



VATECH (043150)

의료기기

투자 분석 동아리의 새로운 형태 창조.

BUY

Valuation

Target Price: 14,148
Price: 13,250 Margin
of Safety: 7%

MktCap.(100mn) 1,135

ROE: 24.9%

Op.Magin: 7.86%

PER: 19.54

PBR: 3.57

Dividend Yield: 0

Major Sh.Holder:

임성훈 : 16.51%

Foreign Shr.:0.77%

52weeksBeta: 1.4623

52weeks High/Low:

145,00/5,660

기업분석 4팀

김재균, 황준호, 박준범

김희수, 정준모

◆ 국내 최고의 투자 분석 동아리!

A. 디지털 치과진료기기 1위의 Vatech

Vatech은 Dental CT M/S 95%로 독점기업이다.

B. Dental Industry

고령화와 소득 수준의 향상으로 의료기기 산업은 성장하고 있으며, 교정, 임플란트 등의 고급진료 증가로 이것에 필수적인 바텍의 고급진단기기 수요가 늘고 있다.

C. Vatech의 경쟁력.

1. Vatech 의 경쟁우위요소.
2. Product Analysis
3. 진입장벽
4. 수출경쟁력

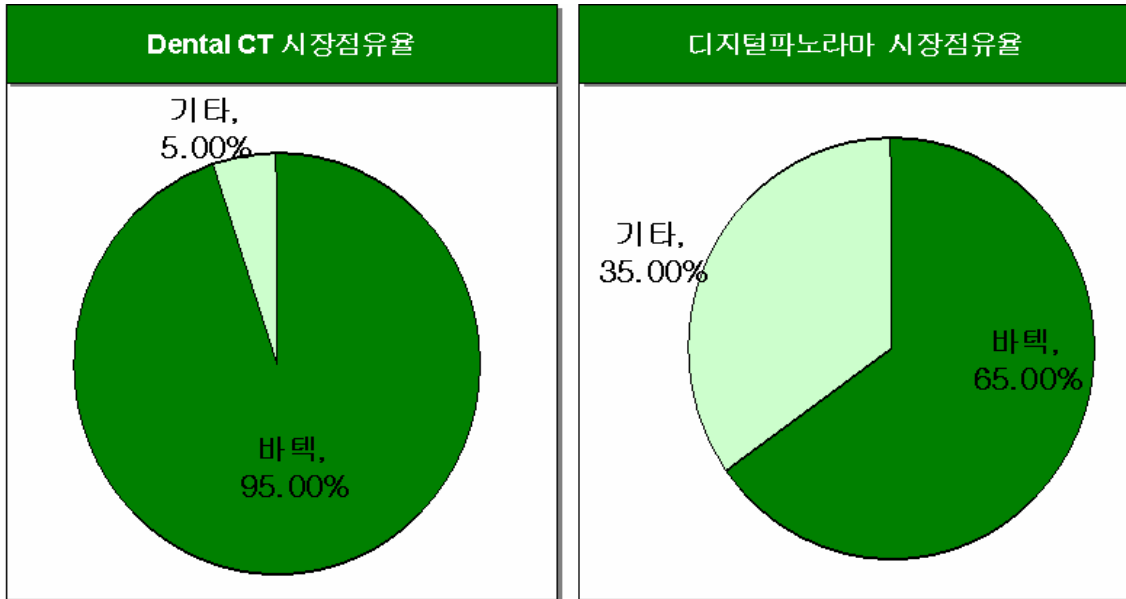
D. Valuation



A. 디지털 치과진료기기 1위의 Vatech

Vatech은 국내 Dental CT 독점기업이다.

Vatech은 수입품 대비 우수한 성능 및 A/S 등을 바탕으로 2006년 상반기 기준 Dental CT 국내 시장점유율 95%, 디지털파노라마 65%로 1위를 차지하는 등 국내 치과용 X-Ray 장비 시장의 디지털화를 선도하고 있다.



B. Dental Industry

1. 치과산업의 성장과 함께 성장하는 치과 의료기기 산업

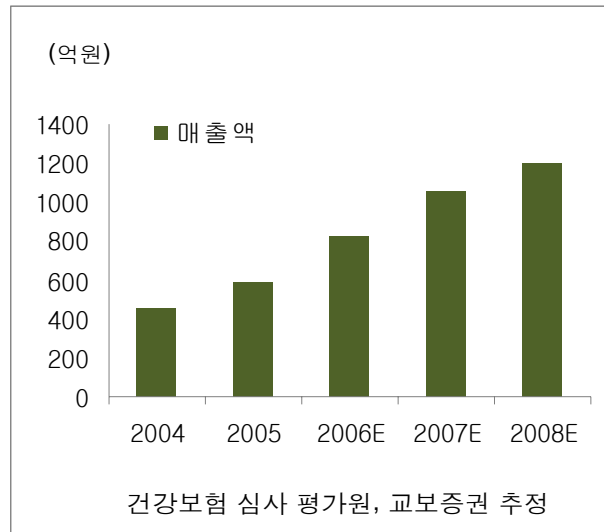
세계적인 성장추세.

고령화와 소득 수준의 향상으로 치과산업이 성장함에 따라 치과 의료기기 산업 역시 성장하고 있다 특히, 고급진료서비스를 위한 진단기기들의 수요가 늘어남에 따라 치과 X-Ray기기 시장도 지속적인 성장이 예상된다.

