

‘레이’스는 이제 시작

2024E EPS 3,828원에 Target PER 19.25x를 적용한 73,700원을 목표 주가로 제시한다. 국내에서 유일하게 ‘토탈솔루션’을 갖춘 동사는 디지털 덴티스트리가 필요한 치과에 가장 매력적인 선택지이다. 동사와 함께라면 치과의사들은 확실한 실력 향상과 더 많은 환자를 받을 수 있고, 동사는 폭발적인 성장이 자명한 중국 시장에서 소위 실력 좋은 치과 의사를 ‘양산’해낼 준비를 마쳤다. 온 세상의 치과를 디지털화하고, 사람들에게 건치미소를 선물하며 성장할 레이의 레이스를 따라가보자.

Point 1. VBP(Volume Based Purchase)가 불러올 중국 ‘치과 쇼티지’

대륙의 14억 인구가 치과로 달려가고 있다. VBP의 도입으로 반값이 된 임플란트 때문이다. 반값 임플란트는 중국의 임플란트 수요를 폭증시키고 있으나 현재의 구강 의료 여건으로는 이를 감당할 수 없다. 레이는 치과의의 역량과 생산성을 높여주는 핵심적인 솔루션을 판매하며 중국 ‘치과 쇼티지’의 기회를 놓치지 않기 위해 전열을 가다듬고 있다. 거대한 중국 시장의 구조적 성장 앞에서, 보란 듯이 준비된 상태로 기다린 동사의 모습을 집중 탐구한다.

Point 2. 게임체인저, 레이페이스

레이페이스는 디지털 덴티스트리 판을 뒤흔들고 있으며 이것은 '23년 세계 덴탈 박람회 IDS에서 여실히 드러났다. 치과뿐만 아니라 성형외과까지 동사에게 러브콜을 보내는 상황에서 도대체 왜 수많은 기업과 딜러들이 레이페이스에 주목하고 있는지 알아보자. 레이페이스의 근거 있는 자신감을 바탕으로, '22년 판매량 180대에서 '23년 3,000대, '24년 8,918대로 증가할 것이라고 제시한다.

추정 손익계산서 (단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	73,108	55,205	90,336	128,998	214,325	391,116	543,448
YoY (%)		-24.5%	63.6%	42.8%	66.1%	82.5%	38.9%
디지털 치료 솔루션	30,858	19,905	36,140	41,857	48,097	63,827	83,834
디지털 진단 시스템	42,250	35,300	54,197	78,501	112,227	148,929	195,614
레이 페이스	0	0	0	8,640	54,000	178,360	264,000
매출원가	38,538	28,603	58,351	66,458	105,797	183,075	252,356
매출총이익	34,570	26,602	31,985	62,540	108,528	208,040	291,093
GPM (%)	47.3%	48.2%	35.4%	48.5%	50.6%	53.2%	53.6%
판매비와관리비	21,710	22,021	28,598	46,334	66,382	109,846	147,591
영업이익	12,860	4,581	3,387	16,206	42,146	98,195	143,502
OPM (%)	17.6%	8.3%	3.7%	12.6%	19.7%	25.1%	26.4%
기타손익	66	232	-2,669	-1,330	-1,438	-1,438	-1,438
금융손익	353	3,978	-3,233	-4,182	-4,342	-5,300	-5,300
관계기업투자손익	0	74	-47	873	0	0	0
법인세비용차감전순이익	13,279	8,865	-2,562	11,567	36,367	91,457	136,764
법인세비용(수익)	1,725	961	-2,821	-3,509	8,801	22,133	33,097
당기순이익(손실)	11,555	7,904	259	15,076	27,566	69,324	103,667
지배기업소유주지분	11,555	7,904	-2,434	15,076	24,478	61,558	77,174
비지배지분	0	0	2,693	0	3,088	7,766	26,493

Rating

Strong Buy

목표주가: 73,700 원
현재주가: 34,550 원
상승여력: 113%

12M 추가추이

시가총액 5,177 억원



B/S data (2022)

자산 총계 2,222 억원
부채 총계 1,059 억원
자본 총계 1,163 억원

Earning data

Consensus PER ('23F) 19.53x
Implied PER ('23F) 21.40x
Consensus EPS ('23F) 1,698 원
추정 EPS ('23F) 3,828 원

주요 주주

레이홀딩스 외 8인 30.45%
국민연금공단 7.02%
미래에셋자산운용 5.92%

SMIC 1 팀

팀장 46 기 김준성
팀원 46 기 박재현
46 기 이동현
47 기 김진형
47 기 안유리

CONTENTS

1. 치과의사 김원장 되어보기 - 산업분석	03
2. 아~ 해보레이~ - 기업분석	06
3. 중국의 치과 쇼티지, 레이 First - 투자포인트 1	09
4. 레이페이스, 페이스 올려 - 투자포인트 2	18
5. 매출 추정	22
6. Valuation - Peer PER Method	25
7. Appendix	31

1. 치과의사 김원장 되어보기 - 산업분석

치과의사가 '손기술'만 좋아야 했던 시대는 지났다. 의료 기기의 발전은 치과 치료 전 과정에서 치과의사의 역량을 강화하고, 치과의 생산성을 개선했다. 나아가 각 치료과정을 유기적으로 연결시켜 강력한 시너지를 발생시켰고, 우리는 이러한 치과 치료 과정의 혁신을 '디지털 덴티스트리'라고 부른다.

1.1. 치과의사 되어보기

치과치료 과정

- 1) 스캔(Scan)
- 2) 디자인(Design)
- 3) 제작(Make)

치과 치료 과정은 크게 3가지로 구분할 수 있다. 첫째는 진단(Scan)으로 치과의사는 환자의 치아상태를 객관적으로 파악해야 한다. 둘째는 디자인(Design)으로 수술 가이드에 필요한 모형과 치료에 필요한 보형물의 모양을 디자인하는 과정이 필요하다. 마지막으로 제작(Make)인데, 디자인 과정에서 설계된 각종 모형물을 제작하는 과정을 말한다. 이처럼 크게 세 부분으로 치과 치료 과정을 구분할 수 있으며, 각 단계에서 치과의사들은 의료기기의 도움을 받아 환자를 치료하게 된다.

그림 1-1. 치과 치료 프로세스

진단(Scan)	디자인(Design)	제작(Make)	치료명
육안 관찰	임플란트 시술 보조 모형 디자인	임플란트 시술 보조 모형 제작	임플란트
2D X - ray	임플란트 임시 치아 디자인	임플란트 임시 치아 제작	
3D CBCT	임플란트 치아 디자인	임플란트 치아 제작	
구강스캐너 3D	총치 치료용 보철 디자인	총치 치료용 보철 제작	총치
	교정기 디자인	교정기 제작	교정

출처: SMIC 1팀

*SMIC치과 김원장의 임플란트 수술 과정을 관찰하며
디지털 덴티스트리가 치과를 어떻게 변화시켜왔는지 이해해보자*

① 하나 둘 셋. 찰칵! - 진단(Scan)

2D X-ray -> 3D CBCT로
전환되며 정교한 진단

김원장은 최근 'CBCT' 장비와 '구강스캐너'를 도입했다. 과거에는 구강구조를 파악하기 위해 2D X-ray 화면에만 의존하였지만, 이제 CBCT 장비로 3D CT영상을 활용하여 더욱 정교하게 진단할 수 있게 되었다. 내원한 환자의 치아 본을 뜨는 대신 구강스캐너를 사용하니 빠르고 정확한 것은 물론, 더 이상 환자들의 불평을 듣지 않을 수 있어 크게 만족했다.

② 디자인, 이제 AI에게 맡겨- 디자인(Design)

디지털 프로그램을
활용한 직접 설계로
정확하고 빠른 시술 가능

환자의 구강 상태를 완벽히 파악했다. 이제 환자의 구강 상태에 정확히 들어맞는 보철을 디자인하고, 적합한 각도로 임플란트를 식립할 차례이다. 과거에는 본 뜬 석고를 바탕으로 임플란트를 외주하였지만, AI CAM/CAD 프로그램이 구강스캐너로 얻은 데이터를 바탕으로 임플란트와 수술 가이드를 단순간에 설계해주어 편리하고 정확한 식립이 가능해졌다.

③ 보철 제작도 치과 안에서 - 제작(Make)

치과 내에서 모든 과정을 한다면 한 번 방문에 수술도 가능

인공치아 디자인과 수술 가이드를 설계하고 나면, 수술 가이드를 담은 치아 모형과 환자의 치아 상태에 따라 크라운, 필요시 임시치아를 제작해야 한다. 기존 SMIC치과에서는 임시치아와 치아모형, 크라운의 디자인과 제작 모두 치기공소에 외주 맡겼다. 하지만 도입한 3D 프린터를 통해 임시치아와 치아 모형을 바로 출력하고, 밀링기를 통해 크라운(인공치아)를 자체 제작하니, One - Stop으로 진료 당일에 임플란트 식립했다.

그림 1-2. 진단(Scan) & 디자인(Design) & 제작(Make) 과정의 디지털화



출처: SMIC 1팀

당일 임플란트 시대가 열렸다

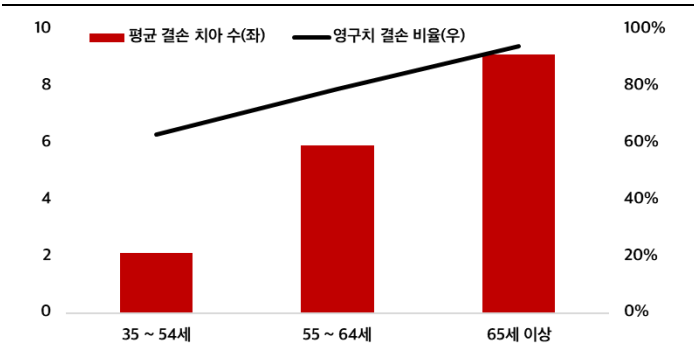
김원장의 임플란트 수술은 성공적이었다. 경험이 부족하여 임플란트 수술에 자신이 없었던 그였지만 새로 도입한 디지털 장비들의 도움으로 환자의 불편함을 최소화하면서도, 정확하고 신속하게 치료할 수 있었다. 디지털 덴티스트리는 임플란트뿐만 아니라 교정, 충치치료 등 치과치료의 전 과정에서 의사의 역량을 보조하고 치과의 생산성을 개선한다. 특히 다양한 의료 기기의 시너지는 '토탈 솔루션'이라는 이름으로 치과를 변화시키고, 심지어 3개월의 기간, 5회 이상의 방문이 필요했던 임플란트 수술을 당일에도 가능하게 만들었다.

'디지털 덴티스트리'는 덴탈 산업 성장의 가장 큰 내생적 요인이다. 그렇다면 외생적 요인은 무엇이 있을까? 우리는 급성장중인 중국 시장에 주목해야 한다.

1.2. 폭발적 성장을 맞이할 중국 덴탈 산업

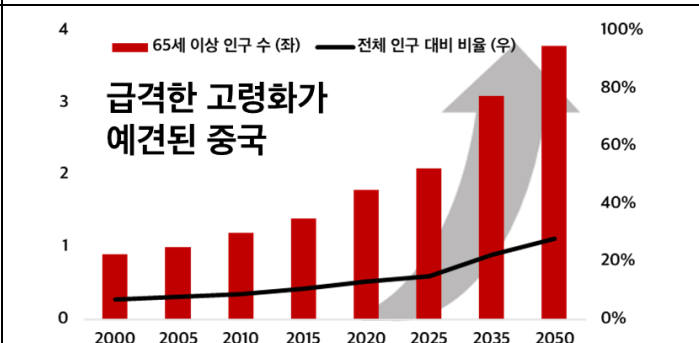
한 국가의 덴탈 시장의 성장을 결정하는 핵심 지표는 1) 고령 인구, 2) 소득수준, 3) 美에 대한 관심, 4) 사회보장제도이다. 그리고 중국은 4가지 모두가 가장 급격하게 변화하고 있어 가장 주목해야 하는 시장이다. 먼저, 영구치 손실이 많아 덴탈 시장 성장의 핵심 동인으로 작용하는 고령인구의 수가 중국에서 가파르게 증가하는 모습을 단번에 확인할 수 있다.

그림 1-3. 중국 연령별 결손 영구치 수 및 손실률 (단위: 개, %)



출처: 중국 전국구강역학조사, SMIC 1팀

그림 1-4. 중국 고령 인구 추이 (단위: 억 명, %)

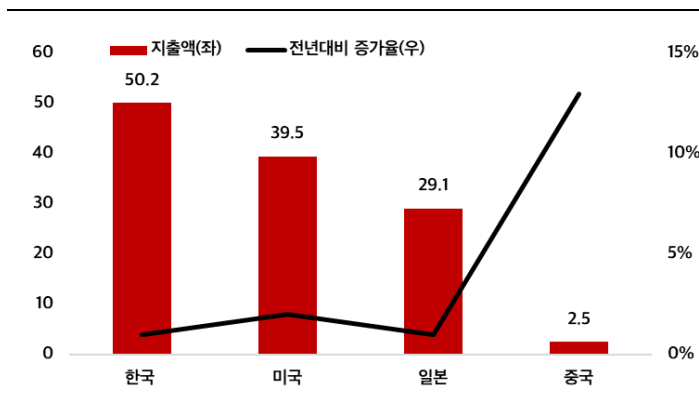


출처: 중국 인구통계국, SMIC 1팀

중국은 임플란트를
식립할 만큼
소득수준이 증가했다

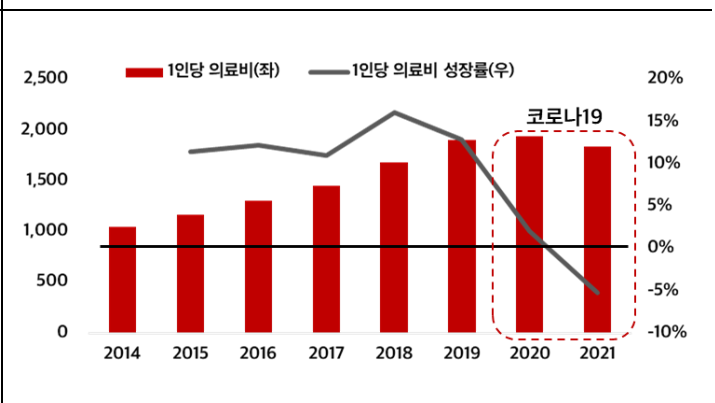
중국의 소득 수준 증가 또한 덴탈 시장의 성장을 뒷받침한다. 중국의 1인당 GDP는 \$1만 2천에 불과하지만, 도농 격차가 심각해 몇몇 도시에서는 \$2만 5천이 넘는 충분한 1인당 GDP를 보인다. 이는 한국 임플란트 시장이 급성장한 시기인 '13년 \$2만 7천과 유사하며, 이에 따라 치과에 지불하는 비용 또한 증가 추세다. 추가적으로 코로나로 인해 병원 방문이 어려워 증가세가 둔화된 것을 확인할 수 있는데, 코로나로 지연된 의료 서비스에 대한 수요는, 봉쇄 조치 해제 이후의 폭발적 성장을 기대하지 않을 수 없게 한다.

그림 1-5. 국가별 1인당 구강의료비 지출액, 성장률 (단위: \$, %)



출처: 산업통상자원부, SMIC 1팀

그림 1-6. 중국 1인당 의료비 지출 및 성장률 (단위: \$, %)

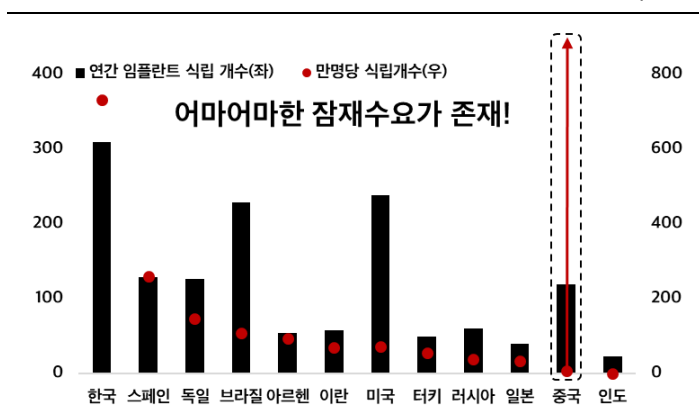


출처: OECD, SMIC 1팀

중국 시장의 폭발적
자명한 사실

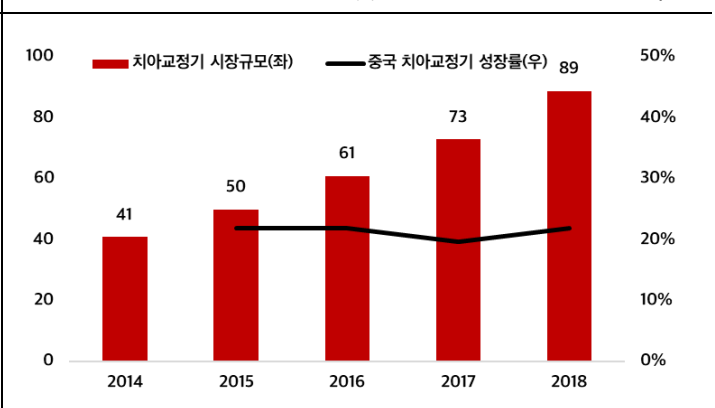
중국은 소득수준 증가와 고령화라는 덴탈 산업 성장의 조건을 만족한다. 그렇다면 잠재 시장의 크기는 얼마나 될까? 현저하게 낮은 임플란트 보급률은 어마어마한 임플란트 수요가 잠자고 있음을 직관적으로 시사한다. 중국이 한국만큼 임플란트를 보급하게 된다면 연간 임플란트 식립은 무려 6,000만 개(현재 500만 개)에 달한다. 교정 시장의 성장도 무시할 수 없는데, 소득 증가와 미에 대한 관심 증대에 따라 교정 시장 또한 가파르게 성장중이다. 임플란트와 교정을 기반으로 한 중국 덴탈 시장의 폭발적 성장은 기정사실화 되어있다.

