investment Summary 3

II. 중국 덴탈 산업 현황 4

III. 국내 업체들의 중국 내 경쟁력 점검 14

Company Analysis

덴티움(145720) - 매수 (유지), 목표주가 165,000원(상향) 18

오스템임플란트(048260) - Not Rated 24

레이(228670) - Not Rated 37

I. Investment Summary

Q 확대를 위해선 디지털 솔루션 보급이 중요

글로벌 덴탈 산업 핵심 성장 동력은 여전히 중국.

최선호주 덴티움, 차선호주 레이 제시

여전히 글로벌 덴탈 산업 성장 핵심 동력은 중국이다. 중국의 덴탈산업은 고령화, 1인당 가처분소득 증가, 우호적인 정부정책으로 매년 10% 이상의 성장세를 보이고 있다. 고부가가치 시술인 임플란트, 교정 시장이 빠르게 확대되고 있으나 증가하는 수요 대비 치과 의사수 부족이라는 구조적인 문제로 공급이 빠르게 개선되지 못하고 있다.

한편, 중국 정부는 '리오프닝 소비 부흥+정부의 국민 구강 건강 개선을 위한 목표 달성'을 위해 VBP를 통한 공급 확대를 전개하고 있다. 정부의 목표 달성을 위해선 의사 수 부족을 보완해줄 디지털 솔루션 보급이 선행되야 한다. 치과의사 1명을 육성하는데 오랜 기간이 걸리므로 가이드라인을 잡아주는 디지털 솔루션의 보조를 통한 시장 발전이 중요하다. 그리고 이러한 시장은 대학병원이 아닌 민간 자본시장 중심의 기업형 치과병원 위주로 형성될 전망이다.

VBP 시행으로 가격(P) 하락을 상쇄하는 수준의 물량(Q) 증가가 이루어져야 한다. VBP 이후 임플란트 P는 평균 20% 하락했다. VBP 시행 이후에도 임플란트 시장의 총 규모가 커지기 위해서는 전체 Q 증가가 20% 이상 되어야 한다. 지난 5년여간 중국의 치과의사수는 매년 약 13% 씩 증가하고 있다. 최근 들어 CBCT 보급률이 높아지며 의사 1인당 임플란트 식립 개수는 약 80개에 달한다. 꾸준한 의사수 증가와 치료장비 보급으로 빠르게 글로벌 수준까지 올라오며 Q 확대를 이끌 것으로 전망한다.

VBP 시행으로 인한 Q 확대 구간에서의 수혜 강도는 디지털 솔루션을 공급하는 장비업체, 그리고 중국내 높은 점유율을 유지하는 임플란트 업체순이 될 것으로 예상한다. 과거 VBP를 통해 로컬 업체 육성 마중물로 활용했던 경험을 돌아보면 중국 업체와의 JV 혹은 대체 불가능한 수준의 브랜드 파워가 필요해보인다. VBP를 계기로 중국 내 입지 확대가 예상되는 덴티움을 최선호주로, 디지털 솔루션 공급과 더불어 교정 시장 확대 수혜가 예상되는 레이를 차선호주로 제시한다.

덴탈 산업 Valuation Table (십억원, 배, %)

종목	시가총액	매출액		영업이익		순이익		PER		PBR		ROE	
		22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
덴티움	1,416,8	356.0	427.4	120.5	133.5	98.2	106.6	11.3	13.3	2.9	2.9	28.9	24.2
오스템임플란트	2,837.3	1,048.9	1,197.1	224.6	188.5	164.1	193.9	12.0	13.9	5.4	4.8	57.1	42.0
레이	391.1	129.0	162.6	16.3	31.2	7.4	24.0	46.7	15.6	3.2	2.8	7.1	20.0

자료: 신한투자증권 추정 / 주: 파란 음영은 Top Picks 의미

Ⅱ. 중국 덴탈 산업 현황

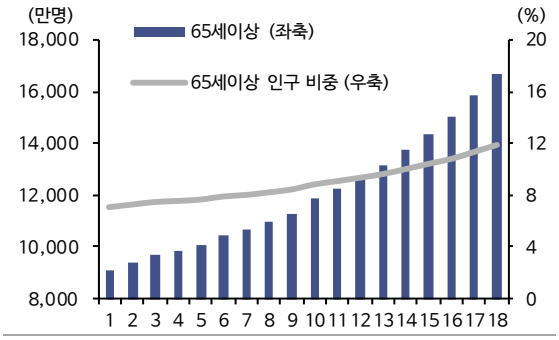
초고령화 초입, 구조적인 성장 돌입

중국은 덴탈 산업 황금 성장기에 돌입

덴탈산업은 1인당 GDP 1만달러 돌파 전후로 폭발적으로 성장한다. 1966년부터 1987년까지 미국의 1인당 GDP는 4천달러에서 2만달러로 증가하는 동안(CAGR 7.8%) 1인당 치과 치료에 지불하는 비용은 15.2달러에서 104.5달러(CAGR 9.6%)로 증가했다. 2019년 중국의 1인당 GDP는 1만달러 돌파(미국 1978년)했다. 이러한 소득 증가 구간은 국민들의 구강 건강 인식 개선과 서비스 품질 향상이 함께 이루어지는 구간이다. 하지만 중국은 각 도시마다 1인당 소득 격차가 매우 크다. 따라서 상해, 북경과 같은 1,2선 도시와 소득수준이 비교적 낮은 3,4선 도시의 덴탈 산업 발전 방향과 모델을 구분해서 봐야 한다.

덴탈 산업 핵심 key는 결국 시술 받는 환자수가 얼마나 증가하는지 여부다. 중국은 이미 고령화 국가로 진입했다. 전체 인구의 약 12%가 65세 이상 고령이며 2033년이면 고령인구 비율이 20% 이상인 초고령화 사회에 진입할 것으로 예상된다. 최근 구강 건강에 대한 인식 개선이 점진적으로 증가하는 점을 고려하였을 때 덴탈 산업은 장기적으로 가속화된 발전 추세를 맞이할 예정이다.

중국 65세 이상 인구 증가



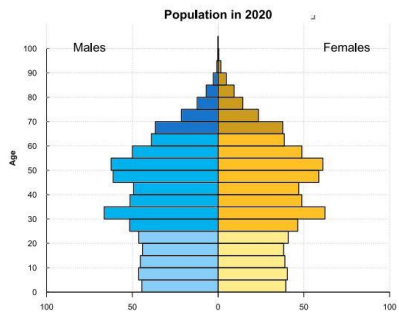
자료: 중국 통계청, 신한투자증권

2021년 중국 주요 도시별 평균 임금

주요 도시	1인당 가처분 소득(위안)
상해시	78,027
북경시	75,002
절강성	57,541
강소성	47,498
천진시	47,449
광동성	4,499
복건성	40,659
산동성	35,705
충칭시	33,803
강시성	30,610

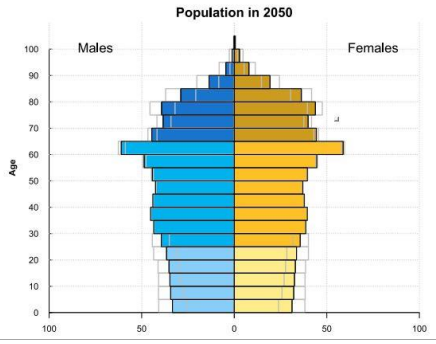
자료: 업계 자료, 신한투자증권

2020년 중국 인구구조, 뚜렷한 고령화 추세



자료: UN, 신한투자증권

2050년 중국 인구구조, 역피라미드형 구조



자료: UN, 신한투자증권

덴탈 산업 성장을 촉진하는 정부정책

구강 위생 인식 강화로 중장기적 성장 기틀 마련

정부정책은 중국 덴탈산업 성장에 중요한 축으로 구강 위생을 중시하며 관련 정책을 통해 산업 발전을 촉진하고 있다. 1) 구강검진을 일상적인 신체검사에 통합하고, 유치원 및 초중고교에서 구강건강교육을 실시하며 국민 구강 건강 중요도를 확립하고, 2) 구강 진료소 설립 규제 완화와 민간 자본 유입을 통해 투자자 유치에도 힘을 주고 있다. 특히, 어린이 구강 검진, 치료는 현재 치과를 방문하는 국민은 물론 다음 세대 치과 방문 습관을 형성하는데 큰 의미가 있다.

국민건강보험에 임플란트 적용은 무리, VBP를 통한 가격 인하에 초점

한편, 국내와 같은 임플란트 국민건강보험 적용 가능성은 낮다. 2020년 1인당 건강보험료 납부 금액은 800위안 수준으로 보장 범위가 제한적이다. 현재 35세 이상 인구의 치아 손실 개수는 약 10억개 이상에 이른다. 임플란트 1개당 약 1,000위안을 보조한다고 가정하면 1조위안이 필요하다. 현재 중국 의료보험 기금 누적 잔액은 약 3조위안이어서 당장 임플란트 관련 건강보험 적용은 어렵다. 또한 틀니, 의안 등 의료기기와의 우선순위 형평성에 대한 의견차이로 세부 항목 조율에서 임플란트는 후순위에 놓여져 있어 단기간에 의료보험 포함에는 무리가 있어 보인다. 이에 따라 정부는 VBP를 통한 가격인하로 문제를 풀어나가고 있다.

중국 덴탈 산업 관련 정책

일시	정책명	주요내용
2016.10	건강중국 2030	중국 국민 건강을 위해 15년간 진행되는 계획. 덴탈 부분에선 2030년까지 기본적으로 구강 위생 행동을 강화. 특히 12세 아동의 충치율을 25% 이내로 관리
2016.12	13차 5개년 위생건강관리 계획	13차 5개년 기간동안 덴탈 관련 주요 항목 4가지 발표. 1)구강검진을 신체검사에 통합 2)만성진환 예방 및 주요 질병 예방 프로젝트에 구강질환 포함 3)건강한 구강을 포함하여 6가지 중요 건강관리 행동방식 제창 4)구강 건강 관리 및 부족한 자원 충족 위해 사회 역량 강화
2017.01	중국의 만성질환 예방 및 치료를 위한 중장기 계획(2017~2025)	지역사회 보건소를 통해 어린이와 고연령층에 대해서 충치, 치조 등 구강질환에서 자주 발견되는 부분에 대해 집중 관리. 2025년까지 12세 어린이 충치율 30% 이내 달성 목표
2017.05	다양한 의료 서비스 제공을 위한 사회 역량 지원	효과적인 의료 서비스 공급을 위해 사회역량 강화 지원. 정형외과, 치과, 산부인과, 소아과, 정신과, 성형외과 등 경쟁력 있는 브랜드 창설 가속화. **투자자들에게 전문 의료 브랜드 설립 촉진**
2019.01	중국위생건강위: 구강행동방안 (2019~2025)에 관한 통지	덴탈 산업을 건강 산업의 중요한 부분으로 새로운 차원에서 전면적으로 사회적 자본 역량 집중 2025년까지 주요 요구목표: 1) 12세 어린이 충치율 30% 미만, **2)65~74세 노인 잔존치아개수 24개** 등
2019.11	진료개혁 시범분야 진료소 기본 표준 (2019년 수정판)	2010년판 〈진료소 기본과 표준〉과 비교하여 치과 진료소 인력, 면적 요건 완화
2021.01	국립구강의학센터 설립에 관한 통지	제9인민병원을 중심으로 북경대학교, 사천대학교, 상하이교통대학교 의과대학이 모여 국립구강의학센터 설립. 국가 덴탈산업 발전 촉진
2022.08	국가보험국: 임플란트 가격 표준화 의견 수렴	치과용 임플란트 가격 표준화를 위한 세부 항목 의견 수렴. VBP를 통한 정부 주도 가격 하향 표준화
2022.09	국가보험국: 임플란트 가격 특례 시행에 관한 고시	치과용 임플란트 가격에 대한 시행 요구. 임플란트 서비스 총 가격은 **원칙적으로 4,500위안을 초과하지 않음을 명시**

자료: 업계 자료, 신한투자증권

수요를 따라가지 못하는 공급, 앞으로 10년이 중요하다

1) 부족한 의사, 병원

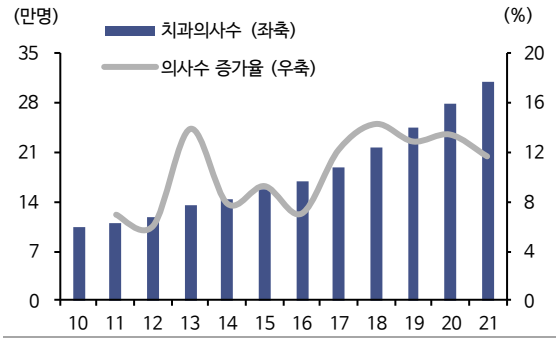
턱없이 부족한 의사 수와 치료 장비

중국은 치과 의사수가 부족하다. 중국의 덴탈 산업을 소개할 때 늘상 따라 붙는 이야기다. 2020년 기준 중국의 인구 1만명당 치과 의사수는 1.9명, 교정전문의는 0.04명이다. 미국 1만명당 치과 의사수 4.8명, 교정전문의 0.3명과 비교해보면 여전히 의사수는 부족하다. 글로벌 덴탈 산업과 비슷한 수준의 의료 시스템을 가정하면 현재 의사수는 약 45~90만명 부족하다.

중국 치과병원은 크게 3가지로 분류된다. 1) 종합병원 치과, 2) 기업형 치과전문병원, 3) 구강진료소다. 구강진료소는 전체 치과병원에서 약 80%를 차지하나 대부분 충치 등 매우 기초적이고 낮은 수준의 진단만 가능하다. 반면 기업형 치과전문병원은 임플란트, 치아교정 등 높은 부가가치 서비스가 가능하고 높은 객단가와 많은 진료량으로 시장 성장을 이끄는 핵심 기관이다. 치과전문병원을 대표하는 기관으론 상장사 통책의료(600763.SH)가 있다.

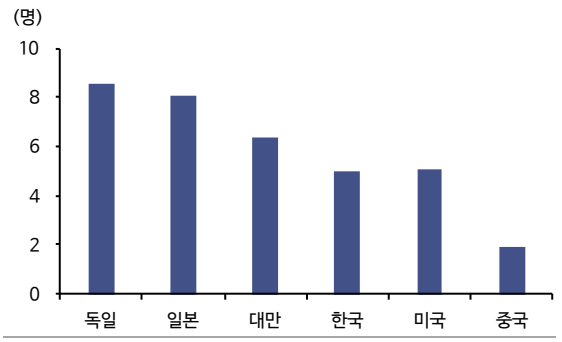
기업형 치과전문병원은 25~30%에 달하는 높은 타겟 영업이익률과 빠른 투자금 회수로 고수익성을 노린 금융자본의 새로운 투자 대상이다. 한국이 풍부한 우수 의료진으로 접근성이 높은 두터운 층의 개인치과병원들이 형성되어 있다면 중국은 중고급 수준의 동일 품질로 브랜드력을 앞세운 기업형 치과전문병원의 개설이 이루어지고 있다. 부족한 의료진 수준은 다양한 산학협력 교류와 디지털솔루션 장비로 보완하며 임플란트, 치아교정 등 특화된 시술과 양질의 치료를 내세운 프랜차이즈형 치과전문병원이 의료서비스 보급에 적합하다.

중국 치과 의사수 추이



자료: 2021년 중국위생건강연감, 신한투자증권

국가별 1만명당 치과의사 수 비교



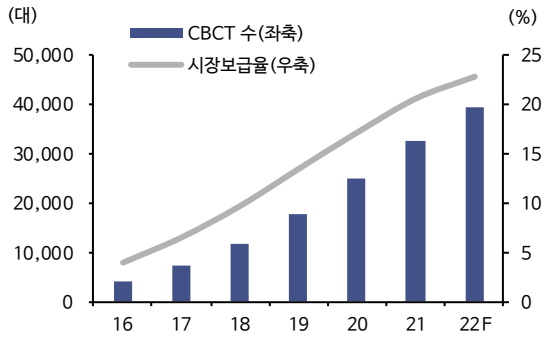
자료: 업계 자료, 신한투자증권

2) 장비, 높아진 디지털 덴탈 토탈 패키지 중요성

프랜차이즈형 치과병원 설립 시 국내 패키지 장비 수요多

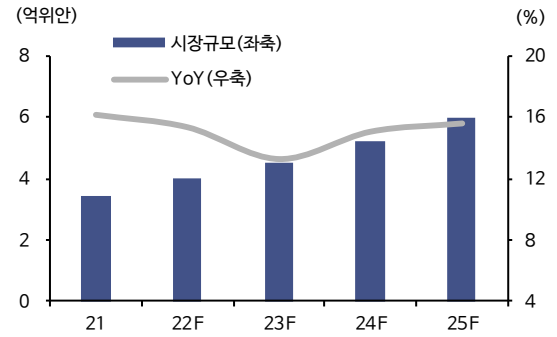
의사 1명 육성을 위해선 오랜 시간이 필요하여 공급 측면에서 의사 육성을 통한 문제는 단기간에 해결하기 어렵다. 따라서 미숙련 의사들도 쉽게 접근할 수 있는 디지털 장비 도입이 필요하다. 디지털 덴탈은 진단, 설계, 치료까지의 과정을 디지털화하여 시술 과정 단축을 가져온다. 또한 수작업 방식을 크게 감축시켜 미숙련 의사도 빠른 적응이 가능하다. 기존 2차원 파노라마 장비는 치아와 뼈 구조의 3차원 영상을 획득하는 CBCT 장비로 진화했으며 구강 구조를 정확도 높은 3차원 영상으로 구현해내는 구강스캐너 장비가 중요해졌다. 중국에서 CBCT는 여전히 낮은 보급률로 현재 약 20% 수준으로 추정된다(vs 한국 80%). 이외에도 구강스캐너, 밀링머신, CAD/CAM 소프트웨어 보급률 역시 매우 낮다.

중국 CBCT 보급률



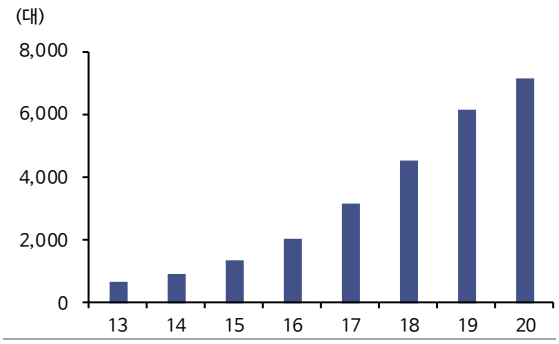
자료: 화경산업연구원, 신한투자증권 추정

CBCT 시장 규모 추이



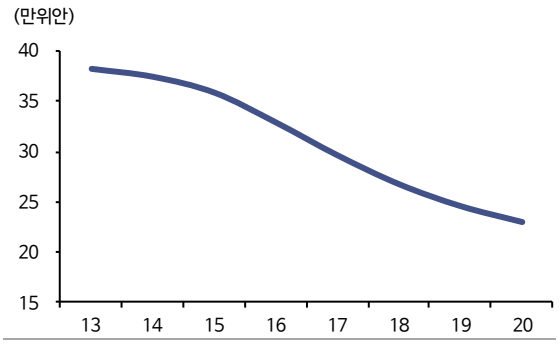
자료: 관예톈샤, 신한투자증권

매년 가파르게 증가하는 CBCT 수요량



자료: 화경산업연구원, 신한투자증권

CBCT 평균 가격 추이



자료: 화경산업연구원, 신한투자증권

디지털 덴탈 토탈 솔루션 공급 니즈 확대

최근 개원되는 기업형 치과병원은 디지털 덴탈 솔루션을 도입한다. 장비는 전체 투자비용에서 약 50%를 차지해 개원 비용에서 가장 큰 비중을 차지한다. 따라서 장비 호환성이 높고 디지털 덴탈과 관련한 장비를 패키지로 판매하는 것은 중국 덴탈 시장에서 주요한 경쟁력이다. 민간 자본을 통해 설립된 프랜차이즈형 치과 전문병원은 일정하고 특화된 서비스를 제공해야 한다. 또한 투자 이후 회수 기간까지 고려해야 하기 때문에 가성비 좋은 치과 장비를 대규모 구입하여 투자비용을 일정 수준으로 통제해야 한다. 과거 CBCT 장비만을 구입했다면 이제는 구강 스캐너, CBCT, 밀링 머신 등을 동시 구축한다. 판매자 장비 업체는 단일 제품이 아닌 패키지 형태로 토탈 솔루션을 제공해야 경쟁력이 생긴다.

