산업브리프

키움증권

2022. 12. 22.

제약/바이오

새해 오복(五福) 많이 심으세요



제약바이오 Analyst 허혜민
hyemin@kiwoom.com

RA 신민수
alstn0527@kiwoom.com

예나 지금이나 치아 건강은 오복 중 하나로 손꼽혔습니다. 오복을 만들어주는 국내 임플란트 업체의 새해 복은 가득할 것으로 예상합니다. 우수한 실적, 고성장세의 임플란트 시장은 긍정적이지만, P 하락의 우려를 불러일으키는 VBP 불확실성은 아직 완전히 해소되지 않았습니다. 하지만, 국내 기업들은 제도를 역이용하며 오히려 Q를 늘릴 가능성이 높고, 사업 다각화 등으로 중장기적인 성장성을 유지할 전망입니다.

>>> 경기를 타지 않는 굳건한 실적

임플란트를 수출하는 기업들의 실적이 잘 성장하고 있다. 국내 1등 업체라는 타이틀을 가지고 있는 오스템임플란트는 3Q22 매출액 2,796억, 영업이익 565억으로 분기 역대 최고 실적을 기록했다. 분기 특성상, **4Q에는 더 좋은 모습을 보여주기에 '22년에도 비슷한 흐름으로 성장할 것**으로 판단한다.

인플레이션, 금리 인상, 레고랜드발 채권 시장 투심 악화 등 여러 악재를 지나는 와중에 시장은 개별 종목들의 실적을 주가로 반영하는 모습을 보였다. 임플란트 산업은 국내뿐만 아니라 해외 수출 매출 비중이 높아 매달 정기적으로 추적 관찰이 가능한 수출 데이터가 중요하다. '22년 11월 임플란트 수출 데이터는 약 6,300만 달러(YoY +9.0%, QoQ +21.3%)를 기록하며 코로나 유행 이후 3번째로 많은 월간 수출 실적을 기록했다. **'22년 12월의 1~20일 잠정치는 약 5,353만 달러로, 12/21~31 반영 시 역대 최고치를 경신할 것으로 전망**한다.

>>> 중국 임플란트 시장 성장은 확실, VBP는 불확실

임플란트 시장은 고령화, 소득 증가 등으로 인해 성장성이 매년 입증되고 있다. 그 중에서도 국내 임플란트 업체가 초점을 맞추고 있는 중국 지역은 사업성이 더욱 뛰어난 시장이다. 구강의료업 시장이 매년 15% 이상 성장하고, 치과의사 수 등 의료 인프라도 성장이 가능해 제품, 덴탈 장비, 교육 사업 등 진출의 여지가 여전히 남아있다.

다만, 걸림돌은 중국 정부가 주도하는 VBP(Volume-based Procurement; 중앙 집중식 구매 또는 의약품 대량구매 제도)이다. 심박조율기, 의료용 스테이플러, 관절 임플란트 등 여러 의료기기에 이미 제도가 적용된 바 있고, ASP 하락폭은 평균 73%, 최대 93%였다.

그러나 치아 임플란트 업체가 이 영향을 그대로 받을 가능성은 낮다. 사립 병원 위주의 중국 치과병원 구조, VBP의 의료 서비스 비용 감축 의도, 국내 임플란트 업체들만이 가지고 있는 임상 데이터 강점 등을 고려하면 오히려 제도를 역이용할 가능성이 높다. **P 하락으로 인한 부정적인 영향은 -20% 미만일 것으로, Q 상승으로 인한 긍정적인 매출 증대로 이어질 것으로 기대**되는 상황이다.

한편, VBP의 세부 사항 발표가 아직까지 이뤄지지 않았고, 중장기적으로 중국 로컬 업체들의 약진 등에 대한 불확실성은 완전히 해소되지는 않았다.

Compliance Notice

- 당사는 12월 21일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

실적에 따라 움직이는 주가

여러 매크로 상황이 주식 시장의 변동폭을 확대하고 있는 가운데 임플란트 주식은 실적에 따라 주가가 변동하는 모습을 보인다.

오스템임플란트: 결자해지(結者解之)

오스템임플란트는 연초 횡령 사건 이후 약 4개월간 거래가 정지되었다. 4월 말에 상장 폐지의 위기를 넘기고 거래가 재개되었으나, 그동안 참아왔던 시장의 불안감이 한번에 터져 나오면서 주가가 무너졌다. 하지만 4Q21부터 4개분기 연속 OPM 20% 이상을 기록하며 스스로의 영업력을 입증했고, 시장은 이에 긍정적으로 반응했다. 특히 3Q22에는 매출액과 영업이익 모두 역대 분기 최고치를 갱신하며 주가는 10/26 단기 저점 이후 36거래일간 21.7% 상승했다.

덴티움: 역대 최고 실적

덴티움도 이에 질세라 3Q22 역대 최고 OPM(37.2%)를 기록하며 주가 반등을 이끌었다. 주가는 11/4 단기 저점 이후 29거래일간 24.5% 상승했다. 덴티움에 뜨거운 관심이 몰리는 이유는 계절성도 영향이 있다. 국내 주요 임플란트 업체 중 가장 중국향 매출 비중이 높은 덴티움(3Q22 분기 매출액 기준 53.4%)의 매출액은 중국 휴일의 영향을 많이 받는다. 1Q에는 춘절, 3Q에는 중추절로 다른 분기보다 영업일 수가 적어 매출이 낮은 패턴을 보이는데, 3Q22 매출액 907억 원(YoY +27.4%, QoQ -6.2%) 영업이익 337억 원(YoY +123.3%, QoQ -4.2%)으로 역대 3Q 중 가장 좋은 실적을 기록했다.

