

비중확대 (Maintain)

Industry Report
2017.7.14

[헬스케어장비/IT스몰캡]

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

치과용 의료기기

치과용 임플란트 삼국지

치과용 임플란트 3사 비교

의료기기 시장은 분야를 막론하고 다국적 기업들이 과점하고 있다. 후발주자인 국내기업은 선택과 집중을 해야했다. 국내 의료기기 시장에서 가장 큰 시장은 치과다. 주기적으로 수요가 발생하며, 고령화에 가장 직접적인 영향을 받으며, 개인병원 형태가 많아 국내업체가 상대적으로 침투하기가 용이했던 것이 주원인으로 보인다.

특히 국내 업체들은 임플란트, 치과용 이미징 장비 분야에서 해외기업들을 대체하며 80~90% 이상의 점유율을 기록하고 있다. 이 중에서 임플란트 업계는 1강 2중 형태로 3개의 선도 기업들이 각각 다른 전략으로 차별화하고 있다.

Top-picks: 오스템임플란트, 디오

치과용 의료기기에 대한 비중확대를 권고한다. 치과용 의료기기 업체는 지난 1년간 한미약품 사태로 인한 헬스케어 소외, 중국 사드 이슈발 중소형주 소외, 회계관련 이슈발생 등 악재가 겹치며, 상대적으로 부진했다.

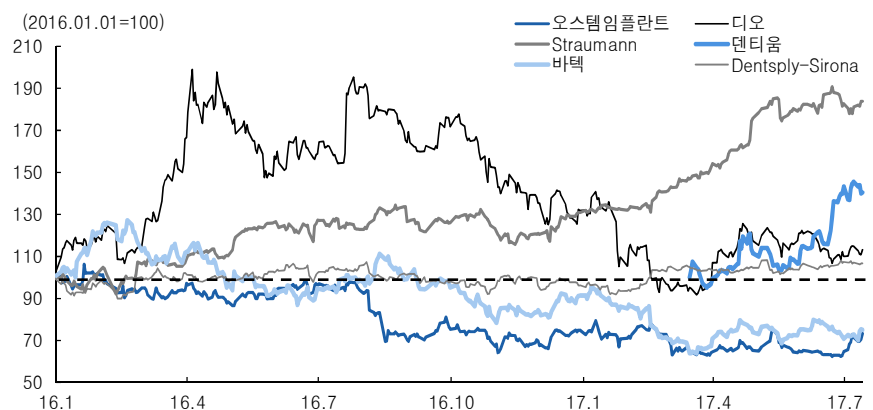
최근 제약/바이오산업을 중심으로 헬스케어에 대한 관심이 다시 높아지고 있는 상황에서 임플란트 업계의 발목을 잡았던 회계이슈도 사실상 마무리되었다. 의료기기 중 가장 꾸준하고 견조한 실적 발생이 가능한 치과용 의료기기 업체들에 대한 관심이 필요한 시점이다.

최선호주로 오스템임플란트(048260/매수/TP 72,000원)과 디오(039840/매수/TP 41,000원)를 추천한다. 오스템임플란트는 지난 분기동안 지속되었던 비용부담이 제한적인 가운데, 해외법인의 외형확대에 의한 영업레버리지 효과로 영업이익률 회복이 기대된다. 디오는 가장 최근까지 임플란트 관련 감사를 받았던 기업으로, 이제 본연의 기업가치에 집중할 수 있는 국면으로 판단된다. 가장 선도적인 디지털 덴티스트리 기술을 보유하고 있으며, 기술력 프리미엄이 점진적으로 주가에 반영될 것으로 예상된다.

국내에서 유일하게 10년 이상의 장기 임상데이터를 보유한 덴티움(145720/매수/TP 63,000원)과 세계 3위 치과용 이미징 업체인 바텍(043150/매수/TP 40,000원)도 관심을 가질만하다. 덴티움은 낮은 공모가에 의한 밸류에이션 매력으로 상장일 대비 40.6% 상승하였음에도 여전히 12개월 Fwd 기준 PER 17.9배 수준에 불과하다.

바텍은 자회사였던 레이언스 연결체의 이후 주가가 부진하다. 전방산업인 치과용임플란트의 성장성이 견조한 가운데, 동사의 치과용 이미징 시장에서의 경쟁력과 지위를 고려할 때 역사적 저점인 현재주가는 매력적이다

치과용 의료기기 상대주가 추이: 상대적으로 부진했던 국내 업체



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

C O N T E N T S

I. 소외받았던 치과용 의료기기	3
1. 치과용 임플란트 업체의 상대주가와 매출성장을 추이	3

II. 치과용 임플란트 3사 비교	5
1. 치과용 임플란트 업체 요약 비교	5
2. 매출 구조	6
3. 비용 구조	7
4. 경영 전략	8

III. 치과용 의료기기 산업분석	10
1. 치과 시장 개요	10
2. 치과용 임플란트(Dental Implants)	11
2. 치과용 방사선 촬영장치(Dental Radiology Equipment)	20

Top Picks 및 관심종목	26
오스템임플란트 (048260)	27
디오 (039840)	30
덴티움 (145720)	33
바텍 (043150)	36

I. 소외받았던 치과용 의료기기

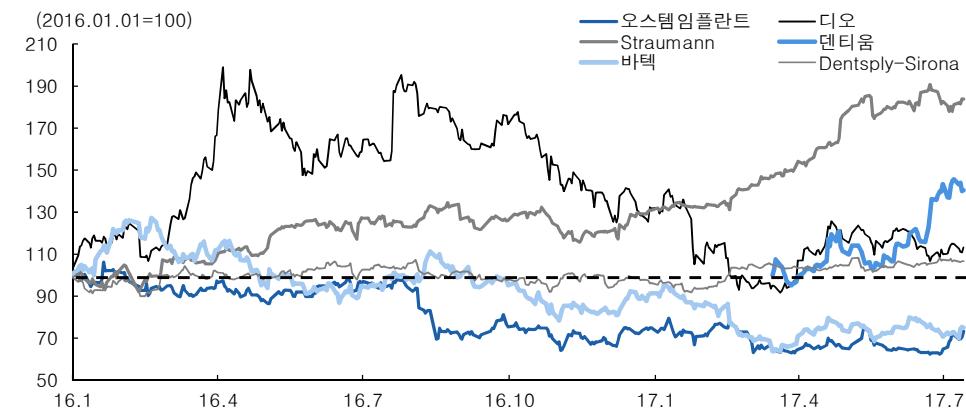
1. 치과용 임플란트 업체의 상대주가와 매출성장률 추이

2016년부터 국내 치과용 의료기기 업체들의 주가는 글로벌 업체대비 상대적으로 부진했다. 우리나라 업체들은 오스템임플란트는 26.7% 하락했고, 바텍은 25.0% 하락했다. 디오는 13.2% 상승했으나 고점대비 42.1% 하락했고, 덴티움은 2017년 3월에 상장하여 직접적인 비교는 어려우나, 상장일 대비 40.6% 상승하였다. 다만, 덴티움의 경우 낮은 공모가에 의한 밸류에이션 매력이 발생한 경우로 예외적인 경우라 할 수 있다.

이에 비해 Straumann은 83.8% 상승하였고, Dentsply-Sirona는 6.7% 상승했다. 국내기업에 비해 사업 영역이 다각화되어 있는 글로벌 기업과 직접적인 비교는 어렵지만, 임플란트 비중이 높은 Straumann의 주가 상승폭이 더 컸다. 장비비중이 높은 Dentsply-Sirona는 상대적으로 상승폭이 작았다. 마찬가지로 대부분 치과용 이미징 장비만 판매하는 바텍이 국내 업체 중 가장 낮은 주가 하락률을 기록했다.

장비업체에 비해서 임플란트업체의 주가상승률이 높은 이유는 신규수요가 훨씬 많기 때문이다. 장비는 한번 구입하면 여러 환자들에 사용될 수 있다. 임플란트와 같은 경우는 매번 신규 수요가 발생한다. Straumann의 주가는 세계 시장의 20% 이상을 점유하고 있는 단순히 시장지배력에 의한 프리미엄이었을까?

그림 1. 치과용 의료기기 상대주가 추이: 상대적으로 부진했던 국내 업체



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

지난 10년간 국내업체와 Straumann의 매출 성장률을 살펴보면 오히려 국내 업체가 더 높다. 오스템 임플란트, 디오, 덴티움은 각각 연간 12.1%, 19.0%, 10.5%씩 상승하였다. 이에 반해 Straumann은 연간 6.9% 상승하였다.

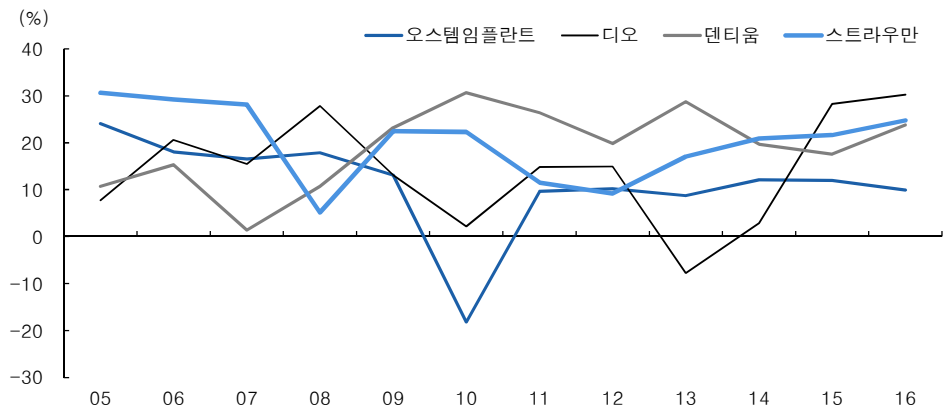
지난 2016년간 매출 성장률을 비교해도 국내업체들의 성장성이 더 높았다. 오스템임플란트, 디오, 덴티움의 2016년 매출액은 각각 24.1%, 25.7%, 22.4% 상승했다. 동기간동안 Straumann의 매출 상승은 12.2%에 그쳤다. 지난 1Q17에도 오스템임플란트, 디오, 덴티움의 임플란트 매출액은 16.9%, 23.9%, 25.4% 상승했다.