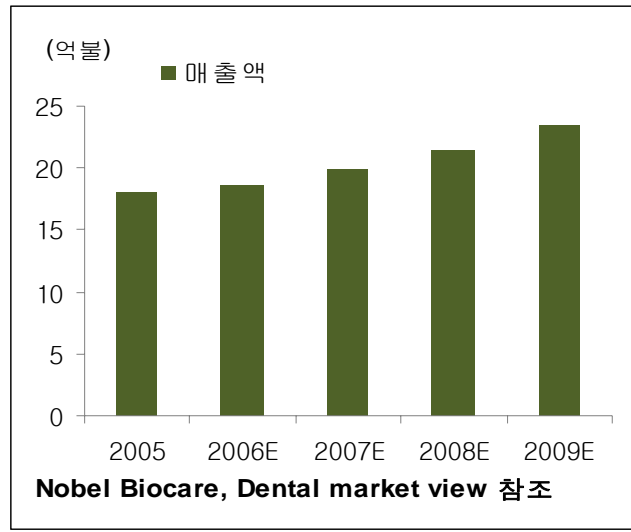
국내시장의 성장

빠르게 고령화 사회로 진입하고 있는 한국 역시 치과 병원 및 의원이 꾸준히 증가하고 있고, 치과 의사 수가 증가하고 있는 것과 같이 치과산업이 성장하기 때문에 디지털 치과용 진단기기 시장의 규모가 커질 것으로 예상된다.

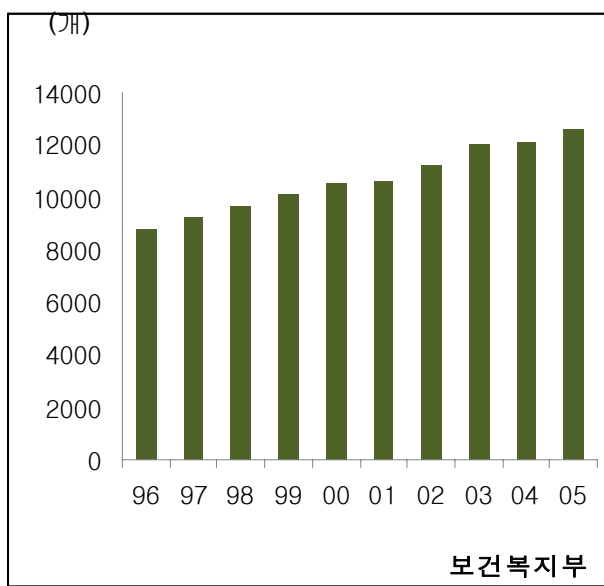
Global Dental X-Ray 시장전망



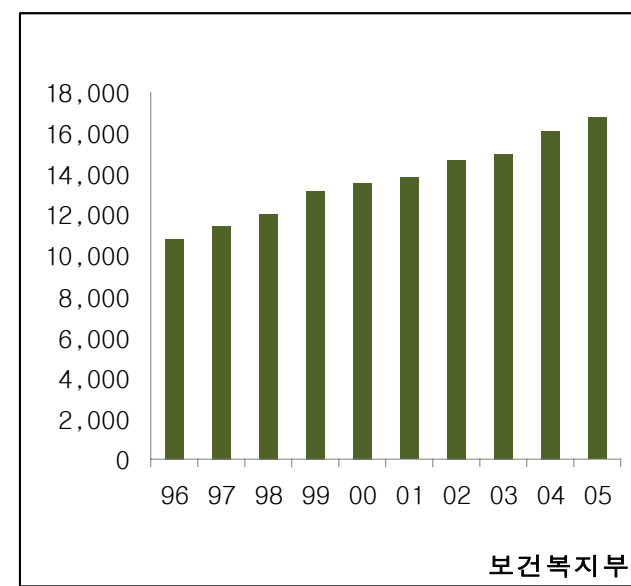
국내 치과용 디지털 진단기기 전망



국내 치과병원 및 치과의원 수



국내 치과 의사 수



2. 고급진료에 대한 수요가 증가하고 있다

2.1 성형 목적의 교정 - 성인의 치아교정 10년간 3배 이상 급증

연예인들의 치아교정시술이 주목되면서 치아 교정은 치아를 가지런히 자리잡아 주는 것에서 더 나아가, 돌출 입, 주걱턱 교정과 성형적 효과까지 줄 수 있어 더욱 관심이 증가하고 있다. 한 병원의 조사에 의하면 1995년-2005년 사이 성인들의 치아교정이 3배 이상 늘었는데, 이것은 치아의 심미적 요소가 부각되었기 때문으로, 성형수술이 빠르게 증가하는 것처럼 앞으로 치아 교정이 더욱 인기를 끌 것으로 보인다.

