

| 헬스케어 |

오스템임플란트(048260.KQ)

이빨 빠진 호랑이...? 심으면 그만이야~

세계 임플란트 판매량 1위, 종합 덴탈 기업

오스템 임플란트는 치과용 임플란트를 필두로 치과용 기자재 및 임상교육 사업을 영위하는 종합 덴탈 기업이다. 견고한 직접영업망 및 지속적인 R&D 투자와 사업 확장을 통해 22년 1분기 연결기준 매출액 2,341억원(YoY +36.5%), 영업이익 511억원(YoY +100.5%)으로 분기 사상 최대 실적을 기록했다.

[Investment Points]

Point 1 가시성이 보이는 투자처

2020년 기준 15%였던 OECD 평균 고령인구 비중은 2045년 24%를 넘을 것으로 추정되며 인구의 고령화는 직접적으로 임플란트 수요를 증가시킬 것이다. 또한 인구 고령화와 함께 소득수준 증가와 건강 보험 보장 확대는 임플란트 시장 성장 속도를 가속화시킬 것으로 예측된다. 실제 21년 임플란트 시장 규모는 YoY +8.3% 성장했으며, 2028년까지 연평균 11%가량 늘어날 것으로 전망된다.

Point 2 1위 절대사수

임플란트 산업은 임상데이터 및 인지도면에서 신규 업체의 진입이 어렵고, 기존 제품을 그대로 유지하는 보수적인 특성을 가지고 있어 업계 1위 기업으로서 점유율 유지를 확고히 할 것으로 기대된다. 특히 동사는 치과의사와 개별적으로 접촉하는 직접영업 방식을 고수하고, OIC 연수센터를 통해 자사의 제품을 지속적으로 사용하게끔 유도하면서 해당 시장에서 유리한 위치를 선점했다.

Point 3 두드러라 열릴지니

동사는 매년 매출액의 6% 이상을 R&D에 투자하고 있어 동종업계와 대비해 투자규모가 가장 크다. 적극적인 투자 확대에 따른 제품 라인업 다각화로 타사와 대비해 가격 차별이 가능하고, 독보적인 임플란트 기술력을 보유하고 있다. 또한 프리미엄 브랜드 '하이오센'을 설립해 투트랙 전략을 시도했으며 서구권 및 중국 시장에 성공적으로 진입하였다.

Point 4 매크로 변수? 우린 그런 거 몰라~~~

임플란트의 주 원재료인 티타늄은 항공운송을 통해 수출되어 항만 적체와 물류비 상승에 따른 매크로 이슈 영향과 무관하다. 실제로 2022년 국제 원유가격이 치솟고 인플레이션과 환율 상승의 여파로 원자재 가격이 치솟았지만 티타늄 값은 오히려 하락하여 매크로 변수에 따른 리스크가 미미한 것으로 볼 수 있다.

[Valuation]

오스템 임플란트의 2022년 예상 매출액은 1조 55억 원이다. 동사의 주가 추정 기법으로 PER을 사용하였으며 2022년과 매크로 환경이 유사한 2014년의 PER과 현 시점의 코스피를 반영하여 Target P/E를 추정한 결과,

2022년 **목표주가 253,000원, 상승여력 136.67%**를 제시한다.

투자의견 CONVICTION BUY

목표주가 253,000원

현재주가(05.27) 106,900원

상승여력 136.67%

Stock Data

KOSPI(5/27)	2,638
KOSDAQ	873
시가총액	1조 5,271억원
발행주식수(주)	14,285,717
52주 최고/최저가(원)	140,756/73,939
외국인지분율(%)	30.23%
주요주주(%)	최규옥 외 2인 20.61%
	Lazard Asset Management 8.35%
주가상승률(%)	1개월 -27.68%
	6개월 -13.06%
	12개월 20.14%

Stock Price



Investment Fundamentals (억원, 원 배)				
FYE Dec	2019	2020	2021	2022(E)
매출액	5,650	6,316	8,246	10,553
영업이익	429	981	1,433	1,425
순이익	-220	1,035	234	105,8
EPS	-1,138	7,493	1,751	
PER	N/A	6.81	81.5	
PBR	4.26	3.62	9.38	
OPM	7.59	15.53	17.38	
ROE	-17.24	78.8	12.54	

RFS Team 4

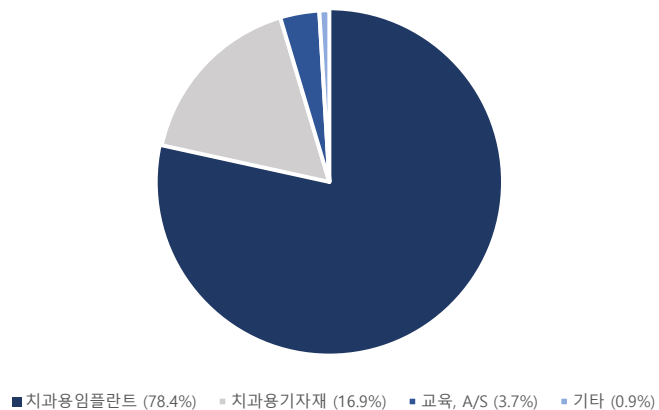
32기 권용수	dydtn307@gmail.com
31기 송성근	tjdrhs306@naver.com
33기 김근아	chamchap@naver.com
34기 김민규	queserasera184@gmail.com
34기 김지현	kjhcoko@naver.com
34기 이지우	our_spring@naver.com

I. 기업개요

임플란트 국내 1위!
이젠
종합 덴탈 기업으로~

동사는 치과용 임플란트의 제조, 판매(78.4%)를 중심으로 치과용 기자재(16.9%)와 임상교육 등(3.7%)을 주요 사업으로 영위하고 있는 국내 1위 임플란트 전문기업이다. 22년 1분기 연결 기준 매출액 2,341억원(YoY +36.5%), 영업이익 511억원(YoY +100.5%)으로, 분기 사상 최대 실적을 기록했다. 동사는 최근 디지털 덴티스트리 흐름에 발맞춰 외형을 크게 확장하면서 중장기적으로 글로벌 1위 종합 덴탈기업으로 성장할 전망이다.

2021년도 사업부문별 매출액 비중



출처 : Dart, RFS Team 4

치과용임플란트

동사는 임플란트 부문에서 22년 1분기 연결기준 매출액 1,925억원을 기록했다. 특히 해외본인의 성장이 크게 두드러졌다. 브랜드 '하이오센(Hiossen)' 중심의 프리미엄 전략의 효과가 가시화되면서, 전년 동기 대비 중국은 1분기 매출 YoY +56%, 미국은 YoY +76% 성장했다. 동사는 지속적인 연구개발 활동과 해외 영업 확대 기조를 이어 밸류와 프리미엄 양 섹터에서의 입지를 더욱 공고히 할 전망이다.

치과용기자재

동사는 임플란트뿐만 아니라 병의원을 대상으로 치과용 영상장비, 유니트체어, 구강스캐너 등 각종 기자재를 공급하고 있다. 동사는 지난해 CBCT T2, 3D 프린터 OneJet DLP, 그리고 유니트체어 K5 등의 신제품을 출시한 바 있으며, 22년 1분기 연결기준 부문 매출액 327억원을 기록했다. 이어 최근 CAD SW, 구강스캐너, 밀링머신과 3D 프린터 업데이트 버전 등의 신제품을 출시할 예정이라고 밝히며, 디지털 덴티스트리 라인업을 지속 출시하여 치과 토탈 솔루션을 구축할 전망이다.

교육, A/S

동사는 국내 임플란트 기업 최초로 임플란트 전문 임상교육 기관 OIC를 설립한 이래로, 세계 치과의료계의 임상지식과 진료수준 향상에 기여해왔다. 22년 1분기 매출은 68억 9,000만원을 기록했으며, 지난해 12월까지 전세계 누적 총 10만 825여명의 치과의사가 동사의 교육을 수

렸다고 밝혔다. 현업에서는 교육 과정에서 사용하여 익숙한 재료를 지속적으로 사용하는 경향이 있는데, 이에 따라 동사는 OIC 교육을 통해 임플란트 시술 능력을 갖춘 치과의를 양성하고 자사 제품에 대한 영업망을 확보하여 시장점유율을 더욱 공고히 할 전망이다.

II. 산업분석

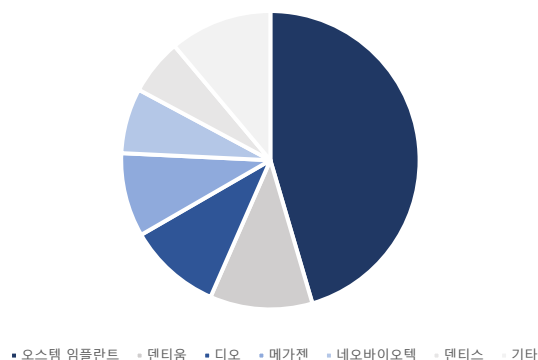
1. 산업 개요

21년 **국내 치과용 임플란트 시장** 규모는 약 3,900억원으로 YoY +8.3% 성장했다. 국내 치과사의 80% 이상이 임플란트 시술 역량을 갖추고 있어 성숙기에 진입하였으나, 인구 고령화와 건강보험 확대를 통한 구조적인 성장이 지속될 것으로 기대된다.