그림 1-7. 국가별 임플란트 식립 개수 (단위: 만 개, 개)



출처: Straumann, SMIC 1팀

그림 1-8. 중국 교정 시장 규모 및 성장률 (단위: 억\$, %)



출처: 중상산업연구원, SMIC 1팀

잠재수요의 쓰나미에
올라타보자

그리고 엄청난 크기의 잠재수요는 급속도로 실현될 예정이다. 투자포인트에서 자세히 후술하겠지만, '23년 임플란트 가격을 무려 50% 이상 낮추는 VBP 정책이 시행되며 금전적 이유로 실행되지 못했던 거대한 잠재수요의 쓰나미가 덮쳐오고 있다. 물려오는 파도에서 준비를 마치고 올라탈 동사의 모습을 살펴보자.

2. 아~ 해보레이~ - 기업분석

2.1. 가장 확실한 디지털 치료 솔루션, 레이를 소개합니다

국내에서 유일하게
토탈솔루션을 구축한
레이를 소개합니다

동사는 진단(Scan), 디자인(Design), 제작(Make)라는 치과 치료의 모든 과정을 포괄하는 디지털 덴티스트리 솔루션을 보유하고 있는 유일한 국내회사다. 동사는 '08년 X-ray RAYSCAN 판매를 시작으로 '12년 CBCT RAYSCAN α를 포함한 진단시스템(Scan)용 장비만 판매했지만, '17년 CAD/CAM, 3D 프린터 'RAY STUDIO' 출시, '21년 구강스캐너, 밀링기 제조사 DDS 인수와 임플란트 제조사 '원데이바이오텍' 투자, '22년 업계 최초 안면스캐너 'RAYFACE' 출시 등 활발한 M&A와 R&D를 통해 치과 치료 전 과정을 아우르는 토탈 디지털 치료 솔루션 회사로 발돋움했다.

구강 스캐너를 위시한
디지털 덴티스트리
선봉장 레이

구강스캐너의 보급은 디지털 덴티스트리의 가장 큰 걸림돌이었다. 대당 2천만 원을 호가하는 구강스캐너의 비싼 가격이 디지털 덴티스트리의 대중화 난이도를 높였기 때문이다. 이러한 측면에서 레이의 국내 구강스캐너 제조사 DDS 인수는 '신의 한수'로 평가받는다. 동사는 '21년 DDS를 인수하고 제품 개발에 몰두한 끝에, '22년 6월 구강스캐너 RAYIOS를 경쟁사 제품과 성능은 동일하면서도 천만원이라는 절반의 가격에 출시하는 것에 성공했고, 마침내 디지털 덴티스트리의 가장 큰 걸림돌을 치웠다. 현재 자체 구강스캐너를 필두로 동사는 디지털 덴티스트리의 선봉장 역할을 수행하고 있다.

그림 2-1. 동사 제품 포트폴리오



출처: 동사 IR, SMIC 1팀

통합 솔루션은
개원하는 치과에
'안성맞춤'

모든 라인업을 확보했다는 것은, 풍부한 제품 포트폴리오를 바탕으로 다양한 치료 과정에 쓰이는 기기들을 솔루션 형식으로 통합 판매할 수 있다는 뜻이다. 통합 판매는 특히 신규 개업 치과와 기업형 치과(DSO) 대상 영업에 굉장한 이점으로 작용한다. 새로 치과를 개원하는 예비 치과 원장이라고 생각해보자. 다양한 의료기기를 각각 다른 기업에게 구매하게 되면 서로 다른 영업사원에게 사용법에 대해 교육받고, 기기 간 호환성에 대해서도 신경 써야 하며, AS라도 발생할 시에는 곤란한 상황이 벌어질 가능성이 높다.

AS, 교육 모두 '한 번에'
레이를 통해 받으세요

하지만 통합 구매한다면, 교육, AS, 호환성 측면에서 굉장히 효율적이다. 이처럼 디지털 덴티스트리를 도입하는 치과 의사에게 레이의 가격과 서비스 차원에서 모두 가장 매력적인 선택지다. 실제로 동사는 통합 솔루션이라는 이점을 활용해 국내에서 손꼽히는 기업형 치과인 '에치과네트워크', '미르치과'에 동사의 제품 라인업을 독점적으로 공급하는 것에 성공하였다.

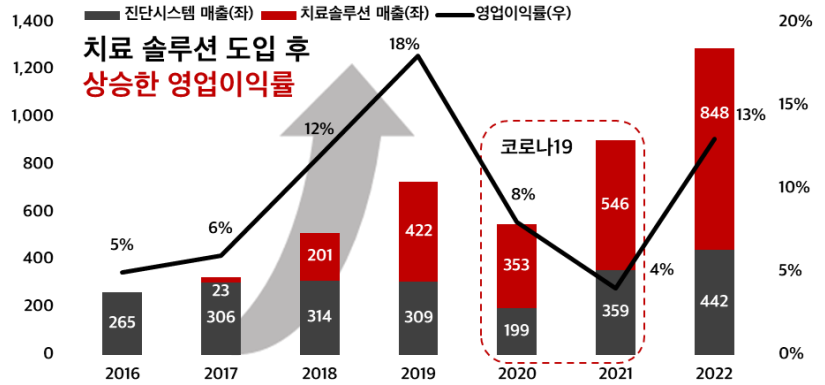
치료 솔루션의 부가가치는 숫자로 증명 가능하다 치료 솔루션의 제품 경쟁력과 부가가치는 동사의 매출과 영업이익률로도 확인할 수 있다. 실제로 동사의 영업이익률은 '18년부터 급증했는데, 이는 동사 치료 솔루션이 본격 판매되었던 시기이다. 특히 주목할 부분은 무려 60%의 GPM을 자랑하는 안면스캐너 '레이페이스'이다. 투자포인트에서 후술하겠지만, '22년 출시와 함께 충격적인 파장을 일으키고 완판 행진을 이어가고 있으며, '23년부터 동사의 매출과 이익을 본격적으로 견인할 것이다.

그림 2-2. 레이페이스 제품사진



출처: 동사 IR, SMIC 1팀

그림 2-3. 동사 영업이익률 및 매출 비중 추이 (단위: 억 원, %)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

2.2 '레이'스는 이제 시작

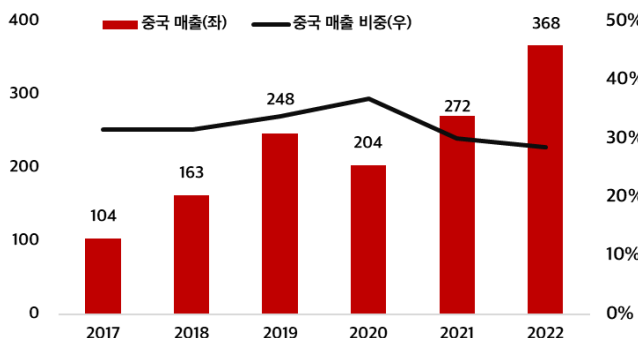
중국에 CICC라는 든든한 우군 확보 완료

동사는 가장 잠재력이 큰 중국 시장 공략을 위한 준비를 마쳤다. 중국 내 기업형 치과 설립과 공장 확충에 중국 자본의 참여가 필수이기에, 동사는 '22년 2월 중국 투자은행 중국국제금융공사(CICC)와의 JV, 레이차이나를 설립했다. 선제적으로 확보한 든든한 우군은 동사의 성장 속도를 더욱 가속할 예정이다.

영업망 확보와 수직계열화 동사의 중국 실적 기대되는 이유

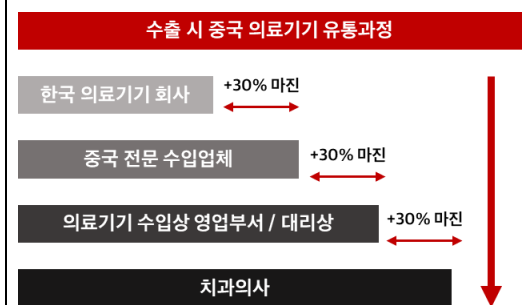
이어 동사는 '22년 7월 150개 매장을 보유한 중국 내 가장 큰 수입 치과 의료기기 유통업체를 인수해 가격 경쟁력을 가져올 수직계열화와 영업망 확충이라는 두 마리 토끼를 한 번에 잡았다. 중국은 타국에 비해 복잡한 의료기기 유통과정을 가지고 있고, 단계에 따라 가격이 기하급수적으로 올라간다. 단적으로 중국에서 CBCT 장비를 판매하는 한국 경쟁사 바텍의 국내 가격이 2천만원 ~ 3천만원이지만, 중국 내에서는 50만위안(약 1억원) ~ 150만위안(약 3억원)에 판매된다는 점은 중국에서 유통망 수직계열화가 필수적임을 보여준다.

그림 2-4. 동사 중국 매출 및 중국 매출 비중 (단위: 억 원, %)



출처: 동사 IR, SMIC 1팀

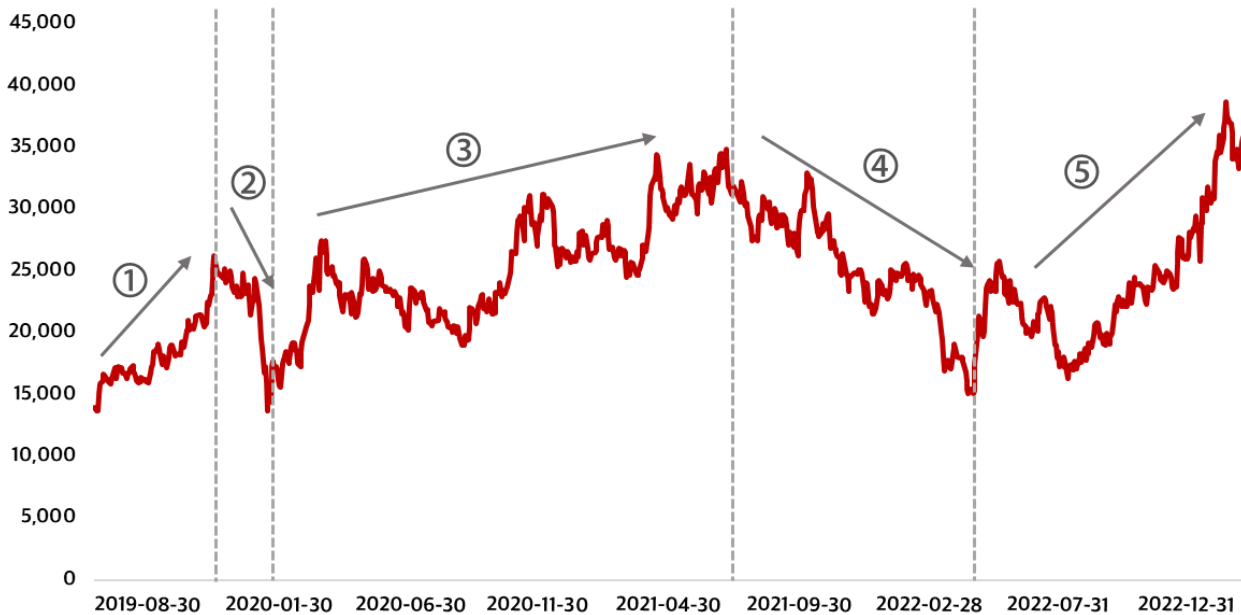
그림 2-5. 중국 의료기기 유통과정



출처: 산업통상자원부, SMIC 1팀

2.3. 주가 분석

그림 2-6. 주가 분석



출처: 한국거래소, SMIC 1팀

- ① 상장 이후 '토탈 솔루션' 수출과 투명교정 신사업 기대감: 중국, 인도로의 진출, 글로벌 1 위 임플란트 회사인 '스트라우만'과의 공급계약 체결 등 레이솔루션의 수출, 투명교정과 3D 프린터라는 신사업 기대감으로 상장 이후 꾸준히 상승하였다.
- ② 코로나 19 확산으로 인한 실적 전망 하향과 주가 조정: 코로나 19로 인해 글로벌 수요 위축, 중국 치과 영업제한으로 실적 전망이 하향되며 상승폭을 모두 반납했다.
- ③ 준수한 실적과 해외매출 기대감, 방역사업 진출 선언으로 재반등: 해외매출 회복세가 가시화되고, 덴탈 마스크, 방역복 등 방역사업에 신규로 진출해 해당 사업에 대한 기대감으로 주가가 상승했다.
- ④ 대규모 전환사채(CB) 발행과 유상증자 시행: 동사는 전환사채(CB) 315억원 규모로 발행하고, 유상증자를 315억원 규모로 실시하였고, 대규모 자본조달을 공시함에 따라 주가가 하락세로 반전되었다. 또한 이 시기에 중국 진출 파트너로 밝혔던 PE 케어 캐피탈(Care Capital)과의 협상이 진전되지 않으면서 주가가 하락 추세로 접어든다.
- ⑤ 신제품의 성공적 출시와 VBP 기대감: '21년 인수한 의료기기 업체 DDS와의 시너지가 가시화되면서 구강스캐너 RAYIOS와 안면스캐너 RAYFACE가 시장에서 연달아 호평을 받았고, 중국 VBP 시행에 따른 동사의 토탈솔루션에 대한 매출 증대가 기대되면서 주가가 신고가를 돌파했다.

3. 중국 임플란트 쇼티지, 레이 First - 투자포인트 1

강력한 모멘텀을 받을 중국시장

앞서 살펴보았듯, 병원조차 방문하기 어렵게 했던 코로나 팬데믹 리스크의 해소, 고령화, 그리고 가처분 소득의 증가는 중국이라는 시장을 의료 기기 기업이 새로운 기회의 장으로 바라볼 수 있도록 하였다. 나아가 중국의 임플란트 VBP 정책 시행은 임플란트 보급률을 증가시키려는 당국의 강력한 의지 또한 확인할 수 있게 해준다. 그렇다면, 위와 같이 임플란트 시장의 확실한 구조적 성장을 목전에 둔 지금 동사는 왜 수혜를 입을 수밖에 없을까?

본 보고서는 [투자포인트 1]을 통해 임플란트 VBP가 이끌 임플란트 시장의 본격적 개화와 폭발적 성장이 어떻게 동사가 영위하는 디지털 덴티스트리의 성장까지 이어질 수 있는지에 대해 철저하게 검증하고자 한다. 그렇다면 우선, VBP가 정확히 어떠한 정책인지 깊게 알아보아야 한다.

3.1. 임플란트 VBP(Volume Based Purchase) 톺아보기

픽스처(나사모양) 대량구매로 싸게 사기!

VBP(중앙 집중식 구매)는 말 그대로, 물건을 ‘국가차원에서 대량 구매하여 싸게 사오는 것’이다. 그리고 중국 국가의료보장국은 '22년 9월 발표한 ‘임플란트 의료 서비스 및 소모품 가격 특별 관리 실시에 관한 통지’를 통해 임플란트 VBP를 도구로 삼아 임플란트 시장 가격 감독과 통제를 이루려는 것이다.

여기서 우리는, VBP제도를 정확히 이해하기 위하여 임플란트 가격의 구성요소를 확인해볼 필요가 있다. 치과의 임플란트 시술 가격은 크라운(인공치아), 픽스처(지대주와 나사형태의 인공치근)와 의료서비스(의사의 시술행위)로 구성된다. 여기서 VBP의 대상이 되는 것은 픽스처이다. VBP를 통한 가격 인하 메커니즘은 아래 [그림 3-1.]을 통해 쉽게 확인이 가능하다.

의료서비스- 4,500위안 크라운- 가격경쟁 유도

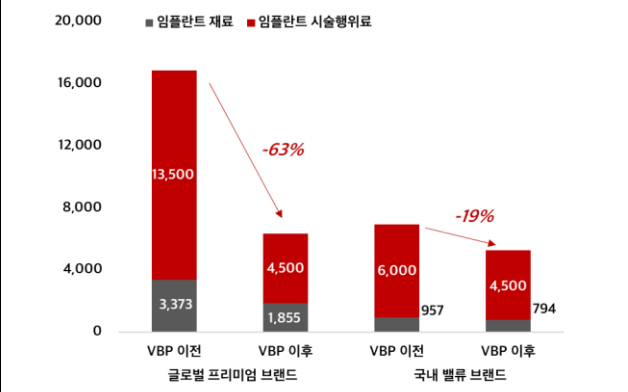
나아가, 당국은 국공립병원의 의료서비스 가격의 상한선을 4,500위안(3급 국공립 병원의 경우 서비스 가격이 가장 높음)으로 제한하기로 결정했으며, 크라운 또한 각 브랜드의 가격경쟁과 투명한 가격 공시를 통해 가격 인하를 유도하고 있다. 즉, 당국은 VBP를 비롯한 다양한 정책적 장치들을 통해 중국 내 국공립 병원의 임플란트 시술의 전반적인 가격을 하락시켰다.

그림 3-1. 중국 임플란트 VBP 주요 내용과 가격 상한제 산정식

중국 임플란트 가격 특별 관리 실시에 관한 통지 주요 내용
1. 임플란트 가격 VBP 통해 표준화 및 통합
2. 임플란트 전 과정에 대한 가격 규제 시행 -진찰검사+임플란트 식립+크라운 식립 가격 공제(3급 의료기관 4,500위안, 그 아래는 적절하게 조정)
3. 민영 의료기관의 가격 감독과 지도 강화 -민영 의료기관은 해당 지역 공공 의료기관과 비교하여 합리적 가격 책정하고 주동적으로 가격 공시
4. 각 급 의료기관 참여 독려 -공공 의료기관은 전부 참여, 민영 참여 독려
입찰가격 상한제 공식: 기업의 기준 시장가격 × (1 - √K × 15%) *K= 각 그룹 시장가격/각 그룹 최저 시장가격

출처: 중국 국가의료보장국, SMIC 1팀

그림 3-2. VBP로 인한 유형별 가격하락 폭 (단위: 위안)



출처: 언론보도 종합, SMIC 1팀

국공립 병원은 ok, 그럼 민간병원은? 안 내릴 수 있겠어?

민간 병원도 예외 없음!