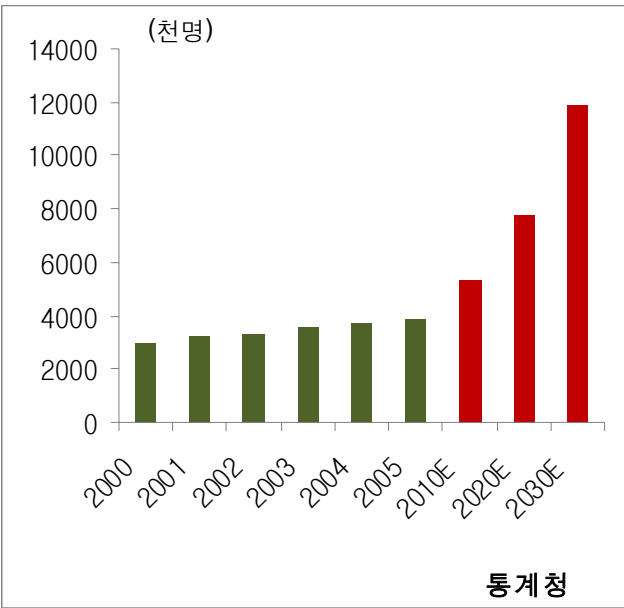
2.2 임플란트 산업의 성장

인구의 고령화와 치과산업의 가장 직접적인 관련이 있는 부분이 바로 임플란트 산업이라고 할 수 있다. 임플란트 시술은 매년 20% 이상 시술 건수가 늘고 있고, 그 중 60대 이상의 환자가 전체 시술 건수의 70% 이상을 차지하고 있다는 점에서 노인들의 삶의 질 향상에 큰 영향을 주고 있는 것이다. 앞으로 65세 이상의 노인인구가 더 가속해서 증가함이 예상됨에 따라 임플란트 시장은 더욱 가파르게 성장할 것으로 보인다.

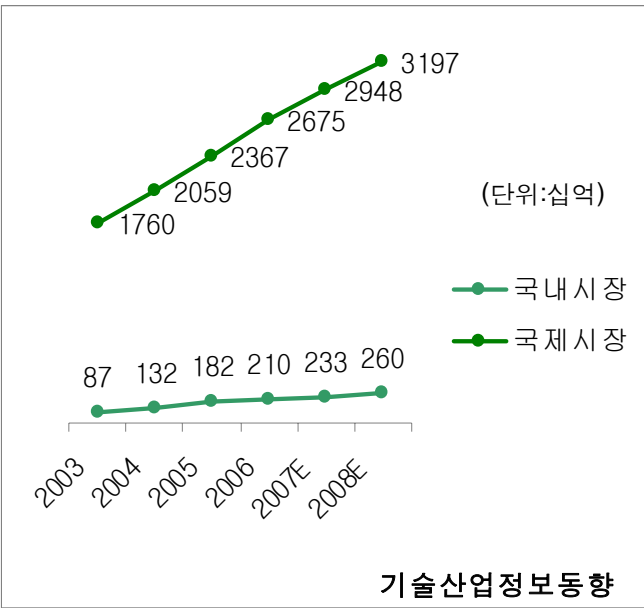
* 임플란트란?

'임플란트'란 상실된 치아 부분에 인공 치아를 심는 인공 대치물을 말하며, 예전에는 치아가 없는 경우 틀니나 브리지 시술을 주로 했으나 불편함이 많고, 주변 치아에 문제가 생길 가능성이 있었다. 하지만 인공치아를 만들어 뼈에 나사못처럼 심는 임플란트는 기능적, 심미적으로 자연치아와 거의 같아 널리 대중화 되고 있다.

국내 65세 이상 노인 인구수 추이



국내외 임플란트 시장성장전망



이와 같이 고급치과진료에 대한 수요가 늘어남에 따라, 임플란트와 교정을 전문으로 하는 치과가 증가하고 있으며, 10여 년 사이에 임플란트 치료 가능 병원도 50% 정도가 될 만큼 급격히 증가했다. 따라서 병원간 경쟁은 심화되고 있고, 병원들은 경쟁력을 갖추기 위해 고가의 각종 장비들을 도입하고 있는데, 이러한 임플란트 수술과 치아교정에 있어서 고급진단 기기의 중요성은 매우 크며, 그 중요성만큼 성장이 기대된다.

C. Vatech의 경쟁력.

1. Vatech 의 경쟁우위요소.

1.1 R&D 기반의 원가경쟁력

독자기술 및 생산에 기반한 원가경쟁력

Vatech 의 경우 독자적인 기술력과 생산력을 가지고 있기 때문에 다른 경쟁기업에 비해 원가절감에서 우위를 가지고 있다. 실제로 주력 제품 모두 원가경쟁력을 바탕으로 시장에서 높은 점유율을 확보하고 있다.

바텍의 R&D 능력.

현재 바텍은 전체 직원의 30%가량이 연구제조기술직으로 R&D 에 힘쓰고 있으며, 카이스트, 카톨릭 의대, 연세대, 부산대 등과의 산학 협력을 통하여 최첨단 기술들의 동향과 그 기술 개발에 대한 보유를 위한 연구를 진행 하고 있다. 중장기적으로는 미래 기초 기술 및 최첨단 기술에 대하여 연구 개발을 수행하고 있으며, 지난 3 년간 매출액 대비 평균 9%가량을 연구개발비로 사용하였고, 그 실적으로 각 제품 및 장비들을 개발해 왔다.

직원수			
관리사무직	영업마케팅	연구제조기술직	합계
41	85	62	188

1.2 치과 통합관리 소프트웨어

자체 개발한 치과 운영 소프트웨어에 기반한 병원 경쟁력 제공

디지털 기반의 진단기기를 운영하기 위해서는 통합된 관리소프트웨어가 필요하다는 점에 착안한 Vatech은 치과 운영 소프트웨어 개발에도 집중하여 병원 경쟁력에 도움이 되는 여러 소프트웨어를 진단기기와 제공하여, H/W 와 S/W를 통합적으로 관리할 수 있는 Solution 제공이라는 경쟁우위를 가지고 있다.

(소프트웨어에 대한 자세한 사항은 제품분석에서 다루기로 한다.)

1.3 고객관리.