디오: 실적과 M&A 둘 다 아쉬운 모습

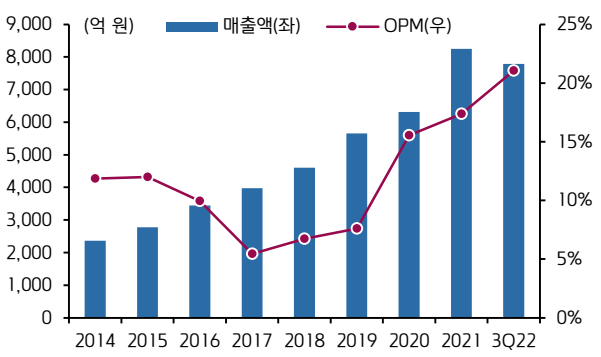
디오는 위의 두 업체와 다르게 약한 주가 흐름을 보인다. 이유는 앞선 긍정적인 사례와 동일한 '실적'이다. 팬데믹 시기에도 30%를 넘는 영업이익률을 자랑하던 디지털 덴티스트리 주도 업체 디오는 최근 2개분기 연속 영업이익률이 한 자릿수로 떨어졌다. 다만, 회사의 경영 전략을 '수익성 방어' → '성장성 추구'로 바꾸면서 비용을 적극적으로 집행하고 있다는 배경을 이해할 필요가 있겠다.
또한, 지난 8/30에 예정되어 있었던 M&A도 결렬되면서 시장이 기다리던 모멘텀이 사라져 주가의 추가 하락을 야기하였다. 현재 최대주주의 지분 매각 논의는 백지 상태에서 다시 시작하고 있는 것으로 보인다.

오스템임플란트 시가총액 추이



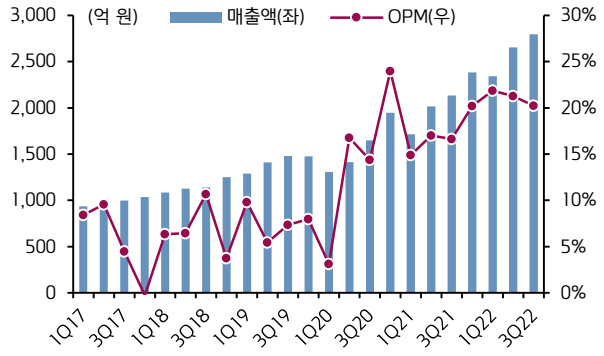
자료: FnGuide, 언론보도, 오스템임플란트, 키움증권 리서치센터

오스템임플란트 연도별 실적 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

오스템임플란트 분기별 실적 추이



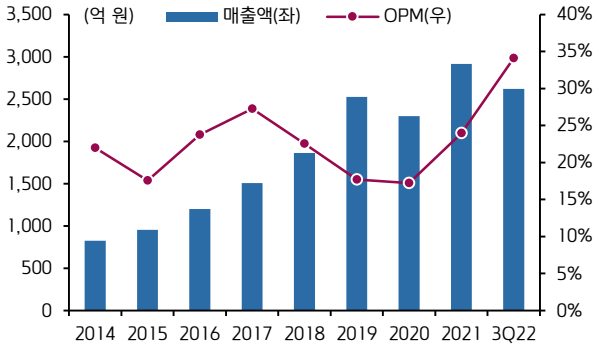
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

덴티움 시가 총액 추이



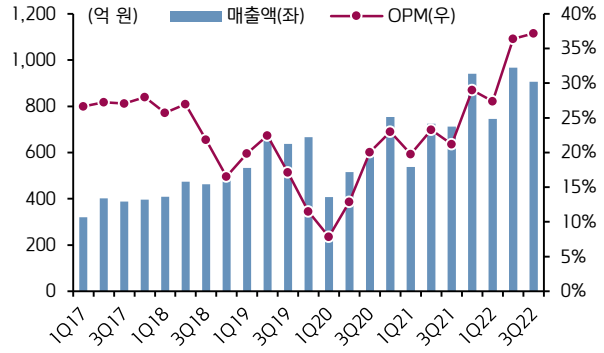
자료: FnGuide, 언론보도, 덴티움, 키움증권 리서치센터

덴티움 연도별 실적 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

덴티움 분기별 실적 추이



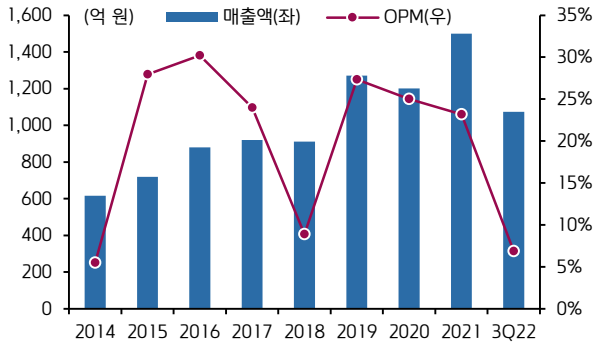
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

디오 시가총액 추이



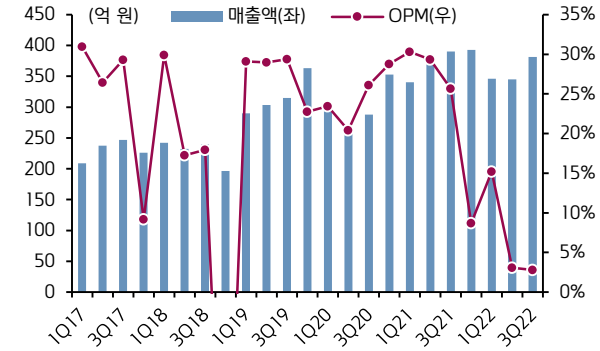
자료: FnGuide, 언론보도, 디오, 키움증권 리서치센터

디오 연도별 실적 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

디오 분기별 실적 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

각 사 수익률 비교



주) 2017-3-15을 100으로 설정한 수익률
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

VBP가 찾아와도 성장 잘하는 임플란트 수출 데이터

매출액에서 수출 비중이 70~80%에 달하는 국내 임플란트 업체들인 만큼 월별로 관세청에서 발표하는 데이터가 주가에 중요하게 작용한다.

'22년 9월에 VBP 내용이 발표되는 큰 변수가 있었지만, '22년 9~11월 모두 월별 임플란트 수출 데이터가 YoY 두 자릿수 성장세를 기록했다. 이러한 흐름은 VBP 제도로 인한 우려가 중국 현지에 심각하지 않다는 것을 유추해볼 수 있겠다.