과거 중국은 유럽, 한국산 장비에 의존했다. 하지만 미아광전(002690.SZ)을 필두로 일부 장비에서 해외 업체와 견줄만한 수준으로 발전하며 빠르게 시장을 잠식하고 있다. 점차 가격은 하향 평준화되고 있으며, 과거와 같이 단일 제품이 아닌 호환성이 높은 디지털 토탈 솔루션 패키지 장비를 구축하는 것이 장비 시장에서의 핵심 경쟁력이 되었다.

중국 기업형(프랜차이즈형) 치과 목록

브랜드	설립시기	지점 개수	거점 도시	본점
Taikang Bybo Dental	1993	200+	북경, 상해, 광저우 등 50개 도시	주해
TOP Dental	1993	60+	광동	선전
ZINGFU Dental	2014	40+	광동	선전
More Dental	2013	50+	쑤저우	상해
Meiwei Dental	2015	200+	전국	상해
MYOUR Dental	2012	40+	전국	상해
BOER Dental	2007	70+	전국	북경
ARRAIL	1999	100+	전국	북경
WEIER	2009	50+	전국	북경
YONGKANG Dental	2016	30+	전국	북경
HUAMEI Dental	1996	40+	사천	성도
TC Medical	1995	60+	절강	항저우
DaZhong Dental	2007	70+	화중지역	낙양

자료: 업계 자료, 신한투자증권

민간 자본 중국 덴탈산업 투자

시기	치과브랜드	투자방식	투자규모	투자계획	투자사
17.08	ARRAIL	시리즈D	약 900억원	치과전문병원, 진료소 설립	Goldman Sachs
18.06	BYBO Dental	전략적투자	약 3,400억원		TAIKANG LIFE
18.06	Enjoy Dental	시리즈B	약 800억원		Legend Capital, Zero 2 IPO Group
18.09	MALO	시리즈D	약 400억원		V Star Capital, Gopher Asset
18.12	Meiwei Dental	시리즈A	약 500억원		Fortune Capital
20.01	Sunny Dental	시리즈A	약 200억원		Riverhead Capital, Qiming Venture
21.04	ARRAIL	시리즈E	약 2,400억원		TEMASEK, OrbiMed, WardFerry 등
21.07	Meiwei Dental	시리즈B	약 1,700억원		TFTR Investment, Fortune Capital 등

자료: 업계 자료, 신한투자증권

VBP가 가져온 임플란트, 교정 시장 변화

1) 임플란트 VBP

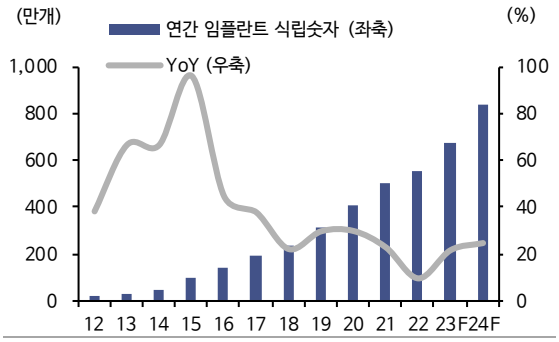
VBP로 인한 P 가격 인하로 인한 실질적인 Q 증가고민 필요한 시점

2021년 임플란트 식립 개수는 약 500만개로 2012년 18.3만개 대비 크게 증가했다. 코로나19로 2022년 성장세가 잠시 주춤했지만 2023년 리오프닝과 VBP 도입을 맞이해서 과거 20%대 성장률 회복이 기대된다. 그동안 중국 내부에서 비싼 임플란트 가격에 대한 문제가 제기되어 왔다. 중국에서 임플란트는 가격은 6,000~20,000위안으로 형성되어 있었다. 임플란트는 아직 의료보험에 포함되어 있지 않기 때문에 일반 중산층에겐 비싼 비용의 문턱이 있었다.

중국 임플란트 성장 장애물로는 크게 3가지를 꼽을 수 있다. 1) 임플란트 관련 의료보험이 마련되어 있지 않아 높은 가격대가 부담스럽고, 2) 임플란트에 대한 필요성이 대두된지 오래 되지 않았으며, 3) 임플란트 식립 가능 의사수 및 병원이 부족한 부분이다. 위 3가지 문제는 점차 해결되고 있다. VBP와 임플란트 업체들 간의 경쟁 심화로 가격이 하향 안정화가 예상되고, 디지털 덴탈 솔루션으로 부족한 의료 자원을 보완하고 있다.

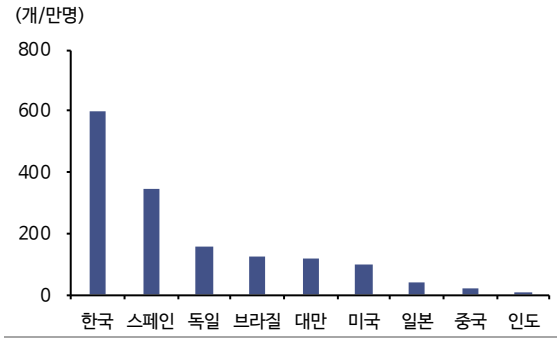
2022년 락다운 영향이 미미했던 절강성에 있는 통책의료의 3분기 누적 외래진료수(+7.4%) 추이를 보았을 때, 다른 지역에서 셧다운 영향으로 진료건수가 대폭 감소한 영향을 감안한다면 2022년 전체 임플란트 식립 개수 성장세는 미미했을 것으로 추정된다. 그동안 국민 1만명당 임플란트 식립 개수가 부족하다는 관점에서 중국의 임플란트 시장의 거대한 잠재력을 해석하곤 했다. 하지만 VBP 이후 P 감소로 인한 Q 증가에 대해 현재 중국 의료진 인프라로 감당 가능한 실질적인 임플란트 식립 개수 증가에 대해선 고민이 필요한 시점이라 판단한다.

2012~2021년 중국 임플란트 식립 개수



자료: 업계 자료, 신한투자증권

국가별 1만명당 임플란트 식립 개수



자료: 업계 자료, 신한투자증권

임플란트 식립 개수 증가를 위해선 디지털 치료 솔루션 보급 선행되어야

임플란트는 치과의사 면허자격이 있으면 시술이 가능하다. CBCT 보급률을 전체 치과의사 중에서 임플란트 시술 가능한 비율로 가정하고 추정해 봤다. 국내 사례를 보았을 때 한국 CBCT 보급률을 감안하면 전체 치과의사 중에서 80% 이상이 임플란트 시술이 가능하다. 2014년 연간 임플란트 식립 환자수 2.6만명에서 보험급여화가 시작되며 2017년 57.4만명까지 급격한 증가를 이루었다. 최근 연간 70만명의 임플란트 시술환자가 나오며 글로벌 최다수 임플란트 시술 건수를 보유하고 있다. 연간 임플란트 식립 개수는 약 300만개다.

한국 의사수는 약 3만명으로 임플란트 시술 가능 의사는 2.4만명(CBCT 보급률 80%)으로 추정된다. 이를 토대로 역산해 보았을 때 연간 1인당 약 125개 임플란트를 식립하고 있는 것으로 계산된다. 한편, 중국의 2021년 치과 의사수는 약 31만명으로 임플란트 시술 가능 의사는 6.2만명(CBCT 보급률 20%)으로 추정되고, 치과의사 1인당 연간 약 80개 임플란트를 식립하고 있는 것으로 계산된다. 이번 시나리오 가정은 CBCT 보급률과 의사 숙련도에 가장 영향을 많이 받는다. 따라서 결론적으로 향후 중국 임플란트 식립 개수 증가를 위해선 디지털 치료솔루션 보급이 선행되어야 함을 알 수 있다.

중국 임플란트 식립 개수 추정. 연간 CBCT 증가율 2%p, 의사 1인당 식립 개수 연간 2개씩 증가

	한국	중국						
		21	22F	23F	24F	25F	26F	27F
의사 수(만명)	3	31	34	37	40	43	46	49
CBCT 보급률(%)	80	20	22	24	26	28	30	32
임플란트 가능 의사 수	2.4	6.2	7.5	9.3	11.2	13.3	15.6	18.1
1인당 임플란트 식립 개수(개)	125	80	82	84	86	88	90	92
연간 임플란프 식립 개수(만개)	300	500	613	746	894	1,060	1,242	1,443

자료: 중국위생건강연감, 신한투자증권 추정
주1: 중국 의사 수 연간 3만명 증가
주2: 중국 CBCT 보급률 연간 2%p 증가

중국 임플란트 식립 개수 추정, 연간 CBCT 증가율 3%p, 의사 1인당 식립 개수 연간 4개씩 증가

	한국	중국						
		21	22F	23F	24F	25F	26F	27F
의사 수(만명)	3	31	34	37	40	43	46	49
CBCT 보급률(%)	80	20	22	25	28	31	34	37
임플란트 가능 의사 수	2.4	6.2	7.5	9.3	11.2	13.3	15.6	18.1
1인당 임플란트 식립 개수	170	80	82	86	90	94	98	102
연간 임플란프 식립 개수	400	500	613	796	1,008	1,253	1,533	1,849

자료: 중국위생건강연감, 신한투자증권 추정
주1: 중국 CBCT 보급률 연간 3%p 증가
주2: 의사 1인당 임플란트 식립 개수 연간 4개씩 증가

향후 중국의 임플란트 보급율은 글로벌 선두권 수준으로 증가 전망

VBP로 인한 P 하락은 Q 증가를 가져 오며, 기존 추정치 대비 임플란트 침투율 가정을 공격적으로 잡을 수 있다. 전체 임플란트 시장이 성장하기 위해서는 기존 P 하락 대비 그 이상의 Q 성장이 발생되어야 한다. 기존 각 연령대별 임플란트 침투율 가정으로는 주요 선진국 수준, 특히 미국의 임플란트 식립 개수 수준으로 시장 성장이 가능하다.

VBP로 인한 P 하락으로 침투율 가정치를 소폭 상향 조정했다. 연간 잠재 시장 규모는 기존 대비 약 300억위안 증가했으며, 이로 인해 글로벌 선두권 수준의 임플란트 보급율 수준을 보유하게 된다. 앞서 가정한 속도로 시장 성장이 진행된다면 2030년이면 공급-수요가 일치하는 수준이 된다. 따라서 향후 7년여간이 중국 덴탈 시장의 폭발적인 성장 구간일 것으로 예상한다.

① 중국 임플란트 잠재 시장 크기 - 기존 추정치

	35~54세	55~64세	65세 이상
연령대별 인구(억명) a.	4.4	1.6	1.6
1인당 평균 치아결핍 개수(개) b.	2.1	5.9	9.1
잠재된 치아결핍 개수(억개) c=axb	9.2	9.4	14.6
의치 치료 비율 d.	11.6%	27.1%	42.6%
잠재 임플란트 필요 개수(억개) e=cxd	1.06	2.55	6.22
임플란트 침투율(가정)	3.0%	2.0%	1.0%
필요한 임플란트 수량(만개)	318	510	622
연간 임플란트 잠재 수요(만개)	1,450		
타 국가와 비교	104개/만명(vs 미국 수준)		
임플란트 치료비용	1만위안/1개		
연간 잠재 시장 규모(억위안)	1,450		

자료: 중국위생건강연감, 신한투자증권 추정
주: 현재 임플란트 35개/만명, 전체 침투율 0.4%수준

② 중국 임플란트 잠재 시장 크기 - VBP 이후, Q상승 P하락

	35~54세	55~64세	65세 이상
연령대별 인구(억명) a.	4.4	1.6	1.6
1인당 평균 치아결핍 개수(개) b.	2.1	5.9	9.1
잠재된 치아결핍 개수(억개) c=axb	9.2	9.4	14.6
의치 치료 비율 d.	11.6%	27.1%	42.6%
잠재 임플란트 필요 개수(억개) e=cxd	1.06	2.55	6.22
임플란트 침투율(가정)	5.0%	3.0%	2.0%
필요한 임플란트 수량(만개)	530	765	1,244
연간 임플란트 잠재 수요(만개)	2,539		
타 국가와 비교	180개/만명(글로벌 선두권 수준)		
임플란트 치료비용	7천위안/1개		
연간 잠재 시장 규모(억위안)	1,773		

자료: 중국위생건강연감, 신한투자증권 추정

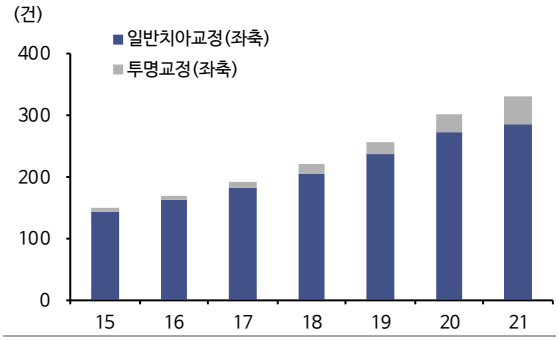
2) 교정, VBP로 새로운 지평을 열다

개화기를 맞이한 투명교정 시장

중국 전체 치아교정 시술은 2015년 148만건에서 2021년 330만건으로 연평균 14% 성장했다. 같은 기간 투명교정 시술은 2015년 3.5만건에서 2021년 45만건으로 연평균 53% 성장하며 일반 치아교정 시장 대비 가파른 성장세를 보이고 있다. 투명교정 시장은 교정시장내 비중이 확대되면서 2023년 전체 비중에서 약 20% 수준이다. 중국 덴탈산업에서 치아교정 시장은 약 25~30%를 차지하고 있어 투명교정 시장 성장세는 전체 덴탈산업 성장에 큰 영향을 미친다.

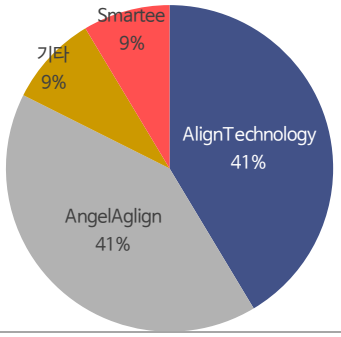
2017년 글로벌 투명교정 선두 업체 Align Technology(ALGN.US) 특허 만료로 제네릭 제품이 출시되며 여러 신규 업체가 설립되고 있다. 다만 여전히 비싼 가격은 소비자가 접근하기에 넘기 힘든 문턱이다. 일반 브라켓교정 소비자가격이 약 1만위안/건을 형성한다면 투명교정 장치는 2~3만위안/건을 형성하고 있다. 이에 따라 중국 정부는 임플란트와 마찬가지로 치아 교정시장 활성화와 가격 하향안정화를 위해 교정 VBP를 시행하고 있다.

2015~2021년 중국 치아교정 시술 건수



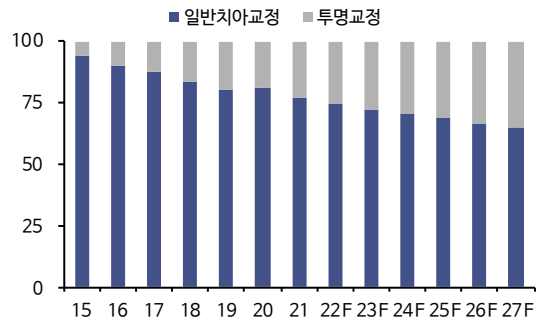
자료: 업계 자료, 신한투자증권

중국 투명교정시장 업체별 비중



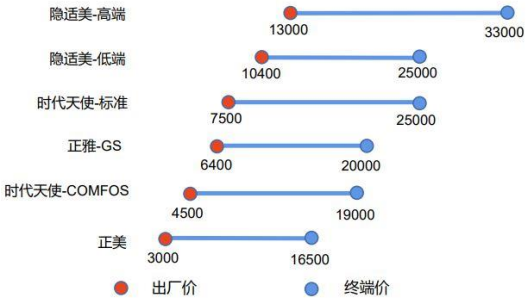
자료: AngelAlign, 신한투자증권

중국 치아교정 시장 비중 전망



자료: AngelAlign, 신한투자증권

주요 업체 출고가 vs 소비자가격(단위: 위안)



자료: 업계 자료, 신한투자증권

기업형 치과병원 투명교정 도입 매력도 높아져

2022년 10월 산시성을 필두로 16개성에서 치아교정 소모품 VBP를 정식 시행했고, 12월 VBP 구매 결과를 발표했다. 32개사 572개 제품이 선정이 되었으며 제품의 평균 가격하락률은 43.2%였고, 최대 하락폭이 88%에 달하는 제품도 있었다. 이를 통해 16개성 연맹은 매년 약 1.3억위안 이상을 절감할 예정이다. 다만, 의료보험국이 임플란트 VBP를 통해 치아교정 의료서비스에 대한 상한액을 설정한 것과 달리 치아교정 의료진 부족, 치아교정 소모품 특수성으로 단기간 내 가격 상한선을 설정하기 어려울 것으로 예상한다. 이번 치아교정 소모품 VBP는 제품 가격 하락과 소비채널 다변화를 위해 시행한 정책으로 판단한다.

관건인 투명교정기 평균 가격하락률은 39.7%로 전통 브라켓 제품 대비 선방했다. 중국 투명교정 시장 점유율 1,2위를 다투는 로컬 업체 AngelAlign은 30% 미만의 가격 하락률을 보였고, AngelAlign을 필두로 로컬 업체가 80% 낙찰 점유율을 보였다. Invisible Align은 낙찰 명단에 없어 로컬 업체 수혜가 크다. 북경, 상해, 천진 등 핵심 1,2선 도시가 참여하지 않은 점은 아쉽다. 해당 도시들은 주요 교정 기업이 장기간 영업하고 있어 소비자 락인이 강한 상태다. 이에 따라 로컬화가 비교적 용이한 서부도시 중심으로 치아교정 VBP가 시행된 것으로 풀이된다.

현재 중국의 투명교정 시장은 P 인하에 따른 폭발적인 Q 증가가 이루어지는 초입 구간이다. 특히나 디지털 솔루션 장비 도입으로 간단한 치열 교정은 투명교정으로 가능해졌다. VBP를 통해 투명교정 치료 가격은 점차 하향 안정화가 예상되며, 소비자들의 접근성이 높아진 만큼 기업형 치과병원에서는 투명교정 도입에 대한 매력도는 높아진다.

미국교정학회 따르면 교정시장에서 투명교정이 약 33% 비중을 차지하고 있다. 주요 치아교정 시술 환자 연령대는 10~34세로 교정이 비교적 용이한 젊은층이 주류다. VBP로 인한 가격 하락은 침투율 증가를 가져온다. 2030년 투명교정 시장 비중이 미국과 같은 수준이 33%까지 확대된다고 가정하였을 때 기존 예상보다 시장 규모는 더욱 크게 증가한다.