국공립병원이 VBP 대상의 주를 이룬다고 해서 민간병원이 가격통제에서 자유로운 것은 아니다. 전술한 '통지'의 '임플란트 의료서비스 가격 규제 강화' 목차를 살펴보면 그 이유를 단숨에 느낄 수 있다. 해당 목차에서 당국은 가격 감독과 지도 강화 명목으로 민영 병원으로 하여금 해당 지역의 국공립 병원과 비교하여 합리적인 가격을 책정하고 주동적으로 가격을 공시할 것을 주문하고 있다.

국공립과 민간 병원
가격 55% 하락 예상

이는 다시 말해 국공립병원과의 가격 차이를 유지하기 위해 자체적으로 가격 인하를 요구한 것이다. 중국과 같이 중앙 통제가 강력하고, 더욱이 개원이 한국과 같은 등록제가 아닌 허가제인 국가에서 위와 같은 '독려'를 무시하긴 어려울 것이다. 결론적으로 중국 매체들의 보도 내용을 통해, 국공립과 민간 병원의 임플란트 가격이 평균적으로 약 55% 정도 하락 효과가 있을 것이라는 것이 확실시되고 있다. 이제 중국 국민들이 경험할 임플란트 시술 가격의 하락은 명백하다. 이제 다음 연결고리는, 가격 인하를 통한 시장 규모 확대에 대한 확인이다.

그림 3-3. 중국 내 병원 유형별 시술 가격 비교

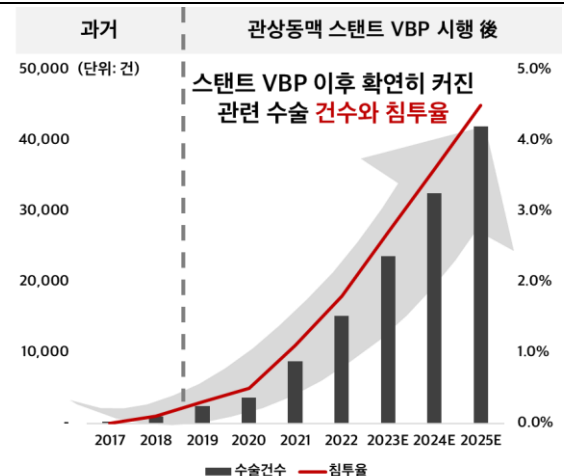
(단위: 위안)

2022년 중국 치과 임플란트 브랜드별 가격 (단위: 위안)			
국가	브랜드	공공병원 가격	민간병원 가격
중국	Wego	6,000-12,000	3,000-7,000
	Jiangsu Chuangying	6,000-12,000	3,000-7,000
한국	오스텍	8,000-13,000	5,000-9,000
	덴티움	7,000-11,000	4,000-8,000
스웨덴	NobelPMC	10,000+	9,000+
	Nobel Active	20,000+	18,000+
스위스	ITI	18,000+	15,000+

공공기관 대비 최소 2,000위안(약 40만 원 더 저렴한 민간 병원)

출처: 언론보도 종합, SMIC 1팀

그림 3-4. 스탠트 VBP 시행 이후 관련 수술 추이



출처: Sullivan & Frost, SMIC 1팀

3.2. P 하락으로 인한 Q 확대 효과 미리보기

중국 임플란트 시술의 잠재적 환자들이 맞이할 P 하락의 퍼즐이 맞춰진 가운데, Q 상승의 퍼즐까지 완성된다면, 중국 내 임플란트 시장의 확대에 관해서는 이견의 여지는 사라질 것이다. 그리고 본 보고서는 이를 보이기 위해 중국의 과거 VBP 사례와 한국의 임플란트 보험급여 사례를 들여다보고자 한다.

(1) 과거 VBP 사례 1 - 관상동맥 스탠트

스텐트 VBP

-> 관련 시술 증가

중국은 '18년 관상동맥 스탠트를 VBP 항목에 포함시켰다. 이를 사용한 수술로는 막혀 있거나 좁아져 있는 혈관을 확장 혹은 뚫는 수술(TAVI수술)로써, VBP 도입 전 시장정보기관의 추정치에 따르면 '17년 중국 내 수술 건수는 200건에 불과했다. 그러나 정책 도입으로 인해 가격이 대폭 감소한 이후, 해당 품목의 수량과 신제품 출시가 늘어나며 '19년 수술 건수는 12배 증가한 2,400회로 VBP로 인한 가격 하락의 확실한 효과를 보여주었다.

(2) 과거 VBP 사례 2- 인슐린

48%의 가격 하락에도
매출액은 22% 증가!
=> Q 145% 폭발

인슐린 시장에서도 어김없이 비슷한 흐름은 반복되었다. 중국은 '18년도부터 특허가 만료된 의약품들을 복제한 제네릭 의약품의 가격을 평균 약 48% 낮추는 VBP를 단계적으로 시행해 온 바 있다. 그리고 '21년 6차로 시행된 인슐린 VBP 또한 비슷한 수준의 가격 하락을 경험 하였는데, 중국 내 전체 인슐린 매출액은 '18년 230억 위안(약 4.43조 원)에서 '21년 282억 위안(약 5.43조 원)까지 증가한 것이다. 가격은 절반이 되었는데 매출액이 약 22.5% 증가한 것은 전체 Q가 약 145% 증가하여 가격 하락분을 상쇄할 만큼 폭발적으로 성장한 것을 직관적으로 보여주는 예시이다.

요약하자면, VBP는 기업의 관점에서는 P가 절반이 되어 이익률을 저하시킬 수 있는 악재일 수도 있지만, 시장 규모인 Q의 관점에서 보았을 때는 가장 확실하게 확장할 수 있는 기회인 것이다. 그러나 지금까지 살펴본 스탠트와 인슐린은 모두 임플란트와 본질적으로 다른 성질을 띠고 있음을 부정할 수는 없다.

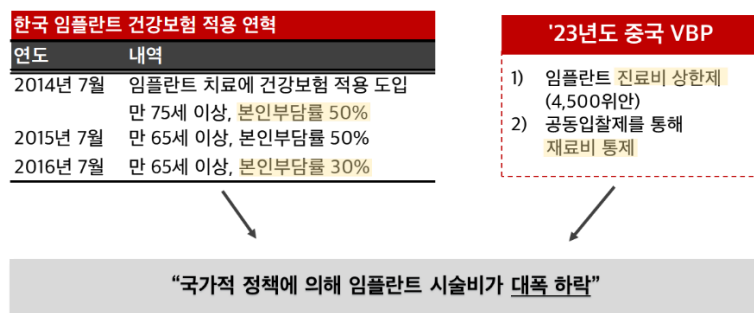
그렇기에 본 보고서는, 현재 중국에서 진행되고 있는 임플란트 VBP로 인한 P의 감소가 '14년 한국의 임플란트 보험급여 확대에 의한 P의 감소와 매우 유사하다는 점에서 한국의 사례를 통해 이것이 임플란트 시장의 규모를 확실하게 키워줄 것임을 증명해보고자 한다.

(3) 급성장의 시대: 한국의 '14년도, 그 이상으로 성장할 Q

중국을 보려는 자, 고개를
들어 한국을 보라

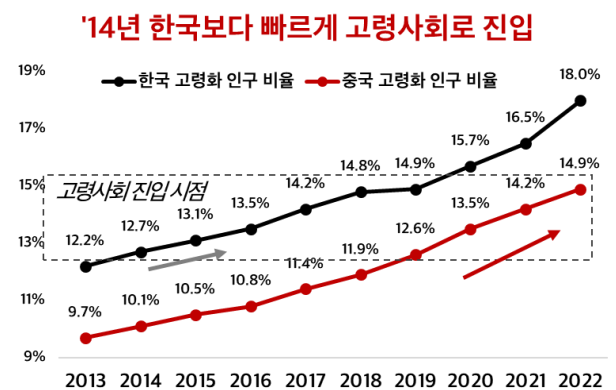
중국은 한국의 '14년과 마찬가지로 1) 고령화가 가속화되고 2) 주요 직할시와 성의 1인당 GDP가 2만 달러를 넘은 상황에서 3) 국가 정책에 의해 P가 큰 폭으로 조정되며 임플란트 시장이 새로운 국면을 맞이했다. 또한, 4) 동일하게 외적인 몹을 중요시하는 동아시아 문화권을 공유한다는 점에서 시의적/상황적 유사성이 매우 짙다. 이는 존재하는 모든 가격 인하 사례 중에서 현재 중국의 양상과 가장 유사하다.

그림 3-5. 한국과 중국 임플란트 가격 정책 시행 비교



출처: 국민건강보험, SMIC 1팀

그림 3-6. 한국과 중국 고령사회 진입 시점 비교 (단위: %)



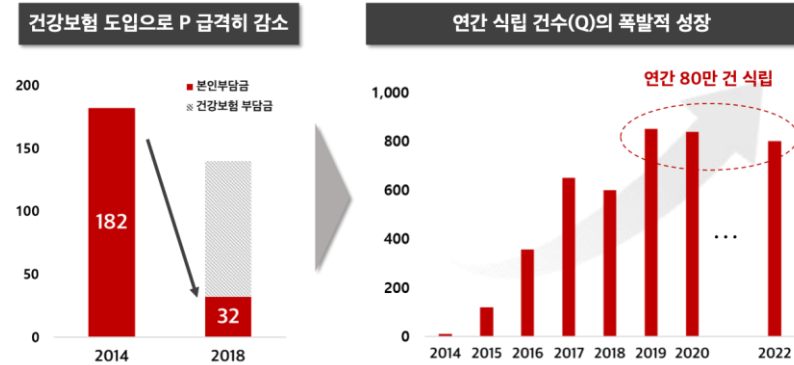
출처: 통계청, 중국 인구통계국, SMIC 1팀

위의 4가지 요소 중 임플란트 시장의 대격변을 예고하는 핵심 키워드는 국가적 정책이다. 한국에서는 '14년도 7월, 만 75세를 대상으로 절반을 건강 보험으로 지원해주는 정책을 시작했다. 이는 단계적으로 확대 적용되어 현재는 본인부담률 30%로, 적용 나이는 만 65세로 진입 장벽이 대폭 낮아졌다. 결과적으로 '14년도의 소비자는 1개의 임플란트에 평균 182만원을 지출했으나 현재는 32만원의 저렴한 가격에 동일한 서비스를 누릴 수 있게 되었다.

한국 사례: P 하락 이후 임플란트의 대중화!

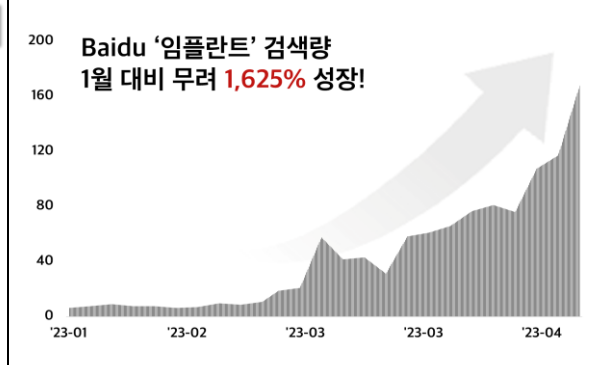
소비자의 체감 가격이 하락함과 동시에 자연스럽게 임플란트 시술 환자 수는 증가했다. 건강보험 적용 이듬해인 '15년 수술 건수는 11만 건으로 1,120% 성장했고, '19년도부터 매년 80만 건 이상의 임플란트 수술이 이루어지고 있다. 전체 결손치아의 1%만큼 매년 시술이 이루어지고 있으며 증가 속도가 안정화면서 '임플란트의 대중화'가 이루어졌다고 평가받는다.

그림 3-7. 건강보험 도입 후 임플란트의 P, Q 변화 (단위: 천 원, 천 건)



출처: 국민건강보험, 건강보험심사평가원, SMIC 1팀

그림 3-8. 바이두 '임플란트' 검색량 (단위: 천 포인트)



출처: Baidu Index, SMIC 1팀

중국에서도 강력한 바람이 불고 있다

이제 다시 중국을 바라보자. 중국의 상황은 한국의 '14년을 그대로 따라가고 있다. 임플란트 수술 단가는 평균적으로 50% 이상 하락했으며, 이에 따라 중국 내 소비자들의 관심이 증폭되고 있다. 임플란트 가격 감소가 한국에서 1,120%의 성장을 가져왔다면, 코로나로 인한 이연수요, 높은 치아 결손율을 고려하면 중국에서의 대격변은 한국 그 이상이다. 압도적인 수요는 Baidu의 비현실적으로 늘어난 '임플란트' 검색량 추이가 직접적으로 증명해준다.

중국인들은 오랫동안 이 순간을 기다려 왔고,
넘쳐나는 수요가 이제는 실제적인 고객이 되어 찾아올 타이밍이다.

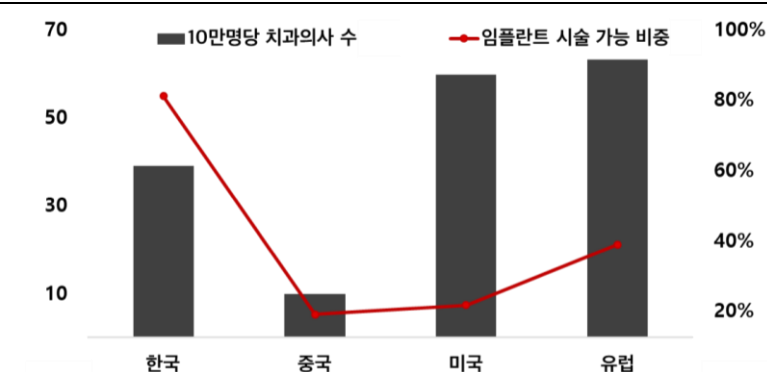
3.3. 성장의 속도를 따라갈 기초체력이 부족하다

폭발적 수요, 부족한 공급 → 쇼티지 발생

VBP로 인해 잠재 고객들의 폭발적 수요가 가시화되고 있으나 중국 내에서 넘쳐나는 수요를 감당할 공급여력이 부족한 상황이다. 임플란트 시술이 가능한 의사 수는 부족하고, 전문성과 숙련도는 낮아 공급 측면에서의 쇼티지는 확실시되고 있다.

그림 3-9. 임플란트 가능 치과의사 비율

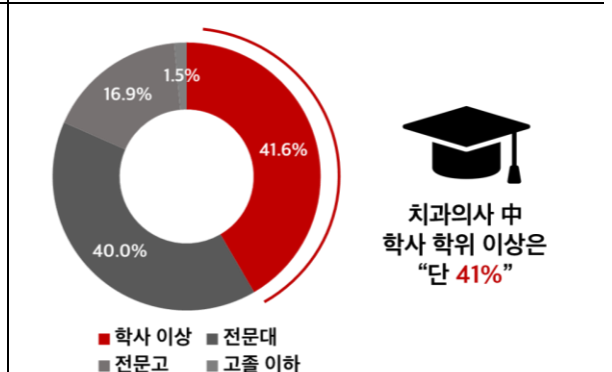
(단위: 명, %)



출처: 오스템임플란트, SMIC 1팀

그림 3-10. 중국 치과의사 학력 분포

(단위: %)



출처: 2019년 중국위생 통계연감, SMIC 1팀

임플란트 가능한 의사의 양과 질 모두 부족

중국의 치과의료 시장은 뒤늦게 성장을 시작했기에 공급 측면의 인프라가 아직 갖춰지지 않았다. 치과 의사의 수는 10만 명 당 20명이 채 되지 않아 다른 국가에 비해 절대적으로 부족하며 임플란트 시술이 가능한 비율은 20%, 즉 4명뿐이다. 심지어 대학과 대학원을 통해 전문 교육을 받은 의사의 비율은 41.6%에 불과하며, 임플란트 업체의 비공식적 임상 교육을 제외하면 풍부한 경험을 쌓을 기회가 부족하다. 즉, 임플란트가 가능한 절대적인 의사 수와 의사의 전문성, 숙련도 모두가 아직 임플란트 시장의 개화에 대비되지 않았다.

상기 논의를 바탕으로 쇼티지를 숫자로 확인해보자

우선 연간 공급량을 예상해보면 하단 표와 같다. 현재 중국 내 치과 의사 수는 34만 명이며, 지난 3년동안 평균적으로 30,750명씩 증가해왔다. 의사는 전문인력이기에 증가 속도가 단기간에 바뀌기 어려워 증가 속도는 현상을 유지할 것이다. 한편, 별도의 교육과 특별한 기기의 도입 없이 의사들의 평균적인 기술력을 높이는 것은 불가능하므로 임플란트 시술이 가능한 의사의 비율은 20%로 유지될 것이다. 또한 현재의 의사 당 평균 식립 수는 연간 80개이나, 보수적 추정을 위해 '23년부터는 한국 수준(125개)으로 증가할 것을 상정하였다.

연간 임플란트 공급 Q								
	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
연간 식립 가능한 치아 수 (개) = AxBxC	5,456,000	9,293,750	10,062,500	10,831,250	11,600,000	12,368,750	13,137,500	13,906,250
A: 의사 수 (명)	341,000	371,750	402,500	433,250	464,000	494,750	525,500	556,250
B: 임플란트 가능한 의사 비율 (%)	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
C: 의사 1명당 연간 평균 식립 수 (개)	80	125	125	125	125	125	125	125

위와 같은 수준의 공급량으로 수요를 모두 충족시킬 수 있을까? 가장 유사한 사례인 한국을 통해 임플란트의 침투율을 가늠해볼 수 있다. 여기서 침투율은 전체 결손 치아 대비 수요량으로, 한국은 치과 의사의 수와 시술 역량이 충분했기 때문에 실제 시술 건수를 수요량으로 봐도 무방하다.

한국의 전체 결손 치아를 구하면, 60대에서 2,780만 개(인구 수 470만x평균 결손치아 수 5.9개), 70대에서 4,040만 개(인구 수 441만x평균 결손치아 수 9.1개)로 총 6,818만여 개가 존재한다. 식립 건수를 전체 결손 치아 수로 나누어 침투율을 구하면, 아래 표와 같다. 적용 연령이 65세로 확대된 '16년도를 기점으로 매년 큰 폭으로 성장해왔으며, '19년 이후로 1% 대로 유지되는 양상을 띄고 있다.