국내 임플란트 업체들은 지난 10년간 10~19%에 달하는 성장을 거듭했고, 여전히 높은 성장률을 시현하고 있다. 이렇게 꾸준히 성장할 수 있는 산업과 시장은 그렇게 많지 않다. 이익률 측면에서 비교해도, 결코 Straumann에 비해 떨어지지 않는다. 결론적으로 국내 치과용 의료기기 업체들은 성장성과 이익률이 뒤떨어지지 않음에도 본연의 기업가치만큼 평가받지 못하고 있던 것으로 보인다.

치과용 의료기기에 대한 비중확대를 권고한다. 치과용 의료기기 업계는 지난 1년간 한미약품 사태로 인한 헬스케어 소외, 중국 사드 이슈발 중소형주 소외, 회계관련 이슈발생 등 악재가 겹치며, 상대적으로 부진했다.

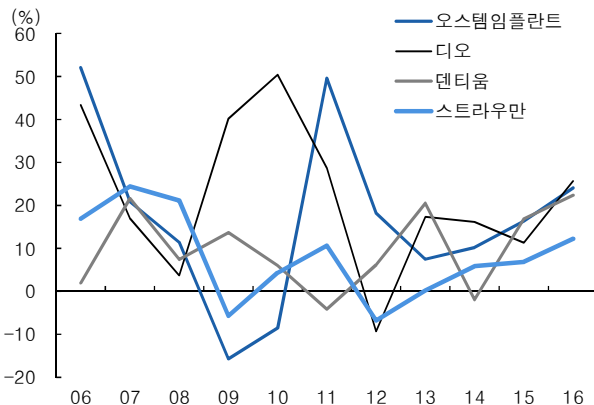
최근 제약/바이오산업을 중심으로 헬스케어에 대한 관심이 다시 높아지고 있는 상황에서 임플란트 업계의 발목을 잡았던 회계이슈도 사실상 마무리되었다. 의료기기 중 가장 꾸준하고 견조한 실적 발생이 가능한 치과용 의료기기 업체들에 대한 관심이 필요한 시점이다.

그림 2. 임플란트 업체의 영업이익률 추이



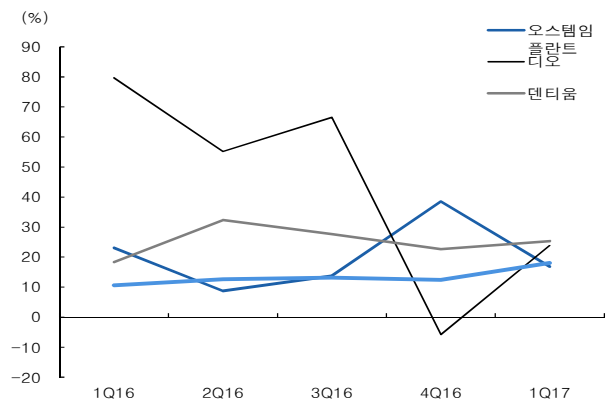
자료: 각사, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 임플란트 업체 연간 전체 매출 성장률 추이



자료: 각사, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 임플란트 업체 분기별 임플란트 매출 성장률 추이



자료: 각사, 미래에셋대우 리서치센터

II. 치과용 임플란트 3사 비교

1. 치과용 임플란트 업체 요약 비교

표 1. 의료기기 global peer valuation: 치과용 임플란트

(십억원)

회사명	시가총액	영업이익률 (%)			PER (배)			PBR (배)			ROE (%)			EV/EBITDA (배)		
		16	17F	18F	16	17F	18F	16	17F	18F	16	17F	18F	16	17F	18F
Straumann	10,325	24.8	25.7	26.3	37.3	37.1	32.4	13.2	10.7	8.6	37.1	32.3	29.4	23.6	27.8	24.8
집머 바이오메트 홀딩스	29,217	10.7	32.7	33.7	24.0	14.8	13.6	2.6	2.4	2.2	5.0	15.6	16.0	17.6	11.5	10.9
덴츠플라이 시로나	16,831	12.1	21.2	22.5	31.2	22.6	19.9	1.8	1.8	1.8	4.4	7.5	8.0	20.2	16.3	14.9
헨리 세인	16,419	6.7	7.1	7.3	26.1	24.8	22.4	5.2	4.5	4.0	18.7	19.6	19.1	16.2	15.6	14.4
패터슨	4,785	5.1	6.5	6.6	20.7	18.6	17.3	3.0	2.7	2.5	12.1	14.6	14.4	14.2	11.9	11.4
오스템임플란트	816	9.9	11.0	12.8	36.9	37.3	25.1	6.7	5.6	4.6	22.1	19.7	23.5	22.1	17.1	12.7
디오	504	30.7	29.8	30.0	29.3	26.0	18.8	5.0	3.7	3.1	22.2	17.0	19.5	20.6	16.3	13.5
덴티움	535	23.8	24.2	25.1	14.8	20.2	16.3	4.3	3.1	2.6	31.8	23.6	20.2	-	13.5	11.2
전체 평균		13.9	19.6	20.3	25.7	23.0	20.3	5.0	4.2	3.6	18.2	18.9	17.9	18.4	16.1	14.6

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 임플란트 업체 비교

(십억원)

2016				1Q17			
항목	디오	오스템임플란트	덴티움	항목	디오	오스템임플란트	덴티움
매출	90.1	344.6	120	매출	20.9	93.5	32
YoY	22.4%	24.1%	25.7%	YoY	-1.2%	20.2%	23.8%
내수	49	179.2	48.8	내수	9.1	46.4	14.3
매출 대비 비중	54.4%	52.0%	40.7%	매출 대비 비중	43.7%	49.7%	44.8%
수출	41.1	165.4	71.2	수출	11.8	47.1	17.7
매출 대비 비중	45.6%	48.0%	59.3%	매출 대비 비중	56.2%	50.3%	55.2%
임플란트	67.3	168.8	106.9	임플란트	18.2	41.1	28.3
YoY	41.1%	18.9%	25.3%	YoY	23.9%	14.2%	25.4%
매출 대비 비중	74.7%	49.0%	89.1%	매출 대비 비중	87.1%	44.0%	88.4%
내수	30.7	103.7	43.5	내수	7.4	25.0	12.8
임플란트 매출 비중	45.6%	61.4%	40.7%	임플란트 매출 비중	40.8%	60.7%	45.2%
수출	36.6	65.2	63.4	수출	10.8	16.1	15.7
임플란트 매출 비중	54.4%	38.6%	59.3%	임플란트 매출 비중	59.4%	39.3%	55.5%
제품	65.3	269.7	111.1	제품	18.2	72.9	29.7
매출 대비 비중	72.5%	78.3%	92.6%	매출 대비 비중	87.1%	78.0%	92.8%
중국	8.5	54.3	33.5	중국	0.7	13.5	7.5
매출 대비 비중	9.4%	15.8%	27.9%	매출 대비 비중	3.3%	14.4%	23.4%
해외 매출 내 비중	20.7%	32.8%	47.1%	해외 매출 내 비중	6.0%	28.7%	42.5%
매출원가	30.8	141.1	36.7	매출원가	5.7	37.1	8.4
매출 대비 비중	34.2%	40.9%	30.6%	매출 대비 비중	27.2%	39.7%	26.2%
판관비	31.7	169.2	54.8	판관비	8.7	48.5	15.1
매출 대비 비중	35.2%	49.1%	45.7%	매출 대비 비중	41.8%	51.9%	47.2%
영업이익	31.7	34.2	28.5	영업이익	6.5	7.9	8.5
매출 대비 비중	35.2%	9.9%	23.8%	매출 대비 비중	30.9%	8.4%	26.7%
급여	10.6	69.2	19.8	급여	3.6	21.8	5.2
매출 대비 비중	11.8%	20.1%	16.5%	매출 대비 비중	17.2%	23.3%	16.3%
경상개발비	2.4	22.0	6.9	경상개발비	0.4	6.7	2.2
매출 대비 비중	2.6%	6.4%	5.8%	매출 대비 비중	1.9%	7.2%	6.9%
외국인 지분율	24.6%	49.0%	-	외국인 지분율	20.4%	47.4%	3.7%

자료: 미래에셋대우 리서치센터

2. 매출 구조

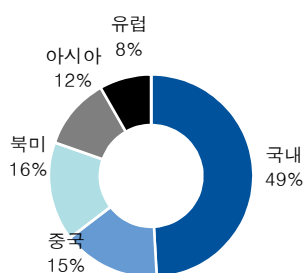
3사 모두 수출비중이 45~59%를 차지한다. 세계에서 가장 고도화된 국내 시장의 성장이 다소 둔화된 가운데, 수출 비중이 점차 증가하고 있다. 해외시장에서는 지리적으로나, 성장성 면에서 중국 비중이 가장 높은 가운데, 업체별로 지역별 비중은 다소 차이가 있다.

