



Straumann (STMN.SW)

토탈 솔루션의 힘 발휘 중

- 프리미엄 및 가성비 임플란트, 구강 스캐너, 교정 장비 등 종합 치과 제품 판매 중
- '24년 매출액 YoY +14% 성장, 특히 아시아 지역 YoY +33%으로 성장 견인 중
- 꾸준한 CAPA 확장, 브랜드 다각화 등으로 '25년에도 M/S 확장하겠다고 발표

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('25. 2. 19.): 134.4CHF
목표주가 컨센서스: 136.24CHF

▶ 투자의견 컨센서스

| 매수 | 보유 | 매도 |
|-----|-----|-----|
| 47% | 26% | 26% |

Stock Data

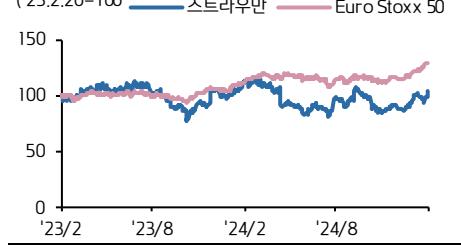
| 산업분류 | 건강관리 장비 & 용품 |
|----------------------|----------------|
| Euro Stoxx 50 (2/19) | 5,461.17 |
| 현재주가/목표주가 (CHF) | 134.4 / 136.24 |
| 52주 최고/최저 (CHF) | 151.5 / 103.75 |
| 시가총액 (백만 CHF) | 21,462 |
| 유통주식 수 (백만 주) | 107 |
| 일평균거래량 (3M) | 298,307 |

Earnings & Valuation

| (백만 CHF) | FY23 | FY24 | FY25E | FY26E |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 2,412 | 2,504 | 2,738 | 3,035 |
| 영업이익 | 606 | 650 | 726 | 825 |
| OPM(%) | 25.1 | 26.0 | 26.5 | 27.2 |
| 순이익 | 440 | 437 | 581 | 667 |
| EPS | 2.8 | 2.7 | 3.7 | 4.2 |
| 증가율(%) | -8.6 | -0.7 | 33.5 | 14.2 |
| PER(배) | 36.7 | NULL | 36.7 | 32.2 |
| PBR(배) | 11.8 | NULL | 8.3 | 7.0 |
| ROE(%) | 23.9 | 22.5 | 24.4 | 23.7 |
| 배당수익률(%) | 0.4 | 0.6 | 0.8 | 0.9 |

Performance & Price Trend

| 주가수익률 (%) | YTD | 1M | 6M | 12M |
|---------------|------|-----|------|------|
| 절대 | 17.6 | 8.9 | 5.8 | -7.3 |
| Euro Stoxx 50 | 11.5 | 6.1 | 12.1 | 14.7 |



자료: 데이터 스트림 컨센서스, 키움증권 리서치

'25년 가이던스는 시장 기대치에 부합

'25년 가이던스는 매출액 성장을 high-single-digit으로 제시했고 이를 매출액으로 환산하면 2,679M ~ 2,749M CHF 으로, 컨센서스 2,730M CHF 와 부합하는 수준이다. 회사의 핵심 영업이익은 YoY +0.3%P~0.6%P 개선될 것을 전망했다(영업이익률은 약 26.3%).

꾸준히 임플란트 및 디지털 덴티스트리 사업 강화 예정

EMEA 와 북미에서는 차세대 임플란트 시스템 ‘iEXCEL’을 출시할 예정이다. 임상적 결과와 시술 편의성을 개선시킨 고성능 제품으로, 동사는 이를 임플란트 사업부 미래 성장 동력으로 삼고 있다. 이러한 장점들을 기반으로 흡연, 당뇨병, 방사선 치료 경력 등 까다로운 이력의 환자에게도 시술을 할 수 있어 판매량 증가를 기대할 수 있는 제품이다.

디지털 분야에서는 임플란트 치료 과정을 간소화시켜주는 기존의 ‘Straumann AXS’ 플랫폼을 확장할 계획이다. 4Q24 에 출시한 구강 스캐너 ‘SIRIOS’도 플랫폼에 통합하여 고객 기반을 강화할 예정이다. 치아 교정 사업에서는 투명 교정 장치 ‘ClearCorrect’ 이전보다 복잡한 환자에게도 적용하기 쉽게 소프트웨어를 업그레이드할 예정이다.

