Dentium
For Dentists By Dentists

덴티움

여보! 아버님 댁에 임플란트 놓아 드려야겠어요~

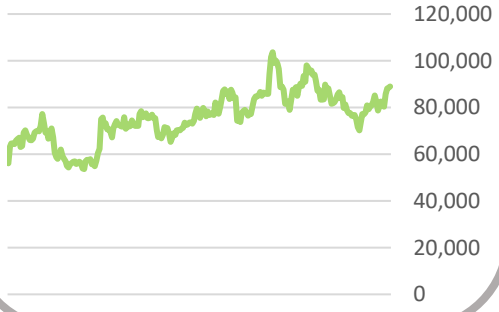
투자의견 BUY

목표주가 131,000
현재주가 88,900
상승여력 47%

투자 정보 개요

시가총액 9,840억원
상장주식수 8,624,000
52주 최고 103,500
52주 최저 53,600
거래량 64,937
거래대금(억원) 58

12M 주가추이



HUFS CMRC 5팀

팀장 27기 조민혁
팀원 27기 김해리
27기 이지호
28기 박재성
28기 백민아

1. 산업 분석

2. 시장 분석

3. Issue & Risk

4. 투자포인트

5. Valuation

CMRC
자본시장연구회
한국외대 경제금융학회

1. 산업분석

임플란트 산업 개요

1.1. 한국 임플란트 산업의 발전

우리나라는 2000년대 들어서 본격적으로 임플란트를 자체 생산하는 국내 기업이 등장하게 되면서 임플란트 시장이 형성되었습니다. 오스템 임플란트가 수민종합치재를 인수하면서 산업에 뛰어들었고, 같은 해 덴티움의 전신인 비오스텍이 설립되었습니다. 이후 네오바이오텍, 메가젠임플란트, 디오 등이 임플란트 사업에 착수하면서 국내 임플란트 산업이 자체적인 구조를 갖춰 나갔습니다. 고가의 치료비를 바탕으로 소수에게만 이루어졌던 임플란트 시술이 이 시기부터 수입 산에 비해 절반 이상 저렴한 가격과 뛰어난 품질을 바탕으로 대중들에게 알려지기 시작했습니다.

국내 임플란트 시장이 활성화된 이래, 국내 임플란트 기업이 빠른 속도로 내수를 장악하고 해외 시장에도 진출하기 시작했습니다. 임플란트 산업은 국내 시장에만 한정되기에는 수요적인 측면에서 제약이 있었기 때문에 이들에게 해외시장은 피할 수 없는 선택지였습니다. 임플란트 수출은 2000년대 중반부터 활발히 이루어져 2009년 이후에는 수입에 대체적으로 의존하지 않게 되었으며, 2012년 이후에는 수출 중심의 의료기기로 자리매김하게 되었습니다. 2005년 18만 6,023달러에 달했던 임플란트의 수출금액이 1년 후인 2006년에는 796만 4,560달러를 기록하면서 40배 이상의 성장률을 보였고, 2013년에는 1억 달러를 돌파하는 가파른 성장세를 보였습니다. 상대적으로 저렴한 가격과 우수한 품질로 국산 임플란트는 '가성비' 높은 상품으로 인정받게 되었고, 중저가 임플란트를 중점으로 하는 '밸류 세그먼트' 기업으로서 해외시장에 성공적으로 진출할 수 있었습니다.

이와 더불어 임플란트 시술을 집도할 수 있는 치과의사를 육성하고자, 임상교육 또한 전폭적으로 지원했습니다. 임플란트 시술이 가능한 치과의사가 늘어나야 임플란트 제품의 수요가 늘고, 임플란트 시장 자체가 성장할 수 있을 것이라고 본 것입니다. 2000년대에 들어선 국내 임플란트 기업들은 초기에 비용이 많이 들더라도 제대로 된 양질의 임상교육을 제공하고자 노력했습니다. 베이직 과정을 시작으로 더 높은 수준의 테크닉을 배울 수 있는 어드밴스 과정, 더 나아가 라이브 서저리와 임상 핸즈온 등의 체계적인 교육프로그램을 통해 치과의사들의 교육 수준을 전문가 수준으로 끌어올리는 데 성공하였습니다. 이를 통해 임플란트 시술의 정확성과 안정성이 한층 확보되었고, 임플란트 시술의 성공률이 증진됨에 따라 제품 매출액도 함께 늘어났습니다.

.

1. 산업분석

임플란트 산업 개요

1.1. 한국 임플란트 산업의 발전

2014년에는 임플란트에도 건강보험이 적용되면서, 그동안 비싼 가격, 수술비 등으로 장벽이 존재했던 임플란트 산업은 더욱 활기를 띄게 되었습니다. 2014년 7월 처음 건강보험이 적용될 당시 75세 이상을 대상으로 했던 수혜 연령이 2015년 7월에는 70세 이상, 2016년 7월에는 65세 이상까지 내려가면서 수혜를 받을 수 있는 대상의 폭이 확대되었습니다. 뿐만 아니라 2014년 당시 최종수가 119만 2,960원에서 환자 본인부담률을 50%로 책정해, 60만원으로 시술을 받을 수 있는 수준에 이르게 되었습니다. 2018년 7월에는 환자 본인부담률이 30%로 낮아져, 임플란트 시술에 대한 장벽은 더욱 낮아졌습니다.

건강보험 적용으로 임플란트 부담 비용이 현저히 낮아지면서, 시술을 원하는 환자가 대폭 늘어나게 되었고, 이는 임플란트 업계의 커다란 호재로 작용했습니다. 이 시기 임플란트의 재료비는 제품의 재료 및 처리비용 등에 따라 13만원에서 27만 원대의 다양한 가격을 형성하게 되었는데, 건강보험 수혜 대상이 확대되었던 2015년과 2016년을 기점으로 임플란트 재료비는 9만 5,000원에서 27만원까지 가격대가 큰 폭으로 떨어지게 되었습니다. 국산 임플란트의 대중화, 건강보험 등의 도입 등으로 임플란트의 매출은 지속적으로 상승했으며, 2016년에는 국내 시장 점유율 96%까지 보유하게 됩니다.

노년층의 급격한 증가와 해외 수출 증대 등의 호재로 국내 임플란트 산업은 현재 성숙기에 접어든 상황입니다, 이는 곧 새로운 시장을 개척해야 될 시기임을 의미하기 때문에, 국내 임플란트 기업들은 임플란트뿐만 아니라 치과의 또 다른 분야로 영역을 확대함으로써 '토탈 솔루션'을 제공하는 기업으로 변모하는 계기가 되었습니다. '토탈 솔루션'이란 치과에 필요한 제품과 솔루션, 서비스 등을 종합적으로 제공하는 사업전략으로, 치과의 편의를 돕는 것은 물론 자사 제품에 대한 충성도를 높일 수 있는 홍보효과까지 거두고 있습니다. 이와 더불어 '디지털 덴티스트리' 역시 향후 임플란트 산업의 도약에 있어서 결코 빼놓을 수 없는 사업 요소 중 하나입니다. 환자 개인의 구강 상태를 바탕으로 한 맞춤형 진찰과 장기임상데이터까지 제공하여, 정확성은 물론 효율적이면서도 편리한 시술 환경을 제공해주고 있습니다.

임플란트 산업은 여타의 산업에 비해 시장이 크게 활성화되기 어려운 구조이기 때문에, 이미 전 세계적으로 수많은 기업들이 포진되어 있는 상황 속에서 기업만의 경쟁력을 갖추는 게 가장 중요한 과제로 여겨지고 있습니다. 이제는 보다 다양화된 제품은 물론, 차별화된 솔루션을 바탕으로 한 단계 도약해야 할 시점입니다.

.

1. 산업분석

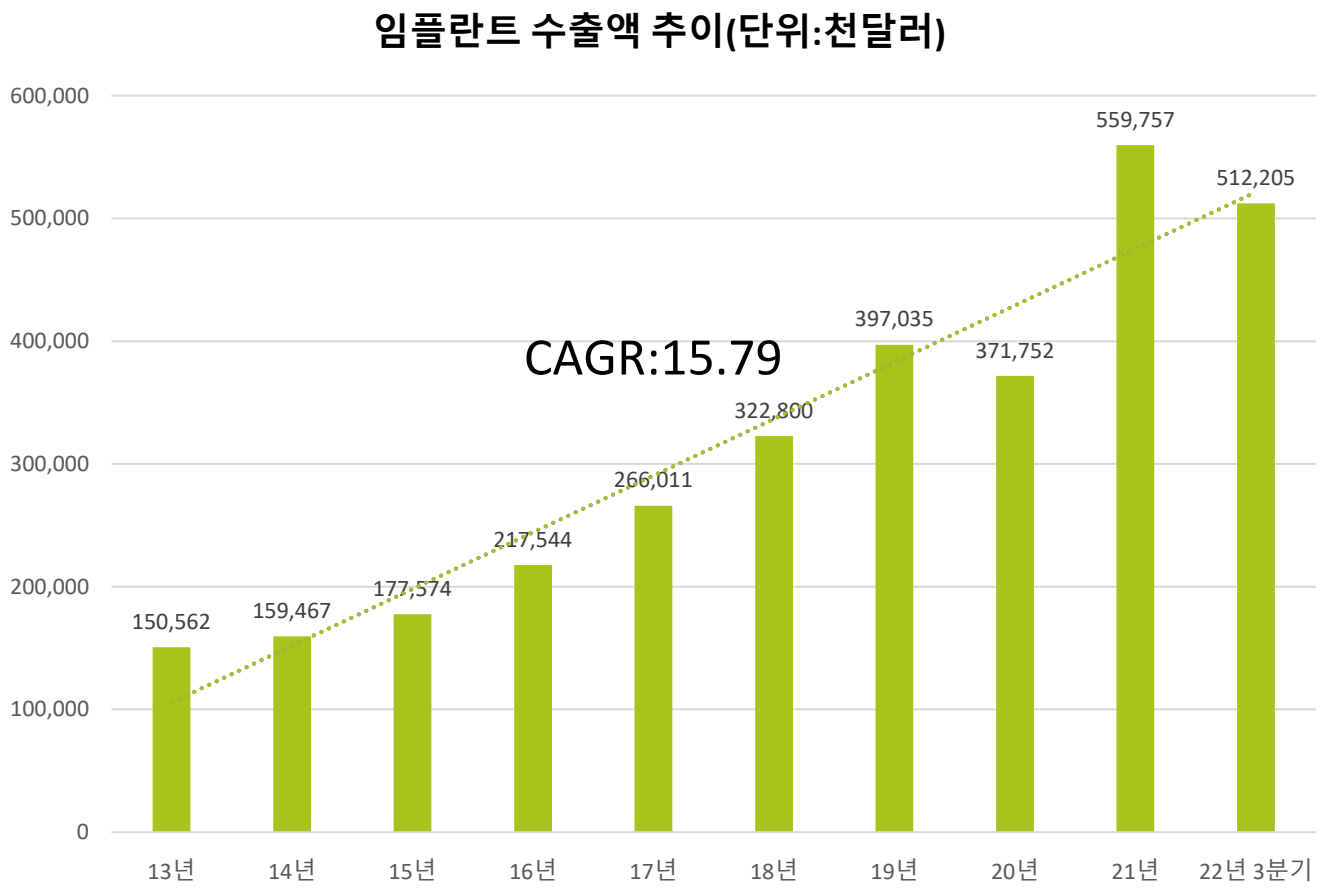
임플란트 산업 개요

1.2. 수출현황 및 해외법인 확장

2012년에 이미 국내 임플란트 제조업체의 시장 점유율은 97.3%를 돌파했으며, 내수 시장을 장악한 것을 넘어서 2000년대는 국내 임플란트 산업이 수입 중심에서 수출 중심으로 변모하게 되었습니다. 실제로 2005년 18만 6,023달러에 달했던 임플란트의 수출금액이 1년 후인 2006년에는 796만 4,560달러를 기록하면서 40배 이상의 성장률을 보였고, 2013년에는 1억 달러를 돌파했습니다. 기존에 수입 중심으로 이루어졌던 임플란트가 이제는 우리나라 의료기기 수출품목 중 매년 상위권에 들 정도로 수출 강세의 제품이 되었습니다.

올해 수출 실적은 작년 같은 기간보다도 30% 이상 증가한 호조세를 보였습니다. 올해 2월 국내 임플란트의 수출금액은 4981만 달러로 집계되었으며, 전년 동기(3,367만 달러) 대비 약 46%, 전월(3,998만 달러)보다는 22.9% 가량 증가한 수준입니다.

.