덴티움은 중국시장의 비중이 23% 이상으로 가장 높다. 특히 3사 중 유일하게 중국에 현지공장을 준 공하여 현지생산 전략을 활용할 계획이다. 중국 공장 가동시 마진 개선과 함께 무역리스크가 상당부분 해소될 것으로 예상된다. 또한 3사중 유일하게 중동지역과 유럽거점으로 두바이를 활용하고 있다. 동사는 경쟁사 대비 북미지역 비중이 거의 없는 것이 특징이다. 러시아 지역의 매출의 변동성이 높은 편인데, 안정화가 필요하다.

오스템임플란트는 중국과 북미지역 비중이 약 15%, 16% 정도로 가장 높은 비중을 차지한다. 특히 미국에는 현지공장을 보유하고 있어 외형성장과 이익률이 높은 편이다. 2Q16 중국 영업권 갱신이 지연되며 고성장을 기록하던 중국시장의 성장이 둔화되었는데, 중국 시장의 성장세 회복이 필요하다. 고비용 구조인 해외사업의 흑자전환에는 외형확대를 통한 영업레버리지 효과가 필요하기 때문이다.

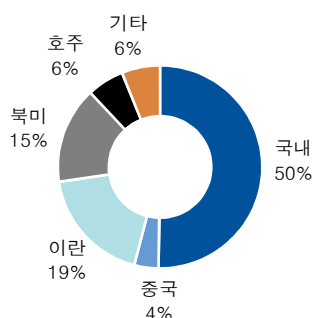
디오는 최근 JV설립으로 이란 비중이 19%로 높아졌다. 북미지역 비중은 15%정도이며, 호주가 6% 비중을 차지한다. 중국이 10% 정도로 비중이 높았으나 최근 JV설립으로 기존대리점을 정리하면서 비중이 4% 수준으로 축소되었다. 가장 높은 성장성을 지닌 중국 시장의 회복이 필요하다.

그림 5. 오스템임플란트의 지역별 매출비중



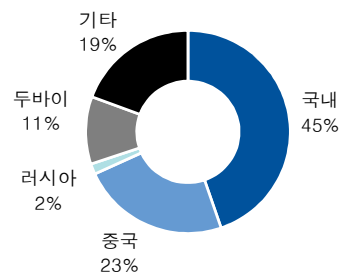
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 디오의 지역별 매출비중



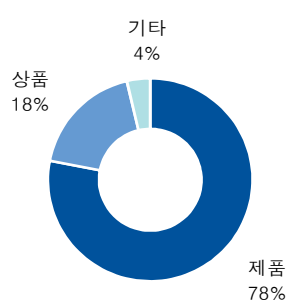
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 덴티움의 지역별 매출비중



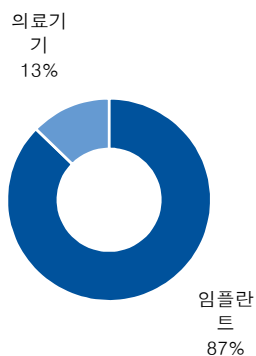
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 오스템임플란트 사업부문별 매출비중



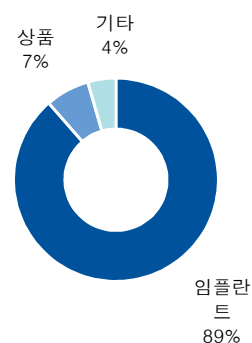
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 디오의 사업부문별 매출비중



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 덴티움의 사업부문별 매출비중



자료: 미래에셋대우 리서치센터

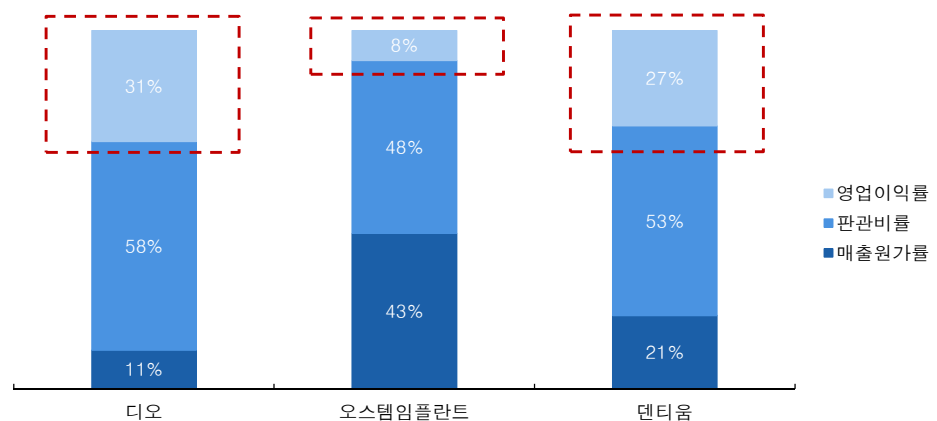
3. 비용 구조

비용 구조는 영업전략에 따라 업체별로 차이가 있다. 오스템임플란트의 경우, 경쟁사에 비해 영업이익률이 15~20%p 이상 낮다. 이는 오스템임플란트가 해외에서도 직접영업방식을 고수하기 때문이다. 경쟁사는 딜러와 직접영업방식을 동시에 활용한다. 이로 인해 매출원가와 판관비가 모두 높다. 동사의 내수시장 영업이익률은 25%에 달한다. 오스템임플란트의 경우, 해외시장의 외형확대에 의한 영업 레버리지 효과가 발생해야 마진이 개선될 수 있는 구조이다.

오스템임플란트는 자체 제품 비중이 78% 수준으로 가장 낮다. 상품은 원가가 높을 수 밖에 없다. 또한 치과용 이미징 장비들을 내재화하는 과정에서 매출의 6~7%에 달하는 경사개발비를 지출하고 있는데, 이러한 부분도 매출원가를 높이는 원인에 해당한다.

디오는 덴티움보다 영업이익률이 더 높은데, 주력모델인 UF II 외의 수익성 낮은 임플란트 모델을 정리하며 수익성을 제고했다. 또 다른 이유는 덴티움의 경사개발비가 더 높기 때문이다. 덴티움은 디지털 덴티스트리를 구축하기 위하여 디지털 이미징 장비들을 내재화하고 있는데, 이로 인해 경사개발비가 매출의 6~7%가 소요되고 있다. 이에 반해 디오의 경사개발비는 매출의 2~3% 수준이다.

그림 11. 임플란트 업체별 마진 구조



자료: 각사, 미래에셋대우 리서치센터

4. 경영 전략

오스템 임플란트는 치과의사향 임플란트 기술 교육으로 임플란트 공급처를 늘리고, TV 광고 마케팅을 통해서 소비자들의 임플란트 수요를 늘렸다. 이렇게 성장해왔기 때문에 직접 영업방식을 선호한다. 3사 중 가장 많은 영업인력을 보유하고 있으며 급여가 전체매출에서 차지하는 비중도 가장 높다. 현재 치과 밸류체인상에서 사업확대를 진행하고 있으며, Total dental solution provider가 될 확률이 가장 높아 보인다.

디오는 후발주자로서 디지털 덴티스트리관련 SW기술 구축으로 차별화했다. 가장 앞선 디지털 임플란트 관련 기술을 보유하고 있으며, 디지털 네비게이션 시스템, 디지털 교정 등 디지털 관련 기술에 대한 다각화를 진행하고 있다.

덴티움은 국내 업체 중 가장 오래된 임상 데이터를 보유한 기업이다. 임상데이터는 치과 의사들이 가장 중요하게 생각하는 항목 중 하나다. 글로벌 대형 업체들이 국내 업체대비 2배이상 ASP가 높은 이유도 임상 데이터 때문이다. 이와 동시에 치과영역 대부분의 제품을 내재화하려는 계획을 가지고 있다. 현재 골이식재, CAD/CAM, CBCT 등은 내재화를 완료한 상태이다.

그림 12. 오스템임플란트 TV광고



자료: 오스템임플란트, 미래셋대우 리서치센터

그림 13. 덴티움의 임상 데이터



자료: 덴티움, 미래셋대우 리서치센터

그림 14. 디오의 디지털 임플란트



자료: 디오, 미래셋대우 리서치센터

5 Valuation

상장한지 얼마되지 않은 덴티움을 제외하면 오스템임플란트와 디오는 글로벌 임플란트 관련 기업 평균 PER인 23.0배보다 높은 밸류에이션을 받고 있다. 다만, 상술했듯이 국내 임플란트업체들은 글로벌 1위 업체 보다 높은 성장률을 보여왔다. 과거 그러한 성장성에 대한 프리미엄을 받아왔었지만, 최근의 밸류에이션은 대부분 역사적 저점 수준이다.

오스템임플란트는 현재 12개월 Fwd 기준 PER 29.6배 수준이다. 동사는 국내 및 중국 시장 점유율 1위 기업으로 시장 지배력에 대한 프리미엄을 받고 있다. 디오는 12개월 Fwd 기준 PER 22.0배 수준이다. 오스템임플란트와 디오 모두 역사적 저점 수준의 밸류에이션이다. 양사의 성장성과 기술력, 시장지배력 등을 고려할 때 추가 상승 여력은 충분하다는 판단이다.

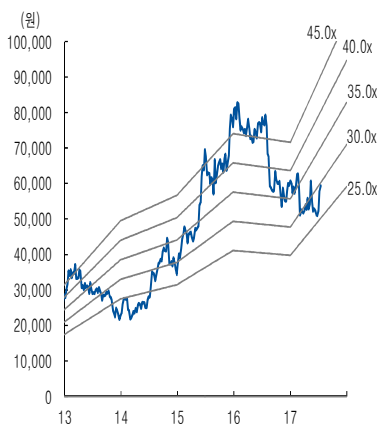
덴티움은 12개월 Fwd 기준 PER 17.9배 수준이다. 공모가를 낮게 받아 발생한 밸류에이션 매력으로 최근까지 주가가 40.6% 상승하였다. 그럼에도 글로벌 Peer 대비 여전히 밸류에이션이 낮다.