국내제조업체의 이점과 고객지원센터 개소

국내제조기업이라는 특성과 자체 기술 보유라는 측면에서 고객에 맞춘 관리가 가능하며, 제품의 공급확대와 이에 따른 소프트웨어 사용자의 증가에 따른 고객지원을 위해

지역별 고객지원센터를 개소하여 지속적으로 관리를 하고 있다.

이러한 경쟁우위는 국내제조기업이 아닌 다른 경쟁사와 차별화 될 수 있다.

2. Product Analysis

2.1 Vatech 의 매출액 구성

Vatech의 매출액구성을 보면, Dental CT가 72%, 디지털 파노라마가 약 19%로 전체 매출액의 90%정도를 차지하고 있다.

아래의 표는 2006년 12월 매출액 구성이다.

(단위 : 천원)

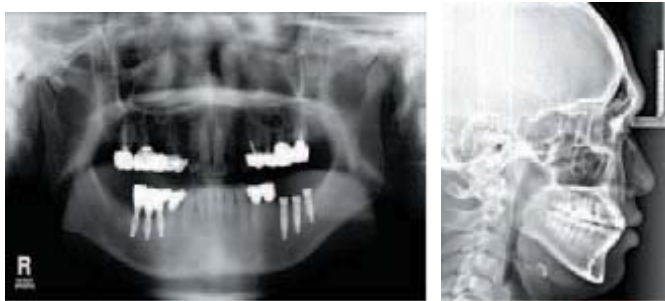
사업 부문	매출유형	품 목	구체적 용도	주요상표등	매출액(비율)
치과용	제품	Dental CT (Implagraphy)	전산화 단층 엑스선 촬영장치로 임플란트 수술시 필요한 단층 및 3 차원영상정보를 획득하는데 사용	DCT, VCT, Implagraphy	39,111,527 (72.00%)
		디지털파노라마 및 세팔로 (Pax 시리즈)	디지털엑스선 촬영장치로 임플란트수술을 위한 골질평가, 구조물간의 상관관계 평가를 위해 촬영되며 구강전체의 일반 진단을 위해 사용	Pax-400C1, Neo-TOP	10,384,310 (19.34%)
		구강센서	의료용 영상처리장치로 치아 2~3 개 정도의 부위를 고해상도로 촬영할 수 있어 정밀 진단 시 사용	Anysensor	1,471,855 (2.67%)
		기타제품	치과에서 구내필름, 센서의 X 선 선원으로 사용하며 휴대 가능, 환자의 이동없이 편리하게 활용	Standard X-ray, Intra-Oral Camera 외	1,795,202 (3.57%)
디지털 x-ray	기타 주 1)	상품,용역등	타사 의료기기 및 개발용역등	-	1,309,868 (2.42%)
	합계	-	-	-	54,072,762 (100.00%)

주 1) 당사 상품매출과 용역매출, 기타매출로 구분표시하는 항목의 합계가 총매출액의 5%를 초과하지 않아 합산하여 기재.

2.2 디지털 파노라마.

치과의 구강 전체 진단용 영상 장비 ; 디지털 파노라마

파노라마는 치과의 기본 진단용 영상 장비로써 입체적인 반 타원 형태의 구강전면을 평면으로 형상화하여 치아전체를 한눈에 살핌으로써 전체 구강의 병증 진단에 사용되는 기기이다. 기본적인 치과질환진단의 첫 단계로써 사용됨과 동시에 임플란트 수술을 위한 골질 평가 및 수술 전/후 기본 진단과 해부학적 구조물의 상관관계 파악에 사용된다.



[디지털 파노라마의 사진(좌)과 세팔로의 사진(우)]

Vatech 의 디지털 파노라마 제품은 크게 두 가지 종류로 나뉘어 진다.

1) 디지털 파노라마 단독제품.

초기 디지털 파노라마 시장의 수요에 맞춘 것으로, Dental CT 가 대중화되기 전에 임플란트 시술을 위한 용도로 요구되었고, 디지털 파노라마 시장의 확대에 따라 파노라마 단독 모델에서는 가격 경쟁이 시작되었다.

Vatech 은 원가경쟁력을 바탕으로 임플란트 시술과 상담에 필요한 임플란트 시뮬레이션 기능의 SW 를 최초로 개발하였으며, 국내 제조업체만이 가능한 개별 병원의 요청에 따른 주문 방식의 문자안내시스템을 가진 파노라마 단독 제품을 출시하는 등의 경쟁우위를 확보하였다.

2) 세팔로와 디지털 파노라마가 복합된 제품.

디지털 파노라마 시장이 발달하면서 교정의 진단을 위한 세팔로 기능까지 디지털화된 제품이 요구되었다.

Vatech 은 1 개의 디지털 센서로 파노라마와 세팔로를 촬영할 수 있는 제품을 개발하여 원가를 낮춤으로써 고급 진료영역인 교정 치료를 실시하는 치과 병/의원을 목표로 원

센서 타입의 파노라마를 출시하였으며 현재까지 세팔로 기능이 포함된 제품에서 지속적인 경쟁력을 확보하고 있다.

경쟁이 치열한 디지털 파노라마 시장과 Vatech의 시장점유율

디지털 파노라마의 경우 수입상들을 통해 수입 판매되는 해외 제품들과 주로 경쟁하고 있으며, 디지털 파노라마 시장에서의 경쟁은 매우 치열하다.