한국 임플란트 침투율							
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
침투율 (%) = A/B	0.014%	0.173%	0.521%	0.952%	0.878%	1.249%	1.230%
A: 한국 임플란트 식립 건수 (건, A)	9,629	117,874	355,012	648,781	598,704	851,341	838,612
B: 전체 결손치아 수 (개, B)	68,181,521	68,181,521	68,181,521	68,181,521	68,181,521	68,181,521	68,181,521

최종적으로 '23년도 임플란트 수요량을 확인해보자. '16년 한국을 통해 중국의 '23년을 추정하는 것은 충분히 보수적이라 판단된다. 중국의 VBP의 경우 전 연령을 대상으로 하며, 코로나로 인한 이연 수요가 반영되는 해라는 점에서, 대중적 보험 적용이 일어난 한국의 '16년도 침투율을 적용하는 것은 가능한 방법 중 가장 합리적인 추정 방법이라 할 수 있다. 실제 작년 중국의 침투율은 0.153%로, 한국의 직전년도 ('15년) 침투율 0.173%와 유사하다는 점도 상황적 유사함을 다시 한번 수치적으로도 증명해준다.

즉, 전체 결손 치아 수와 침투율을 곱하여 산출한 중국 내 임플란트 식립 수요는 1,700만 건, 1만명 기준으로는 122건으로 증가할 것이다. 연간 3만 명의 의사가 증가한다 해도 공급 가능한 물량은 929만 건으로 추정수요 1,700만 건을 충족하기에는 턱없이 부족하다.

'23년 임플란트 식립 수요 (Q)			
연령대 구분	35-54세	55-64세	65세 이상
연령대별 인구 수 (백만 명)	440	156	160
평균 결손 치아 수 (개)	2.1	5.9	9.1
연령대별 전체 결손 치아 수 (백만 개)	924	920	1,456
총 결손 치아 수 (백만 개)	3,300		
한국의 '16년도 침투율 벤치마크 (%)	0.521%		
중국 임플란트 식립 수요 (개)	17,193,000		

일반적으로 1인당 GDP가 높을 수록, 임플란트 시술 비용이 낮을수록 인구 대비 식립 건수가 상승한다. 평균 임플란트 시술비/1인당 GDP의 비율을 구하면, 이 비율이 낮을수록 식립 건수가 올라가는 것을 아래 [VBP 이전] 도표에서 확인할 수 있다. VBP 도입 이후에는 이 비율이 5%로 낮아짐에 따라 1만 명당 식립 건수도 독일과 미국 사이, 90~150 범위에 위치하는 것이 합리적이다. 앞서 추정을 통해 구한 1만 명당 식립 수요는 122건으로, 해당 범위 안에 포함되는 것을 통해 추정의 정밀함을 재차 확인할 수 있다.

VBP 이전						VBP 이후							
단위: \$	한국	독일	미국	일본	중국	브라질	단위: \$	한국	독일	중국	미국	일본	브라질
1인당 GDP(A)	35,000	51,000	50,000	40,000	12,000	7,500	35,000	51,000	12,000	50,000	40,000	7,500	7,500
평균 임플란트 시술비(B)	420	1,100	3,000	3,000	1,400	1,000	420	1,100	600	3,000	3,000	3,000	1,000
비율(B/A)	1.2%	2.2%	6.0%	7.5%	11.7%	13.3%	1.2%	2.2%	5.0%	6.0%	7.5%	13.3%	13.3%
1만명당 식립 수	630	150	90	40	40	130	630	150	122	90	40	130	130

이를 장기적으로 확장하면 6년간 식립 수요 기준 임플란트 시장은 7배 성장할 것으로 기대된다. 그럼에도 불구하고, 공급의 비탄력성으로 인해 수요-공급 간 발생하는 쇼티지는 여전히 현 상황이 그대로 유지된다면 무려 '40년'간 쇼티지가 해소되지 않는다.

연간 임플란트 수요 Q								
	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
연간 임플란트 수요 (개)	5,705,126	17,182,656	31,401,137	28,977,400	41,205,084	40,588,997	40,588,997	40,588,997
총 결손 치아 수 (백만 개)	3,300	3,300	3,300	3,300	3,300	3,300	3,300	3,300
중국 침투율 벤치마크 (%)	0.173%	0.521%	0.952%	0.878%	1.249%	1.230%	1.230%	1.230%

Problem: 의사 수 총원으로는 40년이 지나도 해결될 수 없는 쇼티지 이러한 쇼티지를 해소하는 방법은 1) 치과의사 수를 늘리거나 2) 임플란트가 가능한 의사의 비율을 높이고, 3) 1인당 시술 횟수를 늘리는 것이 있다. 그러나 1)의 방법은 단기간의 해결책을 제공하지 못한다. 대학과 대학원을 증원해도 이들이 시장에 공급되기까지는 최소한 5년이 시차가 존재하며, 고등학교 졸업자 채용을 늘린다 해도 치과의사가 되기까지는 최소한 10년의 수련 기간이 필요하다. 즉, 의사의 수를 늘리는 방법으로는 넘쳐나는 수요를 단기간에 충족하는 것이 불가능하다.

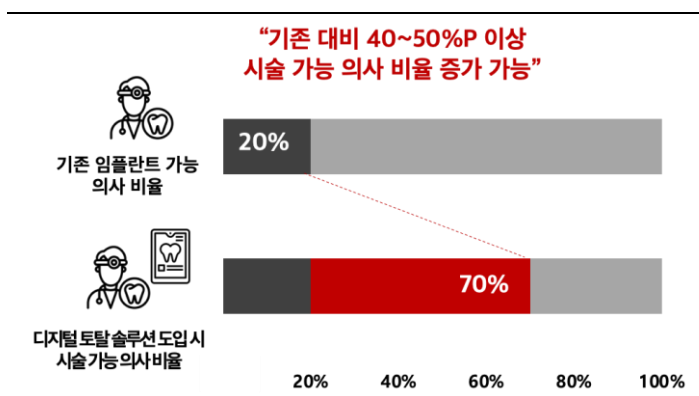
Solution: 의사 역량을 높이기 위한 디지털 덴티스트리의 도입 즉, 폭발적인 수요를 감당하는 방법은 임플란트 시술 가능한 의사의 비율을 높이고 각 의사의 시술 횟수를 늘리는 방법 뿐이다. 그러나 앞서 언급한 것처럼 의사 전반의 수술 실력이 높지 않기 때문에, 이를 해소하기 위해서는 디지털 의료기기의 도움이 필요하다.

급증하는 수요 앞에서, 디지털 덴티스트리의 도입은 부정할 수 없는 미래이다.

3.4. 성장하는 Q에 대한 유일한 해결책, 디지털 덴티스트리

- 디지털 덴티스트리 효과:** 디지털 토탈 솔루션의 채택은 기존에 임플란트 시술 경험이 없는 의사들의 기술력을 확실하게 보완한다. 병원에서 동사의 토탈 솔루션을 도입하는 경우 수련의의 60~70%를 임플란트 시술 가능한 의사로 전환하는 효과를 낳았다. 현재 중국 내 임플란트 시술 가능 의사의 비율이 20%임을 고려하면, 이를 40~50%P 이상 증가시킬 수 있는 가장 확실한 해결책이다.
- 1) 시술 경험이 없는 의사를 전문의로 전환**
- 2) 방문횟수와 소요기간을 대폭 단축 → 생산성↑**
- 또한 1회 시술 소요시간을 단축해 시술 횟수를 늘릴 수 있는 방법이기도 하다. 병원에서 디지털 토탈 솔루션을 내재화하면 5회 이상의 방문 횟수를 1회로, 6개월 이상의 소요기간을 1일로 단축이 가능하다. 환자의 내원 횟수와 무관하게 식립 시술 회수는 1회 발생하기 때문에, 환자 1인당 방문 횟수를 줄일수록 병원이 더 받을 수 있는 환자(Q)는 증가하게 되는 것이다.

그림 3-11. 디지털 덴티스트리: 시술 가능 의사 비율 증가 (단위: %)



출처: 동사 IR 자료, SMIC 1팀

그림 3-12. 디지털 토탈 솔루션 도입 시 방문 횟수/시간 절감



출처: 동사 IR 자료, SMIC 1팀

- 3) 진단과 치료의 정확도↑** 더불어 진단의 디지털 덴티스트리는 진단과 치료의 정확도를 올리는 역할도 한다. 구강스캐너부터 CAD/CAM을 거쳐 3D프린터까지, 각각은 시간, 비용, 그리고 편리성 측면에서 유용할 뿐만 아니라 기기 간 데이터의 공유를 가능케해 시술 가이드라인이 보다 명확해진다. 결과적으로는 역량이 부족한 의사들도 쉽게 임플란트 시술을 할 수 있게 되는 것이다.

- 4) 기존 의사들도 수익성 약화로 Q 개선이 필요** 그리고 디지털 덴티스트리로의 전환은 비단 역량이 부족한 의사들만의 것이 아니다. 기존에 임플란트가 가능했던 의사들 또한 수가 제한으로 인해 이전 매출을 유지하기 위해서라면 Q를 늘리는 것이 필수불가결 하기 때문이다.

그럼에도 공급 쇼티지는 7년간 계속될 전망, 중국의 Upside는 충분!

그렇다면, 이제 디지털 덴티스트리의 보급이 진행된 상황을 가정하여 공급 쇼티지가 언제쯤 해소될지 숫자로 확인해보자. 임플란트 가능 의사 비중에 한국 내의 연간 CBCT 보급 증분률 6.7%P를 활용하였다. 결과적으로 디지털 덴티스트리 도입 시 연간 2만~3만 명의 의사가 추가적으로 임플란트 시술 의사로 전환될 것으로 추정된다. 그럼에도 수요의 쇼티지가 해소되기까지 7년의 기간이 소요된다. 중국은 동사에겐 다신 없을 기회의 장인 것이다.

연간 임플란트 공급 Q (디지털 덴티스트리 보급 시)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
연간 식립 가능한 치아 수 (개) = AxBxC	5,456,000	12,407,156	16,804,375	21,716,656	27,144,000	33,086,406	39,543,875	46,516,406
A: 의사 수 (명)	341,000	371,750	402,500	433,250	464,000	494,750	525,500	556,250
B: 임플란트 가능한 의사 비율* (%)	20.0%	26.7%	33.4%	40.1%	46.8%	53.5%	60.2%	66.9%
C: 의사 1명당 연간 평균 식립 수 (개)	80	125	125	125	125	125	125	125

*한국의 CBCT 보급률은 '14년도 23%에서 3년 동안 2배 성장하여 40%대에 달했으며, 그 이후에도 선형적 증가하여 '22년도에 78%에 달했기에 연간 6.7%씩 증분하는 것이 합리적이다(매출 추정 참고)

3.5. Bottom to the Top, 디지털덴티스트리 모든 밸류체인 구축한 동사

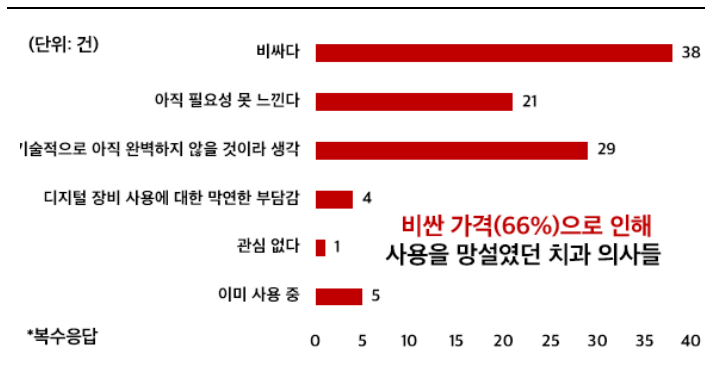
디지털 덴티스트리의 모든 라인업 확보한 동사 CBCT부터 3D 프린터까지, 동사는 전술한 디지털 덴티스트리에서의 밸류체인 상의 모든 제품을 자체 제작하는 기업이다. 그리고 현재 동사에게 가장 중요한 것은, 개화와 동시에 급성장할 중국에서의 초기 시장을 선점하여 락인효과까지 노리는 것이다. 정답은 동사가 '21년 인수한 DDS의 기술력을 통해 제작하는 구강스캐너에 있다.

디지털 덴티스트리의 핵심 구강스캐너 이를 이해하기 위해서는 디지털 덴티스트리의 핵심이 구강스캐너에 있다는 설명이 선행되어야 한다. 구강스캐너는 디지털 덴티스트리의 가장 첫 단계이며, 뒤의 모든 과정에 필요한 입력값을 산출해내기 때문이다. 그러나 과거 한국의 사례를 보면, 초기 구강스캐너의 보급은 쉽지 않은 실정이었다.

'17년 치과 매체인 덴포라인의 설문조사 결과, 치과 의사들이 구강스캐너 도입을 꺼리는 가장 큰 이유는 바로 가격에 있었다. 당시 주로 판매되던 Dentsply사의 Primescan과 3Shape의 Trios는 모두 3~5천만 원의 높은 가격대를 형성하고 있어 심리적 장벽이 있었기 때문이다.

P하락과 시작된 본격적 시장침투 그러나 메디트의 i500과 같은 1천만 원 후반대의 상대적으로 저렴한 제품들이 속속들이 출시되며, 한국의 구강스캐너 보급률은 '20년 10%에서 '21년 20%까지 급증하였다. 높은 가격으로 인해 Tier 1, 즉 구매력이 있는 소수의 치과에서만 사용되던 디지털 덴티스트리 기술이 구강스캐너 가격하락을 통해 의사들의 심리적 부담을 덜어 Tier 2로 대중화되어 보급률에서의 유의미한 상승을 보인 것이다.

그림 3-13. 구강스캐너 비구매 원인 설문조사 결과



출처: 덴포라인, SMIC 1팀

그림 3-14. 주요 구강스캐너 제조사별 가격 비교

구강스캐너 제품 종류 및 판매가격			
기업	제품명	국내출시시기	가격(백만 원)
레이/DDS	RAYIOS	2022	9.9
3Shape	Trios4	2020	30-40
Dentsply Sirona	Primescan AC	2019	20-30
메디트	i700	2021	20-
Carestream	CS3700	2019	20-30
Align Tech	iTero element 5D Plus	2021	20-30

출처: 언론보도 종합, SMIC 1팀

저렴하지만 기능은 뒤지지 않는 동사의 구강스캐너! 다시 말해, 구강스캐너의 저렴한 가격은 개원 시 장비 구입비용이 총 비용의 약 50%를 차지하는 만큼 치과의사들의 디지털 덴티스트리로의 입문에 있어서 가장 핵심적인 요인이다. 그리고 동사의 구강스캐너는 1,000만 원 이하의 ASP를 형성하고 있다.

나아가, 동사의 풀라인업은 스트라우만, 열라인 테크놀로지 등 디지털 덴티스트리 풀 라인업을 갖춘 타 업체들에 비해 매우 저렴하다. 그렇다면, 현재 디지털 덴티스트리 세그먼트가 프리미엄과 밸류로 나뉘고 있는 산업의 흐름 속에서 동사는 밸류 세그먼트에서 저렴한 가격을 토대로 빠르게 점유율을 높일 수 있을 것이다. 또한, 소프트웨어가 핵심적인 현 상황에서, 동사를 비롯해 겨우 5개 업체들이 풀라인업을 구동할 수 있는 소프트웨어를 구비하고 있다는 점도 동사의 매력도를 높여준다.

그럼 위해! 팔 수가 있어야지~

현재 유통망 인수를 통한
발빠른 확보!

동사의 찬란한 중국 시장 제패를 완성시켜줄 **마지막 키는 바로 유통망**이다. 의료 서비스라는 보수적인 전방의 특성 상, 지속적인 영업을 통해 뚝어 놓은 활로를 통해 안정적으로 제품을 판매하는 파이프라인이 매우 중요하기 때문이다. 그리고 동사는 '21년 일찌감치 중국의 가능성을 예견하고 **현지**에 레이차이나 법인을 설립하였을 뿐만 아니라, '22년 7월 동사가 10여년간 꾸준히 파트너십을 맺고 전략적 파트너십을 맺고 있었던 **'북경서사개의료과기유한공사'**를 인수하고 '레이차이나베이징'으로 법인명을 바꾸었다.

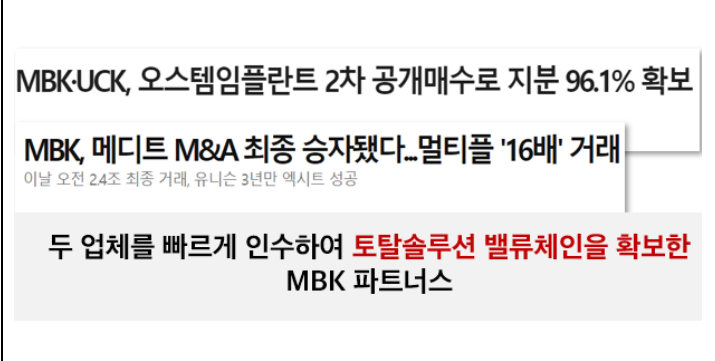
결론적으로, 동사는 레이차이나베이징 인수를 통해 손쉽게 **150개의 대리점과 중국 전역에 치과 의료기기를 유통하고 있는 자회사까지 소유한**, 제작과 유통이 모두 자력으로 가능한 기업이 된 셈이다.

그림 3-15. 동사 중국 유통회사 영업인력 구인 현황



출처: liepin(중국 채용사이트), SMIC 1팀

그림 3-16. MBK파트너스의 오스템임플란트, 메디트 인수 과정



출처: 언론보도 종합, SMIC 1팀

교육과정에서 자연스럽게
제품 라인업을 영입

동사의 중국에 대한 강력한 자신감은 중국의 채용사이트를 통해 확인이 가능하다. 동사는 현재 채용사이트인 liepin를 통해 중국 전역의 대리점에서 일할 56명을 구인하고 있다. 동사의 전체 영업인력이 총 118명으로 추정되는 바, 동사 또한 중국이라는 시장의 거대한 잠재성을 알아보았을 뿐만 아니라, 이를 총력을 다해 준비하고 있음을 알 수 있다.