2030년 중국 교정시장 잠재 수요 추정

	기존가정	VBP 도입 이후 ①	VBP 추가 확대 ②
인구(억명, 교정 주요 타겟 인구, 10~34세)	4.7		
부정교합율(중국구강의학회)	70%		
환자수(10~34세)	3.3		
환자수(10~54세, 가격 인하로 고객군 확대)			6.4
교정치료율 가정(%)	2%	4%	3%
잠재 교정 환자수(만명)	660	1,320	1,920
교정 가격(만위안/건)	1.5	1.0	0.8
연간 치아교정 잠재 시장 규모(억위안)	660	884	1,030
연간 투명교정 잠재 시장 규모(억위안)	330	436	506
합계	990	1,320	1,536

자료: 중국구강의학학회, 신한투자증권 추정

Ⅲ. 국내 업체들의 중국 내 경쟁력 점검

중국 임플란트 시장의 주류로 자리 잡은 K-임플란트

국내 임플란트 업체 중국 수출 고성장 요인:

1) 오스템임플란트 : AIC 교육

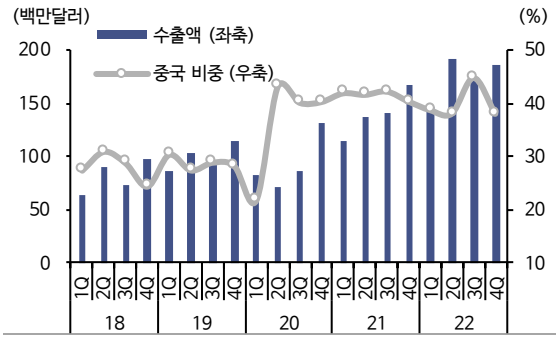
2) 덴티움 : CBCT+임플란트 패키지

국내 임플란트 업체들은 2006년 오스템임플란트를 시작으로 덴티움, 디오 등 후발업체까지 중국향 수출을 본격화하며 중국 시장 내에서 입지를 넓히고 있다. 이는 관세청 통관 데이터로도 확인이 가능한데, 2018년 8,977만달러에 불과하던 중국향 수출액은 2022년 2조 7,934만달러까지 상승하며 연평균 26%로 고성장했다. 동시에 임플란트 전체 수출액 중 중국 수출 비중은 2018년 27%에서 2022년 40%까지 올라왔다. 그 중에서도 오스템임플란트가 속한 금천구(2020년 3분기 이전)/강서구의 중국향 수출액은 연평균 33%로 성장, 덴티움이 속한 수원시의 중국향 수출액은 연평균 30% 성장하며 대중국 수출 고성장을 견인했다.

오스템임플란트는 치과 일반의(GP)를 대상으로 한 식립교육(AIC)을 바탕으로 민간치과병원 중심으로 임플란트 식립이 가능한 치과의사를 양성했고, 이들을 대상으로 품질은 우수하지만 가격은 프리미엄 세그먼트 대비 저렴한 밸류 세그먼트 임플란트를 공급하며 중국 내 시장점유율 1위(2020년 기준 33%)를 달성했다. 덴티움은 자체 개발한 CBCT와 임플란트를 결합한 패키지 영업 방식 채택, 10년 이상 누적된 장기 임상 데이터 제공 등을 통해 후발주자임에도 불구하고 스트라우만을 제치고 중국 내 시장점유율 2위(2020년 기준 25%)를 달성했다.

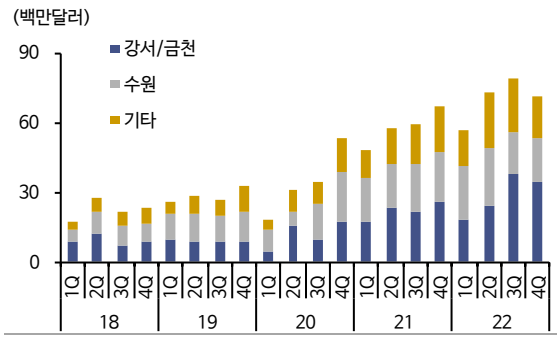
실제로 오스템임플란트와 덴티움의 2021년 중국향 매출액 성장율은 각각 48%, 51%인데, 이는 2021년 중국 임플란트 시장성장율(28%)을 크게 상회하는 수치이다. 높은 성장율은 중국 내 한국산 임플란트 수요가 견조하며 밸류 세그먼트 임플란트를 채택하는 치과병원이 늘고 있음을 유추하는 증거로 작용 가능하다.

임플란트 관세청 통관 데이터 추이(글로벌)



자료: Trass, 신한투자증권

임플란트 관세청 통관 데이터 추이(중국)



자료: Trass, 신한투자증권

국내 업체들의 국·공립 의료기관 침투율 증대 기대

연초부터 본격 시행되는 물량기반조달(VBP) 입찰 결과를 통해서도 중국 시장 내 국내 임플란트 업체들의 올라간 위상을 확인할 수 있었다. 오스템임플란트와 덴티움의 1차년도 구매수요는 각각 545,656세트, 448,541세트인데, 두 업체의 물량 합계는 4등급 티타늄 임플란트 1차 구매예정물량 225만세트의 44%를 차지할 만큼 크다. 또한 두 업체는 A그룹(전체수요 누적 상위 90%, 15개 기업) 내에서도 Class A에 편입된 만큼 의료기관 수요의 90%를 최소공급 물량으로 보장받는다.

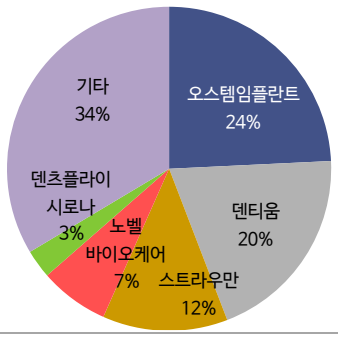
1) VBP를 통해 조달되는 물량이 중국 임플란트 시장 규모의 38~45%(중국 연간 임플란트 소비량 약 500~600만개)를 커버하는 점, 2) 국내 임플란트 업체들이 58%의 지역별 수요 비중을 차지하는 점(중국 로컬 업체 11%, 선진국 업체 31%), 3) 기존 국내 업체들의 진출이 미비했던 국·공립 병원의 입찰 참여율이 높아 신규 시장 공략이 가능해진 점 등을 감안하면 국내 임플란트 업체들의 입지는 VBP 시행을 계기로 더욱 견고해질 것으로 판단된다.

중국 물량기반조달(VBP) 1차년도 입찰 현황

순위	그룹	품번	업체	국적	구매수요(세트)	실제 수량(세트)	입찰가격(위안)
1	Class A	S04860001	Bioconcept	중국	45,703	45,703	630
2		**J04820001**	**스누콘**	**대한민국**	**68,535**	**68,535**	**647**
3		**J03310001**	**네오바이오텍**	**대한민국**	**72,541**	**72,541**	**729**
4		S06510001	Trausim	중국	38,808	34,927	747
5		**J01550001**	**덴티움**	**대한민국**	**448,541**	**403,687**	**770**
6		**J01550001**	**오스템임플란트**	**대한민국**	**545,656**	**491,090**	**771**
7		S09790001	Zhengzhou Kangdetai	중국	28,952	26,057	783
8		**J01830001**	**디오**	**대한민국**	**40,272**	**36,245**	**865**
9	Class B	S03580001	WEGO	중국	46,328	34,746	906
10		**J01130001**	**메가젠임플란트**	**대한민국**	**63,796**	**47,847**	**910**
11		J02770001	B&B Dental	이탈리아	100,975	75,731	1,163
12		J05040002	Dentsply Sirona	미국	64,435	48,326	1,853
13		J02730003	Straumann	스위스	281,268	210,951	1,855
14		J01940002	Nobel Biocare	스위스	155,676	116,757	1,855

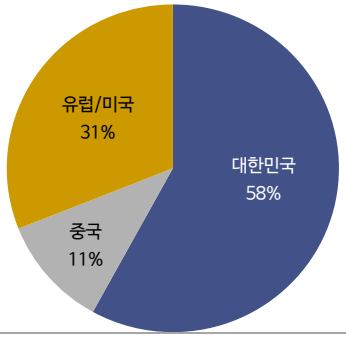
자료: 쓰촨성 의료보장국, 신한투자증권 / 주: 4등급 티타늄 임플란트 중 A 그룹 요약

VBP 업체별 수요 비중 현황



자료: 쓰촨성 의료보장국, 신한투자증권

VBP 지역별 수요 비중 현황



자료: 쓰촨성 의료보장국, 신한투자증권

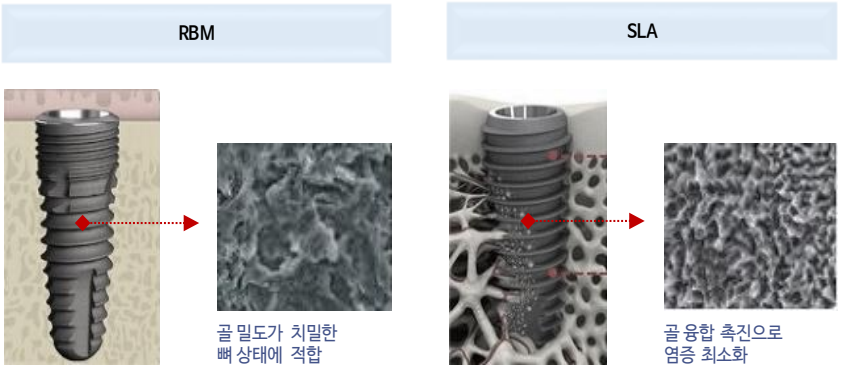
국내 업체들이 전체 물량의 절반 이상을 배정 받은 점은 고무적인 일

VBP가 본격적으로 시행되기 전 일각에서는 1) 중국 로컬 임플란트 업체들의 높은 구매수요 발생에 따른 국내 임플란트 업체 시장점유율 하락, 2) 국내 제품들의 평균판매단가(ASP) 하락 등이다. VBP 시행에 따른 제품 공급가 하락(약 900위안 → 약 770위안)은 피할 수 없겠지만, 국내 업체들이 전체 물량의 절반 이상을 배정 받은 점은 고무적인 일이다. 우려와 달리 중국 로컬 업체들의 수요 비중은 약 11%로 매우 낮은 수준이다.

2022년 8월 당사 자료(제목: 중국 VBP가 만들어준 매수 기회)에서 밝힌 바와 같이 임플란트는 과거 제네릭 의약품과 달리 VBP를 계기로 로컬 저가 제품이 단기간에 헤게모니를 창출하는 것이 불가능한 영역이다. 제네릭 의약품은 오리지널 의약품과 성분, 용법 및 용량, 투여 경로, 성능 특성 및 사용 용도가 동일하고 생물학적으로 동등함을 입증받은 의약품을 뜻한다. 즉, 제네릭 의약품의 경우 허가 심사 과정에서 오리지널 의약품과의 약효 동등성을 인정받았기 때문에 가격 차이로 인한 유의미한 약효 차이가 발생할 가능성이 적으며, 이로 인해 제네릭 의약품 사용자의 가격 민감도는 높을 수 밖에 없다.

그러나 임플란트는 세그먼트별 품질 수준이 상이하며, 이에 따라 제네릭 의약품과 달리 소비자가 임플란트 제품을 선택하는 기준은 가격, 브랜드, 품질 및 효능, 안전성, 사후 서비스 등으로 다양하게 나누어질 수 있다. 그 중에서도 인체 내 직접적으로 삽입되는 임플란트 제품의 특성상 품질 및 안전성은 소비자가 제품을 선택하는 중요한 기준으로 작용할 것이며, 안전성 입증은 시장 내 높은 침투율을 바탕으로 장기 임상 데이터를 쌓은 업체들에게만 주어지는 결과물이다.

RBM / SLA 표면처리 방식 비교



자료: 신한투자증권 정리

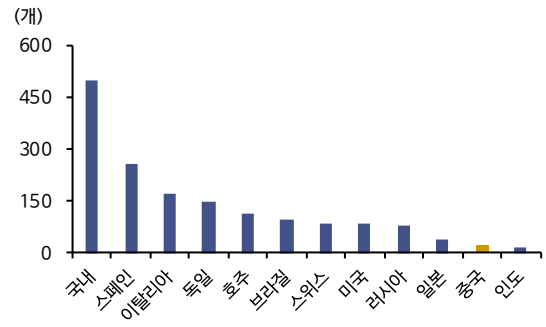
국내 업체들의 헤게모니 지속 근거는 충분

향후에도 중국 임플란트 시장은 국내 업체 중심의 헤게모니가 지속될 것으로 판단된다. 1) 중국 내 임플란트 수요가 커질수록 국내 업체들이 강점을 지닌 치과일반의(GP) 대상 식립교육과 식립을 돕는 디지털 솔루션 니즈가 확대될 수 있으며, 2) VBP, 시장 성장에 따른 평균 시술가 하락은 밸류 세그먼트 임플란트 침투율 증대 및 ASP가 높은 프리미엄 세그먼트 임플란트의 경쟁력 약화로 이어질 수 있기 때문이다. 또한 3) 시장이 성숙해지고 소비자들의 구매력이 상승할 수록 안전성이 담보되는(래퍼런스 및 브랜드) 임플란트를 선호할 가능성도 높아진다.

중·장기적 관점에서 중국 로컬 업체들의 실사용 데이터가 누적되고 래퍼런스가 개선될 수록 의사들의 로컬 제품 선호도가 높아질 수 있는 가능성은 존재한다. 하지만 1) 시간이 지날수록 국내 임플란트 업체들 역시 시장 침투율 극대화에 따른 견고한 브랜드 인지도 형성, 규모의 경제 발생에 따른 수익성 개선 등이 발생할 것으로 예상되는 만큼 로컬 업체들로 인해 중국 시장 내에서의 입지가 약화될 가능성은 낮다고 판단한다. 또한 2) 중국의 1만명 당 임플란트 식립 개수는 약 35개로 미국(80개), 독일(150개), 대한민국(500개) 등 주요 선진국 대비 낮은 만큼 국내 업체들이 공략 가능한 잠재 고객수는 여전히 충분한 수준이다.

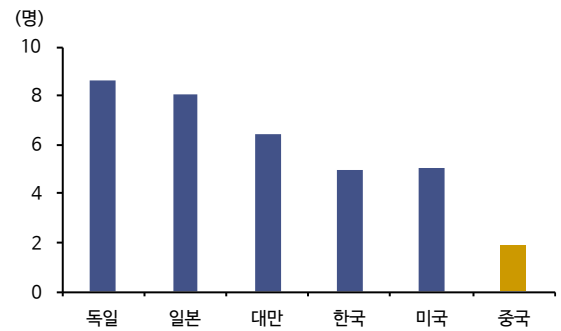
3) 한편 2022년 3분기 기준 오스템임플란트와 덴티움의 현금 및 현금성 자산 규모는 각각 3,038억원, 836억원으로 두 업체 모두 유동성이 풍부하다. 향후 중국 로컬 임플란트 업체 인수 혹은 로컬 업체와의 JV 설립을 통해 VBP로 공급되는 저가 임플란트 점유율을 확보하는 전략을 취할 수 있다. 또한 기존 밸류 세그먼트 임플란트는 VBP 적용을 받지 않는 민간치과병원 중심으로 침투를 확대하는 Two-track 전략을 취할 수도 있는 만큼 현 시점에서 중국 로컬 업체 성장 가능성에 기인한 과도한 우려는 지양해야 한다고 판단한다.

국가별 1만명 당 임플란트 식립 개수



자료: Straumann, 신한투자증권 / 주: 2021년 기준

국가별 1만명 당 치과의사 수 비교



자료: Straumann, 신한투자증권 / 주: 2021년 기준



덴티움

Bloomberg Code (145720 KS) | Reuters Code (145720.KS)

좋게 볼 이유는 충분하다

[혁신성장]

원재희 책임연구원
☎ 02-3772-2669
✉ jhwon@shinhan.com

매수	현재주가 (2 월 17 일)	목표주가	상승여력
(유지)	128,000 원	165,000 원 (상향)	28.9%

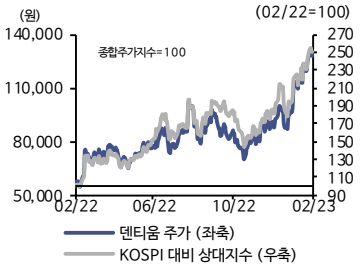
- 4Q22 Pre: 컨센서스에 부합하는 실적 전망
- 중국 리오프닝 / VBP 시행 본격화로 체력 레벨업
- 여전히 충분한 성장 모멘텀

신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

신한투자증권 기업분석부

시가총액	1,416.8 십억원
발행주식수	11.1 백만주
유동주식수	6.5 백만주(58.6%)
52 주 최고가/최저가	130,500 원/54,800 원
일평균 거래량 (60 일)	101,265 주
일평균 거래액 (60 일)	10,307 백만원
외국인 지분율	26.23%
주요주주	
정성민 외 5 인	18.92%
국민연금공단	9.96%
절대수익률	
3 개월	55.3%
6 개월	29.8%
12 개월	122.2%
KOSPI 대비 상대수익률	
3 개월	54.8%
6 개월	33.3%
12 개월	148.8%

주가



4Q22 Pre: 컨센서스에 부합하는 실적 전망

4분기 연결 기준 매출액 및 영업이익을 각각 942억원(+0.1% YoY, 이하 YoY 생략), 312억원(+14.7%, OPM 33.2%)으로 추정한다. 매출액은 전분기대비 4% 성장하겠으나 전년동기와 비교 시 성장폭은 제한될 전망이다. 이는 1) 물량기반조달(VBP) 시행에 따른 대기 수요 발생, 2) 코로나19 확진자 증가에 따른 전국 단위 방역 조치 강화로 중국향 수출이 부진한 것에 기인한다. 영업이익률은 낮은 원가율 지속, 매출 고성장에 따른 영업레버리지 효과 발생이 예상되나 연말 인센티브 지급에 따른 인건비 증대로 전분기대비 4.0%p 감소할 전망이다.

중국 소비심리 회복과 VBP 시행 본격화로 견고해질 펀더멘탈

2023년 매출액 및 영업이익을 각각 4,274억원(+20.1%), 1,335억원(+10.8%, OPM 31.2%)으로 추정한다. 2023년도 중국향 수출 고성장에 따른 전사 호실적 달성을 전망한다.

1월까지 코로나19 확진자 증가로 중국 내 방역 조치가 지속됐던 만큼 현지 치과병원들의 재고 누적이 발생했을 것으로 판단된다. 2분기부터는 코로나19 확진자 감소 및 신규 변이 바이러스 부재에 따른 방역 조치 완화가 기대되며, 이로 인해 중국 내 소비 심리가 회복되고 치과병원들의 제품 주문이 본격화될 것으로 전망된다.

한편 VBP 1차년도 입찰에서 덴티움은 높은 구매수요(448,541세트)를 획득한 바 있다. 비록 평균판매단가(ASP) 하락을 피할 수는 없겠지만 1) 기존과 동일한 유통 방식이 채택될 경우 대리점 마진 조정을 통해 ASP 하락폭을 일부 상쇄하는 전략을 택할 수 있으며, 2) 그동안 침투가 미비했던 국·공립 의료기관향 매출 확대도 기대되는 만큼 VBP 시행에 따른 이익 레벨 하락은 제한될 것으로 판단한다.