[디지털 파노라마 시장에서의 경쟁업체]

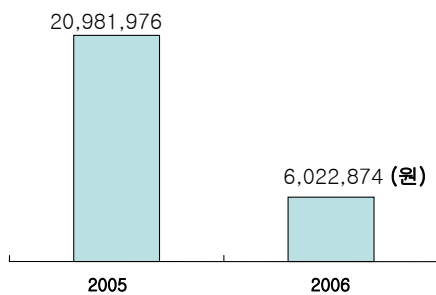
제품명	제조사/국가
Implagraphy	Vatech/KOREA
Strato2000-D	엠제라이드/ITALY
Promax	PLAMACA/FINLAND
DigiPano HD	제노레이/KOREA
Point 100 Digital HD	포인트닉스/KOREA
Kodak 8000	Kodak Tropy/FRANCE
KaVo Pan eXam 1000	KaVo inc. /GERMANY
ORTHOPHOS XG PLUS DS(CEPH)	SIRONA/GERMANY
OC100 D	Instumentarion/FINLAND
AUTOIIIINCMD	ASAHI/JAPAN

그럼에도 불구하고 Vatech은 위와 같은 제품의 경쟁력을 바탕으로 국내 디지털 파노라마 약 60%의 시장점유율을 확보하고 있다.

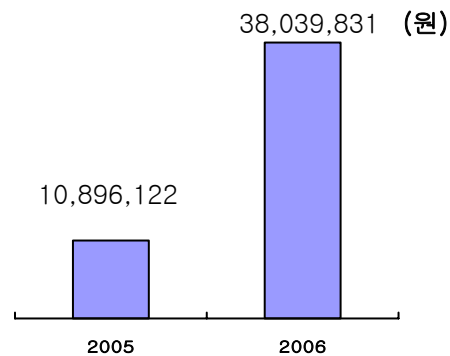
디지털 파노라마 중심에서 Dental CT로 대체되고 있다.

자세한 내용은 아래 Dental CT에서 다루겠다.

[디지털 파노라마의 매출액감소]



[Dental CT Implagraphy의 매출액]



디지털 파노라마의 매출액이 크게 감소한 2006년에 파노라마 기능을 포함하는 Implagraphy의 매출액 크게 증가한 것으로 보아 Implagraphy가 디지털 파노라마 시장을 대체했다고 볼 수 있다.

【 최근 3 사업년도 시장점유율 현황 】

(자료: 바텍)

품목명	회사명	2006 년도(제 15 기)	2005 년도(제 14 기)	2004 년도(제 13 기)
디지털 파노라마	(주)바텍	60%	65%	63%
	기타	40%	35%	37%

※ Dental CT는 디지털 파노라마의 대체재적인 성격을 가지고 있어 동일한 시장으로 보는 것이 합리적이라 판단되며, 시장을 구분하여 추정하는 것에 대한 어려움 등으로 디지털 파노라마 및 Dental CT를 구분하지 않고 시장점유율 현황을 추정하였습니다.

【건강보험심사평가원의 파노라마 현황과 당사 판매 수량】

(자료 : 바텍)

항목	2004 년	2005 년	2006 년	출처
전체 파노라마	6,725	8,091	9,372	건강보험심사평가원
파노라마 순증가	1,192	1,366	1,281	건강보험심사평가원
디지털 파노라마 판매 비율	80%	90%	95%	추정
디지털 파노라마	954	1,229	1217	추정치
당사 디지털 파노라마 수량	603	723	726	당사 자료
시장 점유율(파노라마 전체)	51%	58%	57%	
시장 점유율(디지털 파노라마)	63%	65%	60%	추정치

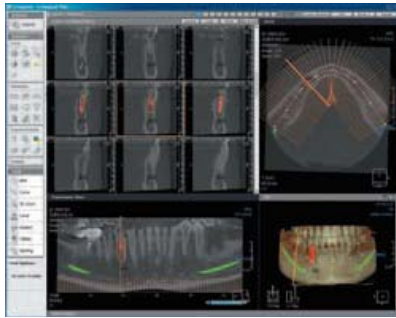
주) End-user인 치과 병/의원에 대한 통계 데이터의 부재로 건강보험심사평가원의 자료를 유추하여 위와 같이 추정하였습니다. 필름과 디지털이 포함된 파노라마 순증가량에서 연도별로 디지털 파노라마 보급 비율을 추정하여 산정하였습니다.

2.3 Dental CT – Implagraphy

- 디지털 파노라마 시장을 대체하는 Dental CT. Implagraphy

임플란트를 위한 필수기기 Dental CT

Dental CT는 치과용으로 특화되어 단층 및 3차원 영상정보를 얻을 수 있는 기기로 임플란트를 위해 필수적으로 요구되는 디지털 진단기기이다.



세계 최초 복합기능의 Dental CT 장비 Implagraphy

2005년 9월 VATECH은 파노라마, 세팔로, CT가 통합되어 치과의 모든 방사선 검사에 대응할 수 있는 복합진단기기 Implagraphy를 세계 최초로 개발 및 출시하였다.

임플란트 수술의 대중화에 따른 고급진단기기의 수요증가와 Implagraphy의 원가 경쟁력에 의해 국내에 Dental CT의 대중화가 이루어지고 있다.

Implagraphy는 CT에 파노라마와 세팔로까지 포함한 복합기기임에도 불구하고 외국의 Dental CT보다 가격이 훨씬 저렴하다는 매력이 있다.

이에 따라 대형병원과 같이 자본력이 있는 병원이나 보급되었던 Dental CT가 임플란트 병원의 증가와 함께 개인병원에까지 보급되고 있다.