'22년 12월, 월간 임플란트 수출 데이터 역대 최고치 경신할 가능성 높음

12월도 추세를 이어나갈 것으로 보인다. 12/1~20 동안 잠정적으로 집계된 수출 데이터는 약 5,353.7만 달러로 '22년 1~11월의 월별 데이터 평균치인 5,705.1만 달러와 비슷한 수준이다. 20일간 집계된 데이터가 1달간 온전히 인식된 숫자와 비슷한 것이다.
현재 가장 수출액이 높았던 때는 '22년 6월로, 약 7,143.7만 달러의 임플란트를 수출한 바 있다. **'19년부터 '21년까지 3개년 연속으로 12월에는 수출 데이터의 역대 최고치는 경신되었는데, 이번 '22년에도 흐름을 이어나갈 확률이 매우 높다.** 남은 열흘간 현재 20일간의 데이터 중 절반인 2,676.8만 달러가 수출될 시(단순 월 환산), '22년 12월 월간 임플

란트 수출액은 총 8,030.5만 달러이다. 8,000만 달러가 실제로 기록된다면, 이는 사상 최초로 맨 앞자리의 수가 8이 되는 것이다.

중국: 12월 수출 데이터 11월과 비슷할 전망

중국의 12/1~20 임플란트 수출 데이터 잠정치는 약 1,677.5만 달러이다. 12월 데이터 잠정치를 위와 같이 월 환산했을 경우 약 2,516.3만 달러로, '22년 11월 데이터인 2,884.0만 달러의 87.3% 수준이다. VBP 제도 하에 현지에서 국내 임플란트를 어떻게 바라보는지 참고 지표로서 중국 임플란트 수출 데이터를 사용해볼 수 있는데, 흔들림 없는 모습이다. 이 점을 통해 VBP에 대한 우려로 미리 재고를 축적하거나 수입을 줄이는 등의 악영향은 없다고 판단한다.

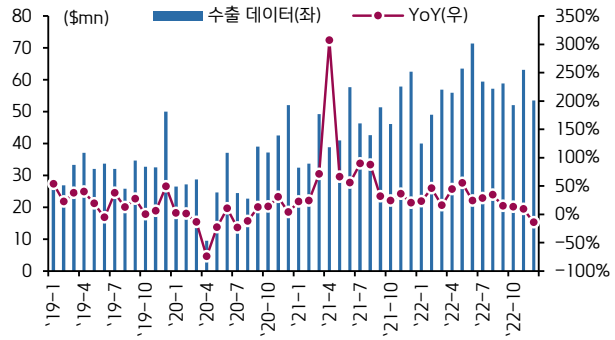
미국: '22년 들어 2번째로 좋은 데이터

미국의 12/1~20 임플란트 수출 데이터 잠정치는 약 364.8만 달러이다. 이는 '22년 들어 2번째로 높은 기록이다('22년 5월은 약 541.8만 달러). 12월이 끝나지 않았는데도 이미 11월의 데이터(약 296.5만 달러)를 뛰어넘었다.

러시아: 전쟁 장기화 영향 감소 → 역대 최고치 경신 가능성 높아

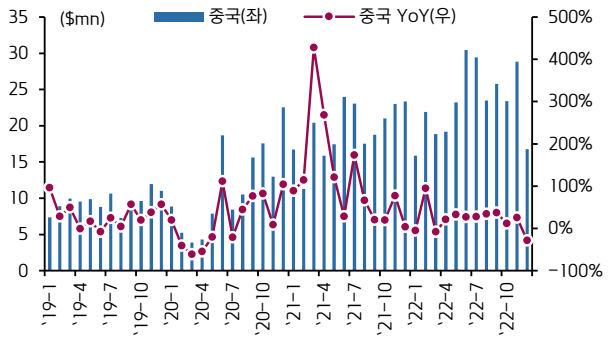
러시아의 12/1~20 임플란트 수출 데이터 잠정치는 약 917.7만 달러이다. 러시아-우크라이나 전쟁 장기화에 따라 영향을 받는 모양새였지만, 순식간에 회복에 성공했다. 12월 잠정치를 단순 월 환산했을 경우, 약 1,376.6만 달러로 러시아향 수출 또한 역대 최고치를 경신할 것으로 예측한다.

월별 임플란트 수출 데이터



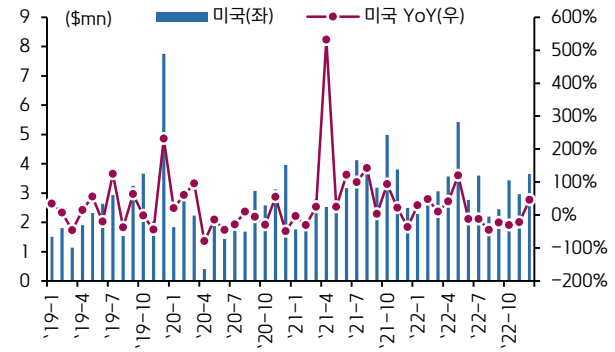
주) '22년 12월은 1~20일 잠정치 기록
자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

월별 임플란트 수출 데이터(중국)



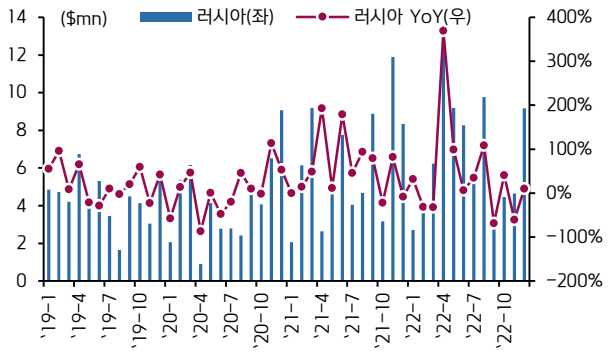
주) '22년 12월은 1~20일 잠정치 기록
자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

월별 임플란트 수출 데이터(미국)



주) '22년 12월은 1~20일 잠정치 기록
자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

월별 임플란트 수출 데이터(러시아)



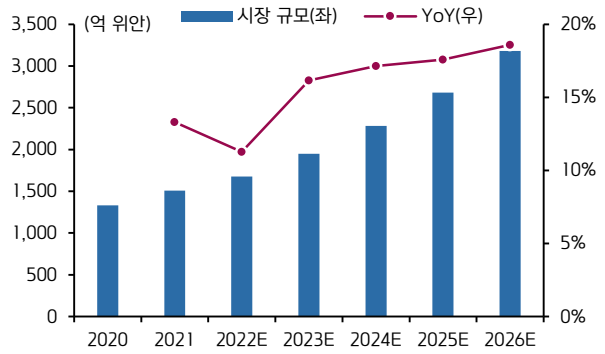
주) '22년 12월은 1~20일 잠정치 기록
자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

매년 YoY +10% 이상 성장하는 중국 임플란트 시장

중국에서의 영업이 중요한 국내 임플란트 업체로서는 중국의 덴탈 시장이 고성장세를 이어갈 것이라는 전망이 달갑다. iResearch에 의하면, '20년 1,330억 위안(약 24.9조 원)에서 '26년 3,182억 위안(약 59.7조 원)으로, 매년 10% 이상의 YoY 증가폭을 보여줄 것으로 예측된다. 중국에서 식립된 임플란트의 수는 '11년 13만 개 → '20년 380만 개로 가파르게 늘었다.