표 3. 의료기기 global peer valuation: 치과용 임플란트 (십억원)

회사명	시가총액	영업이익률 (%)			PER (배)			PBR (배)			ROE (%)			EV/EBITDA (배)		
		16	17F	18F	16	17F	18F	16	17F	18F	16	17F	18F	16	17F	18F
Straumann	10,325	24.8	25.7	26.3	37.3	37.1	32.4	13.2	10.7	8.6	37.1	32.3	29.4	23.6	27.8	24.8
집머 바이오메트 홀딩스	29,217	10.7	32.7	33.7	24.0	14.8	13.6	2.6	2.4	2.2	5.0	15.6	16.0	17.6	11.5	10.9
덴츠플라이 시로나	16,831	12.1	21.2	22.5	31.2	22.6	19.9	1.8	1.8	1.8	4.4	7.5	8.0	20.2	16.3	14.9
헨리 세인	16,419	6.7	7.1	7.3	26.1	24.8	22.4	5.2	4.5	4.0	18.7	19.6	19.1	16.2	15.6	14.4
패터슨	4,785	5.1	6.5	6.6	20.7	18.6	17.3	3.0	2.7	2.5	12.1	14.6	14.4	14.2	11.9	11.4
오스템임플란트	816	9.9	11.0	12.8	36.9	37.3	25.1	6.7	5.6	4.6	22.1	19.7	23.5	22.1	17.1	12.7
디오	504	30.7	29.8	30.0	29.3	26.0	18.8	5.0	3.7	3.1	22.2	17.0	19.5	20.6	16.3	13.5
덴티움	535	23.8	24.2	25.1	14.8	20.2	16.3	4.3	3.1	2.6	31.8	23.6	20.2	-	13.5	11.2
전체 평균		13.9	19.6	20.3	25.7	23.0	20.3	5.0	4.2	3.6	18.2	18.9	17.9	18.4	16.1	14.6

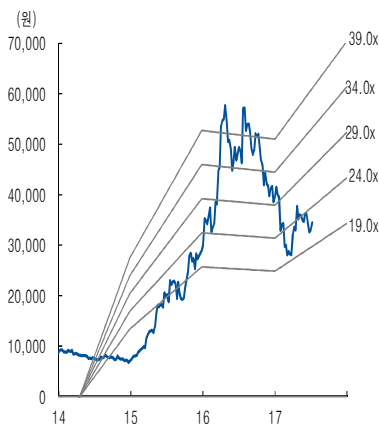
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. 오스템임플란트 PER band chart



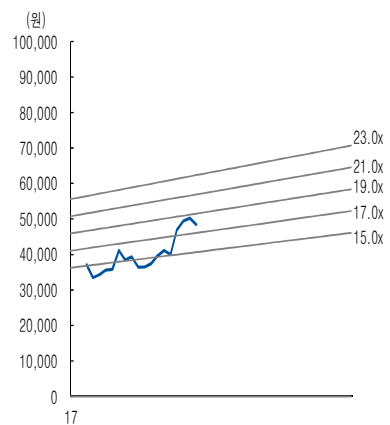
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 16. 디오 PER band chart



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 17. 덴티움 PER band chart



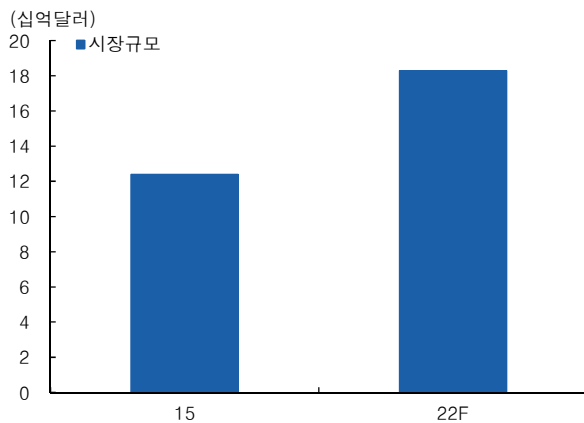
자료: 미래에셋대우 리서치센터

III. 치과용 의료기기 산업분석

1. 치과 시장 개요

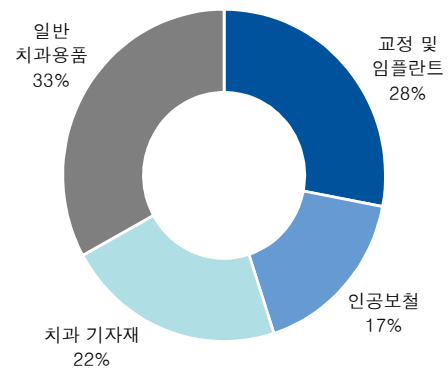
세계 치과시장은 124억달러 규모로 의료기기 시장에서 세계에서 9번째로 큰 시장이다. 2022년까지 연평균 5.7% 성장하여 183억달러 규모로 성장할 것으로 예상된다. 치과시장은 크게 임플란트, 인공 보철, 치과 기자재, 일반 치과시장으로 구분된다.

그림 18. 치과 시장 전망



자료: Marketsandmarkets, 미래에셋대우 리서치센터

그림 19. 치과 시장 세부 시장 비중



자료: Straumann, 미래에셋대우 리서치센터

그림 20. 치과용 진단기기



자료: 비텍, 미래에셋대우 리서치센터

그림 21. 치과용 CAD/CAM



자료: Estetica, 미래에셋대우 리서치센터

2. 치과용 임플란트(Dental Implants)

1) 치과용 임플란트 정의

치과용 임플란트란, 치아가 결손된 부위에 주변 치아를 손상하지 않고 특수금속으로 만든 인공치근을 치조골에 이식하여 본래의 자기 치아와 같은 기능을 수행하는 이식체로 정의된다. 치과용 임플란트는 치조골에 이식되는 고정체(Fixture), 지대주(Abutment) 및 치아의 형상을 재현 시켜주는 크라운(Crown)으로 구성되어 있으며, 통상적으로 고정체와 지대주를 임플란트라고 한다. 재료기준으로 골유착이 우수한 티타늄 임플란트가 전체 시장의 99%를 차지하고 있다.

임플란트는 고령화와 연관이 깊다. 1개 이상 영구치를 손실한 비중이 55~64세 이상 인구는 68%에 달한다. 그러나 실제로 시술을 받는 비중은 0.3~1% 수준으로 예상된다.

자연치아에 결손이 발생했을 때 사용되는 치료법에는 브릿지(bridge), 틀니(denture), 임플란트 등이 있다. 임플란트는 타 치료법대비 심미적 기능이 뛰어나고, 지속력이 15년 이상(일반보철 치료 7~10년)으로 내구성이 우수한 편이다. 다만, 비용이 고가이고 당뇨병과 고혈압 등의 질환이 있는 환자에게는 시술을 할 수 없다는 단점이 있다.

그림 22. 임플란트의 구조

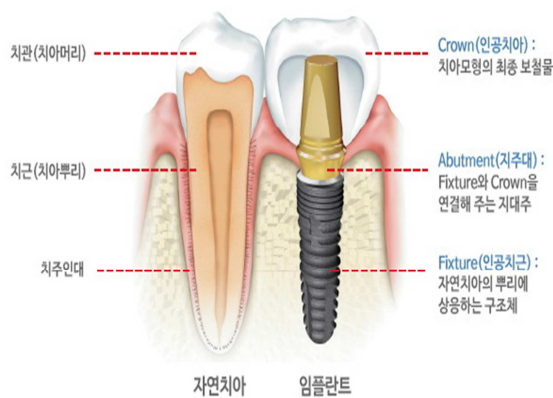
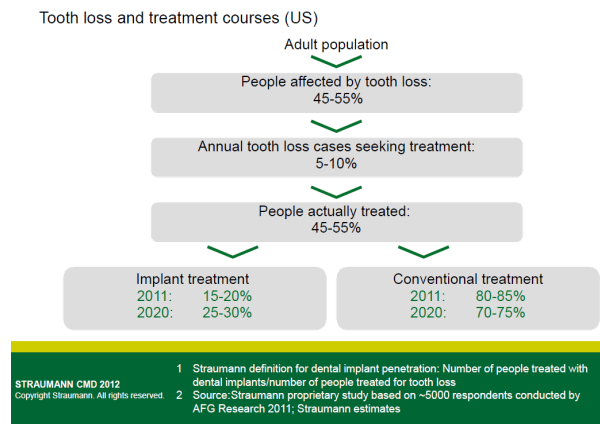


