

# 의료기기

## 치과용 의료기기 4Q17 Preview

### 4Q17 수익률 Review

4Q17부터 지금까지 치과용 의료기기 업체의 수익률은 대부분 좋았다. 특히 헬스케어 섹터의 부각과 코스닥 활성화 정책이 맞물리며, 실적개선 요인이 있는 저평가주의 수익률이 좋았다.

지속적인 주가하락에 의해 역사적 저점수준까지 하락했던 바텍(43.2%)의 수익률이 가장 좋았고, 그 뒤를 디오(35.7%)가 이었다. 덴티움은 상장이후 지속적인 Re-rating이 진행 중이지만 여전히 저평가 매력에 부각되며 28.8%의 높은 증가상승을 기록했다. 다만, 오스템임플란트는 3Q17 실적발표 이후 비용 부담이 부각되며, -10.2%의 부진한 수익률을 기록했다.

### Top-pick: 덴티움 제시

의료기기 섹터 중 치과용 의료기기에 대한 비중확대를 유지한다. 의료기기 섹터는 제약/바이오 섹터와 달리 파이프라인 가치가 반영되기 힘든 특성상, 실적의 안정성이 중요하다. 그러한 점에서 체외진단, 영상진단 업체 등이 실적 및 추가모멘텀 부재로 부진하는 것과 달리, 치과용 의료기기는 소모재 성격을 띄며 꾸준하고 건조한 외형확대가 가능하기 때문이다.

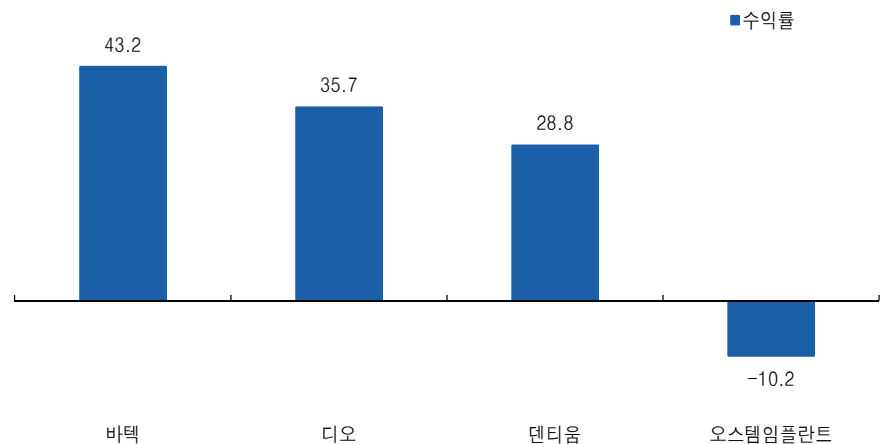
세계에서 가장 성숙한 치과시장인 국내 시장 성장률은 다소 정체 국면이지만, 해외 시장을 중심으로 외형확대가 진행되고 있다. 가장 치열한 국내 시장에서 경쟁하는 과정에서 높은 품질을 갖추었을 뿐 아니라, 글로벌 기업대비 가격경쟁력이 있기 때문이다.

치과용 의료기기 관련 최선호주로 덴티움을 제시한다. 덴티움(145720/매수/ TP 87,000원)은 현재 주가가 12개월 Fwd PER 기준 20.3배 수준(글로벌 Peer 평균 28.3배)으로 치과용 임플란트 업체 중에서 가장 밸류에이션 매력이 높다. 동사의 높은 이익률(17~19년 평균 27.4%) 및 성장성(3년 CAGR 매출액 성장률 22.2%)을 고려할 때, 작년에 이어 2018년에도 Re-rating이 진행될 가능성이 높다는 판단이다.

바텍(043150/매수/TP 47,000원)과 디오(039840/매수/TP 51,000원)도 관심을 가질만 하다. 바텍은 브랜드 강화 전략을 활용하여 선진국 시장 지배력을 확대해나갈 것으로 예상된다. 디오는 2017년 실적 기저효과로 건조한 성장을 달성할 것으로 전망된다.

오스템임플란트(048260/Trading Buy/ TP 72,000원)는 비용부담이 지속되며, 실적개선 속도가 예상보다 둔화될 것으로 전망된다. 다만, 2018년 비용증가는 장기적인 관점에서 미래성장 동력 확보를 위한 투자라는 점과 아시아 시장 지배력이 여전하다는 점은 긍정적인 요인이다.

### 3Q17 이후 치과용 의료기기 업체 수익률



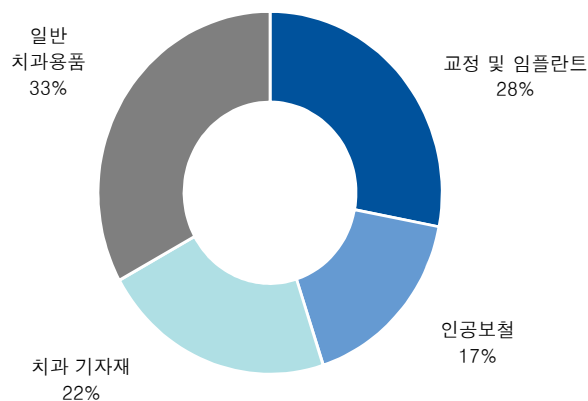
# 글로벌 메가 트렌드: Total Solution Provider

## 영역확장 지속

치과 시장의 글로벌 트렌드는 Total Solution Provider다. 즉, 치과 개원 및 진료에 필요한 대부분의 장비를 최대한 많이 취급하는 것이 관건이다. 치과시장은 크게 인공보철(17%), 교정 및 임플란트(28%), 치과기자재(22%), 일반용품(33%) 등으로 구분할 수 있다. 한 영역에 특화되는 것보다 영역을 넓힘으로써 침투 가능 시장 규모가 커지고, 이를 통해 규모의 경제가 생겨 특정 영역에 특화된 기업보다 경쟁력이 생길 수 있기 때문이다.

대부분의 글로벌 기업들은 M&A를 통해 자신에게 부족한 영역을 확보하는 전략을 활용한다. 국내 임플란트 기업들도 최근 장비영역으로 확대가 활발하다. 오스템임플란트, 덴티움은 연구개발을 통해 내재화하려는 전략을 사용하고 있고, 디오는 국내 혹은 외국기업과의 제휴를 통해 부족한 영역을 확보하는 전략을 사용하고 있다.

그림 1. 치과시장의 분류: 전체 26조 시장



자료: Straumann, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 주요 글로벌 기업의 치과 밸류체인 확보 현황

업체명	진단		수술 계획	가공 및 제작			치료			
	3D 구강 스캐너	CBCT	디지털 수술 계획	Chair-side CAD/CAM	Lab-side CAD/CAM	3D 프린터	생체재료	임플란트	투명교정	일반교정
Straumann	0		0	0	0	0	0	0	0	
Danaher	△	0	0	0	0		0	0	△	0
Dentsply Sirona	0	0	0	0	0	△	0	0	0	0
Henry Schein	0	0	0	0	0	△	0	0		0
Align Technology	0								0	
Zimmer Biomet			0		0		0	0		
3M ESPE	0				0			△		0
Planmeca	0	0		0	0	0				0
오스템임플란트	2020	0	0	2020	2020	2020	0	0	0	0
덴티움	2019	0	0	0	0		0	0		
디오	0(상품)		0	0(상품)	0(상품)	0(상품)		0		0
바텍	2018	0		0(상품)	0(상품)					

자료: Straumann, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 스트라우만 그룹의 주요 기업

사업영역	회계 인식	연도	회사명	국가	회사현황	지분율	유통 플랫폼
임플란트 및 보철	연결	2012	Neodent	브라질	브라질 1위 업체	100%	Instradent
		2013	Medentika	독일	독일 직접 판매, 기타지역 대리점 판매	51%	Instradent
		2016	Eqinox	인도	인도 3위 업체	100%	Instradent
	지분법	2015	T-plus	대만	주로 대만 및 중국시장이 주력	49%	Instradent
		2016	Zinedent	터키	JV 설립	50%	Instradent
		2016	Anthogyr	프랑스	중국 사업 경영권 보유	30%	Instradent
		2014	Rodo Medical	미국	보철 전문	12%	
		2015	Valoc	스위스	임플란트 틀니	49%	
		2017	Maxon Dental	독일	세라믹 임플란트 개발 업체	49%(JV)	
	파트너십	2014	Botiss Biomaterials	독일	유럽 생체재료 시장 2위 기업	독점 유통권(서유럽, 중부 유럽 및 미국) 기술이전 기술 공유	
			NiBEC	한국	펩타이드		
			GENOSS	한국	골이식재		
교정	연결	2017	ClearCorrect	미국	투명 교정 전문	100%	
	지분법	2017	Geniova	스페인	교정 전문	38%	
디지털 덴티스트리	연결	2007	Etkon	독일	CAD/CAM 및 보철	100%	
		2011	Dental Wings	캐나다	CAD 소프트웨어 및 3D 구강 스캐너	100%	
	지분법	2017	Rapid Shape	독일	3D 프린터	35%	
		2013	Createch medical	스페인	CAD/CAM 및 보철	30%	
		2016	V2R Biomedical	캐나다	디지털 임플란트 시술 솔루션	30%	
	파트너십	2015	Amann Girrbach	오스트리아	CAD/CAM	유통망 제공 유통망 제공 및 OEM	
			3shape	덴마크	Straumann		

자료: 스트라우만, 미래에셋대우 리서치센터

# 내수시장의 변화: 하반기 임플란트 보험 정책 변화

## 1. 임플란트 보험 정책 변화

현재 우리나라 임플란트 관련 보험의 주요 내용은 ① 65세이상 어르신, ② 평생 2대, ③ 본인부담금 50%로 요약될 수 있다. 다만, 치아가 하나도 없으신 무치악 어르신의 경우, 임플란트 2개를 하는 것 자체가 의미가 없어 대상에서 제외된다.

2014년 7월부터 시행된 임플란트 보험 제도는 매년 순차적으로 대상자가 5년씩 확대되어 왔다. (2014년 7월 75세 이상 어르신, 2015년 7월 70세 이상 어르신, 2016년 7월 75세 이상 어르신). 2018년 7월 시행될 보험제도는 대상연령과 대상갯수에는 변동이 없고 본인부담금이 기존 50%에서 30%로 축소되는 것이 골자이다. 이로 인해 기존 약 60만원 정도 었던 임플란트 비용이 약 36만원으로 하락하게 된다(표. 4 참조).

임플란트 보험 혜택은 전체 치료비가 아니라, 보험 수가를 기준으로 한다. 따라서 65세 이하의 어떤 사람이 100만원에 치료받았으니, 65세 이상은 50만원에 치료를 받을 수 있는 개념이 아니다. 보험 수가는 크게 의사의 치료행위와 재료비로 구성된다(표. 3 참조). 치료행위는 일종의 고정비이고, 재료비는 업체와 제품에 따라 다양하다(표. 5 참조).

재료비는 보통 고정체와 지대주를 의미하는데, 종류별로 환자의 재정상태와 치아상태에 따라 조합할 수 있다. 재료비는 85,640원~ 189,270원이다. 통상적으로 본인 부담금 60만원이라고 하는 것은 재료비 평균치인 137,455원으로 보험수가를 계산한 것이다. 임플란트를 어떤 것으로 선택했느냐에 따라 본인부담금은 달라 질 수 있다.

표 3. 보험 수가의 구성

항목	금액 (원)비고
치료행위료	1,055,720
재료비	137,455(고정체 + 지대주)의 평균 재료비
총합	1,193,175

자료: 국민건강보험공단, 미래에셋대우 리서치센터

표 4. 치과용 임플란트 연도별 정책 정리

시행 일자	연령대	대상 인구수	본인 부담금 비율	본인 부담금
2014-07-01	+75	2,507,645	50%	622,840
2015-07-01	+70	4,435,537	50%	622,840
2016-07-01	+65	6,762,842	50%	596,588 (재료비 상한선 40% 삭감 영향)
2018-07-01	+65	7,380,510	30%	357,953

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 5. 임플란트 재료비

종류	세부 종류	가격 (원)
고정체	RBM	57,410
	SLA	78,180
	HA	137,770
	Anodizing	75,580
지대주	일체형(Straight)	28,230~28,800
	일체형(Angled)	31,200~35,260
	분리형(Straight)	42,850
	분리형(Angled)	51,500

자료: 국민건강보험공단, 미래에셋대우 리서치센터

2014년 보험 정책 적용후 통계를 살펴보면, 보험 적용 시술자는 보험적용 대상 인구의 6%수준으로 추정되며, 일인당 1.5~1.6개의 임플란트를 보험 적용받아 식립하였다. 보통 1개 이상의 영구치를 손실한 비중이 55~64세 이상 인구는 68%에 달하지만, 실제 임플란트 시술비중은 0.2~0.6% 수준으로 알려진(그림. 2 참조) 점을 고려할 때 보험효과가 상당히 큰 것으로 해석된다.

2018년 보험정책 변화의 핵심은 연령확대가 아닌 부담금 축소로, 보험정책 변화에 의한 정량적 효과를 계산하기가 쉽지 않다. 임플란트 시술을 결심하는 확률이 얼마나 높아질 수 있느냐를 계산하기 어렵기 때문이다.

당사는 임플란트 시술을 받는 비중이 지금보다 같거나 낮아질 확률보다는 높아질 확률이 클 것으로 보인다. 임플란트 정책변화시 기존보다 24~48만원이 저렴해진다. 따라서 ① 보통 어르신인 경우 임플란트를 2개이상 하셔야하는 경우가 많아, 수술 계획시 비용 부담이 줄어들 수 있고, ② 기존에 가격민감도가 크셨던 어르신들이 임플란트 시술을 결심하실 가능성이 있기 때문이다. 다만, 대상 인구수가 확대되는 것이 아닌만큼 과도한 기대감은 지양해야 한다.

시장 선도 업체들의 수혜가 클 것으로 예상되며, 디지털 임플란트 업체의 수혜도 예상된다.

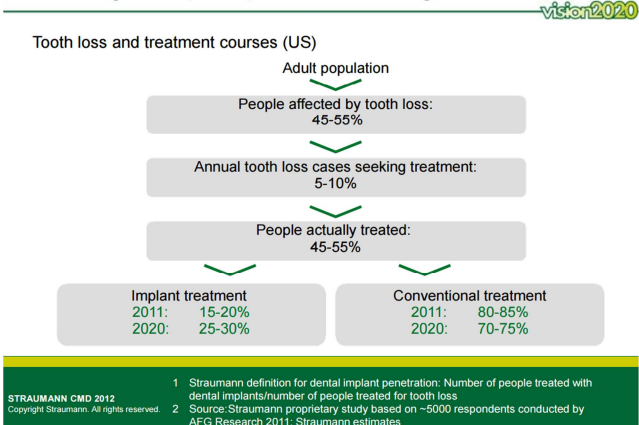
표 6. 임플란트 보험 관련 통계

항목	14	15	16	17. 5월
65+ 인구수 (명)	6,385,559	6,541,168	6,762,842	7,075,518
70+ 인구수 (명)	4,359,372	4,435,537	4,550,390	4,786,262
75+ 인구수 (명)	2,630,266	2,655,993	2,819,615	3,027,459
임플란트 보험 적용 대상 (명)	2,630,266	4,435,537	6,762,842	7,075,518
보험적용 시술환자 (명)	30,379	145,682	343,558	234,984
보험 이용률	1.2%	3.3%	5.1%	3.3%
보험 적용 임플란트 수	49,415	232,157	535,114	358,742
일인당 보험 적용 임플란트 식립수	1.6	1.6	1.6	1.5
총 진료금액(십억원)	21.5	103.4	243.0	166.7
1인당 진료 금액(원)	708,936	709,705	707,220	709,380

자료: 보건의료빅데이터개발시스템, 미래에셋대우 리서치센터

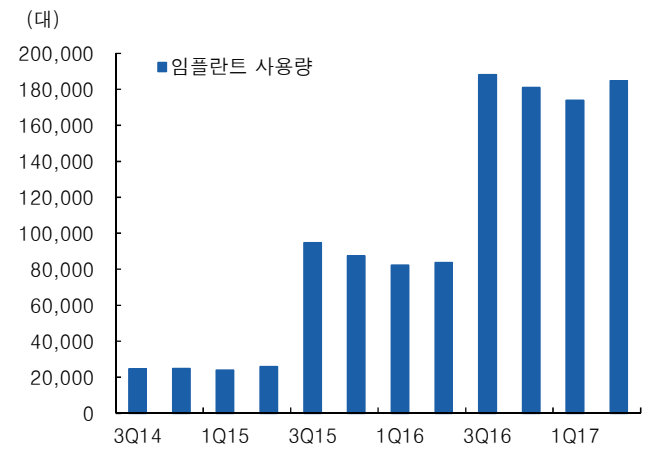
그림 2. 임플란트 시술확률: 0.2%~0.6%

US example: implant penetration rising to 25-30%



자료: straumann, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 보험 적용 임플란트 사용량 추이



주: 2017년 5월까지 집계

자료: 보건의료빅데이터개발시스템, 미래에셋대우 리서치센터

## 치과용 의료기기 비교

표 7. Global Peer valuation: 치과용 의료기기

회사명	시가총액 (십억원)	영업이익률 (%)			PER (배)			PBR (배)			ROE (%)			EV/EBITDA (배)		
		16	17F	18F	16	17F	18F	16	17F	18F	16	17F	18F	16	17F	18F
스트라우만	12,844	24.8	25.6	26.2	47.4	47.0	39.3	17.5	11.7	9.6	34.1	31.6	28.4	30.7	35.7	29.9
짐머 바이오메트 홀딩스	26,953	10.7	30.8	30.3	21.3	15.5	15.2	2.4	2.4	2.2	6.4	16.2	15.1	16.2	12.0	11.9
덴츠플라이 시로나	15,021	12.1	20.0	20.7	28.0	23.0	21.2	1.9	1.9	1.9	-10.0	-3.3	7.0	-	16.7	15.6
헨리 세인	12,804	6.7	6.9	7.0	21.4	21.2	18.6	4.0	3.7	3.3	18.8	18.9	19.1	14.8	13.6	12.7
얼라인 테크놀로지	23,330	23.1	23.7	24.7	82.5	74.2	61.5	18.5	17.7	14.9	25.0	27.1	27.0	41.0	55.9	44.0
다나허	74,333	16.3	19.4	20.1	31.9	25.0	23.0	2.7	2.6	2.4	9.8	11.6	11.2	17.4	18.8	17.3
오스템임플란트	896	9.9	8.0	10.1	36.9	59.5	30.4	6.7	5.9	5.2	22.1	13.6	22.4	22.1	20.1	15.5
디오	625	30.7	26.6	27.8	29.3	36.8	24.7	5.0	3.9	3.7	22.2	15.1	19.4	20.6	17.8	14.6
덴티움	788	24.2	26.7	27.8	-	25.2	20.8	-	3.8	3.5	33.7	26.8	20.7	-	15.2	12.3
전체 평균		17.6	20.9	21.6	37.3	36.4	28.3	7.3	6.0	5.2	18.0	17.5	18.9	23.3	22.9	19.3