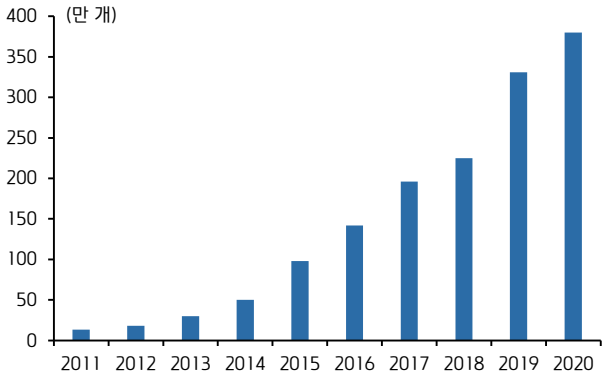
덴탈 사업을 세부적으로 나눠보면 치아교정, 임플란트, 치아재생 등으로 분류할 수 있다. 매출액 규모로 보면, 투명 교정 시장의 급격한 성장에 힘입어 치아교정 사업이 덴탈 세부 사업 중 가장 큰 시장 규모를 보인다. 하지만 성장하는 속도로 보면 임플란트가 1등의 자리를 차지한다. '20년 기준, 임플란트 시장의 '20년 YoY 성장률은 28%로 다른 세부 사업에 비해 월등히 높은 성장세를 보여주었다.

중국 구강의료업 시장 규모 추이 및 전망



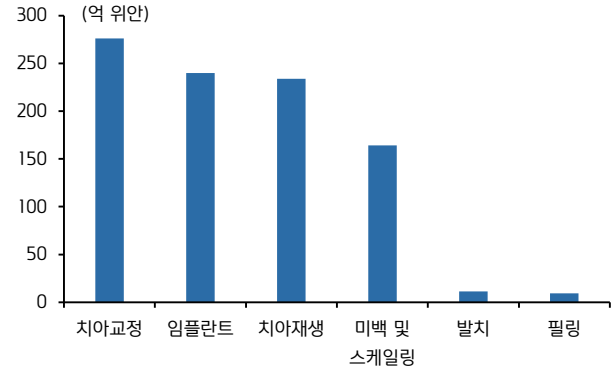
자료: iResearch, 키움증권 리서치센터

'11~'20년 중국 임플란트 수량 추이



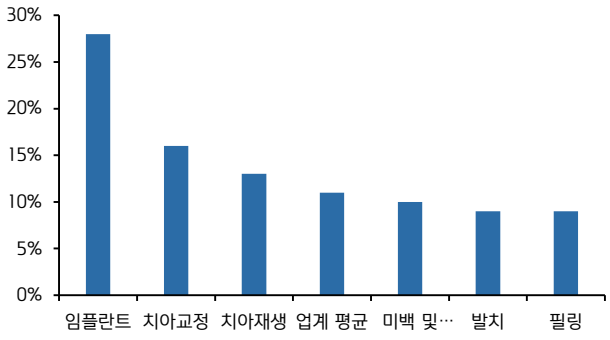
자료: qianzhan.com, 키움증권 리서치센터

중국 치과 분야별 매출액('20년)



자료: 2020 중국 구강의료산업보고, 키움증권 리서치센터

중국 치과 분야별 YoY 성장률('20년)



자료: 2020 중국 구강의료산업보고, 키움증권 리서치센터

여전히 성장 여지 남아있는 중국 치과 의료 인프라

중국의 치과의사 수는 매년 10% 넘게 늘어나고 있지만, 여전히 부족한 수준이다. '20년에 22.1만 명의 치과의가 있지만, 세계 제1의 인구 대국을 감당하기엔 역부족이다.
국가별 100만 명 당 치과의사 수를 다른 국가들과 비교하면 중국의 덴탈 치료 인프라가 발전의 여지가 얼마나 많이 남았는지 한눈에 보인다. 브라질, 독일 등 여러 나라가 500명 이상의 수치를 보여주지만, 중국은 149.9명으로 매우 낮다. 국내 업체들이 비용을 들여서라도 임플란트 제품뿐만 아니라, 교육 사업을 중국 현지에서 같이 진행하고 있는 이유는 바로 이러한 부분들이다. 시장이 커지고 있고, 인프라가 덜 갖춰진 상태에서 의사들이 자사의 제품, 솔루션, 장비들을 사용하게끔 유인 전략을 펼치고 있는 것이다. 연습을 한국 제품과 장비로 진행하니 경력이 쌓인 후에도 자연스럽게 한국 브랜드를 찾는 것이다.

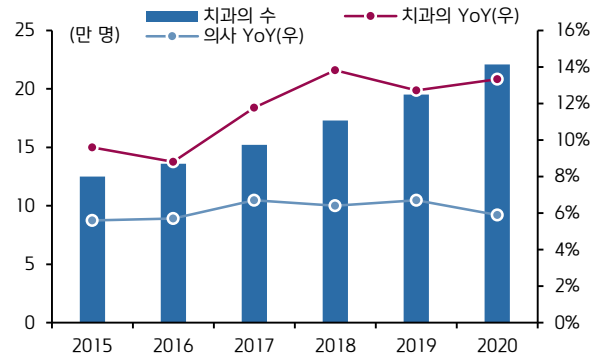
중국의 전체 치과 소비 규모는 우리나라와 일본을 뛰어넘지만, 1인당 소비량은 한참 낮다. '20년 기준, 1인당 치과 소비액은 우리나라는 약 50만 원, 일본은 약 30만 원이지만, 중국은 2.5만 원 수준이었다. 중국 덴탈 시장의 미래가 밝은 것은 바로 여기에 있다. 제품과 서비스가 진출해서 사람들의 소비를 촉진시킬 여지가 크게 남아있는 것이다.