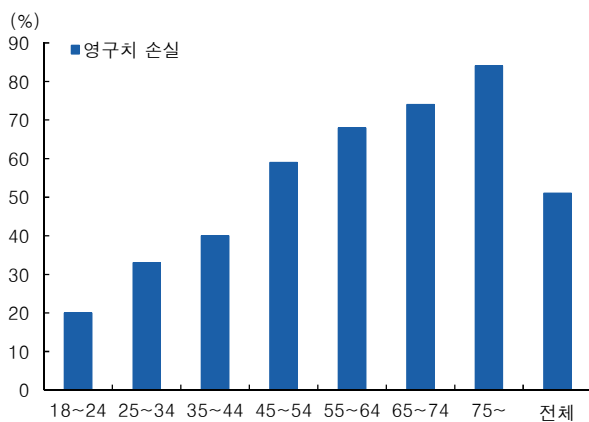
그림 23. 임플란트를 실제로 치료받는 비율



자료: 구글, 미래에셋대우 리서치센터

자료: Straumann, 미래에셋대우 리서치센터

그림 24. 연령대별 1개 이상 영구치 손실 발생 비율



자료: Straumann, 미래에셋대우 리서치센터

그림 25. 임플란트 vs. 브릿지 vs. 틀니

종류	임플란트	브릿지	틀니
시술방법	치아가 빠진 부위에 잇몸 뼈 안에 식립	양쪽 치아를 깎아 새 치아를 한 덩어리로 제작하여 빠진 부위에 매움	잇몸 본을 뜬 후 경형화된 치아 체결 제작
치아손상	인접 치아 손상 없음	건강한 인접 치아 손상	잇몸 뼈의 점진적인 손상
치료기간	3~6개월 소요	짧음	잇몸 뼈의 점진적인 손상
치료비용	초기 비용은 비싸지만 수명 대비 경제적	저렴함	임플란트보다 저렴하지만 추가 비용이 소요되며 관리 시 불편
저작력	자연치아의 80%	치아 부리가 없어 저작력 약함	질기고 단단한 음식 어려움
수명	반영구적 사용 가능	5~10년 주기로 교체	3~4년 주기로 수리, 교체
이미지			

자료: 메가젠, 미래에셋대우 리서치센터

2) 치과용 임플란트 식립 과정

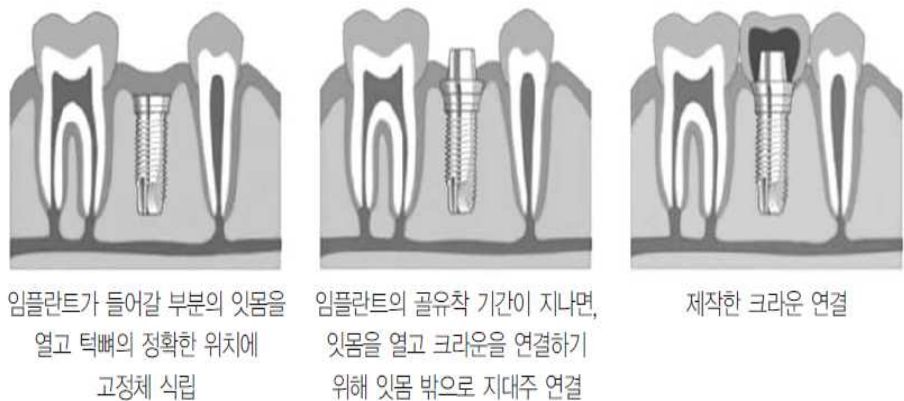
일반적인 치과용 임플란트의 치료과정은 먼저 임플란트가 들어갈 부분의 잇몸을 열고, 턱뼈의 정확한 위치에 고정체를 식립한다. 임플란트의 골유착 기간이 지나면 잇몸 밖으로 지대주를 연결한다. 마지막으로 미리 제작한 크라운을 연결한다.

임플란트의 성공을 좌우하는 것이 바로 골유착(Osseointegration)이다. 골유착이란 쉽게 말해 임플란트 표면과 뼈가 붙는 현상을 말한다. 음식을 씹는 힘을 받아 낼 수 있을 만큼 뼈와 임플란트가 단단히 고정되어야 임플란트로써의 기능을 할 수 있다. 인공적으로 상처가 난 뼈가 아물면서 임플란트 구조물과 결합하는 것이다. 이때 우리 면역계가 작용해서 염증반응이 나타나면, 임플란트가 뼈와 유착되는 것이 아니라, 섬유조직과 유착되어 고정력이 약해진다. 즉, **뼈의 회복력이 임플란트의 성공을 좌우한다.**

골유착을 높이기 위한 방법으로 임플란트에 표면처리를 한다. 1988년 Straumann이 개발한 S.L.A방식이 아직도 Gold Standard로 선호된다. S.L.A.은 임플란트 표면을 Sand Blast처리한 후, 2차적으로 산화 처리하여 표면적을 최대한으로 증대시킨 표면처리 방법이다.

RBM는 미세한 직경의 거친 입자들을 임플란트 표면에 뿌려 얇는 방식이다. Acid Etching은 고온의 산성 용액으로 임플란트를 부식시킨다. Anodizing은 고온의 전해질 용액에 임플란트를 담그고 전기 화학적 자극을 가하여 임플란트 표면에 산화막을 형성시킨다. H.A. coating은 인체 뼈와 유사한 생체 적합성 물질인 수산화인회석(HA)으로 코팅하는 방식이다. 최근 생리활성물질을 코팅한 생물학적 코팅법이 개발되고 있는데, 추가적인 임상 데이터가 필요하다.

그림 26. 치과용 임플란트의 치료과정



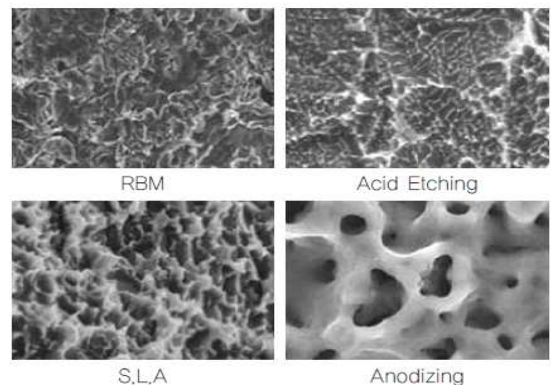
자료: 고려대학교구로병원, 한국보건산업진흥원, 미래에셋대우 리서치센터

그림 27. 치과용 임플란트의 치료방법

분류	그림	내용
한 개의 치아가 없는 경우 (Single Tooth Replacement)		임플란트 가장 일반적이며, 치아당 1개의 임플란트를 심는 방식
다수의 치아가 없는 경우 (Fixed Multiple Tooth Replacement)		임플란트 브릿지 3개 이상의 치아가 상실 되었을 때 사용되며, 최소한의 임플란트를 사용 하여 빠진 치아의 공간을 크라운으로 메우는 방식
모든 치아가 없는 경우 (Removable Implant-Supported Tooth Replacement)		임플란트 틀니 모든 치아가 없을 때 사용되며, 최소 2개에서 6개의 임플란트가 지대주를 지지하기 위해 사용됨

자료: 한국보건산업진흥원, ICOI dental implants, 미래에셋대우 리서치센터

그림 28. 임플란트의 표면처리 확대사진



자료: 한국보건산업진흥원, 미래에셋대우 리서치센터

3) 치과용 임플란트 시장 규모

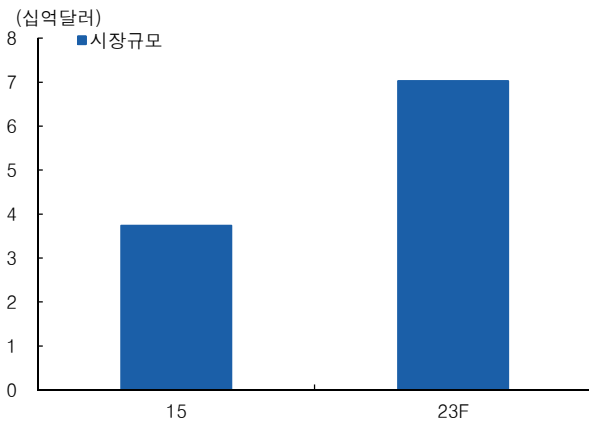
2017년 세계 치과용 임플란트 시장 규모는 약 43.8억 달러로 추정된다. 대륙별로는 유럽과 미국이 각각 35%, 32%로 가장 크다. 이 352.3%로 가장 크며, 이어 북미(31.9%), 아시아-태평양(27.4%), 남미(7.4%), 중동 및 아프리카(1%)가 각각 차지하고 있다.

2023년까지 연평균 8.2%로 성장하여 70.3억 달러 규모로 증가할 것으로 전망된다. 무치악 발병률이 높은 고령 인구의 지속적인 증가, 이미징 국가의 소득수준 향상, 디지털 가이드 같은 신기술의 등장으로 치과용 임플란트 수요가 증가하는 것이 주 원인으로 보인다.

세계 치과용 임플란트 시장은 업체간 합종연횡으로 상위업체가 지배하는 시장이다. 2016년 Dentsply는 Sirona를 인수했다. 2015년 Straumann은 브라질의 Neodent를 인수했다. 2014년 Zimmer는 Biomet를, PEF인 Danaher는 Nobel Biocare를 인수했다.

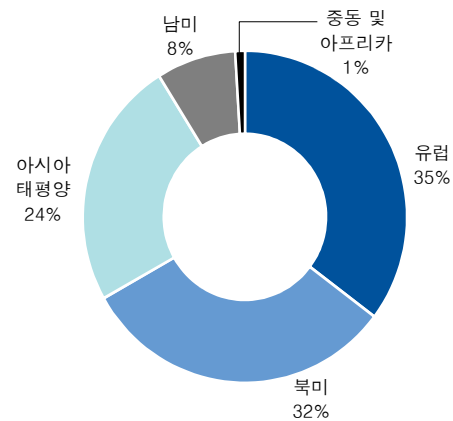
2016년 기준 Straumann이 전체 시장의 약 23%로 1위를 차지하고 있고, Nobel biocare(19%), Dentsply Sirona(15%), Zimmer Biomet(10%), Henry Schein(7%), Osstem(6%) 순으로 상위 6개 기업이 전체 시장의 약 80%를 점유하고 있다.