견고한 과점구도

국내 시장은 오스템임플란트, 덴티움, 디오, 네오바이오텍, 메가젠임플란트의 상위 5개 업체가 약 90%를 점유하고 있는 과점 구도가 형성되어 있다. 치과용 임플란트 산업은 1) 고도의 표면처리 기술과 정밀가공 기술이 요구되는 기술집약적 산업이며, 2) 인지도를 바탕으로 한 안정성에 대한 보장이 핵심이고, 3) 규모의 경제로 인해 상위 업체가 가격 경쟁력에서도 앞서 가기 때문에 신규 플레이어의 시장 진입이 어려운 산업이다. 실제로 2000년대 중반에 1,000 여개에 달했던 생산 업체 수는 40개 이하로 감소했으며 이러한 진입장벽을 바탕으로 국내 시장의 과점 구도는 향후에도 지속될 것으로 전망된다.

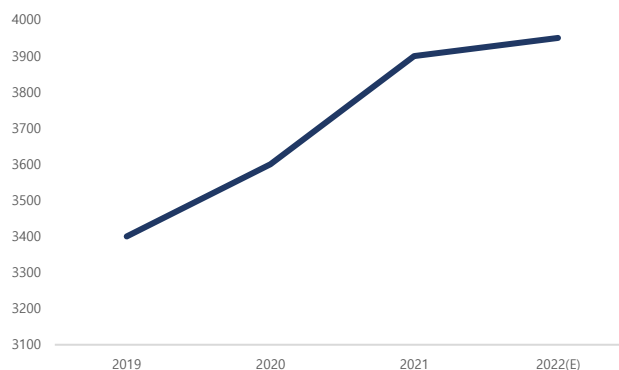
21년 국내 임플란트 시장 점유율



출처 : Dart, RFS Team 4

국내 임플란트 시장 규모

(단위 : 억원)



출처 : Dart, RFS Team 4

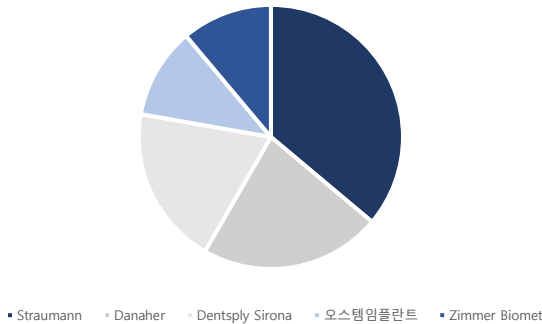
프리미엄 섹터
중심 과점구도와
밸류 섹터 성장

20년 **글로벌 치과용 임플란트 시장** 규모는 약 44억 달러로, 코로나 19 확산에 따른 치과 진료 제한으로 인해 YoY -12.5% 감소했다. 하지만 21년에는 진료 제한 해제 추이에 따라 코로나 이연수요에 의해 치과업체들의 실적이 크게 개선되었다. 22년 이후 이연수요 효과는 사라질 것이나, 인구 고령화, 신흥국 소득 상승, 에스테틱 덴티스트리, 디지털 덴티스트리 및 DSO 확산 등 성장요인들이 지속됨에 따라 동시장의 중장기적 성장이 이어질 것으로 기대된다.

글로벌 시장은 Straumann, Danaher, Dentsply Sirona, 오스템 임플란트, Zimmer Biomet의 상위 5개사가 프리미엄 섹터를 기반으로 약 70%를 점유하고 있는 과점 구도가 형성되어 있다. 하지만 프리미엄 섹터의 외형 성장이 둔화되고 있으며, 후발 주자들의 품질 향상과 디지털 덴티스트리 및 DSO의 성장에 따라 가격 경쟁력이 핵심 요인으로 떠오르면서 중저가 시장인 밸류 섹터의 비중이 증가하고 있다.

21년 글로벌 임플란트 시장 점유율

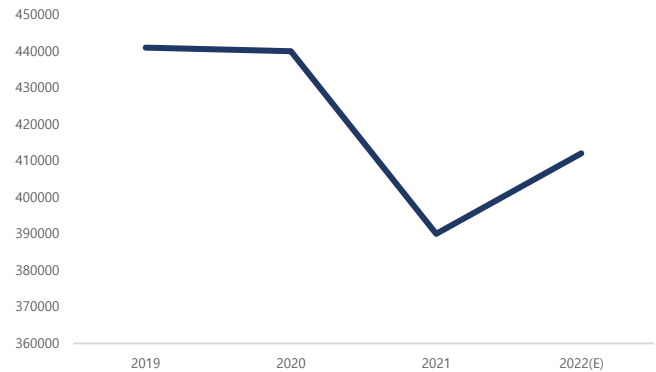
(단위 : %)



출처 : Dart, RFS Team 4

글로벌 임플란트 시장 규모

(단위 : 만달러)



출처 : Dart, RFS Team 4

2. 산업 트렌드

2-(1). 디지털 덴티스트리와 DSO

디지털 덴티스트리는 치과 진료 워크플로우를 진단장비와 소프트웨어를 통해 디지털화 해 신속하고 정확한 치료를 가능하게 하는 기술집약적 치과진료 방식이다. 디지털 덴티스트리의 도입은 1) 일정 수준 이상의 시술 가능 의사 수 증가, 2) 지리적 제약 해소, 3) DSO와의 시너지 효과를 통해 치과산업의 혁신을 이끌고 있다.

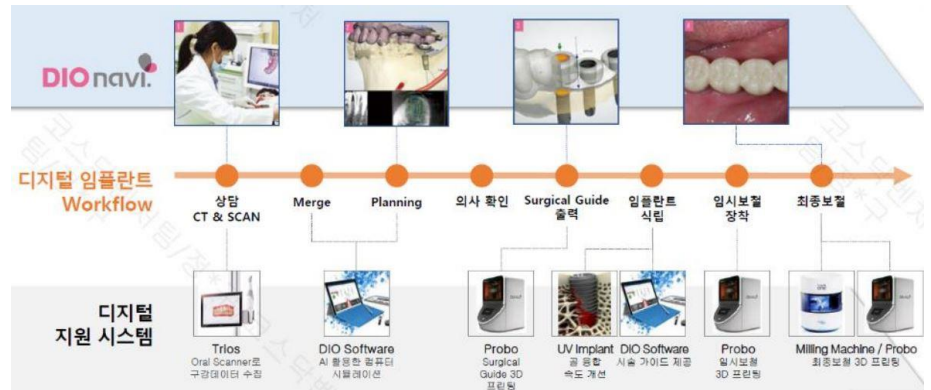
고난도 시술 가능
의사 수 증가

먼저, 디지털 덴티스트리는 일정 수준 이상의 시술 가능 의사 수를 증가시킨다. 숙련된 치과 의사 부족은 신흥시장에서의 치과 의료 서비스 보급 확대에 걸림돌로 작용해왔다. 대표적인 신흥시장인 중국의 경우 1만명당 일반 치과 의사 1.9명으로, WHO 권고사항인 2명에 미치지 못하며, 미국의 4.78명, 한국의 5.0명에 비해 크게 부족하다. 다른 신흥시장에서도 치과 치료 수요에 비해 공급은 턱없이 부족한 상황이다. 이는 디지털 덴티스트리 도입 이전에 임플란트, 보철, 교정치료 등 고난도 시술에서 의사 개인 역량이 중요했고 시술이 가능해질 때까지 평균 10년 이상의 긴 숙련 기간이 필요했기 때문이다. 이에 따라 전체 치과 의사 중 20% 미만의 임플란트 및 교정 전문의만 해당 시술이 가능한 상황이다. **반면 디지털 덴티스트리 도입 시 이러한 숙련기간이 크게 줄어든다.** 진료 워크플로우의 상당 부분이 자동화되고, 의사의 숙련도가 부족하더라도 환자의 데이터를 온라인 상으로 송부하여 기업 내 전문가가 환자에게 적합한 가이드와 장치를 보낼 수 있기 때문이다. 이에 따라 교정 전문의가 아닌 나머지 80%의 일반 치과 의사도 고난도 시술이 가능해져 치과 의사 공급수가 급증하고 임플란트, 교정치료 등 고가 시술의 가격 접근성이 용이해질 것으로 전망된다.

지리적 제약 해소를
통한 영업 효율화

또한, 디지털 덴티스트리는 지리적 제약 해소를 통한 영업효율화를 가져온다. 기존에는 진료를 하는 치과와 보철물을 제작하는 치기공소간의 물리적인 배송이 필수적이었다. 치과에서 진료를 통해 석고모델을 만들어 치기공소에 보내면, 치기공소에서 최종 보철물을 제작해 다시 치과에 보내는 식이다. 하지만 디지털 덴티스트리를 도입하면 물류와 환자 방문 수를 획기적으로 간소화할 수 있다. 치과는 석고모델 대신 구강스캐너를 통해 디지털 파일을 보내고, 기공소는 이를 받아 보철물 디자인을 디지털 형식으로 치과에 보내며, 치과는 이를 받아 원내 3D프린터로 보철물을 제작할 수 있다. 이와 같이 워크플로우가 모두 온라인으로 이뤄지기 때문에 치과는 치기공소와의 물리적 거리에 관계없이 기술력과 가격 경쟁력에 따라 기공소를 선택할 수 있다. 따라서 치과의 비용 효율화가 이뤄져 환자들의 가격접근성이 높아지고, 이는 최근 신흥국 내 밸류 섹터 성장에 기여할 것으로 기대된다.