동사는 ‘26 년부터 가동 예정인 3 번째 ‘Neodent’ 임플란트 제조 시설 관련 투자를 브라질 Curitiba 지역에 단행하기 시작했다. 독일 Calw 지역에서는 ‘Medentika’ 브랜드의 CAPA 를 2 배로 늘리는 작업이 시작되었다. 중국에서는 VBP 로 인해 증가하는 임플란트 수요에 대응하기 위해 최신식 상하이 캠퍼스를 완공하였다.

'25년 지역별 분위기**아시아-태평양 ↑****중남미 ↑****EMEA →****북미 지역 어려웠으나 회복 중****<주요 Q&A>****Q. '25년 지역별 가이던스 제시 가능할지 ?****A. 아시아-태평양과 중남미 지역 성장은 동사의 강한 성장 동력이 될 것.****EMEA 시장은 견고한 흐름을 보일 것으로 전망함.****북미 지역이 동사에게 중요한 지역이 될 텐데, '24년보다는 좋아질 것으로 예상함.****'25년 초에 제한적이나 긍정적인 모습을 확인하고 있음. 이러한 추세가 지속적으로 이어질지 현재로서 유의미하게 말하기는 이론 듯함. 그럼에도 최소한 2H24 보다는 좋은 신호들이 포착되고 있음.****아시아-태평양 지역 강세도****이어지고 있으나****북미 지역 개선도 충분히 가능****Q. 아시아-태평양 지역 강세가 이어지면 매출액이 북미 지역을 넘어설 수도 있을지 ?****A. 가능은 하겠지만 단기간에 이뤄질 것이라고 생각하지 않음. 여전히 북미 시장도 유의미하게 커질 잠재력이 남아 있는 상황임.****임플란트, 교정 장치 등****많은 부분은 이미 미국에서****생산 중****Q. 트럼프 행정부 및 관련 관세 내용이 동사에게 어떤 영향을 미칠지 ? 4월 초에 의료기기 분야에 부과될 관세 25%에 관한 동사의 전략은 무엇일지 ?****A. 우선 모든 의료기기 제품에 관세가 25% 부과될 것이라고 생각하지 않음.****또한, 관세가 임플란트 식립****환자에게 영향을 미칠 만큼****큰 비중 X****동사의 프리미엄 임플란트 제품들은 미국에 있는 Andover, Massachusetts 등에서 생산 중. 또한, 투명 및 일반 교정 장치 모두 미국의 Texas에서 생산 중.****또한 관세로 인해 환자가 가격에 부담을 느끼고 유의미한 영향을 받을 것이라고 생각하지 않음. 애초에 임플란트 식립 비용에서 제조 원가가 차지하는 비중이 작기 때문에 임플란트 제품 가격을 올리더라도 환자들에게 미치는 영향이 작음.****VBP 2차 시행으로 인해****4Q25 제한적인 중국****매출액 부진 전망****Q. '26년에 진행될 중국 2차 VBP는 향후 어떻게 전개될지 ?****A. 우선 VBP 2.0의 영향이 정확하게 어떤 식으로 시장에 영향을 줄지 알기 어려움. '26년 초부터 진행될 VBP 2.0은 '25년에 별다른 영향을 끼치지 못할 것. VBP 1.0으로 환자 부담금에 큰 영향이 있었기 때문에 4Q25 제한적인 매출액 부진이 있을 것.****다만 일부 치과의사들이 떨어지는 수가에 의해 이익률 하락을 이야기하고 있음. 가격 하락이 추가적으로 더 진행되어 의료 행위에 대한 마진이 줄어들면 임플란트**

**시술 행위에 대한 수가가
너무 떨어지면 결국은
공중 보건 개선이라는 목표가
저해될 것**

식립이라는 고급 치과 서비스를 제공하는 이들이 줄어들 것. 결국 이는 VBP의 목적인 '중국 인민 건강 수준 증대'를 저해하여 원하는 결과가 아닌 정반대의 상황이 펼쳐질 수 있음.