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

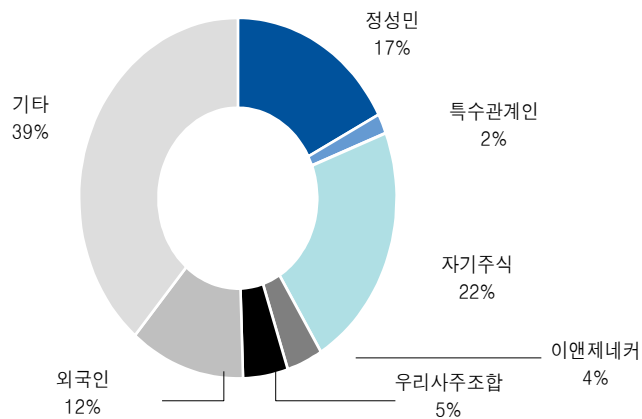
표 8. 임플란트 업체 비교

(십억원)

2016				3Q17			
항목	디오	오스템임플란트	덴티움	항목	디오	오스템임플란트	덴티움
매출	90.1	344.6	120	매출	69.3	294.1	111
YoY	22.4%	24.1%	25.7%	YoY	-0.8%	26.1%	28.0%
내수	49	179.2	48.8	내수	32.6	141.8	39.6
매출 대비 비중	54.4%	52.0%	40.7%	매출 대비 비중	47.0%	48.2%	35.7%
수출	41.1	165.4	71.2	수출	36.7	152.3	71.4
매출 대비 비중	45.6%	48.0%	59.3%	매출 대비 비중	53.0%	51.8%	64.3%
임플란트	67.3	168.8	106.9	임플란트	60.8	140.3	97.4
YoY	41.1%	18.9%	25.3%	YoY	23.0%	19.8%	26.5%
매출 대비 비중	74.7%	49.0%	89.1%	매출 대비 비중	87.7%	47.7%	87.7%
내수	30.7	103.7	43.5	내수	27.8	78.1	37.3
임플란트 매출 비중	45.6%	61.4%	40.7%	임플란트 매출 비중	45.7%	55.7%	38.3%
수출	36.6	65.2	63.4	수출	33.0	62.2	60.1
임플란트 매출 비중	54.4%	38.6%	59.3%	임플란트 매출 비중	54.3%	44.3%	61.7%
제품	65.3	269.7	111.1	제품	60.8	231.3	103.9
매출 대비 비중	72.5%	78.3%	92.6%	매출 대비 비중	87.7%	78.6%	93.6%
중국	8.5	54.3	33.5	중국	3.5	49.7	33.0
매출 대비 비중	9.4%	15.8%	27.9%	매출 대비 비중	5.1%	16.9%	29.7%
해외 매출 내 비중	20.7%	32.8%	47.1%	해외 매출 내 비중	9.5%	32.6%	46.2%
매출원가	30.8	141.1	36.7	매출원가	19.5	120.8	33.2
매출 대비 비중	34.2%	40.9%	30.6%	매출 대비 비중	28.1%	41.1%	29.9%
판관비	31.7	169.2	54.8	판관비	29.8	151.3	47.8
매출 대비 비중	35.2%	49.1%	45.7%	매출 대비 비중	43.0%	51.4%	43.1%
영업이익	31.7	34.2	28.5	영업이익	20.0	22.0	30.0
매출 대비 비중	35.2%	9.9%	23.8%	매출 대비 비중	28.9%	7.5%	27.0%
경상개발비	2.4	22.0	6.9	경상개발비	2.1	19.9	5.7
매출 대비 비중	2.6%	6.4%	5.8%	매출 대비 비중	3.1%	6.8%	5.2%
PER	30.3	36.9	-	PER	24.3	30.1	20.3
외국인 지분율	24.6%	49.0%	-	외국인 지분율	23.1%	46.5%	11.7%
영업전략	JV 전략	직판 전략	직판 +딜러	영업전략	JV 전략	직판 전략	직판 +딜러
인력	593	2,379	600	인력	641	2,850	635

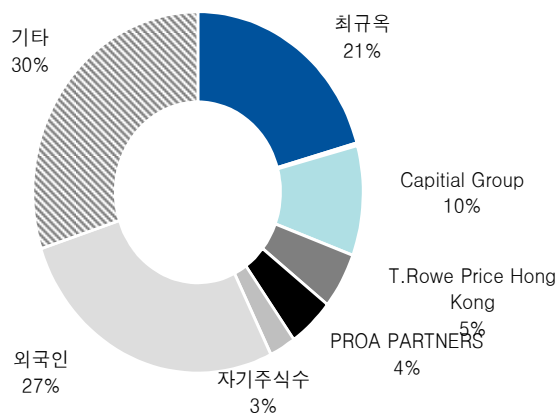
자료: 각사, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 덴티움 지분율



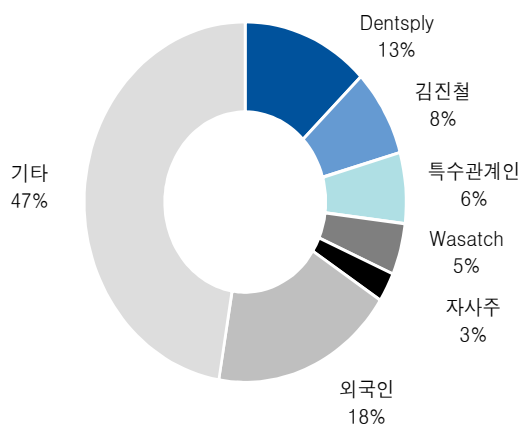
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 오스템 임플란트 지분율



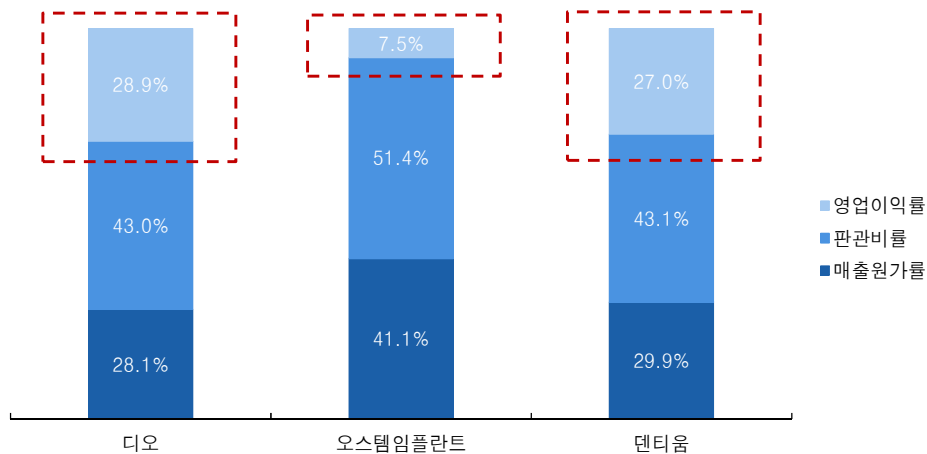
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 디오 지분율



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 임플란트 업체별 마진 구조(3Q17 기준)



자료: 각사, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 오스템임플란트의 지역별 매출비중

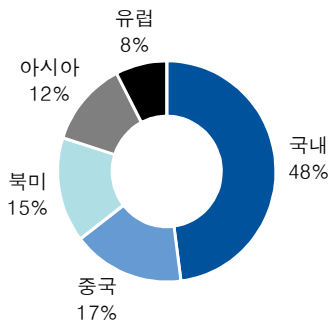


그림 9. 디오의 지역별 매출비중

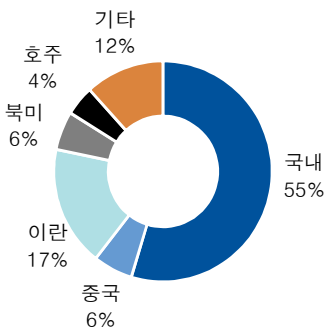
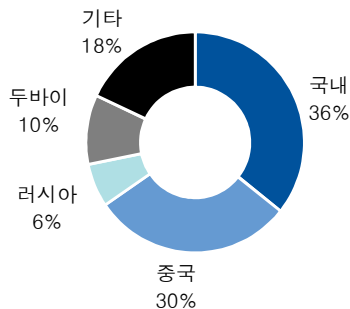


그림 10. 덴티움의 지역별 매출비중



주: 1H17 기준  
자료: 각사, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. 오스템임플란트 사업부문별 매출 비중

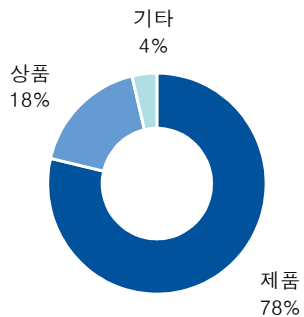


그림 12. 디오 사업부문별 매출 비중

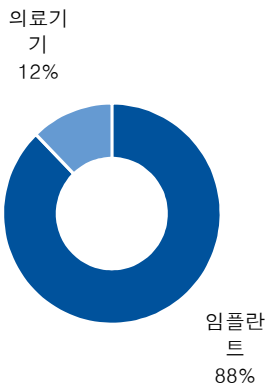
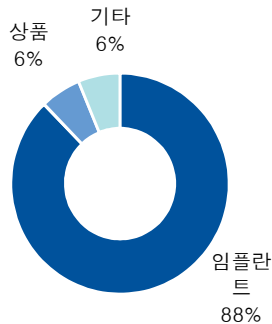


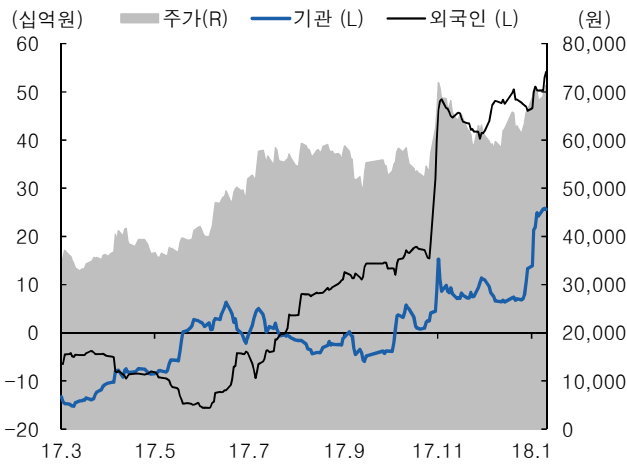
그림 13. 덴티움 사업부문별 매출 비중



자료: 각사, 미래에셋대우 리서치센터

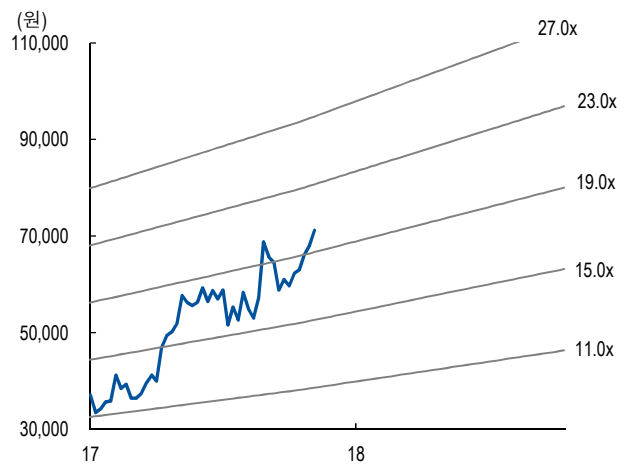


그림 14. 덴티움 기관 및 외국인 순매수량 vs. 주가 추이



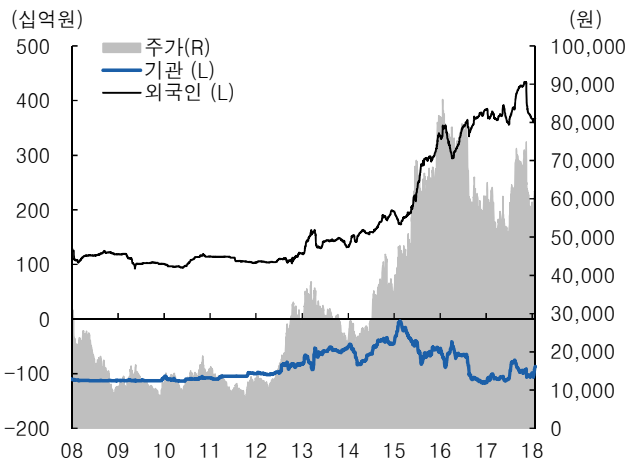
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. 덴티움 PER band chart



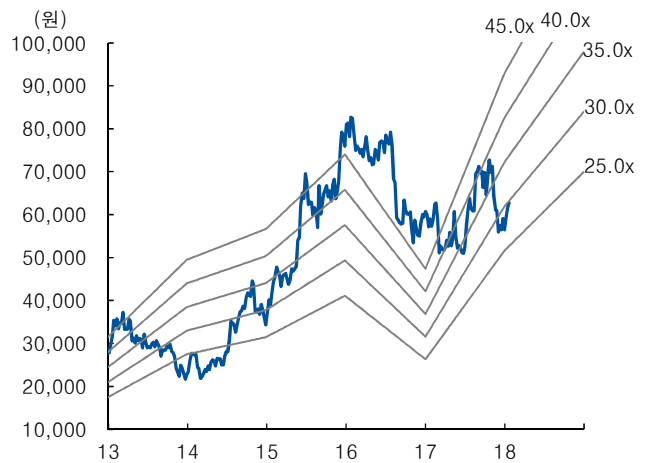
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 16. 오스템 임플란트 기관 및 외국인 순매수량 vs. 주가 추이



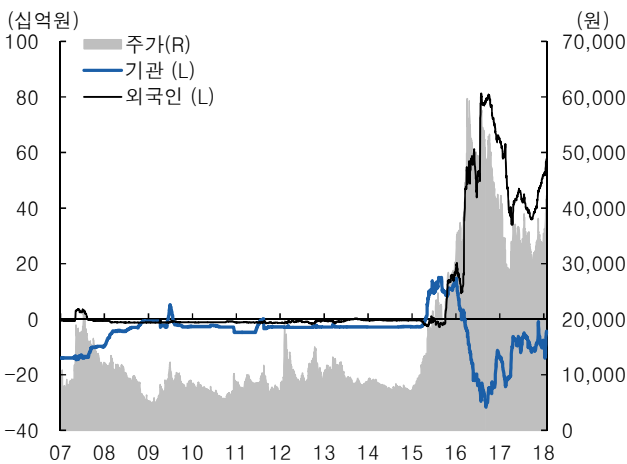
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 17. 오스템 임플란트 PER band chart



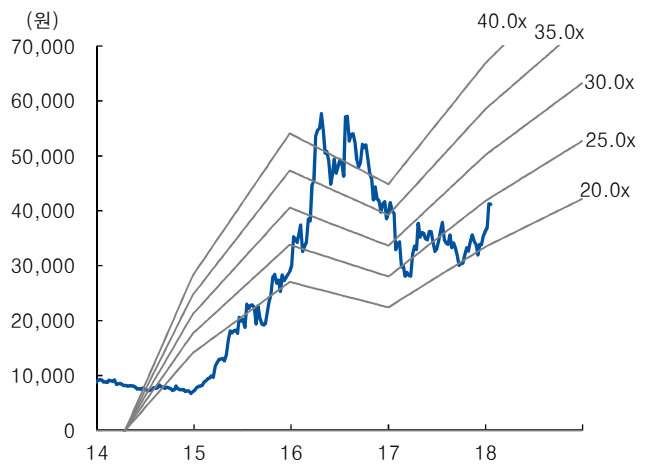
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 18. 디오 기관 및 외국인 순매수량 vs. 주가 추이



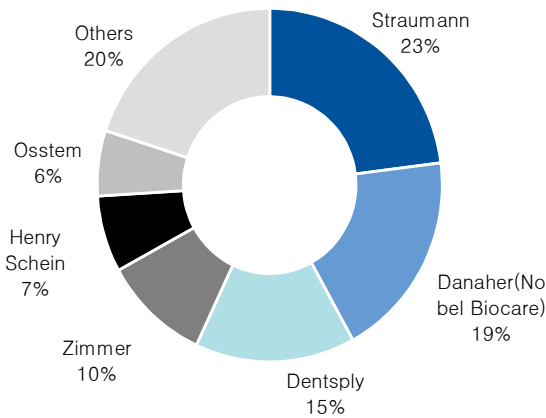
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 19. 디오 PER band chart



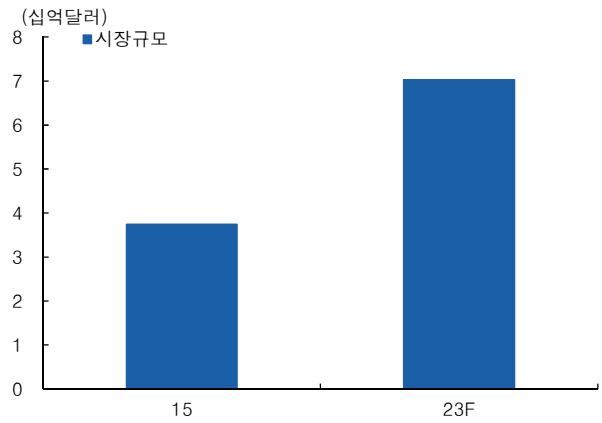
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 20. 세계 시장 점유율



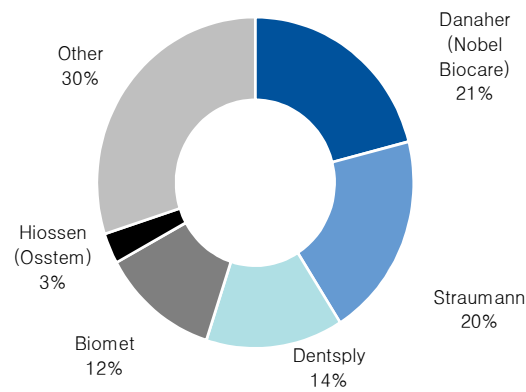
자료: Straumann, 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 21. 세계 임플란트 시장(CAGR 8.2%)



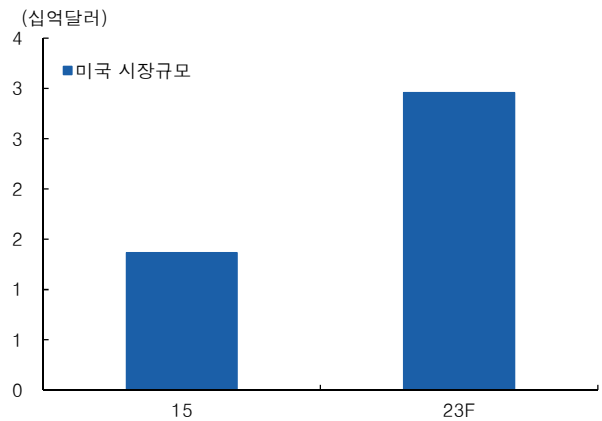
자료: MRG, 미래에셋대우 리서치센터

그림 22. 미국시장 점유율



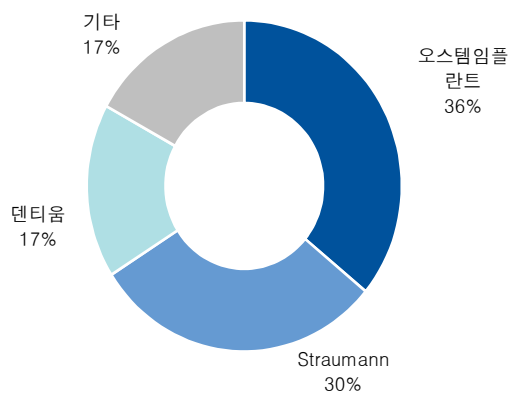
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 23. 미국 임플란트 시장(CAGR 10.2%)