동아시아 최대 사모펀드의
행보 = 힌트!

중국 내의 디지털 덴티스트리의 잠재성은 약 34조의 자금을 운용하는 동아시아 최대의 사모펀드인 **MBK파트너스의 최근 동향을 통해 더욱 확신할 수 있다.** 당사는 '23년에 들어서 중국에서 큰 매출비중을 보이고 있는 **메디트와 오스템임플란트를 연속적으로 인수하였다.** 메디트는 구강스캐너를 제작하며, 오스템 임플란트는 임플란트뿐만 아니라 CAD, 밀링기, 그리고 CBCT를 포함한 영상장비 또한 판매한다. 다시 말해, 가장 현실적이고 솔직한 **자본의 흐름 또한 중국 내의 디지털 덴티스트리 밸류체인 구축을 가리키고 있는 것이다.**

동사 디지털 덴티스트리
구입은 선택이 아닌 필수!

중국의 임플란트 VBP 시행은 비단 임플란트 가격만 낮추는 중앙집권적 정책에서 끝나지 않는다. 이는 그 동안 높은 가격으로 인해 억눌려 있던 **중국인들의 발걸음을 치과로 향하게 할 것이다.** 뿐만 아니라, **넘쳐나는 환자들에 비해 턱없이 부족한 공급을 확충하기 위해** 치과 의사들은 **동사의 디지털 덴티스트리를 도입할 수밖에 없으며,** 이것은 동사에게 확실한 밸류체인 상의 모멘텀이 될 것이 틀림없다.

4. 레이페이스, 페이스 올려 - 투자포인트 2

지금까지 세계에서 가장 높은 성장여력을 보이는 중국 덴탈시장에서 동사의 강점을 살펴보았다. 그러나 동사의 성장동력은 미성숙한 시장에서 멈추지 않는다. 신무기 레이페이스는 성숙한 덴탈 시장의 판도를 뒤흔들 게임체인저다. 이에 따라 본 보고서는 레이페이스가 '22년 판매량 180대에서 '23년 3,000대, '24년 8,918대로 증가할 것이라고 추정한다.

4.1. 레이페이스: 이 몸의 인기란...

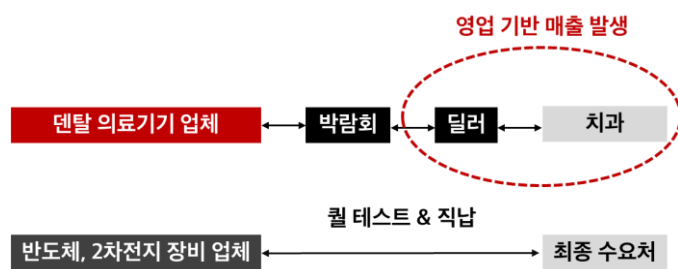
레이페이스는
성숙한 덴탈시장을 노린다

레이페이스의 인기는 세계 덴탈 의료기기 박람회인 2023 IDS(International Dental Show)에서 단번에 확인할 수 있었다. 앞서 언급한 것처럼 의료기기 산업은 **영업에 기반하여 매출이 발생하는** 특성을 갖는다. 의사들이 직접 의료기기를 분석하고 사용하기 어렵기 때문에 **의료기기를 판매하는 영업사원(딜러)들의 설명에 의존한다.** 거래처 확보 수단인 영업사원들을 한번에 만날 수 있는 박람회에 기업들이 절박하게 매달릴수 밖에 없는 이유다.

IDS의 주인공 나야 나

그리고 동사는 IDS에서 **배정받은 위치 및 면적, 방문한 딜러의 수**를 통해 그 인기를 입증했다. 통상 박람회의 중심에 위치할수록, 더 넓은 면적을 배정받을수록 더 많은 수요가 예측되는 기업이다. 딜러들의 제품에 대한 궁금증이 부스의 위치와 면적으로 연결되는 것이다. 그리고 동사는 IDS의 **가장 중심에 위치한 건물에** 배치받았을 뿐만 아니라 국내 덴탈 기기 업체인 **오스템임플란트, 메디트**에 비해서 **2배 이상 넓은 면적**을 배정받기도 했다.

그림 4-1. 의료기기 산업의 영업기반 매출 발생 특성



출처: SMIC 1팀

그림 4-2. IDS 기업 배치도



출처: IDS, SMIC 1팀

방문 딜러 '21년 100명
→ '23년 500명

동사를 방문한 딜러는 '21년 100명에서 '23년 500명으로 기하급수적으로 증가했다. 이때 우리는 어떤 기업들에서 관심을 가졌는지를 알아야 한다. 동사를 방문한 회사 중에는 구강스캐너, CBCT, CAD/CAM, 임플란트, 교정의 Top player인 **Align technology, Modern dental, 3Shape, Xo, Zirkonzahn** 등이 포함되어 있다. 4.4.에서 이들의 방문이 어떤 의미를 갖는지 다시 한번 확인해 본다.

4.2. 레이페이스의 인기비결

심미적 목적의 치과시장

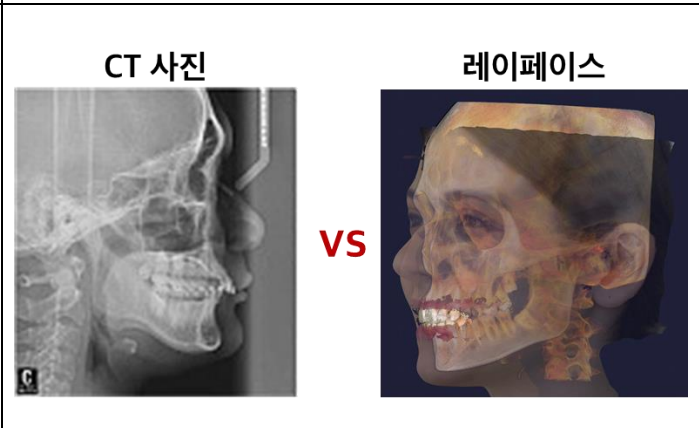
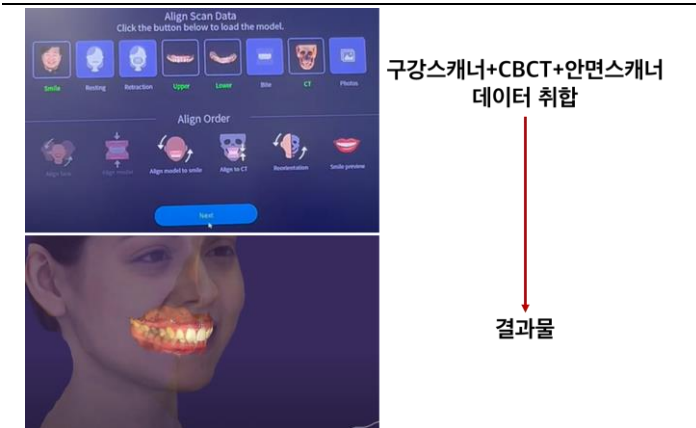
레이페이스의 압도적 인기는 덴탈시장의 거대한 변화와 맞닿아 있다. 선진국의 덴탈시장은 **심미적 목적의 시술**로 재편되고 있으며 이는 교정과 임플란트의 강자인 Align technology와 Straumann의 '14년~'21년의 연평균 성장률 26.5%와 16.1%를 통해 확연히 드러난다. 그리고 레이페이스는 급변하는 미용시장에서 소비자의 심리를 정확히 꿰뚫었다.

구강스캐너+CBCT +안면스캐너

레이페이스는 안면데이터를 기존의 구강스캐너, CBCT에서 얻은 구강데이터와 조합한다. 이 짧은 문장의 파괴력을 제대로 확인해보자. 지금까지의 교정이나 임플란트는 구강스캐너 혹은 CBCT에서 얻은 데이터에만 기반하여 이뤄졌다. 자연스럽게 **의사들은 개인적인 능력에 의존**하여 환자의 특징적인 안면구조와 구강데이터를 상상할수 밖에 없었다. 흔치 않은 안면구조 (폴악)를 가진 경우 **시술 시간이 길어지고 환자의 불편함은 커졌다.**

그림 4-3. 구강스캐너, CBCT, 레이페이스의 정교한 데이터 조합

그림 4-4. CT와 레이페이스 비교



출처: Youtube, 동사 홈페이지, SMIC 1팀

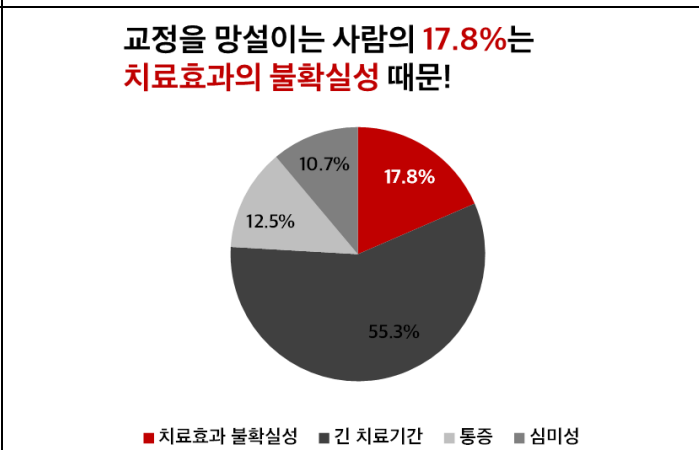
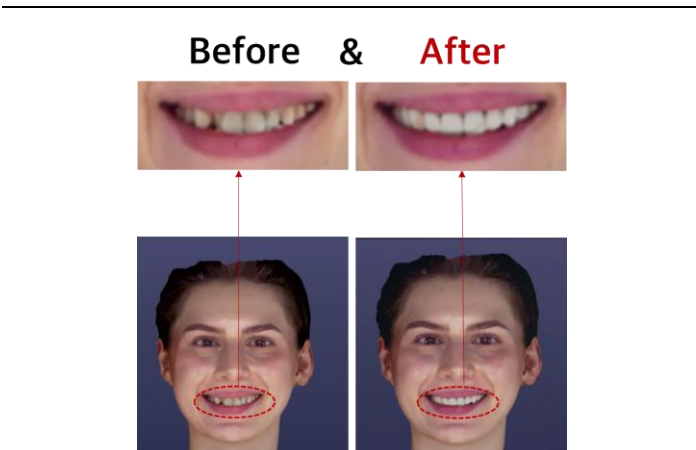
출처: 언론보도 종합, 동사 홈페이지, SMIC 1팀

One and Only 레이페이스

레이페이스는 다르다. 구강스캐너, CBCT, 안면스캐너에서 얻은 **개별적인 디지털 데이터를 소프트웨어를 통해 정교하게 조합한 최초의 완전체**다. 2개의 CT와 4개의 카메라로 구성된 3D 안면스캐너를 통해 **사람의 얼굴을 3차원으로 시각화**한다. 지금까지 존재했던 스캐너들이 가상의 인물에 기반한 Before & After만 지원했다면, 레이페이스는 **환자의 얼굴에 환자의 구강 구조를 조합시켜 Before & After를 시각화**한다.

그림 4-5. 레이페이스의 수술 이후 예측

그림 4-6. 사람들이 교정을 망설이는 이유 설문조사



출처: 동사 홈페이지, SMIC 1팀

출처: 언론보도 종합, SMIC 1팀

시술 가이드라인까지 제공 이를 토대로 교정과 임플란트 시술에서 **수평, 수직의 각도 조절까지 포함한 상세한 가이드라인까지** 제공한다. 기존의 CAD가 하지 못했던, 안면데이터를 적용한 소프트웨어가 의사에게 구체적인 솔루션을 제공하는 것이다. 의사 입장에서는 **편의성이 향상되는** 것은 명약관화하다.

**환자의 불안함?
잠재위줄게**

환자입장에서도 레이페이스의 등장에 환호성을 지를 수밖에 없다. 환자 입장에서 환자가 수술로 바뀔 **자신의 미래를 상상**할 수 있다는 것은 압도적인 강점이다. 설문조사에 따르면 치아 교정을 망설이는 이유에 대해 긴 치료기간 때문이라고 응답한 사람은 55.3%로 1위, **치료 효과에 대한 불확실성 때문이라고 응답한 사람은 17.8%**로 2위를 차지했다. [그림 4-6] 교정 특성상 해결 불가능한 치료기간을 제외하면, 레이페이스는 가장 큰 원인을 해소시켜준다. 즉, 17.8%의 환자들이 추가적으로 치아교정을 선택할 수 있게 유도하는 것이다.

**의사의 BEP 계산?
걱정마**

의사입장에서는 **치과의 BEP(손익분기점) 분석**을 통해 레이페이스 도입이 당연한 사실임을 확인해본다. 먼저 **비용구조는 고정비와 변동비**로 구분할 수 있다. 통상 치과 개원에 필요한 비용은 3억 4천 만원이며, 이때 1달동안의 감가상각비로 약 630만원이 상각된다. 또한 월 임대료, 직원 인건비를 포함한 변동비가 760만원이다. 하나의 임플란트에 통상 2시간이 소요됨을 고려하면, **임플란트 1개 식립에 소요되는 총비용은 약 17만원**이다.

비용의 성격	항목	금액	비고
고정비(A)	인테리어	10,000 만원	병원 평균 면적 43평 & 평균 인테리어 비용 130 만원/평
	병원 평균 임대보증금	5,600 만원	
	의료기기 구입비용	14,000 만원	
	기타 운영자금	4,400 만원	
	계	34,000 만원	
변동비(B)	직원 인건비	600 만원	병원 평균 직원수 3명 & 37,500원/1hr/1명
	월 임대료	160 만원	
	계	760 만원	
월 지출 비용 총합(A/54+B)		1,390 만원	개원의 평균 수명 4.5년
시간당 지출 비용		8.7 만원	주 5일, 8시간 근무

매출측면에서 국민건강보험에서 결정한 '23년 임플란트 1개 식립 당 수가는 124만원이다. 결과적으로 임플란트 하나 당 치과는 **107만원의 순이익**을 얻을 수 있다.

시술 단계	시술 내용	수가 (단위: 원)	평균소요시간
1 단계	진단 및 치료계획	124,280	1시간 이내
2단계	고정체(본체) 식립술	534,410	
3단계	보철 수복	584,120	1시간 이내
총합		1,242,810	2시간 이내

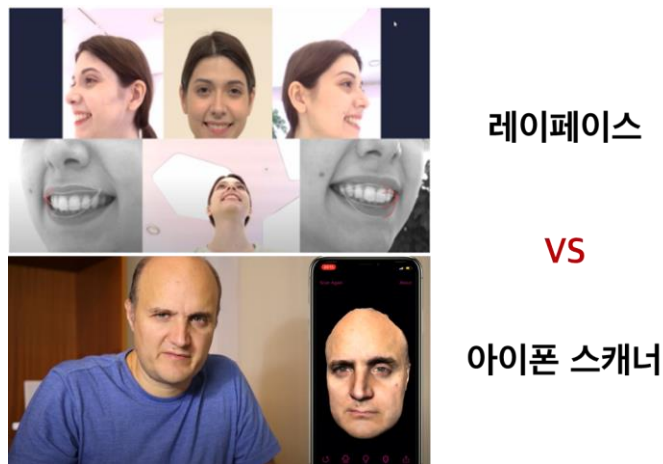
2~3달에 하나면 충분하다 2,000만원의 레이페이스를 도입함으로써 20개 이상의 추가적인 임플란트 시술이 가능하면, 의사는 망설일 이유가 없다. **4.5년 동안 20개의 추가시술만** 하면 BEP를 넘기게 되므로, **2~3달에 하나꼴로 시술하면 충분하다**. 비용부담이 적은 상황에서 의사는 환자의 요구를 지나칠 수 없고, 환자와 치과의사 모두에게 레이페이스 도입은 **필연적**이다.

4.3. 경쟁사, 안하는 것이 아니라 못하는 것

경쟁사는 아직도
갈 길이 멀다

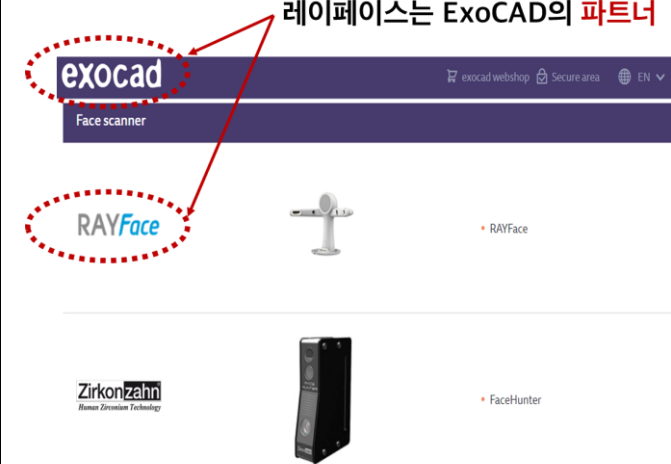
지금까지 본 보고서를 읽었다면 “이렇게 좋은 안면스캐너, 경쟁사들은 안 만들어?” 라는 생각이 드는 것은 당연하다. 선결하자면, **만들었지만 실패했다**. Align technology의 아이폰을 활용한 스캐너는 환자의 얼굴을 제대로 형상화하지 못하고 있다. 동사는 3차원 픽셀단위인 Voxel의 사이즈가 세계에서 가장 작기 때문에 생동감을 주는 것과 비교된다. 경쟁사들이 데이터 조합도 못하고 있는 상황에서 향후 변화를 예상해주는 것은 불가능에 가깝다.

그림 4-7. 레이페이스와 아이폰 스캐너 비교



출처: 동사 IR, Youtube, SMIC 1팀

그림 4-8. ExoCAD의 파트너, 레이페이스



출처: 동사 IR, Align technology IR, SMIC 1팀

경쟁사, 동사를 전략적
파트너로 채택!