자료: 관세청, 자본시장연구회 5조

1. 산업분석

임플란트 산업 개요

1.2. 수출현황 및 해외법인 확장

특히 중국, 미국, 터키 등 국내 업체들이 주력을 삼는 수출 국가에서의 성장세가 지속되고 있어 향후의 수출 현황도 긍정적일 것으로 보입니다. 먼저 국내 임플란트가 가장 많이 수출되는 국가는 중국으로, 2021년 기준으로 수출 비중 약 40%를 차지했으며 올해는 3781만 달러 규모를 수출해 작년보다 약 35.1%가 늘어난 것으로 보였습니다. 미국 수출도 전년대비 39.4% 증가했고, 터키 수출 또한 164.1%가 늘어나 자체적으로는 가장 압도적인 성장세를 보였습니다. 하지만 수출 2위국인 러시아의 경우 전년 대비 약 15.5% 가량이 감소한 모습이었는데, 이는 러시아 전쟁의 영향과 더불어 작년의 실적이 지나치게 높았던 탓에 '역 기저' 효과가 발동된 것으로 해석할 수 있습니다. 2021년 KOTRA의 발표에 따르면 지난 10년 간 러시아의 임플란트 수입은 39.8%로 한국이 점유율 1위를 차지했기 때문에 러시아 내 한국 기업의 입지가 확고히 잡혀 있다고 판단할 수 있습니다.

Management Research Group의 조사에 의하면 글로벌 임플란트 시장은 향후 70억달러(8조 7150억원)까지 성장할 것으로 추정됩니다. 지난 2019년 기준 시장 규모는 49억달러(약 6조원)로 파악됐으며, 이는 동년 국내 시장 규모 추산치(3000억원 수준)보다 약 20배 높은 수치입니다. 국내 임플란트 시장은 비교적 시장의 규모가 작고, 성장 수준에도 제약이 있기 때문에 국내 임플란트 기업의 해외진출 및 수출은 필연적인 것으로 보입니다. 실제로 대다수의 국내 임플란트 기업의 전체 매출이 60~70% 이상은 해외시장에서 비롯되는 것으로 분석되었으며, 해외수출 비중 확대 움직임은 계속해서 이어질 것으로 보입니다.

.

1. 산업분석

임플란트 산업 개요

1.2. 수출현황 및 해외법인 확장

또한 수출과 더불어 현지법인 확장을 통해 보다 효율적인 시장 공략에 나섰습니다. 현지법인은 현지 시장을 공략하기 위한 전초기지로 활용되기 때문에, 대다수의 국내 임플란트 기업들이 유럽, 동남아시아 등 신규 시장을 선점하기 위해 본격적으로 영역을 확대해나갈 예정입니다.

덴티움은 2004년 미국 내 판매법인을 설립한 것을 시작으로, 2009년부터는 70개 이상 국가의 현지 딜러와 협력하면서 대륙별 주요 거점지에 20개 이상의 해외법인을 두고 있습니다. 중국의 북경, 상해, 광저우와 태국, 베트남, 인도네시아 등의 아시아 태평양 지역과 유라시아, 유럽 등지에 위치해있으며, 이중 가장 많은 비중을 차지하는 곳은 바로 중국입니다. 2010년 현지법인을 통해 대륙에 본격 진출하여 2015년에 보철 및 밀링센터를 설립하였고, 다음 해 중국 치과 클리닉 1위 브랜드인 '바이보'와 5만 개의 임플란트 픽스처 공급 계약을 맺었습니다. 2019년에는 중국 현지에서 제조 인허가 자격을 취득하여 연간 30만개의 임플란트 픽스쳐 생산이 가능한 제조공장까지 마련하면서 중국시장을 성공적으로 공략하였습니다. 이외에도 덴티움은 동남아와 인도 등의 개발도상국에 20년 이상의 임상증례가 담긴 'SLA 표면처리' 기술을 통해 생산된 임플란트 제품을 전파하면서, 발전가능성이 높고 잠재성이 우수한 시장으로의 진출을 성공적으로 진행시키고 있습니다.

1. 산업분석

임플란트 산업 개요

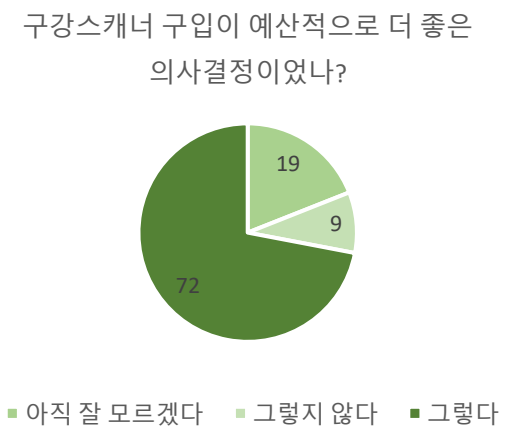
1.3. 디지털 덴티스트리

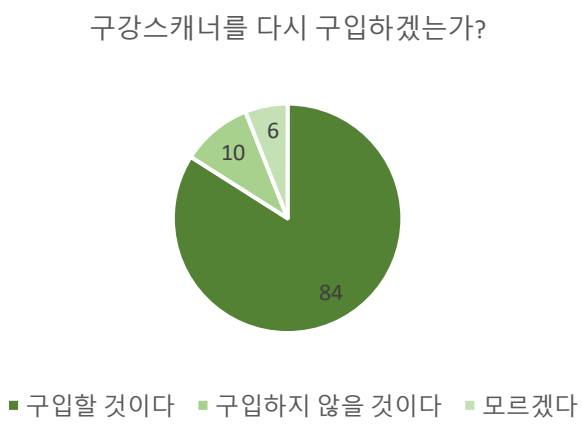
최근 한국 임플란트 기업들은 '디지털 덴티스트리' 기술을 접목한 디지털 임플란트 시스템 및 솔루션 등을 중국을 비롯한 신흥 수출국에 선보여 좋은 반응을 얻어내고 있습니다. '디지털 덴티스트리'는 치과용 진단장비와 관련 소프트웨어, 디지털 캐드/캠(CAD/CAM) 등의 장비를 통합으로 제공하는 제품이며, 이 외에도 기공 보철물, 치과용 골이식재 등의 제품을 두고 있습니다. 덴티움, 오스템임플란트, 디오, 메가젠임플란트, 네오바이오텍 등 5개의 주요 업체가 디지털 덴티스트리 전체 시장을 과점하고 있습니다. 이 중 덴티움은 약 16%의 점유율을 차지하고 있는데, Digital Dentistry Full Line Up을 구축하여 임플란트 진단, 식립, 보철에 이르는 전체 치료과정을 패키지로 제공하는 것이 특징입니다. 뿐만 아니라 디지털 장비의 발전으로 임플란트 시술 후 이어지는 합병증을 대비하고 시술 자체의 정확성을 높이는 기술적인 부분 또한 성장을 거듭하고 있습니다. 오스템임플란트는 기존의 디지털 풀라인업에 CAD SW 스캐너, 밀링머신, 3D 프린터 업데이트 버전 등의 신제품을 추가하고 디지털 교정 분야 매직 얼라인(MagicAlign),을 앞세워 영역을 확장하고 있습니다. 임플란트 시술에 필요한 임플란트 제품만을 단일적으로 제작하는 것을 넘어서, 이제는 임플란트 시술에 필요한 장비와 디지털 프로그래밍 등을 자체적으로 개발하여 한 번에 처리할 수 있는 패키지 형태로 서비스를 제공하고 있습니다. 디지털 덴티스트리는 도입 초기에는 비용에 대한 부담과 새로운 방식에 대한 의구심으로 보급률이 낮았으나, 디지털 장비 도입으로 인한 성공 사례들이 늘어나면서 편의는 물론이고 수익성 측면에서도 합리적이라는 평가를 받고 있습니다. 실제로 Gordon J. Christensen Clinician Report의 조사 결과에 따르면 디지털 구강스캐너를 사용하고 있는 미국 치과의사 385명 중 72%가 구강스캐너 도입에 만족하고 있으며, 84%가 다시 구매할 의사가 있다는 응답을 한 것으로 나타났습니다. 디지털 덴티스트리가 장기적으로는 치과에 이익을 가져다준다는 것을 대다수의 치과의사들이 인정하고 있으며, 디지털 덴티스트리에 대한 평가 또한 상당히 긍정적으로 이루어지고 있다는 것을 알 수 있습니다.

1. 산업분석

임플란트 산업 개요

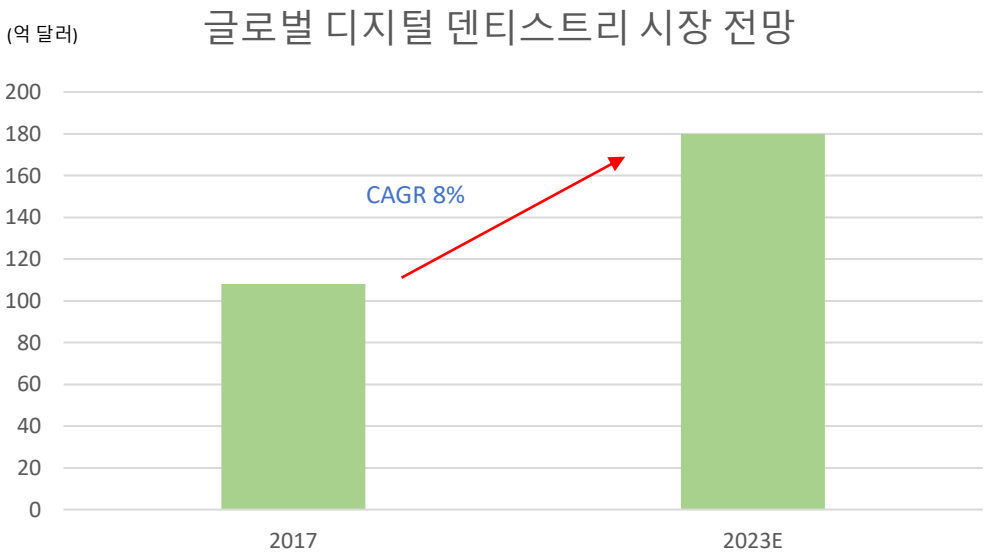
1.3. 디지털 덴티스트리





자료 : DIO DIGITAL SOLUTION, 자본시장연구회 5조

최근 임플란트 시장의 흐름에 맞춰 CBCT, 구강스캐너, CAD/CAM SW, 3D 프린터 등의 장비가 치과에 보급되면서 '디지털 덴티스트리'로의 전환이 이루어지고 있습니다. 현재 전 세계적으로 디지털 덴티스트리의 보급은 초기단계에 접해있기 때문에 수익적인 측면에서 잠재력이 높은 분야라고 할 수 있습니다. 임플란트 기업들도 디지털 덴티스트리를 미래 사업으로 선정해 R&D 투자를 전폭적으로 지원하고 있으며, 품질과 서비스적인 측면에서도 발전을 거듭해가고 있습니다. 글로벌 디지털 덴티스트리 시장 규모는 2017년에는 108억 달러를 기록했으며, 2023년까지 180억달러로 연평균 8%의 성장을 이룰 것으로 전망됩니다.