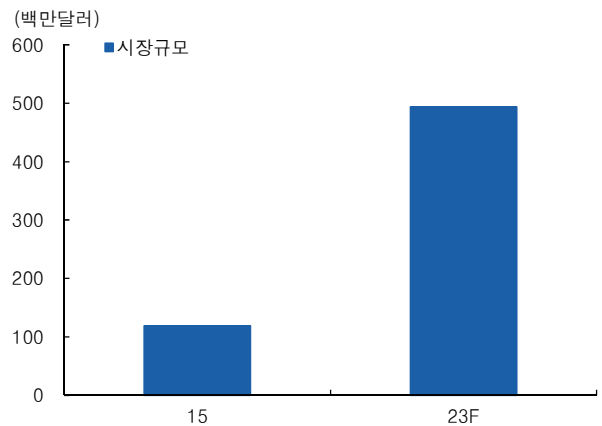
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 24. 중국 시장 점유율



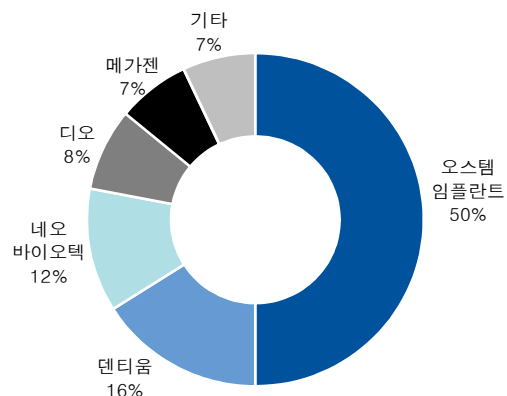
자료: 오스템임플란트, 덴티웁, 미래에셋대우 리서치센터

그림 25. 중국 임플란트 시장(CAGR 19.5%)



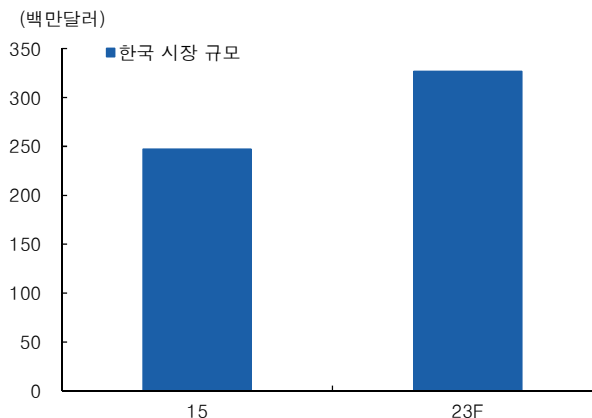
자료: MRG, 미래에셋대우 리서치센터

그림 26. 국내 임플란트 시장 점유율



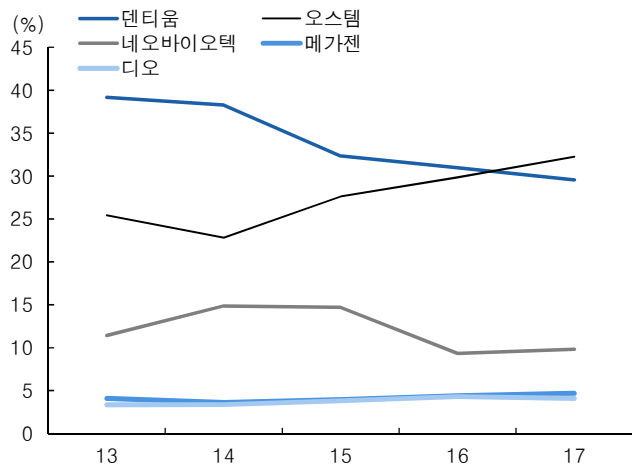
자료: 한국보건산업진흥원, 미래에셋대우 리서치센터

그림 27. 국내 임플란트 시장 규모 추이 (CAGR 3.5%)



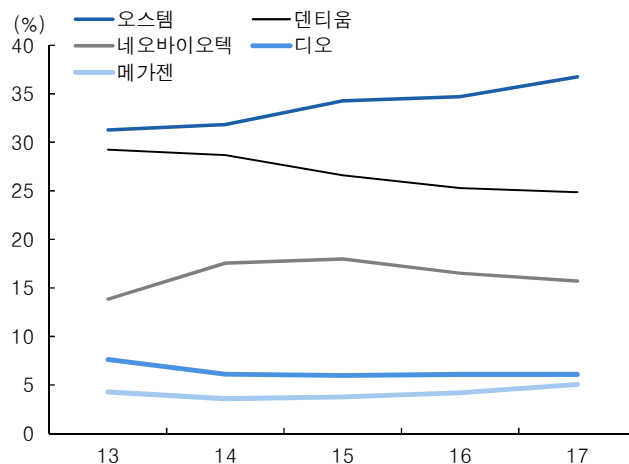
자료: MRG, 미래에셋대우 리서치센터

그림 28. 치과 의사들이 가장 선호하는 브랜드



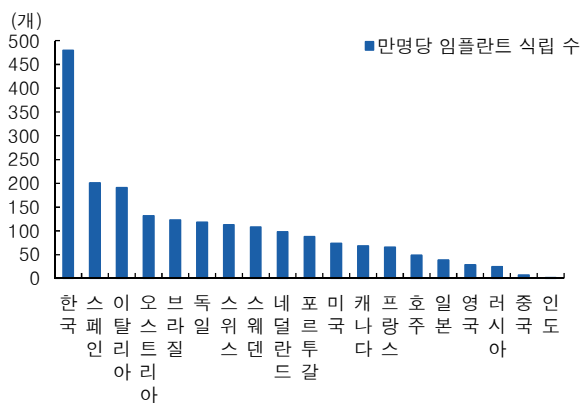
자료: 덴트포도, 미래에셋대우 리서치센터

그림 29. 치과 의사들이 가장 많이 사용하는 브랜드



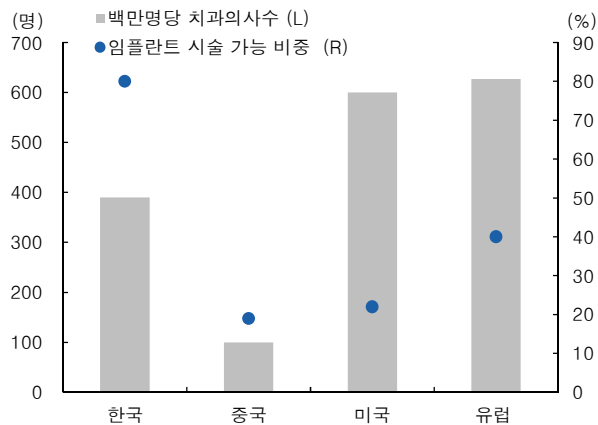
자료: 덴트포도, 미래에셋대우 리서치센터

그림 30. 인구 만명당 임플란트 식립 수



자료: MRG, Straumann, 미래에셋대우 리서치센터

그림 31. 글로벌 치과 의사수 vs. 임플란트 시술 가능 비중



자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

## Top Picks 및 관심종목

### 덴티움 (145720/매수) 2018년도 역시 Re-rating

- 4Q17 Preview: 시장기대치 부합하는 실적 예상
- 2018년 해외시장 영역확대 가속화
- 투자의견 매수 유지하며, 목표주가 87,000원으로 상향

### 디오 (039840/매수) 기저효과에 의한 실적개선의 해

- 4Q17 Preview: 시장기대치 하회하는 실적 예상
- Digital 치료 포트폴리오 확대 지속
- 투자의견 매수유지하며, 목표주가 51,000원으로 상향

### 오스템임플란트 (048260/Trading Buy) 외형성장은 견조하지만, 비용부담 지속될 듯

- 4Q17 Preview: 시장기대치 하회하는 실적 예상
- 외형성장은 견조하지만, 여전한 비용 부담
- 투자의견 Trading Buy 유지하며, 목표주가 72,000원으로 하향

### 바텍 (043150/매수) 글로벌 1위가 눈 앞에 보인다

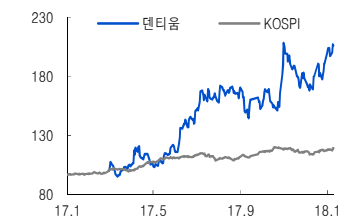
- 4Q17 Preview: 시장기대치 상회하는 실적 예상
- 북미지역 중심 고성장세 지속, 중국지역 경쟁력 강화가 실적 상향 변수
- 투자의견 매수 유지하며, 목표주가 47,000원으로 상향

## 덴티움 (145720)

### 2018년도 역시 Re-rating

#### 건강관리장비

투자의견(유지)	매수
목표주가(12M,상향)	▲ 87,000원
현재주가(18/01/24)	71,200원
상승여력	22%
영업이익(17F,십억원)	40
Consensus 영업이익(17F,십억원)	40
EPS 성장률(17F,%)	57.9
MKT EPS 성장률(17F,%)	45.8
P/E(17F,x)	22.1
MKT P/E(17F,x)	10.3
KOSPI	2,538.00
시가총액(십억원)	788
발행주식수(백만주)	11
유동주식비율(%)	54.8
외국인 보유비중(%)	11.9
베타(12M) 일간수익률	0.43
52주 최저가(원)	32,800
52주 최고가(원)	71,900
주가상승률(%)	1개월 19.3 6개월 23.0 12개월 0.0
절대주가	14.7 18.8 0.0
상대주가	



[헬스케어장비/IT소물캡]

김충현, CFA  
02-3774-1740  
choonghyun.kim@miraeasset.com

#### 4Q17 Preview: 시장 기대치 부합하는 실적 예상

동사의 4Q17 매출액은 392억원(20.8% YoY)으로 시장 기대치와 유사할 것으로 기대된다. 해외매출액이 전년동기대비 29.3% YoY 성장하며 외형성장을 견인할 것으로 보인다. 주력시장인 중국은 20.4% YoY 성장을 기록할 것으로 전망된다. 내수 매출액은 127억원(6.3% YoY)을 기록할 것으로 예상된다. 영업이익은 103억원(185.4% YoY)로 시장기대치에 부합하면서 26.3%의 높은 영업이익률을 기록할 것으로 보인다.

#### 2018년, 해외시장 영역확대 가속화

1) 중국 중심의 해외시장 고성장세 지속: 10년 이상의 장기 임상데이터를 바탕으로 한 해외시장의 고성장세는 2018년(27.6% YoY)에도 이어질 것으로 전망된다.

① 매출 성장은 주력시장인 중국이 주도할 것으로 보인다. 동사는 중국 시장 3위 기업으로 2018년에도 31.2% YoY의 고성장이 기대된다. 4Q18에는 현지 제조(연 30만 Fixture) 허가가 예상되어 장기성장 동력확보가 가능할 것으로 전망된다.

② 해외 법인의 추가 설립으로 외형확대가 기대된다. 이란법인과 유럽 신규법인 설립으로 중동 및 유럽지역營業을 강화한다. 또한 베트남 신규법인 설립으로 아시아지역 확대도 진행된다.

③ 내수시장은 2018년 7월부터 임플란트 자기 부담금 축소 정책(내년 7월, 기존 50% → 30%) 시행되어 수혜가 가능할 전망이다.

2) 자체상품기반의 원가경쟁력과 치과장비 토탈 솔루션 제공: 동사는 전체 매출 중 92~93%가 제품으로 경쟁사 대비 이익률(24~27%)이 높다. 또한, 2015년 CAD/CAM, 2Q17 CBCT 등 Digital Dentistry 제품을 국내 출시하였고, 해외시장 인증절차가 진행 중이다. 치과장비 포트폴리오 구축시, 제품간의 패키지 판매가 가능하고, 고객 충성도를 높이는 효과가 있다.

#### 투자의견 매수 유지하며, 목표주가 87,000원으로 상향

동사에 대한 매수의견을 유지하며, 목표주가는 12개월 선행 EPS(3,539원) 상향을 적용하여 87,000원(기존 84,000원)으로 상향한다. 동사의 주가는 상장이후 지속적으로 Re-Rating (PER 11배 → 20배)이 진행되었으나, 여전히 Peer(28.3배) 대비 저평가 되고 있다. 동사의 높은 이익률 (17~19년 3년 평균 27.4%)와 성장성(3년 CAGR 매출액 성장률 22.2%)를 고려할 때, 2018년에도 Re-rating 가능성은 높다고 판단된다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	82	95	120	150	180	222
영업이익 (십억원)	18	17	29	40	50	61
영업이익률 (%)	22.0	17.9	24.2	26.7	27.8	27.5
순이익 (십억원)	17	14	20	31	38	48
EPS (원)	1,542	1,308	1,788	2,824	3,425	4,301
ROE (%)	41.2	32.4	33.7	26.8	20.7	21.0
P/E (배)	-	-	-	22.1	20.8	16.6
P/B (배)	-	-	-	3.8	3.6	2.9
배당수익률 (%)	-	-	-	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 덴티움, 미래에셋대우 리서치센터

표 9. 4Q17 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	4Q16	3Q17	4Q17F		성장률	
			미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	32.5	38.8	39.2	40.7	20.8	1.0
영업이익	3.6	10.5	10.3	10.4	185.4	-1.9
영업이익률 (%)	11.1	27.1	26.3	25.6	15.2	-0.8
세전이익	4.8	11.7	9.0	9.5	86.9	-23.5
순이익	2.7	9.6	6.6	5.9	148.2	-30.7

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 10. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	17F	18F	17F	18F	17F	18F	
매출액	150.2	181.8	150.2	180.0	0.0	-1.0	
영업이익	40.3	50.4	40.3	49.8	0.0	-1.1	
세전이익	39.7	47.9	38.7	48.0	-2.5	0.3	
순이익	32.0	37.9	31.3	37.9	-2.3	0.2	
EPS (KRW)	2,892	3,420	2,824	3,425	-2.3	0.2	

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋대우 리서치센터

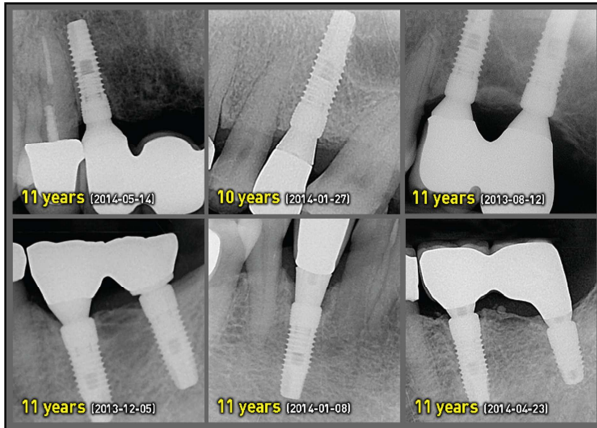
표 11. 분기별 실적 전망표

(십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	2016	2017F	2018F
<b>매출액</b>	<b>25.8</b>	<b>30.6</b>	<b>31.2</b>	<b>32.5</b>	<b>32.0</b>	<b>40.2</b>	<b>38.8</b>	<b>39.2</b>	<b>120.0</b>	<b>150.2</b>	<b>180.0</b>
내수	11.3	12.7	12.9	11.9	14.3	13.3	11.9	12.7	48.8	52.2	54.9
중국	7.1	8.2	8.2	10.0	7.5	12.6	12.9	12.1	33.5	45.1	59.2
두바이	2.0	3.2	3.6	3.9	3.4	3.7	4.1	4.7	12.8	16.0	19.5
러시아	1.8	2.4	2.0	1.9	0.5	3.6	3.0	2.9	8.1	10.0	12.4
기타	3.7	4.1	4.4	4.7	6.2	7.0	6.9	6.8	16.8	26.9	33.9
<b>영업이익</b>	<b>8.2</b>	<b>6.3</b>	<b>10.4</b>	<b>3.6</b>	<b>8.5</b>	<b>10.9</b>	<b>10.5</b>	<b>10.3</b>	<b>28.5</b>	<b>40.3</b>	<b>49.8</b>
<b>세전이익</b>	<b>7.5</b>	<b>6.0</b>	<b>8.1</b>	<b>4.8</b>	<b>5.3</b>	<b>12.7</b>	<b>11.7</b>	<b>9.0</b>	<b>26.4</b>	<b>38.7</b>	<b>48.0</b>
<b>순이익</b>	<b>5.5</b>	<b>4.6</b>	<b>7.1</b>	<b>2.7</b>	<b>3.7</b>	<b>11.3</b>	<b>9.6</b>	<b>6.6</b>	<b>19.8</b>	<b>31.3</b>	<b>37.9</b>
영업이익률 (%)	31.7	20.8	33.4	11.1	26.7	27.2	27.1	26.3	23.8	26.8	27.7
세전순이익률 (%)	29.0	19.7	25.8	14.8	16.6	31.6	30.3	22.9	22.0	25.8	26.7
순이익률 (%)	21.3	15.3	22.9	8.4	11.7	28.2	25.0	17.1	16.5	20.8	21.1

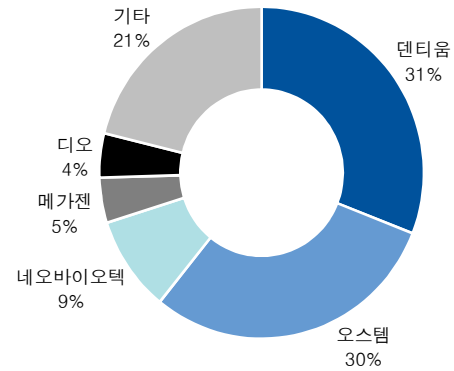
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 32. 2015년 IJPRD(SCI급 논문)에 실린 10년 장기 임상데이터



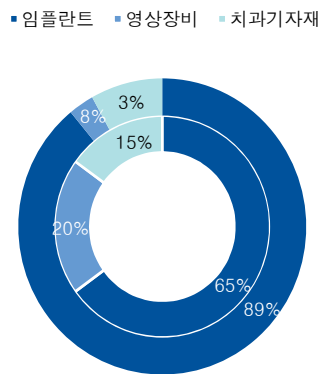
주: 242 케이스(74명) 중 97.9% 생존율 기록  
자료: 덴티움, 미래에셋대우 리서치센터

그림 33. 치과 의사가 가장 많이 사용하는 임플란트



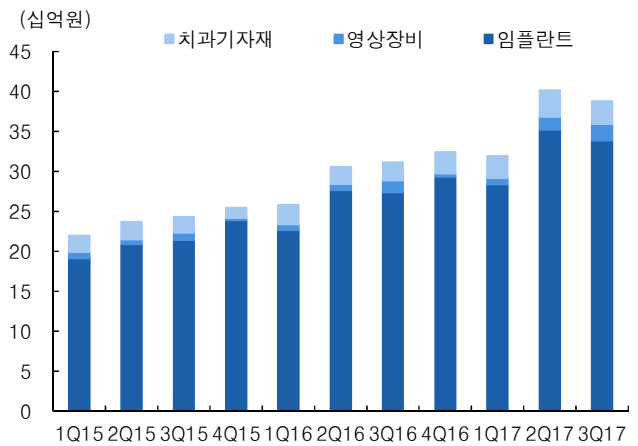
자료: 덴트포토, 미래에셋대우 리서치센터

그림 34. 품목별 매출 비중: 목표 vs. 2016



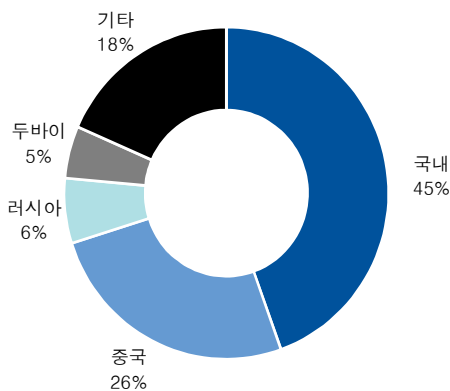
주: 안쪽 차트가 목표치  
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 35. 품목별 매출 추이