이런 상황에서 경쟁사들이 선택한 것은 동사의 제품을 구매하는 것이다. 세계적인 덴탈 기기 업체인 Align technology과 Straumann은 사업 확장 과정에서 개발하기 어려운 제품은 자체 개발하기보다는 **다른 기업과의 협력, 투자, 인수**라는 전략을 선택했다. 이들은 안면스캐너에서도 동사와의 협력을 택했으며 실제로 Align technology의 자회사인 ExoCAD는 동사를 전략적 파트너로 지정했다.

완벽한 호환성과
UI동일성

이 배경에는 레이페이스와 경쟁사 제품의 **완벽한 호환성**이 있다. 동사는 Align technology과 Straumann의 소프트웨어를 각각 지원하는 어플리케이션을 운영하며 고객 친화적인 전략을 취하고 있다. 실제로 레이페이스는 ExoCAD와 **완벽한 UI적 동일성**을 보여주고 있다.

4.4. 레이페이스의 초고속 성장 페이스

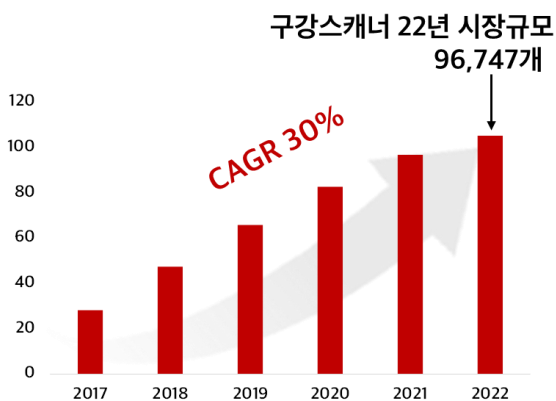
타겟가능한 최소 시장 ①
= 구강스캐너 보유 치과

지금부터는 레이페이스가 타겟할 수 있는 시장을 두 가지 측면에서 보인다. **첫째, 구강스캐너를 구입한 치과들**이다. 치과들의 장비 도입 과정을 생각해보자. 통증 문제가 발생했다면 치아 구조를 확인해야하기 때문에 X-Ray는 필수적이다. 이후 사랑니, 임플란트, 교정을 위해서는 치아 간 간섭문제를 자세히 알 필요가 있기 때문에 CBCT를 도입한다. CBCT만으로는 치아의 표면을 완벽하게 파악할 수 없기 때문에 더 많은 정보를 필요로 할 때 구강스캐너의 차례가 온다. 따라서 **구강스캐너를 구입한 치과에는 이미 CBCT가 있다고 보는 것이 합리적**이다.

'22년에만 구강스캐너 96,747개가 팔렸다.
→ 레이페이스의 잠재력

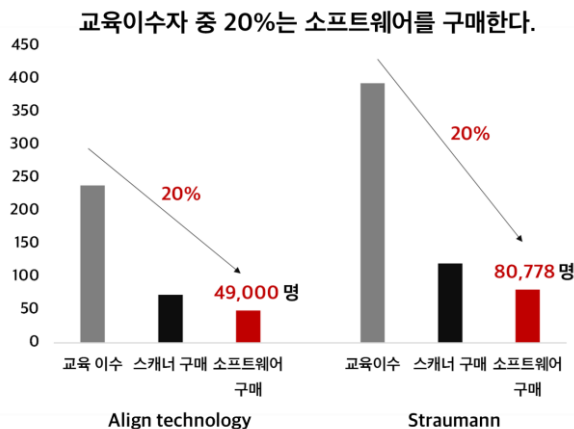
구강스캐너를 구입한 치과입장에서는 2,000만원의 레이페이스를 구매하는 것만으로도 3차원의 생생한 이미지와 수술 시뮬레이션까지 얻을 수 있기 때문에 레이페이스를 구매하지 않을 이유가 없다. 이에 기존에 치과에 구강스캐너를 공급했던 기업들은 레이페이스를 구매하여 함께 보급하기 위해 동사가 감당할 수 없을 수준의 러브콜을 보내고 있다. 위 논의를 종합하면 레이페이스 매출은 구강스캐너 시장만큼 발생할 수 있으며, 새로 구강스캐너를 구입할 치과까지 고려한다면 그 성장률은 구강스캐너 시장의 성장률보다도 가파를 것이다.

그림 4-9. 타겟가능한 구강스캐너 시장 (단위: 천 개)



출처: Align technology, Globe Newswire, SMIC 1팀

그림 4-10. Align, Straumann의 구매 고객 수 (단위: 천 명)



출처: Align technology, Straumann, SMIC 1팀

타겟가능한 최소 시장 ② =Align & Straumann

둘째, 동사가 이미 확보한 고객사 Align technology와 Straumann로 부터 소프트웨어를 구매한 치과 의사 역시 동사가 타겟할 수 있는 시장이다. 양사는 투명교정과 임플란트를 위해 치과 의사들을 대상으로 교육을 제공한다. 교육을 이수한 의사들 중 일부는 각 사가 판매하는 스캐너를 구매하며, 그 중 일부가 다시 소프트웨어까지 구매한다. 교육 이수를 넘어서 소프트웨어까지 구매한 의사들은 각 사의 충성고객인 것이다.

Align technology 로부터 교정 시술 교육을 받은 의사수는 약 24만명, Align technology의 스캐너를 구매한 것은 약 7만명, 교정 소프트웨어를 구매한 것은 약 5만명이다. Straumann의 경우에도 8만명이 임플란트 소프트웨어를 구매한 것으로 보인다. 이때 레이페이스는 교정과 임플란트에 중요한 안면데이터를 별도의 어플리케이션을 통해 각사에게 지원하기까지 한다.

Align & Straumann의 충성고객 12,778명

이미 1,700만원 상당의 소프트웨어까지 구매한 의사들의 입장에서 2,000만원만으로 디지털 덴티스트리를 완성시킬 수 있다면? 거기에 BEP를 넘기는데 2달에 한 명의 환자만 유치하면 된다면? 그들은 레이페이스의 확실한 잠재고객이 될 수밖에 없다. 동사는 129,778명의 충성고객을 확보한 셈이다.

IDS에서 2,624명 이상의 영업인력을 확보했다.

덴탈 의료기기 박람회 IDS를 기억하는가? 동사는 IDS에서 2,624명 이상의 영업인력 커버리지를 확보했다. 2,624명은 오스템임플란트의 영업인력 비율과 동사와 IDS에서 접촉한 기업들의 직원 수를 통해 산출했다. 이 과정에서 영업 유통 업체는 그 비중의 2배를 적용했다. 해당 영업인력은 동사가 직접 고용하는 것은 아니다. 다만 이들이 자신의 제품을 판매, 유통하는 과정에서 레이페이스를 토탈솔루션의 핵심으로 판매할 것을 고려해야 한다. 대형 유통사는 레이페이스에 진심이며, 그 과정에서 자연스럽게 동사의 영업망이 확대되어 가고 있다.

동사 기존 영업인력 대비 22배 이상 동사의 '22년 전체 직원 수는 총 450명이며 이중 26.1%인 118명을 영업인력으로 추정할 수 있다. 그리고 동사는 IDS를 통해 **기존의 영업인력 대비 22배 이상의 영업인력**을 한번에 확보했다. 엄청난 수요를 충족시킬 유통망을 확보한 동사의 성장세가 기대되는 이유다.

그림 4-11. ISD에서 접촉한 회사의 영업인력

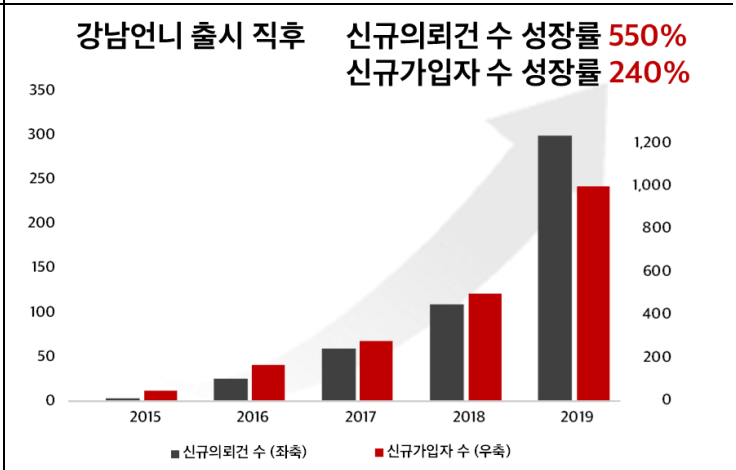
오스템 임플란트 기준 영업인력 비율 26.1%

업종	기업명	직원수 (명)	영업인력 (명)	영업인력 비율
토탈솔루션	오스템 임플란트	2,300	600	26.1%
	3shape	2,248	586	26.1%
	네오바이오텍	378	99	26.1%
기공소 및 기자재 업체	modern dental	5,000	1,304	26.1%
	Xo dental	75	39	52.2%
영업 유통 업체	GERL	800	417	52.2%
	zirKonzahn	361	188	52.2%
오스템 임플란트 제외 총합			2,624	

'22년 동사 영업인력 53명 대비 49배 이상 증가!!

출처: 각 사 사업보고서 및 홈페이지, SMIC 1팀

그림 4-12. 강남언니 신규가입자, 신규의뢰건 수 (단위: 천 건)



출처: 강남언니 IR, 언론보도 종합, SMIC 1팀

4.5. 또 하나의 파이프라인, 성형외과

**무더운 여름
카페의 에어컨 같은 존재**

상기 논의는 성형외과에도 적용된다. 성형외과 입장에서 기기당 2,000만원의 레이페이스 도입을 통해 시술비용이 1,300만원인 양악수술을 2번만 유치할 수 있다면 **망설일 이유가 없다**. 옆 병원에서는 수술로 바뀔 모습을 시각적으로 보여주는데, 여기서는 뼈 사진과 감언이설로만 나를 설득한다면? 당연히 레이페이스가 있는 옆 병원으로 갈 수밖에 없다.

**강남언니의 초기 성장세:
레이페이스의 확정적 미래**

사람들은 보톡스를 맞거나 간단한 쌍꺼풀 수술을 하기 전에도 수많은 후기를 검색하고 다른 사람들의 전후 사진을 비교해보고 있다. 이는 사람들이 **미용수술을 망설이는 이유 중 1위가 수술 이후 부자연스러운 모습이 두렵기 때문인 것과 일맥상통한다**. 그리고 이런 사람들의 열망은 성형외과 플랫폼인 강남언니가 출시 직후 연평균 성장률 240%를 보여줌으로써 가시화된다. 미용시장의 욕구를 정확히 충족시키는 레이페이스에도 같은 반응을 기대해볼 수 있다.

투자포인트 1에서 디지털 토탈솔루션이 중국에서의 중단기적인 성장을 보장한다면, 투자포인트 2에서 보여준 레이페이스의 저력은 **중장기적인 성장 모멘텀**을 제공할 것이다. 특히 레이페이스의 **GPM이 60%**에 달하는 만큼 바텀라인의 성장까지 주도할 것이다.

5. 매출추정

5.1 레이페이스 외 매출추정

중국 임플란트 시장 성장을 추정					
(단위: 개, %)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
임플란트 가능 의사수	62,200	68,200	99,133	134,167	173,300
의사수(만 명)	311,000	341,000	371,750	402,500	433,250
임플란트 시술 가능 비중	20%	20%	26.7%	33.3%	40%
1인당 임플란트 식립 개수	72.7	73.3	90.54	107.77	125
연간 임플란트 식립 개수	4,520,000	5,000,000	8,975,782	14,459,311	21,662,500
중국 임플란트 시장 성장률(YoY%)		10.6%	79.5%	61.1%	49.8%

상기 [투자포인트 1]의 논리를 종합하여 동사의 신제품인 레이페이스 외의 매출을 추정하기 위한 핵심 지표로 중국의 연간 임플란트 식립 총 개수를 구하여 이것을 중국의 임플란트 시장의 성장률로 상정 후, 기존의 중국 레이페이스 외의 매출에 적용해주는 방식으로 적용했다. 그 과정은 아래와 같다.

1. 동사의 토탈시스템을 비롯한 전 제품은 다가올 중국의 폭발할 치과 서비스에 대한 수요에 대한 수혜를 입을 것이 틀림없다.
2. 그러나 현실적으로 중국의 치과 시장에는 수많은 업체가 진출해 있고, 또한 각 업체의 정확한 점유율을 구하기 어렵다.
3. 나아가, 제품 믹스와 믹스가 매우 다양하여 ASP와 Q를 각각 추정하는 것은 오히려 추정의 간결성과 정확성을 오히려 저해할 수 있다.
4. 그렇기에, [투자포인트 1]의 쇼티지 추정논리와의 일관성을 유지하면서, 현재 가장 강력한 성장의 동력인 임플란트 VBP의 영향력을 고려하기 위하여 연간 임플란트 식립 개수 성장률을 중국 임플란트 시장 성장률로 설정하였다.
5. 그리고 이를 추정하기 위하여 핵심 추정 지표는 치과 의사들 중 임플란트 시술 가능 비중과 1인당 임플란트 식립 개수이다.

한국 임플란트 보험급여 적용 後 CBCT 보급률 추이 추정					
(단위: 대)	2013	2014	2015	2016	2017
A: CBCT 총 대수	2,719	3,762	4,768	7,227	9,930
CT설치 현황	3,625	4,532	5,744		
CT 中 CBCT 비중	75%	83%	83%		
B: 치과병원수		16,172	16,609	17,023	17,668
CBCT 보급률 = A/B		23%	29%	42%	56%

6. 그리고 치과 의사들 중 임플란트 시술 가능 비중은 과거 한국에서 보험 급여가 적용된 후 업계에서 통상적으로 인정하는 임플란트 가능 비중의 벤치마크인 CBCT 보급률이 대략 3년간 2배가 오른 것에서 착안하여 디지털 덴티스트리의 공급증가로 인한 의사들의 역량 강화로 중국 또한 '25년까지 그 비중이 선형으로 40%에 달할 것으로 가정하였다.

7. 또한, 디지털 덴티스트리의 점차적 도입으로 인한 생산성 향상과 더불어 밀려들어올 수요로 인해 의사 1인당 연간 임플란트 식립 개수는 충분히 한국의 수준인 125개로 선형으로 증가할 수 있다고 가정하였다.
8. 이러한 과정을 통해 도출한 중국 임플란트 시장의 성장률을 동사의 레이페이스 외의 중국 매출에 적용하여 주었다.
9. 나머지 지역의 경우 중요성이 상대적으로 떨어져 각 지역의 임플란트, 혹은 디지털 덴티스트리 연평균 성장률을 적용해 주었다.

5.2. 레이페이스 매출 추정

레이 페이스 매출 (단위: 백만 원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	2023E	2024E	2025E
레이 페이스	0	0	1,440	7,200	8,640	54,000	178,360	196,196
분기 판매대수 (대)			90	450	540	3,000	8,918	8,918
ASP (천 원)			16,000	16,000	16,000	18,000	20,000	22,000

상기 투자포인트의 논의를 종합하여 레이페이스는 **동사 CAPA의 최대치만큼 판매된다고** 추정하였다. 앞서 언급한 바와 같이 구강스캐너를 구매한 치과는 디지털 덴티스트리로의 전환이 정해진 미래이며, 이들은 자연스럽게 레이페이스를 확정적 고객이 된다. '22년 구강스캐너 판매량이 96,747개인 것을 고려하면 위 추정은 무리가 아니다.

'23년의 CAPA는 동사가 '22년에 밝힌 목표치인 3,000대라고 추정하였다. 이후 '24년과 '25년은 8,918대라고 추정하였다. 그 이유는 다음과 같다. 동사의 생산능력은 투입노동인력과 그들의 생산성에 비례한다. 또한 동사는 직접 토지를 구매하고 공장을 지을 필요 없이 임대를 통해 해결할 수 있다. 따라서 눈앞에 확실한 수요가 있다면 증설을 망설일 필요가 없다.

동사는 지금까지 3번에 걸쳐 생산능력을 8배로 확대한 바 있다. '19년에 이뤄진 2배의 증설은 '17년부터 시작한 치료솔루션 사업의 호조에서 기인했다. '22년의 2배 증설 역시 '21년 구강스캐너 기업인 디디에스 인수와 '22년 출시한 레이페이스가 기존의 치료솔루션과 시너지를 일으킨 것에 기인한다. 중국 진출과 동시에 이뤄진 다시 한 번의 증설은 중국 유통회사 인수, 중국 VBP 정책에 따른 수혜를 예상하며 이뤄졌다.

그리고 지금, 다시 한번의 증설이 필요한 시점이다. '23년 IDS를 기점으로 관심이 집중된 상태에서 디지털 덴티스트리의 마침표를 찍을 레이페이스에 대한 수요는 동사의 CAPA를 끝없이 넘어가고 있다. 다만 본 보고서는 경영진의 입장에서 사고해보았다. 이미 동사는 '22년 하반기에 최종적인 월 CAPA 목표 1,000대를 밝힌 바 있다.

그러나 직원의 고용과 생산성 증대가 쉽지 않다고 밝힌 점, 동사는 외주를 맡길 생각이 전혀 없다는 점을 고려할 필요가 있다. 이에 따라 동사의 치료솔루션 성장이 본격화된 '19년 이후의 공장 평균 가동률 74.3%를 목표 CAPA인 월 1,000대에 곱해주었다. 이를 통해 산출한 최종적인 '24년 CAPA는 8,918대다. 이후 6개월의 훈련기간을 거쳐 수율이 정상화됨에 따라 목표치의 100%인 12,000대를 '25년 CAPA로 추정하였다.

ASP는 공급이 부족한 상황에서 지속적으로 상승하는 것이 적절하다고 추정하였다. '23년 IDS를 기점으로 폭발한 인기로 인해 ASP는 1,800만원 이상으로 상승했다. '23년 이후에도 쇼티지는 지속될 것이므로 가격 상승분을 동일하게 적용하였다. 또한 GERL-Dental.de 라는 온라인 의료기기 사이트에서 16,890유로에 거래되며 이는 한화 2,650만원임을 확인하였다. 통상적인 유통단계의 마진을 30%을 적용했을 때 ASP는 1,855만원이며 위 추정에 부합한다.