목표주가 16.5만원으로 상향. 여전히 성장할 여지는 충분하다

글로벌 Peer들의 Multiple 상향을 반영하여 목표주가를 16.5만원으로 상향한다. 덴티움은 VBP 시행에 따른 외형 성장과 더불어 1) 하반기 'Bright CT' 중국 런칭에 따른 임플란트/장비 패키지 영업 역량 강화, 2) 베트남을 비롯한 신흥국 진출 가속화 등의 성장 모멘텀까지 갖춘 만큼 꾸준한 관심이 필요한 시점이라고 판단한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2020	229.7	39.6	22.5	2,037	20,715	20.2	11.7	2.0	10.3	79.9
2021	291.5	69.9	55.5	5,013	26,366	13.9	10.8	2.6	21.3	43.5
2022F	356.0	120.5	98.2	8,868	35,039	11.3	8.1	2.9	28.9	18.0
2023F	427.4	133.5	106.6	9,629	44,473	13.3	8.6	2.9	24.2	2.8
2024F	494.5	162.3	128.3	11,587	55,866	11.0	6.8	2.3	23.1	(9.5)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

덴티움 4Q22 실적 추정

(십억원, %)	4Q22F	4Q21	YoY	3Q22	QoQ	컨센서스	차이
매출액	94.2	94.0	0.1	90.7	3.9	93.2	1.0
영업이익	31.2	27.2	14.7	33.7	(7.4)	32.4	(3.6)
세전이익	28.8	27.0	6.3	37.4	(23.2)	33.9	(15.2)
(지배주주)순이익	21.8	18.5	17.6	24.5	(11.1)	23.9	(8.8)
영업이익률	33.2	29.0		37.2		34.8	
순이익률	23.2	19.7		27.1		25.6	

자료: Quantiwise, 신한투자증권

덴티움 실적 추정치 변경 비교표

(십억원, %)	4Q22F			2022F			2023F		
	변경전	변경후	변경률	변경전	변경후	변경률	변경전	변경후	변경률
매출액	105.7	94.2	(10.9)	367.5	356.0	(3.1)	449.3	427.4	(4.9)
영업이익	38.2	31.2	(18.2)	127.5	120.5	(5.5)	156.9	133.5	(14.9)
(지배)순이익	25.2	21.8	(13.5)	101.5	98.2	(3.3)	125.6	106.6	(15.1)
영업이익률	36.1	33.2		34.7	33.9		34.9	31.2	
순이익률	23.8	23.2		27.6	27.6		28.0	24.9	

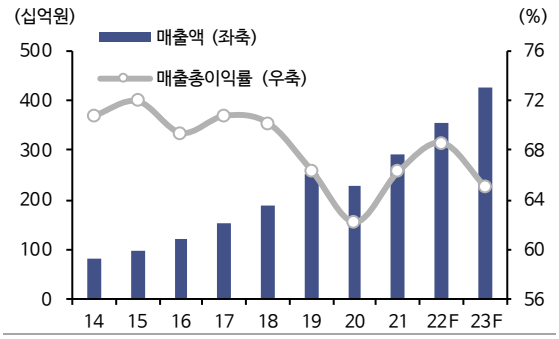
자료: 신한투자증권 추정

덴티움 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	21	22F	23F
매출액	**53.8**	**72.5**	**71.2**	**94.0**	**74.5**	**96.7**	**90.7**	**94.2**	**291.5**	**356.0**	**427.4**
YoY	31.9	40.8	14.7	24.7	38.5	33.3	27.3	0.1	26.9	22.1	20.1
수출	41.8	56.5	55.7	75.0	57.0	78.8	72.9	76.1	229.0	284.8	350.6
중국	29.0	42.0	44.4	52.8	40.8	51.2	48.5	49.2	168.1	189.6	228.5
러시아	4.8	6.8	2.4	9.1	2.3	11.9	6.0	7.7	23.1	27.9	35.0
기타	8.0	7.7	8.9	13.2	13.9	15.7	18.5	19.2	37.8	67.3	87.1
내수	12.0	16.0	15.5	19.0	17.5	17.9	17.7	18.1	62.5	71.2	76.8
매출총이익	**35.7**	**46.3**	**46.4**	**64.8**	**52.8**	**67.7**	**60.6**	**63.1**	**193.2**	**244.2**	**277.8**
YoY	32.8	61.3	19.9	33.5	47.9	46.3	30.6	(2.6)	35.3	26.4	13.8
GPM	66.3	63.9	65.2	68.9	70.8	70.1	66.8	67.0	66.3	68.6	65.0
영업이익	**10.6**	**16.9**	**15.1**	**27.2**	**20.4**	**35.2**	**33.7**	**31.2**	**69.9**	**120.5**	**133.5**
YoY	232.2	154.8	21.7	57.1	91.6	108.6	122.9	14.7	76.5	72.5	10.8
OPM	19.8	23.3	21.3	29.0	27.4	36.4	37.2	33.2	24.0	33.9	31.2
당기순이익	**8.6**	**14.3**	**14.1**	**18.5**	**15.7**	**36.1**	**24.5**	**21.8**	**55.5**	**98.2**	**106.6**
YoY	156.3	413.6	176.8	63.5	83.2	152.2	74.5	17.6	146.1	76.9	8.6
NPM	15.9	19.8	19.7	19.7	21.0	37.4	27.1	23.2	19.0	27.6	24.9

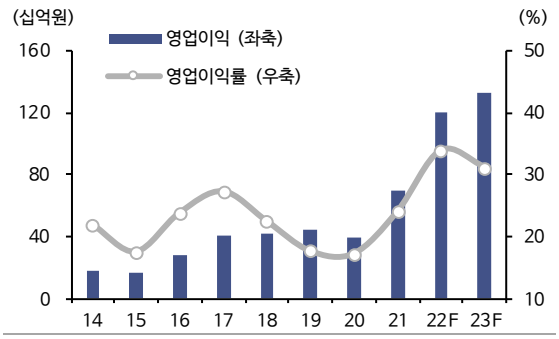
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

연간 매출액 추이 및 전망



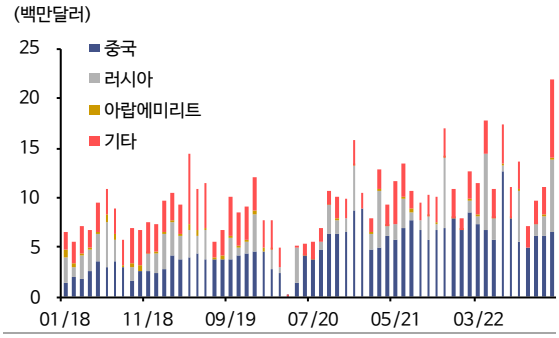
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

연간 영업이익 추이 및 전망



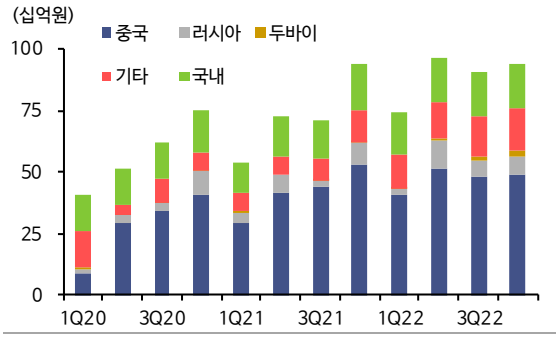
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

관세청 임플란트 수출 데이터 추이



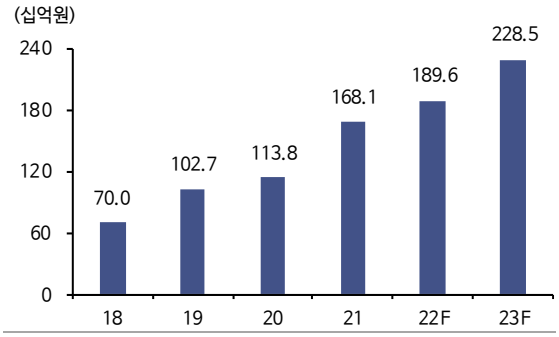
자료: Trass, 신한투자증권 / 주: 수원시 기준

분기별 매출액 추이 및 전망



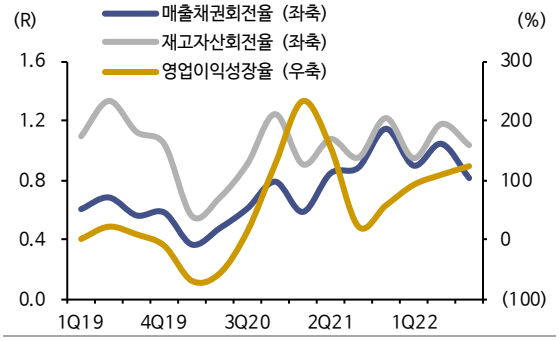
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

중국향 매출액 추이 및 전망



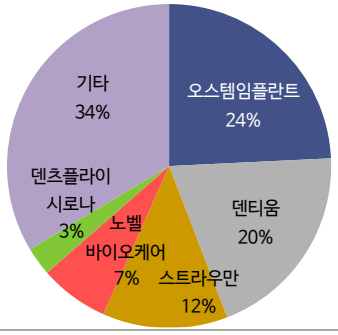
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

매출채권/재고자산 회전율 변동 추이



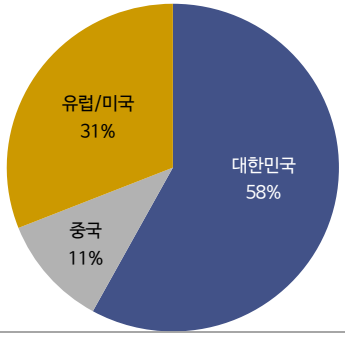
자료: Quantiwise, 신한투자증권

VBP 업체별 수요 비중 현황



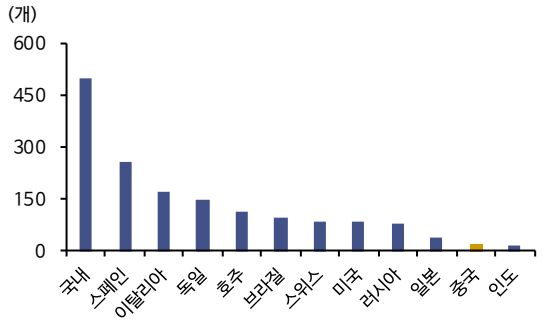
자료: 쓰촨성 의료보장국, 신한투자증권

VBP 지역별 수요 비중 현황



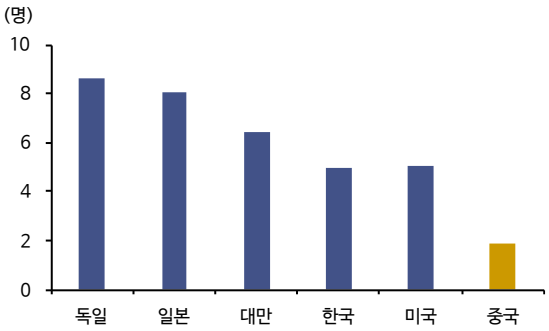
자료: 쓰촨성 의료보장국, 신한투자증권

국가별 1만명 당 임플란트 식립 개수



자료: Straumann, 신한투자증권 / 주: 2021년 기준

국가별 1만명 당 치과의사 수 비교



자료: Straumann, 신한투자증권 / 주: 2021년 기준

덴티움 목표주가 산출

(십억원, 배, 천주, 원, %)		비고
덴티움 기업가치(A*B)	**1,924.9**	
A. 덴티움 2023F (지배)순이익	106.6	
B. Target PER	18.1	글로벌 Peer 23F PER 평균 대비 30% 할인
보통주주식수	11,069	
적정주가 산출	**165,000**	120,000 → 165,000
현재 주가	128,000	2월 17일 종가
상승 여력	**28.9**	

자료: Quantiwise, 신한투자증권 추정

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
자산총계	**510.2**	**570.2**	**667.0**	**779.3**	**918.8**
유동자산	195.3	240.3	295.2	352.8	433.6
현금및현금성자산	37.3	65.8	105.5	150.9	219.3
매출채권	92.4	83.4	89.7	94.2	98.9
재고자산	55.6	76.1	81.8	85.9	90.2
비유동자산	315.0	329.9	371.8	426.5	485.2
유형자산	267.5	273.1	313.9	367.1	424.2
무형자산	2.1	2.2	1.4	1.0	0.7
투자자산	6.5	8.2	10.0	12.0	13.9
기타금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**281.6**	**279.1**	**279.9**	**288.9**	**303.6**
유동부채	193.3	180.2	180.4	188.8	202.8
단기차입금	51.4	65.6	60.5	58.1	55.4
매입채무	8.3	10.0	11.0	11.8	12.6
유동성장기부채	81.3	30.2	18.0	9.7	8.5
비유동부채	88.3	98.9	99.5	100.2	100.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	85.2	96.1	96.1	96.1	96.1
기타금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**228.6**	**291.1**	**387.0**	**490.4**	**615.2**
자본금	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2
자본잉여금	49.3	49.3	49.3	49.3	49.3
기타자본	(19.0)	(19.0)	(19.0)	(19.0)	(19.0)
기타포괄이익누계액	(2.1)	7.7	7.7	7.7	7.7
이익잉여금	195.0	247.7	343.7	448.2	574.3
지배주주지분	**229.3**	**291.8**	**387.8**	**492.3**	**618.4**
비지배주주지분	(0.7)	(0.7)	(0.8)	(1.9)	(3.2)
*총차입금	221.2	193.4	176.5	166.1	162.6
*순차입금(순현금)	182.7	126.5	69.7	13.8	(58.4)

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	**229.7**	**291.5**	**356.0**	**427.4**	**494.5**
증감률 (%)	(9.0)	26.9	22.1	20.1	15.7
매출원가	**87.0**	**98.4**	**111.8**	**149.6**	**167.2**
매출총이익	**142.8**	**193.2**	**244.2**	**277.8**	**327.3**
매출총이익률 (%)	62.2	66.3	68.6	65.0	66.2
판매관리비	**103.2**	**123.3**	**123.6**	**144.3**	**165.0**
영업이익	**39.6**	**69.9**	**120.5**	**133.5**	**162.3**
증감률 (%)	(11.3)	76.5	72.5	10.8	21.6
영업이익률 (%)	17.2	24.0	33.9	31.2	32.8
영업외손익	(13.5)	4.8	8.5	5.3	2.6
금융손익	(15.6)	4.6	8.0	4.4	2.6
기타영업외손익	2.1	0.2	0.5	0.9	0.0
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	**26.1**	**74.7**	**129.0**	**138.9**	**164.9**
법인세비용	3.8	19.2	31.0	33.3	37.9
계속사업이익	22.2	55.5	98.1	105.5	127.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**22.2**	**55.5**	**98.1**	**105.5**	**127.0**
증감률 (%)	62.1	149.8	76.7	7.6	20.3
순이익률 (%)	9.7	19.0	27.5	24.7	25.7
(지배주주)당기순이익	22.5	55.5	98.2	106.6	128.3
(비지배주주)당기순이익	(0.3)	0.0	(0.1)	(1.1)	(1.3)
총포괄이익	22.1	64.2	98.1	105.5	127.0
(지배주주)총포괄이익	22.4	64.3	98.1	105.6	127.1
(비지배주주)총포괄이익	(0.3)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
EBITDA	**54.4**	**83.1**	**144.9**	**166.8**	**200.1**
증감률 (%)	(6.3)	52.8	74.4	15.1	19.9
EBITDA 이익률 (%)	23.7	28.5	40.7	39.0	40.5

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	**75.8**	**74.1**	**124.6**	**145.6**	**170.2**
당기순이익	22.2	55.5	98.1	105.5	127.0
유형자산상각비	14.2	12.5	23.6	32.8	37.5
무형자산상각비	0.6	0.7	0.8	0.5	0.3
외화환산손실(이익)	8.1	(3.0)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.3)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	13.5	(10.6)	2.8	7.4	6.1
(법인세납부)	(10.1)	(15.4)	(31.0)	(33.3)	(37.9)
기타	27.6	35.0	30.9	33.3	37.8
투자활동으로인한현금흐름	**(9.3)**	**(21.8)**	**(66.5)**	**(88.3)**	**(96.7)**
유형자산의증가(CAPEX)	(8.6)	(28.2)	(64.5)	(86.0)	(94.6)
유형자산의감소	1.1	8.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.5)	(0.9)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.0	0.0	(1.8)	(2.0)	(1.9)
기타	(1.3)	(1.3)	(0.2)	(0.3)	(0.2)
FCF	74.0	46.0	53.6	55.5	73.6
재무활동으로인한현금흐름	**(50.0)**	**(24.1)**	**(19.1)**	**(12.5)**	**(5.7)**
차입금의 증가(감소)	(47.1)	(20.3)	(17.0)	(10.3)	(3.5)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	(1.7)	(2.2)	(2.2)	(2.2)
기타	(2.9)	(2.1)	0.1	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.6	0.6	0.6
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(7.3)	0.3	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**9.2**	**28.5**	**39.6**	**45.5**	**68.4**
기초현금	28.1	37.3	65.8	105.4	150.9
기말현금	37.3	65.8	105.4	150.9	219.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권

주요 투자지표

12월 결산	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS (당기순이익, 원)	2,007	5,014	8,859	9,534	11,473
EPS (지배순이익, 원)	2,037	5,013	8,868	9,629	11,587
BPS (자본총계, 원)	20,653	26,299	34,963	44,302	55,580
BPS (지배지분, 원)	20,715	26,366	35,039	44,473	55,866
DPS (원)	200	250	250	250	250
PER (당기순이익, 배)	20.5	13.9	11.3	13.4	11.2
PER (지배순이익, 배)	20.2	13.9	11.3	13.3	11.0
PBR (자본총계, 배)	2.0	2.7	2.9	2.9	2.3
PBR (지배지분, 배)	2.0	2.6	2.9	2.9	2.3
EV/EBITDA (배)	11.7	10.8	8.1	8.6	6.8
배당성향 (%)	7.7	3.9	2.2	2.0	1.7
배당수익률 (%)	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2
수익성					
EBITTDA 이익률 (%)	23.7	28.5	40.7	39.0	40.5
영업이익률 (%)	17.2	24.0	33.9	31.2	32.8
순이익률 (%)	9.7	19.0	27.5	24.7	25.7
ROA (%)	4.2	10.3	15.9	14.6	15.0
ROE (지배순이익, %)	10.3	21.3	28.9	24.2	23.1
ROIC (%)	7.9	13.1	23.8	23.8	26.3
안정성					
부채비율 (%)	123.2	95.9	72.3	58.9	49.4
순차입금비율 (%)	79.9	43.5	18.0	2.8	(9.5)
현금비율 (%)	19.3	36.5	58.5	79.9	108.1
이자보상배율 (배)	4.9	11.5	22.2	26.6	33.7
활동성					
순운전자본회전율 (회)	2.0	3.1	4.0	5.0	6.3
재고자산회수기간 (일)	97.2	82.5	81.0	71.6	65.0
매출채권회수기간 (일)	162.4	110.1	88.7	78.5	71.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권



오스템임플란트

Bloomberg Code (048260 KS) | Reuters Code (048260.KQ)

도약을 위한 준비

[혁신성장]

원재희 책임연구원
☎ 02-3772-2669
✉ jhwon@shinhan.com

Not Rated	현재주가 (2 월 17 일)	목표주가	상승여력
-	188,400 원	-	-

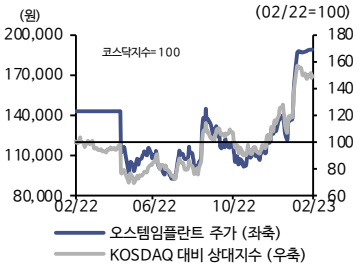
- 임플란트 글로벌 판매량 1위를 달성한 덴탈 토탈 솔루션 업체
- 2023년 매출액 및 영업이익 각각 +14%, -16% 성장 전망
- 글로벌 Top-tier 덴탈 토탈 솔루션 업체 도약을 위한 준비 과정

신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

신한투자증권 기업분석부

시가총액	2,837.3 십억원
발행주식수	15.1 백만주
유동주식수	11.2 백만주(74.2%)
52 주 최고가/최저가	188,400 원/92,500 원
일평균 거래량 (60 일)	312,305 주
일평균 거래액 (60 일)	48,593 백만원
외국인 지분율	19.01%
주요주주	
최규옥 외 2 인	19.58%
에프리컷홀딩스	6.89%
절대수익률	
3 개월	69.7%
6 개월	74.1%
12 개월	32.0%
KOSDAQ 대비 상대수익률	
3 개월	61.4%
6 개월	85.8%
12 개월	48.8%

주가



임플란트 글로벌 판매량 1위를 달성한 덴탈 토탈 솔루션 업체

1997년 설립, 2007년 코스닥에 상장한 덴탈 토탈 솔루션 업체이다. 임플란트 제품 판매를 주력으로 하며, 영상진단장비, 유니트체어 등의 치과 장비, 교정재료 및 의약품 등의 치과 재료, 치과용 IT, 임상교육센터 등 총 5개의 품목군에서 매출이 발생하고 있다.