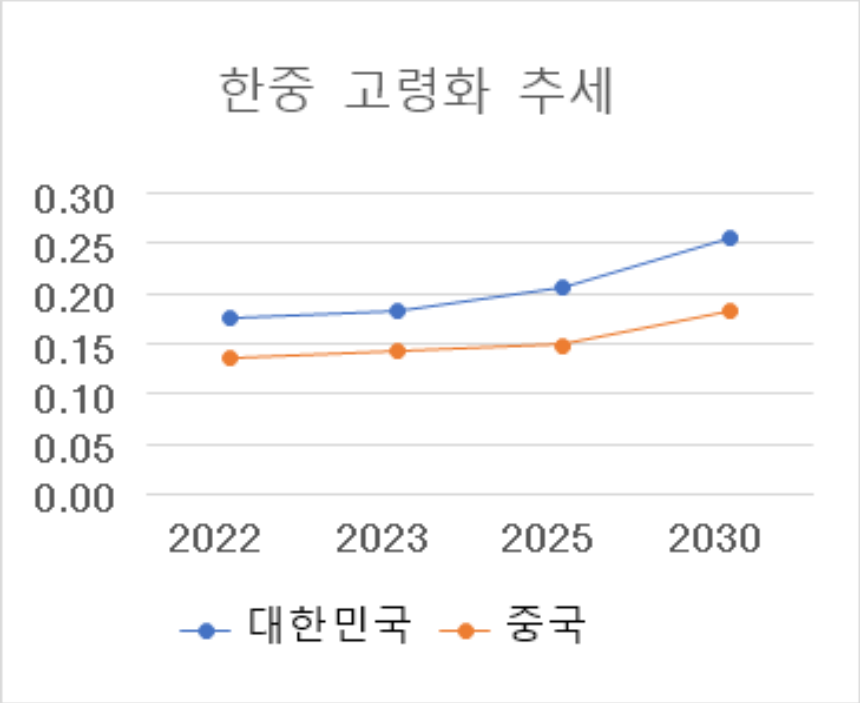


자료 : MRG, 자본시장연구회 5조

2. 시장분석

중국 내 임플란트 시장

2.1. 고령화에 따른 중국 내 임플란트 시장의 동향 및 규모



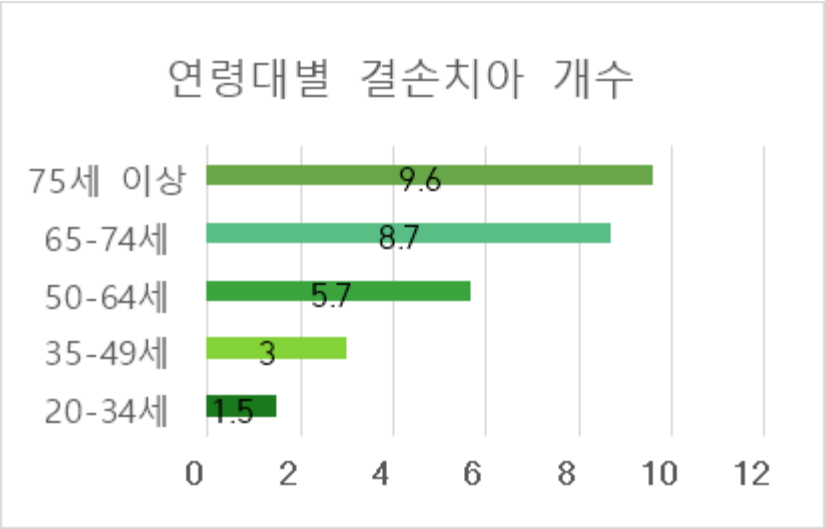
자료 : KOSIS 대한민국 통계청, 자본시장연구회 5조

현재 중국의 임플란트에 대한 관심도와, 산업의 경쟁력은 유럽, 한국과 같은 임플란트 강국에 비해 부족한 상황입니다. 하지만 빠른 속도의 고령화에 의해 임플란트 산업에 대한 국민 관심도가 높아지며 자연스럽게 시장의 규모가 커지고 산업이 발달할 것으로 보입니다. 임플란트 강국인 한국 또한 높은 고령화율이 시장의 성장을 이끈 주요한 동력이라 볼 수 있기 때문에 중국의 임플란트 산업을 설명하는 데 있어 고령화는 빠질 수 없는 토픽이라 볼 수 있습니다.

2. 시장분석

중국 내 임플란트 시장

2.1. 고령화에 따른 중국 내 임플란트 시장의 동향 및 규모



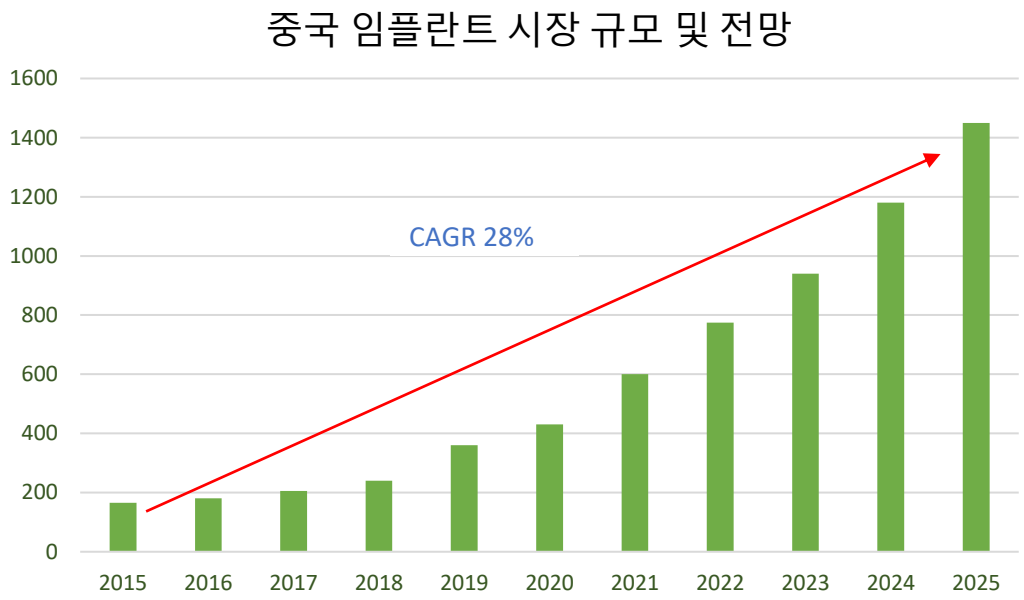
자료 : 미국국립보건원, 자본시장연구회 5조

음식물을 불편함 없이 섭취하는 데 있어 4개 정도의 치아가 없어도 가능합니다. 따라서 필요한 치아는 24개 정도이며, 본격적으로 임플란트를 식립하는 나이대는 60 전후에 형성된다는 것을 알 수 있습니다. 약 50년전만 해도 60세는 상당히 많은 나이였지만 현재 전혀 많은 나이가 아니라는 것을 느끼고 있을 것입니다. OECD 국가들의 평균 수명이 80세를 넘어섰고 한국은 그보다 더 높은 평균 수명을 보여주고 있기 때문입니다. 중국은 2021년 말 기준 60세 이상 노인 인구가 2억 6700만명으로 전체 인구의 18.9%를 차지한 것으로 집계되었습니다. 65세 이상 인구는 처음으로 2억명을 넘어 전체 인구의 14.2%를 차지했습니다. 이는 중국이 '고령화 사회'에서 '고령 사회'로 진입했다는 것을 알 수 있습니다. 뿐만 아니라 중국의 국가위생건강위원회는 60세 이상 인구가 계속 증가해 2025년까지 3억명을 돌파하고 전체 인구에서 그 비중은 20%를 넘어설 것으로 보고 있습니다. 이와 같은 빠른 노인인구 증가는 임플란트에 대한 국민의 관심도를 높이는데 기여합니다. 뿐만 아니라 중국의 경제 성장이 지속된다면 국민의 1인당 가처분 소득이 증가하며 임플란트에 대한 접근성이 자연스럽게 높아질 것으로 보입니다. 중국 정부도 마찬가지로 국민이 구강 의료 서비스를 적극적으로 소비할 수 있도록 다양한 노력을 하고 있기 때문에, 임플란트에 대한 접근성은 빠르게 증가 할 것입니다. 이러한 사회적, 경제적, 정치적 영향에 힘 입어 중국 임플란트 산업의 규모는 연평균 28% 수준으로 증가할 것으로 보입니다. 규모의 성장에 따라 임플란트의 수요 또한 높은 수준으로 성장할 것이기 때문에, 현재 자국내 임플란트의 구조적 성장이 부족한 중국은 여타 임플란트 강국에겐 놓칠 수 없는 매력적인 시장이 될 것입니다.

2. 시장분석

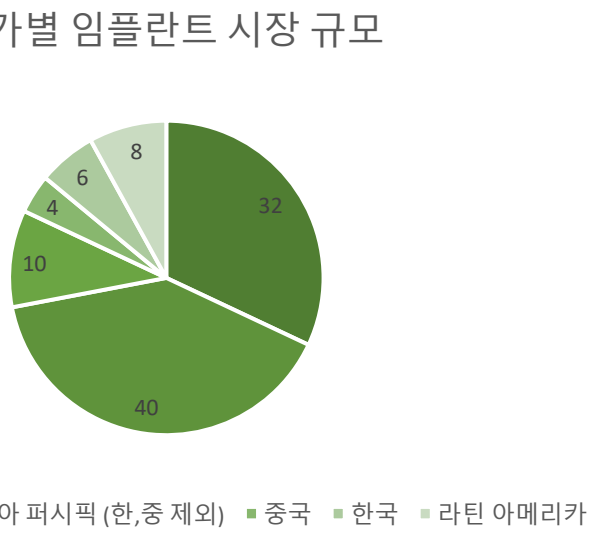
중국 내 임플란트 시장

2.1. 고령화에 따른 중국 내 임플란트 시장의 동향 및 규모



자료 : 전망산업연구원, 자본시장연구회 5조

2.2. 중국 임플란트 시장 내 현황



자료 : MRG, 자본시장연구회 5조

중국 임플란트 산업의 구조적 성장은 현재 초기 단계입니다. 2018년 기준 국가별 임플란트 시장 규모를 비교해 보았을 때 중국의 규모가 4% 정도 밖에 안 됩니다. 한국의 시장 규모가 6%인 것을 확인 했을 때 30배 가량 인구가 많은 국가인 중국의 시장 규모가 4%밖에 안된다는 것은 상당히 놀라운 일입니다.

2. 시장분석

중국 내 임플란트 시장

2.2. 중국 임플란트 시장 내 현황

물론 현재는 더 큰 규모를 가지고 있지만 여전히 한국의 시장에 비해 규모가 작은 것은 사실입니다. 따라서 중국은 고령화 인구 증가와 함께 증가하는 임플란트 수요에 맞춰 국내에서 공급을 늘릴 수 없을 것입니다. 결국 공급을 초과한 수요는 필연적으로 수입할 수 밖에 없습니다. 이러한 수요의 초과분은 임플란트 산업에서 두각을 나타내고 있는 유럽이나 한국을 통해 공급될 것이라 예상할 수 있습니다.

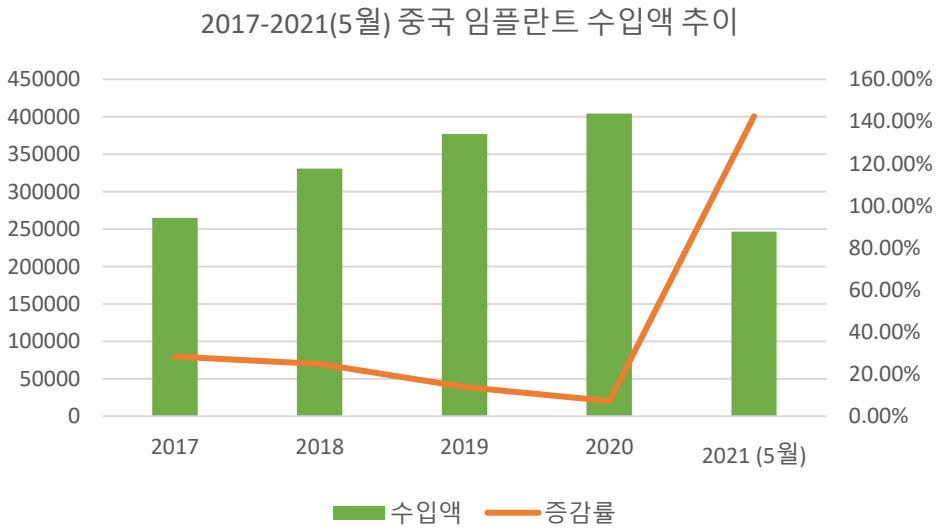
중국 내 임플란트 시장 침투율은 선진국에 비해 크게 떨어집니다. 스트라우만(Straumann)의 연구결과에 의하면, 선진국 임플란트 침투율은 일반적으로 100-200개/만 명, 침투율이 가장 높은 한국과 이스라엘이 600개/만 명을 기록했으나 중국은 2020년 기준, 25개/ 만 명으로 많이 낮은 침투율을 가지고 있습니다. 중국 임플란트 시장 침투율에 영향을 주는 많은 요소 중 가장 주요한 요소 중 하나는 전문의사 부족입니다. 중국은 100만 명당 배치된 치과의사가 137명 밖에 안되나, 유럽, 미국 선진국은 100만명당 500~1500명의 치과의사를 보유하고 있습니다. 임플란트 자격을 갖춘 의사도 치과의사 중 11% 정도로 상당히 낮습니다. 이에 비해 한국은 치과의사의 80%가 임플란트 자격을 갖추고 있는데 이러한 인프라가 한국의 높은 임플란트 침투율을 만들었다고 볼 수 있습니다. 따라서 중국 또한 임플란트 생산업체들과 치과의사협회의 협업을 통해 중국 내 학술 보급 및 의사 교육을 강화해 더 많은 치과의사가 임플란트 자격을 얻는다면 임플란트 시장의 비약적 발전을 이끌 수 있을 것으로 기대됩니다.

2. 시장분석

중국 내 임플란트 시장

2.2.1 수입 동향 (중국 내)

코로나-19 장기화 상황에도 불구하고 중국 임플란트 수입액은 2019년 약 3억 7695만 달러에서 2020년 4억 429만 달러로 7.3% 증가했고 2021년 1~5월 기간에도 상승하는 추세를 이어가며 전년 동기대비 142.5% 증가한 2억 4684만 달러를 기록했습니다.



자료 : 한국무역협회, 자본시장연구회 5조

19년, 20년에 스웨덴, 독일, 이스라엘, 스페인 등 국가의 수입 증감률이 마이너스 수치를 기록했으나 한국과 일본으로부터의 수입은 증가세를 보였으며 2021년에도 호조세를 보였습니다. 2021년 1~5월 기준, 중국은 일본에 대한 임플란트 수입증가율이 233.4%로 1위를 차지했으나, 한국으로부터의 수입액이 일본 수입액의 2배에 육박했습니다.

