MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2024.4.26

	Not Rated
Refinitiv 평균목표주가	332.42
현재주가(24/4/25)	USD 310.5
상승여력	7.1%

나스닥 종합(p)	15,611.76
EPS 성장률(24F,%)	18.7
P/E(24F,x)	44.9
배당수익률(%)	0.0
시가총액(십억USD)	23.37
시가총액(조원)	32.01
상장주식수(백만주)	75.3
60일 평균 거래대금(백만USD)	224.80
52주 최저가(USD)	183.21
52주 최고가(USD)	385.31

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-2.7	22.4	-11.7
상대주가	2.1	0.5	-33.2

[첨단의료기기/디지털헬스]

김충현
choonghyun.kim@miraeasset.com

ALGN US · 글로벌 의료기기 · 미국

얼라인 테크놀로지

안정화된 전방시장과 신제품 효과

1Q24 Review: 매출액과 순이익 모두 시장 기대치 부합하는 실적 달성

동사의 매출액은 전년 대비 6% 상승한 10.0억 달러로 시장 기대치에 부합했다. 영업이익은 전년대비 15% 상승한 1.5억달러를 기록했다. 순이익은 전년 대비 20% 상승한 1.1억 달러로 시장 기대치에 부합했다.

동사는 2Q24 가이던스로 매출 10.3억~10.5억 달러, 1Q24을 소폭 상회하는 영업이익률을 제시했다. 2024년 연간 가이던스는 매출은 전년 대비 6~8% 증가, 전년 대비 약간 높은 영업이익률, 자본지출 1억 달러를 제시했다.

동사는 이번 분기에 3D 프린팅 솔루션 기업인 Cubicure 인수를 완료했고, 차세대 구강스캐너인 iTero Lumina를 출시하였고, IPE 시스템의 글로벌 판매 허가를 늘려나가고 있다. 또한, 미국 최대 DSO 중 하나인 Heartland에 대해 75백만 달러의 지분투자를 단행하면서 누적 투자액 1.5억 달러를 기록했다.

12개월 선행 P/E 33배로 글로벌 Peer 대비 고평가

동사는 지난 분기에서 언급한 한 자릿수 중반의 외형성장을 시현하며, 견조한 성장세를 보였다. 아직 전방시장 상황이 급격하게 좋다고 말하기는 어렵지만, 전 지역과 연령에서 안정적인 수요가 발생하고 있다고 한다.

특히 차세대 구강 스캐너인 Lumina 출시로 장비사업이 크게 선전했다. 장비 설치대수와 투명교정 사용량은 상당히 높은 상관관계를 가지기 때문에 긍정적이다. 물론 일부는 기존 장비에 대한 교체수요일 수 있으나, 통상 ROI(Return On Investment)를 위해서 투명교정 사용량을 늘리려 노력한다. 또한, 투명교정 내 시장 범위를 넓힐수 있는 IPE 제품 또한 글로벌 판매가능 지역을 넓혀가고 있는 것도 긍정적이다.

현 주가는 12개월 선행 P/E 31배로 글로벌 Peer(23배) 대비 고평가이나, 지난 3년 평균(44배) 대비 저평가 상태다. 2024년에는 자본지출이 지난 몇 년간에 비해 크게 감소할 예정이다. 이로 인해 2024년 잉여현금흐름이 크게 개선될 가능성이 높은 점도 긍정적이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (백만USD)	3,735	3,862	4,139	4,635	5,284
영업이익 (백만USD)	643	643	702	810	949
영업이익률 (%)	17.2	16.6	17.0	17.5	18.0
순이익 (백만USD)	362	445	519	604	709
EPS (USD)	4.62	5.82	6.91	8.04	9.44
ROE (%)	10.0	12.3	13.3	13.6	13.9
P/E (배)	45.6	47.1	44.9	38.6	32.9
P/B (배)	4.5	5.7	5.6	4.9	4.3

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 얼라인 테크놀로지, 미래에셋증권 리서치센터

1Q24 Review

매출액 및 순이익 모두 시장 기대치 부합하는 실적 달성

동사의 매출액은 전년 대비 6% 상승한 10.0억 달러로 시장 기대치에 부합했다. 영업이익은 전년대비 15% 상승한 1.5억달러를 기록했다. 순이익은 전년 대비 20% 상승한 1.1억 달러로 시장 기대치에 부합했다.

동사는 2Q24 가이던스로 매출 10.3억~10.5억 달러, 1Q24을 소폭 상회하는 영업이익률을 제시했다. 2024년 연간 가이던스는 매출은 전년 대비 6~8% 증가, 전년 대비 약간 높은 영업이익률, 자본지출 1억 달러를 제시했다.

동사는 이번 분기에 3D 프린팅 솔루션 기업인 Cubicure 인수를 완료했고, 차세대 구강스캐너인 iTero Lumina를 출시하였고, IPE 시스템의 글로벌 판매 허가를 늘려나가고 있다. 또한, 미국 최대 DSO 중 하나인 Heartland에 대해 75백만 달러의 지분투자를 단행하면서 누적 투자액 1.5억 달러를 기록했다.

Q) 전반적인 수요 환경을 어떻게 보고 있는가?

A) 현재 사업환경은 안정적이다. 연령별로도 그렇고, 지역별로도 그렇다.

Q) 최근 금융을 통해 투명교정을 하는 고객들이 늘어나고 있는데, 대출 기준이 까다로워지고 있다는 이야기를 들었다. 이에 대한 코멘트는?

A) 아마 금융을 활용하는 고객은 미국이 가장 많을 것 같다. 미국 고객의 1/3은 외부 자금조달을 통해 투명교정 시술을 받고 있다. 우리는 의사들이 지불기간을 연장하고 환자에게도 이를 전달할 수 있도록 노력하고 있다. DSO 파트너나 금융회사들과 협력하여 더 나은 금융조달 조건을 제공하기 위해 노력하고 있다.