오스템임플란트가 글로벌 판매량 1위 업체가 된 배경에는 세계적 수준의 임상 교육 제공이 있다. 그동안 글로벌 업체들이 자사 제품 사용법, 임상 데이터 등 이론 중심의 강의를 제공했던 것과 달리 AIC는 치과의사들의 식립 역량을 강화하는데 초점을 맞춘다. 2020년 기준 AIC 교육 이수자는 국내 1만 3천명 이상, 글로벌 7만명 이상이다.

2023년 매출액 및 영업이익 각각 +14%, -16% 성장 전망

2023년 연결 기준 매출액 및 영업이익을 각각 1조 1,971억원(+14.1% YoY, 이하 YoY 생략), 1,885억원(-16.1%, OPM 15.7%)으로 추정한다. 중국 매출액은 3,515억원으로 추정한다. 2022년은 VBP 시행을 앞두고 발생한 대리점 내 대기 수요, 코로나19 팬데믹에 따른 수요 위축 등으로 인해 중국 법인의 매출 성장폭이 제한됐다. 2023년에는 VBP 시행에 따른 대규모 물량 공급 본격화, 중국 봉쇄 완화에 따른 내원객 증대를 바탕으로 한 수량(Q) 기준 고성장이 예상된다. 다만 ASP 하락을 반영하여 보수적인 수출 실적을 가정했다.

본격적인 이익 개선 구간 진입과 더불어 중·장기 모멘텀까지 확보

오스템임플란트의 2023년 선행 지배주주순이익 기준 PER은 최근 공개매수 이슈를 계기로 14배까지 올라왔다. 하지만 여전히 글로벌 덴탈 업체 대비 저평가(평균 23배) 구간에 머물러 있으며, 중·장기적 관점에서 1) 중국 시장에서의 규모의 경제 실현, 2) 신규 해외 법인 효과 본격화에 따른 전사 이익 개선, 3) 하이오센 증설 효과 등을 감안 시 꾸준한 관심이 필요하다고 판단한다.

이와 더불어 최대주주 변경에 따른 글로벌 수준의 거버넌스 구축, 디지털 제품 중심으로의 영업 체질 개선, 국내 구강 스캐너 전문 업체 메디트와의 사업 시너지 등도 기대된다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2020	631.6	98.1	107.0	7,493	13,417	6.8	6.3	3.8	78.8	34.7
2021	824.6	143.3	25.0	1,751	14,500	81.5	12.7	9.8	12.5	74.1
2022F	1,048.9	224.6	164.1	11,487	25,707	12.0	7.7	5.4	57.1	3.4
2023F	1,197.1	188.5	193.9	13,573	39,000	13.9	11.0	4.8	42.0	(8.0)
2024F	1,385.7	270.5	235.1	16,457	55,177	11.4	7.4	3.4	34.9	(33.0)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

I. 기업 개요

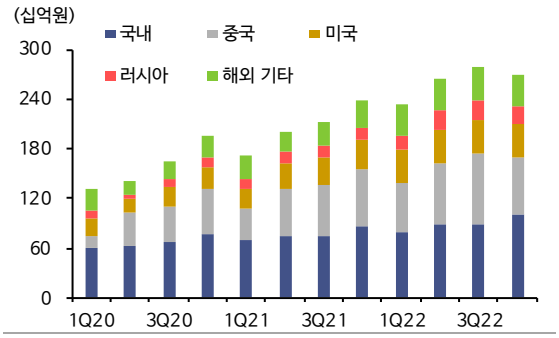
임플란트 글로벌 판매량 1위를 달성한 덴탈 토탈 솔루션 업체

매년 매출액의 3~4%에 해당하는 금액 R&D 비용으로 투입

1997년 설립, 2007년 코스닥에 상장한 덴탈 토탈 솔루션 업체이다. 임플란트 제품(HA, CA, SA, BA 등) 판매를 주력으로 하며, 영상진단장비, 유니트체어 등의 치과 장비, 교정재료 및 의약품 등의 치과 재료, 치과용 IT, 임상교육센터 등 총 5개의 품목군에서 매출이 발생하고 있다. 2022년 3분기 기준 제품(임플란트, 유니트체어), 상품(치과용 기자재), 기타(치과용 프로그램, 교육, A/S 등) 매출 비중은 각각 81%, 15%, 4%이다.

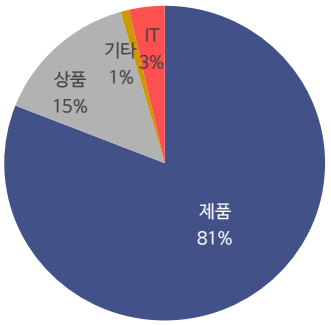
오스템임플란트의 밸류 세그먼트 임플란트는 이미 국내에서 임플란트의 대명사로 자리 잡았다. 그 중 베스트셀러인 BA등급의 경우 제품 표면에 칼슘, 인 등 골형성 촉진물질을 코팅하여 골 유착 성능을 극대화했으며, 타사 제품 대비 치료기간을 2~3주 정도 단축하는 것이 가능하다. 오스템임플란트는 이에 그치지 않고 차세대 성장 동력 발굴을 위해 공격적인 R&D 활동을 진행 중이다. 2021년 기준 오스템임플란트가 발표한 논문은 369편에 달하며, 매년 매출액의 3~4%에 달하는 금액이 R&D 활동을 위한 비용으로 투입되고 있다.

분기별 매출액 발생 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

품목별 매출 비중(3Q22)



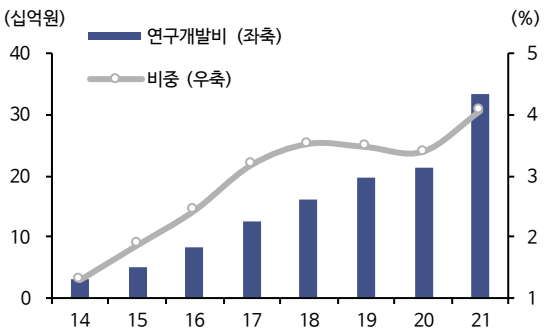
자료: 회사 자료, 신한투자증권

오스템임플란트 제품 예시



자료: 회사 자료, 신한투자증권

연구개발비 발생 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

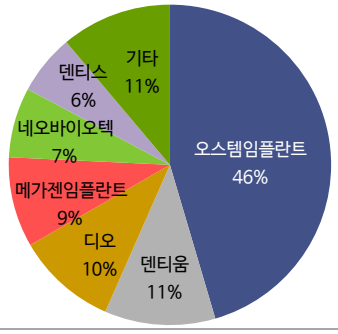
AIC 교육 글로벌 이수자 약 7만명 이상

우수한 제품 품질과 더불어 오스템임플란트가 임플란트 글로벌 판매량 1위 업체가 된 배경에는 세계적 수준의 임상 교육 제공이 있다. 2021년 오스템임플란트는 자체 임상 교육기관 'AIC'를 설립했다. 그동안 글로벌 업체들이 자사 제품 사용법, 임상 데이터 등 이론 중심의 강의를 제공했던 것과 달리 AIC는 치과의사들의 식립 역량을 강화하는데 초점을 맞췄다. 실제 강의에 쓰이는 'Osstem Example'은 그동안 오스템임플란트가 학술 프로그램을 통해 축적한 임상 케이스를 바탕으로 만든 교재이다. 이와 더불어 AIC는 일러스트레이션, 3D 동영상 등의 각종 교보재 지원을 통해 기타 교육과 차별화된 프로그램을 구축했다.

2020년 기준 국내 AIC 교육 이수자는 1만 3천명 이상이며, 이를 통해 AIC는 국내 임플란트 식립이 가능한 치과의사를 양성하는데 큰 기여를 했음을 추론할 수 있다. 실제로 국내 치과의사 중 약 80%가 임플란트 식립이 가능한데, 이는 의료 선진국인 미국(약 20%)과 비교해도 압도적으로 높은 수치이다. 이에 대한 결과로 국내 1만명 당 임플란트 식립 개수는 600개가 넘는데 이는 미국(80개), 독일(100개), 스페인(250개) 등을 크게 상회하는 수치이다.

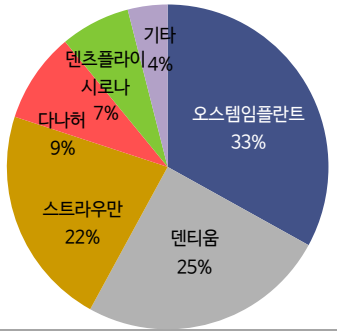
오스템임플란트는 이에 그치지 않고 자사 해외 법인을 통해 AIC 교육을 해외로 확장했으며, 글로벌 기준 약 7만명 이상의 교육 이수자를 배출하는 쾌거를 달성했다. 특히 중국에서의 AIC 교육은 중국 임플란트 시장 개화의 트리거를 제공했다. 기존 충치 등 기초적이고 낮은 수준의 진단만 가능했던 구강진료소 중심의 중국 치과병원을 임플란트, 치아교정 등 높은 부가가치 서비스 제공이 가능한 기업형 치과전문병원 중심으로 변모시키는데 일조했다. 실제로 중국 내 연간 임플란트 식립 개수는 약 500만개에 달하며 지난 5년간 연평균 20% 성장했다. AIC 교육의 성공을 바탕으로 오스템임플란트는 2021년 기준 중국 임플란트 시장 점유율 1위, 글로벌 임플란트 시장 점유율 4위를 달성했다.

국내 임플란트 시장 점유율 현황



자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: 2021년 기준

중국 임플란트 시장 점유율 현황



자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: 2020년 기준

Ⅱ. 투자포인트

승기를 잡은 중국 시장. VBP 이후 더욱 견고해질 입지

VBP가 갖는 의미:
1) 압도적인 물량 공급
2) 국·공립 의료기관 진출
3) 규모의 경제

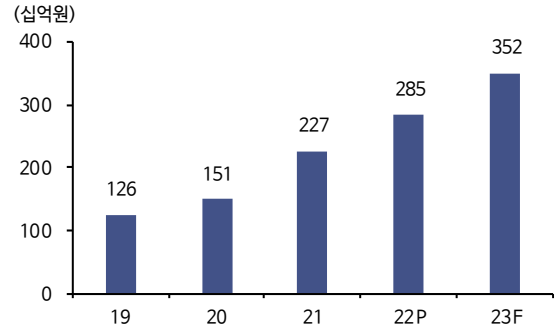
밸류 세그먼트 시장 침투 본격화, AIC 교육을 토대로 오스템임플란트의 중국향 수출액은 2019년 1,260억원에서 2022년 2,853억원까지 상승했으며 연평균 31%로 고성장했다. 동시에 기존 국·공립 의료기관 중심으로 영역을 넓혔던 스트라우만을 재치고 중국 임플란트 시장에서 점유율 1위(33%)를 달성했다.

물량기반조달(VBP)은 오스템임플란트의 중국 내 입지를 견고하게 만드는 계기로 작용할 전망이다. 오스템임플란트의 1차년도 구매수요는 545,656세트인데, 이는 4등급 티타늄 임플란트 1차 구매예정물량의 24%에 달하는 수치이다. 비록 낮은 입찰가격(약 770위안)에 따른 ASP 하락은 피할 수 없겠지만, 1) 중국 로컬 업체 대비 압도적인 물량을 공급하는 점, 2) 진출이 미비했던 국·공립 의료기관으로의 판로가 확장된 점, 3) 중국 내 제품 공급 확장에 따른 진입장벽 강화 및 규모의 경제 실현 가능성이 증대된 점 등은 중·장기적 관점으로 볼 때 고무적인 일이다.

또 다른 관점에서 볼 때 VBP 시행은 중국 로컬 업체들의 공급 물량 확대, 실사용 데이터 누적, 래퍼런스 개선 등의 요인으로 작용할 가능성이 있다. 다만 1) 중국 임플란트 시장이 성장할 수록 치과 일반의(GP) 대상 식립교육 및 식립을 돕는 디지털 솔루션 제공이 중요해지는 점, 2) 중국 소비자들의 구매력이 상승할수록 안전성과 브랜드가 담보되는 임플란트를 선호할 가능성이 높은 점 등을 고려하면 오스템임플란트의 입지가 흔들릴 가능성은 적다고 판단한다.

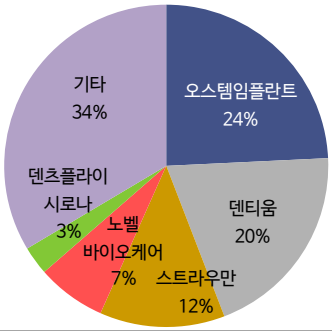
또한 2022년 3분기 기준 오스템임플란트의 현금 및 현금성 자산 규모는 3,038억원으로 유동성이 국내 경쟁 업체 대비 풍부하다. 이로 미루어 볼 때 향후 중국 로컬 임플란트 업체 인수 혹은 로컬 업체와의 조인트벤처(JV) 설립을 통해 VBP로 공급되는 저가 임플란트 점유율을 확보하는 전략을 구사하는 것도 가능하다고 판단한다. 동시에 기존 밸류 세그먼트 임플란트는 VBP 적용을 받지 않는 민간치과병원 중심으로 침투를 확대하는 Two-track 전략을 취할 수도 있는 만큼 향후 중국 내 오스템임플란트의 지배력은 더욱 공고해질 수 있다고 판단한다.

오스템임플란트 중국 법인 매출액 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

업체별 VBP 입찰 비중



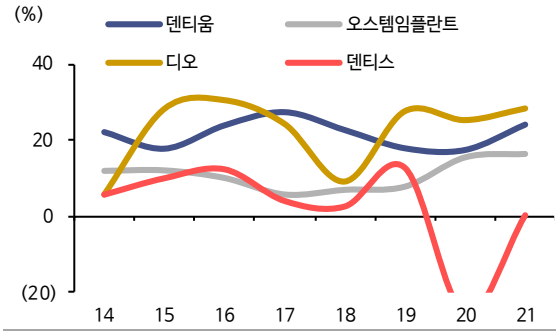
자료: 쓰촨성 의료보장국, 신한투자증권

해외 법인 확장 효과 본격화에서 찾는 이익 레벨 개선

해외 법인 효과로 점진적 이익 레벨 개선 전망

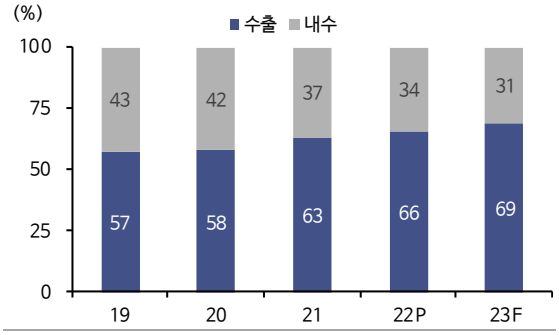
오스템임플란트는 국·내외 밸류 세그먼트 시장 침투 본격화에 따른 외형 고성장 및 글로벌 판매량 1위 달성에도 불구하고 수익성 부진이 지속됐으며, 경쟁 업체(스트라우만, 덴티움, 디오 등) 대비 낮은 영업이익률은 오스템임플란트 주가 상승의 발목을 잡는 요인으로 작용했다. 이는 해외 시장 개척을 위한 신규 법인 설립 및 인력 채용 본격화, 급격한 외형 성장의 부작용을 상쇄하기 위한 공격적인 충당금(대손충당금, 반품충당부채, 재고자산평가손실충당금 등) 설정 등에 기인한다. 현재는 충당금 설정 비율이 안정적인 수준에서 관리되는 만큼 중·장기적으로 해외 신규 법인 설립 효과 가시화, 중국 내 공급 물량 극대화에 따른 규모의 경제 실현 등을 토대로 안정적인 이익 레벨을 달성할 것으로 판단된다.

국내 주요 임플란트 업체 영업이익률 추이



자료: Quantiwise, 신한투자증권

연간 수출/내수 비중 추이 및 전망

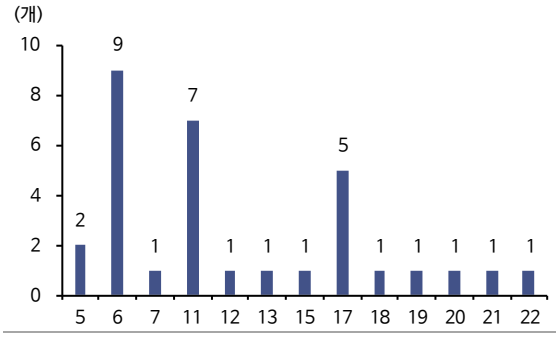


자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

공격적인 해외 법인 설립은 급격한 인건비 상승으로 이어져

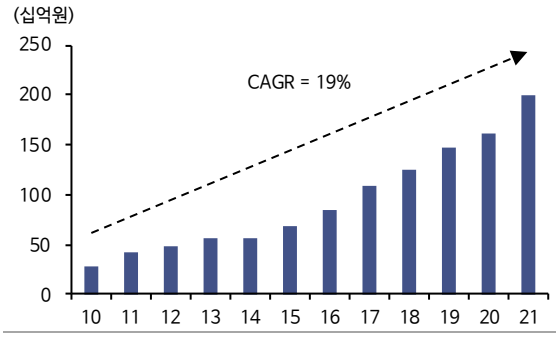
과거 오스템임플란트는 직접 판매를 통한 해외 시장 개척을 모토로 삼았고, 이에 따라 공격적으로 해외 법인을 설립 및 구축한 바 있다. 이는 인건비의 급격한 상승으로 이어지는데, 실제로 인도네시아, 베트남, 멕시코, 필리핀, 카자흐스탄, 방글라데시, 캐나다 법인이 설립됐던 2011년에는 인건비가 전년대비 49% 성장했으며, 이후 인건비는 2021년까지 연평균 19%로 상승했다.