Implagraphy 의 가격 경쟁력

기업	제품	제품 특징	가격(원)
Vatech/KOREA	Implagraphy	파노라마,세팔로, CT 모두 포함	1억
Kodak Trophy (FRANCE)	Kodak 8000	파노라마	4950만
DELL Medical (ITALY)	Strato2000-D	파노라마	6200만
제노레이(KOREA)	DigiPano HD	파노라마+세팔로	6600만
KaVo Inc.(GERMANY)	KaVo Pan eXam 1000	파노라마	5500만
Instrumentarium Dental (FINLAND)	OC100 D	파노라마	6990만
Image Sciences international (USA)	i-CAT	CT	3억
Verona (USA)	Newtom 3G	CT	3억2천

※외국 제품의 경우 운송비를 포함한 가격의 8%의 관세가 붙고, 추가로 10%의 부가세가 붙는다.

먼저 Dental CT 의 경쟁업체인 해외업체로부터 수입하는 CT

Vatech의 원가경쟁력에 대해 좀 더 살펴보면,

의 가격은 3억원 정도로 상당한 비싼 가격으로 대부분의 개인병원에는 보급되기 힘들었다. 하지만 Implagraphy 는 파노라마, 세팔로, CT 를 모두 포함하고 있음에도 불구하고 1억원 수준의 상대적으로 저렴한 가격을 제시한다.

따라서 파노라마, 세팔로, CT를 별도로 구입하는 것에 비해 이중적 지출이 없어 적은 비용으로(기존 장비 투자의 50%) 병원을 디지털화할 수 있기 때문에 신규 개업의에게 호응을 얻고 있다.

(단, Implagraphy 의 CT 의 화면이 타 회사의 CT 에 비해 작다는 것 감안해야 하지만 임플란트를 위한 개인병원에서는 크게 문제가 되지 않는다.)

CT 단일제품의 경쟁력.

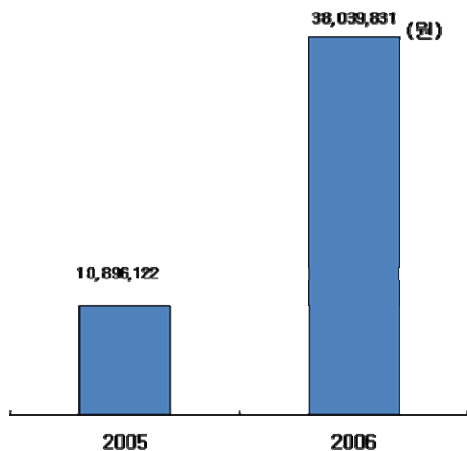
Implagraphy에 이어 Vatech에서 만든 CT단일제품인 DCT, VCT 가 있는데 이것 역시 원가 경쟁력을 보유하고 있다. 가격이 1억 8000 천만원 선으로 역시 해외 제품보다 훨씬 저렴하기 때문에 역시 Dental CT의 대중화에 기여하고 있다.

Implagraphy의 가격외 경쟁력.

Implagraphy는 복합기기로써의 장점과 Vatech의 경쟁우위요소에 의한 경쟁력을 보유하고 있다. 복합기기이기 때문에 CT를 도입하기 위해 별도의 X-ray실이 필요하지 않으며 컴포넌트 타입이기 때문에 자유롭게 CT 모듈을 추가할 수 있는 유연성을 가지고 있다.

또한 Implagraphy는 임플란트 수술 등에 필요한 수술 부위와 신경관과의 3차원적인 위치 거리 정보, 상악동 수술을 위한 상악 뼈의 두께 및 밀도에 대한 정보 등을 구체적으로 제공함으로써 임플란트 수술의 안정성과 정확성을 비약적으로 향상시킬 수 있다.

실제 이러한 경쟁력을 바탕으로 진입하자마자 Dental CT의 95%의 M/S를 확보하였으며 매출액 역시 증가하였다.



2.4 구강센서

치과의 모든 진료에 대응하는 필수 장비

구강센서는 치아 2~3개 정도만을 집중하여 촬영하는 것으로 정밀 진단에 이용되는 기기다. Vatech의 구강센서 역시 Hybrid CMOS 방식을 이용하여 영상품질 우수하며 VATECH의 진단기와 연동될 수 있으며 독자 개발에 기반한 원가 우위와 한국인에 맞는 사이즈로 개발하였다는 점이 특징이다.

Vatech의 구강센서의 경쟁우위

- 품질 우위 - 해상도
- 독자 개발에 기반한 원가 우위
- 다양한 응용이 가능한 센서 원천 설계 기술 보유



2.5 치과 관리 통합 소프트웨어

치과의 환자관리, 진단, 원무 등 모든 업무를 하나의 소프트웨어로 통합 관리

병원에서 디지털 시스템의 활용이 증가함에 따라, 진단 영상의 통합뿐 아니라 병/의원내의 각종 부가적 운영정보와 영상 정보를 통합할 수 있는 소프트웨어에 대한 요구가 나타났다. 이러한 시장의 요구에 따라 Vatech은 보험청구 프로그램, 디지털 영상 관리 프로그램, 경영 분석 프로그램이 통합된 소프트웨어를 출시하였으며, 또한 교정 시장을 타겟으로 한 원 센서 타입의 파노라마의 출시에 맞춰 교정 상담/분석프로그램인 EzCeph를 개발하였고 이를 기존 소프트웨어 및 하드웨어와 연동하여 사용자의 편의성을 향상시켰다.