표 1. 1Q24 실적 비교표 (백만달러, %, %p)

	1Q23	4Q23	1Q24		성장률	
			확정 실적	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	943	957	997	974	5.8	4.3
영업이익	134	172	154	181	15.4	-10.1
영업이익률 (%)	14.2	17.9	15.5	18.5	1.3	-2.5
순이익	88	124	105	110	19.6	-15.3

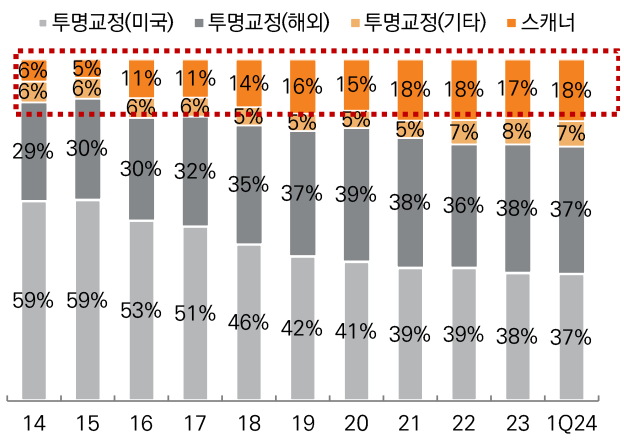
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 분기별 실적 전망표 (백만 달러, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출	**943**	**1,002**	**960**	**957**	**997**	**1,042**	**1,047**	**1,052**	**3,862**	**4,139**	**4,635**
Clear Aligner	**790**	**833**	**795**	**782**	**817**	**861**	**863**	**866**	**3,199**	**3,408**	**3,818**
US	361	375	367	349	372	391	391	393	1,452	1,548	1,734
OUS	354	378	355	362	371	390	392	393	1,449	1,546	1,732
Non-Case	74	79	73	72	74	80	80	80	298	313	351
Scanner	**153**	**169**	**165**	**175**	**180**	**181**	**184**	**186**	**663**	**731**	**818**
영업이익	134	172	166	172	154	171	183	194	643	702	810
Clear Aligner	278	306	296	302	269	291	290	288	1,182	1,138	1,276
Scanner	36	52	45	59	66	61	63	63	191	252	280
순이익	88	112	121	124	105	130	138	146	445	519	604
매출 성장률 (%)	**-3.1%**	**3.4%**	**7.8%**	**6.1%**	**5.8%**	**4.0%**	**9.0%**	**10.0%**	**3.4%**	**7.2%**	**12.0%**
Clear Aligner	-2.5%	4.3%	8.5%	6.9%	3.5%	3.5%	8.5%	10.8%	4.1%	6.5%	12.0%
US	-4.0%	-2.6%	4.1%	1.0%	3.1%	4.3%	6.7%	12.8%	-0.5%	6.6%	12.0%
OUS	-4.5%	9.3%	13.6%	13.3%	4.6%	3.2%	10.3%	8.8%	7.4%	6.7%	12.0%
Non-Case	19.2%	17.9%	7.2%	6.5%	-0.1%	1.1%	9.2%	11.1%	12.5%	5.2%	12.1%
Scanner	-6.2%	-1.0%	4.9%	2.9%	17.5%	6.7%	11.2%	6.5%	0.1%	10.3%	11.8%
영업이익률 (%)	14.2%	17.2%	17.3%	17.9%	15.5%	16.5%	17.5%	18.4%	16.7%	17.0%	17.5%
Clear Aligner	35.1%	36.8%	37.3%	38.7%	32.9%	33.7%	33.6%	33.3%	37.0%	33.4%	33.4%
Scanner	23.2%	30.7%	27.2%	33.6%	36.4%	33.6%	34.1%	33.8%	28.9%	34.5%	34.3%
순이익률 (%)	9.3%	11.2%	12.6%	13.0%	10.5%	12.4%	13.2%	13.9%	11.5%	12.5%	13.0%

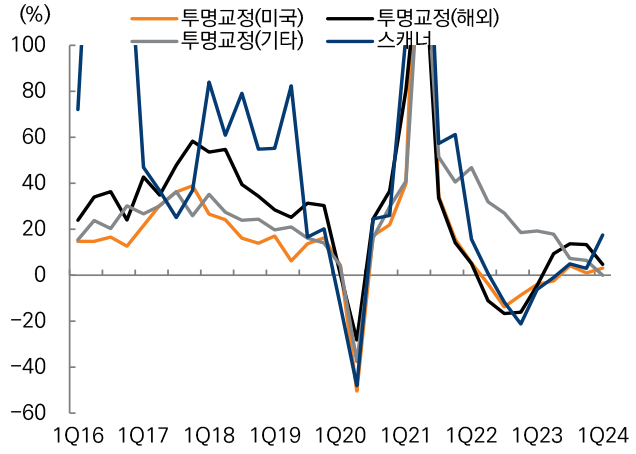
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 제품별 매출 비중



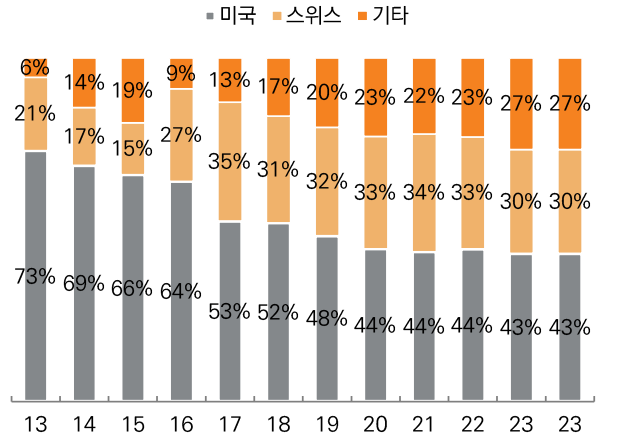
자료: ALGN, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 제품별 매출 성장률 추이