연도별 신규 해외 법인 설립수 변동 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

연간 인건비 변동 추이

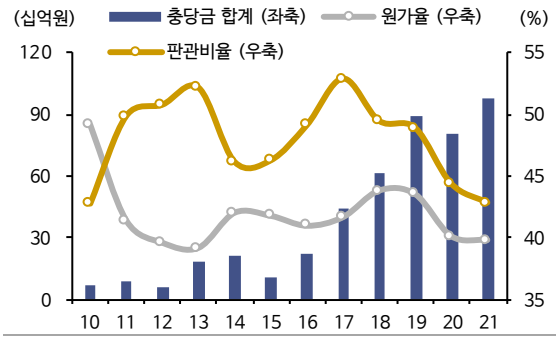


자료: 회사 자료, 신한투자증권

급격한 해외 법인 설립에 따른 부작용 발생으로 충당금 설정 본격화

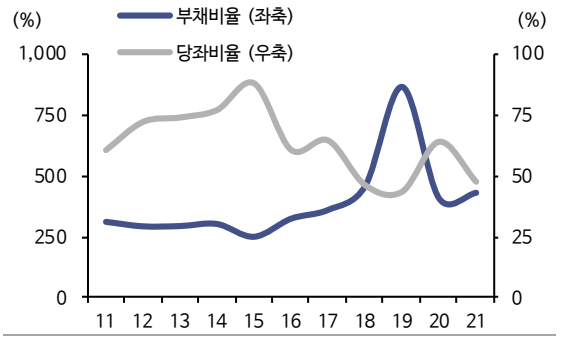
하지만 해외 법인 설립을 지속하며 외형 확장에 집중하던 중 대금 회수, 재고 관리 등의 난관에 봉착했다. 영업이익률이 급격히 낮아졌던 2016년 이전 재고자산평가손실충당금 설정 비율은 10%, 대손충당금 설정 비율은 5%에 불과했던 만큼 오스템임플란트는 급격한 충당금 설정에 따른 영업이익 역성장을 피할 수 없게 됐다. 충당금 설정이 본격화됐던 2017년부터 오스템임플란트의 원가율 및 판매관리비율은 충당금 설정 비율이 Peak에 이르렀던 2019년까지 급격히 상승했으며, 이에 따라 부채비율은 2019년 868%까지 상승했다. 충당금 설정 본격화에도 불구하고 인건비는 높은 수준을 지속했다. 해외 법인 운영에 의한 고정비 증가를 이유로 꾸준히 상승하며 전사 이익률을 훼손하는 주요한 원인으로 작용했다.

주요 충당금 합계 및 원가율/판관비율 변동 추이



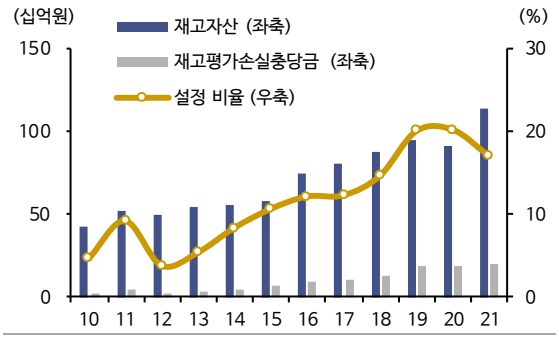
자료: Quantiwise, 신한투자증권
주: 충당금은 재고자산, 매출채권, 반품자산 충당금 합계

부채비율/당좌비율 변동 추이



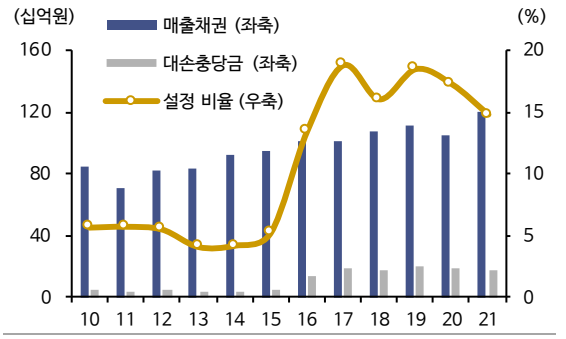
자료: Quantiwise, 신한투자증권

재고자산평가손실충당금 변동 추이



자료: Quantiwise, 신한투자증권

대손충당금 변동 추이

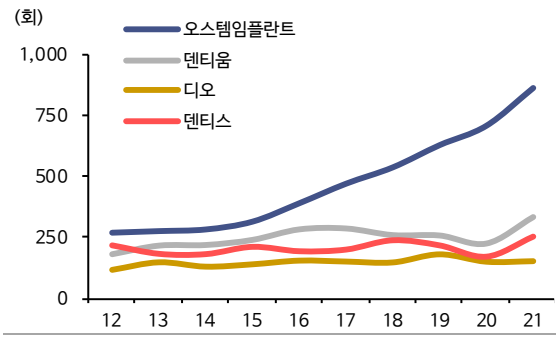


자료: Quantiwise, 신한투자증권

주요 계정 충당금 설정 비율 15% 수준 유지

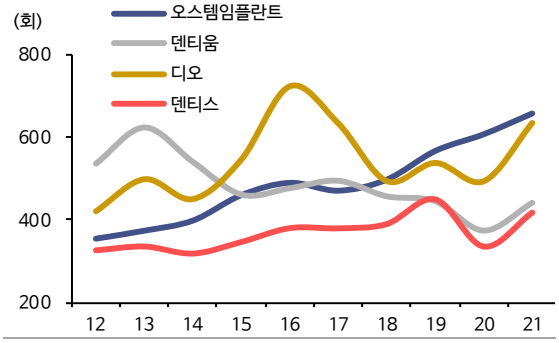
현재는 과거와 달리 많은 재무적인 문제들이 해소되고 있는 추세이다. 중국, 미국, 러시아를 비롯한 해외 매출이 급속도로 상승하며 전사 매출액은 매년 고성장을 지속하고 있는데 반해 주요 계정 충당금 설정 비율은 15% 수준을 유지하며 안정적인 충당금 누적 흐름을 지속하고 있다. 또한 2021년 기준 오스템임플란트의 매출채권회전율, 재고자산회전율은 각각 865회, 657회에 달하는데, 이는 덴티움, 디오, 덴티스 등 국내 주요 임플란트 업체 대비 월등하게 높은 수준이다.

국내 주요 임플란트 업체 매출채권회전율 추이



자료: Quantiwise, 신한투자증권

국내 주요 임플란트 업체 재고자산회전율 추이

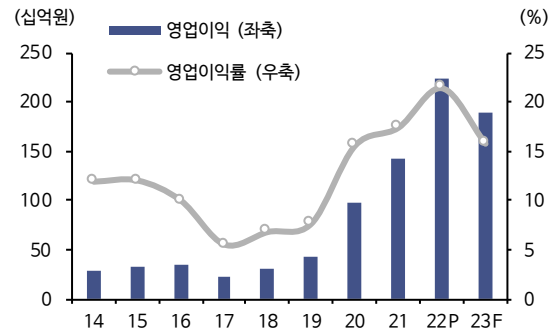


자료: 회사 자료, 신한투자증권

종업원 1명당 창출하는 영업이익 성장 구간 진입

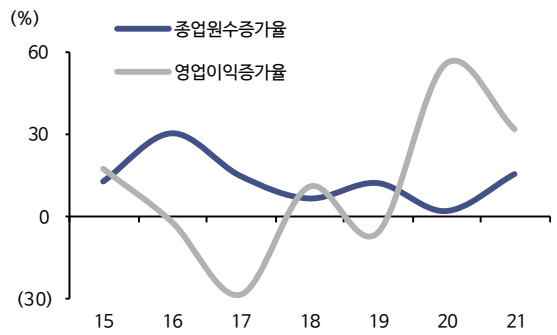
이와 더불어 인건비, 연구개발비, 지급수수료 등 주요 판매관리비 계정의 지속 상승에도 불구하고 영업이익 또한 견조한 흐름을 이어가고 있다. 이는 앞서 해외 법인을 설립하며 충원했던 인력들의 영업 기여도가 점차 상승하고 있는 것에 기인한 것으로 판단된다. 실제로 해외 법인이 폭발적으로 늘어났던 2018년 이전에는 종업원 1명당 창출하는 영업이익 성장율이 종업원 수 증가율을 하회했지만, 2019년부터 종업원 1명당 창출하는 영업이익 성장율이 종업원 수 증가율을 상회하기 시작했다. 해외 법인 효과 발생 이후 역성장을 기록하던 과거와는 확연하게 다른 모습이다. 향후 중국 외 신규 진입 국가에서의 실적 성장이 가시화될 수록 점진적인 전사 이익 레벨 개선이 이뤄질 것으로 판단된다.

연간 영업이익 발생 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

종업원 증가율/1인당 영업이익 증가율 추이



자료: Quantiwise, 신한투자증권

밸류 세그먼트에서의 우위에 프리미엄을 더하다

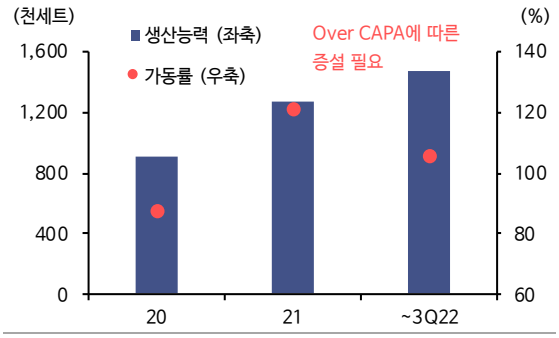
하이오센을 통해 중국 내 프리미엄 시장 입지 구축

2023년에는 중고가 임플란트 하이오센 생산을 전담하는 미국 필라델피아 공장 증설이 예정되어 있다. 생산 시설 규모는 기존 대비 2.5배 커질 예정이며, 연간 제품 생산량은 기존 대비 58% 증가할 전망이다. 향후 증설 효과를 바탕으로 미국 시장 내 입지 확대와 더불어 중국 시장 내 프리미엄 이미지 구축 및 수익성 증대 등이 본격화될 것으로 판단된다.

오스템임플란트는 중저가 임플란트 시장 점유율 확대를 통해 쌓은 브랜드 파워를 기반으로 중고가 임플란트 시장 진입을 가속화하고 있다. 하이오센을 통해 지속적인 외형 성장과 수익성 개선을 달성할 것으로 전망한다. 하이오센은 합리적인 가격과 고급화를 주 전략으로 하며 미국 내 생산시설에서 제조된다. 최근 글로벌 임플란트 시장 내 기업형 치과병원 수가 증가함에 따라 높은 인지도와 가격 경쟁력을 갖춘 하이오센이 주목받으며 판매량이 꾸준히 증가 중이다.

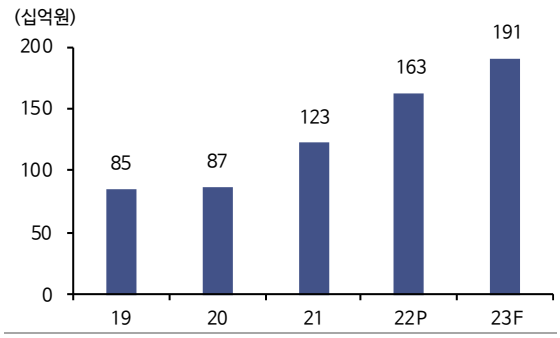
특히 하이오센은 임플란트 고성장과 프리미엄화가 동시에 이루어지고 있는 중국 임플란트 시장에서 글로벌 선도업체들이 선점하고 있던 국· 공립 및 네트워크 병원으로의 빠른 점유율 증가를 보여주고 있다. 오스템임플란트의 중국향 매출액 중 하이오센 브랜드의 매출 비중은 2018년 8%에서 2021년 20%까지 증가한 상태이다. 또한 하이오센은 FDA 및 CE 인증을 기확보한 만큼 중국 외 지역의 프리미엄 시장 침투를 가속화 하고 있다. 미국 법인의 역수출 증가에 따른 중·장기 수익성 개선이 기대된다.

미국 생산본부 연간 생산능력



자료: 회사 자료, 신한투자증권

오스템임플란트 미국 법인 매출액 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

Ⅲ. 실적 추정

2023년 매출액 및 영업이익 각각 +14%, -16% 성장 전망

23F 매출액 및 영업이익 각각 +14%, -16% 성장

2023년 연결 기준 매출액 및 영업이익을 각각 1조 1,971억원(+14.1% YoY, 이하 YoY 생략), 1,885억원(-16.1%, OPM 15.7%)으로 추정한다.

중국 매출액은 3,515억원으로 추정한다. 2022년은 VBP 시행을 앞두고 발생한 대리점 내 대기 수요, 코로나19 팬데믹에 따른 수요 위축 등으로 인해 중국 법인의 매출 성장폭이 제한됐다. 2023년에는 VBP 시행에 따른 대규모 물량 공급 본격화, 중국 봉쇄 완화에 따른 내원객 증대를 바탕으로 한 수량(Q) 기준 고성장이 예상된다. 다만 ASP 하락을 반영하여 보수적인 수출 실적을 가정했다.

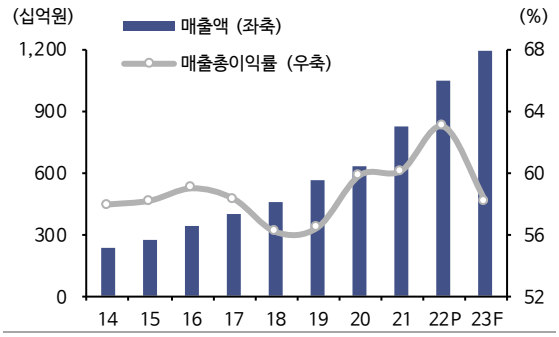
영업이익률은 전년대비 5.7%p 감소할 전망이다. 거버넌스 노이즈에 따른 회계제도개선 비용 발생이 2022년부로 종료될 예정이다. 다만 VBP 공급 물량 확대에 따른 ASP 하락, 높은 수준의 연구개발비 지출 지속, 해외 법인 인력 충원 가속화 등을 가정하여 영업이익을 보수적으로 추정했다. 향후 주요 계정에서의 비용 통제, 수출 물량 추정치 상회 등에 따른 영업이익 추정치 상향 가능성이 존재한다.

오스템임플란트 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	21	22P	23F
매출액	**171.5**	**201.5**	**213.3**	**238.3**	**234.1**	**265.4**	**279.6**	**269.8**	**824.6**	**1048.9**	**1197.1**
YoY	31.3	42.7	29.3	22.4	36.5	31.7	31.1	13.2	30.6	27.2	14.1
수출	106.4	135.2	156.8	155.1	168.0	192.4	203.7	182.0	553.5	746.0	897.6
중국	38.1	56.6	63.0	69.5	59.2	72.6	85.9	67.7	227.2	285.3	351.5
미국	24.7	30.4	33.5	34.2	39.4	41.3	39.8	42.2	122.7	162.7	191.1
러시아	11.0	14.6	13.4	16.3	17.5	24.3	22.9	21.1	55.2	85.7	103.3
해외 기타	32.6	33.7	47.0	35.1	52.0	54.3	55.1	51.1	148.4	212.4	251.7
내수	69.0	74.2	74.0	86.0	80.3	88.6	88.6	101.1	303.2	358.6	374.7
연결 조정	(3.9)	(7.9)	(17.6)	(2.8)	(14.2)	(15.6)	(12.7)	(13.2)	(32.1)	(55.7)	(75.2)
매출총이익	**101.4**	**118.5**	**129.3**	**147.0**	**148.9**	**163.5**	**170.4**	**178.9**	**496.3**	**661.7**	**697.3**
YoY	35.4	37.0	32.4	23.5	46.8	37.9	31.7	21.7	29.5	18.0	29.1
GPM	59.1	58.8	60.7	61.7	63.6	61.6	60.9	66.3	60.2	63.1	58.3
영업이익	**25.5**	**34.2**	**35.5**	**48.1**	**51.2**	**56.4**	**56.5**	**60.5**	**143.3**	**224.6**	**188.5**
YoY	524.0	44.7	49.7	3.1	100.5	64.9	59.3	25.8	46.1	56.7	(16.1)
OPM	14.9	17.0	16.6	20.2	21.9	21.3	20.2	22.4	17.4	21.4	15.7
당기순이익	**16.2**	**27.6**	**31.2**	**(50.0)**	**30.7**	**29.9**	**40.5**	**63.0**	**25.0**	**164.1**	**193.9**
YoY	흑전	29.4	(34.1)	적전	89.6	8.3	29.7	흑전	(76.6)	556.1	18.2
NPM	9.4	13.7	14.6	(21.0)	13.1	11.3	14.5	23.3	3.0	15.6	16.2

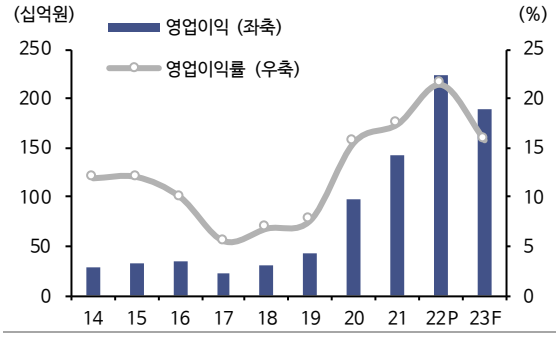
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

연도별 매출액 추이 및 전망



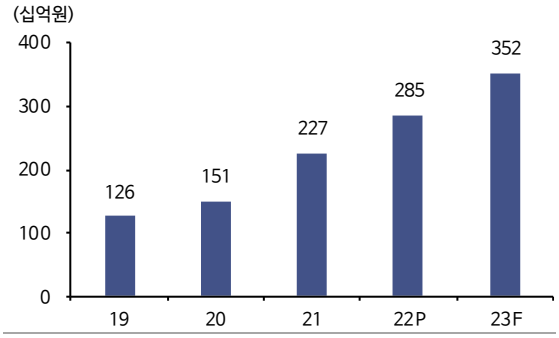
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

연도별 영업이익 추이 및 전망



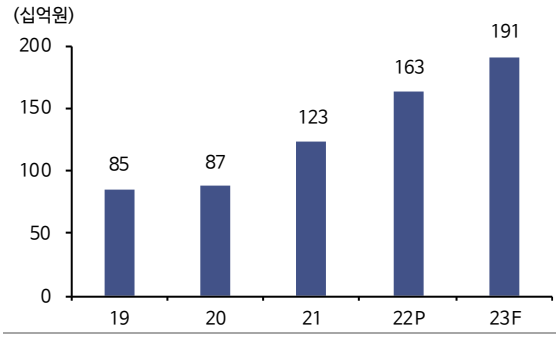
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

오스템임플란트 중국 법인 매출액 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

오스템임플란트 미국 법인 매출액 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

Ⅳ. Appendix

임플란트 세대별 표면처리 기술

구분	내용
1세대(기계가공)	- 표면처리 없이 기계 가공한 임플란트로 1965년에 최초 개발됨
2세대(표면적증대)	- 약 3~6개월의 골융합 기간을 필요로 함 - 고정체 표면을 거칠게 하여 골과 접하는 면적을 넓힌 기술. - 표면이 거칠수록 골아세포 증식, 분화 및 골기질 형성이 활발해지기 때문에 1세대 대비 골융합성이 높고 초기 고정력이 우수하고, 8~16주의 골융합 기간을 필요로 함 - RBM, TPS, etching, anodized oxidation(양극산화표면), SLA 등 다양한 표면 처리 방식이 있음
2.5세대 (블라스팅/산부식병용)	- SLA(sand blasted, large grift, acid-etching)가 대표적인 방법으로, 블라스팅 후 2차적으로 산화 처리하여 표면적을 최대한으로 증대시킴 - 블라스팅 입자의 크기나 종류, 처리하는 산의 종류에 따라 복잡한 공정이 필요하여 RBM에 비해 다소 고가 - Straumann이 1988년 최초 개발하면서 유럽 업체들의 표준 기술이 됐고, 2000년대 중반부터 국내 업체도 SLA 제품을 보유하기 시작함 - 약 6~8주의 골융합 기간을 필요로 함
3세대(화학적코팅)	- 표면 코팅을 통해 초기 골 형성을 촉진하고 골유착 기간을 단축함 - 보통 RBM 또는 SLA 표면에 칼슘(calcium), 수산화인회석(hydroxyapatite), 불소(fluoride)를 부착하여 골유착성을 강화하는 개념 - 출시 제품으로는 당사의 TSIII CA/HA 라인, Straumann의 SLActive, Dentsply Sirona의 Cellplus가 있음 - 약 4~6주의 골융합 기간을 필요로 함
4세대(생물학적코팅)	- 골형성 유도 성장인자(growth factor), 펩타이드 등을 고정체에 코팅한 임플란트 - BMP(bone morphogenetic protein, 골형성단백질) 등 생리활성물질의 서방형 방출을 통해 주변 골조직 성장을 유도하여 재생 기간을 단축 - R&D가 활발한 분야이고, 오스템임플란트 등 국내 업체들도 BMP 골이식재를 출시 또는 개발하고 있음