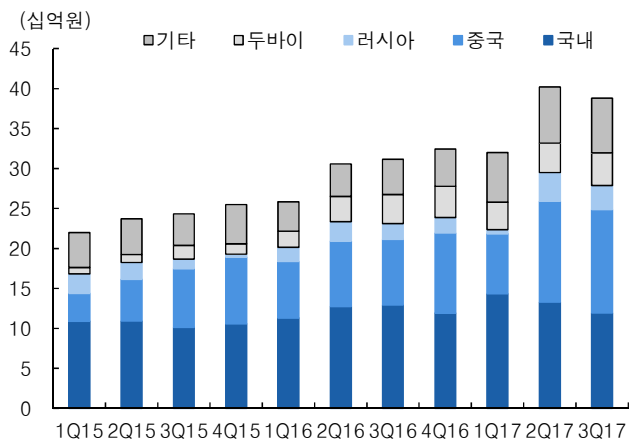
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 36. 지역별 매출 비중



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 37. 지역별 매출 비중 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

## 덴티움 (145720)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액	120	150	180	222
매출원가	37	45	55	67
매출총이익	83	105	125	155
판매비와관리비	55	65	75	93
조정영업이익	29	40	50	61
영업이익	29	40	50	61
비영업손익	-3	-1	-2	-1
금융손익	-1	0	-2	-2
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	26	39	48	60
계속사업법인세비용	6	7	10	12
계속사업이익	20	32	38	48
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	20	32	38	48
지배주주	20	31	38	48
비지배주주	0	0	0	1
총포괄이익	19	32	38	48
지배주주	19	32	38	48
비지배주주	0	0	0	1
EBITDA	32	46	58	70
FCF	-1	-36	-6	42
EBITDA 마진율 (%)	26.7	30.7	32.2	31.5
영업이익률 (%)	24.2	26.7	27.8	27.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	16.7	20.7	21.1	21.6

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	92	147	206	277
현금 및 현금성자산	9	47	80	122
매출채권 및 기타채권	52	63	79	98
재고자산	26	31	39	48
기타유동자산	5	6	8	9
비유동자산	95	139	171	163
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	84	129	162	153
무형자산	2	2	1	1
자산총계	187	287	377	439
유동부채	96	99	111	124
매입채무 및 기타채무	10	12	14	18
단기금융부채	58	53	53	53
기타유동부채	28	34	44	53
비유동부채	22	22	63	64
장기금융부채	20	20	60	60
기타비유동부채	2	2	3	4
부채총계	118	121	174	188
지배주주지분	69	164	202	250
자본금	6	6	6	6
자본잉여금	5	49	49	49
이익잉여금	98	129	167	215
비지배주주지분	0	1	1	2
자본총계	69	165	203	252

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
영업활동으로 인한 현금흐름	18	14	34	42
당기순이익	20	32	38	48
비현금수익비용가감	15	13	20	23
유형자산감가상각비	3	5	8	8
무형자산상각비	1	1	1	0
기타	11	7	11	15
영업활동으로인한자산및부채의변동	-10	-23	-13	-15
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	0	-11	-14	-16
재고자산 감소(증가)	-3	-7	-8	-9
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-3	3	2	2
법인세납부	-6	-8	-10	-12
투자활동으로 인한 현금흐름	-19	-51	-41	-1
유형자산처분(취득)	-18	-50	-40	0
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-1	0	-1	-1
기타투자활동	1	-1	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	5	75	40	0
장단기금융부채의 증가(감소)	8	-5	40	0
자본의 증가(감소)	0	45	0	0
배당금의 지급	-1	-1	0	0
기타재무활동	-2	36	0	0
현금의 증가	4	38	33	42
기초현금	5	9	47	80
기말현금	9	47	80	122

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	-	22.1	20.8	16.6
P/CF (x)	-	15.4	13.6	11.1
P/B (x)	-	3.8	3.6	2.9
EV/EBITDA (x)	-	15.6	14.1	11.2
EPS (원)	1,788	2,824	3,425	4,301
CFPS (원)	3,193	4,043	5,242	6,410
BPS (원)	9,747	16,582	20,008	24,308
DPS (원)	100	0	0	0
배당성향 (%)	3.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	-	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	26.3	25.0	20.0	23.3
EBITDA증가율 (%)	60.0	43.8	26.1	20.7
조정영업이익증가율 (%)	70.6	37.9	25.0	22.0
EPS증가율 (%)	36.7	57.9	21.3	25.6
매출채권 회전율 (회)	2.8	3.0	2.9	2.9
재고자산 회전율 (회)	4.8	5.3	5.1	5.1
매입채무 회전율 (회)	8.1	7.8	7.7	7.7
ROA (%)	11.8	13.3	11.6	11.8
ROE (%)	33.7	26.8	20.7	21.0
ROIC (%)	16.9	19.4	18.0	19.4
부채비율 (%)	169.8	73.5	85.3	74.5
유동비율 (%)	95.8	148.7	186.1	223.1
순차입금/자기자본 (%)	97.0	14.7	14.9	-4.7
조정영업이익/금융비용 (x)	29.7	147.1	19.1	19.3

자료: 덴티움, 미래에셋대우 리서치센터

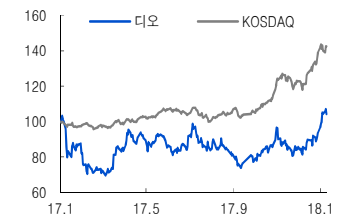


## 디오 (039840)

### 기저효과에 의한 실적개선의 해

#### 건강관리장비

투자의견(유지)	매수
목표주가(12M,상향)	▲ 51,000원
현재주가(18/01/24)	41,200원
상승여력	24%
영업이익(17F,십억원)	25
Consensus 영업이익(17F,십억원)	27
EPS 성장률(17F,%)	-17.1
MKT EPS 성장률(17F,%)	45.8
P/E(17F,x)	31.6
MKT P/E(17F,x)	10.3
KOSDAQ	894.77
시가총액(십억원)	625
발행주식수(백만주)	15
유동주식비율(%)	78.6
외국인 보유비중(%)	23.2
베타(12M) 일간수익률	1.12
52주 최저가(원)	27,500
52주 최고가(원)	42,250
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	21.9 7.4 21.9
상대주가	3.7 -18.7 -16.5



[헬스케어장비/IT소물캡]

김충현, CFA  
02-3774-1740  
choonghyun.kim@miraeasset.com

#### 4Q17 Preview: 시장 기대치 하회하는 실적 예상

동사의 4Q17 매출액은 245억원(29.7% YoY)로 시장기대치를 하회할 것으로 전망된다. 임플란트 부문은 기저효과로 인해 45.8% YoY 성장할 것으로 보이나, 스텐트 사업 철수 영향으로 의료기기 부문이 -68.2% YoY로 부진할 것으로 보인다. 영업이익은 53억원(78.0% YoY, OPM 21.8%)로 시장기대치를 하회할 것으로 보인다.

#### Digital 치료 포트폴리오 확대 지속

**1) 디지털 치료 포트폴리오 다각화:** 동사는 각종 특허와 장비 표준화(3Shape사의 3D 스캐너 국내 독점계약)로 가장 앞선 디지털 치료기술(Digital 임플란트 및 교정)을 보유했다. 2018년에는 Digital Chair-side Solution을 통해 치료기술과 장비간의 시너지를 꾀할 것으로 보인다.

Chair-side Solution(그림. 60~63 참조)이란 기공소가 아닌 치과병원에서 직접 보철물이나 수술용가이드를 제작할 수 있는 장비를 의미한다. 직접제작으로 시간이 단축되는 만큼 보철이나 임플란트 진료 속도가 빨라지고, 동사 제품 충성도가 높아지는 효과가 기대된다.

**2) 해외시장 JV 전략:** 동사의 핵심전략은 JV전략이다. JV구조는 비용부담을 최소화하면서 외형 성장이 가능(이란JV, NPM 20%)하다. 작년 설립된 중국JV 정상화시 외형성장 및 마진 개선 속도가 빨라질 것으로 전망된다.

**3) 국내 임플란트 정책변화:** 국내 임플란트 시장은 세계에서 가장 성숙한 시장인 만큼 디지털 임플란트 보급속도가 예상보다 빠르지 않다. 또한, 디지털 임플란트는 일반 임플란트 시술보다 10만원 정도 비싸다. 하반기 임플란트 보험정책변화시 본인 부담금이 24~49만원 하락하는 만큼 디지털 임플란트 국내 시장 확대 속도가 빨라질 것으로 예상된다.

#### 투자의견 매수 유지하며, 목표주가 51,000원으로 상향

동사에 대한 매수의견을 유지하며, 목표주가는 12개월 선행 EPS(1,705원) 및 목표주가배수 (PER 30배) 상향을 적용하여 51,000원(기존 47,000원)으로 상향한다. 동사의 주가는 12개월 FWD PER 기준 PER 24.3배 수준으로 Peer(PER 28.3배) 대비 저평가 받고 있다.

동사는 지난 해 중국지역부진과 스텐트사업 철수로 외형성장이 둔화되었다. 올해는 기저효과로 20% 이상의 성장성을 다시 회복할 것으로 보인다. 중국 지역의 회복속도가 관건이다. 실적개선과 함께 디지털 치료기술에 대한 프리미엄이 점진적으로 주가에 반영될 것으로 예상된다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	62	72	88	94	115	141
영업이익 (십억원)	3	20	27	25	32	40
영업이익률 (%)	4.8	27.8	30.7	26.6	27.8	28.4
순이익 (십억원)	-4	9	21	17	25	32
EPS (원)	-303	706	1,352	1,121	1,671	2,108
ROE (%)	-9.3	15.8	22.2	15.1	19.4	20.1
P/E (배)	-	42.5	29.3	31.6	24.7	19.5
P/B (배)	1.9	5.3	5.0	3.9	3.9	3.2
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 디오, 미래에셋대우 리서치센터

표 12. 4Q17 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	4Q16	3Q17	4Q17F		성장률	
			미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	18.9	24.7	24.5	25.9	29.7	-0.7
영업이익	3.0	7.2	5.3	6.8	78.0	-26.2
영업이익률 (%)	15.9	29.3	21.8	26.1	5.9	-7.5
세전이익	6.3	7.4	3.3	6.4	-46.9	-55.0
순이익	5.6	5.9	2.7	4.9	-51.9	-54.0

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 13. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	17F	18F	17F	18F	17F	18F	
매출액	94.9	116.2	93.8	115.3	-1.2	-0.8	4Q17 실적 및 환율하락 반영
영업이익	27.1	33.2	25.3	31.7	-6.6	-4.3	
세전이익	25.3	31.7	21.9	30.1	-13.5	-5.0	
순이익	19.8	26.7	17.0	25.3	-14.1	-5.0	
EPS (KRW)	1,304	1,758	1,121	1,671	-14.1	-5.0	

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋대우 리서치센터

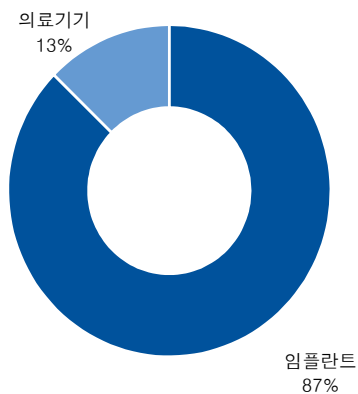
표 14. 분기별 실적 전망표

(십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	21.1	20.3	24.1	18.9	20.9	23.7	24.7	24.5	88.0	93.8	115.3
내수	11.9	9.5	13.7	12.1	9.1	12.8	10.7	10.4	47.3	43.0	48.2
이란	0.0	0.0	1.9	3.2	3.4	3.7	3.5	3.5	5.1	14.0	16.8
중국	2.2	2.2	2.2	2.0	0.7	1.3	1.5	2.0	8.5	5.4	11.1
미국	0.9	1.4	1.2	0.9	1.4	1.0	0.9	1.0	4.4	4.4	5.0
기타	6.1	7.2	5.0	0.8	6.2	4.9	8.1	7.7	22.7	27.0	34.1
영업이익	7.0	8.8	8.2	3.0	6.5	6.3	7.2	5.3	26.6	25.3	31.7
세전이익	6.2	7.9	5.6	6.3	4.0	7.2	7.4	3.3	25.6	21.9	30.1
순이익	3.2	7.5	4.8	5.6	2.2	6.2	5.9	2.7	20.5	17.0	25.3
영업이익률 (%)	33.3	43.1	34.1	15.9	31.0	26.4	29.3	21.8	30.2	27.0	27.5
세전순이익률 (%)	29.4	38.7	23.4	33.2	19.1	30.3	30.0	13.6	29.0	23.4	26.1
순이익률 (%)	15.6	36.4	21.1	30.4	15.2	26.1	25.7	11.7	23.3	18.1	22.0

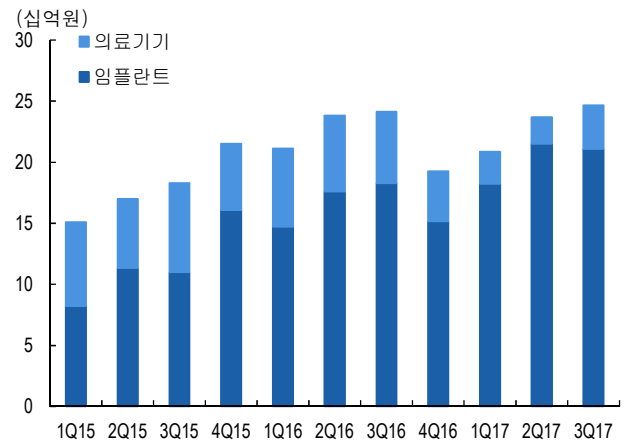
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 38. 품목별 매출 비중