2. 시장분석

중국 내 임플란트 시장

2.2.2 경쟁 동향 (중국 내)

중국 내 임플란트 브랜드별 시장 점유율을 보면 90%이상이 수입 브랜드입니다. 유럽 브랜드인 노벨(Nobel), 스트라우만(Straumann)이 2000년대 초반에 중국 시장에 진출했고 2가지 브랜드만으로 시장 점유율 32%를 기록했습니다. 유럽은 다른 지역보다 임플란트 개발하기에 빠르고 많은 임상 실험 데이터를 보유하여 중국에서 브랜드 인지도가 높습니다. 그러나 대부분 브랜드의 임플란트 단가가 9500 위안 이상으로 주요 중국 고급품 시장을 차지하고 있습니다. 가성비가 높아 소비자들이 선호하는 한국 임플란트는 개당 6,500~9,000 위안으로 50% 이상의 점유율을 보유하고 있습니다. 중국 로컬 브랜드가 늦게 출발해 시장 점유율이 많이 낮지만 2020년까지 15개 업체가 임플란트 연구생산의 자격을 취득했습니다. 베이징BLB, 장쑤성TRAUSIM, 쓰촨성HUASHI, 산동성WEGO 등 중국 주요 로컬 브랜드를 이루며 단가가 4,000~6,000 위안을 기록했습니다.

구분	브랜드명	국가	가격(위안)
고급품 시장 (9,000이상)	astra	스웨덴	16,800
	Ankylos	독일	15,800
	Anthogyr	프랑스	13,800
	Cortex	이스라엘	12,800
	Straumann	스위스	10,800
	Nobel	스웨덴	9,800
중등급 시장 (6,000이상)	Osstem	한국	7,800
	Dentium	한국	6,800
	WEGO	중국	6,000
저가 시장 (6000이하)	BLB	중국	4,200
	CDIC	중국	4,000

이와 같은 자국 내의 다양한 노력은 임플란트 시장 뿐만 아니라 구강의료업 시장의 전반적인 발전을 불러일으킬 것입니다. 국민들의 관심 또한 정부의 노력에 더불어 커질 것이고 산업은 그에 따라 성장할 것으로 보입니다.

2. 시장분석

중국 내 임플란트 시장

2.2.2 경쟁 동향 (중국 내)

중국 로컬 임플란트 브랜드는 한국의 임플란트 브랜드보다 더 낮은 가격을 형성하고 있지만, 기술력에서 차이가 확연한 차이가 있습니다. 중국의 로컬 브랜드가 사용하는 임플란트 표면처리 방법은 RBM(Resorbable Blast Media)으로 산처리나 양극 산화와 같은 타 표면처리 방식과는 달리 임플란트 표면에 인체에 유해한 잔존 물질이 남지 않는 것이 특징으로 오랜 임상기간 동안 안정적으로 적용되어온 처리법입니다. 하지만 해당 방법은 골밀도가 치밀한 일반적 뼈 상태에 삽입이 적합하나, 골밀도가 약한 치아에 삽입 하기에는 무리가 있으며 현재 거의 사용되지 않고 있습니다. 한국에서 사용한 표면처리 방법은 SLA(Sand blasting with Large grits followed by Acid-etching)으로 RBM에서 발전된 형태로, 우수한 골융합 정도를 보이며 임플란트 주위염, 환부 출혈, 제품 탈락 등의 부작용을 방지할 수 있습니다. 임플란트는 인체에 직접 삽입하는 제품이기 때문에 품질 및 안전성은 소비자가 제품을 선택하는 중요한 기준으로 작용합니다. 따라서 한국의 제품이 중국 제품보다 약간 더 높은 가격을 형성하고 있으나 안정적이고 품질이 좋으며 프리미엄 상품 보다는 가격이 저렴해 시장 내에서 더 높은 경쟁력을 가지고 있습니다. 현재 유럽 업체는 중국 공립 병원 및 인지도가 높은 사립 병원에 공급하고, 한국 업체는 1선 도시의 사립 병원을 주요 바이어로 수출하고 있으며 중국 로컬 업체는 치열한 경쟁을 피하기 위해 2, 3선 도시의 병원을 타겟으로 하여 브랜드 인지도 제고 및 시장 점유율을 확대할 가능성이 높아 보입니다.

2. 시장분석

중국 내 임플란트 시장

2.3. 임플란트 시장 발전을 위한 중국의 노력

2021년초에 중국인민대회 대표 이소리 대표는 "건강한 중국 2030계획"의 실현과 국민의 구강건강 수요를 만족시키기 위해 국가에서 관련 규범을 제정해야 한다고 발표했습니다. 첫 번째, 임플란트 관련 비용 표준화. 두번째, 임플란트 품질, 전문 의사 수준에 관한 감독 및 관리 시스템 마련, 생산 연구 업체에게 연구개발에 대한 지원 강화. 마지막으로 임플란트를 의료보험의 청구 항목에 추가해야 한다고 조언했습니다. 이 중 첫번째인 임플란트 관련 비용 표준화를 이루기 위해 시행 된 정책이 VBP 정책이라고 볼 수 있습니다. 해당 의견이 점차 실행되면 중국 임플란트의 수요량이 크게 발전할 뿐만 아니라 중국 내 임플란트 기술의 비약적 발전이 기대됩니다. 건강 중국 2030계획 이외에도 중국 정부는 구강의료업 발전을 위해 다양한 정책을 내고 있습니다.

연도	정책	발표 부문	주요 내용
2016	국가 만성병 종합 예방 시범구 건설 관리 방법	국가위생 계획위원회	유아원과 학교에서 구강 보건 등 건강 교육을 진행하며 아동 구강 질병 고위험군체를 대상으로 패치나 국가 염소 사용 보급
2017	만성병 예방 치료 중장기 계획(2017-2025년)	국무원	유아원과 소학교의 구강 관리 교육 강화하여 치아 질환 및 충치 예방
2017	의사 영업 등록 관리 방법	국가위생계획위원회	의사의 다 지점 진료와 사립 진료소 설립을 허용
2019	구강 건강 행동전(2019-2025년)	국가위생건강위원회	사립 구강 의료 및 건강 서비스기구 권장, 지지
2019	개혁 시범구 진료소 기준(2019년 수정본)	국가위생건강위원회	2010년 버전 대비 인원 배치, 면적 등 요구 조건이 낮아짐
2021	국가구강의학센터 설립에 관한 통지	국가위생건강위원회	베이징대학 구강병원 등 국가구강의학센터를 설립하여 전국 구강산업의 발전 견인
2021	중국 아동 발전 강요(2021-2030년)	국무원	아동 구강 보건을 강화하고, 12세이하 아동 충치율 25%이내로 공제
2022	노인 건강 서비스 전면 강화에 관한 통지	국가위생건강위원회	노인 구강 건강 관련 행사를 조직하여 구강 건강 지식 보급과 구강 질환 예방을 결합
2022	임플란트 의료 서비스 비용과 소모품 가격 특별 관리 실시	국가의료보장국	임플란트 소모품에 대해 중앙 집중식 구매(VBP) 실시

자료 : 국무원, 국가위생건강위원회, 국가의료보장국, kOTRA상하이무역관정리, 자본시장연구회 5조

3. ISSUE & RISK

Risk1. VBP

3.1. 임플란트 의료 서비스 및 소모품 가격 특례시행

22년 9월 8일, 중국이 임플란트 의료 서비스 및 소모품 가격 특례시행에 대한 내용을 공개했습니다.

총 3가지의 고시가 있었습니다.

1) 임플란트 의료 서비스비와 소모품 비용의 분리

'의료 서비스비(시술비)'와 '소모품비(픽스쳐&어버트먼트)' 로 분리합니다.

2)임플란트 의료 서비스비 가격 규제

의료 서비스비의 권장 가격을 4,500위안으로 설정합니다. 이는 지역별 경제 발전 정도, 인건비 수준, 임플란트 식립 성공률에 따라 10~20% 조절될 수 있다고 합니다. 공립 의료기관 대상으로 실시되지만, 민간 의료기관도 지속적인 감독 및 지도 대상입니다.

3) 정부 주도 의약품 대량구매 (Volume-Based Procurement; 이하 VBP)

VBP 제도란, 해당 품목에 대한 가격을 입찰하여 낮은 가격으로 입찰한 기업이 해당 물량을 가져가는 방식입니다. 이는, 중국 내 국공립 병원을 대상으로 진행됩니다. 즉 국공립의료기관에서 사용하는 의약품과 의료기기를 대량구매하여 할인된 가격으로 구매할 수 있게 됩니다.

이러한 VBP 목적은, 재료비를 하락시키고, 환자의 의료비 부담을 줄이는 것을 통해 중국-환자들의 접근성 향상을 목표로 합니다.

이러한 VBP는, 과거 인슐린, 스탠트 등에 적용되어 최대 70~80%의 단가 하락을 이끌어낸 사례가 있습니다. 이 당시 오리지널 의약품을 보유한 글로벌 제약사들은 가격 경쟁력을 갖춘 중국 로컬 업체에게 밀리거나, 단가를 크게 인하하여 입찰을 단행했었습니다. 이에 따라 ASP가 크게 감소한 선례가 있기에 임플란트 대상 VBP 시행을 앞두고 국내 임플란트 업체에 대한 투자 심리가 위축되고 있습니다.

3. ISSUE & RISK

Risk1. VBP

3.2. VBP 입찰조건

1) 해당 지역에서 임플란트 서비스를 제공하는 의료기관의 40% 이상이 참여하거나,

2) 전년도 실사용량 대비 50% 이상의 물량을 VBP로 충당해야 합니다.

	국공립 의료기관	민간 의료기관
치과 시장 점유율	50%	50%
VBP 시행여부	VBP 시행 O	VBP 시행 X
임플란트 시술 비중	30%	70~80%

그러나 현재 중국 내 민간 의료기관의 임플란트 시행 비중이 70%에 육박하기 때문에, 전년도 실사용량 대비 50% 이상의 수요를 달성하기 위해서는 민간 의료기관 중 30% 이상이 참여해야 수요 충족이 가능한 것이 사실입니다.

그래서 민간은 참여할것인가?

지방정부 차원에서 민간 의료기관의 VBP 참여를 "독려"할 것으로 예상되는 것이 사실입니다. 허나, 1. 이미 민간 의료기관이 국공립 의료기관보다 소비자 부담금이 낮은 것

2. 임플란트 교육 측면에서 임플란트 기업들의 도움이 필요하기 때문에, ASP를 큰 폭으로 낮추어서 들여오는 것은 민간 의료기관입장에서도 부담이 될 것입니다.

물론, **단순 "권고"이기 때문에**, 임플란트 기업 입장에서도 딱히 이익을 볼 수 없는 VBP에 민간의료기관을 대상으로는 참여하지 않을 것으로 예측하고 있습니다.

3. ISSUE & RISK

Risk1. VBP

3.3. 기존 임플란트 시술 비용 구조

<표1> 임플란트 시술 비용구조

임플란트 시술 비용	의료 서비스 비	의사의 진료 및 시술 등에 대한 비용
	소모품 비	소모품 비(픽스쳐&어비트먼트) = 임플란트 업체에서 제작
	크라운비	(외부조달 또는 자체 기공소에서 제작하는 크라운) = 치과 내 기공실 또는 외부 기공소에서 제작

다음을 보면, 중국 임플란트 시술 비용의 구조를 볼 수 있습니다. 임플란트 업체 같은 경우, 소모품을 제조하기 때문에, 소모품 비에 집중해야 합니다.

<표2> 중국 국공립 의료기관 임플란트 시술 비용 구조 (단위 : 위안)

	프리미엄	기타(프리미엄 외)
시술 비용 범위	11,000~13,000	9,000~10,500
시술 비용 평균	12,000	9,750
의료 서비스비 (전국 평균 기준)	6,000	6,000
일부 지역	9,000	9,000
소모품 비 (픽스쳐&어비트먼트 등)	4,000~6,000	2,000~3,000
크라운 비	1,000	1,000

자료 : 중국의료보장국, 자본시장연구회 5조

<표3> 중국 민간 의료기관 임플란트 시술 비용 구조 (단위 : 위안)

	프리미엄	기타(프리미엄 외)	로컬
시술 비용 범위	10,000~15,000	5,000~9,000	3,000~6,000
시술 비용 평균(기준)	12,500	7,000	4,500
의료 서비스비 (전국 평균 기준)	12,000	5,300	3,400
소모품 (픽스쳐&어비트먼트)	2,000	1,200	600
크라운	500	500	500

자료 : 언론 종합, 산업자료, 자본시장연구회 5조

임플란트의 경우 특이하게도 공공병원의 가격이 민간병원 가격보다 높습니다.. 민간의료기관과 달리 국공립의료기관은 중국 내에서 대학병원과 같은 포지션을 가지고 있으며 스트라우만 등 프리미엄 제품을 사용하며, 운영비를 이유로 더 비싼 가격을 받고 있습니다.