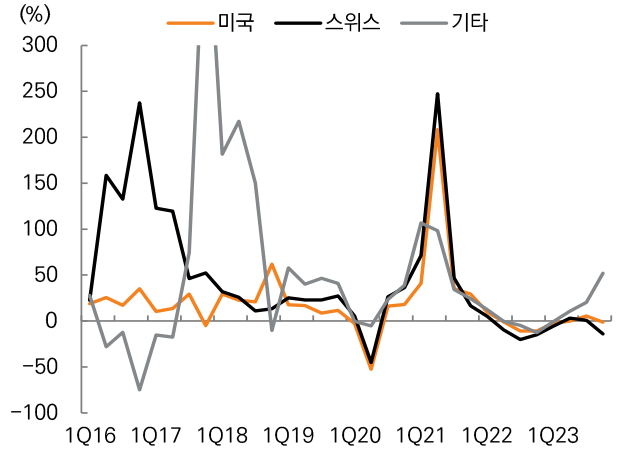
자료: ALGN, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 지역별 매출 비중



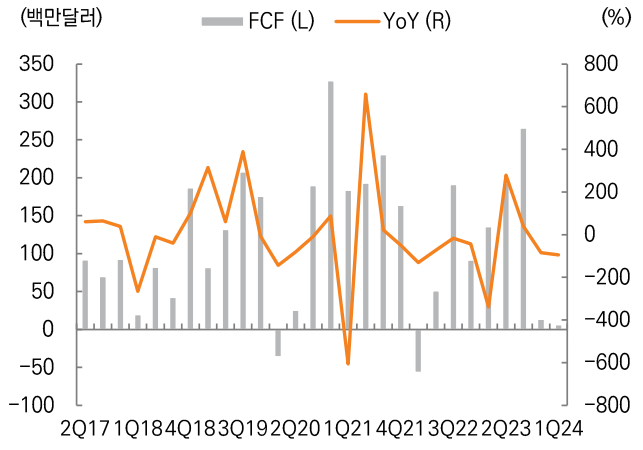
자료: ALGN, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 지역별 매출 성장률 추이



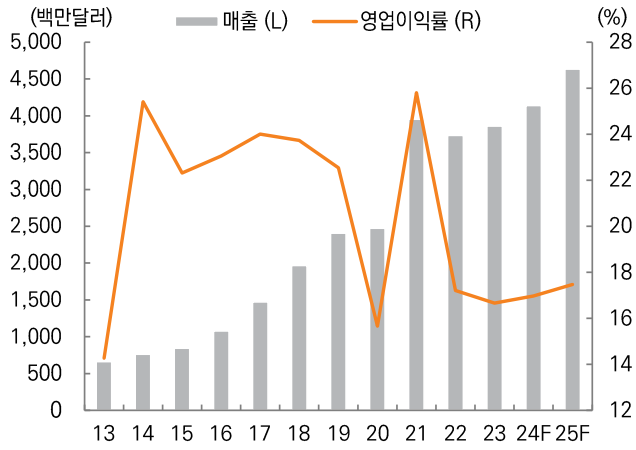
자료: ALGN, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. FCF 추이



자료: ALGN, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 매출 및 영업이익률 추이



자료: ALGN, 미래에셋증권 리서치센터

밸류에이션 및 투자전략

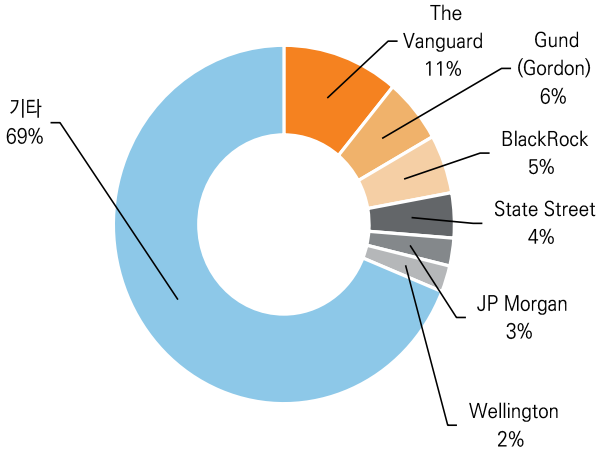
동사는 지난 분기에서 언급한 한 자릿수 중반의 외형성장을 시현하며, 견조한 성장세를 보였다. 아직 전방시장 상황이 급격하게 좋다고 말하기는 어렵지만, 전 지역과 연령에서 안정적인 수요가 발생하고 있다고 한다.

특히 차세대 구강 스캐너인 Lumina 출시로 장비사업이 크게 선전했다. 장비 설치대수와 투명교정 사용량은 상당히 높은 상관관계를 가지기 때문에 긍정적이다. 물론 일부는 기존장비에 대한 교체수요일 수 있으나, 통상 ROI(Return On Investment)를 위해서 투명교정 사용량을 늘리려 노력한다. 또한, 투명교정 내 시장범위를 넓힐 수 있는 IPE 제품 또한 글로벌 판매 가능 지역을 넓혀가고 있는 것도 긍정적이다.

글로벌 경기 불확실성이 높아진 이후 동사의 주가가 부진하나, 투명교정의 장기 성장 스토리는 매력적이다. 교정시장(일반+투명) 침투율은 잠재 교정인구의 4.5%에 불과하다. 투명교정은 교정시장을 확대할 수 있는 수단이며, 동사는 기술력과 브랜드 모두 세계적인 경쟁력을 갖추고 있다. 특히 구강 스캐너, CAD/CAM, 치과용 SW 등 투명교정 가치사슬의 수직계열화를 통해 고객 충성도를 극대화하는 전략도 매우 효과적이다.