자료: 회사 자료, 신한투자증권

글로벌 주요 임플란트 경쟁업체

회사	내용
Straumann (스위스, 시장점유율 26%)	- Premium 세그먼트에 기반을 둔 전통적인 치과용 임플란트 pure player - 2010년 이후 신흥국 value 업체들을 인수하면서 시장점유율 방어 성공 - 전 세계 모든 임플란트 업체들의 벤치마킹 대상 - 최근 CAD/CAM 업체를 인수하면서 디지털 덴티스트리 구축에 초점
Danaher (미국, 시장점유율 16%)	- 진단, 생명공학, 치과 등 전방위적 사업부를 갖춘 글로벌 의료기기 시장 11위 업체 - 치과 기자재 및 이미징 분야에 중점을 두다가 2014년 12월 글로벌 임플란트 2위 업체 Nobel BioCare를 인수하면서 임플란트 시장 진출
Dentsply Sirona (미국, 시장점유율 14%)	- 2016년 기자재 선두주자 Dentsply가 이미징 1위 업체 Sirona를 인수, 치과용 의료기기 시장 1위 등극 - 2011년 Astra Tech 인수로 임플란트 제품 라인업 다양화
오스템임플란트 (한국, 시장점유율 8%)	- 2016년 이스라엘 업체 MIS Implants 인수로 value 세그먼트 진출 - 아시아 1위, 글로벌 4위 임플란트 전문업체 - 임플란트뿐만 아니라 치과용 기자재, 디지털 덴티스트리 제품 등을 출시하여 치과 토탈 솔루션을 구축하고, 글로벌 시장을 적극적으로 공략할 예정
Zimmer Biomet (미국, 시장점유율 8%)	- 근골격 건강관리 부문 글로벌 선도 업체 - 임플란트를 중심으로 정형 재건 제품, 사지 및 외상 제품, 척추, 두개악안면 및 흉부 제품 제조 및 판매 - 전 세계 25개 이상의 국가에서 사업을 영위하고 있으며, 100개 이상의 국가에서 제품 판매 - 2019년 기준, 매출 79억 8220만 달러 기록

자료: 회사 자료, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
자산총계	**958.7**	**1,151.8**	**1,313.0**	**1,504.7**	**1,783.5**
유동자산	504.8	612.1	718.6	811.9	1,057.1
현금및현금성자산	231.1	196.0	193.6	215.0	368.7
매출채권	86.8	102.6	130.5	148.9	172.4
재고자산	104.1	147.0	187.1	213.5	247.1
비유동자산	453.8	539.7	594.5	692.8	726.4
유형자산	345.1	397.1	452.7	543.8	579.3
무형자산	8.2	7.5	5.3	3.7	2.6
투자자산	26.3	27.4	28.8	37.6	36.8
기타금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**770.2**	**935.4**	**938.3**	**1,008.5**	**1,107.3**
유동부채	551.8	877.2	888.4	965.5	1,072.8
단기차입금	86.4	135.1	130.1	127.1	117.1
매입채무	15.3	23.0	29.2	33.4	38.6
유동성장기부채	42.4	135.3	0.0	0.0	0.0
비유동부채	218.4	58.1	49.9	43.0	34.5
사채	46.8	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	165.3	51.7	41.7	33.7	23.7
기타금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**188.5**	**216.5**	**374.8**	**496.2**	**676.1**
자본금	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1
자본잉여금	59.0	59.0	59.0	59.0	59.0
기타자본	(51.9)	(58.5)	(58.5)	(58.5)	(58.5)
기타포괄이익누계액	4.2	11.8	11.8	11.8	11.8
이익잉여금	173.2	187.7	347.8	537.7	768.8
지배주주지분	**191.7**	**207.2**	**367.3**	**557.1**	**788.2**
비지배주주지분	(3.2)	9.3	7.5	(60.9)	(112.1)
*총차입금	350.2	385.6	238.9	210.3	183.4
*순차입금(순현금)	65.3	160.5	12.7	(39.7)	(223.3)

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	**631.6**	**824.6**	**1,048.9**	**1,197.1**	**1,385.7**
증감률 (%)	11.8	30.6	27.2	14.1	15.8
매출원가	**253.4**	**328.2**	**387.2**	**499.8**	**543.9**
매출총이익	**378.2**	**496.3**	**661.7**	**697.3**	**841.8**
매출총이익률 (%)	59.9	60.2	63.1	58.2	60.7
판매관리비	**280.1**	**353.0**	**437.1**	**508.8**	**571.4**
영업이익	**98.1**	**143.3**	**224.6**	**188.5**	**270.5**
증감률 (%)	128.7	46.1	56.7	(16.1)	43.5
영업이익률 (%)	15.5	17.4	21.4	15.7	19.5
영업외손익	5.0	(108.3)	(8.2)	(23.4)	(26.9)
금융손익	(8.0)	(18.6)	(7.0)	(9.7)	(9.4)
기타영업외손익	14.1	(88.5)	(1.5)	(13.2)	(17.0)
종속 및 관계기업관련손익	(1.2)	(1.2)	0.3	(0.5)	(0.6)
세전계속사업이익	**103.1**	**35.0**	**216.4**	**165.1**	**243.6**
법인세비용	(0.5)	11.6	54.1	39.6	59.7
계속사업이익	103.5	23.4	162.3	125.5	183.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**103.5**	**23.4**	**162.3**	**125.5**	**183.9**
증감률 (%)	흑전	(77.4)	593.3	(22.7)	46.5
순이익률 (%)	16.4	2.8	15.5	10.5	13.3
(지배주주)당기순이익	107.0	25.0	164.1	193.9	235.1
(비지배주주)당기순이익	(3.5)	(1.6)	(1.8)	(68.4)	(51.2)
총포괄이익	103.7	29.0	162.3	125.5	183.9
(지배주주)총포괄이익	107.0	30.7	171.3	132.4	194.1
(비지배주주)총포괄이익	(3.4)	(1.6)	(9.0)	(6.9)	(10.2)
EBITDA	**125.2**	**174.4**	**271.2**	**249.0**	**336.1**
증감률 (%)	93.5	39.3	55.5	(8.2)	35.0
EBITDA 이익률 (%)	19.8	21.2	25.9	20.8	24.3

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	**107.0**	**189.6**	**264.9**	**227.9**	**301.4**
당기순이익	103.5	23.4	162.3	125.5	183.9
유형자산상각비	24.7	28.7	44.4	58.9	64.5
무형자산상각비	2.3	2.4	2.2	1.6	1.1
외화환산손실(이익)	9.1	12.1	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(8.7)	(7.2)	(0.3)	0.1	0.2
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	1.2	1.2	(0.3)	0.5	0.6
운전자본변동	(5.2)	6.5	55.4	41.1	49.1
(법인세납부)	(22.6)	(20.7)	(54.1)	(39.6)	(59.7)
기타	2.7	143.2	55.3	39.8	61.7
투자활동으로인한현금흐름	**(56.3)**	**(213.6)**	**(105.7)**	**(161.9)**	**(104.6)**
유형자산의증가(CAPEX)	(57.6)	(49.5)	(100.0)	(150.0)	(100.0)
유형자산의감소	20.7	12.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(1.7)	(2.5)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(1.5)	9.5	(1.1)	(9.3)	0.3
기타	(16.2)	(183.3)	(4.6)	(2.6)	(4.9)
FCF	76.4	22.1	140.0	70.2	190.8
재무활동으로인한현금흐름	**58.0**	**(11.2)**	**(149.9)**	**(32.6)**	**(30.9)**
차입금의 증가(감소)	69.8	1.9	(146.7)	(28.6)	(26.9)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	(8.6)	(3.2)	(4.0)	(4.0)
기타	(11.8)	(4.5)	(0.0)	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	(11.6)	(12.0)	(12.1)
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.3)	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**108.5**	**(35.2)**	**(2.4)**	**21.5**	**153.7**
기초현금	122.6	231.1	196.0	193.6	215.0
기말현금	231.1	196.0	193.6	215.0	368.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

주요 투자지표

12월 결산	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS (당기순이익, 원)	7,247	1,639	11,362	8,784	12,872
EPS (지배순이익, 원)	7,493	1,751	11,487	13,573	16,457
BPS (자본총계, 원)	13,195	15,152	26,233	34,737	47,329
BPS (지배지분, 원)	13,417	14,500	25,707	39,000	55,177
DPS (원)	630	300	300	300	300
PER (당기순이익, 배)	7.0	87.1	12.2	21.4	14.6
PER (지배순이익, 배)	6.8	81.5	12.0	13.9	11.4
PBR (자본총계, 배)	3.9	9.4	5.3	5.4	4.0
PBR (지배지분, 배)	3.8	9.8	5.4	4.8	3.4
EV/EBITDA (배)	6.3	12.7	7.7	11.0	7.4
배당성향 (%)	8.0	12.8	2.4	2.1	1.7
배당수익률 (%)	1.2	0.2	0.2	0.2	0.2
수익성					
EBITTDA 이익률 (%)	19.8	21.2	25.9	20.8	24.3
영업이익률 (%)	15.5	17.4	21.4	15.7	19.5
순이익률 (%)	16.4	2.8	15.5	10.5	13.3
ROA (%)	11.8	2.2	13.2	8.9	11.2
ROE (지배순이익, %)	78.8	12.5	57.1	42.0	34.9
ROIC (%)	48.9	27.4	51.5	37.9	48.5
안정성					
부채비율 (%)	408.6	432.1	250.4	203.2	163.8
순차입금비율 (%)	34.7	74.1	3.4	(8.0)	(33.0)
현금비율 (%)	41.9	22.3	21.8	22.3	34.4
이자보상배율 (배)	10.6	13.7	25.2	29.4	48.2
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(4.4)	(6.9)	(10.1)	(9.6)	(9.7)
재고자산회수기간 (일)	60.2	55.6	58.1	61.1	60.7
매출채권회수기간 (일)	51.1	41.9	40.6	42.6	42.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권



레이

Bloomberg Code (228670 KS) | Reuters Code (228670.KQ)

글로벌 디지털 덴티스트리 개척자

[혁신성장]

황성환 책임연구원
☎ 02-3772-3499
✉ hsh0628@shinhan.com

Not Rated	현재주가 (2 월 17 일)	목표주가	상승여력
-	27,700 원	-	-

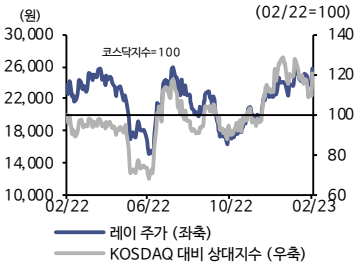
- 중국 덴탈 산업 고도 성장기 수요-공급 불균형
- 디지털 덴탈 종합 솔루션 필요성 대두
- 고부가가치 제품 판매로 영업레버리지 확대 구간 돌입

신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

신한투자증권 기업분석부

시가총액	391.1 십억원
발행주식수	14.1 백만주
유동주식수	9.2 백만주(65.1%)
52 주 최고가/최저가	25,800 원/15,100 원
일평균 거래량 (60 일)	137,354 주
일평균 거래액 (60 일)	3,229 백만원
외국인 지분율	8.79%
주요주주	
레이홀딩스 외 7 인	32.00%
미래에셋자산운용	6.26%
절대수익률	
3 개월	23.6%
6 개월	14.8%
12 개월	14.0%
KOSDAQ 대비 상대수익률	
3 개월	20.3%
6 개월	24.7%
12 개월	25.1%

주가



국내 디지털 덴티스트리 장인

레이는 2004년 설립된 디지털 덴탈 솔루션 기업이다. 2008년 CBCT 상용화 제품을 출시했고, 2015년 삼성전자로부터 스핀오프(Spin off)하며 치과용 영상진단장비 사업에 집중했다. 주요 사업은 치과용 디지털 진단시스템과 디지털 치료솔루션 2가지 사업으로 구분된다. 디지털 진단시스템은 치과용CT 기반 진단 장비를 위주로 하며, 디지털 치료솔루션은 CT기반 3차원 스캔, CAD, 3D프린팅 토탈 솔루션을 중점으로 한다. 2023년 매출액 비중은 디지털 진단시스템 29.1%, 디지털 치료솔루션 70.9%를 예상한다.

1) 중국 시장 성장기 수혜, 2) 종합 솔루션 기업으로 변신

2023년 중국 비중은 약 33.1%를 추정한다. 중국은 글로벌 임플란트, 교정 산업이 가장 빠르게 성장하는 국가이다. 레이는 CICC(중국국제금융공사)와 JV를 맺고 Ray China를 설립했다. Ray China는 궁극적으로 중국 내 네트워크 병원 및 유통기업들을 설립 및 인수 후 레이의 장비 및 소재를 공급하는 수직계열화된 종합덴탈솔루션 사업을 목적으로 하고있다. 국내 덴탈 업체 중 변화하는 중국 시장에 대한 사업준비는 가장 발빠르게 진행하고 있다.

다양한 지분투자와 인수합병을 통해 구강스캐너, 임플란트, 투명교정 솔루션 등 디지털덴탈 이미지 장비부터 치료, 소재까지 모든 밸류체인 구성을 완료했다. 또한 전방 시장 확대에 따라 신규 공장으로 이전하며 연간 최대 약 2,400억 매출액 CAPA를 확보했다. 치료솔루션 장비는 고부가가치 장비로 일반 진단 장비 대비 GPM이 높아 매출액 성장과 더불어 영업레버리지 효과가 두드러질 것으로 판단한다.

2023년 매출액 1,626억원, 영업이익 312억원 전망

2023년 매출액 1,626억원(+26.1% YoY), 영업이익 312억원(+92.7% YoY)을 추정한다. 주요 포인트는 1) 2022년 하반기부터 레이페이스 및 임플란트 신사업 본격화, 2) 구강스캐너 업그레이드 장비 출시, 3) 2023년 중국 사업 고도화로 본격적인 고속성장이 시작되는 원년이 될 예정이다. 늦어도 2024년 1분기 중국 현지 공장 준공에 따라 2024년 예상실적 추가 상향이 가능할 전망이다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2020	55.2	4.6	7.9	594	4,907	44.9	37.7	5.4	12.9	(25.6)
2021	90.3	3.4	(0.0)	(1)	6,981	-	39.6	4.1	(0.0)	(19.2)
2022F	129.0	16.3	7.4	511	7,409	46.7	13.1	3.2	7.1	38.4
2023F	162.6	31.2	24.0	1,645	9,043	15.6	9.4	2.8	20.0	19.7
2024F	206.2	43.0	32.9	2,249	11,292	11.4	7.1	2.3	22.1	3.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

I. 기업 개요

국내 디지털 덴티스트리 성장 잠재력 1등

디지털 덴티스트리 선구자

글로벌 주요 저널에서 Micro-CT 관련 논문으로 최우수 논문으로 선정됐을 만큼 해당 분야 기술 전문가인 이상철 대표를 주축으로 2004년 설립된 디지털 덴탈 솔루션 기업이다. 2008년 CBCT 상용화 제품을 출시했고, 2010년 삼성전자에서 의료기기 사업을 시작하며 삼성전자 자회사 SVIC의 지분양수를 통해 삼성전자 자회사로 편입됐다. 2015년 삼성전자로부터 스핀오프(Spin off)하며 치과용 영상진단장비 사업에 집중했고, 2017년 기존 진단 영역에서 치료 영역으로 사업을 확대하며 진단에서 치료로 이루어지는 토탈 솔루션을 구축했다.

치과용 디지털 진단시스템과 디지털 치료솔루션 2가지 사업으로 구분된다. 디지털 진단시스템은 치과용CT 기반 진단 장비를 위주로 하고, 디지털 치료솔루션은 CT기반 3차원 스캔, CAD, 3D프린팅 토탈 솔루션을 중점으로 한다. 2023년 매출액 비중은 디지털 진단시스템 29.1%, 디지털 치료솔루션 70.9%를 예상한다.

레이 연혁

일시	내용
2015	삼성전자 자회사에서 분리(Spin-off)
2016	일본, 호주, 멕시코 법인 설립
2017	유럽 법인 설립
2020	RAYFace 출시
2021	레이덴트 지분 취득으로 종속회사로 편입
2022	중국 법인 설립

자료: 회사 자료, 신한투자증권

레이 주요 제품

사업부	품목	솔루션 설명	매출 비중
디지털 진단시스템	2D(Pano, Ceph Kit), 3D (CT) 등	1.구강외촬영장치: CBCT, Panorama X-ray, Cephalometric X-ray 2.구강내촬영장치: Digital X-ray Sensors	29.1%
디지털 치료솔루션	디지털 치료 솔루션 및 3D 프린터 솔루션	1. 3차원 스캔 솔루션 2.CAD(컴퓨터 디자인 제작) 작업 3. 3D Printing	70.9%

자료: 회사 자료, 신한투자증권

Ⅱ. 투자포인트

1) 중국 임플란트, 교정 수요 증가 수혜

중국 DSO 업체로 변신

Ray China 중심으로 중국 덴탈 산업 초고도 성장기 정복 준비 완료

2023년 중국 비중은 약 33.1%를 추정한다. 현재 매출액에서 가장 높은 비중을 차지하며, 향후 성장성을 감안하였을 때 가장 집중해야 하는 시장이기도 하다. 중국 임플란트 식립 개수는 2012년 18.3만개에서 2021년 약 500만개로 대폭 증가했고, 투명교정 시술은 2015년 3.5만건에서 2021년 약 45만건으로 10배 이상 증가했다. 인구구조, 정부정책 등으로 중국 고부가가치 덴탈 시장은 초고속 성장기를 맞이하고 있다. 한편, 공급 부문에서 자본시장을 중심으로 한 표준화된 서비스를 공급하는 프랜차이즈형 치과병원이 공급되고 있어 장비를 패키지 형태로 판매하는 디지털덴탈 토탈 솔루션 공급이 중요해졌다.

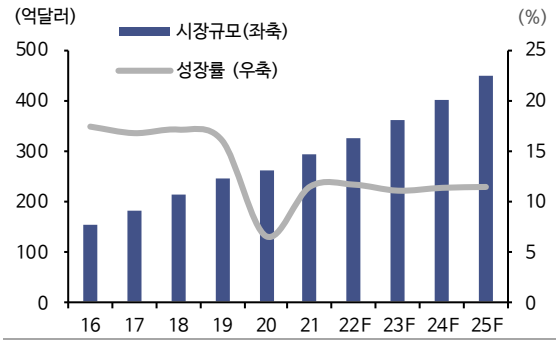
Ray China는 CICC(중국국제금융공사)와 레이가 설립한 JV다. 레이는 CICC와의 자금 조달을 통해 긍극적으로 중국 내 네트워크 병원 및 유통기업들을 설립 및 인수 후 레이의 장비 및 소재를 공급하는 수직계열화된 종합덴탈솔루션 사업을 목적으로 하고있다. 2022년 10월 어센트캐피탈(CICC)로부터 54억원(지분율 15%) 투자를 받았다. 향후 2027년까지 레이 지분율은 50%대로 낮아지며 추가적인 밸류업과 자금 조달로 중국내 사업을 확장할 계획이다. 조달 자금으로는 늦어도 2024년 초까지 중국 공장 증설 완료와 병원 인수 등으로 중국에서 종합적인 치과 서비스 DSO(Dental Service Oraganization)을 구축할 예정이다.