**상하이 캠퍼스 제조로 인해
매출원가 일부 감소,
환율 헛지 기대 가능**

Q. '25년 상하이 캠퍼스 가동으로 인한 이익률 변동이 있을지 ?

A. 매출원가를 일부 줄일 수 있을 것. 또한, 현지에서 생산하여 판매하기에 환율에 따른 이익 변동 폭도 줄일 수 있음.

**금리 하락으로 인한
북미 QoQ 개선 기대**

Q. 2Q25 이후에는 어떤 식으로 산업을 바라보면 될지 ? 북미 지역에서 high-single-digit 성장을 생각해볼 만한 요인이 무엇일지 ?

A. 금리 하락에 따른 북미 지역 QoQ 개선 기대. 이후에 시간을 두고 지켜보면 치료를 오래 미뤄두었던 환자들도 주변 고객들의 이야기를 듣고 치료를 받기 위해 움직이기 시작할 것. 종합적으로 보면 북미 지역은 '24년보다 '25년 업황이 더 좋을 것이라고 예상함.

**임플란트보다 더 빠르게
회복할 미국 치아 교정 사업**

Q. '25년 미국 치아 교정 시장에 대한 기대치는 어느 정도인지 ? 경쟁사들은 중국업체들의 경쟁으로 인해 가격 부담이 커지고 있다고 언급하는 중.

A. 임플란트 시장보다 치아 교정 시장이 미국에서 더 탄력적으로 회복할 것. 경제상황이 좋아지지 않자 미용 목적의 치아 교정 사례가 많이 줄었음. 매크로 상황이 좋아지면 반대의 상황이 펼쳐질 것이라고 예상함.

투명 교정 사업에서 경쟁하는 가격대가 다르고, 동사가 GP(일반의)들을 영업하는 것을 고려해보면 경쟁 심화로 인한 가격 문제가 크게 느껴지지 않을 것.

**프리미엄 브랜드는
VBP 등을 통해 M/S ↑**

Q. 임플란트 시장 점유율이 매년 상승 중인데, 시장 점유율을 가져오고 있는 경쟁업체의 규모가 클지 작을지 ?

A. 프리미엄 브랜드 분야에서 꾸준히 시장 점유율을 끌어올리는 중. 중국에서 VBP가 시행되고 경쟁사 대비 유의미하게 수량이 많아졌음.

**가성비 브랜드는
3~5년 후 기회 포착 가능**

가성비 브랜드(challenger brand) 분야에서는 여러 브랜드 투자들을 통한 시장 접근 전략(go-to-market)이 통하는 중.

또한, 유럽에서는 MDR 인증 체제로 바뀌면서 신규 제품에 대한 임상적 근거를 확보하고 규제 장벽을 넘어야 하는 시기가 찾아오고 있음. 3~5년 후면 밸류 세그먼트에서도 시장 점유율을 유의미하게 가져올 기회가 찾아올 것.