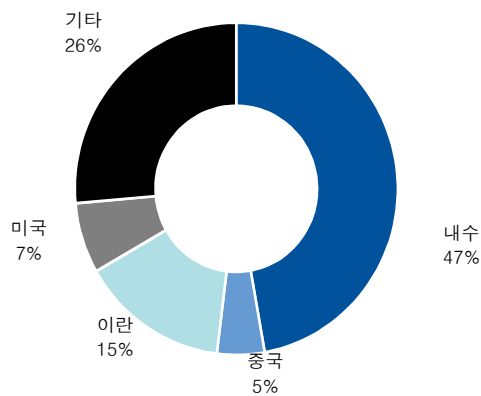
자료: 디오, 미래에셋대우 리서치센터

그림 39. 품목별 매출 추이



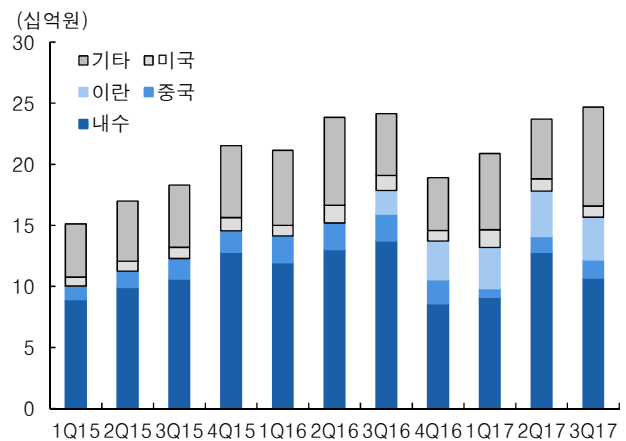
자료: 디오, 미래에셋대우 리서치센터

그림 40. 지역별 매출 비중



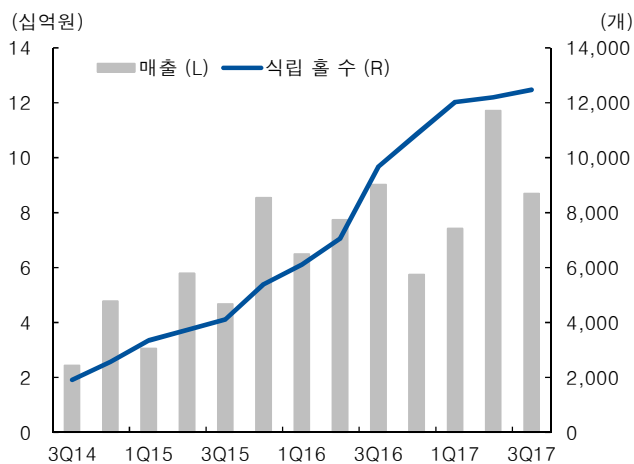
자료: 디오, 미래에셋대우 리서치센터

그림 41. 지역별 매출 추이



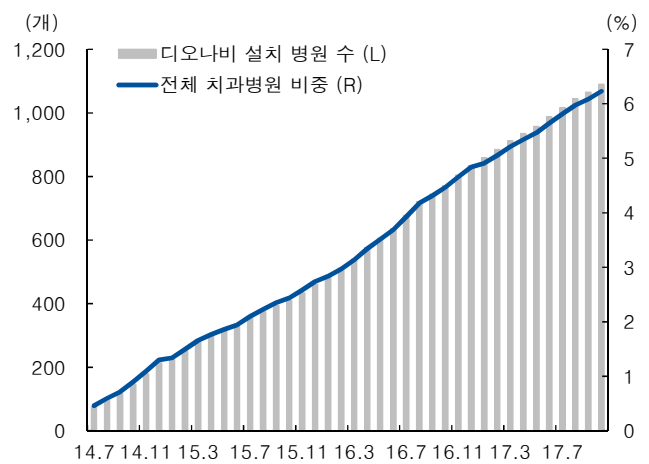
자료: 디오, 미래에셋대우 리서치센터

그림 42. 디오나비 국내 누적설치 대수 vs. 임플란트 내수 매출 추이



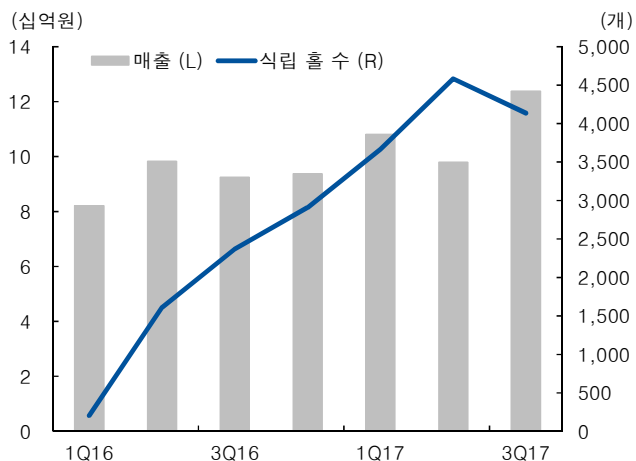
자료: 디오, 미래에셋대우 리서치센터

그림 43. 디오의 월별 국내 설치 병원 수 추이



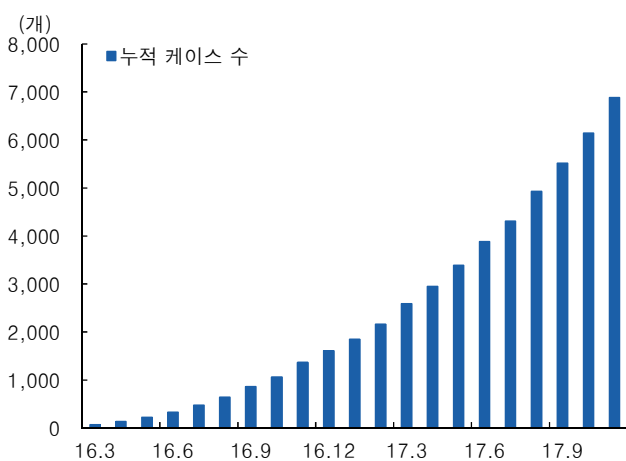
자료: 디오, 미래에셋대우 리서치센터

그림 44. 해외 임플란트 매출 vs. 디오나비 해외 누적 설치대수



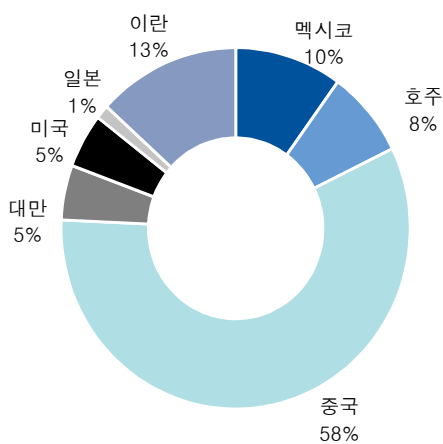
자료: 디오, 미래에셋대우 리서치센터

그림 45. 해외 임플란트 누적 식립 케이스 추이



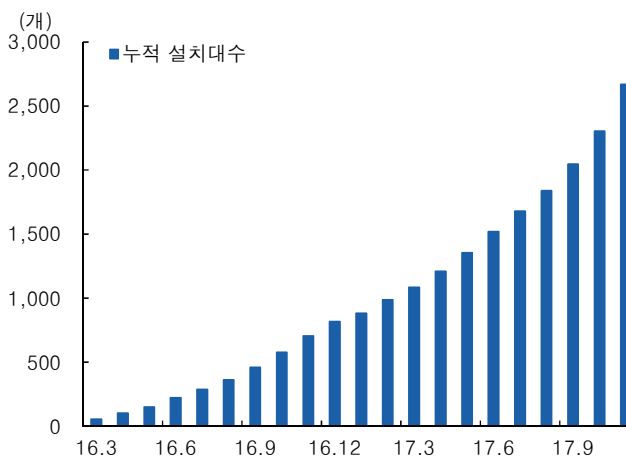
자료: 디오, 미래에셋대우 리서치센터

그림 46. 해외 디오나비 누적 설치대수 비중



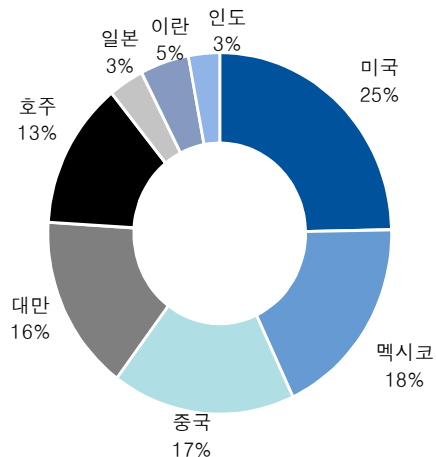
자료: 디오, 미래에셋대우 리서치센터

그림 47. 해외 디오나비 누적 설치대수 추이



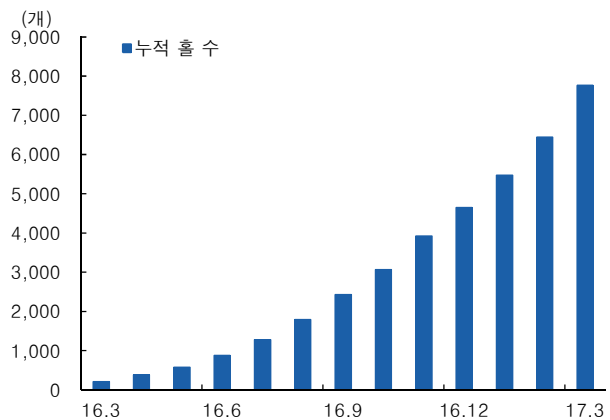
자료: 디오, 미래에셋대우 리서치센터

그림 48. 해외 임플란트 누적 식립홀수 비중



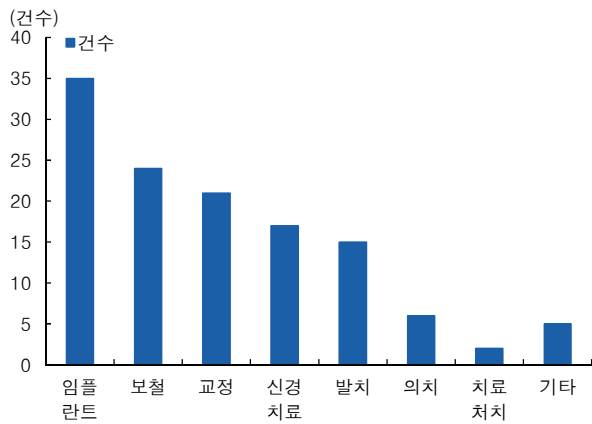
자료: 디오, 미래에셋대우 리서치센터

그림 49. 해외 임플란트 누적 식립 홀수 추이



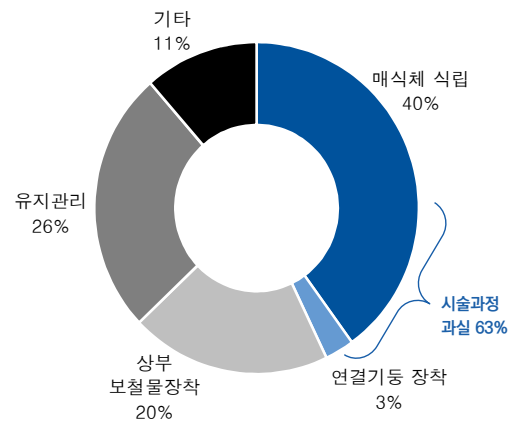
자료: 디오, 미래에셋대우 리서치센터

그림 50. 치과 분쟁 중 가장 많은 임플란트



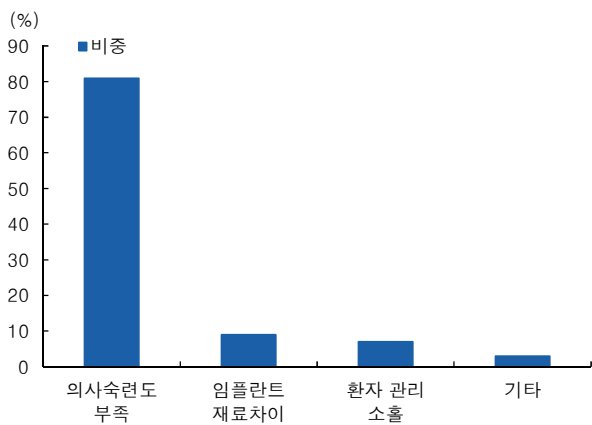
자료: 한국소비자원, 미래에셋대우 리서치센터

그림 51. 임플란트 분쟁의 가장 큰 원인은 시술 과정



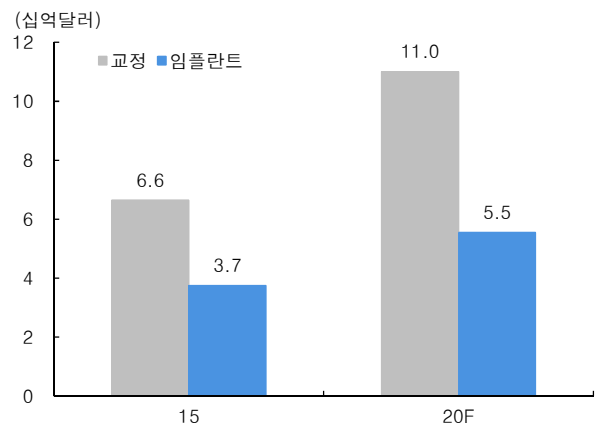
자료: 한국소비자원, 미래에셋대우 리서치센터

그림 52. 임플란트 성공에 미치는 중요도



자료: 한국소비자원, 미래에셋대우 리서치센터

그림 53. 임플란트 시장대비 1.8배 더 큰 교정시장



자료: marketsandmarket, Transparency market research, 미래에셋대우 리서치센터

표 15. 치과용 임플란트 업체별 디지털 임플란트 시스템비교

	오스템임플란트	메가젠임플란트	디오	Straumann	Danaher(Nobel)	Dentsply Sirona
명칭	Oneguide	R2Gate	디오나비	CARES	Nobel Clinician	SIMPLANT
세대구분	Half digital	Half digital	Full digital	Full digital	Half digital	Full digital
구강내 촬영	임프레이션 스캐너	임프레이션 스캐너	3D 구강스캐너	임프레이션 스캐너	임프레이션 스캐너	임프레이션 스캐너
플래닝 SW	내재화	내재화	내재화(3Shape 기반)	내재화	내재화	내재화
SW 호환성	Open System	Open System	Closed System	Open System	Open System	Open System
CAD/CAM	상품	상품	상품	내재화	내재화	내재화
타사 임플란트 호환성	불가능	가능	불가능	불가능	불가능	가능

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 16. 디지털 임플란트 세대별 비교

방식	세대	구강외 촬영	인상채득	구강내 촬영	CAD/CAM	가공	써지컬 가이드	비고
Analog	1세대	2D 파노라마	O	X	X	수작업	2D 스텐트	- 구강외 촬영사진은 참고용으로 활용 - 석고 모형을 토대로 아날로그 스텐트 제작
	2세대	3D CBCT	O	X	X	수작업	2D 스텐트	- 1세대와 동일
	3세대	3D CBCT	O	X	O	밀링머신/ 3D프린터	3D 스텐트	- 석고모형으로 방사선가이드를 만들어 입에 물고 CBCT 촬영 - 석고모형만 다시 CBCT 촬영하여 합성함
Half-Digital	4세대	3D CBCT	O	O (임프레이션 스캐너)	O	밀링머신/ 3D프린터	3D 스텐트	- 석고모형을 임프레이션 스캐너로 스캔 - CBCT로 구강외 촬영한 데이터를 CAD/CAM으로 작업
Digital	5세대	3D CBCT	X	O (오랄 스캐너)	O	밀링머신/ 3D프린터	3D 스텐트	- 구강스캐너로 구강내 스캔 - CBCT로 구강외 촬영한 데이터를 CAD/CAM으로 작업

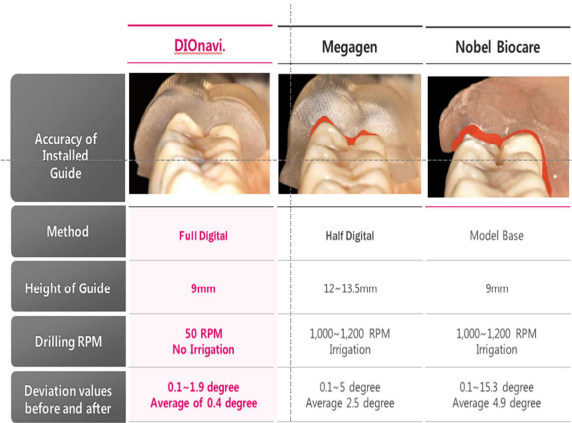
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 54. 아날로그 방식대비 빠르고 간편한 디지털 임플란트 시술



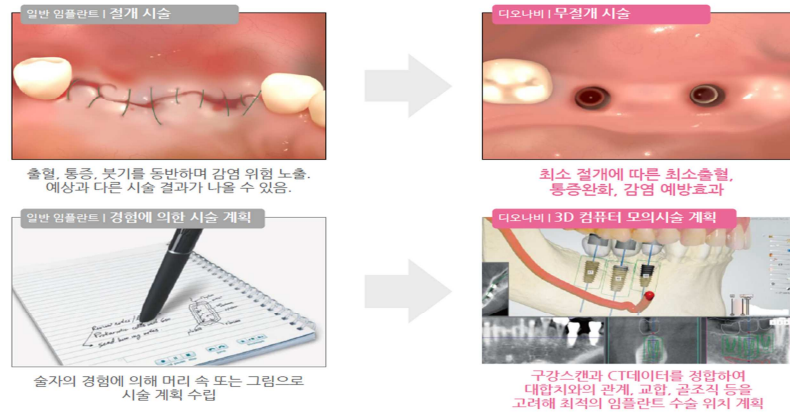
자료: 디오, 미래에셋대우 리서치센터

그림 55. 디오의 디지털 임플란트의 높은 정확도



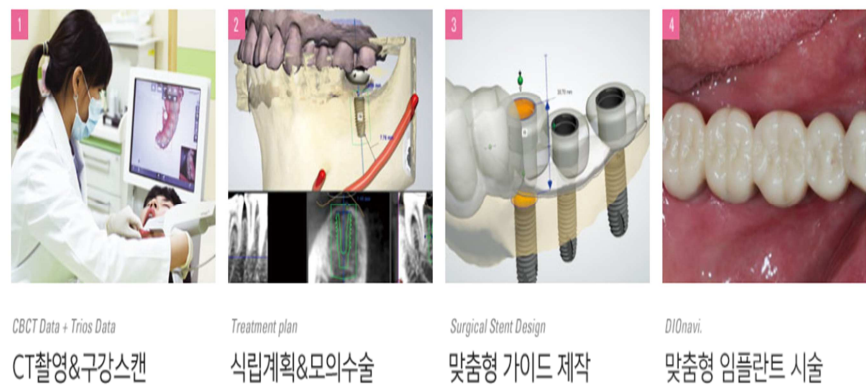
자료: 디오, 미래에셋대우 리서치센터

그림 56. 기존 수술법과 디지털 임플란트 수술법 비교



자료: 디오, 미래에셋대우 리서치센터

그림 57. 디지털 임플란트 시술 과정



자료: 디오, 미래에셋대우 리서치센터

그림 58. 구강 스캐너



자료: 3shape, 미래에셋대우 리서치센터

그림 59. 주력 모델, UF II (HSA 방식)



자료: 디오, 미래에셋대우 리서치센터

그림 60. Digital Chair-side Solution



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 61. Chair-side Solution: 3D 구강 스캐너



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 62. Chair-side Solution: 3D 프린터

## Printing DIO Dental 3D Printer



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 63. Chair-side Solution: CAD/CAM

## Milling Ivoclar PrograMill One



자료: 미래에셋대우 리서치센터



## 디오 (039840)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액	88	94	115	141
매출원가	30	27	33	41
매출총이익	58	67	82	100
판매비와관리비	32	42	51	61
조정영업이익	27	25	32	40
영업이익	27	25	32	40
비영업손익	-1	-3	-2	-2
금융손익	-1	0	-2	-2
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	26	22	30	38
계속사업법인세비용	5	3	5	6
계속사업이익	21	19	26	32
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	21	19	26	32
지배주주	21	17	25	32
비지배주주	0	2	0	0
총포괄이익	21	18	26	32
지배주주	20	18	24	31
비지배주주	0	1	1	2
EBITDA	29	27	32	40
FCF	1	-3	6	13
EBITDA 마진율 (%)	33.0	28.7	27.8	28.4
영업이익률 (%)	30.7	26.6	27.8	28.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	23.9	18.1	21.7	22.7

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	90	118	155	200
현금 및 현금성자산	7	11	15	26
매출채권 및 기타채권	62	80	105	130
재고자산	13	16	22	27
기타유동자산	8	11	13	17
비유동자산	61	73	73	73
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	52	62	62	63
무형자산	0	1	1	1
자산총계	150	190	228	273
유동부채	34	60	71	81
매입채무 및 기타채무	7	9	11	14
단기금융부채	9	28	28	29
기타유동부채	18	23	32	38
비유동부채	6	7	9	10
장기금융부채	3	2	2	2
기타비유동부채	3	5	7	8
부채총계	40	67	79	91
지배주주지분	107	118	143	175
자본금	8	8	8	8
자본잉여금	79	80	80	80
이익잉여금	24	41	67	99
비지배주주지분	3	5	6	6
자본총계	110	123	149	181

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
영업활동으로 인한 현금흐름	11	6	6	13
당기순이익	21	19	26	32
비현금수익비용가감	12	10	6	7
유형자산감가상각비	3	2	0	0
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	9	8	6	7
영업활동으로인한자산및부채의변동	-16	-13	-21	-21
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-9	-18	-23	-22
재고자산 감소(증가)	-1	-3	-5	-5
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-2	0	2	2
법인세납부	-5	-8	-5	-6
투자활동으로 인한 현금흐름	-9	-13	-1	-1
유형자산처분(취득)	-10	-9	0	0
무형자산감소(증가)	0	-1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	2	-1	-1	-1
기타투자활동	-1	-2	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	2	10	-1	-1
장단기금융부채의 증가(감소)	-8	18	1	1
자본의 증가(감소)	13	1	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-3	-9	-2	-2
현금의 증가	5	4	4	11
기초현금	2	7	11	15
기말현금	7	11	15	26

자료: 디오, 미래에셋대우 리서치센터

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	29.3	31.6	24.7	19.5
P/CF (x)	18.1	19.0	19.7	15.8
P/B (x)	5.0	3.9	3.9	3.2
EV/EBITDA (x)	20.6	20.7	20.3	16.0
EPS (원)	1,352	1,121	1,671	2,108
CFPS (원)	2,182	1,866	2,089	2,610
BPS (원)	7,913	9,026	10,697	12,805
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	22.2	6.8	22.3	22.6
EBITDA증가율 (%)	31.8	-6.9	18.5	25.0
조정영업이익증가율 (%)	35.0	-7.4	28.0	25.0
EPS증가율 (%)	91.5	-17.1	49.1	26.2
매출채권 회전율 (회)	1.7	1.5	1.4	1.3
재고자산 회전율 (회)	7.3	6.4	6.1	5.8
매입채무 회전율 (회)	5.7	5.7	5.4	5.2
ROA (%)	15.4	10.9	12.2	12.9
ROE (%)	22.2	15.1	19.4	20.1
ROIC (%)	19.8	15.9	16.6	18.0
부채비율 (%)	36.4	54.2	53.2	50.4
유동비율 (%)	264.9	197.0	220.3	245.8
순차입금/자기자본 (%)	2.4	13.5	8.4	0.8
조정영업이익/금융비용 (x)	40.0	49.6	19.7	24.4

## 오스템임플란트 (048260)

외형 성장은 견조하지만, 비용 부담 지속될 듯

### 건강관리장비

투자의견(유지)	Trading Buy		
목표주가(12M,하향)	▼ 72,000원		
현재주가(18/01/24)	62,700원		
상승여력	15%		
영업이익(17F,십억원)	32		
Consensus 영업이익(17F,십억원)	32		
EPS 성장률(17F,%)	-36.3		
MKT EPS 성장률(17F,%)	45.8		
P/E(17F,x)	56.4		
MKT P/E(17F,x)	10.3		
KOSDAQ	894.77		
시가총액(십억원)	896		
발행주식수(백만주)	14		
유동주식비율(%)	76.6		
외국인 보유비중(%)	46.5		
베타(12M) 일간수익률	0.64		
52주 최저가(원)	50,500		
52주 최고가(원)	74,900		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	11.0	-0.2	8.3
상대주가	-5.6	-24.4	-25.8



[헬스케어장비/IT소물캡]

김충현, CFA  
02-3774-1740  
choonghyun.kim@miraeasset.com

### 4Q17 Preview: 시장기대치 하회 예상

동사의 4Q17 매출액은 1,080억원(5.0% YoY)을 기록하며 시장 기대치를 하회할 것으로 예상된다. 4Q17 외형성장 둔화의 가장 큰 원인은 기저효과이다. 4Q16에는 ① 내수매출에 반품 총당금 환입(50억원)이 포함되었고, ② 중국시장에서 3Q16에서 이연된 매출로 매출 기저가 크게 상승했기 때문이다. 이로 인해 내수매출은 역성장(-4.3% YoY)할 것으로 예상되며, 해외 매출 성장도 5.7% YoY에 그칠 것으로 보인다. 다만, 중국을 제외한 다른 해외 매출은 북미(22.8% YoY), 아시아(19.3% YoY), 유럽(26.3% YoY)로 견조한 성장세를 기록할 전망이다.