3. ISSUE & RISK

Risk1. VBP

3.4. 지방에서 예비시행 가격

	닝보시(22년 1월)		뱅부시(22년 8월)
	중국산	외국산	
시술 비용	3,000	3,500	2,750~4,000
의료 서비스비	2,000	2,000	1,800~2,200 1급 병원 1,800 이하 2급 병원 2,000 이하 3급 병원 2,200 이하
소모품 (픽스쳐&어비트먼트)	1,000	1,500	6,33~1,200
크라운			317~600

자료 : 닝보시 의료보장국, 뱅부시 의료보장국, 자본시장연구회 5조

실제로, 지방에서 VBP를 시범 시행한 결과입니다. 로컬/해외 14개 브랜드 참여하였고, 국내에서는 디오가 입찰하였다고 합니다. 가격 상으로 보아 그저 중국산, 외국산으로 나누어서 혼동될 수 있으나, 시범시행 내용이 발표된 것으로 보면, 기존가격에 비해서 굉장히 낮은 가격 때문에, 스트라우만과 같은 프리미엄 제품들은 시범 시행때 입찰을 시도하지 않은 것으로 보입니다.

이렇게 시범시행으로 알 수 있는 사실이 있습니다.

임플란트 시술을 구성하는 요소 중 시술 비용이 70~80%에 달하며, 소모품의 비중은 20~30% 이므로. 즉, 이번 "의료 서비스 및 소모품 가격 특례 시행"이라는 것의 실체는 비용의 대부분을 차지하는 시술 비용 삭감이 우선시되는 구조이고, 우리의 관심 대상인 소모품의 가격은 우려하는 만큼 하락하지 않는다는 것입니다.

3. ISSUE & RISK

Risk1. VBP

3.5. 지방 시범 시행결과로 유추한 전국VBP에 따른 P예측

9월 8 일 임플란트 시술 비용에 관한 중국 정부 발표에 따르면 의료 서비스비의 권장 가격은 4,500위안이었습니다.. 이는 4.4에서 보았던 지방정부 차원에서의 임플란트 의료 서비스비 규제(닝보시 2,000위안, 뱅부시 1,800~2,200 위안) 대비 완화된 수치입니다. 그러므로, 똑같은 배수를 적용해 완화한다면, 중국 정부의 권장 임플란트 시술 비용은 6,000~6,500위안임을 추정할 수 있습니다. 소모품비 같은 경우, 국공립의료기관의 소모품비(2000~3000)가 민간(1200)에 비해 더 비쌉니다. 하지만, 이는 국공립의료기관이 덴티움한테 더 비싸게 사오는 것이 아니라, 의료기관 내에서 추가비용이 발생하기 때문이기에, 따로 고려를 하지 않아도 될 듯해서, 민간비용을 차용해 ASP를 계산해보았습니다.

국공립 의료기관(기존)		
	프리미엄	밸류
시술비용 평균	12,000	9,750
의료 서비스비(전국평균)	6,000	6,000
소모품비 (픽스쳐&어비트먼트 등)(국공립)	4,000~6,000	2,000~3,000
추가비용을 뺀 것 (민간가격 차용)	2,000	1,200
크라운비	1,000	1,000
만약 시술 비용이 6,500/6,000 위안이라면(변화)		
시술비용	6,500(-46%)	6,000(-38%)
의료서비스비	4,500(-25%)	4,500(-25%)
소모품비 (픽스쳐&어비트먼트 등)(국공립)	(-63%~-75%)	(-25%~-57%)
추가비용을 뺀 것 (민간가격 차용)	1,000일 경우(-50%)	1,000일 경우(-16%)
크라운비	500(-50%)	500(-50%)

자료 : 중국 국가의료보장국, 언론 종합, 산업 자료, 자본시장연구회 5조

지방 시행 당시, 중국산 1,000위안, 수입산 1,500위안이었으므로, 중국산 1,000위안 기준으로도 20% 수준의 ASP 하락이며, 수입산 가격 1500위안을 적용한다면, 오히려 ASP상승입니다. 하지만 VBP특성상 ASP가 더 상승할 일은 없어 보이고, 가격을 그 중간 값인 1300위안 정도로 책정한다고 하면 -16%정도의 하락정도 밖에 되지 않습니다.

3. ISSUE & RISK

Risk1. VBP

3.6. Q예측

그럼 가격적인 측면에서는 큰 변화가 없기 때문에, VBP를 시행했을 때에 결국에는 국공립 시장에서 얼마나 기존 Q가 증가할 것인지가 관건입니다. 기존 덴티움에서 가지고 있던 국공립 시장의 점유율은 약 1%로(국공립 의료기관 시행비율 30% * VALUE이용사례 5%), 만약, 여기서 점유율을 확대한다면 Q가 늘어날 잠재력이 굉장히 많은 것으로 해석할 수 있습니다.
하지만, 그 의미는 기존 프리미엄 브랜드들의 점유율을 가져온다는 의미로 해석할 수 있으므로, "스트라우만과 같은 프리미엄 브랜드들이 어떻게 대응할 것인가?" 가 중요한 관건입니다.
국공립의료기관이서 거의 대부분의 점유율을 차지하고 있는 프리미엄 브랜드 같은 경우 현재, 만 ASP 50~60% 가격 인하가 예상되고 있기 때문에 이에 대한 대응책을 준비하고 있습니다.
지난 11월 2일 진행된, 스트라우만 3Q 컨퍼런스 콜에 따르면, 대응책은 다음과 같습니다.

1) 딜러망에 마진 훼손 분 일부를 전가시키는 방법
2) 일부 품목만 VBP 참여
3) 판매량 증가 확대
4) 밸류 세그먼트 브랜드 T-Plus 사업 강화 (ASP 하락폭 25~30% 수준 예상)

즉, 프리미엄 브랜드 또한, 중국 부문 매출액이 상당하기 때문에 Value브랜드를 강화시켜서라도 참여하겠다는 입장이고, 또한, VBP의 목적 중 하나는 중국 내수 기업의 육성이기도 하므로, 중국 내의 밸류 임플란트 기업들이 성장할 수 있는 요인으로도 생각되는 만큼, 단순히 VBP가 시행된다고, 국내 기업들이 국공립 시장 내에서 엄청난 점유율의 확대가 일어날 것으로 보긴 어렵습니다.
하지만, 현재 우려하고 있는 것 만큼, 임플란트 공급 가격(P)이 크게 하락해 그에 따른 매출에 영향을 줄 것이라는 우려는 하지 않아도 될 것 같습니다.

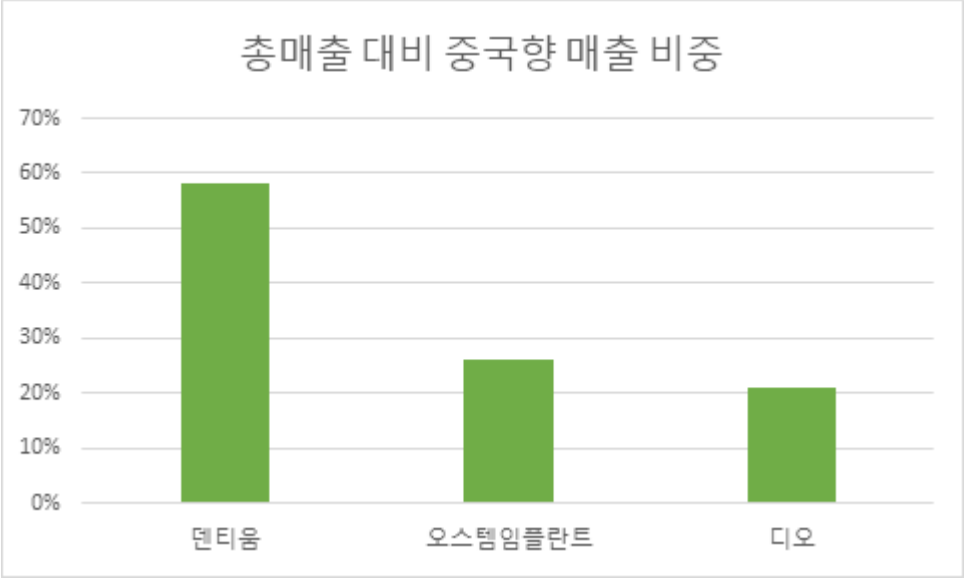
4. 투자 포인트

4.1. 중국 익스포져

:Big Chance, Big Betting

중국 MS 25%, 중국 exposure 58%

국내 임플란트 관련 헬스케어 주요기업 중, 중국향 매출의 비중이 가장 높은 덴티움을 Top Pick으로 제시한다. 덴티움의 중국 매출비중은 57.7%(2021년 기준)로 한국(21.4%)과 유럽(13.2%)의 매출비중을 합친 것보다도 월등하다. 내년 임플란트 섹터 전반의 주가를 VBP 시행에 따른 정책 부담감 해소와 실적 향상이 견인할 것으로 예상하기에, 국내 임플란트 기업 중 가장 높은 덴티움의 중국 매출비중은 매력적인 투자요소이다.



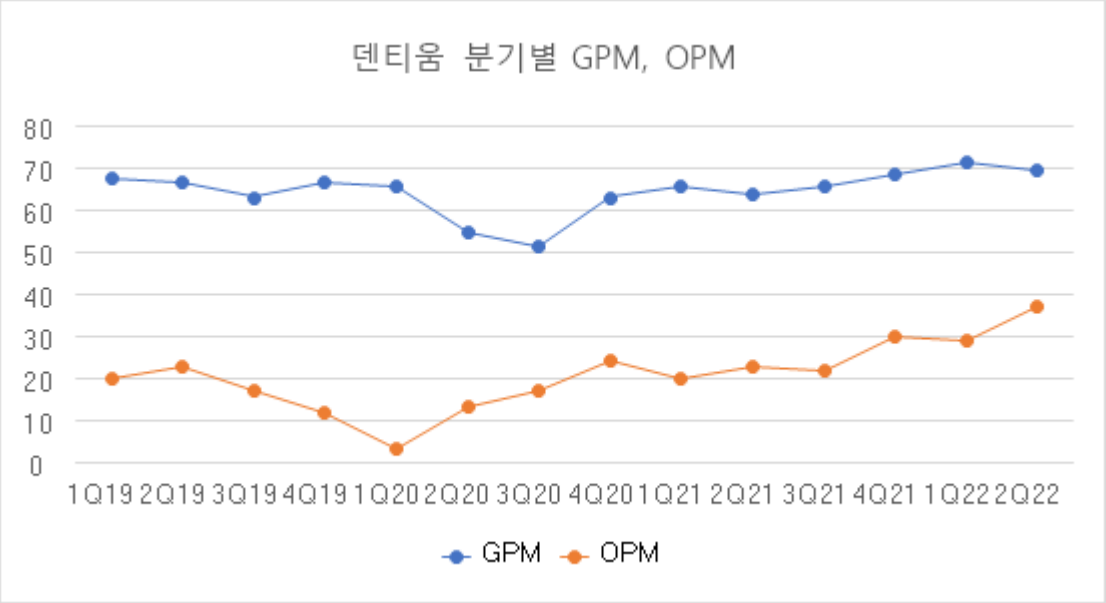
자료 : 덴티움, 오스템임플란트, 디오 자본시장연구회 5조

4. 투자 포인트

4.1. 중국 익스포져

:Big Chance, Big Betting

특히, 주력 수출 상품군인 밸류 세그먼트의 제품은 적절한 가격대와 품질로 신흥 시장 소비자의 선택이 집중된다. 경쟁사(스트라우만)의 프리미엄 세그먼트 대비 2배가량 차이나는 가격으로 인해 제품가격 인하 출혈 역시 줄임으로써 VBP 환경에서도 상대적으로 높은 마진율을 챙길 것으로 기대된다. 덴티움은 2년 연거푸 개선한 수익성을 한 번 더 향상, 최소 유지하며 VBP 리스크에 대한 시장의 우려를 해소할 것이다.