디지털 덴티스트리 워크플로우



출처 : 디오, RFS Team 4

디지털 + DSO
= 비용 절감 2배

또한, 디지털 덴티스트리와 DSO의 시너지 효과에 주목할 필요가 있다. DSO는 기업형 네트워크 치과병원으로, 치과병원의 프랜차이즈화를 통한 규모의 경제로 비용 효율화를 이뤄내는 것이 특징이다. 프랜차이즈 병원인 DSO의 핵심은 일정한 서비스를 최대 다수의 고객들에게 안정적으로 제공하는 것이다. 이 때 숙련 전문의 공급에 한계가 있으므로 이를 위해서는 일반의들도 쉽게 접근할 수 있는 디지털 덴티스트리 워크플로우를 도입하는 것이 필수적이다. 이러한 DSO와 디지털 덴티스트리의 결합은 획기적인 비용 절감을 가능하게 해 고가 시술을 합리적인 가격으로 시장에 공급하여 선진 시장 상류층에 제한되었던 고가 시술을 중저가 시장으로 확대해 치과산업의 신성장동력으로 작용할 것으로 전망된다.

DSO 확대에 따른
밸류 섹터 성장

DSO는 이러한 비용효율화를 바탕으로 25~30%의 높은 영업이익률을 보인다. 하지만 이러한 높은 수익성에도 DSO는 초기 투자 비용이 커서 투자금 회수에 장기간이 소요된다. 초기 투자비용에서 장비 비중이 약 50%로 가장 큰 비중을 차지하기에 장비 구입시의 비용절감이 중요하다. 이에 따라 DSO 확대 추세에서 **치과장비 수요의 중심이 기존 프리미엄 섹터에서 가격경쟁력이 높은 밸류 섹터로 이동**하고 있다. 국내 장비 업체들의 기술력은 글로벌 선도 기업들과 크게 차이 나지 않는 반면, 장비 가격은 50~75% 수준이므로 가격 경쟁력을 바탕으로 DSO의 국내 장비 업체에 대한 선호도가 높을 것으로 기대된다.

2-(2). 에스테틱 덴티스트리

최근 치아의 심미적 기능이 강조됨에 따라 교정과 임플란트가 '에스테틱 덴티스트리'라 불리며 치과 산업의 성장을 이끌고 있다. 전통적인 덴탈 업체는 치과 장비와 기자재 중심의 비즈니스 모델을 가져 교체주기가 5~10년으로 길고 수익성이 낮았으나, 최근 에스테틱 덴티스트리를 중심으로 하는 기업들의 경우 치료 재료 중심의 비즈니스 모델을 가져 치과 진료 수요에 비례해 매출이 발생해 성장성이 높고, 높은 진료 가격으로 인해 수익성도 높다. 이에 따라 전통 기업들의 사업 전략도 에스테틱 덴티스트리 비중 확대를 지향하도록 변화하고 있다.

고성장하는 에스테틱
덴티스트리,
오피스는 투명교정

에스테틱 덴티스트리에서 가장 주목해야 할 시장은 **투명교정시장**이다. 투명교정은 특수 재질의 투명 강화 플라스틱으로 된 장치를 치아에 끼워 치아를 이동시키는 교정치료방법이다. 투명 교정은 기존 철사 형태의 브라켓 교정 대비 1) 투명하여 심미성이 뛰어나고, 2) 탈착이 가능하고 두께가 얇고 부드러워 편의성이 높고, 3) 장치를 치아에 붙이지 않아 이물감과 부작용이 적은 장점이 있다. Straumann에 따르면, 미국인의 75%가 부정교합을 경험하는데, 이중 60%는 경미하거나 심각하지 않은 상태로, 잠재 교정인구의 3% 이하만이 교정 치료를 받고

있다. 앞서 언급한 강점을 바탕으로 투명교정은 교정치료를 고민하는 60%의 중도층을 교정 시장에 유입시키고 있고, 이에 따라 투명교정시장은 매년 약 20%의 높은 성장률을 보여 2020년 투명교정시장 규모는 2.5조원을 기록했다. 이러한 투명교정시장 성장에 따라 Envista Holdings, Dentsply Sirona 등 기존 브라켓 교정 업체들의 자리를 Align Technology 등 신규 투명교정 업체들이 밀어내고 있으며, 브라켓 교정 업체들도 투명교정시장 진출을 시도하는 등 교정 시장의 중심이 이동하고 있다. 이에 따라 디지털 덴티스트리와 DSO 확대에 의한 시술 가능 의사 수 증가의 수혜도 투명 교정 시장에 집중될 것으로 전망되므로, 투명 교정 시장을 선도하는 업체에 주목할 필요가 있다.

III. INVESTMENT POINTS

투자포인트1. 가시성이 보이는 투자처

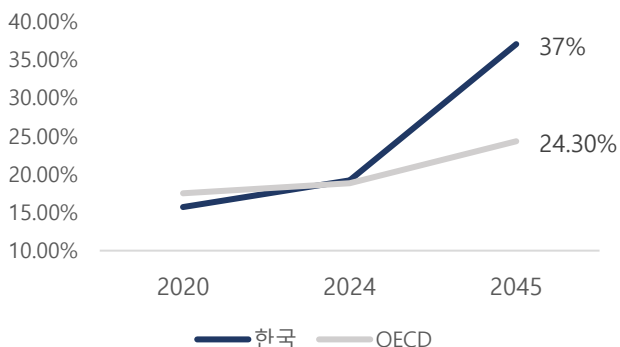
1-(1). 갈수록 임플란트 인구는 많아진다

임플란트 시장은 지속적으로 성장하고 있다. Grand View Research에 따르면 2020년 36억달러 규모인 치과용 임플란트 시장은 2028년까지 연평균 11% 늘어날 것으로 전망된다.

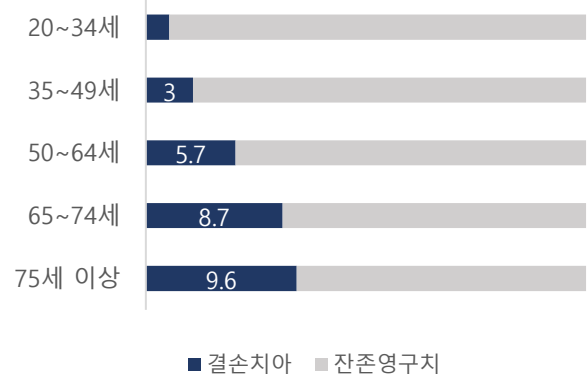
임플란트 시장의 주된 성장 동인은 인구의 고령화이다. OECD 보고서에 따르면, 2020년 기준 약 15%였던 OECD 평균 고령인구 비중은 2045년 24%를 넘을 것으로 추정된다. 치아에는 수명이 있고 인간의 노화는 치아 결손을 동반한다. 미국 국립보건원에 의하면 65세 이상 인구는 평균 8개 이상의 치아가 결손되어 있으며, 이에 따라 고령인구 비중이 늘어나면 임플란트 수요는 증가할 수밖에 없다.

Q의 상승은
예견된 미래

고령인구 비중 전망



연령대별 결손치아 개수



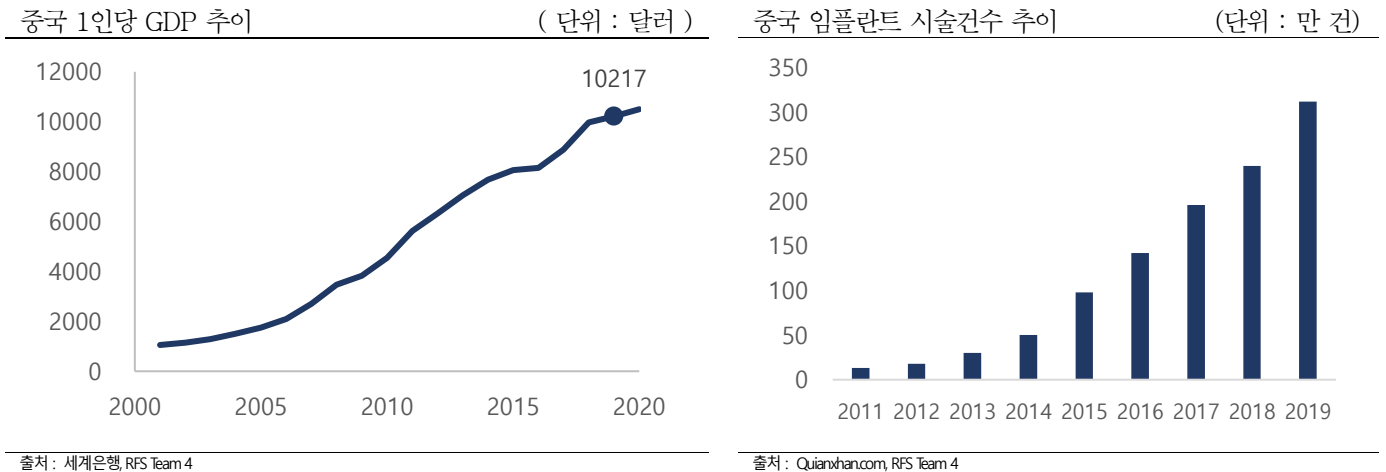
출처: 경제개발협력기구(OECD), RFS Team 4

출처: 미국국립보건원, RFS Team 4

특히 신흥국의 경우, 소득수준 증가와 구강보건인식 확대로 이후 글로벌 임플란트 수요 성장에 크게 기여할 것으로 보인다. 고액의 시술비에 대한 부담은 신흥국의 낮은 임플란트 도입률의 원인이었다. '21세기경제망'에 의하면 중국에서의 임플란트 시술가격은 프리미엄 제품이 7천~2만 위안, 밸류 제품은 5천~8천위안 가량으로, 중국 1인당 평균 국민소득 약 6만 5천 위안에 비해 부담스러운 수준이었다.