그림 29. 세계 치과용 임플란트 시장 규모 및 전망



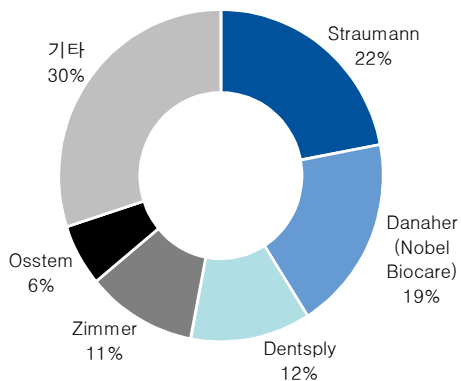
자료: MRG, 미래에셋대우 리서치센터

그림 30. 치과용 임플란트 시장 지역별 점유율



자료: Dental implants, 한국보건산업진흥원, 미래에셋대우 리서치센터

그림 31. 세계 치과용 임플란트 시장 점유율



자료: Straumann, 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 32. 치과용 임플란트 시장의 합종연횡

2015: Five large players remain

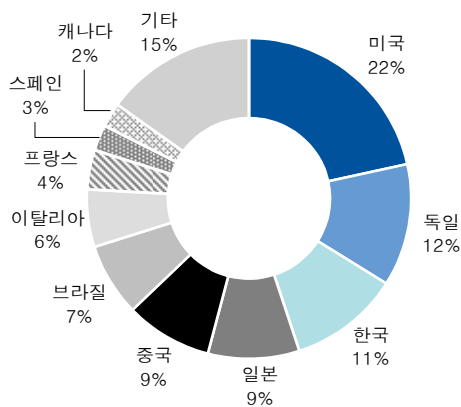


자료: Straumann, 미래에셋대우 리서치센터

세부국가 별로 살펴보면, **미국이 10억달러 수준으로 가장 큰 시장**이나 성장성은 전체 시장대비 크지 않다. 전체 시장은 이머징 국가 중심으로 성장하고 있다. 그 중 가장 돋보이는 국가는 중국이다. **중국 임플란트 시장은 아직 전체 인구 대비 규모가 매우 작은 1.2억달러 수준이다.** 그러나 임플란트 시장은 **연평균 19.5% 상승**하여 2023년에는 4.9억달러 규모로 성장할 것으로 예상된다. 임플란트의 직접적인 수요자인 임플란트 시술 가능한 치과 의사의 비중도 매년 큰 폭으로 증가하는 추세이다. 2014년 기준 19%를 기록하였다.

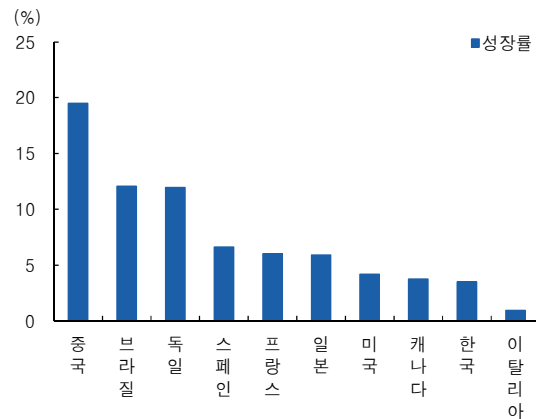
중국 시장 역시 글로벌 기업들이 장악하고 있다. 상위 4개사의 점유율이 95%를 차지하고 있다. 그 중에서도 **한국의 오스템임플란트는 중국 시장 점유율 36%로 1위를 기록**하고 있다.

그림 33. 치과용 임플란트 시장 국가별 비중



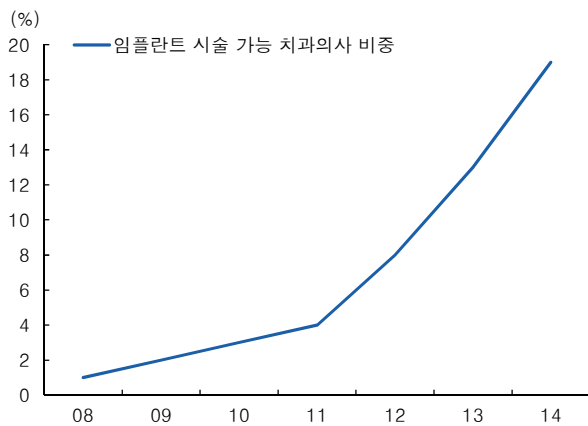
자료: 한국보건산업진흥원, Dental implants, 미래에셋대우 리서치센터

그림 34. 치과용 임플란트 시장 국가별 성장률



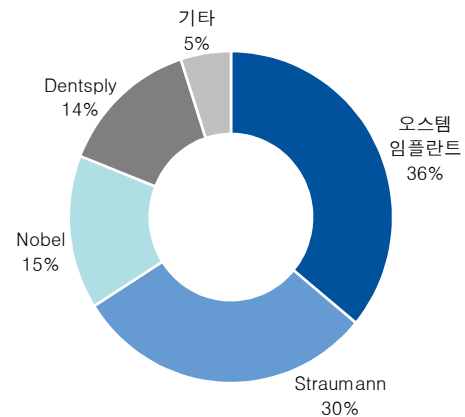
자료: 한국보건산업진흥원, Dental implants, MRG, 미래에셋대우 리서치센터

그림 35. 중국 임플란트 시술 가능 치과 의사 비중 전망



자료: 한국보건산업진흥원, Millennium Research, 미래에셋대우 리서치센터

그림 36. 2015년 기준 치과용 임플란트 중국시장 점유율



자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

2017년 국내 치과용 임플란트 시장규모는 2.6억달러로 추정된다. 2023년까지 연평균 4.2% 성장하여 3.3억달러 규모로 성장할 것으로 보인다. **2016년부터 치과용 임플란트 보험 급여 적용대상이 65세 이상으로 확대되어 추가 성장이 가능할 것으로 보인다.**

우리나라는 **만명당 임플란트 식립률이 412명**으로 세계시장에서 압도적으로 높다. 그것은 2014년부터 순차적으로 치과용 임플란트 보험 급여 적용이 진행되었기 때문이다. 임플란트 보험(본인부담금 50%)제도로 인해 치과용 임플란트 잠재적 소비자층의 수요가 확대될 것으로 보인다. 보험 급여 효과로 120~610억 원 수준의 신규 시장이 형성될 것으로 추정된다.

현재 급여 정책 하에서 일부 외산 브랜드와 국내 브랜드 제품들이 보험 급여를 받고 있고, 환자 부담 기준 상위사 제품의 가격과 하위사 제품 가격과 큰 차이를 보이고 있지 않고 있어, 품질이 더 우수한 국내 상위사 제품으로 환자의 선택이 집중될 것으로 예상된다. **결국 국내 시장은 제품력, 영업력, 브랜드 인지도, 자본력 등 측면에서 우위를 점하고 있는 상위 업체 중심으로 재편될 것으로 판단된다.**

표 4. 치과임플란트 비용 절감 효과

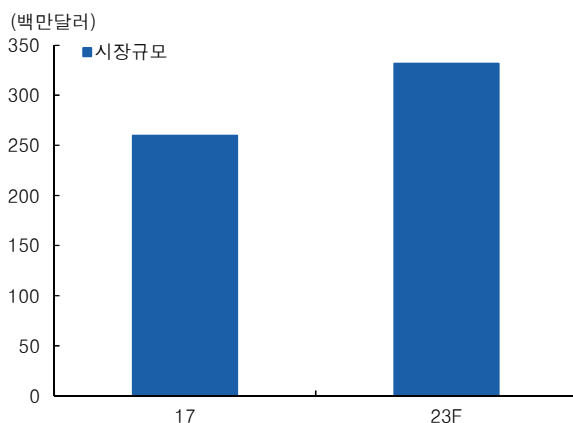
(원)

구분	치과임플란트	가격수가
가격(수가)	1,175,720	행위로 1,055,720원 + 식립재료(고정체, 지대주)
본인부담금 (50%)	587,860	가격 12만원(SLA 고정체 + 분리형 Straight 지대주)