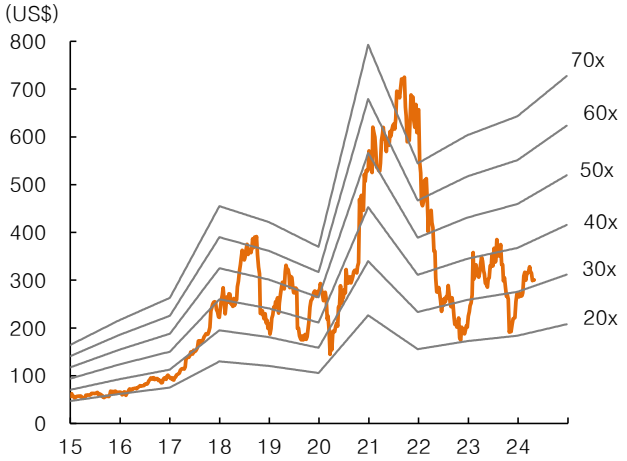
현 주가는 12개월 선행 P/E 31배로 글로벌 Peer(23배) 대비 고평가이나, 지난 3년 평균(44배) 대비 저평가 상태다. 2024년에는 자본지출이 지난 몇 년간에 비해 크게 감소할 예정이다. 이로 인해 2024년 잉여현금흐름이 크게 개선될 가능성이 높은 점도 긍정적이다.

그림 7. 지분율



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 12개월 선행 P/E 밴드 차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. Global Peer Valuation

회사명	시가총액 (십억원)	영업이익률 (%)			P/E (X)			P/S (X)			EV/EBITDA(x)			매출 (십억원)		
		23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F
얼라인 테크놀로지	32,071	16.7	20.6	20.8	49.6	32.6	29.0	6.0	5.7	5.2	25.1	23.9	21.3	5,047	5,643	6,189
슈트라우만 홀딩	32,020	17.0	24.6	25.6	86.6	43.2	35.5	8.8	8.2	7.3	40.0	27.4	23.7	3,509	3,906	4,371
헨리 셰인	12,837	5.0	7.3	7.5	18.7	14.4	13.1	0.8	0.7	0.7	16.1	11.3	10.5	16,123	18,594	19,510
덴츠플라이 시로나	8,635	-2.1	15.2	16.9	20.8	14.7	12.6	1.6	1.6	1.5	36.2	10.9	9.8	5,181	5,524	5,740
Envista	4,721	1.2	15.0	16.0	19.6	14.0	12.4	1.3	1.3	1.3	29.0	9.4	8.5	3,354	3,606	3,760
허페이 메이야	3,124		34.7	35.1	-	19.2	16.7	-	5.9	5.1	-	-	-		530	609
Angel Align	2,253		2.8	6.0	-	121.0	65.7	-	6.8	5.6	-	-	-		328	400
덴티움	1,439	35.2	33.6	34.8	11.6	11.1	9.0	2.9	3.1	2.7	7.9	8.9	7.5	393	461	539
Zimvie	578	-6.8	4.0	7.8	-	147.4	24.8	0.5	0.9	0.9	17.4	-	-	598	602	611
바텍	437	16.6	17.9	18.4	8.5	6.9	6.3	1.1	1.1	1.0	5.7	4.4	4.0	385	414	450
디오	326	13.4	19.6	22.2	92.9	14.2	10.4	1.9	2.0	1.7	13.0	9.8	8.2	156	163	189
레이	202	4.2	12.1	15.0	-	13.5	9.0	1.4	1.2	1.0	28.2	9.6	7.1	146	167	200
전체 평균		**10.0**	**17.3**	**18.9**	**38.5**	**37.7**	**20.4**	**2.6**	**3.2**	**2.8**	**21.9**	**12.9**	**11.2**	**3,489**	**3,328**	**3,547**

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

투명교정 사업

투명교정 사업은 전년 대비 3% 증가한 8.2억 달러를 기록했다. 매출총이익률은 70.9%로 전년 대비 0.8%p 감소했다. 투명교정기 사업은 해외가 전년 대비 5% 성장한 반면, 미국이 전년 대비 3% 성장에 그쳤다. 종합치료용 ASP는 전년 대비 1% 상승한 1,350달러를 기록했다. 24년 1월부터 대부분의 시장에서 일부 투명교정 제품에 대해 약 5% 가격 인상을 단행하였다.

동사의 Invisalign Comprehensive 3 및 3 제품이 북미, EMEA지역에 출시되었고 최근 중국, 한국, 홍콩, 대만에서 출시했다. 해당 솔루션은 치료 종료일로부터 3년 이내에 3개의 추가 얼라이너가 포함된 Invisalign 종합 치료를 의사 고객에게 제공한다. 동사는 더 많은 이연수익을 인식할 수 있게 될 것으로 예상된다.

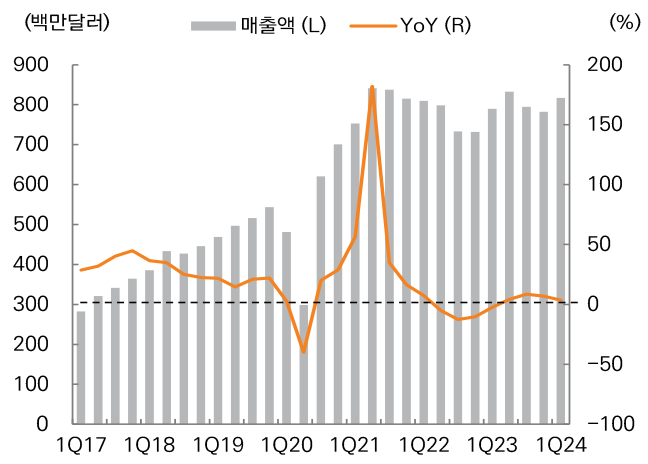
구독(DSP), 리테이너(Vivera) 등 투명교정기 외 사업은 월간 구독기반 프로그램인 DSP의 성장에 힘입어 전년과 유사한 74.3백만 달러를 기록했다.