그러나 2019년 중국인의 1인당 GDP가 1만달러를 돌파하였고, IMF에 따르면 중국의 1인당 국민소득이 2024년 2만 8천달러, 인도의 경우 1만 2천 달러로 높아질 것으로 전망되면서 상

류층뿐 아니라 임플란트를 고려할 수 있는 중산층의 비중이 두터워질 것으로 예상되고 있다. 뿐만 아니라, 중국(15억명), 인도(12억명)를 포함해 신흥 시장에 소속되는 인구수가 선진 시장보다도 월등히 많기 때문에, 소폭의 도입률 확대도 큰 폭의 성장으로 이어진다. 서유럽과 브라질, 한국을 제외하면 임플란트 시술 비율은 낮은 수준에 머물러 있어 덴탈 산업은 지속적인 성장이 가능할 것으로 전망된다.



1-(2). 선진국, 신흥국을 모두 겨냥한 밸류 임플란트

우리는 중간으로
간다

임플란트 시장에서 가장 큰 비중을 차지하는 지역은 선진국 지역인 미국과 유럽이다. 이는 선진국의 식립률이 신흥국에 비해 더 높기 때문이기도 하지만, 고가의 프리미엄 임플란트의 비중이 높기 때문이기도 하다. 동사는 Straumann, Nobel Biocare 등 인지도 높은 프리미엄 브랜드의 제품보다 저렴하게, 로컬 업체들의 저가 임플란트보다는 약간 고가에 제품을 판매하는 밸류 임플란트의 지위를 가지고 있다. 동사의 밸류 임플란트는 기술의 지속적인 발전으로 실질적인 성능 및 안전성과 가격경쟁력을 동시에 갖추 수 있기 때문에, 선진국에서도 밸류 임플란트의 도입률이 더욱 올라갈 것으로 예상된다.

동사의 밸류 임플란트 전략은 신흥국 시장에서 더 효과적으로 작용한다. 전세계에서 임플란트 시술이 가장 발달한 국가의 제품이라는 브랜드 이미지와 로컬 업체 대비 압도적인 임상 데이터(15년 이상 축적), 프리미엄 브랜드보다 2배 저렴한 가격경쟁력은 신흥국의 덴탈 시장 점유율을 확보할 수 있는 원동력이다. 미국, 유럽 등 선진국 시장에서 높은 가격에 임플란트를 판매하고 있는 글로벌 상위 업체들은 신흥국 시장에서 가격을 탄력적으로 조정하기 어려운 반면, 동사는 밸류 브랜드 전략을 기반으로 중국, 홍콩 싱가포르, 인도, 대만 등 아시아 신흥국에서 시장 점유율 1위를 차지하고 있으며 향후 점유율을 더욱 높여갈 것으로 기대된다.

1-(3). 건보확대 기대감

임플란트,
국가에서 지원해
드립니다

한국의 임플란트 산업은 독특한 지위에 있다. 한국의 임플란트 식립률은 인구 1만명당 600명을 초과하는 비율로 압도적인 1위를 기록하고 있다. 뿐만 아니라 식립 가능 의사 비율도 80%에 육박하는 세계 1위 수준으로, 많은 식립건수를 확보하며 해외 경쟁력 확보에도 기여했다. 이는 일선 치과에서 수익성이 높은 비급여 진료에 집중해왔던 여건과 함께, 건강보험에서 임플란트에 대한 보장을 점차 늘려왔던 영향이 복합적으로 작용해 왔다.

임플란트에 대한 건강보험 보장은 2014년 75세 이상 보험급여가 적용된 이래 2016년에는 65세 이상으로 연령 확대, 2018년에는 본인 부담률 30%로 인하되는 과정을 거쳤다. 이에 더

해 지난 3월, 윤석열 대통령 당선인은 국민건강보험으로 지원받을 수 있는 치아 임플란트 개수를 현행 2개에서 4개로 확대하는 방안을 추진할 것을 공약으로 내세웠다. 이에 따라 국내 임플란트 식립율은 지금보다 증가할 것으로 예상되며, 건강 보험의 적용이 국내 업체에 한해서 이루어지는 만큼 내수시장에서 해외업체에 비해 경쟁력이 강화될 것이다. 특히 동사의 국내 시장점유율은 약 50%를 차지하고 있어, 국내 브랜드 중에서도 가장 큰 수혜를 받을 것으로 전망된다.

투자포인트 2. 1위 절대사수

2-(1). 높은 진입장벽

국내 임플란트
시장 성숙 단계

신규 업체 진입
가능성 ↓

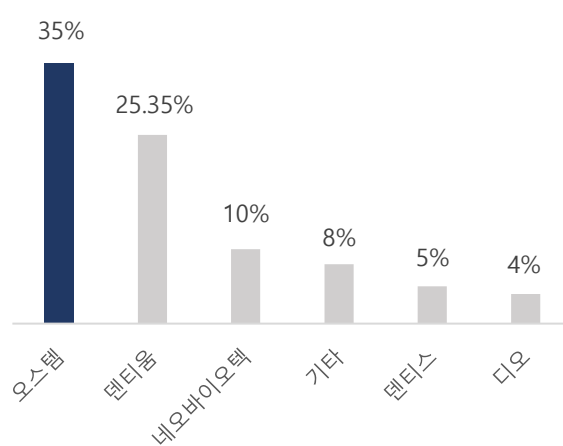
임플란트는 헬스케어 산업 특성 상 신규 업체의 시장 진입이 어렵다. 생명과 연관되어 있기 때문에 10년 이상의 장기간 임상데이터가 필요하며 브랜드 가치가 높은 제품이 선호된다. 이 때문에 최소 3-4년 안에 의미 있는 경쟁사가 등장하기 어려우며, 오스템 임플란트 등 국내 임플란트 기업이 해외 기업과 가격 차이가 큰 이유 또한 보유한 임상 데이터에서 우세하기 때문이다. 임플란트 시장은 기술 진입장벽은 높지 않은 편이나, 임상데이터 및 인지도 면에서 점유율 확대가 어렵기 때문에 신규 업체의 성장보다 기존 업체의 점유율 유지가 보편적이다. 실제로 국내에만 임플란트 제작 업체가 약 100개 안팎이나 이 중 상위 5개 기업이 전체 시장의 약 90% 이상을 차지한다. 특히 2014년부터 임플란트 보험 급여 적용이 진행되어 환자 부담 기준 상위의 제품의 가격과 하위의 제품 가격이 큰 차이를 보이고 있지 않아 품질이 우수하고 브랜드 인지도가 높은 기존 업체로 수요가 집중된 것도 신규 업체 진입 장벽 강화에 한 몫을 했다. 또한 이미 국내 임플란트 시장은 성숙 단계에 진입하여 신규 업체 진입은 더욱 어려워졌다. 특히 한국 시장은 인구 1만명 당 600명 이상이 임플란트를 식립해 압도적인 비율로 1위를 차지하였고 식립 가능 치과 의사 비율도 80%에 달하여 세계 최고 수준이다. 이미 전세계에서 가장 성숙한 임플란트 시장이라는 평을 받고 있어 기존 업체 또한 해외시장으로 눈길을 돌리고 있는 추세이다.

국가별 1만 명당 임플란트 식립 개수

(단위 : 천개/ 개)



국내 치과 의사 임플란트 업체 신뢰도 조사



출처 : Strauman, RFS Team 4

출처 : 덴트포토(2020), RFS Team 4

차별화된
임상 교육 센터

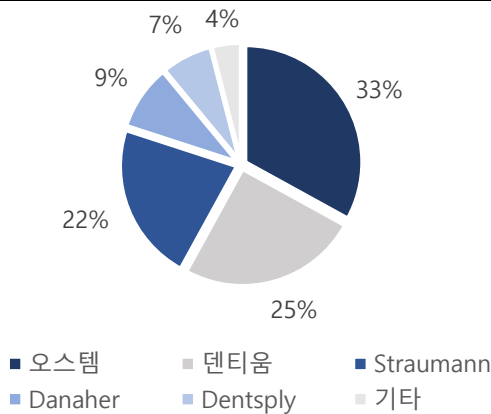
2-(2). 교육의 힘 OIC

동사는 핵심사업분야 중 임상교육센터 (OIC)를 운영하여 성장 원동력을 다지고 있다. 타 경쟁사 또한 교육 사업을 진행하고 있지만 주로 자사의 제품 사용법에 대한 교육이다. 이와 달리 동사는 차별화된 단계별, 코스별 임상 교육 프로그램을 도입하여 치과의사가 실제 임상에서 도움이 될 수 있도록 했다. 2002년 국내에서 시작한 OIC 교육은 현재 전세계 60개가 넘는 강의장으로 확대되었으며 매년 국내 및 해외 시장의 교육 연수생은 증가하고 있다. 이에 2020년까지 1만명 이상의 교육생과 5만 5천명의 해외 임상 교육 이수자를 배출하였고, 이는 동사의 세계 시장에서의 인지도 및 점유율 확대에 기여하였다.

또한 동사는 치과의사와 개별적으로 접촉하는 직접 영업 형태를 취하고 있다. 이에 치과 의사와 관계 구축 후 OIC 연수센터의 임플란트 시술 및 동사의 제품 사용법 등에 대한 교육을 지원함으로써 동사의 제품을 지속적으로 사용하도록 유도하여 해당 시장에서 유리한 위치를 선점하였다. 처음 도입한 임플란트 제품을 그대로 유지하는 보수적인 의사의 특징에 따라 동사의 차별화된 교육 사업의 확대는 매출 확대와 유의미한 상관관계를 보일 것으로 예측된다.