주: 2016년 의원급 기준

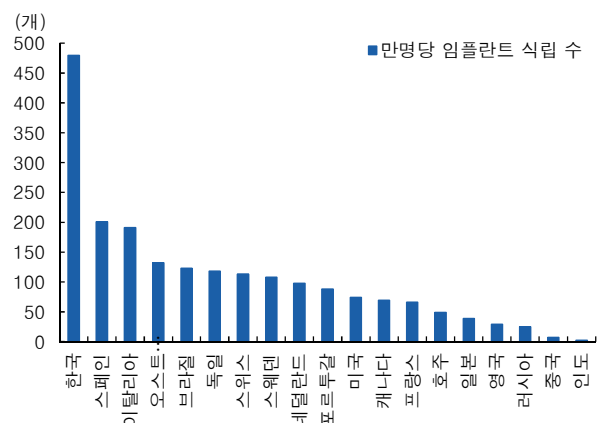
자료: 한국보건산업진흥원, 미래에셋대우 리서치센터

그림 37. 국내 치과용 임플란트 시장 규모



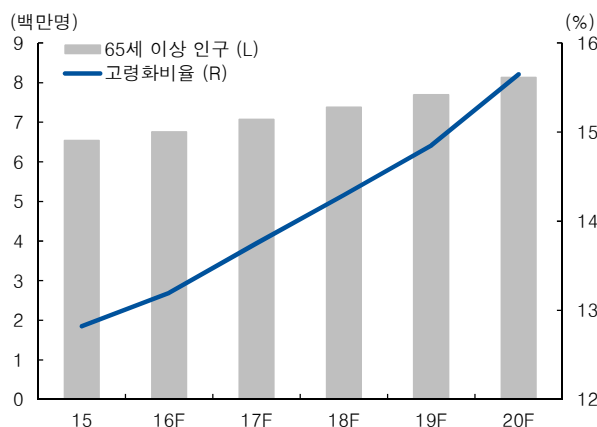
자료: MRG, 미래에셋대우 리서치센터

그림 38. 치과용 임플란트 만명당 보급 현황



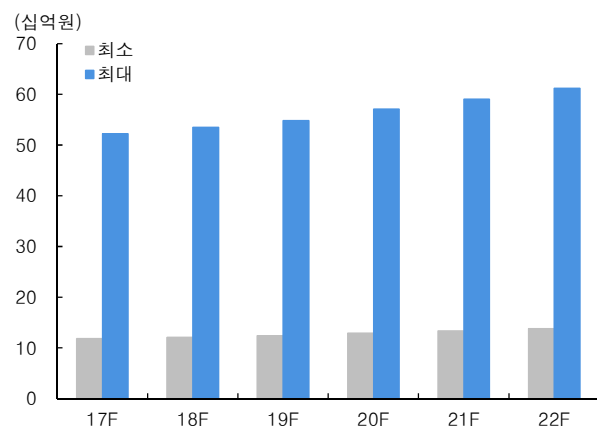
자료: MRG, 미래에셋대우 리서치센터

그림 39. 임플란트 급여 적용 대상 인구 비중 추이



자료: 보건복지부, 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

그림 40. 임플란트 급여 시장 17년 최대 약 520억 원 규모 시장 창출



자료: 보건복지부, 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

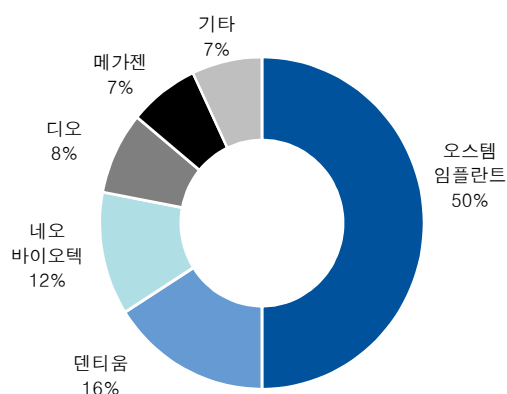
국내 시장은 초기에는 수입제품 위주의 시장이었으나 2000년대 중반 이후 국내 업체들이 빠르게 시장에 진입하면서 90% 이상을 국내 제품이 점유하고 있다. 국내 기업들은 국내 치과용 임플란트 시장을 장악하면서, 기술력을 키우고, 임상 데이터를 축적해왔다.

이러한 경쟁력을 바탕으로 지속적으로 수출을 늘려가고 있다. 국내 치과용 임플란트 수출은 2010년 5,200만 달러에서 2015년 1억 5,200만 달러로 연평균 23.9% 성장하였다. 중국은 전체 수출 비중의 29%를 차지하는 가장 중요한 국가이다.

국내 임플란트 시장에서 의사들이 가장 많이 사용하는 브랜드는 오스템임플란트이다. 동사는 치과의사들이 첫번째 그리고 두번째로 가장 많이 사용하는 임플란트로 꼽혔다. 특히 두번째로 선택하는 옵션이 없다는 비중도 20% 수준임을 고려할 때, 동사는 실질적으로 치과의사들이 임플란트 시술이 가장 많이 선택하고 있는 업체로 해석할 수 있다.

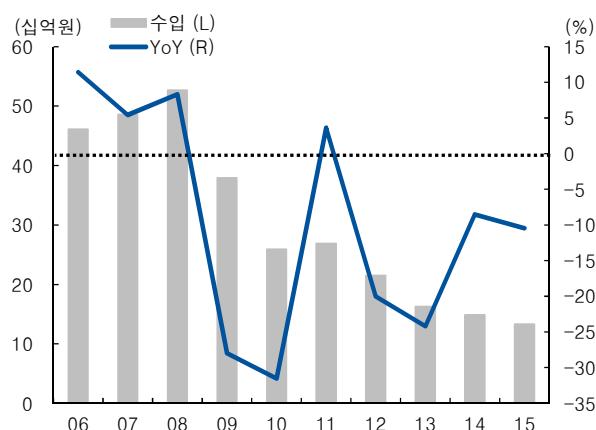
그러나 재밌는 현상은 국내 시장에서 치과의사가 가장 선호하는 브랜드로는 덴티움의 꼽힌다는 점이다. 가장 오래된 임상데이터를 보유하고 있기 때문으로 해석된다. 2위는 오스템임플란트이며, 최근 덴티움과의 폭을 상당히 좁혀나가고 있다.