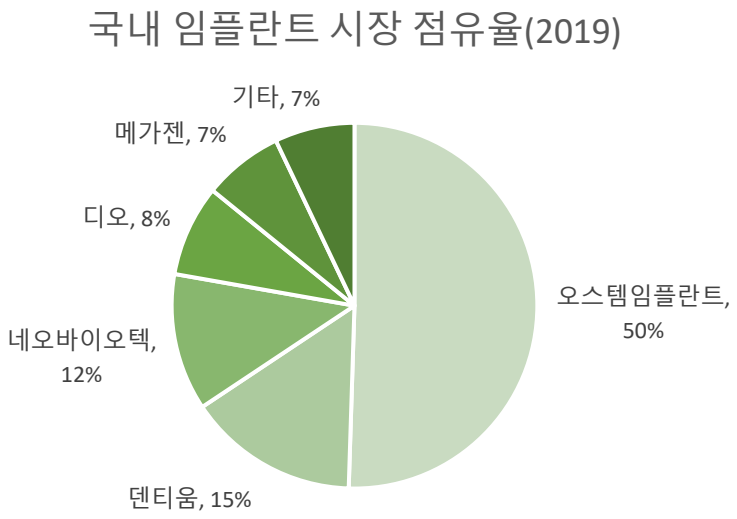
자료 : 덴티움, 자본시장연구회 5조

4. 투자 포인트

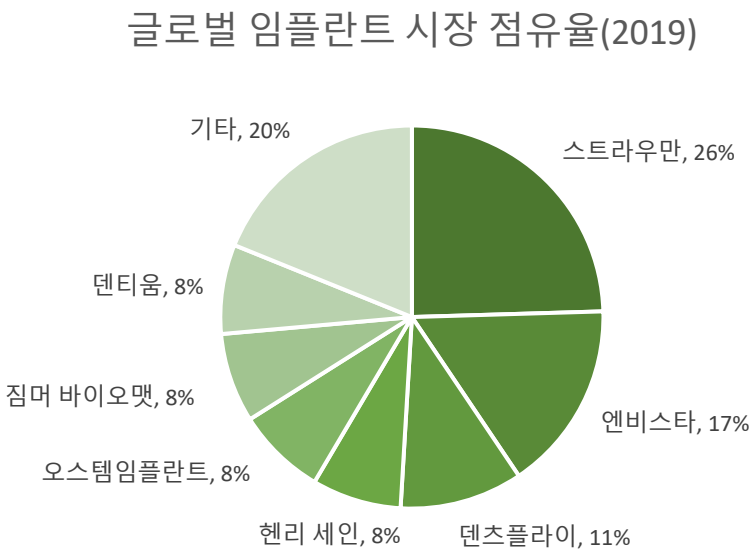
4.2. 제품 경쟁력

:매력적인 밸류 세그먼트 포지셔닝

덴티움은 국내 시장 점유율 1등주가 아니다(2021년 기준 MS: 오스템 임플란트 36% 덴티움 17%, 네오 12%, 디오 10%). 오히려 그 점이 더 매력적이다. 국내에서는 1등주 대비 저평가 받으며 낮은 PER에 거래되고 있지만, 신흥국으로 눈을 돌렸을 때, 덴티움의 강점은 부각된다.



자료 : 오스템임플란트, 자본시장연구회 5조



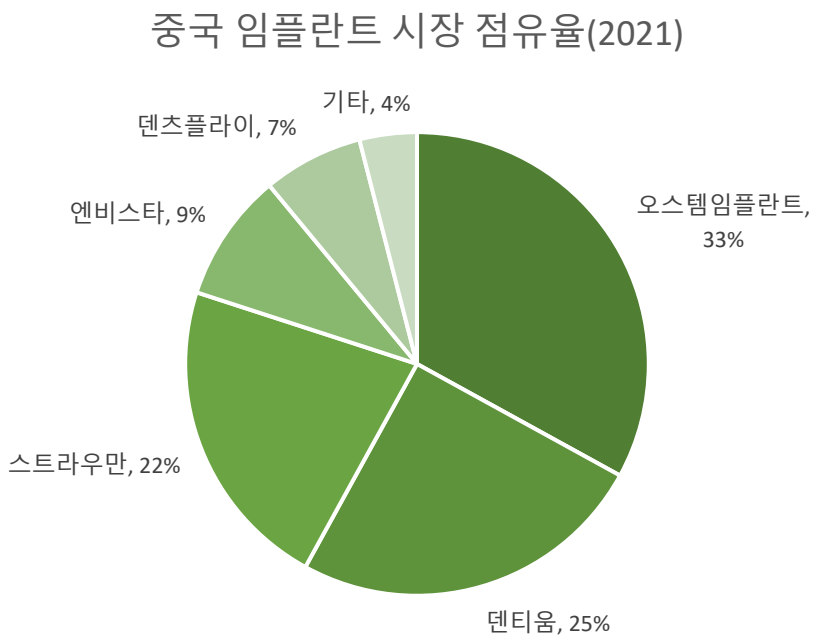
자료 : 스트라우만, 자본시장연구회 5조

4. 투자 포인트

4.2. 제품 경쟁력

:매력적인 밸류 세그먼트 포지셔닝

덴티움의 밸류 세그먼트 제품은 상대적으로 인당 소비력이 낮은 신흥국 시장에서도 저렴하다. 기존 임플란트 수술비 평균인 6000위안에서, 올해 9월 중국국가의료보장국이 고시한 의료수가 4500위안을 차감하면 소모품 가격은 예상 1000위안 초반대로, 1000위안을 소폭 하회하는 로컬 임플란트와 크게 차이가 나지 않는다. 게다가, 이는 현재 민간 병원향으로 공급되는 국내 임플란트 업체들의 판가와 유사한 수준이기에 ASP 하락으로 인한 충격 역시 우려보다 덜할 것으로 전망된다. VBP는 국내 업체 육성 목적의 정책적 방안이지만, 높은 비용과 긴 유지기간으로 인해 신중할 수밖에 없는 임플란트 시술의 특수성을 감안했을 때 18년의 장기 임상 데이터가 보증하는 덴티움의 골이식 안정성은 한국 밸류 세그먼트의 경쟁력을 더욱 강하게 만들 뿐이다. 게다가, 수요의 90%가량이 해외 임플란트 제품에 이미 편중되어 버린 중국의 시장 상황에서 로컬 제품이 판을 뒤엎는 데에는 긴 시간이 필요할 것으로 보인다



자료 : 덴티움, 자본시장연구회 5조

4. 투자 포인트

4.3. VBP로 인한 ASP 하락 대응방안

:딜러망 실드

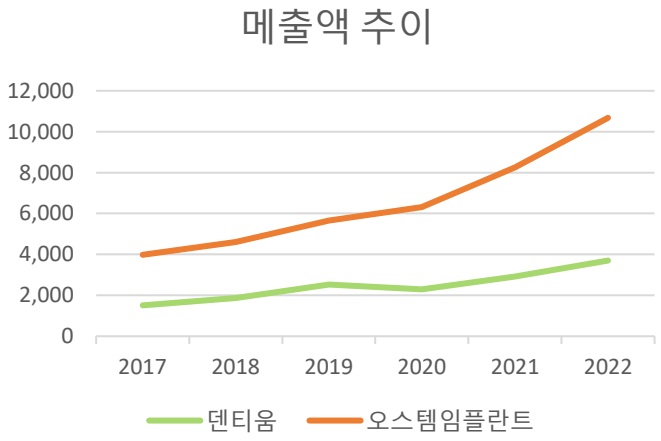
VBP에서의 단가 하락 위험도 통한 공급으로 하락 충격 완충(약 50% 이상)을 통해 해결할 수 있을 것이다. 공동입찰을 통한 단가하락을 최대 30%까지도 예측하지만, 이전의 VBP 사례(인슐린, 스텐트 등)를 고려했을 때, 제조사와 딜러사는 판가의 하락을 통상적으로 나눠서 부담한다. 경쟁사인 오스템임플란트의 직판 영업망은 민간향 공급에 있어서는 득이 될 수 있지만, 공공병원에 대한 공급에서의 판가 하락에 있어서는 하락분을 회사가 모두 부담하게 되는 악재로 작용할 위험이 있다. P 하락을 상회하는 Q 상승을 노리는 VBP 정책 하의 임플란트 투자에서 딜러망은 든든한 보험이다.

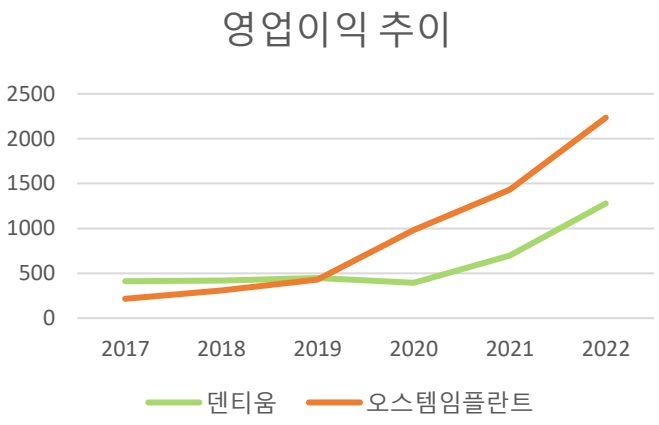
4. 투자 포인트

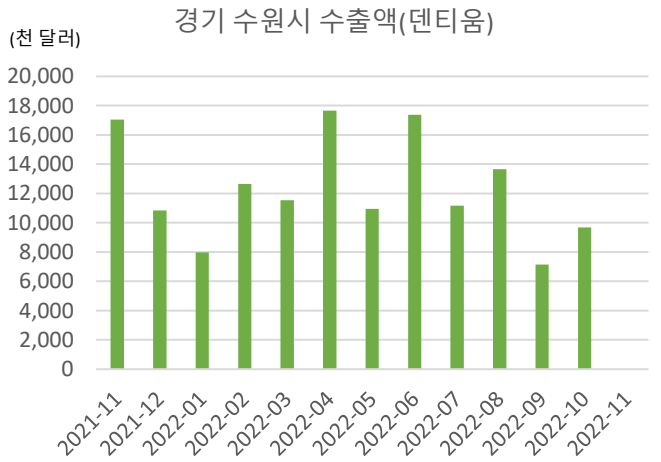
4.4.1. 두 기업 모두 펀더멘탈 양호하나,,,

오스템임플란트의 개별 사건이었던 횡령 사건과 산업 전체에 영향을 끼쳤던 중국 락다운, 러시아의 우크라이나 침략 등이 있었음에도 두 회사의 펀더멘탈은 여전히 튼튼합니다. 두 회사 모두 중국에 대한 노출도가 큰 만큼, 중국의 임플란트 시장이 성장함에 따라 수혜를 얻고 있는 셈입니다. 특히, VBP에 대한 우려가 컸던 이번 3분기에서도 덴티움은 매출액은907억원(+27.4% y-y, -6.2% q-q), 영업이익337억원(+123.3% y-y, -4.2% q-q)으로 컨센서스 대비 매출액 부합, 영업이익12% 상회하는 실적을 냈습니다.

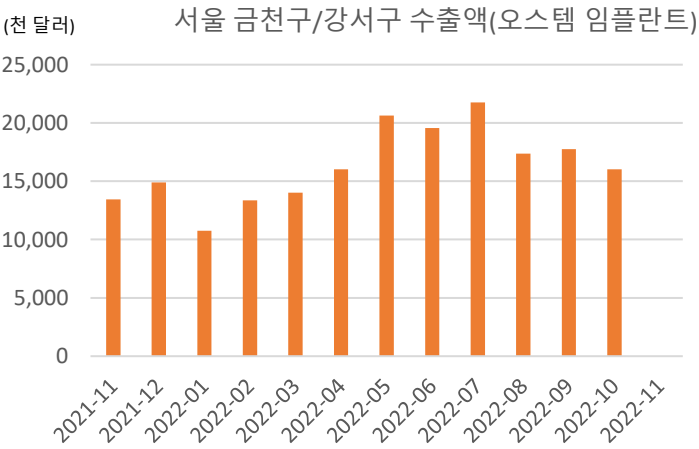
오스템임플란트 역시 매출액2,796억원(+31.1% y-y, +5.3% q-q), 영업이익557억원(+57.0% y-y, -1.3% q-q) 기록하며 각각 컨센서스3.5%, 5.8% 상회하는 양호한 실적을 냈습니다.







자료 : 관세청, 자본시장연구회 5조



자료 : 관세청, 자본시장연구회 5조

4. 투자 포인트

4.4.2. 오스템임플란트의 오버행이슈

오스템임플란트는 2020년 10월 29일 전환사채 500억을 발행하였습니다. 3분기 보고서(11월 14일)에 따르면, 전환가능 주식수는 1,290,788 주로 발행주식수인 14,285,717 주의 약 9% 희석분이 생길 수 있는 양입니다. 전환가액은 38,736원으로 현재 주가대비 현저히 낮습니다.