Invisalign 구개 확장기(IPE 시스템)의 판매가능 지역이 넓어지고 있다. IPE는 성장하는 어린이 및 청소년을 포함해 적용 가능한 환자범위를 확대할 수 있는 장치다. IPE가 적용되는 Phase 1 단계는 모든 교정 치료의 20%를 차지한다. 이로 인해 동사는 모든 치료 단계에 있어 디지털 치료 솔루션을 보유하였다.

Q) 10대 시장에서 IPE의 성장세에 대한 전망은?

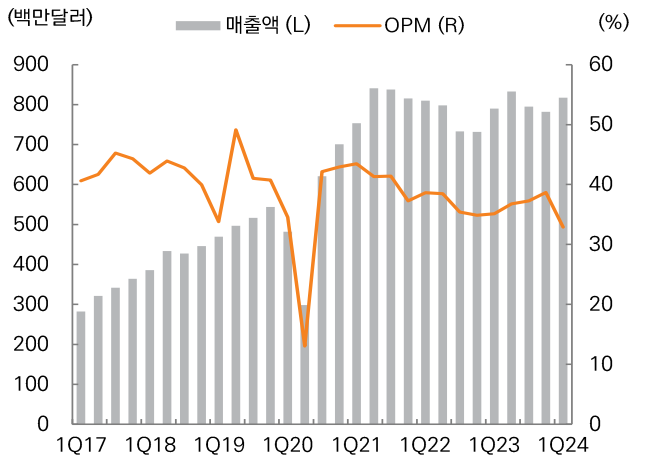
A) Invisalign First와 IPE를 사용하면 교정치료의 Phase 1에 해당하는 교정인구 20%를 치료할 수 있다. Phase 1 치료는 수년동안 교정시장에서 논란이 되어 왔고, 일부 치과 교정의는 Phase 1 치료를 원하지 않는다. 그런데 이것의 가장 큰 이유는 쓸만한 제품이 없었기 때문이라고 생각한다. 우리 제품을 통해 Phase 1 치료에 익숙하지 않은 의사들에게 좋은 도구가 될수 있다고 생각한다. 다만, 어느 분야와 마찬가지로 이것이 시장에 널리 받아들여지기 까지는 시간이 필요하다. 아직은 너무 초기 단계이며, 데이터를 더 확보할 필요가 있다. Invisalign First에서의 경험은 우리는 이들을 추적할 수 있다는 것이고, 실제로 평균 15세였던 Invisalign First 고객은 14세로 어려졌다.

그림 9. 투명교정기 사업 매출 성장률 추이



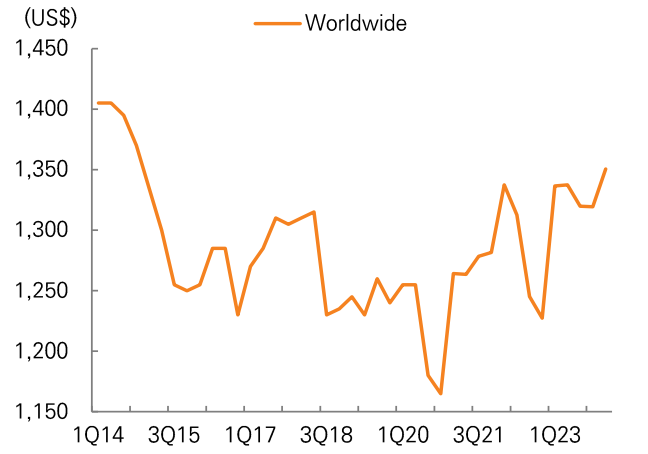
자료: ALGN, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 투명교정기 사업 매출 및 영업이익률 추이



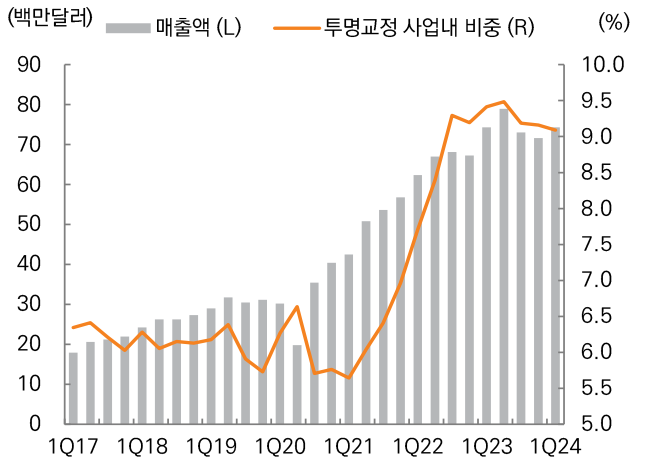
자료: ALGN, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 투명교정기 가격 추이



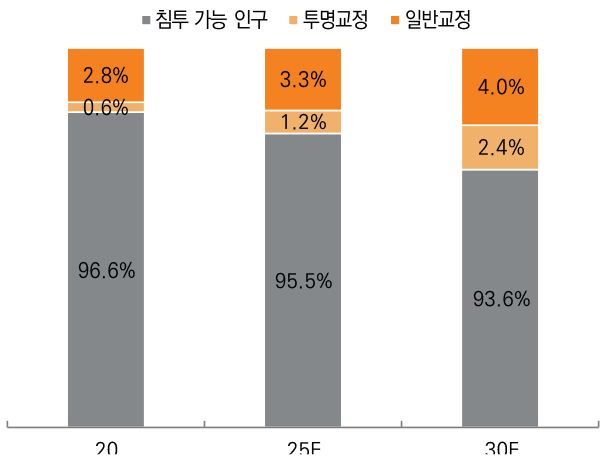
자료: ALGN, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 투명교정 내 Non-Case 사업 매출 비중 추이