특히 주요 시장인 중국에서 OIC 교육 연수생이 증가하는 양상은 동사의 매출 확대에 긍정적으로 작용할 전망이다. 중국의 100만명 당 배치된 치과의사가 137명에 불과해 유럽과 미국 등 선진국의 500~1500명에 비해 현저히 떨어진다. 임플란트 자격을 갖춘 의사도 치과의사 중 11%만 차지해 임플란트 침투율이 매우 낮아 중국 내 임플란트 임상 교육 투자는 중국 시장 점유율 확대에 필수적이다. 중국 임플란트 수입액이 2021년 1월~5월 기준 전년 동기 대비 142.5%가 증가해 수입 브랜드 강세가 이어질 전망을 보이며 동사는 중국 임플란트 시장 점유율 1위를 차지하고 있어 유의미한 매출 증가를 보일 전망이다.

중국 임플란트 시장 점유율



출처: IFDH, 중국 위생국, RFS Team4

중국 시장 OIC 교육 연수생 및 매출 추이 (단위: 명/ 억원)



출처: 오스템 임플란트 2019 IR, RFS Team 4

투자포인트 3. 두드러라 열릴지니

3-(1). R&D는 우리가 1위!

다년간 누적된
R&D 투자 격차

동사는 동종업계 내 R&D 투자에 가장 공을 들이는 기업이다. 이는 상장 임플란트 회사인 덴티움과 디오 대비 동사가 매년 집행하는 절대적인 R&D 투자규모와 매출액 대비 R&D 투자 비율을 통해 알 수 있다.

국내 임플란트 3사 연도별 R&D 투자금액 비교

(단위: 백만원)

	2017	2018	2019	2020	2021
오스템	26,687(6.7%)	30,069(6.5%)	34,410(6.1%)	37,827(6.0%)	51,850(6.3%)
덴티움	7,538(6.2%)	10,244(7.0%)	8,587(4.1%)	5,647(3.2%)	5,001(2.2%)
디오	3,484(3.69%)	4,969(2.9%)	4,748(5.41%)	4,115(5.34%)	5,157(5.02%)

출처 : Dart, RFS Team 4

다년간 누적된
R&D 투자가
만들어낸 변화
(1)

위 자료에도 알 수 있듯 동사는 매년 꾸준히 매출액의 6% 이상을 R&D에 쏟아붓고 있지만, 경쟁사인 디오와 덴티움은 동사보다 매출액 규모가 훨씬 작음에도 불구하고 매출액 대비 R&D 투자 비중 마저 동사보다 낮다. 눈여겨 봐야 할 점은 국내 내수 시장과 중국 시장에서 동사에 이어 점유율 2위의 자리에 있으며 동사와 가장 치열하게 경쟁하고 있는 덴티움과의 R&D 투자 격차가 2017년 3.55배에서 2021년 10.37배까지 확대되었다는 점이다. 누적된 R&D 투자 금액은 두 기업으로 하여금 서로 다른 길을 걷게 하고 있고 그 투자 격차가 점점 확대되어온 만큼 동사의 미래는 밝을 것이다. 추가로 동사는 기존에 풀 라인업을 갖추고 있음에도 지속적인 연구개발을 이어나가 올해 업데이트 버전의 신제품을 대거 출시하고, 디지털 워크플로우의 완성도를 더욱 공고히 할 계획이다.

국내 임플란트 3사 디지털 덴티스트리 라인업 및 제품 출시일 현황

연도 회사명	CBCT	IOS	CAD/ CAM	밀링머신	3D프린터	Digital 임플란트	투명교정	유니트 체어
오스템	T2 (2021 1H 출시)	TRIOS 4 (With 3 Shape)	O	One Mill 5x (2020 2H)	One Jet DLP (2020 1H)	One Guide	Magic Allgin (2022 1H)	K5 (2021 2H)
덴티움	Bright CT (2021 2H 출시)	X	O	rainbow™Mill for Clinic (2015 2H)	Rainbow Metal Printer (2021 1H)	Dentium Digital Guide	X	Bright Alone (2021 1H)
디오	X	TRIOS 4 (With 3 Shape)	O	CRAFT 5X (2020 1H)	DIO PROBO Z (2021 1H)	DIOnavi.	Orthonavi. Clear Aligner (2020 2H)	X

출처 : Dart, RFS Team 4

최근 국내 임플란트 3사간 발생하고 있는 가장 큰 차이는 P(가격)가 정체된 임플란트 시장에서 인위적으로 ASP의 상승을 이끌어내고 있는 동사의 제품 라인업이다. 임플란트 픽스처(fixture) 가격은 수 년째 정체되어 오고 있으며 향후에도 기술과 생산공정발달에 따른 제조 비용 하락, 국민들의 의료부담 상승에 매우 부정적인 정부, 업계내 치열한 경쟁 등으로 인해 가격 상승을 기대하기 힘든 것이 현실이다. 그러나 동사는 다양한 제품 라인업 출시를 통해 이러한 상황을 극복하고 있다. 동사의 픽스처(fixture)는 표면처리 방식에 따라 SA, CA, BA, SOI

총 4가지로 구성되어 있으며 SOI로 올라갈수록 가격이 더 비싸다. 동사의 주 고객은 개인 치과 의사이기 때문에 구매하는 제품 수량, 비즈니스를 해 온 기간에 따라 계약 조건이 달라 획일적으로 단가를 규정하기란 불가능하지만 일반적으로 최고등급인 SOI가 기본 모델 중 하나인 CA보다 5,000원 가량 비싸게 팔린다. 경쟁사인 덴티움, 디오 모두 여러 종류의 임플란트를 가지고 있음에도 불구하고 오직 동사만이 제품별로 가격차별을 할 수 있고 하고 있다. 이러한 전략이 가능한 이유로는 타사 대비 우월한 마케팅 능력과 영업력, 견고한 시장 지배력 등이 있겠지만 핵심은 기존 제품보다 신(新) 제품을 더 비싸게 팔 수 있는 '근거'가 되는, 수년간 축적되어온 R&D에서 나오는 기술력이다.

오스템 TS임플란트 라인업



출처: Dart, RFS Team 4

다년간 누적된 R&D 투자가 만들어낸 변화
(2)

누적된 R&D 투자 차이는 임플란트를 넘어 치과용 장비, 합성골, 크라운, 기타 기자재 등 모든 사업 전반에 영향을 미치고 있으며 그 격차는 시간이 흐를수록 커질 것이다. 특히 현재 치과 업계 전반을 강타하고 있는 트렌드인 디지털 덴티스트리와 기업형 치과 DSO의 부상으로 인해 기업들은 과거 한 제품만을 전문적으로 생산·판매하던 시대를 뒤로하고 Total Solution Provider로 탈바꿈할 것을 강요받고 있다. Total Solution Provider는 치과 의사들이 제품 구입과 A/S등을 위해 여러 회사와 접촉해야 하는 번거로움을 줄여줄 수 있고, 여러 가지 제품을 패키지 형태로 판매, 가격 경쟁력과 LOCK-IN 효과를 동시에 얻을 수 있기 때문이다. 경쟁사들과의 비교를 통해, 동사가 얼마나 Total Solution Provider로서의 자질을 갖추고 있는지 가늠해 보았다.

국내 임플란트 3사 중 동사만이 디지털덴티스트리 풀 라인업을 구축하고 있으며(구강 스캐너는 자체 제품이 아닌 3Shape 사와의 협업을 통해 해결) 가장 최근 출시한 모델들의 출시일 또한 2년을 넘기지 않고 있다. 또한 동사는 연초 언론과의 인터뷰를 통해 올해 CAD S/W, 스캐너, 밀링머신과 3D 프린터 업데이트 버전 등 각종 신제품들을 대거 출시할 계획이라고 예고했다. 그에 반해 덴티움과 디오는 잠잠하기만 하다. 이는 양 사간의 누적된 R&D 투자 차이로 인해 발생한 결과로 추정되며 동사와 덴티움, 디오 이 세 기업간의 매출액과 영업이익 차이가 현저하게 벌어진 지금, 향후 10년 뒤에 누가 디지털 덴티스트리 패권을 쥐고 있을지는 자명해 보인다.

태생적 한계를
극복한 오스템

3-(2). 성공적인 투트랙 전략

임플란트는 고부가치 산업일 뿐만 아니라 몸에 직접 심는 의료기기이기 때문에 '명성'과 '품질'이 강조되는 산업이다. 때문에 화장품, 자동차 산업과 마찬가지로 제조사도 중요하지만 제조한 '국가' 또한 매우 중요시 여겨진다. 현재 업계에서 3대 명품 임플란트로 평가받고 있는 Strauman(스위스), Astra(스웨덴), Nobel(스웨덴) 모두 소득 수준이 높고 임플란트 역사가 깊은 곳에 본사가 위치하고 있는 것도 그 이유다. 동사는 태생이 한국 기업인 만큼 해외 시장에서도, 프리미엄 시장 진출에 있어서도 서구권 브랜드에 비해 절대적으로 불리하다. 이러한 태생적인 한계를 극복하고자 동사는 2007년 미국 필라델피아주에 '하이오센(Hiossen)'이라는 미국법인을 설립했다. 수 년간 적자를 감내하면서 투자를 지속한 끝에 동사는 하이오센이라는 브랜드를 성공적으로 선진 시장에 안착시키는데 성공했고 중·저가형 브랜드라는 한계 또한 뛰어넘을 수 있었다. 동사의 투트랙 영업전략이 가장 빛을 발하고 있는 시장은 중국시장이다. 중국 시장내에서 하이오센(Hiossen)이라는 브랜드는 미국 브랜드임에도 불구하고 유럽 브랜드에 비해 가격 경쟁력이 뛰어나 많은 중국인들로부터 사랑을 받고 있다. 이를 반증하듯 하이오센의 미국 필라델피아 공장은 주문량 폭주로 인해 21년 공장 가동률 121.4%를 기록했고 밀려오는 수요를 감당하기 위해 생산량 58% 증가를 목표로 증설 중에 있다.