영업이익은 103억원(64.9% YoY, OPM 9.5%)을 기록할 것으로 전망된다. 다만, 원화강세로 인해 순이익은 16억원에 그칠 것으로 보인다.

### 외형성장은 견조하지만, 여전한 비용 부담

**1) 아시아 시장 지배력 확대:** 동사는 한국과 중국을 중심으로 아시아시장에서 2006년부터 줄곧 글로벌 1위인 스트라우만보다 1.1~2.5배 이상 많은 매출액을 기록(그림. 64 참조)해 왔다. 2018년에도 아시아지역에서 20% 이상의 성장이 기대된다. 아시아시장을 비롯한 해외시장을 중심으로 한 견조한 외형성장은 2018년에도 이어질 것으로 전망된다.

**2) Dental Total Solution Provider의 가능성:** 글로벌 치과용 의료기기 업체의 트렌드는 치과 진료관련 Total solution을 제공하는 것이다. 동사는 이미 매출의 34%가 임플란트 외에서 발생하고 있다. 동사가 치과용 체어사업을 국내에서 해외시장까지 확대한 것처럼, 디지털 이미징 장비도 국내사업 안정화시 해외시장까지 확대될 것으로 예상된다. 다만, 치과용 장비 개발과정에서 R&D 비용이 증가하며 2018년 마진개선폭은 2%p에 그칠 것으로 보인다.

### 투자의견 Trading Buy 의견 유지하며 목표주가 72,000원으로 하향

동사의 영업이익 추정치 변경에 의해 12개월 선행 EPS(2,113원)를 하향함에 따라 목표주가를 기존 84,000원에서 72,000원으로 하향한다. 목표주가 하향에 의해 상승여력이 15%인 점을 고려하여 투자의견은 Trading Buy를 유지한다.

비용부담 지속으로 외형성장 대비 이익률 회복이 예상보다 빠르지 않은 상황이다. 장기적인 관점에서 미래성장 동력 확보를 위한 투자이지만, 실적개선 측면에서는 다소 아쉽다. 예상보다 외형성장이 빠를 경우, 영업레버리지 효과 발생 가능성은 존재한다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	236	278	345	402	464	537
영업이익 (십억원)	28	33	34	32	47	61
영업이익률 (%)	11.9	11.9	9.9	8.0	10.1	11.4
순이익 (십억원)	15	18	24	15	29	40
EPS (원)	1,056	1,259	1,645	1,048	2,043	2,768
ROE (%)	18.4	18.1	22.1	13.5	22.2	23.9
P/E (배)	33.7	64.4	36.9	56.4	30.7	22.6
P/B (배)	5.7	10.6	6.7	5.9	5.2	4.2
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

표 17. 4Q17 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	4Q16	3Q17	4Q17F		성장률	
			미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	102.9	99.6	108.0	113.8	5.0	8.5
영업이익	6.2	4.4	10.3	10.4	64.9	130.8
영업이익률 (%)	6.1	4.5	9.5	9.1	3.5	5.0
세전이익	11.9	4.3	2.3	9.8	-80.4	-45.5
순이익	8.7	5.3	1.6	7.5	-81.2	-69.3

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 18. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	17F	18F	17F	18F	17F	18F	
매출액	409.5	473.7	402.1	463.9	-1.8	-2.1	4Q17 환율 하락반영 R&D 비용 증가 반영
영업이익	33.8	53.9	32.2	46.5	-4.6	-13.6	
세전이익	27.2	51.1	18.4	41.7	-32.2	-18.3	
순이익	21.1	35.7	15.0	29.2	-29.1	-18.3	
EPS (KRW)	1,478	2,502	1,048	2,043	-29.1	-18.3	

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋대우 리서치센터

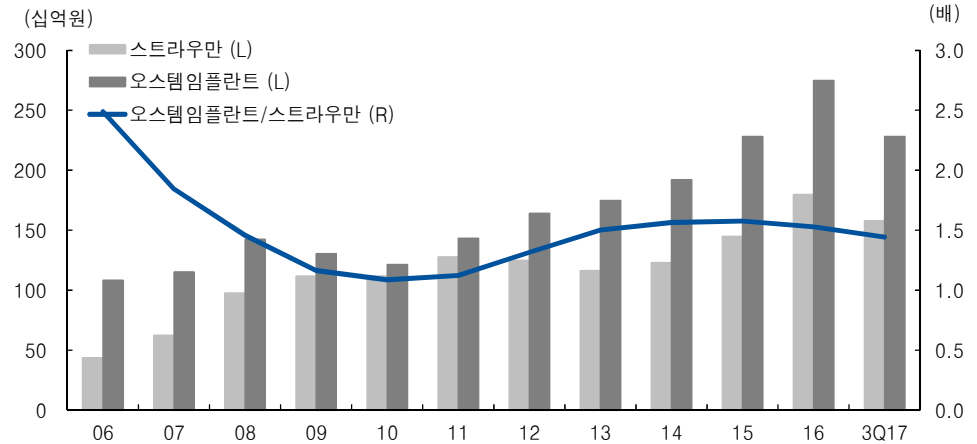
표 19. 분기별 실적 전망표

(십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	2016	2017F	2018F
<b>매출액</b>	<b>77.8</b>	<b>76.4</b>	<b>87.5</b>	<b>102.9</b>	<b>93.5</b>	<b>101.0</b>	<b>99.6</b>	<b>108.0</b>	<b>344.6</b>	<b>402.1</b>	<b>463.9</b>
내수	38.9	41.3	43.9	55.0	46.4	48.1	46.7	52.6	179.0	193.9	211.5
중국(북경+광둥)	11.7	8.7	11.9	22.1	13.5	17.0	18.6	17.9	54.3	67.1	81.7
북미	10.2	10.1	12.4	14.3	12.6	13.2	13.7	17.7	47.1	57.1	69.9
기타	17.0	16.3	19.4	11.5	20.9	22.7	20.6	19.8	64.2	84.0	100.7
<b>영업이익</b>	<b>10.9</b>	<b>5.3</b>	<b>11.8</b>	<b>6.2</b>	<b>7.9</b>	<b>9.6</b>	<b>4.4</b>	<b>10.3</b>	<b>34.2</b>	<b>32.2</b>	<b>46.5</b>
내수	10.9	9.5	10.9	14.0	9.6	11.0	9.1	12.4	45.3	42.1	50.4
중국(북경+광둥)	-1.2	-3.3	-1.7	-3.0	-1.9	-3.2	-1.8	-1.2	-9.2	-8.1	-6.6
북미	0.4	-0.8	2.1	-0.7	0.4	1.4	1.0	1.0	1.0	3.7	5.5
기타	0.8	-0.1	0.5	-4.0	-0.2	0.5	-3.8	-1.9	-2.8	-5.4	-2.7
<b>세전이익</b>	<b>11.5</b>	<b>4.9</b>	<b>4.2</b>	<b>11.9</b>	<b>-0.7</b>	<b>12.6</b>	<b>4.3</b>	<b>2.3</b>	<b>32.5</b>	<b>18.4</b>	<b>41.7</b>
<b>순이익</b>	<b>8.2</b>	<b>3.7</b>	<b>2.9</b>	<b>8.7</b>	<b>0.0</b>	<b>8.0</b>	<b>5.3</b>	<b>1.6</b>	<b>23.5</b>	<b>15.0</b>	<b>29.2</b>
영업이익률 (%)	14.0	6.9	13.5	6.1	8.4	9.6	4.5	9.5	9.9	8.0	10.0
세전순이익률 (%)	14.8	6.5	4.8	11.5	-0.8	12.4	4.3	2.2	9.4	4.6	9.0
순이익률 (%)	10.4	4.0	3.8	5.8	-0.3	7.8	4.4	1.5	6.8	3.7	6.3

자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 64. 오스템임플란트 vs. 스트라우만 아시아지역 매출 추이



자료: 각사, 미래에셋대우 리서치센터

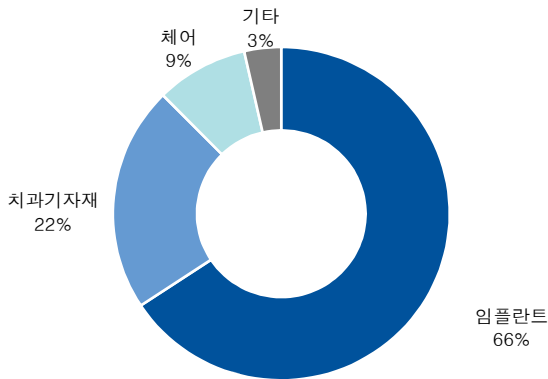
표 20. 오스템임플란트 비용 구조

(십억원, %, %p)

항목	2013	2014	2015	2016	2017F	2014	2015	2016	2017F
매출	215.7	235.9	277.7	344.6	402.1	9.4%	17.7%	24.1%	16.7%
내수	105.2	126.1	146.1	179.0	193.9	19.9%	15.8%	22.6%	8.3%
해외	110.5	109.8	131.7	165.6	208.2	-0.6%	19.9%	25.8%	25.8%
미국	35.0	29.8	34.9	47.1	57.1	-14.9%	17.2%	34.7%	21.3%
중국	39.5	39.3	48.3	54.3	67.7	-0.5%	22.9%	12.5%	24.5%
기타	35.9	40.7	48.4	64.2	83.4	13.2%	19.0%	32.5%	30.1%
매출원가율	39.2%	42.0%	41.8%	41.0%	40.9%	2.8%	-0.3%	-0.8%	-0.1%
내수	22.2%	28.6%	24.6%	26.9%	22.6%	6.4%	-4.0%	2.3%	-4.3%
해외	55.3%	57.4%	60.8%	56.1%	57.9%	2.0%	3.4%	-4.6%	1.8%
미국	35.9%	44.2%	38.9%	35.0%	32.0%	8.3%	-5.4%	-3.9%	-3.0%
중국	60.9%	63.4%	65.5%	66.6%	71.5%	2.5%	2.0%	1.1%	4.9%
기타	68.1%	61.2%	71.9%	62.7%	64.6%	-6.9%	10.7%	-9.1%	1.8%
판매비/매출	52.1%	46.1%	46.2%	49.1%	51.1%	-6.0%	0.1%	2.9%	2.0%
내수	47.9%	39.9%	40.9%	44.3%	52.9%	-8.0%	1.0%	3.4%	8.6%
해외	56.2%	53.3%	52.2%	54.3%	49.4%	-2.9%	-1.1%	2.1%	-4.9%
미국	72.6%	69.6%	70.1%	63.0%	61.5%	-2.9%	0.4%	-7.1%	-1.5%
중국	35.6%	41.0%	43.3%	50.3%	41.3%	5.4%	2.3%	7.0%	-9.0%
기타	62.9%	53.1%	48.2%	51.3%	47.6%	-9.8%	-5.0%	3.1%	-3.7%
OP	18.7	28.0	33.3	34.2	32.2	49.6%	19.0%	2.8%	-5.9%
내수	31.5	39.7	50.4	51.5	47.4	26.2%	26.9%	2.2%	-8.0%
해외	-12.8	-11.7	-17.1	-17.2	-15.1	-8.2%	45.8%	0.9%	-12.3%
미국	-3.0	-4.1	-3.1	1.0	3.7	39.0%	-24.7%	-130.7%	288.0%
중국	1.4	-1.7	-4.2	-9.2	-8.7	-227.7%	143.4%	116.8%	-5.7%
기타	-11.2	-5.8	-9.7	-9.0	-10.2	-47.7%	66.6%	-7.4%	12.9%
OPM	8.7%	11.9%	12.0%	9.9%	8.0%	3.2%	0.1%	-2.1%	-1.9%
내수	29.9%	31.5%	34.5%	28.8%	24.4%	1.6%	3.0%	-5.7%	-4.3%
해외	-11.6%	-10.7%	-13.0%	-10.4%	-7.3%	0.9%	-2.3%	2.6%	3.2%
미국	-8.5%	-13.9%	-8.9%	2.0%	6.5%	-5.4%	5.0%	11.0%	4.5%
중국	3.5%	-4.4%	-8.8%	-16.9%	-12.8%	-7.9%	-4.3%	-8.1%	4.1%
기타	-31.0%	-14.3%	-20.1%	-14.0%	-12.2%	16.7%	-5.7%	6.0%	1.9%

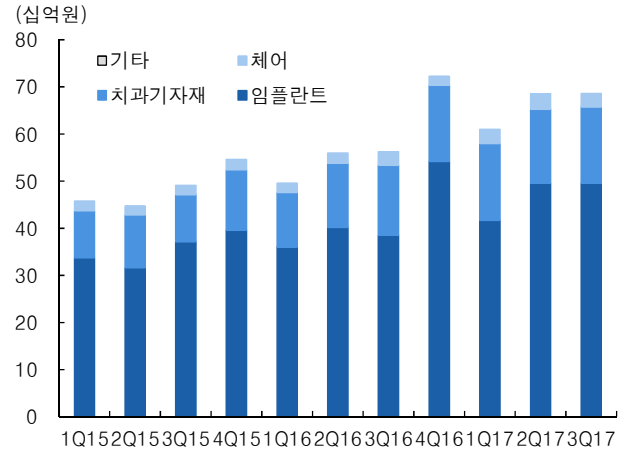
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 65. 품목별 매출 비중



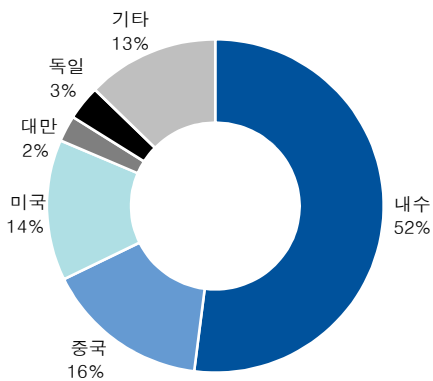
주: 별도기준  
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 66. 품목별 매출 추이



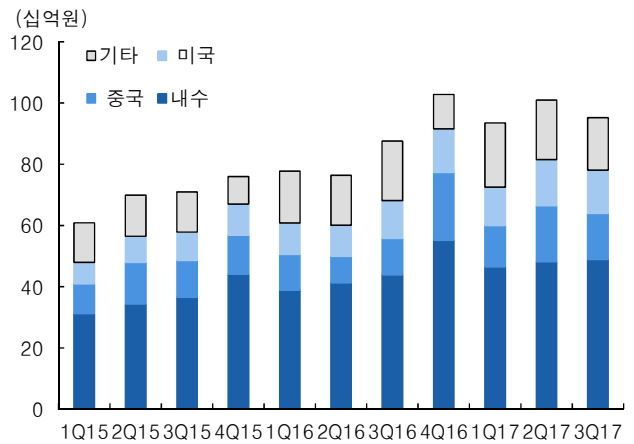
주: 별도기준  
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 67. 지역별 매출 비중



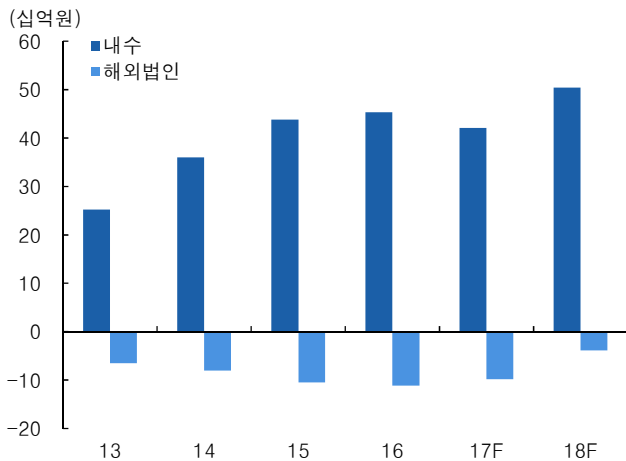
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 68. 지역별 매출 추이



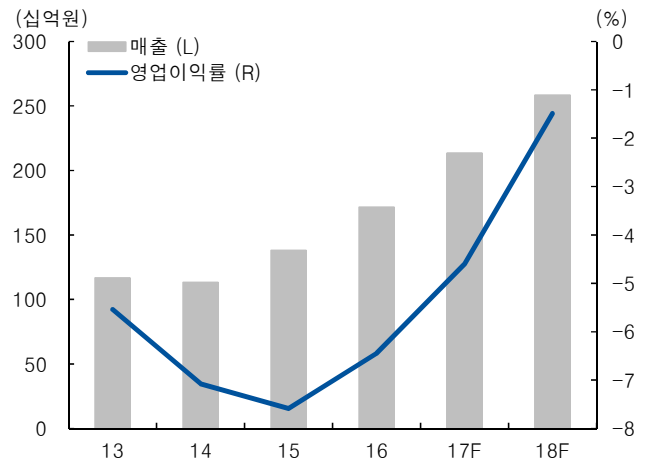
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 69. 국내 영업이익 vs. 해외법인 영업이익



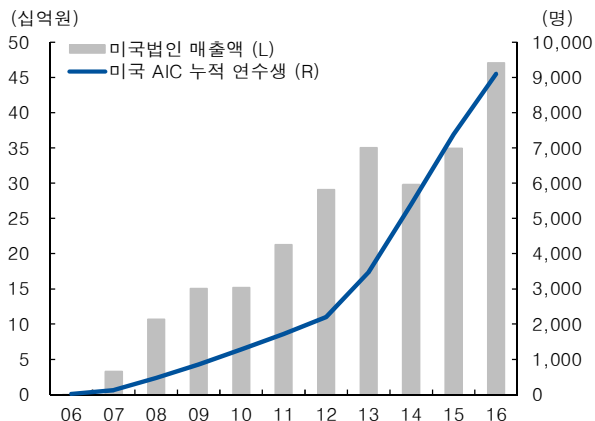
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 70. 해외법인 매출 vs. 영업이익률



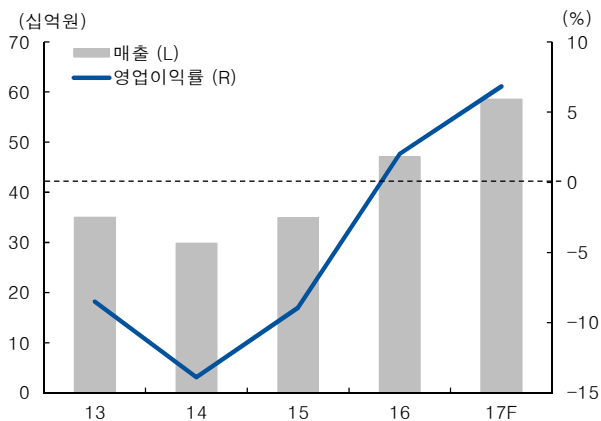
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 71. 미국 매출 vs. AIC 연수생