5.3. 최종 매출추정 Table

상기 논의를 종합한 최종 매출추정 Table은 아래와 같다.

최종 매출추정 Table							
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	73,108	55,205	90,336	128,998	214,325	391,116	543,448
진단시스템 매출(레이페이스 외의 30%)	30,858	19,905	36,140	41,857	48,097	63,827	83,834
치료솔루션 매출(레이페이스 + 외의 70%)	42,250	35,300	54,197	87,141	166,227	327,289	459,614
레이페이스 매출	0	0	0	8,640	54,000	178,360	264,000
판매대수(대)				540	3,000	8,918	12,000
ASP(천 원)				16,000	18,000	20,000	22,000
% of sales					25.2%	45.6%	48.6%
YoY%					525.0%	230.3%	48.0%
레이페이스 외 매출	73,108	55,205	90,336	120,358	160,325	212,756	279,448
% of sales					74.8%	54.4%	51.4%
YoY%					33.2%	32.7%	31.3%
지역별 분류(레이페이스 한중 비중 8:2 가정)							
국내	4,200	2,500	10,204	15,688	18,998	23,006	27,861
% of sales	5.7%	5%	11%	12%	9%	6%	5%
YoY%		-40%	308%	54%	한국 덴탈 CAGR 21.1% 적용		
아시아	44,805	36,703	51,420	65,171	97,573	141,228	197,725
% of sales	61.3%	66%	57%	51%	46%	36%	36%
YoY%		-18%	40%	27%	49.7%	44.7%	40.0%
중국	24,803	20,402	27,211	35,071	62,959	101,422	151,947
% of sales	33.9%	37%	30%	29%	29.4%	25.9%	28.0%
YoY%		-18%	33%	29%	79.5%	61.1%	49.8%
비중국	20,002	16,301	24,210	30,100	34,614	39,807	45,778
% of sales	27.4%	30%	27%	23%	16%	10%	8%
YoY%		-19%	49%	24%	아시아 CAGR 15% 적용		
유럽	7,501	4,800	7,603	12,600	14,313	16,260	18,471
% of sales	10.3%	9%	8%	10%	7%	4%	3%
YoY%		-36%	58%	66%	유럽 덴탈 CAGR 13.6% 적용		
미국	16,202	10,901	18,507	23,100	25,641	28,461	31,592
% of sales	22.2%	20%	20%	18%	12%	7%	6%
YoY%		-33%	70%	25%	미국 덴탈 CAGR 11% 적용		
기타	500	300	2,701	3,800	3,800	3,800	3,800

진단시스템과 치료솔루션은 치료솔루션 내의 소프트웨어 제품으로 인해 유의미한 GPM차이가 발생하여 구분할 필요가 있는데, 판매 방식에 따라 같은 제품이라도 분류가 달라지는 등 정확한 추정이 어렵다. 그렇기 때문에 디지털 덴티스트리의 경향성을 반영하기 위해 가장 최근의 매출 비중대로 추정 연도에 안분해주었다.

6. Valuation - Peer PER Method

6.1. 매출원가 추정

매출원가 (단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출	32,929	51,533	73,108	55,205	90,336	128,998	214,325	391,116	543,448
매출원가	17,966	29,075	38,538	28,603	58,351	66,458	105,797	183,075	252,356
GPM (%)	45.4%	43.6%	47.3%	48.2%	35.4%	48.5%	50.6%	53.2%	53.6%
디지털 치료 솔루션 매출	2,352	20,134	42,250	35,300	54,197	78,501	112,227	148,929	195,614
% of Total Sales	7.1%	39.1%	57.8%	63.9%	60.0%	60.9%	52.4%	38.1%	36.0%
디지털 진단 시스템 매출	30,578	31,399	30,858	19,905	36,140	41,857	48,097	63,827	83,834
% of Total Sales	92.9%	60.9%	42.2%	36.1%	40.0%	32.4%	22.4%	16.3%	15.4%
레이페이스 매출	-	-	-	-	-	8,640	54,000	178,360	264,000
% of Total Sales						6.7%	25.2%	45.6%	48.6%

매출원가는 부문별 매출 비중을 바탕으로 GPM을 추정해 도출했으며, 그 이유는 다음과 같다.

- 1) 디지털 치료 솔루션은 고객의 요구에 따라 최소 3개~ 최대 5개의 기기와 SW를 패키지 단위로 판매되며, 구성이 일정하지 않다. 디지털 진단 시스템의 경우에도 구강스캐너와 CBCT를 포함해 네 종류 기기 매출의 합이나, 이를 분리하여 공시하고 있지 않다.
- 2) 투자포인트에서 언급한 레이페이스의 성공적인 진출에 따른 GPM 개선을 추정 과정에서 가장 직관적으로 반영할 수 있다. 동사는 레이페이스의 GPM을 60%라 밝혔으며, 위 방법이 해당 내용을 가장 잘 반영할 수 있는 방법이다.

이에, '22년 이전 레이페이스 매출이 발생하지 않았다는 점에 착안하여, '17년부터 '20년까지의 4개년 데이터를 바탕으로 디지털 치료 솔루션과 디지털 진단 시스템의 매출비중 별 GPM을 다중선형 회귀분석을 활용해 추정하였다. '21년의 경우, 덴탈 사업과 관련이 없는 방역 사업부 청산에 따른 재고자산의 일회성 손실을 매출원가로 인식하였기에, 추정에 반영하지 않았다.

회귀분석 통계량		22년 GPM 교차검증	
다중 상관계수	0.999534192	'22년 GPM	48.5%
결정계수	0.9990686	도출 GPM:	48.1%
조정된 결정계수	0.4986029	과리율:	-0.8%
표준 오차	0.019921571		
관측수	4		

	계수	표준 오차	t 통계량	P-값
Y 절편	0	#N/A	#N/A	#N/A
디지털 치료 솔루션 비중	0.489407491	0.027974936	17.49449896	0.003251433
디지털 진단 시스템 비중	0.440842181	0.0213817	20.61773289	0.002344169

회귀분석 결과, 디지털 치료 솔루션의 GPM은 48.9%, 디지털 진단 시스템의 GPM은 44.1%가 도출되었다. 결정계수 값이 0.9991로 높고, P-값이 5% 미만이기에 결과값이 유의미하다 판단하였다. 추가적인 교차검증을 위해, 매출비중을 바탕으로 '22년의 GPM을 산출해낸 결과 과리율 -0.8%의 값을 얻어 추정이 매우 정확하였으며, 앞서 디지털 치료 솔루션의 경우 SW를 포함하고 있어 진단 시스템 대비 GPM이 높게 산출된 것도 추정의 합리성을 더해 준다.

이에, 추정된 매출 비중에 따라 가중평균하여 전사적 GPM을 도출하였고, 이를 통해 매출 원가를 추정했다. 과거 매출원가 상세 계정은 Appendix에 첨부했다.

6.2. 판매비와 관리비 추정

판매비와관리비							
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출	73,108	55,205	90,336	128,998	214,325	391,116	543,448
판매비와관리비	21,710	22,021	28,598	46,334	66,382	109,846	147,591
판관비율 (%)	29.7%	39.9%	31.7%	35.9%	31.0%	28.1%	27.2%
급여	8,071	8,567	8,791	14,841	26,257	47,916	66,579
YoY %		6.1%	2.6%	68.8%	76.9%	82.5%	38.9%
퇴직급여	435	496	508	688	1,143	2,087	2,899
YoY %		14.2%	2.4%	35.5%	66.1%	82.5%	38.9%
복리후생비	1,053	1,157	1,377	2,449	3,942	7,194	9,996
YoY %		9.8%	19.0%	77.9%	60.9%	82.5%	38.9%
여비교통비	1,080	287	654	1,599	3,165	5,776	8,026
% of Sales	1.5%	0.5%	0.7%	1.2%	1.5%	1.5%	1.5%
접대비	181	76	201	391	650	1,187	1,649
% of Sales	0.2%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
통신비	71	73	91	106	177	323	448
% of Sales	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
수도광열비	21	17	16	58	58	58	58
세금과공과금	306	305	415	1,539	342	342	342
감가상각비	1,139	1,838	2,100	3,040	3,040	3,040	3,040
YoY %		61.4%	14.2%	44.8%	0.0%	0.0%	0.0%
지급임차료	296	288	542	872	1,203	1,533	1,533
YoY %		-2.7%	87.9%	61.0%	37.9%	27.5%	0.0%
수선유지비	59	25	40	147	41	41	41
보험료	91	112	128	195	346	631	877
YoY %		22.6%	14.3%	53.2%	76.9%	82.5%	38.9%
차량유지비	172	231	276	411	683	1,247	1,733
YoY %		34.8%	19.5%	48.8%	66.1%	82.5%	38.9%
경상연구개발비	3,220	4,180	5,063	6,163	7,501	9,130	11,112
YoY %		29.8%	21.1%	21.7%	21.7%	21.7%	21.7%
운반비	520	484	491	859	1,427	2,605	3,619
% of Sales	0.7%	0.9%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
교육훈련비	316	29	39	28	32	32	32
도서인쇄비	33	51	69	113	188	344	477
% of Sales	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
소모품비	386	290	260	880	1,558	2,843	3,950
YoY %		-24.8%	-10.5%	239.2%	76.9%	82.5%	38.9%
지급수수료	1,761	1,745	2,582	4,301	6,681	12,193	16,942
% of Sales	2.4%	3.2%	2.9%	3.3%	3.1%	3.1%	3.1%
광고선전비	821	348	665	1,502	2,450	4,472	6,213
% of Sales	1.1%	0.6%	0.7%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%
판매촉진비	606	382	708	1,742	1,647	3,005	4,176
% of Sales	0.8%	0.7%	0.8%	1.4%	0.8%	0.8%	0.8%
대손상각비	576	50	2,037	1,379	978	978	978
무형고정자산상각	29	33	67	380	380	380	380
주식보상비용	-	289	1,062	1,920	1,920	1,920	1,920
기타	469	669	417	728	571	571	571

1) 급여: '22년 기준 급여 총액은 170억 중 판관비상 급여가 148억으로 금액적 중요성이 뛰어난 계정이다. 이에, 사업상황을 고려한 별도 추정이 요구된다.

일반적으로 판관비상 급여 계정은 본사에서 발생하는 비용으로 고정비적 성격을 띠는 경우가 많지만, 동사의 경우 영업인력이 큰 수를 차지하고 있어 매출액과 연동되는 변동비적 성격을 띤다. '22년, 중국 현지유통망을 인수하여 매출 대비 비중이 소폭 상승한 것으로 추정된다. 일반적으로 초기 영업 인력들은 숙련도가 부족하여 ASP 협상력이 떨어지지만, 점차 영업회전률(인당 Q)과 함께 상승하여 매출액 대비 비중이 하락할 수 있다. 다만, 현재 영업인력 채용 중에 있으며, 앞으로도 고속 성장이 기대되고 있는 만큼 보수적 추정에 입각해 3개년도 평균 매출액 대비 비중을 연동해주었다. 퇴직급여와 복리후생비의 경우에도 급여와 유사한 성격을 띠기에 동일한 논리로 추정해주었다. 최종적으로 추정된 급여 계정은 아래와 같다.

급여							
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출	73,108	55,205	90,336	128,998	214,325	391,116	543,448
YoY %		-24.5%	63.6%	42.8%	66.1%	82.5%	38.9%
급여	8,071	8,567	8,791	14,841	26,257	47,916	66,579
% of Sales		15.5%	9.7%	11.5%	12.3%	12.3%	12.3%
퇴직급여	435	496	508	688	1,143	2,087	2,899
% of Sales		0.9%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
복리후생비	1,053	1,157	1,377	2,449	3,942	7,194	9,996
% of Sales		2.1%	1.5%	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%

2) 그 외에도 매출액과 짝은 연관성을 보이는 계정으로서는 접대비와 통신비, 운반비, 도서인쇄비, 광고선전비, 판매촉진비가 있다. 이들은 모두 영업 활동에서 주로 발생하기 때문에 매출액과 연동해주는 것이 합리적이다. 금액적 중요성을 띠는 계정으로 지급수수료가 있는데, 동사의 제품이 직판 외에 딜러 혹은 대리점에 판매되는 과정에서 발생하는 수수료이기에 매출액에 연동해주었다.

3) 그 외의 비용들은 증감추세를 반영하여 개별 계정별로 추정해주었다.

6.3. 영업외손익 추정

영업외손익 추정							
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업외손익	419	4,210	-5,902	-5,512	-5,780	-6,738	-6,738
기타손익	66	232	-2,669	-1,330	-1,438	-1,438	-1,438
유형자산처분손익	1	-8	508	227	0	0	0
잡손익	65	325	-4	-158	57	57	57
전기오류수정이익	0	0	0	96	0	0	0
기부금	1	85	632	1,495	1,495	1,495	1,495
유형자산손상차손	0	0	2,308	0	0	0	0
무형자산손상차손	0	0	229	0	0	0	0
기타의대손상각비	0	0	4	0	0	0	0
금융손익	353	3,978	-3,233	-4,182	-4,342	-5,300	-5,300
이자수익	126	203	747	638	389	386	386
이자비용	187	231	1,153	2,009	4,446	5,402	5,402
당기손익_공정가치금융자산평가손익	166	4,508	-5,052	-2,894	-818	-818	-818
외환손익	614	333	1,366	1,909	1,055	1,055	1,055
외화환산손익	-284	-836	860	-1,826	-522	-522	-522
파생상품거래손익	-81	0	0	0	0	0	0
관계기업투자손익	0	74	-47	873	0	0	0

외환차익-외환차손 등의 대응되는 성격을 지니는 계정들은 상계하여 손익의 개념으로 추정하였다. 유형자산손상차손과 무형자산손상차손과 같이 일회성을 띄거나, 관계기업투자손익과 같이 합리적으로 추정이 불가능할 경우 '0'을 부여하였다. 잡손익과 같이 지속적으로 발생해왔을 경우 4개년치의 평균을 Flat 처리하였다.

다만, 이자수익과 이자비용의 경우 보유하고 있는 자산/부채의 Book Value에 따라 각각 발생하는 만큼 상계하여 추정하지 않고, 유효 이자율을 도출하여 추정하였다. 각 상각후원가측정 금융자산(AC-금융자산)에 해당하는 계정들의 경향성을 반영하여 미래 Book Value를 추정하였으며 산출한 유효이자율을 바탕으로 각 이자수익과 이자비용을 추정해주었다.

동사는 CAPA 증설을 위해 차입을 한 것으로 추정되나, 앞으로 예정된 중국에서의 2,000억 원 규모 CAPA 증설은 중국국제금융공사(CICC)가 레이차이나에 유상증자를 하는 방식으로 이루어질 예정이라 밝혔다. 이에, 장기차입금을 CAPA 증설이 없던 년도의 증분만큼 더해주었으며, 현금흐름이 추후 개선되고 안정적인 현금흐름을 확보하여 상환할 것임을 가정하였다.

이자손익 추정									
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
이자손익	145	-61	-28	-407	-1,371	-4,058	-5,016	-5,016	
이자수익	10	126	203	747	638	389	386	386	
기말 BV	12,979	14,074	17,665	40,646	23,112	22,817	22,817	22,817	
현금및현금성자산	12,210	9,209	12,061	31,520	17,200	16,440	16,440	16,440	
기타유동금융자산	277	1,835	1,218	1,099	1,484	1,409	1,409	1,409	
기타비유동금융자산	492	3,030	4,385	8,027	4,428	4,968	4,968	4,968	
평균 BV		13,527	15,869	29,155	31,879	22,964	22,817	22,817	
유효이자율 (%)		0.9%	1.3%	2.6%	2.0%	1.7%	1.7%	1.7%	
이자비용	-135	187	231	1,153	2,009	4,446	5,402	5,402	
기말 BV	3,400	855	8,107	50,994	75,492	93,674	111,855	93,674	
단기차입금	3,400	855	8,107	6,937	12,420	12,420	12,420	12,420	
유동성전환사채	0	0	0	0	30,464	30,464	30,464	30,464	
장기차입금	0	0	0	14,426	32,608	50,789	68,971	50,789	
전환사채	0	0	0	29,631	0	0	0	0	
평균 BV	-	2,128	4,481	29,551	63,243	84,583	102,765	102,765	
유효이자율 (%)	-	8.8%	5.1%	3.9%	3.2%	5.3%	5.3%	5.3%	

6.3. 법인세비용 추정

법인세비용									
(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
법인세비용	-158	962	1,725	961	-2,821	-3,509	8,801	22,133	33,097
유효 법인세율 (%)	-15.9%	15.5%	13.0%	10.8%	102.1%	-30.6%	24.2%	24.2%	24.2%
법인세비용 차감 전 순이익	996	6,213	13,280	8,865	-2,764	11,466	36,367	91,457	136,764

'21년 동사 방역 사업부 철수에 따른 적자 전환으로 '21년과 '22년 유효법인세율 수치가 일회성으로 이상치가 나타났다. 또한 과거 법인세율은 10% 중반 수준이나, 기하급수적 성장을 앞둔 상황에서 해당 수치를 반영하는 것은 다소 무리라 판단하였다. 뿐만 아니라, 동사는 현재 약 20억원의 이연법인세순액(이연법인세자산-이연법인세부채)을 보유하고 있으나, 이것의 발생과 소멸을 합리적으로 추정하는 것은 어렵다 사료된다. 이에 24.2%를 유효법인세율로 연동하여 법인세비용을 추정하였다.

6.4. Valuation: Peer PER Method

6.4.1. Valuation Method 선정 논리

Valuation Method로 PER Method를 사용한다. 동사는 1) 전례 없는 중국 내 치과 쇼티지에 기인한 기하급수적 디지털 치료 솔루션 매출 성장과, 2) 업계 최초/최고 페이스 스캐너 레이 페이스를 통한 장기적 성장을 앞두고 있다. 해당 논리를 가장 잘 반영할 수 있는 평가 방법은 기대되는 Earning을 기반으로 가치를 사용하는 PER Method라 판단하였다.