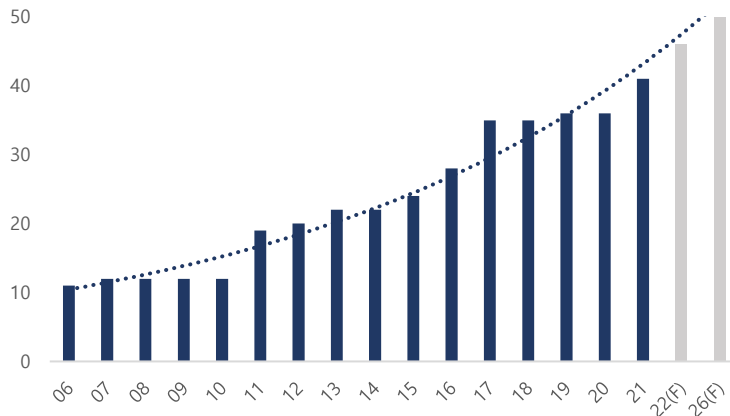
3-(3). 공격적으로 사업 확장에 나서는 오스템

동사는 덴티움의 하이브리드 전략, 디오의 JV전략과는 다르게 100% 직접영업방식을 영위하고 있다.

임플란트 사업에서 직접영업 인력의 중요성은 매우 높다고 할 수 있다. 임플란트는 일반적인 소비재 시장과는 다르게 고객이 최종 소비자가 아닌 치과의사들이다. 따라서 학회 개최, 시술 교육, 지속적인 만남 및 빠른 A/S 등을 통해 치과의사와의 관계를 유지하는 것이 사업의 핵심이다. 때문에 기업별로 속도 차이는 있지만, 국내 임플란트 3사 모두 직접인력을 늘리는 방향으로 나아가고 있다. 동사 또한 설립 이래로 단기 이익보다는 과감한 투자를 통해 직접영업을 고수해 오고 있는 만큼, 향후 매출 본격화에 따른 영업 레버리지 감안 시 경쟁사 대비 밸류에이션 프리미엄을 받는 것은 합당하다.

한편 공격적인 해외 법인 확대를 통한 외형 성장에도 주목할 필요가 있다. 2006년부터 동사는 연결대상 종속회사를 꾸준히 늘리고 있으며, 올해 스페인과 독립국가연합(CIS)에 해외법인 5개를 추가 설립할 것이라고 밝힌 바 있다. 이러한 공격적인 확장 기조를 계속 이어나가 유럽과 중동, 요르단 및 남아프리카공화국 등 아프리카 국가까지 해외 영토를 확장하고, 2026년 46개국 50개 해외법인 설립을 목표로 삼았다. 한편 우려되는 단기 수익성 저하는 현재 해외 매출에 절대적으로 기여하는 미국법인(2006년 설립)과 중국 법인(2006년 설립), 심천(2012), 터키(2013), 천진(2017), 염성(2018) 법인이 성공적으로 자리잡음에 따라 발생하는 영업 레버리지 효과를 통해 충분히 상쇄 가능할 것으로 전망된다.

오스템임플란트 기간별 연결대상 종속회사 수



출처 : Dart, RFS Team 4

투자포인트 4. 매크로 변수? 우린 그런 거 몰라 ~~~

22년 러시아-우크라이나 전쟁과 중국 상하이시 봉쇄의 여파로 주요 거점이 막히고, 국제 원유 가격까지 치솟으면서 수출 기업들의 물류비 부담이 가중되었다. 여기에 더해 인플레이션과 환율 상승의 여파로 각종 원자재 가격이 잇달아 치솟으면서, 업종을 불문하고 다수 기업의 수익성이 악화되고 있는 실상이다. 하지만 이러한 악재 속에서도 동사는 22년 1분기 영업이익 511억원을 기록하며 분기 사상 최대 영업이익을 달성한 바 있는데, 이는 임플란트 산업과 주 원재료인 티타늄 고유의 특성에 의한다.

항만 적체?
우린 항공 운송!

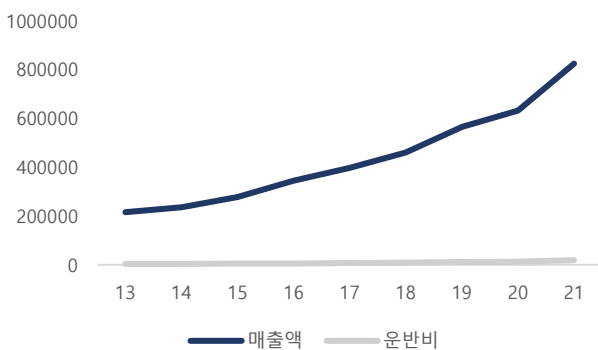
먼저 임플란트는 부피가 작고 값이 비싸 고부가가치 산업에 속하기 때문에 항공운송을 통해 수출된다. 또, 동사는 지난해 46억 5,100만원의 운반비를 지출했는데, 이는 동사의 매출액 추이와 당해 매출 규모를 고려했을 때 미미한 수준에 해당한다. 즉, 동사는 항만 적체와 물류비 상승으로 인한 마진 훼손 우려와 무관하다고 볼 수 있다.

티타늄,
너란 원자재...

동사의 사업보고서에 따르면 부산생산본부에서 매입하는 티타늄 GR5의 매입가는 지난해 119,344원으로 전년 동기 대비 약 3% 하락했다. 타 원자재 값이 잇달아 오르는 상황에서 티타늄 값은 오히려 하락한 점으로 미루어 보아, 동사는 국내 산업계를 강타한 원자재 값 쇼크로 인한 영향 또한 받지 않았음을 알 수 있다.

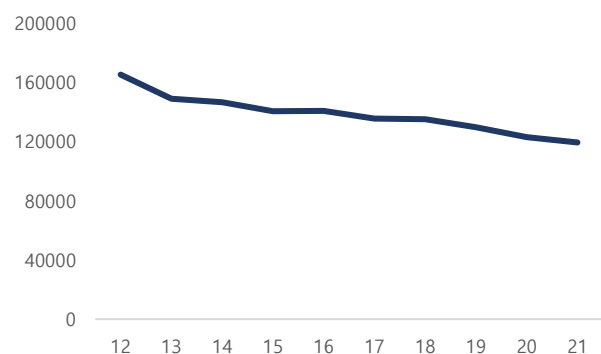
기간별 매출액 & 운반비 추이

(단위: 백만원)



출처 : Dart, RFS Team 4

부산생산본부 티타늄 GR-5/kg 매입액 추이



출처 : Dart, RFS Team 4

IV. 리스크

리스크 1. 끝나지 않는 러-우 전쟁, 러시아 경기침체 우려?

러시아,
너희 언제까지
머리 아프게 할래?

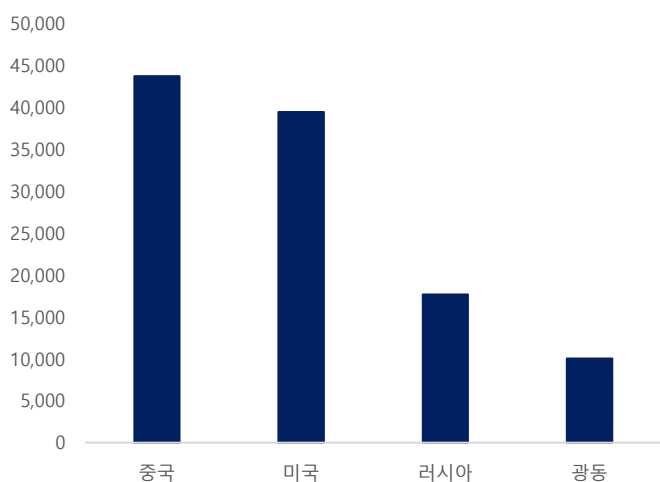
러시아-우크라이나 전쟁 장기화와 러시아에 경제제재가 국제적으로 가해지면서 러시아 경기침체로 인한 국내 의료기기 업체의 타격에 대한 우려가 나오고 있다. 오스템 러시아법인은 21년 기준 552억원의 매출액을 기록, 오스템 해외 법인 중 3번째로 높은 매출액을 기록했으며 러시아향 임플란트 수출 규모도 폭발적으로 증가하고 있어 러시아의 수요 둔화는 동사의 리스크라고 볼 수 있다. 그러나 우리는 러시아 임플란트 수입시장이 서방국가들의 제재에도 불구하고 큰 폭의 부침없이 22년과 23년 견고한 모습을 보일 것이라고 전망한다.

그 첫번째 이유는 과거 유사한 사례와의 비교분석을 통해 답을 찾을 수 있다. 과거 2015년 저유가(배럴 당 50달러 붕괴)와 서방 제재로 인해 러시아 GDP 성장률이 전년 동기 대비 1분기 -2.2%, 2분기 -4.6%를 기록, 연속 마이너스를 기록하면서 경기침체 국면에 진입했을 때에도 러시아 임플란트 수요는 견고했다. 현재 러시아가 처한 상황을 2015년과 비교해 보자면 서방의 제재 수준은 더 강력해졌지만 유가는 고유가(배럴 당 110달러 이상)인 상황이다. 유가 뿐만 아니라 러시아가 수출하는 각종 다른 원자재 가격들도 급등해 있다. 대표적인 자원 수출국인 러시아는 원자재 가격이 고공행진함에 따라 경제체력이 더욱 탄탄해지고 있으며 이를 반증하듯 전쟁 초기 달러 대비 120 루블까지 치솟았던 루블화 환율은 현재 50루블 후 반대를 기록, 4년만에 최고치를 기록하고 있다. 러시아 중앙 은행은 금융 안정성제고와 비정상적인 무역 수지 흑자, 경기부양 등의 이유로 종전 9.5%에서 20%까지 올렸던 기준금리를 11%까지 인하한 상황이며 가까운 시일 내에 추가로 금리를 인하할 것을 시사했다. 따라서 22년도와 23년도 러시아 임플란트 수입시장은 2015년과 2016년에 비해 나빠지지 않을 것이며 오히려 나을 가능성도 존재한다.