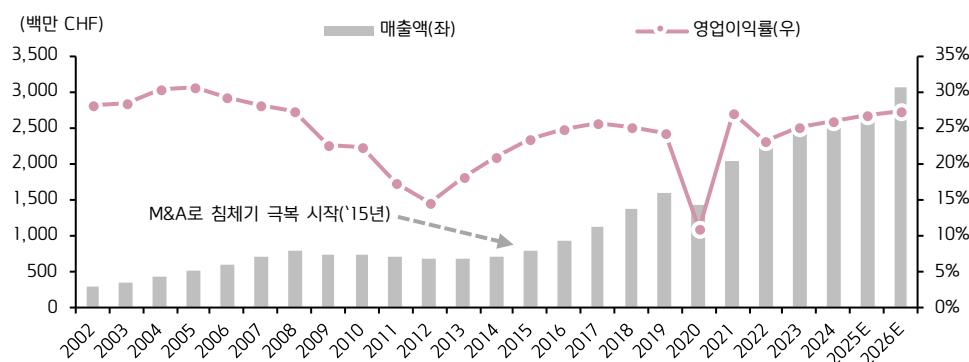
미국 대형 DSO 들 투자 심리

회복 중

Q. 미국 DSO 영업 활동에 대해 향후 변경이 있을지 ?

A. DSO 들은 환자가 줄어들어 투자를 줄이고 있음. 최근에 다시 투자를 늘리겠다는 의사결정을 하는 대형 DSO 들이 생기고 있음.

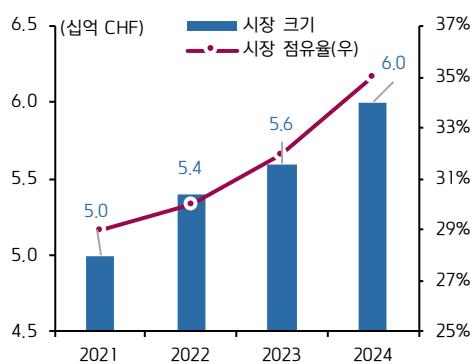
Straumann 연간 실적 추이 및 전망



주) 추정치는 Bloomberg Consensus

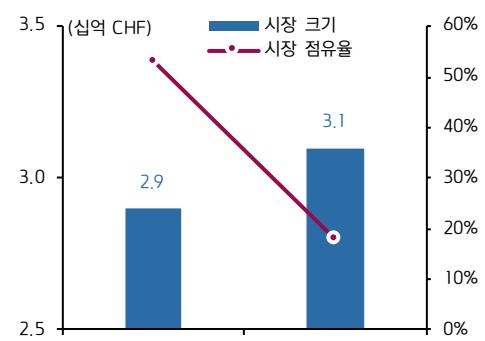
자료: Bloomberg, Straumann, 키움증권 리서치센터

연간 임플란트 시장 점유율 추이



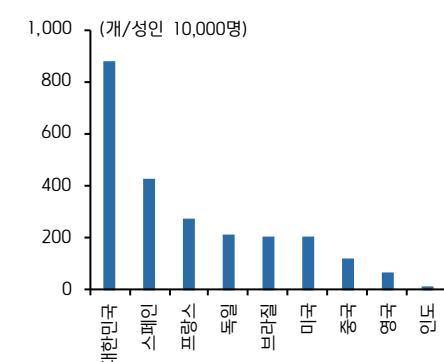
자료: Straumann, 키움증권 리서치센터

'24년 세부 임플란트 시장별 점유율



자료: Straumann, 키움증권 리서치센터

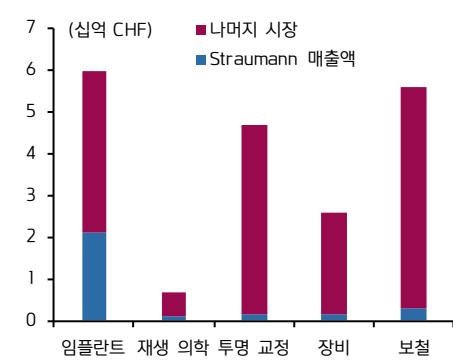
'24년 국가별 임플란트 식립 개수



주) 영국은 아일랜드 포함

자료: Straumann, 키움증권 리서치센터

치과 치료 분야별 시장 크기와 시장 점유율



자료: Straumann, 키움증권 리서치센터

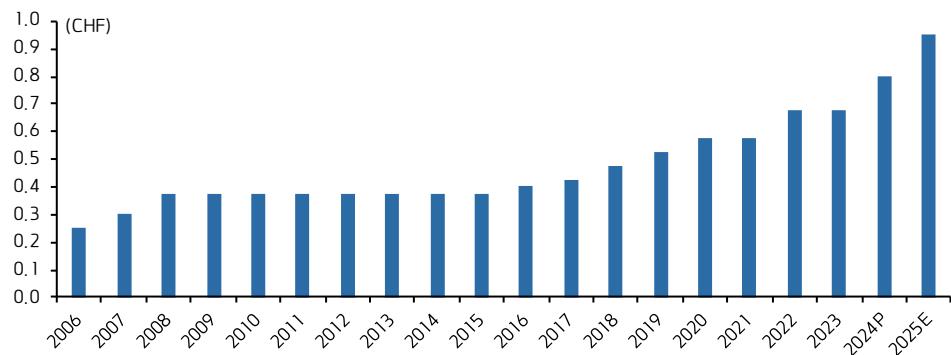
Straumann 주요 파트너십 목록

| 인수일자 | 피인수 업체 | 인수 금액(\$M) | 주요 내용 |
|------------|--------------------|------------|---|
| 2007-03-02 | etkon | 130.0 | - 치과 기자재 CAD/CAM 업체 |
| 2009-05-04 | IVS Solutions | - | - 임플란트 수술 가이드 소프트웨어, 수술 형판 제조 및 디자인 |
| 2011-07-05 | Dental Wings | - | - 치과 CAD/CAM 소프트웨어(지분 30% 투자) - 브라질 밸류 세그먼트 임플란트업체 |
| 2012-05-15 | Neodent | 276.6 | - 49% 지분 매입(향후 6년 내로 지분 100%로 늘릴 수 있는 옵션 포함) - 정밀 치과 기자재 CAD/CAM 플랫폼 - 지분 30% 투자 |
| 2013 | Createch Medical | - | - 정밀 치과 기자재 CAD/CAM 플랫폼 - 지분 30% 투자 |
| 2013-10-07 | Medentika | 35.8 | - 독일 임플란트 제조업체(지분 51%) |
| 2015-04-13 | Neodent | 216.0 | - 브라질 밸류 세그먼트 임플란트업체 - 지분 추가 매입으로 완전자회사화(49% ▶ 100%) |
| 2015-06-15 | Dental Wings | - | - 치과 CAD/CAM 소프트웨어(44% ▶ 55%) |