나아가 Peer PER Method를 선정하였다. 동사가 마주할 성장 모멘텀은 과거 동사의 수준은 물론, 기대 받던 수준조차 큰 폭으로 상회한다. 전례 없는 수준의 매출, 이익 성장을 앞두고 있다는 점에서, 과거 동사가 받았던 Earning 기대감을 기반으로 하는 Historical PER Method는 적합하지 않다고 판단했다.

국내 덴탈 Peer들 중 동사 투자포인트에서 강조한 디지털 토탈솔루션을 완전히 구축한 기업은 오스템임플란트가 유일한데, 연결 기준 임플란트 매출이 약 90% 수준으로 디지털 덴티스트리 노출도가 낮아 투자포인트 논리를 담아낼 수 없다. 또한, 토탈 솔루션을 구축한 글로벌 Peer들 또한 기존 독점적 지위를 인정받아 높은 Multiple을 부여받고 있다는 점, 성장의 초입에 있는 동사와 성장률 측면에서도 괴리가 크다는 점에서 Peer로 적합하지 않다. 더 나아가, 본격적으로 동사의 이익 성장을 주도할 레이페이스는 시장에서 독보적인 위치에 있어, 구강 스캐너 시장보다도 빠른 성장이 예견되고 있다. 해당 신제품 출시 논리를 담아낼 적합한 덴탈 Peer는 부재한 것으로 판단된다.

6.4.2. Target Multiple 선정 및 최종 Valuation

본 보고서는 '21년 폭발적인 성장을 앞둔 루트로닉이 전년도 11월, 12월 두 달간 받았던 평균 Fwd Multiple인 19.25x를 Target Multiple로 제시한다. 이에 대한 근거는 다음과 같다.

본 보고서의 투자포인트에서는 디지털 토탈솔루션을 구축하고, 폭발적으로 성장할 중국 시장에 선제적으로 법인 설립, 유통망 인수를 단행하여 '23년 도약을 시작할 동사의 모습을 제시했다. 그 기세를 신제품 출시로 지속 이어감과 동시에 GPM 상향을 이룩하며 폭발적인 이익 성장을 보여줄 것임을 확인했다. 즉, 선제적 투자를 기반으로 '23년도부터 기하급수적인 Q 상향을 지속하며, '24년에는 매출 포트폴리오 개선 및 영업 레버리지 효과로 외형 성장과 OPM 신장을 계속할 것이라는 주장이 해당 논리의 요지이다.

루트로닉이 유사한 의료기기 판매업이라는 공통점을 넘어, 경험한 '20년도의 내러티브는 본 보고서에서 제시한 투자 논리와 정확하게 부합한다. 먼저, 1) 루트로닉은 해외 시장 진출을 위해 선제적으로 해외법인을 설립하고 영업망 인수하였다. 투자 과정에서 인건비의 증가로 OPM은 '18년 13.42%에서 '20년 5.37%까지 하락하였으며 이는 동사가 '22년 중국 현지 유통 법인을 인수하며, 과거 수준('19년 기준 17.6%)의 OPM을 회복하지 못한 정황과 동일하다. 2) 나아가 루트로닉이 COVID-19의 타격을 입은 직후 Big-Bath를 맞이해 성장이 연기되었던 '21년 초 모습은 동사가 중국의 봉쇄 조치로 성장이 지연되었던 모습과 대응된다.

3) 다만, 루트로닉은 1Q21부터 본격적으로 OPM의 상황이 일어나 '22년 OPM 20.97%까지 상향되었으며, 매출액은 '20년 1,156억원에서 '21년 1,736억, '22년 2,615억원까지 매년 50% 이상 고속 성장이 유지됐다.

4) 동사는 '23년 중국 VBP 정책을 기점으로 단기적인 성장에서 멈추지 않고 고속 성장을 장기간 이어나갈 전망이다. 투자포인트에서 상술한 것처럼, 치과 쇼티지는 7년간 지속될 것으로 추정되며, 초기 빠르게 시장에 진출한 만큼 Lock-in 효과까지 기대해볼 수 있을 것으로 예상된다. **Peer로 제시한 루트로닉보다도 더욱 고속 성장이 예견되는 만큼, 해당 Multiple은 충분히 합리적이면서도 보수적인 수치이다.**

본 보고서 논의를 모두 종합하여, **2024E EPS 3,828원, Target PER 19.25x를 적용한 목표주가 73,700원, 상승여력 113%, 투자의견 Strong Buy**를 제시한다.

Valuation - PER Method (2024E)		유통가능주식수 (2024E)	
2024E 당기순이익 (단위: 백만 원)	69,324	(단위: 주)	
비지배지분	7,766	2024E 유통가능 주식수	16,081,829
지배기업소유주지분 (단위: 백만 원)	61,558	2024E 유통주식수	15,158,819
유통가능주식수 (단위: 주)	16,081,829	전환사채 잔량	868,610
*회석가능주식수	923,010	주식매수선택권	54,400
2024E EPS (단위: 원)	3,828	차수 및 행사기간	
Target PER	19.25x	1차: 23.04.01 ~ 26.03.31	217,600
목표시총(십 억원)	1,185	2차: 24.04.01 ~ 27.03.31	222,000
목표주가 (단위: 원)	73,700	3차: 25.04.01 ~ 28.03.31	281,000
현재주가 (단위: 원)	34,550		
상승여력	113%		

유통가능주식수는 현 시점 기준 유통주식수에 전환사채 전체 잔량만큼 증가시켜주고, 주식매수선택권 행사기간을 고려하여 최대한 보수적으로 추정하였다.

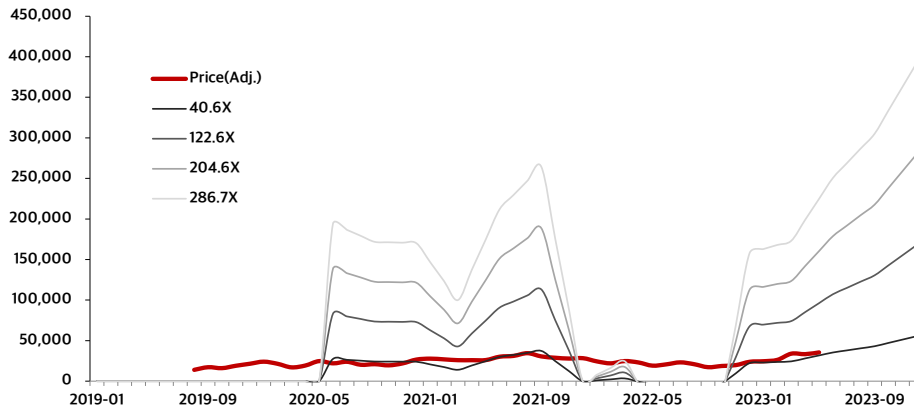
6.4.3. Follow-up: 인력 충원 tracking을 통한 투자 논리 확인 지표 제시

투자 논리를 확인할 수 있는 지표로 **채용 공고 및 전사 임직원 수를 제시한다.** 동사 제품의 HS Code가 없어, 현재 시장에서는 투자 논리를 Follow-up하며 체크할 수 있는 지표가 부재한 것으로 추정된다. 본 보고서에서는 생산 인력 채용 공고와 전사 임직원 수가 가장 직관적이고 정확한 지표라 제시한다.

그 이유는 동사의 생산 공정이 자본집약적이지 않아, 제조 인력을 채용하여 생산 라인을 확보한 뒤 숙련도를 높여 수율을 높이는 것이 CAPA 증설의 핵심이기 때문이다. 단적으로, 동사는 생산 가능 물량을 제조인원 수에 인당 제조 수를 곱하여 공시하고 있음이 이를 더욱 뒷받침한다. 동사의 전사 급여 170억원 중 매출원가상의 급여는 '22년 기준 22억으로, '21년 평균 급여 3,770만원으로 나누면 약 58여명의 생산직 종사자를 보유하고 있을 것임을 추정할 수 있다. 즉, 현 시점 기준 제조 인원 1명의 증가가 총 CAPA의 1.7% 상승으로 이어질 수 있기에, 그 중요성은 재차 강조해도 부족하다. '23년 1월부터 3월까지 신규 채용 인원은 7명이었으며, 현재 생산직을 포함하여 6개의 채용 공고가 유지되고 있다. 투자 논리의 실현을 다시 한번 기대해볼 수 있는 대목이다.

7. Appendix

7.1. 동사 PER Band (TTM)



7.2. 동사 매출원가

매출원가				
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022
매출	73,108	55,205	90,336	128,998
매출원가	38,538	28,603	58,351	66,458
<i>GPM %</i>	<i>47.3%</i>	<i>48.2%</i>	<i>35.4%</i>	<i>48.5%</i>
원재료비	35,767	23,434	51,155	56,833
<i>% of Sales</i>	<i>48.9%</i>	<i>42.4%</i>	<i>56.6%</i>	<i>44.1%</i>
급여	848	1,175	2,078	2,161
<i>% of Sales</i>	<i>1.2%</i>	<i>2.1%</i>	<i>2.3%</i>	<i>1.7%</i>
퇴직급여	82	128	242	259
<i>% of Sales</i>	<i>0.1%</i>	<i>0.2%</i>	<i>0.3%</i>	<i>0.2%</i>
복리후생비	46	152	169	259
<i>% of Sales</i>	<i>0.1%</i>	<i>0.3%</i>	<i>0.2%</i>	<i>0.2%</i>
여비교통비	0	0	0	5
통신비	0	0	1	1
수도광열비	0	0	0	11
세금과공과금	30	46	88	94
<i>% of Sales</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.1%</i>	<i>0.1%</i>	<i>0.1%</i>
감가상각비	492	1,499	2,519	1,415
<i>% of Sales</i>	<i>0.7%</i>	<i>2.7%</i>	<i>2.8%</i>	<i>1.1%</i>
지급임차료	192	33	83	186
<i>% of Sales</i>	<i>0.3%</i>	<i>0.1%</i>	<i>0.1%</i>	<i>0.1%</i>
수선유지비	14	7	22	21
<i>% of Sales</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>
보험료	0	1	0	0
차량유지비	1	4	11	13
운반비	32	33	62	65
<i>% of Sales</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.1%</i>	<i>0.1%</i>	<i>0.1%</i>
교육훈련비	0	0	12	12
<i>% of Sales</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>
도서인쇄비	37	2	0	0
소모품비	239	357	396	544
<i>% of Sales</i>	<i>0.3%</i>	<i>0.6%</i>	<i>0.4%</i>	<i>0.4%</i>
지급수수료	2	61	93	321
<i>% of Sales</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.1%</i>	<i>0.1%</i>	<i>0.2%</i>
무형고정자산상각	718	736	665	1,090
<i>% of Sales</i>	<i>1.0%</i>	<i>1.3%</i>	<i>0.7%</i>	<i>0.8%</i>
외주비	0	871	677	3,074
<i>% of Sales</i>	<i>0.0%</i>	<i>1.6%</i>	<i>0.7%</i>	<i>2.4%</i>
기타	36	63	79	92
<i>% of Sales</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.1%</i>	<i>0.1%</i>	<i>0.1%</i>

7.3. 동사 연결 재무상태표

연결 재무상태표				
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022
자산				
유동자산	61,017	63,589	118,108	101,078
현금및현금성자산	11,984	14,944	31,520	17,200
당기손익-공정가치금융자산	17,166	12,997	46,300	11,309
매출채권 및 기타수취채권	18,950	13,736	24,635	47,695
기타유동금융자산	862	1,263	1,099	1,484
재고자산	9,150	17,330	11,569	21,729
기타유동자산	2,873	3,240	2,897	1,054
당기법인세자산	32	78	89	608
비유동자산	15,640	25,610	59,200	121,118
당기손익-공정가치금융자산	0	299	591	15,849
기타포괄손익-공정가치금융자산	0	2,000	5,123	0
장기매출채권 등	0	0	0	4,011
기타비유동금융자산	3,257	4,675	8,027	4,428
관계기업투자자산	0	3,434	5,505	7,022
유형자산	6,001	8,575	28,640	50,362
무형자산	4,347	5,138	5,810	30,394
투자부동산	0	0	0	5,341
기타비유동자산	1	12	38	13
이연법인세자산	2,035	1,478	5,467	3,698
자산총계	76,657	89,200	177,308	222,196
부채				
유동부채	12,614	17,832	20,564	62,482
매입채무	5,375	3,981	4,173	7,650
단기차입금	855	8,107	6,937	12,420
유동성전환사채	0	0	0	30,464
기타유동금융부채	3,670	4,457	6,392	6,432
기타유동부채	806	1,032	1,423	2,496
당기법인세부채	1,907	255	1,639	3,019
비유동부채	6,511	6,079	53,335	43,405
장기차입금	0	0	14,426	32,608
전환사채	0	0	29,631	0
기타비유동금융부채	2,545	1,382	5,225	5,248
순확정급여부채	3,247	2,873	2,047	1,260
충당부채	359	459	400	642
기타비유동부채	359	1,365	1,498	1,905
이연법인세부채	0	0	108	1,743
부채총계	19,125	23,911	73,899	105,888
자본				
지배기업의 소유주에게 귀속되는 자본	57,532	65,289	100,715	116,308
자본금	3,327	3,327	7,214	7,295
자본잉여금	42,070	42,070	69,659	70,280
기타자본구성요소	89	146	4,055	10,963
이익잉여금(결손금)	12,047	19,746	19,787	27,770
비지배지분	0	0	2,693	0
자본총계	57,532	65,289	103,408	116,308
자본과부채총계	76,657	89,200	177,308	222,196

7.4. 동사 연결 현금흐름표

연결 현금흐름표				
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022
영업활동현금흐름	6,040	2,903	11,172	-8,231
당기순이익(손실)	11,555	7,904	57	7,957
조정	5,955	3,144	23,939	13,698
순운전자본의 변동	-11,001	-6,019	-13,114	-27,030
이자수취(영업)	89	78	789	520
이자지급(영업)	-184	-229	-365	-1,230
배당금수취(영업)	0	58	72	0
법인세납부(환급)	-374	-2,033	-206	-2,146
투자활동현금흐름	-23,383	-5,589	-66,090	-22,689
당기손익-공정가치금융자산 증가	-37,654	-15,304	-249,048	-23,282
당기손익-공정가치금융자산 감소	20,654	23,682	210,401	51,757
기타포괄손익-공정가치금융자산의 증가	0	-2,000	-3,000	0
대여금의 증가	-20	0	-69	0
단기대여금의 감소	6	21	55	4
장기금융상품의 증가	-2,000	0	-20	0
장기금융상품의 처분	0	0	0	2,092
관계기업투자주의 취득	0	-3,471	-2,060	-5,000
관계기업에 대한 투자자산의 처분	0	0	0	4,663
유형자산의 취득	-1,294	-4,823	-21,536	-31,319
유형자산의 처분	10	145	788	2,574
무형자산의 취득	-2,199	-2,496	-1,869	-1,390
임차보증금의 증가	-911	-1,404	-507	-807
임차보증금의 감소	25	61	121	1,640
리스채권의 감소	0	0	512	706
사업결합으로 인한 순현금흐름	0	0	143	-24,328
재무활동현금흐름	17,151	5,780	70,793	16,692
단기차입금의 감소	-2,545	-1,188	-3,653	-1,881
단기차입금의 증가	0	8,448	2,481	7,411
장기차입금의 증가	0	0	-1,816	17,200
장기차입금의 감소	0	0	13,832	0
전환사채의 발행	0	0	31,500	0
국고보조금의 증가	672	739	139	0
임대보증금의 감소	0	0	-20	-175
임대보증금의 증가	0	0	175	130
유상증자	19,966	0	31,477	0
리스부채의 상환	-942	-2,218	-3,323	-3,368
주식발행비용	0	0	0	-8
종속기업에 대한 소유지분의 추가 취득	0	0	0	-2,616
현금및현금성자산에 대한 환율변동효과	-34	-134	700	-91
현금및현금성자산의 순증가(감소)	-226	2,961	16,575	-14,320
기초현금및현금성자산	12,210	11,984	14,944	31,520
당기말현금및현금성자산	11,984	14,944	31,520	17,200

7.5. 동사 연결 손익계산서

연결 손익계산서				
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022
매출액	73,109	55,205	90,336	128,998
매출원가	38,538	28,603	58,351	66,458
매출총이익	34,571	26,602	31,985	62,540
판매비와관리비	21,710	22,021	28,598	46,334
영업이익(손실)	12,861	4,581	3,387	16,206
OPM %	17.6%	8.3%	3.7%	12.6%
기타수익	70	334	510	540
기타비용	4	102	3,179	1,870
관계기업투자손익	0	74	-47	873
금융수익	1,357	5,779	3,690	6,011
금융비용	1,003	1,802	7,125	10,293
법인세비용차감전순이익(손실)	13,280	8,865	-2,764	11,466
법인세비용	1,725	961	-2,821	-3,509
당기순이익(손실)	11,555	7,904	57	7,957
지배기업의 소유주에게 귀속되는 당기순이익(손실)	11,555	7,904	-13	7,957
비지배지분에 귀속되는 당기순이익(손실)	0	0	70	0
기타포괄손익	-266	-436	697	1,161
후속적으로 당기손익으로 재분류 되는 항목	0	-231	548	487
해외사업장환산외환차이(세후기타포괄손익)	116	-190	446	248
지분법자본변동(세후기타포괄손익)	0	-42	102	240
후속적으로 당기손익으로 재분류되지 않는항목	0	-205	150	674
기타포괄손익-공정가치금융자산평가손익	0	0	96	-96
확정급여제도의 재측정손익(세후기타포괄손익)	-381	-205	54	770
총포괄손익				
총 포괄손익, 지배기업의 소유주에게 귀속되는 지분	11,289	7,467	684	9,118
총 포괄손익, 비지배지분	0	0	70	0
주당이익				
기본주당이익(손실) (단위 : 원)	958	594	-1	541
희석주당이익(손실) (단위 : 원)	958	594	-1	539

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석 보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.