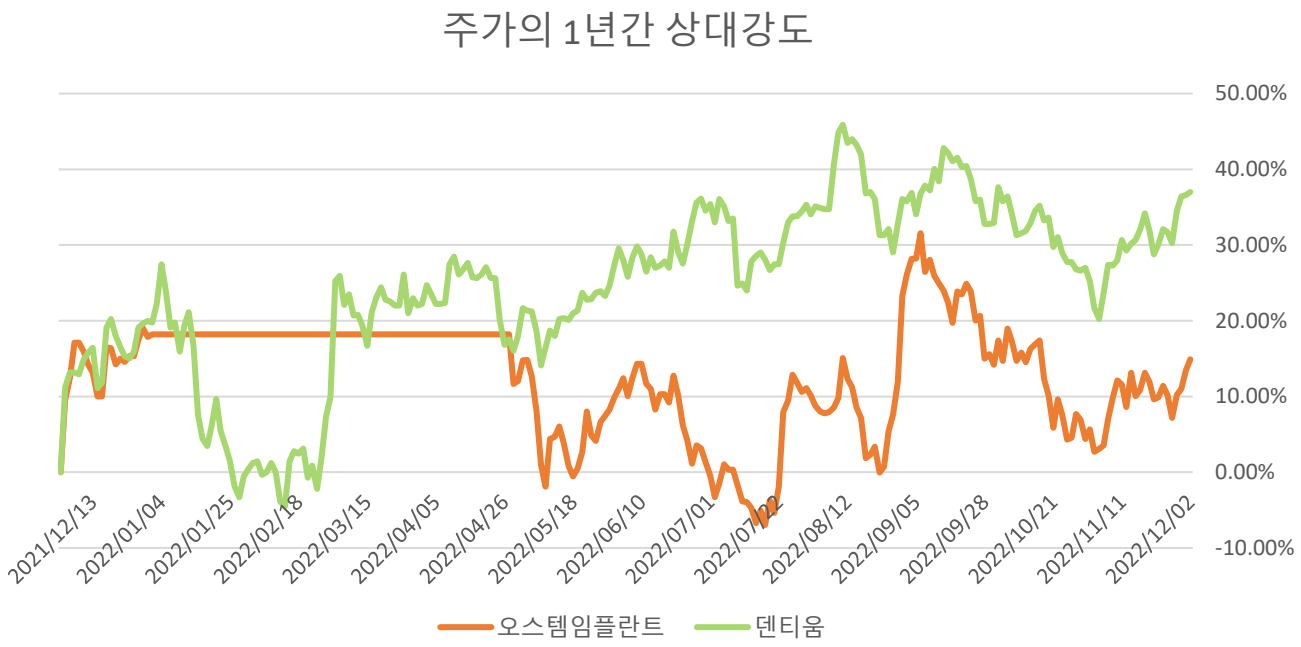
추가적으로 해당 전환사채는 10/29일부터 전환 가능하며 최대주주 지분 제외 60%인 77만주는 주당 행사가액 38,736원 고려 시 전량 매각도 가능하기 때문에 수급에 악영향으로 작용할 전망입니다.

구분	제 7회 전환사채
사채의 명칭	무기명 무이권부 무보증 사모전환사채
사채의 권면총액	50,000,000천원
발행일	2020.10.29
만기일	2025.10.29
액면이자율	0%
보장수익율	0%
원금상환방법	만기 일시상환
조기매도 청구권 (Call Option)(주1)	발행회사 및 발행회사가 지정하는 자는 발행일로부터 12개월이 경과하는 날부터 29개월이 되는 날까지 매 1개월마다 청구 가능. 사채권자가 인수한 본 사채의 최초 권면총액의 40%를 초과하여 콜옵션을 행사할 수 없음. (조기매도 행사금액 : 연복리 1.0%)
조기상환 청구권 (Put Option)	발행일로부터 2년 6개월이 경과하는 날 및 이후 매 3개월 마다 청구 가능
전환사채의 전환가액	당분기말 현재 주당 38,736원 (일정조건시 전환가액 조정)
전환가능 주식수	1,290,788주

자료 : 오스템임플란트, 자본시장연구회 5조

4. 투자 포인트

4.4.3 오스템임플란트의 신뢰도 문제



두 주식의 주가 추이의 차이는 결국 신뢰의 문제에서 발생했다고 봅니다.

높은 매출액을 근거로 오스템임플란트의 주가가 덴티움 주가대비 2020년 후반부터 아웃퍼폼(outperform)하기 시작했지만 2021년에 오스템임플란트의 횡령 사건이 터지면서 두 주식의 주가 퍼포먼스가 달라지기 시작했기 때문입니다.

그도 그럴 것이, 횡령 금액이 2215억 원으로 오스템임플란트 자본금의 108.18%에 달하는 금액이었습니다. 당시 사건이 터졌을 때만 해도 '시가총액 조단위의 기업이 어떻게 이런 일이 생길 수 있었느냐?'는 반응이 다수였습니다.

'투자주의환기'종목으로 지정되었기에 패시브펀드 등에서 대량의 매도가 나왔을 것입니다. 특히, ESG를 중시하는 분위기 하에서 횡령 사건에 대해 더욱 더 민감하게 반응하였을 것이라고 생각합니다. 현재 자금상시감사, 내부통제프로세스 강화, 본사 본부별 감사, 사전 예방조치 강화 등 재발방지를 위한 방안들을 마련하고 있는 상황이지만 시장의 신뢰를 되찾아 오기에는 시간이 필요해 보입니다.

5. Valuation

5.1 WHY DCF Method ?

덴티움의 Valuation 방법으로 DCF Method를 사용하였습니다. 동종 기업들이 많아 Peer PER Method로 Valuation을 진행할 수도 있었습니다. 하지만, 전례 없는 급격한 금리 상승기 속에서 현금의 중요성이 커질 것이라고 생각하였기에 미래의 현금흐름을 할인하는 방식인 DCF Method로 접근하게 되었습니다. 또한 제조업을 영위하는 기업으로 지속적인 CAPEX 투자가 이뤄지는 기업이기에 현금흐름의 중요성은 더 커질 것으로 생각하였습니다.

5.2 매출액 추정

5.2.1 중국 매출액 추정

	Historical Year					Project Year					
	2017	2018	2019	2020	2021	**2022E**	**2023E**	**2024E**	**2025E**	**2026E**	**2027E**
중국 매출액 (십 억, Yoy)	**47**	**70**	**103**	**114**	**168**	**207**	**251**	**322**	**412**	**527**	**675**
	40.547%	48.626%	46.698%	10.813%	47.777%	**23.335%**	**21.270%**	**29.979%**	**26.635%**	**29.799%**	**26.204%**

중국의 매출액은 보수적으로 점유율이 그대로라는 가정하에 5개년 이동평균을 적용했습니다. 하지만, 현재까지도 Zero COVID 정책을 고수하고 있기에 그에 대한 보정이 필요하다고 생각하였고 2022E, 2023E에 중국의 경제성장률이 하락한 만큼 적용해주었습니다. 2024E부터는 중국도 코로나의 영향에서 벗어날 것으로 예상하지만, 보수적 추정을 위하여 2022E, 2023E를 포함한 5개년 이동평균을 사용하였습니다.

5. Valuation

5.2.2 러시아 포함 기타 매출액 추정

	Historical Year					Project Year					
	2017	2018	2019	2020	2021	**2022E**	**2023E**	**2024E**	**2025E**	**2026E**	**2027E**
러시아포함 기타 매출액 (십 억, Yoy)	51	65	90	52	61	**96**	**105**	**115**	**127**	**139**	**153**
	36.60%	27.07%	37.45%	-42.15%	17.06%	**57.03%**	**15.21%**	**15.21%**	**15.21%**	**15.21%**	**15.21%**

러시아는 덴티움이 고속 성장을 할 수 있는 또 다른 지역이었지만, 러시아의 우크라이나 침략이후 주요시장으로의 지위를 잃어가고 있다고 판단하였습니다. 현재도 판매가 이뤄지고 있으며, 성장이 진행중이지만 지속해서 러시아 시장에서 판매를 영위할 수 있을지에 대한 의문이 들었습니다. 따라서, 명확한 추정을 하기 어려워 러시아 시장에서 폭발적으로 성장한 2022E을 제외한 2023E부터는 5개년 평균성장율(15.21%)만큼 Flat 하게 성장한다고 가정하였습니다. 러시아 시장에서 완전한 철수가 이뤄지는 것이 아니라면, 더 높은 매출액을 기대하셔도 괜찮을 것 같습니다.

5.2.3 내수 매출액 추정

	Historical Year					Project Year					
	2017	2018	2019	2020	2021	**2022E**	**2023E**	**2024E**	**2025E**	**2026E**	**2027E**
내수 매출액 (십 억, Yoy)	52	51	60	61	63	**74**	**77**	**79**	**82**	**85**	**89**
	6.61%	-2.24%	17.84%	2.43%	1.72%	**18.13%**	**3.72%**	**3.72%**	**3.72%**	**3.72%**	**3.72%**

내수는 이미 임플란트 시술이 성숙한 시장으로 판단되고 있습니다. 그래서 2023E부터는 2017년부터 2021년 까지의 연평균 성장률(CAGR)을 사용하였으며 2023E부터는 Flat하게 성장한다고 추정하였습니다.

5. Valuation

5.2.4 총 매출액

	Historical Year					Project Year					
	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
총매출액(십 억)	151	186	253	227	292	**377**	**433**	**517**	**621**	**752**	**917**
	25.50%	23.67%	35.56%	-10.03%	28.29%	**29.25%**	**14.93%**	**19.30%**	**20.21%**	**21.07%**	**21.88%**

중국, 러시아 포함 기타, 내수 매출액의 합을 한 총 매출액은 다음과 같습니다.

5.3 매출원가 추정

	Historical Year					Projected Year					
	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
COGS 매출원가	44	56	85	87	98	**118**	**138**	**169**	**208**	**252**	**306**
Growth (YoY)	19.82%	26.16%	53.04%	2.29%	13.14%	**20.32%**	**16.88%**	**22.33%**	**22.96%**	**21.08%**	**21.45%**
of Cost	40.05%	38.48%	40.88%	45.73%	44.38%	**48.44%**	**48.22%**	**47.27%**	**47.62%**	**46.86%**	**47.42%**
of Revenue	29.23%	29.81%	33.65%	38.26%	33.74%	**31.41%**	**31.57%**	**32.04%**	**32.48%**	**32.25%**	**31.95%**

매출원가는 매출액에서 차지하는 비율을 이용하여 추정하였습니다. 매출원가는 큰 변동 없는 모습을 보여주고 있습니다. 따라서, 코로나로 인해 매출원가가 급증하는 2020년을 제외한 5개년 이동평균을 이용하여 추정하였습니다.

5. Valuation

5.4 판매비와 관리비 추정

	Historical Year					Projected Year					
	2017	2018	2019	2020	2021	**2022E**	**2023E**	**2024E**	**2025E**	**2026E**	**2027E**
SG&A 판매관리비	66	89	123	103	123	**126**	**149**	**189**	**229**	**286**	**339**
Growth (YoY)	20.36%	34.75%	38.41%	-16.04%	19.45%	**2.22%**	**17.91%**	**27.04%**	**21.28%**	**24.82%**	**18.76%**
종업원 급여	15.73%	15.69%	14.70%	13.86%	12.04%	**10.80%**	**10.73%**	**11.18%**	**11.72%**	**11.30%**	**11.15%**
감가상각비	1.08%	1.00%	2.98%	3.83%	2.74%	**1.34%**	**1.46%**	**1.71%**	**2.05%**	**1.86%**	**1.68%**
무형자산 상각비	0.61%	0.39%	0.22%	0.27%	0.25%	**0.26%**	**0.22%**	**0.22%**	**0.25%**	**0.24%**	**0.24%**
지급수수료	3.94%	4.40%	4.29%	6.76%	5.60%	**3.43%**	**3.47%**	**3.81%**	**4.12%**	**4.08%**	**3.78%**
기타경비	22.38%	26.19%	26.47%	20.70%	21.66%	**17.61%**	**18.02%**	**18.80%**	**19.36%**	**19.09%**	**18.58%**

%는 매출액에서 차지하는 비율을 나타냄.

판매비와 관리비의 경우 5개년 이동평균을 전제로 각 비용별로 특수한 상황을 적용시켜 주었습니다.

1. 종업원 급여의 경우 중국의 Zero COVID 정책이 이어지면서 하락하는 모습을 보이고 있습니다. 중국에서 발생하는 매출액은 총매출액에서 약 50%를 차지하고 있습니다. 2022E서는 매출액 추정에서 중국경제성장률이 하락했던 만큼 가감했던 방식을 적용하였습니다. 그 결과 종업원 급여가 매출액에서 차지하는 비율이 약 25% 하락할 것으로 추정하였으면 이는 2022E 모든 비용 계정에 적용되었습니다.

2. 감가상각비와 지급수수료의 경우 코로나로 인해 급증한 2022년을 제외한 이동평균을 이용하여 추정하였습니다.

3. 무형자산상각비와 기타경비의 경우 5개년 이동평균을 이용하여 추정하였습니다.

4. 중국의 Zero COVID 정책은 2023년 3월부터 점진적으로 완화될 것으로 기대되고 있기에 2023E, 2024E 초반까지도 판매비와 관리비의 비율 하락이 있을 것으로 추정하여 적용해주었습니다.