| 2016 | Anthogyr | - | - 프랑스 임플란트 제조업체(지분 30% 인수) |
| 2016-08-23 | Equinox | - | - 인도 임플란트 제조업체 |
| 2017-06-14 | Rapid Shape | - | - 치과 기자재 3D 프린팅업체(지분 35%) |
| 2017-08-17 | ClearCorrect | 150.0 | - 투명 교정 장치업체 |
| 2017-08-17 | Geniova | - | - 스페인 하이브리드 투명 교정 장치업체(지분 38% 투자) |
| 2017-08-17 | Dental Wings | - | - 치과 CAD/CAM 소프트웨어(55% ▶ 100%) |
| 2017-12-19 | Same Day Solutions | - | - 포르투갈 치과 유통사 |
| 2018-04-12 | Dental Monitoring | - | - AI 기반 원격 모니터링 서비스업체(지분 6% 투자) |
| 2018-07-04 | Createch Medical | 14.6 | - 정밀 치과 기자재 CAD/CAM 플랫폼(기준 지분 30% ▶ 100%) - 대만 임플란트 제조업체(49% ▶ 60%) - 대만 및 중국 밸류 세그먼트 시장 겨냥 |
| 2018-09-19 | T-Plus | - | - 스위스 세라믹 임플란트 제조업체(지분 34% 투자) |
| 2018-12-11 | Z-Systems | - | - 프랑스 임플란트 제조업체(30% ▶ 100%) - 중국, 러시아 밸류 세그먼트 시장 겨냥 |
| 2019-03-12 | Anthogyr | - | - 유럽 투명 교정 장치업체 |
| 2020-07-09 | DrSmile | - | - 최대 주주 등극 ▶ 향후 지분 100%로 늘릴 예정 |
| 2020-07-23 | Promaton | 4.4 | - 네덜란드 AI 기반 치과 치료 계획 소프트웨어업체 |
| 2021-10-28 | MiniNaviDent | - | - 임플란트 식립 내비게이션 시스템업체(지분 39% 투자) - 'DENACAM' 시스템 공동 개발 및 상업화 계약 체결 |
| 2022-05-20 | PlusDental | 140.4 | - 유럽 의사 주도 투명 교정 장치업체 - 네덜란드, 스웨덴, 영국 시장 겨냥 |
| 2023-09-21 | AlliedStar | - | - 중국 구강 스캐너 개발업체 - 가격에 민감한 시장 타깃 |

주) 회색 음영 부분은 디지털 덴티스트리 관련 내용

자료: Straumann, 언론보도, 키움증권 리서치센터

Straumann 연간 DPS 추이 및 전망



자료: Straumann, 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

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 일제의 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.