치과병원 중 82.6%는 사립

사립: 밸류 선호
국공립: 프리미엄 선호

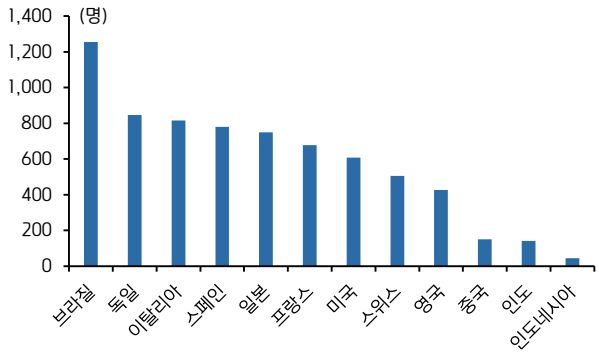
'20년 기준, 중국에 위치한 전문 치과병원 중 82.6%는 사립병원이다. 국내 임플란트 업체들이 가성비를 내세운 밸류 세그먼트 시장에서 강점을 보이고 있는 분야는 바로 이 사립병원이다. 반대로 공립병원에서는 가격이 비싼 프리미엄 브랜드들이 강세를 보이고 있다. 전체 병원에서 공립보다 사립의 비중이 크기 때문에 국내 업체가 수혜를 입는 수준은 전체 시장이 크는 속도보다 가파를 것으로 예상한다.

중국 치과의사 인원 수 추이



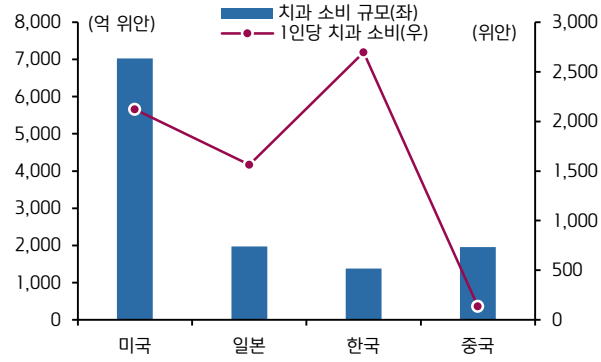
자료: 위생건강위원회, iResearch, 키움증권 리서치센터

국가별 100만 명 당 치과의사 수 비교('21년)



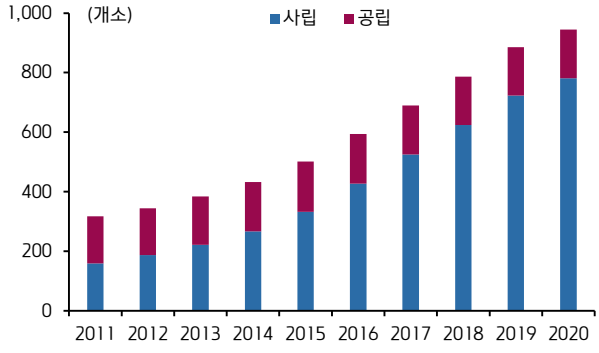
자료: Straumann, 키움증권 리서치센터

주요 국가별 치과 소비 규모 비교('20년)



자료: 지연자문, 키움증권 리서치센터

중국 전문 치과병원 수 추이

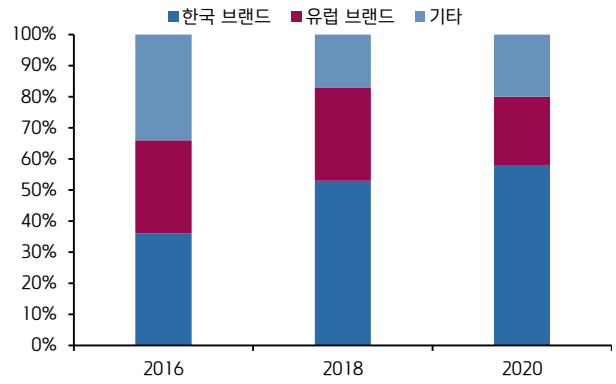


자료: iResearch, 키움증권 리서치센터

'20년 매출액 기준 국내 브랜드 M/S 58%

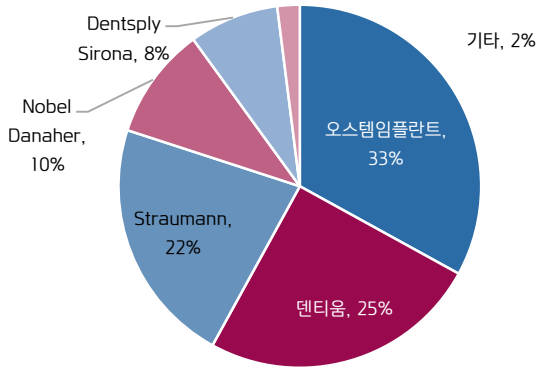
국내 임플란트 브랜드들은 고성장세를 이어나가는 중국 시장에서 M/S까지 늘리면서 달리는 말에 올라탔다. '16년 국내 브랜드 M/S는 36%에서 '18년 53%, '20년 58%로 늘어났다. 특히 '20년에는 코로나로 인해 중국향 수출이 쉽지 않았음에도 오히려 시장 점유율을 늘리는 모습이 보였다. 이는 단순히 경쟁력을 갖췄다는 것에서 그치지 않고, 국내 임플란트의 이미지가 중국 시장에서 유리한 입지를 가지고 있다고 볼 수 있는 지표이다.

중국 임플란트 브랜드별 M/S 추이



주) 매출액 기준
자료: 귀하이증권, 키움증권 리서치센터

중국 임플란트 시장 현황('20년)



주) 매출액 기준
자료: 귀하이증권, 키움증권 리서치센터

VBP로 인한 의료기기 P 하락은 평균 73% 최대 93%

중국 정부가 주도하는 VBP(Volume-based Procurement; 중앙 집중식 구매 또는 대량 구매 제도)는 여러 의료기기 시장의 판도를 흔들었다. 국내 투자자들이 VBP라는 제도에 큰 관심을 가진 계기는 이번 치아 임플란트로의 정책 확장 때문이었지만, 이미 중국에서는 '18년부터 약가, 의료기기 가격 인하를 위해 제도를 시행하고 있었다. 심박조율기, 렌즈, 관절 임플란트 등 부가가치가 큰 의료기기들은 평균 73%의 ASP(판매가 평균 가격) 하락을 맞이할 수밖에 없었다. 관상동맥 스텐트 시장은 최대 93%의 가격 하락이 이뤄졌었다.