전체 러시아 임플란트 수입시장이 견고한 가운데 한국산 임플란트의 선전은 지속될 것으로 예상된다. 2014년 러시아 전체 임플란트 수입 중 23.24%에 불과했던 한국산 임플란트는 성장에 성장을 거듭, 2021년 40%까지 증가하였다. 한국산 임플란트의 품질대비 압도적인 가격경쟁력을 바탕으로 이러한 추세는 지속될 것이며 22년과 23년 각각 시장 점유율 41.5%, 46.99%를 기록할 것으로 전망한다.

2022 1Q 해외 법인매출액

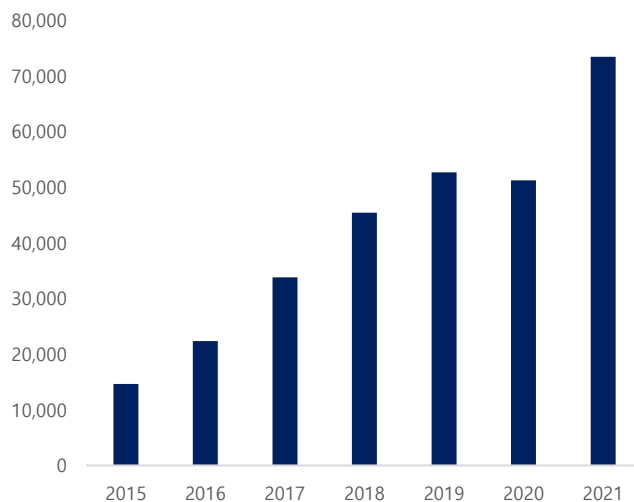
(단위:백만원)



출처 : Dart, RFS Team 4

러시아향 임플란트 수출 규모

(단위: 천달러)



출처 : TRASS, RFS Team 4

중국,
너희도 언제까지
머리 아프게 할래?

리스크 2. 중국의 VBP와 제로 코로나 정책

2022년 전국 양회에서 중국이 치과용 임플란트를 VBP 대상에 포함시킨다는 제안이 발표되어 임플란트 기업들의 간담을 서늘하게 했다. VBP란 중국 의료보험국이 제약사와 협상하여 기존 물건의 가격보다 7-80% 할인된 가격으로 대량구매해 물건이 필요한 병원에 유통시키는 구조의 개념이다. VBP가 동사의 리스크로 작용하는 이유는 임플란트 품목이 VBP가 되면 기존 판매단가보다 7-80%정도 할인된 단가로 중국 시장에 유통하게 되어 실적둔화가 발생할 수 있고 또한 VBP는 중국의 자국업체들이 가격 메리트를 가져 임플란트 시장의 경쟁을 심화시키기 때문이다. VBP 관련 리스크는 중국향 매출 비중이 높은 동사에 위협적이지만 현재까지 나온 이야기로는 1) VBP는 중국의 공공병원 한정이고 임플란트는 7-80%가 민간병원에서 이루어져 영향력이 미미할 것이라는 점, 2) 중국 업체들의 임플란트 자급률이 현재 미미한 수준임을 고려했을 때 현재로서는 타격이 적을 것으로 전망된다.

중국의 제로코로나 정책으로 대도시 봉쇄와 장기간 도시 봉쇄로 인한 중국의 경기 둔화로 임플란트의 수요 둔화가 부각되고 있는 점 또한 동사의 리스크로 볼 수 있다. 동사는 중국향 매출이 가장 높아 중국 시장의 변동이 동사의 매출 변동으로 이어질 수 있다. 22 1Q 어닝서프라이즈는 중국향 매출의 상승의 덕이 컸기 때문에 중국 시장의 변동사항에 대해서 지속적으로 모니터링할 필요가 있다.

리스크 3. 22년도 초 거액 횡령 이슈, 22 1Q 실적은 사상 최대?

오스템,
너희 언제까지
뒷통수 맞을건데?

22년도 1월 국내 주식시장을 뒤들썩하게 만들었던 동사의 거액 횡령 사건은 동사의 기업 이미지를 갉아먹기에 충분했다. ESG경영이 산업의 트렌드인 만큼 동사의 거액 횡령 사건은 기업 이미지를 실추시키는데 충분했다. 뿐만 아니라 동사는 8년 전인 14년도 당시 최규옥 대표이사가 9000만원가량의 횡령 및 97억원의 배임을 한 역사가 있어 8년만에 반복된 거액 횡령 사건은 기업 이미지에 더욱 큰 타격을 주었다. 다른 국내 기업들의 내부 횡령 사건이 지속적으로 발생되고 있고 동사의 횡령 규모가 국내 상장기업의 횡령 내역 중에서도 규모가 가장 커 "오스템임플란트 = 횡령해서 상한가 놀이한 회사" 라는 이미지가 박혀 쉽사리 잊히지 않고 있다.

이러한 이미지로 인해서 22 1Q 동사의 실적에 대해서 기대감을 갖기 어려운 상황이었으나 이와 다르게 22 1Q 분기 사상 최대실적을 발표하면서 영업은 잘하는 회사라는 이미지도 생겨나고 있다. 그러나 동사가 발표한 실적의 이면에 리스크 요인이 존재할 수 있다. 금년도 초 동사의 주식이 거래정지가 되고 횡령 금액이 자기자본의 108.18%정도 되는 것으로 추정되어 기업 밸류 자체가 흔들려 임플란트 공급에 차질이 생기는 것이 아니냐는 우려가 존재한다. 치과업계에서 이러한 우려에 따라 동사의 임플란트 제품을 과도하게 선발주를 하여 금년 1분기의 실적이 잘 나온 것이 아닌지의 리스크가 존재할 수 있다. 따라서 22 1Q의 분기 사상 최대 실적과는 별개로 다음 분기의 실적까지 주목해야한다.

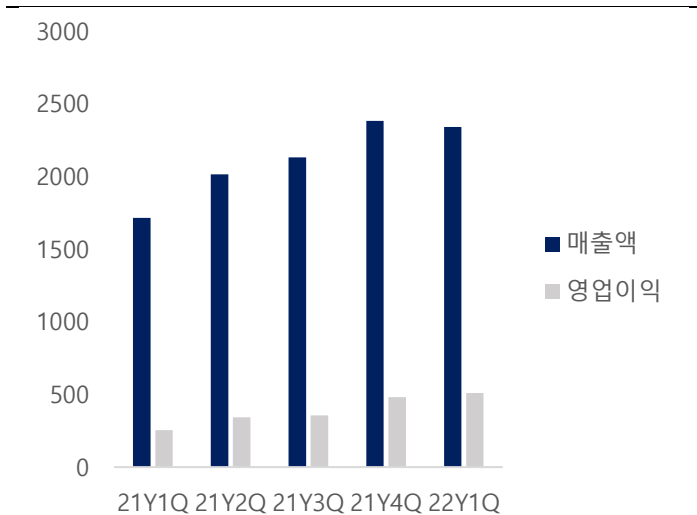
동사가 거액 횡령 사건으로 인해 투자 환기주의 종목으로 지정된 것 또한 리스크 요인으로 볼 수 있다. 동사가 1년간 환기주의 종목으로 지정되면서 외국인의 대량 매도가 지속적으로 나올 수 있다. 수급적인 이슈도 주가 하락의 요인이 되기에 주식 수급의 추이도 모니터링 해야 한다.

오스템임플란트 분기별 실적 추이

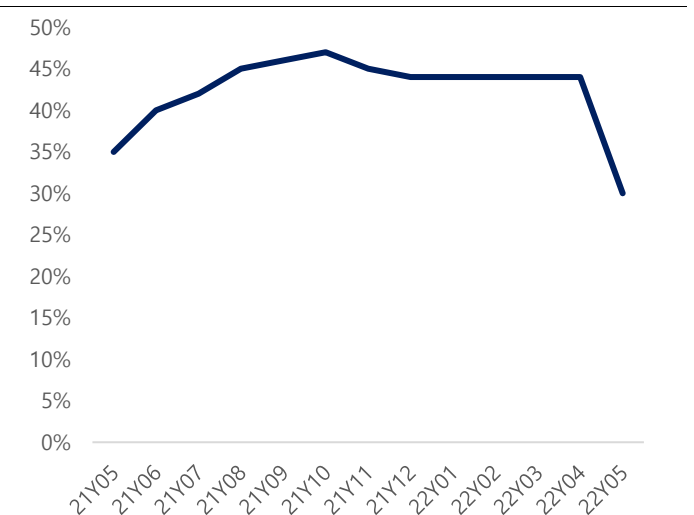
(단위: 억원)

오스템임플란트 외국인 보유지분 추이

(단위: %)



출처 : Dart, RFS Team 4



출처 : Fn guide, RFS Team 4

V. Valuation

1. 매출 추정

국내

국내 임플란트 시장은 소득수준 증가와 고령화로 인한 인구증가로 연 평균 7.8% 증가할 전망이다. 22년의 국내 매출은 국내 치과용 임플란트 시장 성장률을 반영하여 추정하였으며, 국내 임플란트 시장 규모와 동사 국내 매출은 0.98의 높은 상관계수를 보여 유의미한 가정이라고 판단했다. 2023년은 건강보험 확대 가능성이 높아 성장률에 추가 반영하였다. 65세에서 60세까지 건강 보험이 확대될 경우를 가정하여 보수적으로 측정해 과거 2015년부터 3개년 간 보험확대 효과로 인한 오스템 임플란트 매출 증가율을 평균해 반영했다. 이에 22년 국내 매출은 374억원, 23년은 403억원으로 추정한다.