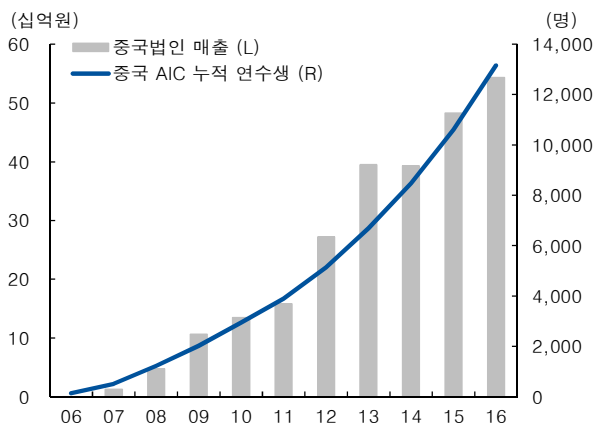
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 72. 미국 매출 vs. 영업이익률 추이



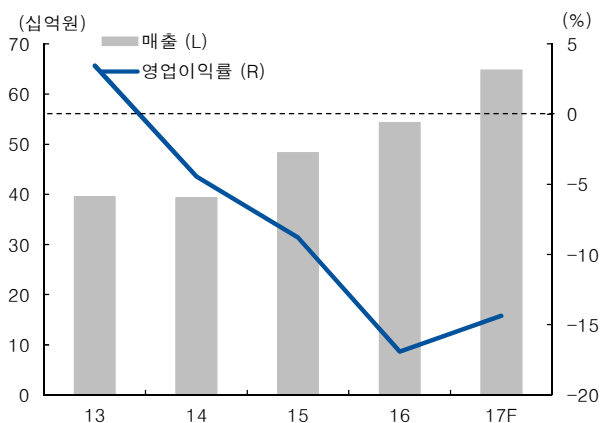
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 73. 중국 매출 vs. AIC 연수생



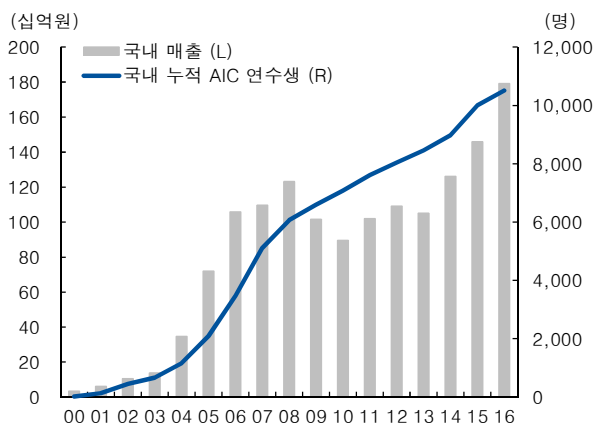
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 74. 중국 매출 vs. 영업이익률 추이



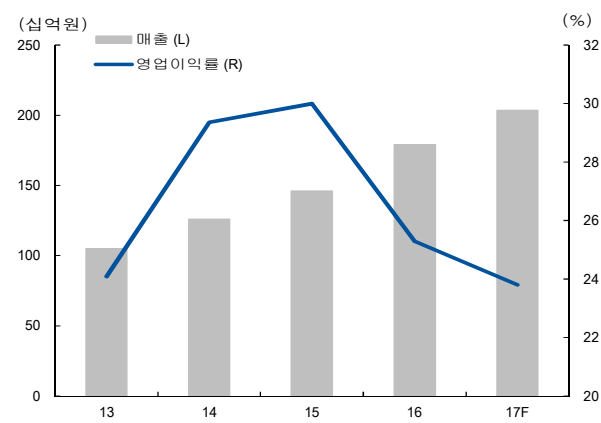
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 75. 국내 매출 vs. AIC 연수생



자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 76. 국내 매출 vs. 영업이익률 추이



자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 77. 오스템 임플란트 디자인: 주력 모델 TS타입



자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 78. 임플란트 표면 처리 기술



자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 79. 오스템 임플란트의 표면처리에 따른 분류



자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 80. SA 방식: 표면적이 넓어지나 표면이 물과 분리되는 단점 (소수성)



자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 81. CA 방식: 칼슘이온이 부착된 SA 방식의 업그레이드 버전



자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 82. HA 방식: 뼈가 약한 환자에 주로 사용됨



자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

## 오스템임플란트 (048260)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액	345	402	464	537
매출원가	141	164	193	225
매출총이익	204	238	271	312
판매비와관리비	169	205	225	250
조정영업이익	34	32	47	61
영업이익	34	32	47	61
비영업손익	-2	-14	-5	-5
금융손익	-3	-4	-5	-5
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	32	18	42	56
계속사업법인세비용	12	5	13	17
계속사업이익	20	14	29	40
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	20	14	29	40
지배주주	24	15	29	40
비지배주주	-3	-1	0	0
총포괄이익	18	13	29	40
지배주주	22	14	36	48
비지배주주	-3	-2	-6	-9
EBITDA	41	41	55	69
FCF	-28	-57	47	57
EBITDA 마진율 (%)	11.9	10.2	11.9	12.8
영업이익률 (%)	9.9	8.0	10.1	11.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.0	3.7	6.3	7.4

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	278	310	386	474
현금 및 현금성자산	76	97	140	192
매출채권 및 기타채권	89	93	108	124
재고자산	80	84	97	111
기타유동자산	33	36	41	47
비유동자산	198	254	245	238
관계기업투자등	4	0	0	0
유형자산	123	187	180	174
무형자산	16	15	13	12
자산총계	475	563	632	712
유동부채	325	362	399	439
매입채무 및 기타채무	15	16	19	21
단기금융부채	103	129	129	129
기타유동부채	207	217	251	289
비유동부채	39	74	76	78
장기금융부채	29	65	65	65
기타비유동부채	10	9	11	13
부채총계	364	436	475	516
지배주주지분	105	117	146	186
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	56	56	56	56
이익잉여금	75	88	118	157
비지배주주지분	7	10	10	10
자본총계	112	127	156	196

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
영업활동으로 인한 현금흐름	40	25	47	57
당기순이익	20	14	29	40
비현금수익비용가감	20	21	26	29
유형자산감가상각비	6	7	7	6
무형자산상각비	1	2	2	1
기타	13	12	17	22
영업활동으로인한자산및부채의변동	6	-5	9	10
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-1	-9	-15	-16
재고자산 감소(증가)	-15	-5	-13	-14
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-1	2	2	2
법인세납부	-15	-5	-13	-17
투자활동으로 인한 현금흐름	-74	-71	-4	-5
유형자산처분(취득)	-66	-71	0	0
무형자산감소(증가)	-1	-2	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	4	-1	-4	-5
기타투자활동	-11	3	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	22	65	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	51	61	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-29	4	0	0
현금의 증가	-12	22	42	52
기초현금	87	76	97	140
기말현금	76	97	140	192

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	36.9	56.4	30.7	22.6
P/CF (x)	21.6	24.2	16.3	13.0
P/B (x)	6.7	5.9	5.2	4.2
EV/EBITDA (x)	22.1	22.4	16.9	12.7
EPS (원)	1,645	1,048	2,043	2,768
CFPS (원)	2,810	2,442	3,853	4,806
BPS (원)	9,088	9,954	11,997	14,765
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	24.1	16.5	15.4	15.7
EBITDA증가율 (%)	7.9	0.0	34.1	25.5
조정영업이익증가율 (%)	3.0	-5.9	46.9	29.8
EPS증가율 (%)	30.7	-36.3	94.9	35.5
매출채권 회전율 (회)	3.9	4.5	4.7	4.7
재고자산 회전율 (회)	4.9	4.9	5.1	5.2
매입채무 회전율 (회)	15.0	17.1	18.1	18.4
ROA (%)	4.7	2.6	4.9	5.9
ROE (%)	22.1	13.5	22.2	23.9
ROIC (%)	25.8	16.4	19.5	27.9
부채비율 (%)	325.4	343.4	304.3	263.7
유동비율 (%)	85.5	85.6	96.7	108.0
순차입금/자기자본 (%)	28.4	54.9	14.9	-17.0
조정영업이익/금융비용 (x)	8.5	7.2	8.3	10.9

자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

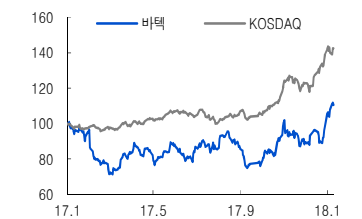


## 바텍 (043150)

### 글로벌 1위가 눈앞에 보인다

#### 건강관리장비

투자의견(유지)	매수
목표주가(12M,상향)	▲ 47,000원
현재주가(18/01/24)	39,100원
상승여력	20%
영업이익(17F,십억원)	39
Consensus 영업이익(17F,십억원)	39
EPS 성장률(17F,%)	242.9
MKT EPS 성장률(17F,%)	45.8
P/E(17F,x)	6.0
MKT P/E(17F,x)	10.3
KOSDAQ	894.77
시가총액(십억원)	581
발행주식수(백만주)	15
유동주식비율(%)	46.3
외국인 보유비중(%)	20.6
베타(12M) 일간수익률	0.89
52주 최저가(원)	25,200
52주 최고가(원)	39,500
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	18.7 22.6 15.0
상대주가	1.0 -7.2 -21.2



[헬스케어장비/IT소물캡]

김충현, CFA  
02-3774-1740  
choonghyun.kim@miraeasset.com

#### 4Q17 Preview: 시장기대치 상회하는 실적 예상

동사의 4Q17 매출액은 624억원(35.3% YoY, 레이언스 연결제외 반영)으로 시장 기대치를 상회할 것으로 기대된다. 3D 매출이 26.3% YoY 성장하며 외형성장을 견인할 것으로 보인다. 영업이익은 106억원(23.1% YoY, OPM 17.0%)으로 시장기대치와 유사할 것으로 기대된다.

#### 북미지역 중심 고성장세 지속, 중국지역 경쟁력 강화가 실적 상향의 변수

**1) 선진국 시장의 브랜드 강화 전략:** 동사는 북미지역 시장점유율이 3D 제품은 20% 수준, 2D 제품은 10%초반까지 성장한 것으로 추정된다. 북미 시장의 고성장을 발판으로 세계 1위 (판매수량 기준)에 점점 가까워져 가고 있다. 북미시장의 성장동력이 저선량 Green 제품이다. 동사는 2018년부터 제품 라인업을 Green 브랜드로 일원화하고 저선량 장비라는 점을 차별화해 나갈 것으로 보인다. 이를 통해 다소 주춤했던 유럽시장 성장도 회복해 나갈 것으로 예상된다.

**2) 중국시장 가격경쟁력 강화:** 이머징 시장의 핵심 시장은 중국이다. 이머징 시장은 성장률은 높지만, 절대 시장규모가 작는데, 중국은 어느정도 시장 규모를 갖춘 시장이기 때문이다. 동사는 중국에서 2D와 3D 합산 점유율 1위를 기록하고 있다. 다만, 최근 중국 경쟁사가 가격경쟁력을 내세워 시장 점유율을 확대해 나가고 있다. 2018년 상반기 동사의 주력제품인 3D 스마트의 판매허가 완료시, 가격 경쟁력 제고가 가능할 것으로 예상된다.

#### 투자의견 매수 유지하며 목표주가 47,000원으로 상향

동사에 대한 매수의견을 유지하며, 목표주가는 12개월 선행 EPS(2,365원) 및 목표주가배수 상향(PER 20배)을 적용하여 47,000원으로 상향한다. 현재 동사의 주가는 12개월 FWD 기준 PER 16.6배로 PEER(23.0배) 대비 저평가되고 있다.

북미시장 고성장을 지속하면서, 브랜드 강화전략이 실행가능해지고 있다. 시장지배력이 확대되면, 판매량 증가보다 ASP나 마진증가가 더 중요하다는 측면에서 긍정적이다. 동사의 주력제품의 중국 판매 허가 취득시 실적증가 속도가 더 빨라질 것으로 기대된다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	195	217	238	219	250	280
영업이익 (십억원)	32	41	45	39	43	49
영업이익률 (%)	16.4	18.9	18.9	17.8	17.2	17.5
순이익 (십억원)	10	21	25	85	35	40
EPS (원)	653	1,433	1,667	5,718	2,339	2,683
ROE (%)	11.4	22.5	19.9	48.7	15.9	15.7
P/E (배)	40.0	27.6	21.7	6.0	16.7	14.6
P/B (배)	4.4	5.8	3.7	2.5	2.5	2.1
배당수익률 (%)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 바텍, 미래에셋대우 리서치센터

표 21. 4Q17 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	4Q16	3Q17	4Q17F		성장률	
			미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	46.1	55.5	62.4	61.6	35.3	12.3
영업이익	8.6	7.9	10.6	10.8	23.1	34.4
영업이익률 (%)	18.7	14.2	17.0	17.5	-1.7	2.8
세전이익	15.5	9.6	8.8	11.6	-42.9	-8.1
순이익	12.4	8.6	6.2	7.9	-49.7	-27.4

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 22. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	17F	18F	17F	18F	17F	18F	
매출액	216.0	244.0	219.1	249.8	1.4	2.3	실적 추정치 변경
영업이익	37.9	40.7	39.0	43.4	3.0	6.6	
세전이익	39.1	47.3	37.7	48.7	-3.7	2.9	
순이익	85.9	34.7	84.9	34.7	-1.1	0.1	
EPS (KRW)	5,783	2,336	5,718	2,339	-1.1	0.1	

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋대우 리서치센터

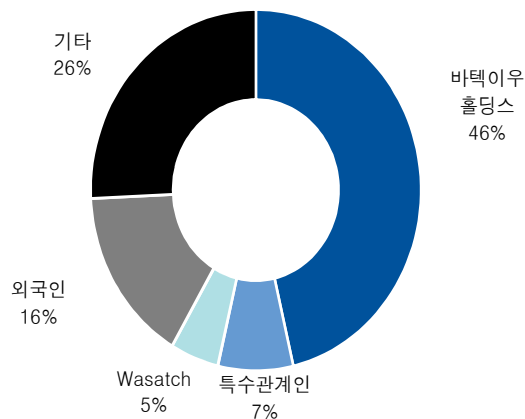
표 23. 분기별 실적 전망표

(십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	37.8	49.3	40.3	51.9	44.2	56.9	55.5	62.4	179.3	219.1	249.8
2D	9.0	11.1	9.0	10.6	8.5	9.9	10.9	11.3	39.7	40.7	43.2
3D	20.4	27.2	20.0	32.1	26.2	33.9	33.1	40.5	99.7	133.7	157.7
기타	8.4	11.1	11.3	9.2	9.6	13.1	11.5	10.5	40.0	44.7	48.9
영업이익	4.8	10.7	6.2	11.5	8.3	12.3	7.9	10.6	45.3	39.0	43.4
세전이익	4.0	10.2	2.5	15.4	4.6	14.6	9.6	8.8	42.7	37.7	48.7
순이익	4.2	8.9	3.0	8.6	59.4	10.7	8.6	6.2	24.8	84.9	34.7
영업이익률 (%)	12.7	21.7	15.4	16.8	18.8	21.5	14.2	17.0	19.0	17.8	17.4
세전순이익률 (%)	10.5	20.6	6.3	22.6	10.4	25.7	17.3	14.2	17.9	17.2	19.5
순이익률 (%)	14.9	22.6	12.4	17.0	137.1	23.1	16.3	12.2	10.4	38.8	13.9

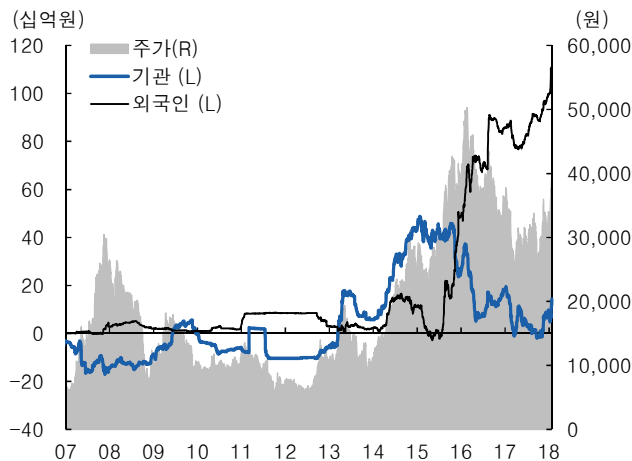
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 83. 지분율



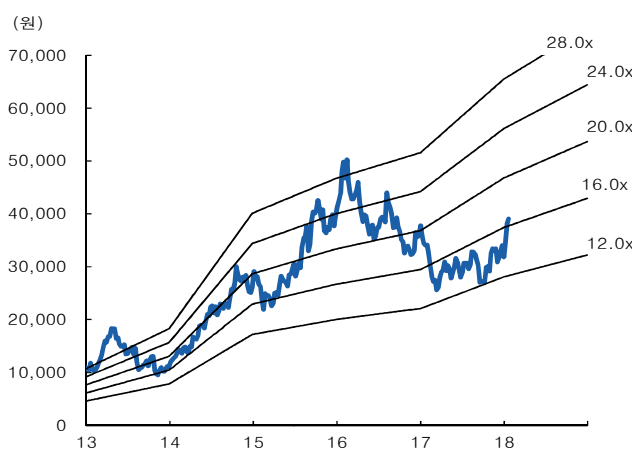
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 84. 기관 및 외국인 순매수량 vs. 주가 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 85. PER band chart



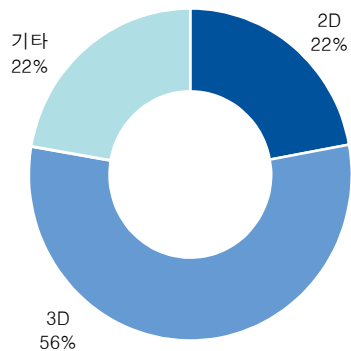
자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 24. Global Peer valuation: 치과용 디지털 이미징 기기

회사명	시가총액 (십억원)	영업이익률 (%)			PER (배)			PBR (배)			ROE (%)			EV/EBITDA (배)		
		16	17F	18F	16	17F	18F	16	17F	18F	16	17F	18F	16	17F	18F
스트라우만	12,844	24.8	25.6	26.2	47.4	47.0	39.3	17.5	11.7	9.6	34.1	31.6	28.4	30.7	35.7	29.9
오스템임플란트	896	9.9	8.0	10.1	36.9	59.5	30.4	6.7	5.9	5.2	22.1	13.6	22.4	22.1	20.1	15.5
미아광전	2,002	28.7	34.4	34.6	33.9	30.4	24.1	5.7	5.5	4.8	17.5	18.3	20.9	-	24.4	19.9
다나허	74,333	16.3	19.4	20.1	31.9	25.0	23.0	2.7	2.6	2.4	9.8	11.6	11.2	17.4	18.8	17.3
덴츠플라이 시로나	15,021	12.1	20.0	20.7	28.0	23.0	21.2	1.9	1.9	1.9	-10.0	-3.3	7.0	-	16.7	15.6
짐머 바이오메트 홀딩스	26,953	10.7	30.8	30.3	21.3	15.5	15.2	2.4	2.4	2.2	6.4	16.2	15.1	16.2	12.0	11.9
바텍	581	18.9	17.8	17.2	21.7	20.5	16.7	3.7	2.5	2.5	19.9	16.3	15.9	10.7	11.6	10.4
덴티움	788	24.2	26.7	27.8	-	25.2	20.8	-	3.8	3.5	33.7	26.8	20.7	-	15.2	12.3
레이언스	357	18.4	17.5	18.7	18.1	22.5	16.7	1.7	1.8	1.6	13.1	9.3	11.6	9.0	9.5	7.3
전체 평균		18.2	22.2	22.9	29.9	29.9	23.0	5.3	4.2	3.8	16.3	15.6	17.0	17.7	18.2	15.6