VBP가 업체에 미치는 영향은 제한적

위의 가격 하락폭이 기업에 그대로 반영되었다면, 중국에 진출했던 모든 해외 기업은 제네릭과 의료기기 사업을 철수하겠다고 밝혔을 것이다. 하지만 가격이 낮게 책정되는 것과 기업에 미치는 영향은 다르다.

'21년 말에 11개사의 42개 인슐린 제품에 대하여 VBP가 진행된 적이 있다. 당시 제품들의 P 하락 평균치는 48.8%였다. 이에 대해 3Q21 컨퍼런스 콜에서 Novo Nordisk는 "'22년 글로벌 매출에서 -3%만큼의 부정적인 영향이 예상된다."고 밝힌 바 있다. 참고로 Novo Nordisk는 42건의 입찰 중 7건을 따냈다. 이는 참여 기업 11곳 중에서 가장 많은 횟수이다.

그렇다면 왜 가격이 내려간 만큼 기업에 손해가 발생하지 않는 것일까. VBP 제도를 면밀하게 살펴보면 답이 나온다.

소모품과 서비스를 구분하여 제도 적용 → 의료 서비스 비용 감축에 매진

앞선 VBP 사례들처럼 치아 임플란트 VBP도 소모품 비용과 의료 서비스 비용을 분류한다. 전자는 임플란트 업체들의 인공 치아, 인공 치근, 덴탈 장비 등에 관한 내용이고, 후자는 그 외에 의료 행위를 하는 데에 필요한 비용과 관련이 있다. 의사 공임비, 병원 고정비, 중간 유통업자들의 마진 등을 예시로 들 수 있다. **VBP는 대부분 후자에 대한 해결**

책이다. VBP로 인한 가격 하락이 바로 제품 공급 업체들에 전이되지 않는다.

국내 임플란트 업체 P 하락분 추정치는 약 -20% 미만

중국 현지에서 가장 비싸게 팔리고 있는 국내 업체의 평균 가격은 7,300위안(약 134만 원)이다. 보통 임플란트 가격의 20%가 제품의 비용에 해당하므로 소모품 비용은 1,460위안으로 추정할 수 있다.

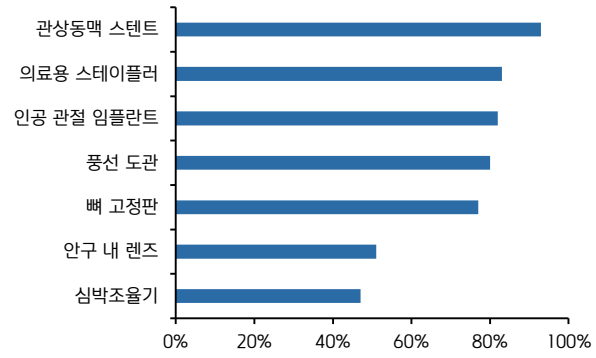
쓰촨성 의료보장국은 이번 VBP에서 **3급 공립 의료기관에서 임플란트 식립 서비스 비용의 상한선은 4,500위안(약 83만 원)**이라 밝혔다. 전체의 80%가 4,500위안이므로 전체 비용은 5,625위안이고, 이것의 20%인 1,125위안이 임플란트 소모품 비용이라 할 수 있겠다. 기존의 소모품 비용보다 -22.9% 낮은 수준이다. 또한, 일부 물량이 간접 영업망을 통해 병원에 납품되는 것을 감안하면 -20% 미만의 영향이 예상된다. 결국 **국내 임플란트 업체들이 맞이할 가격 하락의 폭은 -20% 미만**이다.

Straumann P 하락분 추정치는 약 -30%

글로벌 선두 덴탈 업체인 Straumann은 3Q22 분기 실적 컨퍼런스 콜에서 ASP 하락은 50~60% 수준이 예상되지만, 딜러들과 판가 인하분을 절반 정도로 나눠 부담하겠다고 밝혔다. 그 P 하락 -60%의 절반, 즉 **Straumann은 전체 하락의 약 30%까지만 영향을 받는 수준으로 전략을 실행**할 예정이다.

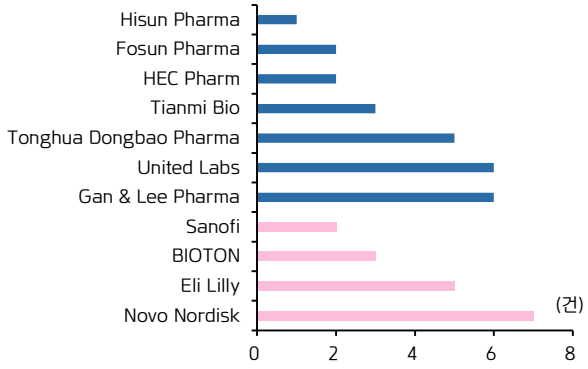
국내 업체들보다 매출 타격이 클 것으로 예상되는 Straumann은 기존의 프리미엄 브랜드보다 다른 중저가 브랜드들로 중국 시장의 변화를 맞이할 예정이다. 특히 '18년에 지분을 추가로 매입하면서 인수한 'T-Plus'를 내세워 VBP에 대응하는 전략을 펼칠 것으로 보인다.

VBP 시행 이후 고부가가치 의료기기 가격 하락폭



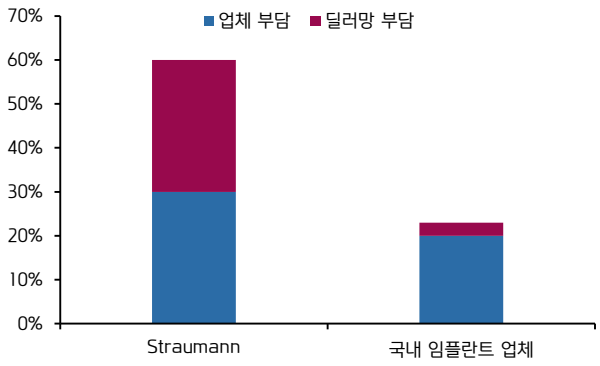
자료: Bereonic, 키움증권 리서치센터

인슐린 VBP 입찰 결과



자료: Eversana, 키움증권 리서치센터

VBP 시행 시 임플란트 소모품 가격 하락 예상치



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

오히려 사립 병원보다 비싼 국공립 병원의 임플란트 비용

Straumann은 왜 프리미엄 브랜드로 제도에 대응하지 않고, 밸류 세그먼트 브랜드인 'T-Plus'를 통해 문제를 해결하려 할까. 이는 중국 치과 병원 구조 때문이다.