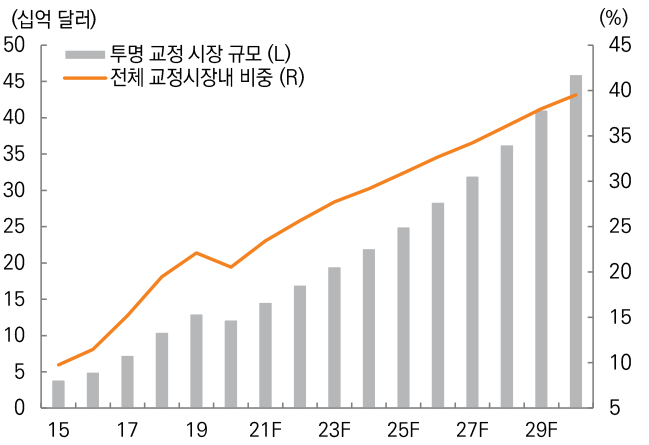
자료: Angel Align, CIC Report, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 잠재 교정 환자의 3% 정도만이 교정치료를 받고 있음



자료: Envista, CIC Report, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 글로벌 투명교정시장 규모 추이



자료: Angel Align, CIC Report, 미래에셋증권 리서치센터

스캐너 및 CAD/CAM

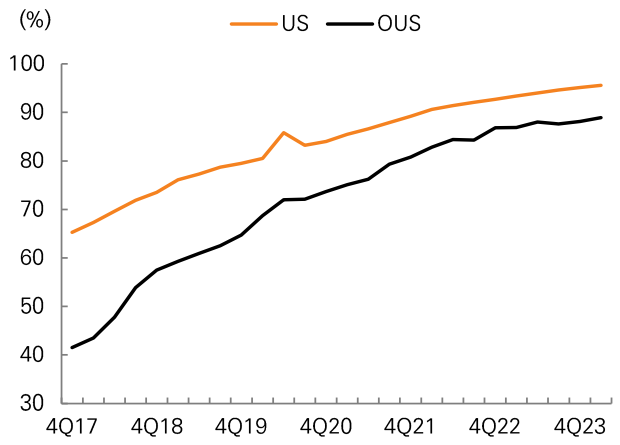
스캐너 및 CAD/CAM 사업부문은 차세대 구강스캐너인 iTero Lumina 출시에 힘입어 전년 대비 17% 증가한 1.8억 달러를 기록했다. 현재 CAD/CAM 사업은 전체 매출의 51%까지 성장했다. 매출총이익률은 65.9%로 전년 대비 4.2%p 증가하였다.

차세대 구강 스캐너인 iTero Lumira는 다중 캡쳐기술을 통해 차별화된 시각화 기능을 제공한다. 기존 스캐너 대비 3배 넓은 FOV와 빠른 스캐닝 속도와 우수한 시각화 기능을 제공한다. 현재 교정치료에 활용될 수 있으며, 4Q24에는 보철치료까지 확대될 것으로 기대된다. 이로 인해 일반의(GP) 시장의 침투율을 높이는데 상당한 기여를 할 수 있을 것으로 보인다.

Q) 2024년 스캐너 및 서비스 사업부문의 성장세는?

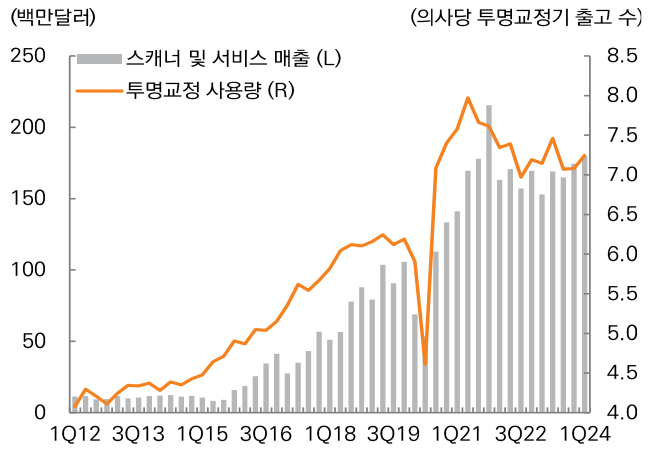
A) 일반적으로 1분기는 직전 4분기보다 매출이 더 높기 어려운데, 이번 분기에 그것을 달성했다. 차세대 구강스캐너인 Lumina에 힘입어 빠른 성장을 볼 수 있을 것 같다. Lumina는 완전히 새로운 형태의 플랫폼이며, 향후 업계 표준이 될 것이라고 생각한다. 지금까지 판매된 구강 스캐너가 10만개인데, 그 중 3분의 1이 5+이다. Lumina로 간편하게 업그레이드할 수 있다. 무료 업그레이드가 아닌 유료 업그레이드로 진행된다

그림 15. 구강스캐너 사용률



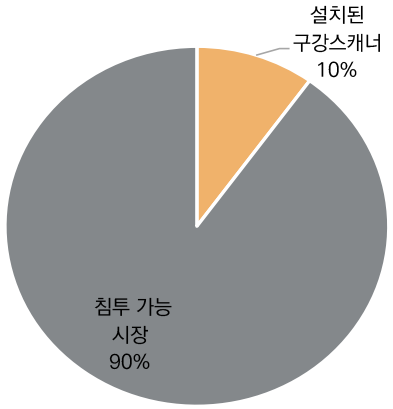
자료: ALGN, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 구강스캐너 및 서비스 매출 vs. 투명교정 사용량 추이