중국

오스템 중국지역 법인들(중국+광둥+천진+홍콩+염성)의 매출액 합계는 21년 기준 2,311억원을 기록, 명실상부 중국지역이 동사의 핵심 해외법인임을 다시 한번 각인시켰다. 더불어, 오스템 중국지역 법인들은 22년과 23년에도 폭발적인 성장세를 이어나가 각각 3,000억, 3,876억원 수준의 매출액을 기록할 것으로 전망한다. 그 근거는 다음과 같다.

첫째, 20% 이상 성장하는 중국 임플란트 시장

2021년 \$420M이었던 전체 중국 임플란트 시장은 22년과 23년 각각 20%, 19.047%씩 성장할 것으로 전망되고 있다. 현재 동사는 21년 기준 점유율 33%로 중국 임플란트 시장 1위를 달리고 있는 상황이다. 우리는 전체 중국 임플란트 시장이 커지는 만큼 동사 중국 법인들의 매출액도 증가할 것이라고 판단하였고, 중국 임플란트 시장 성장률과 오스템 중국지역 법인들의 매출액간의 상관계수를 분석한 결과 0.9779라는 유의미한 수치를 획득, 전체 중국 임플란트 시장 성장률만큼 오스템 중국지역 법인들의 매출액도 성장할 것으로 예측한다.

둘째, 중국내 OIC 연수생이 가져올 +α

한 번 쓰기 시작한 의료기기는 제품 품질에 치명적인 이슈가 발생하지 않는 한 평생 사용하

는 의사들의 보수적인 특성 때문에 임플란트 시장은 맨 처음 치과의사 손에 어떤 임플란트를 쥐어 주느냐가 매우 중요하다. 동사는 이러한 점을 일찍부터 캐치, 13년도부터 중국내 임플란트 교육에 강한 드라이브를 걸었다. 교육에 힘쓴 결과 현재 중국 내에서 임플란트 기술이 가능한 치과의사 중 절반이 동사의 OIC 연수생인 상황이다. 교육에서 나오는 초기 선점효과는 동사에게 시장대비 플러스 알파 성장률을 가져올 것이다. 중국내 임플란트 기술 가능한 치과의사 중 절반이 OIC 연수생임을 감안, 우리는 동사가 시장보다 50% 더 높은 성장률을 보일 것으로 판단한다.

일각에서 우려하고 있는 임플란트 VBP 이슈 또한 동사의 매출 성장에 별다른 영향을 주지 못할 것으로 판단한다.

그 이유는 첫째, 낮은 가격 인하 여력이다.

전체 임플란트 시술비용 중 임플란트 재료비가 차지하는 비중은 10% 남짓이다. 즉, 여러 부작용을 감수하면서까지 임플란트 본체 가격을 낮춰서 임플란트 시술 비용을 낮추려고 하는 중국 당국의 시도는 수포로 돌아갈 가능성이 매우 크다.

둘째, 낙관적이지 않은 국산화와 시장 지배력을 갖춘 해외 브랜드들 때문이다.

임플란트 시스템은 각 브랜드마다 호환되는 임플란트 도구가 있고, 특히 Strauman(스트라우만)과 같은 고급 브랜드들은 이러한 호환성을 기반으로 생태계를 이루고 있다. 이런 Lock-in 효과로 인해 특정 브랜드에서 타 브랜드로 넘어가기란 쉽지 않다(기존 장비들을 모두 다 바꾸어야 하기 때문). 또한, 현재 중국 로컬 임플란트 브랜드들은 낮은 시장 진출로 인해 임상적으로 사용할 수 있는 제품들이 거의 없는 상황이다. 이와 맞물려 치과 임플란트는 임상 데이터에 의존하는 제품이기 때문에 임상 데이터가 턱없이 부족한 중국 임플란트를 현장에서 즉각적으로 도입하기란 불가능하다. 또한 중국 소비자들도 또한 자국 브랜드보다는 해외 브랜드를 선호하고 있는 상황이다.

이와 같은 현실적인 이유들로 인해 중국 임플란트 시장을 외산 브랜드들이 90%이상 시장을 장악한 현 시점에서 70~80% 가격 인하를 받아들이는 임플란트 브랜드는 없다. 이를 반증하듯 임플란트 VBP 정책이 발표되었음에도 불구하고 주요 임플란트 플레이어들의 주가는 이 뉴스에 별다른 영향을 받지 않았다. 오히려 중국 당국이 이처럼 낮은 가격에 임플란트 구매를 원하고 있기 때문에 중국 로컬 기업들이 시장 진입에 메리트를 느끼지 못해, 중국 로컬 브랜드들의 성장이 더디어질 수 있다는 우려가 현지에서 제기되고 있는 상황이다.

러시아

오스템 러시아법인은 21년 기준 552억원의 매출액을 기록, 오스템 해외 법인 중 3번째로 높은 매출액을 기록했다. 러시아의 한국산 임플란트 수입금액과 오스템 러시아법인 매출 간의 상관계수를 분석한결과(2017~2021) 0.844라는 유의미한 수치를 얻었고 이를 바탕으로 2022년과 2023년 오스템 러시아법인 매출액을 추정하였다. 이에 러시아 임플란트 수입시장이 러시아-우크라이나 전쟁에 따른 서방국가들의 제재에도 불구하고 큰 폭의 부침없이 22년과 23년 각각 \$113,769M, \$109,311M을 기록할 것으로 전망한다.

또한 전체 러시아 임플란트 수입시장이 견고한 가운데 한국산 임플란트의 선전은 지속될 것으로 보인다. 2014년 러시아 전체 임플란트 수입액 중 23.24%에 불과했던 한국산 임플란트는 성장에 성장을 거듭, 2021년 40%까지 증가한 상황이다. 한국산 임플란트의 품질대비 압도적인 가격경쟁력을 바탕으로 이러한 추세는 지속될 것이며 22년과 23년 각각 시장 점유율 41.5%, 46.99%를 기록, 그 입지를 더욱 공고히 할 것이다.

기타

오스템 법인 중 국내, 중국, 러시아를 제외한 26개 법인 매출에 대한 추정이다. 전세계적 소득수준 향상 및 고령화로 인한 임플란트 수요 증가를 반영해 3~5개년 CAGR로 추정하였으며, 22년 우크라이나 법인 매출은 GDP성장 감소율을 고려해 추정했다. 21년 신규 법인인 일본디지털센터, 오스템 유럽 법인은 각각 일본 의료기기 시장 CAGR과 세계 임플란트 시장 성장률을 반영했으며 브라질법인은 오스템 법인 중 가장 작은 비중을 차지하고 있으며, 데이터 불충분으로 21년 매출과 동일하게 적용했다.

2. 비용 추정

항목명	적용방법	근거
매출원가	매출액 대비 비중 3 개년 이동평균	매출액과 99.23%의 높은 상관 계수 보임
판매비와 관리비	매출액 대비 비중 3 개년 이동평균	매출액과 98.77%의 높은 상관계수 보임
금융수익	3 개년 이동평균	비중 낮고 경향성 없음
금융원가	3 개년 이동평균	비중 낮고 경향성 없음
기타수익	3 개년 이동평균	비중 낮고 경향성 없음
기타비용	21 년 제외 3 개년 이동평균	횡령 미수금 958 억원 대손처리로 4Q21 일회성 기타 대손상각비 발생. 따라서 21 년 극단치 제외 3 개년 이동평균 적용.
종속기업, 관계기업 관련 손익	3 개년 이동평균	비중 낮고 경향성 없음
법인세 비용	법인세율 22% 적용	임플란트 반품에 대한 비용 처리, 국세심판 승소로 인한 법인세 비용 환급 등으로 유효법인세율의 변동폭이 커 이를 통한 추정에 한계가 있음. 따라서 현행 법인세율 기준에 따라 22% 적용

3. Valuation

동사가 속한 고성장중인 덴탈 산업의 특성과 향후 당기순이익이 양의 성장세를 보일 것임을 감안하여 동사의 주가 추정 기법으로 PER 기법을 채택했다.

Target P/E는 1) 14년도 테이퍼 텐트럼 현상과 현재 금리인상 경기 구조 2) 중국의 경기부양책 3) 건보 확대에 대한 기대감과 관련하여 매크로 환경이 유사한 14년도 시점의 HISTORICAL PER로 설정했다. 여기에 투자심리 차이를 반영하기 위해 14년 대비 현재 코스피 PER를 구한 값 0.80을 곱하여 Target P/E를 산출했다.

오스템임플란트의 2022년 목표주가 253,000원, 상승여력 136.67%를 제시한다.

오스템임플란트 PER Valuation

구분		단위	비고
22E/23E 당기순이익	127,418	백만원	
Target P/E	27	(배)	14 년 P/E * 코스피 PER 디스카운트 반영
적정기업가치	3,440,556	백만원	
유통주식수	13,610,156	주	
적정주가	252,773	원	
목표주가	253,000	원	
현재주가	106,900	원	22.05.27 기준 종가
상승여력	136.67	%	