중국 치과 전문병원의 80%는 사립이다. 그렇다면 나머지 20%만이 국공립 병원이라는 것인데, Straumann은 이 작은 시장에서 중국 시장 점유율을 22%나 가져갔다. Q가 작지만, P가 사립병원보다 비싸기 때문에 M/S를 키울 수 있었던 것이다. 국가가 지원해주는 국공립 병원이 사립 병원보다 가격이 낮다고 생각하는 것이 일반적이다. 하지만, 오히려 고정비가 많이 들어서 프리미엄 브랜드를 사용할 유인이 큰 국공립 병원의 임플란트 비용이 더 비싼 것이 현실이다.

이번 VBP의 주요 타깃은 국공립 병원이다. 그리고 해당 병원에서 많이 사용하는 브랜드는 Straumann과 같은 프리미엄 라인이다. Straumann이 'T-Plus'라는 카드를 꺼내든 것은 판가 인하로 타격이 적지 않을 것이므로 중국에서의 중장기적인 시장 전략을 변경하는 것까지 고려했다고 해석할 수 있겠다.

중국 현지에서는 한국산 임플란트의 선호도 높은 상황

그렇다면, 'T-Plus'의 등장, 중장기적으로 중국 업체들의 약진에 따른 경쟁 심화는 어떻게 바라보아야 할까. 이는 국내 임플란트 업체들의 인지도로 극복 가능하다고 판단한다.

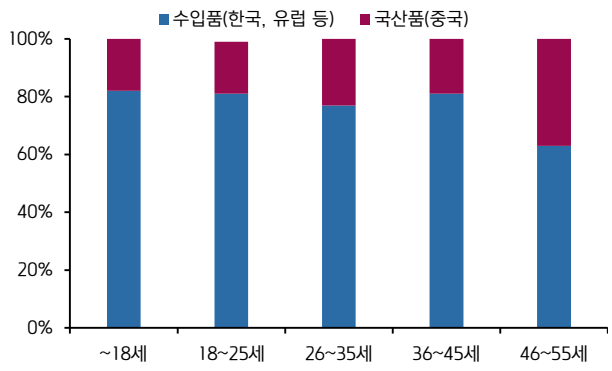
1. vs 'T-Plus': 이미 가성비 제품으로 우수한 평가를 받고 있는 국내 임플란트 업체들이 좋은 모습을 보일 것으로 예상한다. 기존에 잘 쓰고 있는 제품을 비슷한 수준의 다른 제품으로 옮기는 것은 의료기기 시장에서 흔히 일어나는 일은 아니다.
2. vs 중국 로컬 업체들: '20년 기준, 모든 연령대에서 중국 구강의료 소비자들은 국산품(중국)보다는 수입품(한국, 유럽 등)의 선호도가 월등히 높았다. 연령대가 어려질수록 수입품 선호 현상은 더욱 잘 드러난다. 46~55세 구간에서는 수입품 선호 비율은 63%뿐이었지만, 그 이하의 연령대에서는 80% 수준이다. 심지어 이 설문조사 결과는 제품들의 성능이 동일하다는 전제가 깔려 있었다. 실제 성능 차이를 고려해보면 소비자 선호도의 쏠림 현상은 더욱 심화될 것이다.

국공립 병원 침투 가능

국공립 병원에서 주로 쓰이는 프리미엄 브랜드에 공백이 생긴다면, 그 자리는 누가 채울 수 있을까. 이미 중국 시장에서 활약 중인 국내 임플란트 업체가 그 수혜를 본다고 생각하는 것이 타당할 것이다.

결론은 다음 한 문장과 같다. **VBP 제도 시행으로 국내 임플란트 업체에 미치는 P 하락의 영향은 확실하지만 제한적이고, Q 상승은 정량적으로 미정이지만 가능성이 높다.**

중국 구강의료 소비자 연령별 국산품/수입품 선호도



주) 제품들의 성능이 동일할 경우를 가정
자료: 2020 중국 구강의료산업보고, 키움증권 리서치센터

모든 리스크가 사라진 것은 아니다

물론 중국 정부가 주도하는 VBP에 대한 리스크가 모두 사라졌다고 해석해서는 안된다. VBP는 '판가 인하 → 인민 구강 건강 증진'이라는 명분과 더불어 '자국 임플란트 업체 육성'이라는 의도도 녹아있기 때문이다. 중장기적으로 중국 로컬 업체들이 유의미한 플레이어로 성장하는 것이 가장 큰 잠재 리스크라 할 수 있다.

후발 주자들의 큰 진입 장벽은 '임상 데이터'

다만, 이는 중국 업체 입장에서 꽤나 타개하기 어려운 문제이다. 국산 제품들이 강세를 보이는 이유 중 하나는 제품의 우수성을 입증할 수 있는 장기간의 임상 데이터이다. 덴티움은 무려 20년 넘게 환자들의 입 안에서 임플란트가 안전하게 쓰이고 있음을 공개한 바 있다. 이러한 임상 후 추적 관찰 데이터는 돈으로 해결할 수 없는 시간의 문제이고, 당분간 후발 주자들의 추격을 걱정하지 않아도 되는 든든한 장벽이다.

이번 VBP는 국공립 병원 위주로 진행되나 사립 병원 참여도 불가피한 상황

또 다른 중장기적 잠재 리스크는 사립 병원이 VBP에 참여하는 것이다. 현재로서는 주로 국공립 병원을 대상으로 제도가 시행되고 있지만, 중국 정부는 사립 병원의 참여도 권유하고 있다. 참여를 하지 않는다면, 그에 대한 별도의 서류를 제출해야 한다. 현지 사정을 고려해보면, 사립 병원에서도 "시장의 논리에 맡기겠다."는 주장만을 내세우기 어렵다.