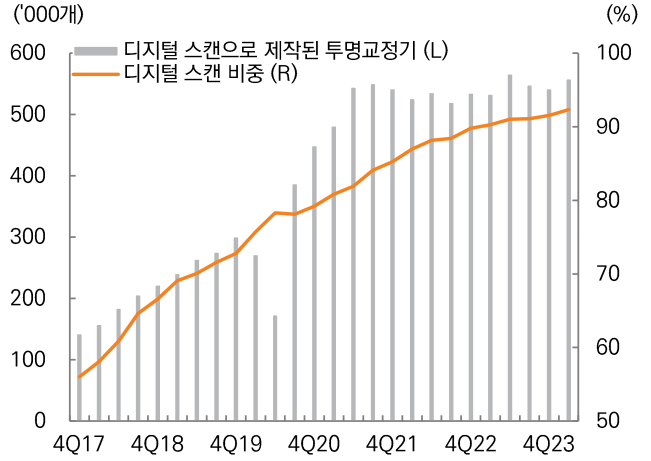
자료: ALGN, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. 시장침투율 10%에 불과한 구강스캐너 시장(2021년)



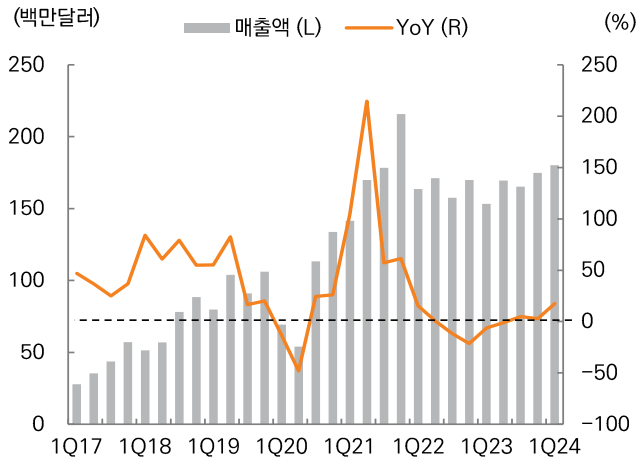
주: 주: 전세계 치과의사 2백만명, 설치된 스캐너 2만대 가정
자료: ALGN, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 투명교정 출고량 및 디지털 스캔 비중 추이



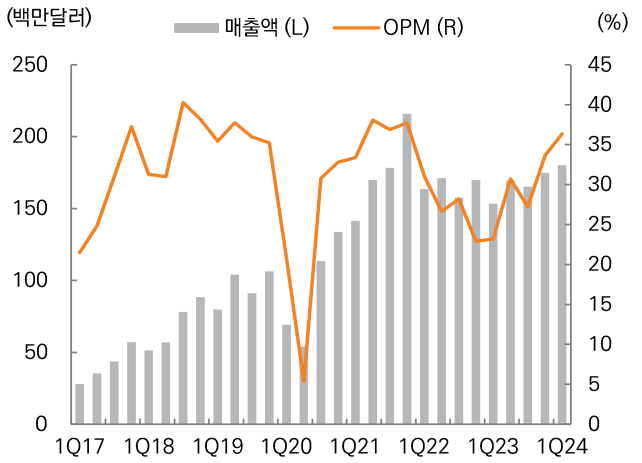
자료: ALGN, 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. 스캐너 및 서비스 사업 매출 성장률 추이



자료: ALGN, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. 스캐너 및 서비스 사업 매출 및 영업이익률 추이



자료: ALGN, 미래에셋증권 리서치센터

투명교정 Shipment

투명교정 출고량은 60.5만건으로 전년 대비 2% 증가했다. 미국 시장은 전년 대비 1% 증가하였고, 해외 시장은 전년 대비 4% 증가했다. 1Q24에 출고된 제품을 받은 의사는 전년 대비 1% 증가한 83,510명으로 증가하였다.

지난 2년간 DSP 프로그램은 지속 증가했으며 1Q24에는 북미지역을 중심으로 전년 대비 49% 이상 증가한 2.3만개(약 전체 출고량의 4%)의 DSP 터치업 케이스를 출하했다.

DSP는 최초의 구독기반 투명교정 프로그램으로 간단한 터치업 케이스(보통 5~10단계 얼라이너 케이스)를 치료하거나 환자에게 우수하고 유연하며 편리한 보유 솔루션을 제공할 수 있는 유연성을 제공한다. 현재 DSP는 미국, 캐나다, 이베리아 및 북유럽, 영국, 이탈리아, 프랑스 및 폴란드 등에서 사용 가능하며, 사용 가능지역을 계속 확장해나갈 계획이다.

지역별 Shipment

미주는 전년 대비 일반의 시장 출고량은 2% 하락하였고, 전문의 시장은 4% 증가했다. EMEA와 APAC은 다소 부진했다.

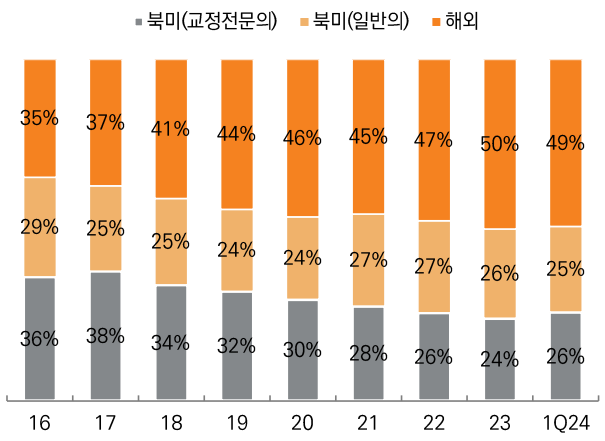
연령별 Shipment

성인향 출고량은 40.6만개로 전년 대비 1% 증가하였으나 청소년향 출고량은 19.9만개로 전년 대비 6% 증가하였다.

Q) 북미 전문의 시장의 성장세가 높았던 이유는?