5. Valuation

5.5 CAPEX추정

	Historical Year					Projected Year					
	2017	2018	2019	2020	2021	**2022E**	**2023E**	**2024E**	**2025E**	**2026E**	**2027E**
Revenue	151	186	253	227	292	**377**	**438**	**528**	**641**	**781**	**958**
Capex	49	41	147	10	18	**55**	**54**	**56**	**39**	**44**	**50**
Growth (YoY)	88.10%	-16.15%	261.45%	-93.52%	89.69%	**204.39%**	**-1.70%**	**4.06%**	**-30.09%**	**12.42%**	**12.26%**
of Revenue	32.21%	21.84%	58.23%	4.19%	6.20%	**14.59%**	**12.33%**	**10.65%**	**6.14%**	**5.66%**	**5.18%**

5.5.1 유형자산투자액 추정

	Historical Year					**Projected Year**					
(유형자산 투자비용)	48	40	147	9	18	**55**	**54**	**56**	**39**	**44**	**49**
토지의 취득	32	10	-4	0	1	**8**	**3**	**2**	**3**	**3**	**4**
건물의 취득	6	21	124	0	-4	**29**	**34**	**37**	**19**	**23**	**28**
기계장치의 취득	6	5	14	7	13	**9**	**10**	**11**	**10**	**10**	**10**
차량운반구의 취득	0	0	1	1	0	**2**	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**
공구와기구의 취득	0	0	1	0	0	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
비품의 취득	1	1	2	0	2	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**
시설장치의 취득	1	0	0	0	1	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
금형의 취득	2	2	5	0	5	**3**	**3**	**3**	**3**	**3**	**3**
사용권자산의 취득(건물)			3	2	0	**2**	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**
사용권자산의 취득(차량)			0	0	0	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**

유형자산투자액은 건설중인 자산의 대체액을 포함한 금액으로 추정하였으며 5개년 이동평균을 이용하여 추정하였습니다. 2022E에 2021년에 비해 급등한 Capex 금액을 볼 수 있습니다. 하지만, 과거의 매출액에서 차지하는 Capex 비율을 보면 낮은 비율이란 것을 확인할 수 있기에 그대로 적용해주었습니다.

5. Valuation

5.5.2 무형자산투자액 추정

	Historical Year					Projected Year					
	2017	2018	2019	2020	2021	**2022E**	**2023E**	**2024E**	**2025E**	**2026E**	**2027E**
(무형자산 투자비용)	0	0	0	0	1	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
of Revenue	0.13%	0.20%	0.19%	0.09%	0.18%	**0.10%**	**0.10%**	**0.08%**	**0.06%**	**0.06%**	**0.04%**
영업권	0		0	0		**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
산업재산권	0	0	0	0	0	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
정부보조금 (특허권)	0	0		0	0	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
기타의 무형자산	0	0	0	0	1	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**

무형자산투자액은 5개년 이동평균을 이용하여 추정하였습니다.

5.6 D&A 추정

	Historical Year					Projected Year					
	2017	2018	2019	2020	2021	**2022E**	**2023E**	**2024E**	**2025E**	**2026E**	**2027E**
Depreciation (감가상각비)	4	4	13	14	12	**14**	**16**	**18**	**20**	**22**	**25**
Growth (YoY)	27.77%	6.85%	201.97%	7.79%	-10.75%	**15.62%**	**15.94%**	**13.24%**	**11.18%**	**10.09%**	**9.75%**
of Revenue	2.59%	2.24%	4.98%	5.97%	4.15%	**3.71%**	**3.70%**	**3.48%**	**3.19%**	**2.88%**	**2.58%**
Amortization	1	1	1	1	1	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Growth (YoY)	10.45%	-18.48%	-28.68%	7.68%	19.78%	**-63.95%**	**17.04%**	**14.33%**	**13.23%**	**12.62%**	**9.66%**
of Revenue	0.65%	0.43%	0.23%	0.27%	0.25%	**0.07%**	**0.07%**	**0.07%**	**0.06%**	**0.06%**	**0.05%**

건물	39
기계장치	10
차량운반구	6
공구와기구	7
비품	5
시설장치	8
금형	5
산업재산권	8
기타의무형자산	8

사업보고서에 있는 내용연수 기간을 참고하여 정액법으로 감가상각 해주었습니다.

5. Valuation

5.7 NWC 추정

	Historical Year					Projected Year					
Change in Net Working Capital	16	40	43	-26	10	**34**	**31**	**35**	**46**	**60**	**98**
% of Change in Revenue	52.72%	112.08%	65.59%	104.42%	15.28%	**40.27%**	**49.92%**	**38.52%**	**40.61%**	**42.71%**	**55.52%**
Accounts Receivable(+)	54	84	112	92	83	**149**	**176**	**206**	**242**	**290**	**370**
Inventories (+)	35	46	67	56	76	**51**	**57**	**65**	**78**	**96**	**121**
Accounts Payable(-)	6	8	13	8	10	**15**	**18**	**22**	**25**	**31**	**39**
Net Working Capital	83	123	166	140	150	**184**	**215**	**249**	**295**	**355**	**453**

5.8 WACC 추정

DCFMethod를 사용하고 있기에 주주요구수익률을 통한할인이 있어야 합니다. 주주요구 수익률을 도출하기 위한 3가지 지표는 무위험수익률, 시장기대수익률, 동사의Beta입니다. 무위험수익률은 투자기간과 동일시하기위해 국고채 5년물의 수익률 3.69%를 사용하였다. 시장기대수익률은 미국시장 기대수익률에 우리나라 리스크 프리미엄을 더한 6.83%로 추정하였습니다.

Key Assumptions	
Equity Risk premium	
	6.83%
Risk Free Rate	**3.69%**
91-day CD	4.03%
3-Yr KR Bond	3.66%
5-Yr KR Bond	**3.69%**

5. Valuation

5.8 WACC 추정

Comparable Companies	# of Shares	Market Cap (백만 원)	Interest Bearing Debt 2022 3st (백만 원)	Statutory Tax Rate	D/E Ratio	Levered Beta	Unlevered Beta
Straumann	158,890,000	NT$ 24,550,092	NT$ 976,708	8.50%	3.978%	1.13	1.09
Align Technology	78,110,000	NT$ 20,023,965	NT$ 159,121	21.00%	0.795%	1.68	1.67
Dentsplysirona	214,910,000	NT$ 9,083,850	NT$ 2,813,361	21.00%	30.971%	0.95	0.76
디오	17,330,715,000	NT$ 306,500	NT$ 123,300	24.20%	40.228%	1.14	0.87
오스템 임플란트	14,286,000	NT$ 1,648,800	NT$ 428,200	24.20%	25.970%	0.61	0.51
바텍	49,416,925	NT$ 476,800	NT$ 28,400	24.20%	5.956%	1.04	1.00
덴티움	8,624,000	NT$ 975,200	NT$ 202,600	24.20%	20.8%	1.00	0.86
Average					**18.4%**	**1.08**	**0.97**

Beta의 경우 상장한지 5년 이상이 된 기업이기에 회귀분석을 통한Beta를 사용하여도 된다고 판단하였으나, 수시로 변하는 D/E ratio에 따라 바뀌는 Beta와 WACC으로 Valuation이 적절하지 않을 것으로 판단하였습니다. 업계 평균적 D/E ratio로 수렴할 것이란 가정하에 업계대표 Peer그룹을 선정 하여 추정하였습니다. 그 결과 D/E ratio는 18.4%를 목표치로 Unlevered Beta는 0.97로 목표치로 하였습니다.

COD를 위한 Credit Spread는 사무/무보증 A+(5년)의 금리인 6.268%를 이용하였습니다. 덴티움은 회사채 발행을 한 적이 없습니다. 대신 동종기업인 오스템임플란트가 발행한 3년물 사모사채의 금리를 이용하여 추정하였습니다.

1) Cost of Debt : $k_d = [R_f + \text{Credit Spread}]*(1-t)$

5. Valuation

5.8 WACC 추정

Cost of Equity	Risk Free Rate	Levered Beta	Risk Premium
	3.69%	1.08	6.83%
Cost of Equity	**11.05%**		

Cost of Debt	Risk Free Rate	Credit Spread	Statutory Tax Rate
	3.69%	6.27%	24.2%
Pre-Tax Cost of Debt			
Pre-Tax Cost of Debt	9.96%		
After-Tax Cost of Debt	**7.55%**		

WACC	Common Equity		Total Debt
	82.80%		17.20%
Cost of Capital	11.05%		7.55%
Portion(Current)	82.80%		17.20%
Cost of Capital	11.05%		7.55%
Portion(Target)	84.47%		15.53%
Weighted Average Cost of Capital(Current)	10.45%		
Weighted Average Cost of Capital(Target)	**10.51%**		

Beta의 경우 상장한지 5년 이상이 된 기업이기에 회귀분석을 통한Beta를 사용하여도 된다고 판단하였으나, 수시로 변하는 D/E ratio에 따라 바뀌는 Beta와 WACC으로 Valuation이 적절하지 않을 것으로 판단하였습니다. 업계 평균적 D/E ratio로 수렴할 것이란 가정하에 업계대표 Peer그룹을 선정 하여 추정하였습니다. 그 결과 D/E ratio는 18.4%를 목표치로 Unlevered Beta는 0.97로 목표치로 하였습니다.

COD를 위한 Credit Spread는 사무/무보증 A+(5년)의 금리인 6.268%를 이용하였습니다. 덴티움은 회사채 발행을 한 적이 없습니다. 대신 동종기업인 오스템임플란트가 발행한 3년물 사모사채의 금리를 이용하여 추정하였습니다.

5. Valuation

5.9 적정주가 도출

	Historical Year					Projected Year					
	2017	2018	2019	2020	2021	**2022E**	**2023E**	**2024E**	**2025E**	**2026E**	**2027E**
EBIT	41	42	45	37	70	**132**	**151**	**170**	**204**	**244**	**312**
Less : Adjusted Tax	9	9	9	8	15	**28**	**32**	**36**	**43**	**51**	**66**
NOPLAT	32	33	35	29	55	**105**	**120**	**134**	**161**	**192**	**247**
Plus : D&A	5	5	13	14	13	**14**	**17**	**19**	**21**	**23**	**25**
Less : CAPEX	49	41	147	10	18	**55**	**54**	**56**	**39**	**44**	**50**
Less : Change in NWC	16	40	43	-26	10	**34**	**31**	**35**	**46**	**60**	**98**
Unlevered Free Cash Flow	-28	-43	-142	60	40	**30**	**51**	**62**	**97**	**111**	**124**
Discount year					0.00	**0.08**	**1.08**	**2.08**	**3.08**	**4.08**	**5.08**
Discount factor (x)					1.00	**0.99**	**0.90**	**0.81**	**0.73**	**0.66**	**0.60**
PV of Unlevered Free Cash Flow					40	**29**	**46**	**51**	**71**	**74**	**75**
Cumulative PV					40	**29**	**75**	**126**	**197**	**271**	**346**

5. Valuation

5.9 적정주가 도출

Final Projected Year	
	2027E
EBIT	312
Less : Adjusted Tax	66
NOPLAT	247
Plus : D&A	25
Less : CAPEX(Tangible& Intangible)	50
Less : Change in Net Working Capital	98
Unlevered Free Cash Flow	124

Key Assumption	
WACC	10.51%
Perpetual Growth Rate	2.00%

Terminal Value	
	Perpetual Growth
Terminal Value	1,436
PV of Terminal Value	864

DCF Summary	
	Perpetual Growth
PV of Projected Unlevered Free Cash Flow	346
PV of Terminal Value	897
Enterprise Value	1,243
Terminal Value as % of Enterprise Value	72.18%
Less : Net Debt	117
Equity Value	1,126
	130.582

5. Valuation

5.9 적정주가 도출

TV선정에 있어 영구성장률을 2%로 주었습니다. 경기침체를 반영하고 있는 내년 한국의 예상 경제성장률인 1.7% 반올림하여 2%로 사용하였습니다. 위를 바탕으로 추정한 덴티움의 적정주가는 131,000원입니다.

2022년 12월 2일의 덴티움의 주가는 88,900원으로 상승여력 약 47%, 투자의견 Buy 제시합니다.

5.9.1 Sensitivity Analysis

	Terminal Value	Perpetual Growth Rate				
		1.50%	1.75%	2.00%	2.25%	2.50%
	9.51%	1,576	1,631	1,690	1,752	1,819
	10.01%	1,484	1,533	1,584	1,639	1,698
WACC	10.51%	1,401	1,445	1,491	1,540	1,592
	11.01%	1,328	1,367	1,408	1,452	1,498
	11.51%	1,261	1,297	1,334	1,374	1,415

	Implied EV	Perpetual Growth Rate				
		1.50%	1.75%	2.00%	2.25%	2.50%
	9.51%	1,349	1,384	1,420	1,460	1,502
	10.01%	1,264	1,294	1,326	1,360	1,396
WACC	10.51%	1,189	1,215	1,243	1,272	1,304
	11.01%	1,122	1,145	1,169	1,195	1,222
	11.51%	1,062	1,082	1,103	1,126	1,150

	Equity Value	Perpetual Growth Rate				
		1.50%	1.75%	2.00%	2.25%	2.50%
	9.51%	1,232	1,267	1,303	1,343	1,385
	10.01%	1,147	1,177	1,209	1,243	1,279
WACC	10.51%	1,072	1,098	1,126	1,156	1,187
	11.01%	1,005	1,028	1,052	1,078	1,105
	11.51%	945	965	987	1,009	1,033