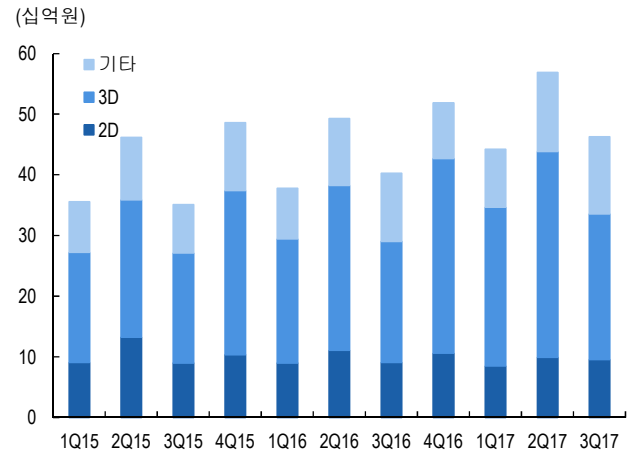
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 86. 품목별 매출 비중 (전체)



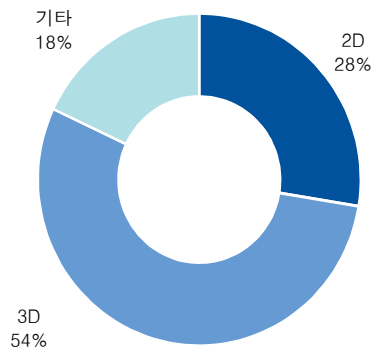
자료: 바텍, 미래에셋대우 리서치센터

그림 87. 품목별 매출 추이 (전체)



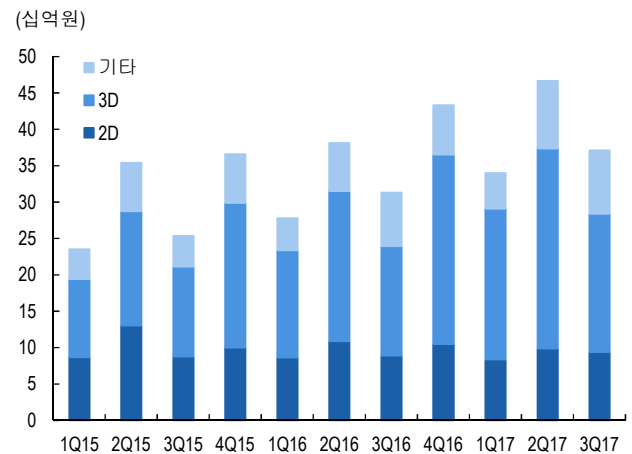
자료: 바텍, 미래에셋대우 리서치센터

그림 88. 품목별 매출 비중 (수출)



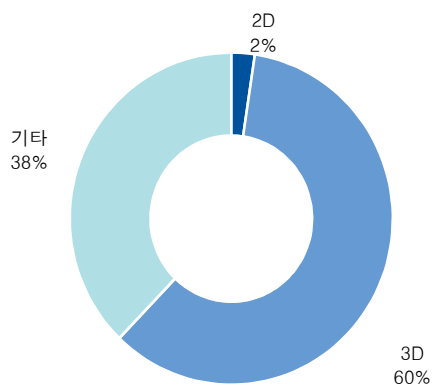
자료: 바텍, 미래에셋대우 리서치센터

그림 89. 품목별 매출 추이 (수출)



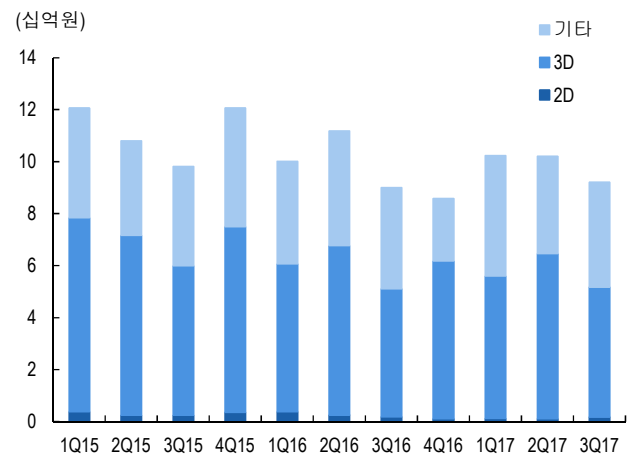
자료: 바텍, 미래에셋대우 리서치센터

그림 90. 품목별 매출 비중 (국내)



자료: 바텍, 미래에셋대우 리서치센터

그림 91. 품목별 매출 추이 (국내)



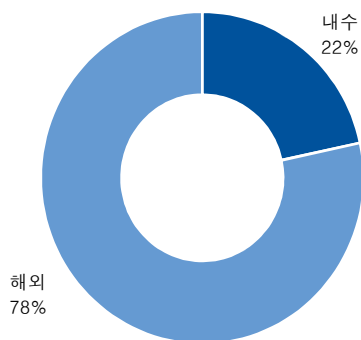
자료: 바텍, 미래에셋대우 리서치센터

그림 92. 바텍 제품 포트폴리오



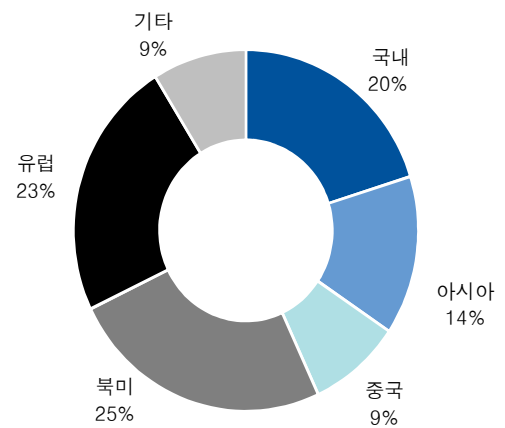
자료: 바텍, 미래에셋대우 리서치센터

그림 93. 지역별 매출 비중



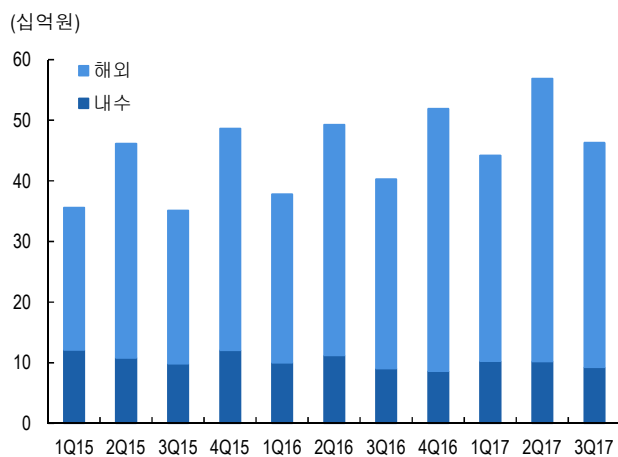
자료: 바텍, 미래에셋대우 리서치센터

그림 94. 지역별 매출 비중 (2)



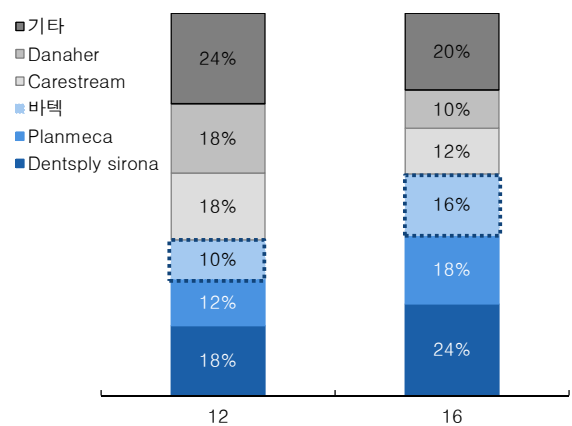
자료: 바텍, 미래에셋대우 리서치센터

그림 95. 지역별 매출 추이



자료: 바텍, 미래에셋대우 리서치센터

그림 96. 치과용 영상진단기기 점유율



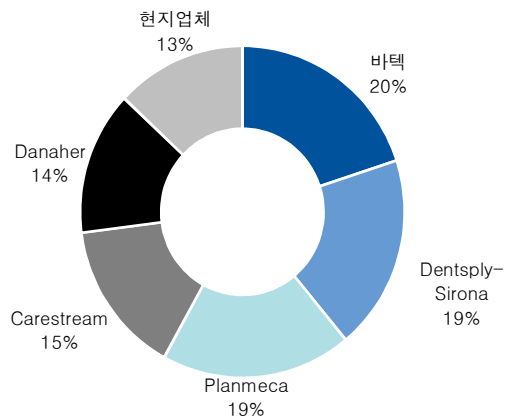
자료: 바텍, 미래에셋대우 리서치센터

표 25. 바텍의 신제품 판매 스케줄

	한국	미국	유럽	중국
Pax-i 2D	1Q12	1Q12	1Q12	2H14(판매 및 제조)
Pax-i 3D	3Q12	2Q13	3Q12	2Q16(판매) 2019F(제조)
Pax-i 3D smart	3Q14	4Q15 하가 2Q16 출시	3Q15	1H18F(판매) 2019F(제조)
Bendable I/O	4Q14	3Q15	2Q15	2H18F

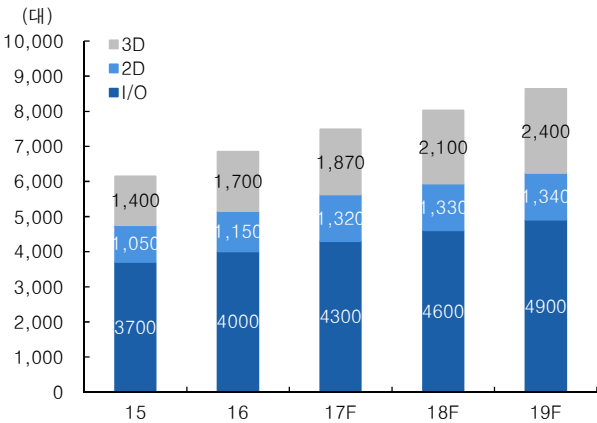
자료: 바텍, 미래에셋대우 리서치센터

그림 97. 중국 치과용 영상진단기기 점유율



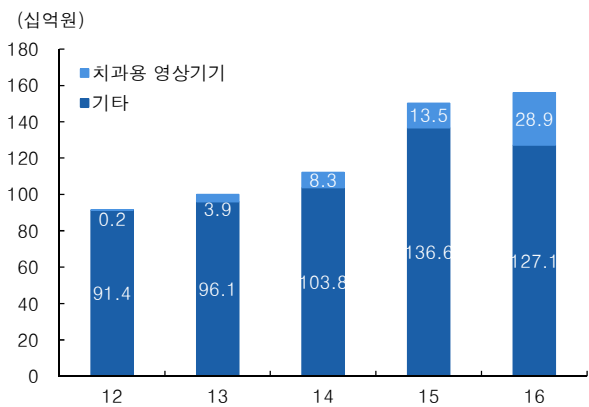
자료: 바텍, 산업자료, 미래에셋대우 리서치센터

그림 98. 중국 치과영상기기 시장규모



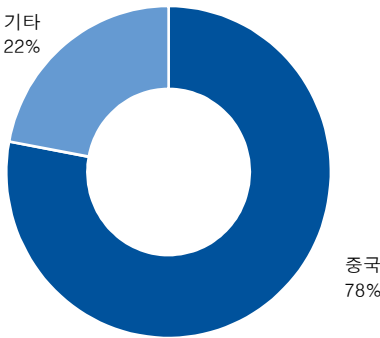
자료: 바텍, 미래에셋대우 리서치센터

그림 99. 미아광전(002690 CH Equity) 매출 추이



자료: 바텍, 산업자료, 미래에셋대우 리서치센터

그림 100. 미아광전(002690 CH Equity) 지역별 매출 비중



자료: 바텍, 미래에셋대우 리서치센터

## 바텍 (043150)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액	238	219	250	280
매출원가	125	114	135	151
매출총이익	113	105	115	129
판매비와관리비	68	66	72	79
조정영업이익	45	39	43	49
영업이익	45	39	43	49
비영업손익	-2	-1	6	7
금융손익	-2	-2	-2	-2
관계기업등 투자손익	0	1	7	9
세전계속사업손익	43	38	49	56
계속사업법인세비용	9	6	6	7
계속사업이익	33	32	42	49
중단사업이익	0	59	0	0
당기순이익	33	90	42	49
지배주주	25	85	35	40
비지배주주	9	6	8	9
총포괄이익	34	90	42	49
지배주주	25	86	40	46
비지배주주	9	4	2	3
EBITDA	57	44	46	52
FCF	12	1	28	36
EBITDA 마진율 (%)	23.9	20.1	18.4	18.6
영업이익률 (%)	18.9	17.8	17.2	17.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	10.5	38.8	14.0	14.3

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	251	141	194	250
현금 및 현금성자산	26	2	34	75
매출채권 및 기타채권	71	65	75	82
재고자산	62	56	65	71
기타유동자산	92	18	20	22
비유동자산	140	179	177	175
관계기업투자등	0	91	91	91
유형자산	91	65	64	62
무형자산	30	12	10	9
자산총계	390	321	371	425
유동부채	98	81	89	95
매입채무 및 기타채무	33	36	42	46
단기금융부채	47	28	28	28
기타유동부채	18	17	19	21
비유동부채	35	34	36	37
장기금융부채	26	26	26	26
기타비유동부채	9	8	10	11
부채총계	133	115	124	131
지배주주지분	147	202	235	274
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	36	23	23	23
이익잉여금	103	186	219	258
비지배주주지분	110	4	11	20
자본총계	257	206	246	294

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
영업활동으로 인한 현금흐름	32	11	28	36
당기순이익	33	90	42	49
비현금수익비용가감	25	22	4	3
유형자산감가상각비	7	3	1	1
무형자산상각비	4	2	1	1
기타	14	17	2	1
영업활동으로인한자산및부채의변동	-19	-34	-10	-7
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-1	-18	-10	-7
재고자산 감소(증가)	-19	-17	-9	-6
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	3	8	4	3
법인세납부	-7	-7	-6	-7
투자활동으로 인한 현금흐름	-114	-20	-2	-2
유형자산처분(취득)	-20	-10	0	0
무형자산감소(증가)	-13	-2	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-76	75	-2	-2
기타투자활동	-5	-83	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	74	-15	-1	-1
장단기금융부채의 증가(감소)	-16	-19	0	0
자본의 증가(감소)	22	-13	0	0
배당금의 지급	-1	-1	-1	-1
기타재무활동	69	18	0	0
현금의 증가	-8	-23	32	41
기초현금	33	26	2	34
기말현금	26	2	34	75

자료: 바텍, 미래에셋대우 리서치센터

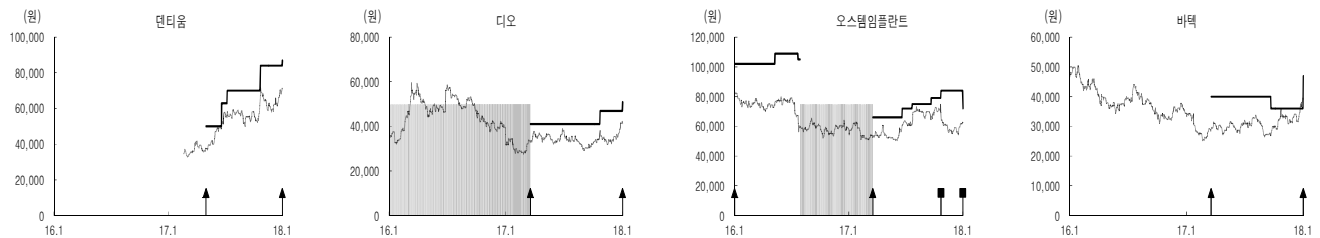
## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	21.7	6.0	16.7	14.6
P/CF (x)	9.1	4.5	12.6	11.2
P/B (x)	3.7	2.5	2.5	2.1
EV/EBITDA (x)	10.7	12.3	13.0	10.9
EPS (원)	1,667	5,718	2,339	2,683
CFPS (원)	3,953	7,585	3,099	3,484
BPS (원)	9,884	13,580	15,820	18,402
DPS (원)	100	100	100	100
배당성향 (%)	4.5	1.6	3.5	3.1
배당수익률 (%)	0.3	0.3	0.3	0.3
매출액증가율 (%)	9.7	-8.0	14.2	12.0
EBITDA증가율 (%)	16.3	-22.8	4.5	13.0
조정영업이익증가율 (%)	9.8	-13.3	10.3	14.0
EPS증가율 (%)	16.3	243.0	-59.1	14.7
매출채권 회전율 (회)	3.5	3.3	3.6	3.6
재고자산 회전율 (회)	4.6	3.7	4.1	4.1
매입채무 회전율 (회)	6.3	4.9	4.9	4.9
ROA (%)	10.1	25.5	12.3	12.2
ROE (%)	19.9	48.7	15.9	15.7
ROIC (%)	18.2	18.1	24.2	26.3
부채비율 (%)	51.8	56.0	50.5	44.7
유동비율 (%)	255.3	174.9	218.2	264.2
순차입금/자기자본 (%)	-15.6	18.7	2.0	-12.7
조정영업이익/금융비용 (x)	15.2	21.2	25.5	28.9

## 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
덴티움(145720)					2017.10.15	매수	79,000	-11.09	-5.19
2018.01.24	매수	87,000	-	-	2017.08.15	매수	75,000	-7.83	-2.40
2017.11.15	매수	84,000	-23.51	-15.00	2017.07.14	매수	72,000	-13.97	-11.53
2017.08.01	매수	70,000	-19.89	-6.43	2017.04.11	매수	66,000	-18.32	-8.03
2017.07.14	매수	63,000	-12.54	-8.10	2016.08.22	분석 대상 제외		-	-
2017.05.25	매수	50,000	-12.42	0.40	2016.08.15		매수	105,000	-44.62
디오(039840)					2016.06.02	매수	109,000	-30.19	-26.88
2018.01.24	매수	51,000	-	-	2016.01.03	매수	102,000	-25.47	-15.69
2017.11.15	매수	47,000	-24.94	-10.11	바텍(043150)				
2017.04.11	매수	41,000	-16.97	-4.88	2018.01.24	매수	47,000	-	-
오스템임플란트(048260)					2017.10.15	매수	36,000	-9.56	9.72
2018.01.24	Trading Buy	72,000	-	-	2017.04.11	매수	40,000	-24.85	-15.50
2017.11.15	Trading Buy	84,000	-29.54	-23.45					

\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



## 투자의견 분류 및 적용기준

기업		산업	
매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy	: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
비중축소	: 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상		

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 추가(—), 목표주가(—), Not covered(■)

## 투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
75.50%	16.00%	8.50%	0.00%

\* 2017년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

## Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 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.