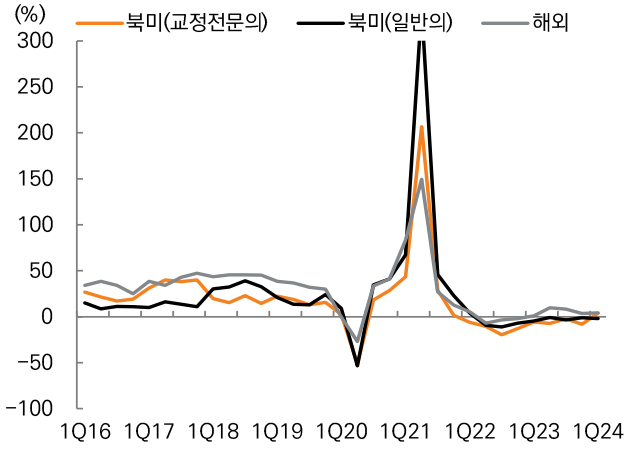
A) 우리는 작년보다 올해 시장에서 더 많은 안정성을 보고 있다. 10대뿐 아니라 성인 시장도 안정적이었다. 우리의 차세대 구강스캐너와 IPE가 도움을 줬다고 생각한다. 그러나 이 시장은 매달 상당히 극적으로 움직이기 때문에 예측에 어려움이 많다. 시장이 좀 더 안정적이었다는 의미지, 극적인 변화가 일어났다고 보지는 않는다.

그림 21. 의사별 투명교정기 출고 비중



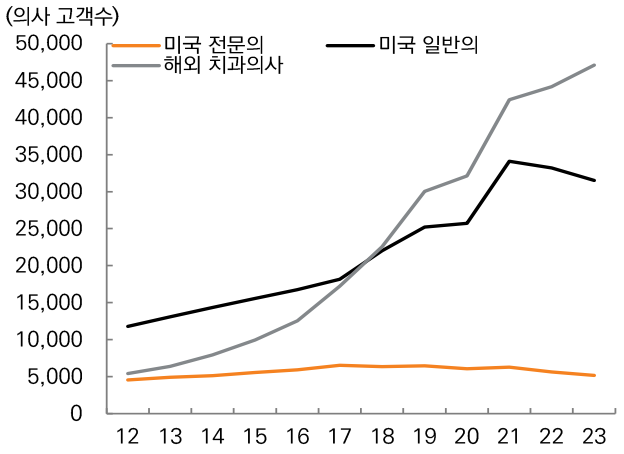
자료: ALGN, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. 의사별 투명교정기 출고 성장률 추이



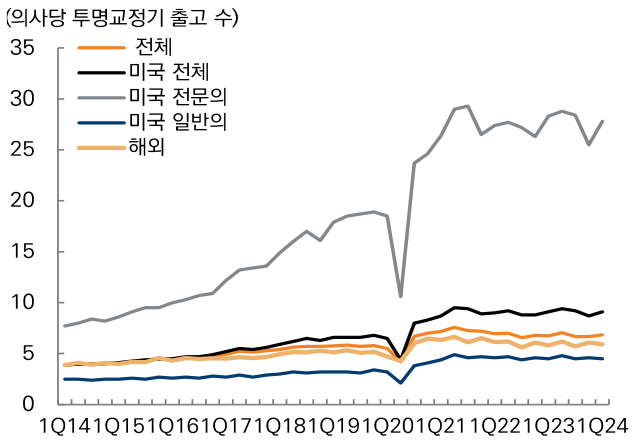
자료: ALGN, 미래에셋증권 리서치센터

그림 23. 의사 고객 수 추이



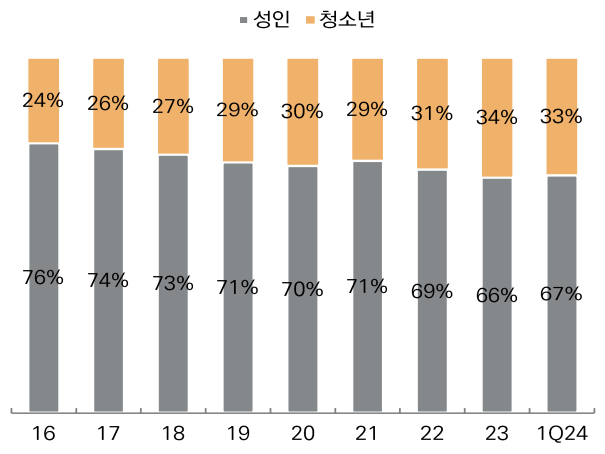
자료: ALGN, 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. 의사별 투명교정기 출고 추이



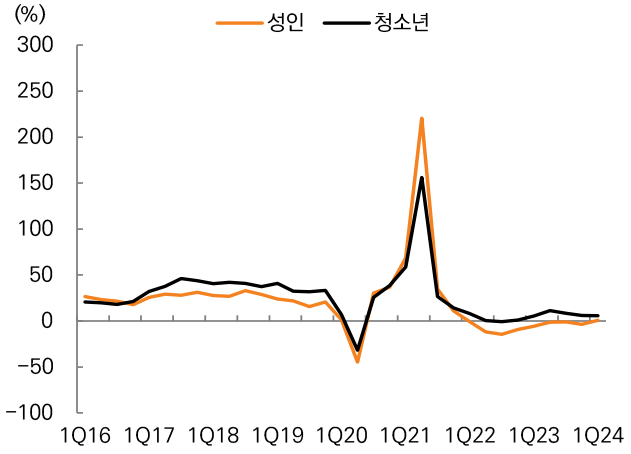
자료: ALGN, 미래에셋증권 리서치센터

그림 25. 연령별 투명교정기 출고 비중



자료: ALGN, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. 연령별 투명교정기 출고 성장률 추이



자료: ALGN, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 본 자료에서 매매를 권유한 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.