또한 중국 정부는 VBP에 참여하는 의료기관 수 또는 실제 사용되는 임플란트 개수로 할당량을 정해두었다.
1. 참여하는 의료기관 수: 쓰촨성 의료보장국은 VBP에 참여하는 의료기관의 수는 민영기관을 포함하여 임플란트 서비스를 수행하는 의료기관의 40% 이상이 되게끔 할 것이라고 밝혔다. 중국 전문 치과병원 중 국공립 병원 비중은 20%뿐이다. 모든 국공립 병원이 VBP에 참여하므로 나머지 20%p는 사립 병원의 몫이다.
2. 사용되는 임플란트 개수: VBP가 시행되는 지역의 총 구매 수요가 전년도 실제 사용 총량의 50% 이상을 차지해야 한다는 조항도 VBP에 들어있다. 제도가 '21년에 1년간 온전히 실행되었다고 가정하면, '20년 임플란트 식립 개수는 331만 개이므로 50%에 해당하는 165.5만 개가 '21년에 VBP를 통해 조달되어야 한다.

이 두 조건은 동시에(and) 달성되어야 하는 것은 아니고, 둘 중 하나만(or) 만족하면 되는 상황이다. 참여 의료기관의 수가 전체의 40%를 넘거나, 올해 사용되는 임플란트의 개수가 전년도 실제 사용량의 50% 이상이거나. 무슨 조건을 달성하든 사립 병원의 참여 없이는 도달할 수 없는 숫자다.

사업 다각화로 리스크 완화시키기

여전히 존재하는 리스크를 줄일 수 있는 것은 판매할 수 있는 제품의 수를 늘리거나, 영업을 진행하는 지역을 다각화하는 방안이 있겠다. 이러한 해결책들은 글로벌 선두 업체들이 국내 임플란트 기업들보다 높은 밸류에이션이 책정될 수 있는 근거이다. 국내 임플란트 업체들은 이미 수년 전부터 사업 다각화를 착실히 진행하고 있었다. 투명 교정 시장 진출, 디지털 덴티스트리 사업 주도 등 뛰어난 성장성을 가진 다른 구강 의료 시장으로 나아가겠다는 기업의 의지를 여럿 밝힌 바 있다.

오스템임플란트: 유기적, 비유기적 성장

오스템임플란트는 '16년 8월, 치아 교정 업체인 '휴비트'를 인수하며 비유기적 성장을 도모하기 시작했다. '21년 '휴비트'는 '오스템올소돈틱스'로 사명을 변경하고 'MAJESTY

골고루 도모

Tube' 등을 출시하였다.
지난 '22년 3월에는 자체 개발 제품인 투명 교정 장치 '매직얼라인(MagicAlign)'을 출시했다. 자체적으로 개발한 3-Layer 복합 소재를 활용하여 기존 1-Layer 대비 교정 유지력이 15% 향상되었다. 또한 이전보다 더 편리하게 장치를 끼우고 뺄 수 있어 환자 편의성도 커졌다.

덴티움: 자체 개발로 활로 찾기

덴티움은 디지털 덴티스트리 솔루션의 기초가 되는 CT 부분에서 자체 개발 능력을 입증했다. CT 장비에 들어가는 디텍터를 자체 개발하여 가격 경쟁력을 확보하였다. 기존에는 해외에서 디텍터를 통째로 수입해왔다면, 이제는 동등한 성능에 낮은 비용으로 스캔 장비를 운용할 수 있는 것이다. 이 신규 개발한 디텍터를 탑재한 장비는 'Bright CT'이며, 신제품이지만 현재 판매 중인 'Rainbow CT'보다 가격을 오히려 인하하여 시장에 침투하는 전략을 선보이고 있다. 이미 국내에서는 인허가를 받아서 영업을 진행 중이고, 중국에서는 '23년 중순에 인허가 획득을 목표로 사업을 확장시키는 상황이다.

디오: 우리는 디지털로 미국에 간다

디오는 약 1년 6개월간 눈에 띄는 이익률 감소, M&A 모멘텀 소멸 등으로 주가가 좋지 않았다. 하지만, 해외, 그 중에서도 미국으로의 진출을 가장 강력하게 계획하고 있는 것이 디오인 만큼 향후 계약 진행을 살펴볼 필요가 있다. 지난 5월에 글로벌 1위 DSO(Dental Service Organization; 기업형 치과) H사와 제품 교육, 공급 계약을 체결했다
이 H사는 미국에 약 150개나 있는 DSO 중 보유 치과 1,460개로 압도적 1위이다. 2위 업체는 750개소, 3위 업체는 500개소의 치과를 운영 중인 상황이다. H사는 향후 커버리지를 20,000개소까지 늘릴 계획을 가지고 있다.
이에 더해 미국 현지에 위치한 대형 유통사와의 계약도 체결하여 단기적으로는 유통사로의 공급, 중장기적으로는 DSO로의 매출 창출을 꿈꾸고 있다.

물론 단순히 글로벌 1위 DSO인 H사, 그리고 미국 현지 소재 대형 유통사와의 계약으로만 디오의 임플란트 제품과 디지털 덴티스트리 솔루션 '디오나비(DioNavi)'를 순식간에 시장에 침투시킬 수는 없다. 하지만, 다른 회사들이 선진국 시장 진출에 어려움을 겪고 있는 와중에 비장의 한 발을 준비하고 있는 모습은 주목할 필요가 있다. 회사 측에서는 이번 계약들을 통해 '22년 약 50억 원, '26년 약 1,180억 원의 매출 발생을 기대하고 있다고 밝혔다. 특히 계약 3년째인 '24년에 본격적으로 성장을 확인할 것으로 예측된다.

기업별 주요 사업 다각화 방안

업체명	내용
오스템 임플란트	- '16 년 8 월, 치아 교정 업체 '휴비트' 인수 - '22 년 3 월, 자체 개발 투명 교정 장치 '매직얼라인(MagicAlign)' 출시
덴티움	- 'Bright CT'에 자체 디텍터 탑재하여 가격 경쟁력 확보 → 국내 판매 중 / 중국 '23 년 중순 인허가 획득 목표
디오	- 글로벌 1 위 DSO 업체 H 사와 공급 계약 체결 (미국 치과 커버리지 1,460 개소) - 미국 현지 대형 유통사 공급 계약 체결

자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2021/10/01~2022/09/30)

매수	중립	매도
98.19%	1.81%	0.00%