2022.10.13 Ray China 유상증자 결정

종속회사	Ray China
제3자배정 대상자	Ascent Capital Management
자금조달 금액	54억원
목적	사업확장 및 중국 공장 착공을 위한 자금조달
비고	2027년까지 추가 조달을 통해 병원 인수 등 사업 확대. 향후 지분율 50%(현재 85%)대로 낮아지며 중국 IPO 계획

자료: 신한투자증권

중국 치과의료서비스 시장 규모 및 추이



자료: 신한투자증권

준비된 구강스캐너

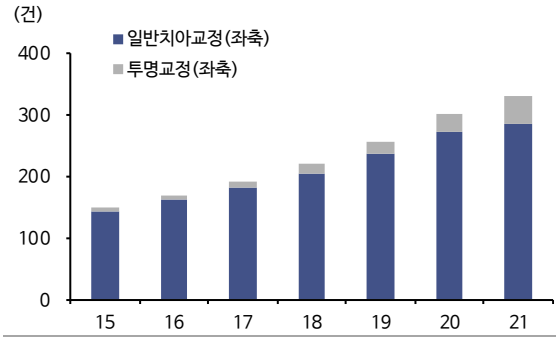
중국 교정VBP가 불러오는 기대감

치아교정 소모품 VBP가 시행된 만큼 현재 중국의 투명교정 시장은 P 인하에 따른 폭발적인 Q 증가가 이루어지는 초입 구간이다. 특히나 디지털 솔루션 장비 도입으로 간단한 치열 교정은 투명교정으로 가능해졌다. VBP를 통해 투명교정 치료 가격은 점차 하향 안정화가 예상되며, 소비자들의 접근성이 높아진 만큼 기업형 치과병원에서는 투명교정 도입에 대한 매력도는 높아진다.

중국 치아교정 시장은 임플란트 시장보다 더욱 의사 부족 문제가 심각한 분야다. 교정VBP로 인해 낮아진 치아교정 서비스 가격은 일반 소비자들의 문턱을 크게 낮춘다. 이로 인해 잠재 교정 수요 급증이 예상되지만 의사수 부족으로 이를 보완해줄 구강스캐너 수요가 폭증할 것으로 예상한다.

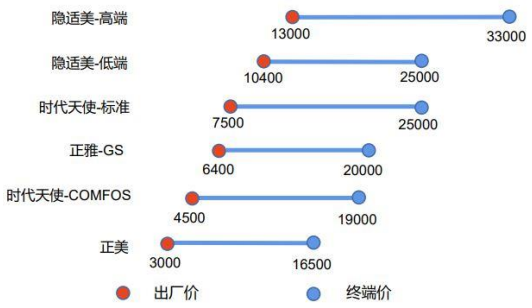
레이는 2021년 DDS를 인수하며 3D구강스캐너 라인업을 확보했다. 2009년 설립된 DDS는 디지털덴탈에 필수인 구강스캐너, CAD/CAM 소프트웨어, 밀링머신에 대한 자체 생산기술을 보유하고 있다. 모회사 레이와의 집중적인 연구개발로 빠르게 구강스캐너 성능 개선이 이루어지고 있는 것으로 추정된다. 후발주자이지만 높은 가성비와 모회사 영업력으로 교정VBP에 따른 큰 폭의 수혜를 예상한다.

2015~2021년 중국 치아교정 시술 건수



자료: 업계 자료, 신한투자증권

주요 업체 출고가 vs 소비자가격



자료: 업계 자료, 신한투자증권

DDS 구강스캐너



자료: 업계 자료, 신한투자증권

DDS 밀링머신



자료: 업계 자료, 신한투자증권

2) 제품 포트폴리오 확장, 토탈 솔루션 제공

디지털 덴텔 공급자 역할 부각

디지털덴탈 종합 솔루션 기업으로 변신

레이는 디지털 덴탈용 장비부터 소모품까지 제품포트폴리오 확대를 통해 디지털 덴탈 종합 솔루션 사업 모델을 구축했다. 단일 CBCT 장비만 공급하는 장비 업체와 달리 덴탈 산업에서 필요한 진단에서 치료까지 토탈 패키지 판매가 가능하다. 이러한 패키지 판매는 새로운 병원 구축에서 매우 중요한 요소가 된다. 특히 중국은 중국은 민간 자본시장에서 프랜차이즈형 치과병원을 설립하고 있다. 신규 병원 설립시 장비 구입비용이 전체 설립비용에서 50%를 차지하기 때문에 패키지 장비를 가성비 좋게 공급하는 것은 중요한 경쟁력이 된다.

다양한 지분투자와 인수합병을 통해 구강스캐너, 임플란트, 투명교정솔루션 등 디지털덴탈 이미지 장비부터 치료, 소재까지 모든 밸류체인 구성을 완료했다. 특히, 2022년 6월 상용화 한 레이페이스 성장세를 주목할 필요가 있다. CBCT와 구강스캐너 데이터를 취득한 안면데이터와 통합하여 덴탈아바타를 생성한 최초의 장비로 구강스캐너, CBCT와 함께 동반 성장이 기대된다.

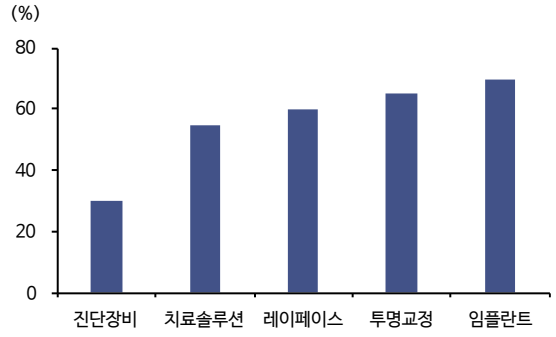
2023년 3월 14~18일 코로나19 이후 독일에서 글로벌 최대 규모 국제 치과기자재 전시회(IDS)가 열린다. 레이페이스를 중심으로 최근 업그레이드 리뉴얼 버전의 구강스캐너와 함께 다양한 패키지 딜이 이루어질 것으로 예상된다. 전방 시장 확대에 따라 신규 공장으로 이전하며 연간 최대 약 2,400억 매출액 CAPA를 확보했다. 치료솔루션 장비는 고부가가치 장비로 일반 진단 장비 대비 GPM이 높아 매출액 성장과 더불어 영업레버리지 효과가 두드러질 것으로 판단한다.

레이, 라이프코어 M&A 및 지분투자 현황

일시	기업명	개요	비고
2021년	DDS	구강스캐너, CAD/CAM 시스템	인수합병
2021년	그래피	의료용 3D프린터 소재, 3D프린터	지분투자
2021년	레이덴트	치과 기자재 유통	지분투자
2021년	원데이바이오텍	임플란트	지분투자

자료: 회사 자료, 신한투자증권

레이 제품별 GPM 비교



자료: 회사 자료, 신한투자증권

Ⅲ. 실적 추정

2023년 매출액 1,626억원, 영업이익 312억원 추정

2023년 고속성장 원년

2024년 중국 공장 증설로 새로운 국면 진입 전망

2023년 매출액 1,626억원(+26.1% YoY), 영업이익 312억원(+92.7% YoY)을 추정한다. 주요 포인트는 1) 2022년 하반기부터 레이페이스 및 임플란트 신사업 본격화, 2) 구강스캐너 업그레이드 장비 출시, 3) 2023년 중국 사업 고도화로 본격적인 고속성장이 시작되는 원년이 될 예정이다. 늦어도 2024년 1분기 중국 현지 공장 준공에 따라 2024년 예상실적의 추가 상향이 가능할 전망이다.

레이 연간 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	**73.1**	**55.2**	**90.3**	**129.0**	**162.6**	**206.2**
(% YoY)	*41.9*	*(24.5)*	*63.6*	*42.8*	*26.1*	*26.8*
디지털진단시스템	35.5	19.0	36.1	44.2	474	52.1
디지털치료솔루션	36.0	35.3	54.2	84.7	115.3	154.0
영업이익	**9.7**	**4.6**	**3.4**	**16.2**	**31.2**	**43.0**
영업이익률	*13.3*	*8.3*	*3.7*	*12.6*	*19.2*	*20.8*
지배주주 순이익	**11.6**	**7.9**	**(0.0)**	**7.3**	**24.0**	**32.9**
순이익률	*15.8*	*14.3*	*(0.0)*	*5.6*	*14.8*	*16.0*

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

레이 지역별 매출 추이 전망

(십억원, %)	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	**73.1**	**55.2**	**90.3**	**129.0**	**162.6**	**206.2**
(% YoY)	*41.9*	*(24.5)*	*63.6*	*42.8*	*26.1*	*26.8*
미국	16.6	10.8	20.4	27.6	32.2	39.5
유럽	7.4	4.1	7.5	11.8	13.8	18.2
중국	24.8	20.4	27.2	36.8	53.7	76.2
국내	4.3	2.5	10.5	22.1	28.3	32.8
기타	20.0	17.4	24.7	30.7	34.5	39.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
자산총계	**89.2**	**177.3**	**212.6**	**244.6**	**287.9**
유동자산	63.6	118.1	97.2	130.4	173.1
현금및현금성자산	14.9	31.5	21.7	38.3	59.6
매출채권	13.7	24.6	34.5	43.5	55.1
재고자산	17.3	11.6	23.1	29.2	37.0
비유동자산	25.6	59.2	115.4	114.2	114.8
유형자산	8.6	28.6	56.5	56.0	55.5
무형자산	5.1	5.8	24.8	20.5	17.0
투자자산	10.4	16.7	26.0	29.6	34.3
기타금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**23.9**	**73.9**	**101.8**	**109.3**	**119.0**
유동부채	17.8	20.6	31.0	36.8	44.3
단기차입금	8.1	6.9	8.7	8.7	8.7
매입채무	4.0	4.2	8.8	11.0	14.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	6.1	53.3	70.8	72.5	74.7
사채	0.0	29.6	29.6	29.6	29.6
장기차입금(장기금융부채 포함)	0.9	19.1	34.6	34.6	34.6
기타금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**65.3**	**103.4**	**110.8**	**135.3**	**168.9**
자본금	3.3	7.2	7.2	7.2	7.2
자본잉여금	42.1	71.9	71.9	71.9	71.9
기타자본	0.3	1.4	1.4	1.4	1.4
기타포괄이익누계액	(0.1)	0.5	0.5	0.5	0.5
이익잉여금	19.7	19.8	27.2	51.2	84.1
지배주주지분	**65.3**	**100.7**	**108.1**	**132.1**	**165.0**
비지배주주지분	0.0	2.7	2.7	3.2	3.9
*총차입금	11.2	58.8	77.5	78.7	80.2
*순차입금(순현금)	(16.7)	(19.8)	42.5	26.7	6.6

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	**55.2**	**90.3**	**129.0**	**162.6**	**206.2**
증감률 (%)	(24.5)	63.6	42.8	26.0	26.8
매출원가	**28.6**	**58.4**	**65.9**	**82.7**	**104.2**
매출총이익	**26.6**	**32.0**	**63.1**	**79.9**	**102.0**
매출총이익률 (%)	48.2	35.4	48.9	49.1	49.5
판매관리비	**22.0**	**28.6**	**46.8**	**48.7**	**59.0**
영업이익	**4.6**	**3.4**	**16.3**	**31.2**	**43.0**
증감률 (%)	(64.4)	(26.0)	380.4	91.7	37.7
영업이익률 (%)	8.3	3.7	12.6	19.2	20.8
영업외손익	4.3	(6.2)	(5.4)	(0.5)	(1.0)
금융손익	4.0	(3.4)	(3.6)	1.0	1.0
기타영업외손익	0.2	(2.7)	(1.8)	(1.5)	(2.0)
종속 및 관계기업관련손익	0.1	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
세전계속사업이익	**8.9**	**(2.8)**	**10.8**	**30.7**	**41.9**
법인세비용	1.0	(2.8)	3.4	6.1	8.4
계속사업이익	7.9	0.1	7.4	24.5	33.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**7.9**	**0.1**	**7.4**	**24.5**	**33.5**
증감률 (%)	(31.6)	(99.3)	12,825.0	231.7	36.7
순이익률 (%)	14.3	0.1	5.7	15.1	16.3
(지배주주)당기순이익	7.9	(0.0)	7.4	24.0	32.9
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.1	0.0	0.5	0.7
총포괄이익	7.5	0.8	7.4	24.5	33.5
(지배주주)총포괄이익	7.5	0.7	6.7	22.2	30.4
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.1	0.7	2.3	3.1
EBITDA	**9.0**	**9.1**	**28.2**	**41.9**	**52.6**
증감률 (%)	(42.1)	1.6	210.0	48.5	25.5
EBITDA 이익률 (%)	16.2	10.1	21.9	25.8	25.5

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	**2.9**	**11.2**	**10.5**	**30.1**	**35.1**
당기순이익	7.9	0.1	7.4	24.5	33.5
유형자산상각비	3.4	4.7	6.0	5.8	5.5
무형자산상각비	1.0	1.0	5.9	4.9	4.1
외화환산손실(이익)	0.8	(0.9)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.0	(0.0)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(0.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(6.0)	(13.1)	(13.6)	(9.9)	(12.8)
(법인세납부)	(2.0)	(0.2)	(3.4)	(6.1)	(8.4)
기타	(2.1)	19.6	8.5	11.2	13.5
투자활동으로인한현금흐름	**(5.6)**	**(66.1)**	**(73.5)**	**(14.9)**	**(15.7)**
유형자산의증가(CAPEX)	(4.8)	(21.5)	(34.2)	(5.9)	(5.5)
유형자산의감소	0.1	0.8	0.3	0.7	0.5
무형자산의감소(증가)	(2.5)	(1.9)	(24.9)	(0.7)	(0.5)
투자자산의감소(증가)	2.9	(43.7)	(9.3)	(3.6)	(4.7)
기타	(1.3)	0.2	(5.4)	(5.4)	(5.5)
FCF	(2.6)	(16.7)	(26.7)	18.2	23.4
재무활동으로인한현금흐름	**5.8**	**70.8**	**18.6**	**1.2**	**1.5**
차입금의 증가(감소)	7.3	42.3	18.6	1.2	1.5
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(1.5)	28.5	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	34.5	0.3	0.3
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.1)	0.7	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**3.0**	**16.6**	**(9.8)**	**16.7**	**21.2**
기초현금	12.0	14.9	31.5	21.7	38.3
기말현금	14.9	31.5	21.7	38.3	59.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

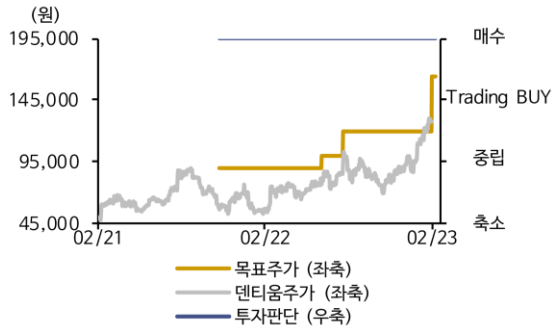
주요 투자지표

12월 결산	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS (당기순이익, 원)	594	4	512	1,678	2,295
EPS (지배순이익, 원)	594	(1)	511	1,645	2,249
BPS (자본총계, 원)	4,907	7,167	7,594	9,262	11,557
BPS (지배지분, 원)	4,907	6,981	7,409	9,043	11,292
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	44.9	6,973.3	46.7	15.3	11.2
PER (지배순이익, 배)	44.9	(31,251.7)	46.7	15.6	11.4
PBR (자본총계, 배)	5.4	4.0	3.1	2.8	2.2
PBR (지배지분, 배)	5.4	4.1	3.2	2.8	2.3
EV/EBITDA (배)	37.7	39.6	13.1	9.4	7.1
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITTDA 이익률 (%)	16.2	10.1	21.9	25.8	25.5
영업이익률 (%)	8.3	3.7	12.6	19.2	20.8
순이익률 (%)	14.3	0.1	5.7	15.1	16.3
ROA (%)	9.5	0.0	3.8	10.7	12.6
ROE (지배순이익, %)	12.9	(0.0)	7.1	20.0	22.1
ROIC (%)	12.5	(7.5)	11.8	19.4	24.9
안정성					
부채비율 (%)	36.6	71.5	91.9	80.8	70.5
순차입금비율 (%)	(25.6)	(19.2)	38.4	19.7	3.9
현금비율 (%)	83.8	153.3	69.9	104.2	134.3
이자보상배율 (배)	19.9	2.6	6.3	10.6	14.4
활동성					
순운전자본회전율 (회)	2.2	3.2	3.5	3.2	3.2
재고자산회수기간 (일)	87.5	58.4	49.1	58.7	58.5
매출채권회수기간 (일)	108.1	77.5	83.6	87.5	87.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자의견 및 목표주가 추이

덴티움 (145720)

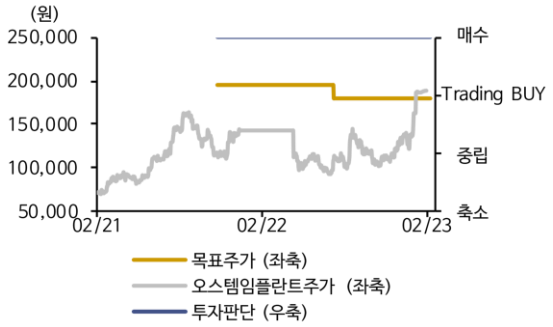


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
2021년 11월 10일	매수	90,000	(27.0)	(13.0)
2022년 05월 11일		6개월경과	(16.8)	(8.8)
2022년 06월 23일	매수	100,000	(17.6)	(12.3)
2022년 08월 09일	매수	120,000	(24.6)	2.2
2023년 02월 10일		6개월경과	7.2	8.8
2023년 02월 20일	매수	165,000	-	-

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

투자의견 및 목표주가 추이

오스템임플란트 (048260)

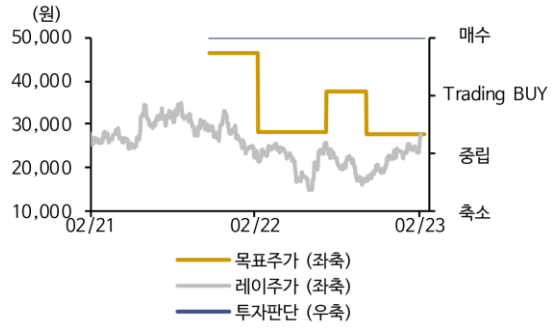


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
2021년 11월 10일	매수	195,300	(30.4)	(26.2)
2022년 05월 11일		6개월경과	(47.0)	(40.9)
2022년 07월 26일	매수	180,800	(33.6)	3.0
2023년 01월 27일		6개월경과	-	-
2023년 02월 20일		커버리지제외		

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

투자의견 및 목표주가 추이

레이 (228670)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
2021년 11월 10일	매수	46,200	(41.1)	(28.6)
2022년 02월 25일	매수	28,300	(23.0)	(8.8)
2022년 07월 25일	매수	37,500	(44.8)	(34.4)
2022년 10월 21일	매수	27,800	-	-
2023년 02월 20일		커버리지제외		

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

산업 용어 해설은 QR코드를 통해 확인하실 수 있습니다.

Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 황성환, 원재희)
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료 공표일 현재 당사는 상기회사 오스템임플란트 의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있습니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 ◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% ◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% ◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 ◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 ◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 2월 17일 기준)

매수 (매수)	95.05%	Trading BUY (중립)	3.18%	중립 (중립)	1.77%	축소 (매도)	0.00%