통합소프트웨어

EasyDent - 디지털 영상 통합 운영 프로그램

EzCeph - 전문 교정 분석/상담 프로그램

EzImplant - 3D 디지털 영상 분석 프로그램

다모음 - 치과 통합 경영 관리 프로그램

EzCare - 환자 상담 및 고객 관리 프로그램

경쟁우위

- Hardware & Software가 통합되어 운영
- Module화된 프로그램
- 시장의 요구에 맞는 프로그램 개발 능력 보유
- 사실상의 표준 초과 운영 소프트웨어
- 프로그램 활용 교육을 위한 고객 지원 시스템

이러한 SW로부터 매출비중이 크진 않지만 디지털기기들의 관리측면에서 필수적인 시장이며, HW와 통합 운영하는 것으로부터 시너지효과를 거두고 있다.

3. 진입장벽**▶ 치과용 디지털 X-ray 시장의 진입장벽**

디지털 X-ray 장치는 반도체 기술, 기구 설계 기술, 영상처리 기술, 응용 S/W 기술 등 다양한 기술이 결합된 시스템 장치이며, 디지털 X-ray 산업은 각 요소 기술과 각 요소기술을 통합할 수 있는 시스템 기술을 보유하지 않으면 제품개발에 한계가 있어 진입하기 어려운 진입장벽이 높은 산업분야이다.

또한, 치과용 디지털 X-ray 장치에 사용되는 디지털 센서는 반도체 칩으로 이에 필요한 ASIC 설계 기술, 반도체 공정 기술 등이 핵심적인 기술이다. 이와 같은 기술이 적절하게 공급되고 산업적으로 연계할 수 있는 반도체 산업의 기반 기술은 디지털 X-ray 산업의 발전에 가장 중요한 요소이다.

▶ VATECH의 기술적 진입장벽

디지털 X-ray 장비에 필수적인 원재료인 X-ray 센서, 통신/제어용 각종 PCB 보드류, X-ray 튜브 및 기구 가공물의 핵심 기술은 VATECH이 가지고 있으며, 대부분 국내에서 단순 외주 제작하고 있다. 또한, 디지털 X-ray산업의 기반기술이라고 할 수 있는 IT산업, 반도체 산업, SW산업 등 관련 분야의 숙련된 노동력이 광범위하게 존재하고 있는 상황이므로 연구 및 생산을 위한 인력 조달에는 전혀 문제가 없다.

▶ 영업망에 의한 진입장벽**① 수도권 지역 : 직영판매**

수도권의 경우에는 지역이 넓고 치과 병,의원 수가 많아 전통적으로 다른 지역과 유사한 지역 독점적 형태의 대리점 운영은 유효하지가 않다. 때문에 전국적 차원에서 대리점을 구축하던 시점에서 수도권은 비독점 대리점에 의한 판매와 직영판매를 병행해왔다. 영업초기에는 당사와 제품의 지명도가 낮아서 대리점에 의한 영업비중이 높았으나 최근에는 직접 영업의 기반이 상당 수준 형성되어 있는 것으로 평가하고 있다. 따라서 수도권 지역의 고객

지원센터를 세분화하여 고객에 대한 접근성을 높이고, 당사의 고객관리시스템인 VCS(Vatech Customer Service)시스템을 통해 고객과 시장에 대한 정보를 효율적으로 관리함으로써 직접 판매 여건을 더욱 확대해나가려고 계획 중이다.

② 수도권 외 지역 : 대리점 판매

2006년 12월말 기준으로 17개의 고객지원센터를 운영하고 있다. 지역의 고객지원센터는 해당 지역 내의 다양한 판매 요소와 결합되면서 해당 지역에 맞는 판매 방안을 실행하고, 교육, 관리, 정보제공 등의 서비스를 고객에게 제공함으로써 경쟁사와 분명하게 차별되는 전략적 효과를 만들어내고 있다. 또한 지역의 고객지원센터가 양적으로 확대되어가는 과정에서 이들을 광역단위로 통합하고 회사의 전략방향이 효율적으로 운영될 수 있도록 하기 위해 몇 개의 고객지원센터를 통합하는 지역본부체계의로의 발전을 추진하고 있다.

③ 해외시장

2004년 이후 각종 해외 전시회 등을 통한 마케팅 활동으로 인지도가 상승하고, 30여 개의 대리점을 구축하여 성공적으로 세계시장에 진입하였다.

▶ 특허로 인한 진입장벽

Implagraphy 의 경우 세계최초의 파노라마, 세파로, CT 를 합친 제품이며, 특허로 보호 받기 때문에 유일한 복합기이므로 다른 기업들과 경쟁을 피할 수 있다.

4. 수출경쟁력

바텍의 수출 비중

바텍의 지난 3년간 내수와 수출의 금액과 비중은 다음과 같다.

구 분	2004 년		2005 년		2006 년	
	매출액	비중	매출액	비중	매출액	비중
합 계	24,069,353	100.00%	39,689,328	100.00%	54,072,762	100.00%
내 수	23,406,171	97.20%	35,587,953	89.70%	48,135,444	89.00%
수 출	663,182	2.80%	4,101,375	10.30%	5,937,318	11.00%

중국, 대만, 호주, 홍콩, 콜롬비아 등과 같은 해외시장에서 원 센서 타입의 파노라마/세팔로 모델의 경쟁력을 바탕으로, 전시회참가 등을 통해 대리점 망을 구축하기 시작하였으며 30여 개의 대리점을 구축하여 성공적으로 세계시장에 진입하였다.

전체 매출액의 11%를 차지하며 평균적인 시장점유율은 약5%이다.

각 국가별 인허가 절차(통상 6개월 ~ 1년)가 완료되고 있어서 2007년부터는 좀 더 성장이 더 빠른 속도로 이루어질 것으로 보인다.

참고로 Dental CT의 경우 Implagraphy는 공동개발을 같이 한 (주)이오테크놀로지가 해외 수출부분은 맡기로 했기 때문에 Implagraphy로 인해 발생하는 수익은 바텍과 연관이 없다. 하지만 CT단독 제품인 VCT와 DCT의 경우 원가경쟁력을 바탕으로 시장진입을 시도할 수 있을 것으로 예상할 수 있다.

D. Valuation

[매출추정]

1. Vatech의 현재 매출 구성

(단위 : 천원)

구 분	2006 년	
	매출액	비중
합 계	54,072,762	100.00%
내 수	48,135,444	89.00%
수 출	5,937,318	11.00%

Vatech의 매출은 Dental CT, 파노라마, 구강센서로 구성되어 있는데 Dental CT와 파노라마는 서로 대체재의 역할을 하기 때문에 각각의 제품별 매출을 추정하는 것 보다는 내수와 수출로 나누어 향후 내수 시장과 국외 시장의 규모를 추정한 후 이를 Vatech의 매출에 적용시키는 것이 합당하다.

Vatech의 매출은 현재 위의 표와 같이 내수는 89%, 수출은 11%로 구성되어 있다.

2. 기본적인 시나리오

1) 내수시장

내수시장은 치과 병/의원의 성장으로 시장 규모를 평가할 수 있다고 추정하였다. 과거 10년간 국내의 치과 병/의원 수의 성장률은 5%이다.

X-Ray를 사용하는 임플란트 시장의 과거 3년간 성장률은 35%이나 임플란트를 위한 X-Ray는 기존 병원에는 이미 설치가 되어 있고 신규 병원에만 설치한다고 보수적으로 가정하여 과거 치과/병의원 성장률인 5%를 미래 내수시장의 성장률로 사용하여 미래 내수 시장의 매출액을 추정해 본 결과는 다음과 같다.

(단위 : 천원)

	2006/12	2007/12	2008/12	2009/12	2010/12
내수	48,135,444	50,542,216	53,069,327	55,722,793	58,508,933

2) 수출시장

(단위 : 억원)

	2003	2004	2005	2006
임플란트	17,600	20,590	23,670	26,750
바텍 수출		6	40	50
시장성장률		17%	15%	13%
수출성장률			567%	25%

Vatech은 수출이 2004년부터 발생하여 이제 성장세에 있기 때문에 Vatech의 과거 수출 성장률로는 향후 매출 추정이 어렵다고 보았다. 그래서 임플란트의 과거 국제 시장 성장률로 향후 성장률로 추정하였다. Vatech의 주요 수출 시장은 중국, 대만, 동남아시아와 같은 개발도상국이며 개발도상국들은 소득 증가에 따른 수요 증가로 신규 개원이 활발하고 초기부터 디지털 X-Ray을 도입하고 있어서 내수시장과는 달리 임플란트의 성장률로 추정할 수 있다고 판단하였다.

과거 3년간 시장 성장률의 평균인 15%로 추정한 매출액은 다음과 같다.

	2006/12	2007/12	2008/12	2009/12	2010/12
내수	48,135,444	50,542,216	53,069,327	55,722,793	58,508,933
수출	5,937,318	6,827,916	7,852,103	9,029,919	10,384,406
합계	54,072,762	57,370,132	60,921,430	64,752,712	68,893,339

3. 낙관적인 시나리오

파노라마는 2004년에 출시하고 1년 후에 전세계 시장점유율의 5%를 차지하였다. 이것은 파노라마의 기술 경쟁력, 가격 경쟁력이 외국에서도 충분히 통한다는 것을 보여준 수치이다. 그래서 낙관적인 시나리오에서는 2006년의 성장률인 25%를 사용하여 매출을 추정하였다.

(단위 : 천원)

	2006/12	2007/12	2008/12	2009/12	2010/12
내수	48,135,444	50,542,216	53,069,327	55,722,793	58,508,933
수출	5,937,318	7,421,648	9,277,059	11,596,324	14,495,405
합계	54,072,762	57,963,864	62,346,386	67,319,118	73,004,338

4. PM

PM법에서는 앞서의 매출 추정을 사용하고 2005년, 2006년의 순이익률의 평균인 11.38%를 적용하여 2010년의 당기순이익, 주당순이익을 도출하였다. 여기에 현재 시장의 PER인 20을 기술 경쟁력을 가지고 있는 Vatech이 그대로 유지할 것이라고 가정하여 2010년의 주가를 추정하였다. 이렇게 산정된 주가를 국채 할인율인 4.84%로 할인하여 적정주가를 계산하였다.

5. 결과

	낙관	기본
적정주가	14,558	13,739
현재주가	13,250	13,250
안전마진	10%	4%

목표주가는 낙관적인 시나리오에서 나온 14,558원과 기본적인 시나리오에서 나온 13,739원을 평균한 14,148원으로 한다. 그 결과 안전 마진은 7%이다.

이 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서이며 그 정확성과 완전성을 보증하지 않습니다. 서울대투자연구회에서는 본 보고서의 내용에 의거한 어떤 행위도 책임을 지지 않습니다.