그림 41. 국내 치과용 임플란트 시장 점유율



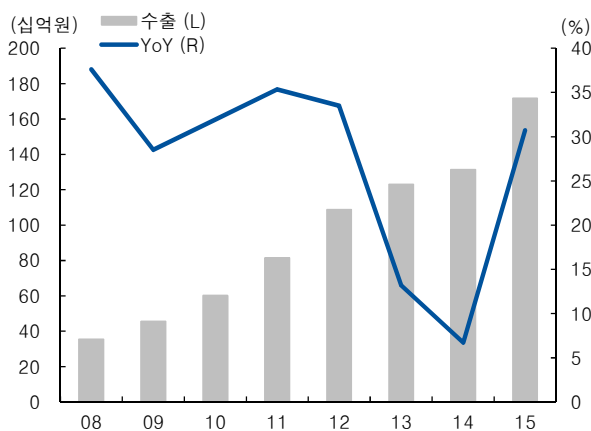
자료: 한국보건산업진흥원, 미래에셋대우 리서치센터

그림 42. 국내 치과용 임플란트 수입 규모



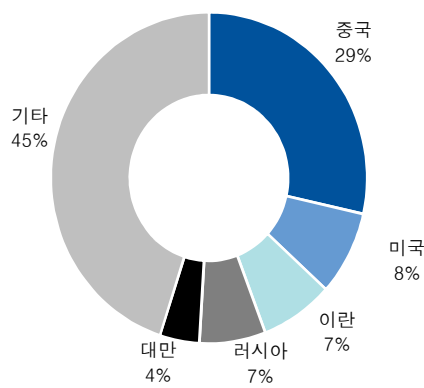
자료: 한국보건산업진흥원, 미래에셋대우 리서치센터

그림 43. 국내 치과용 임플란트 수출 규모



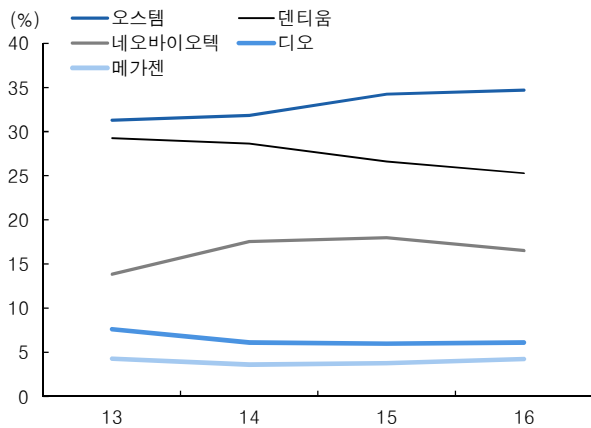
자료: 한국보건산업진흥원, 미래에셋대우 리서치센터

그림 44. 치과용 임플란트 주요 수출국가



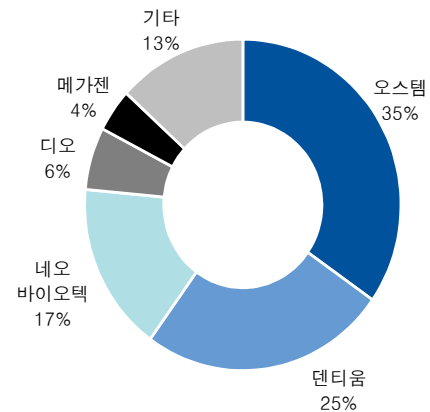
자료: 한국보건산업진흥원, 미래에셋대우 리서치센터

그림 45. 치과 의사가 가장 많이 사용하는 임플란트 추이



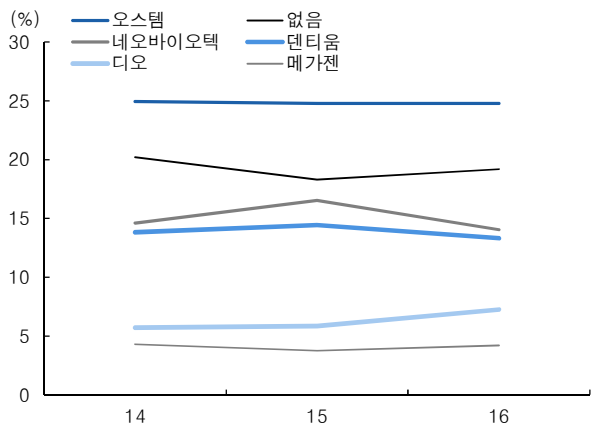
자료: 덴트포토, 미래에셋대우 리서치센터

그림 46. 치과 의사가 가장 많이 사용하는 임플란트



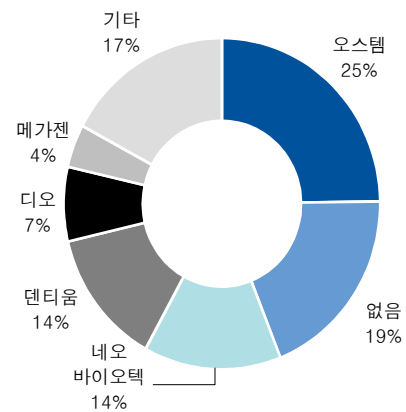
자료: 덴트포토, 미래에셋대우 리서치센터

그림 47. 치과 의사가 두번째로 사용 많이 하는 브랜드 추이



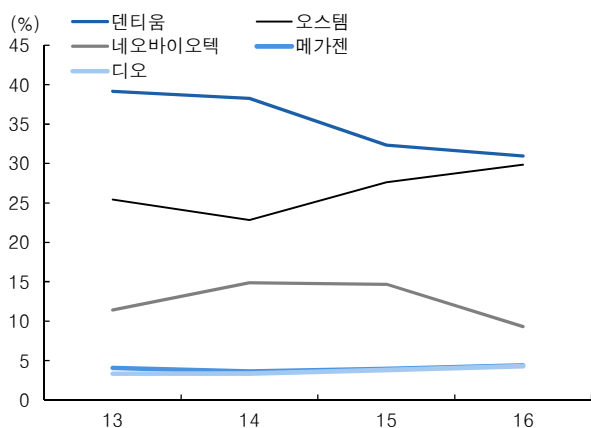
자료: 덴트포토, 미래에셋대우 리서치센터

그림 48. 치과 의사가 두번째로 사용 많이 하는 브랜드



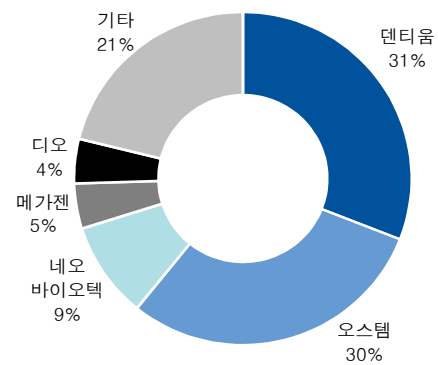
자료: 덴트포토, 미래에셋대우 리서치센터

그림 49. 치과 의사가 가장 선호하는 임플란트 추이



자료: 덴트포토, 미래에셋대우 리서치센터

그림 50. 치과 의사가 가장 선호하는 임플란트



자료: 덴트포토, 미래에셋대우 리서치센터

4) 디지털 임플란트

최근 치과영역에서도 디지털 기술의 도입된 디지털 덴티스트리(Digital Dentistry)가 주목받고 있다. 디지털 기술이 접목된 좋은 예는 디지털 임플란트다. 디지털 임플란트 시술에는 디지털 영상진단, CAD /CAM, 3D프린팅 등 각종 디지털 기술이 활용되고 있다. 일반 임플란트 시술 대비 높은 성공률과 정확한 식립이 가능하고, 환자의 통증과 출혈이 경감된다. 임플란트의 골유착기간, 시술 시간도 모두 단축된다. 또한, 비숙련 의사들에게 시술에 대한 진입장벽이 낮추는 역할을 할 수 있다.

디지털 임플란트 시술은 먼저 디지털 영상진단 장비로 구강구조를 디지털화한다. 이후 CAD/CAM 시스템을 활용하여 수술용 가이드를 3D프린팅으로 제작하고, 시뮬레이션 후 시술하게 된다. 디지털 임플란트의 핵심은 수술용 가이드 제작이다. 수술용가이드란 임플란트 식립 위치에 구멍이 뚫려 있어 정확하고 최소 침습의 수술이 가능한 기구다. 환자의 치아 구조에 맞게 제작되었고, 마우스피스같이 생겼다. 수술가이드는 구강내 구조와 구강외 구조를 시각화한 후 조합하여 제작한다.

수술가이드는 제작방식에 따라서 크게 아날로그, 반디지털, 디지털 형태로 구분할 수 있다. 아날로그 방식은 구강 내 구조를 본 뜬 석고를 활용하여 수술용 가이드를 제작한다. 정확도가 제일 낮다. 구강 외 구조를 촬영하는 방식에 따라 세부 구분이 되기도 한다.

그림 51. 석고모형을 바탕으로 만들어지는 아날로그 임플란트 가이드



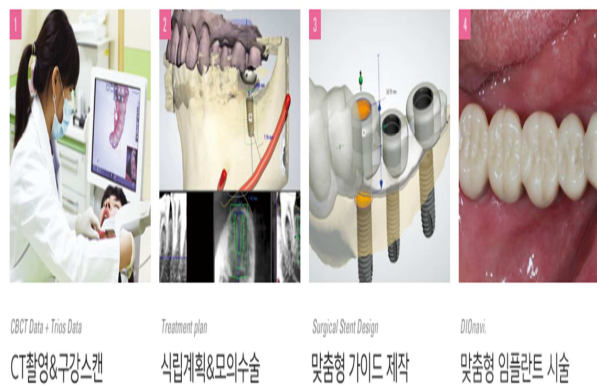
자료: Dental Lab Network, 미래에셋대우 리서치센터

그림 52. CAD/CAM을 활용하여 만들어지는 디지털 임플란트 가이드



자료: 디오, 미래에셋대우 리서치센터

그림 53. 디지털 임플란트의 시술 과정



자료: 디오, 미래에셋대우 리서치센터

그림 54. 디지털 임플란트 가이드를 활용한 정확한 임플란트 식립



자료: 디오, 미래에셋대우 리서치센터

반디지털부터 본격적인 디지털 방식으로 여겨진다. 반디지털(Half digital)은 구강 내 구조를 석고 모형으로 취득하고 이것을 스캐너를 통해 디지털화 한다. 디지털(Full Digital) 방식은 구강구조를 구강스캐너로 직접취득하여 디지털화한다. 이렇게 취득한 영상과 CBCT로 구강 외 촬영한 영상을 합쳐 CAD/CAM을 이용하여 설계를 하고 3D프린팅으로 수술용가이드를 제작한다. 최근에는 교정부문까지 디지털 기술이 적용되어 관련 제품이 출시되었다.

물론 아직 시장에 본격적으로 상용화된지 5년이 되지 않아, 임상데이터가 부족하다. 현대의학은 근거의학을 바탕으로 한다. 임상데이터가 바탕이 되지 않으면 도입을 꺼려하는 의사들도 많다. 또한, 대부분의 병원은 CT는 보유하고 있지만, Full-Digital 기술을 하기 위해서는 3D 구강스캐너가 필수적이다. 3D 구강스캐너는 약 3천만원으로 규모가 크지 않은 치과에서는 부담이 될 수 있는 가격이다.

디지털 기술이 본격적으로 시장에 침투하기 위해서는 임상데이터가 확보되고, 장비 구입에 대한 대안이 필요하다. 그 전까지는 디지털 기술을 다른 병원과 차별화하기 위한 마케팅 도구로써 활용하려는 의사들과, 아직 기술이 성숙하지 않은 비숙련 의사들을 중심으로 성장해 나갈 것으로 전망된다.

표 5. 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	- 구강외 촬영사진은 참고용으로 활용 - 석고모형을 토대로 아날로그 스텐트 제작
	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 (임프레션 스캐너)	O	밀링머신/ 3D프린터	3D 스텐트	- 석고모형을 임프레션 스캐너로 스캔 - CBCT로 구강의 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

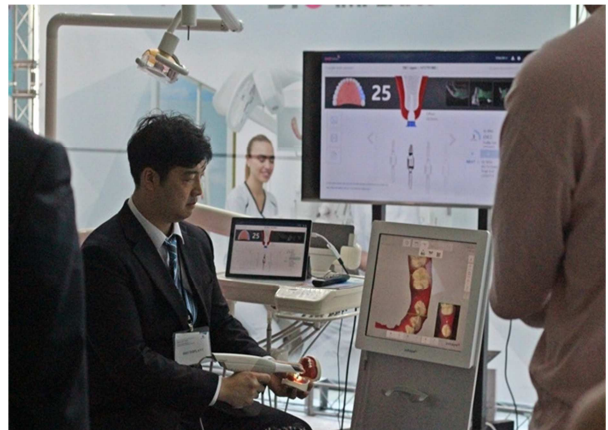
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 55. 구강 스캐너



자료: 3shape, 미래에셋대우 리서치센터

그림 56. 디오나비의 디지털 교정 장치



자료: 디오, 미래에셋대우 리서치센터

2. 치과용 방사선 촬영장치(Dental Radiology Equipment)

1) 치과용 방사선 촬영장치 개요

방사선 촬영장치는 방사선을 이용해 영상을 획득한다. 이 중 치과목적으로 사용하는 경우가 많아 치과용방사선촬영장치로 따로 분류한다. Dental Imaging이라고도 부른다. **덴탈 이미징 장비는 치과에서 치아, 뼈, 연조직 등을 방사선을 이용해 영상을 획득하는 장치를 말한다.** 크게 디지털 방식과 필름을 이용한 아날로그 방식이 있다. 아날로그 방식은 디지털에 의해 대체되어 신규시장은 거의 없고, 디지털 방식으로 전환하는 교체 수요가 존재한다.

덴탈 이미징 장비는 촬영방식에 따라 크게 **구강내촬영장치와 구강외촬영장치로 분류한다.** 구강내촬영장치(Intra Oral)는 필름이나 디지털 센서 같은 영상 획득장치를 구강 내에 위치시켜 영상을 획득한다. 주로 치아 및 치아주위조직의 구조(뼈, 잇몸), 치주질환 등 진단에 사용된다. 구강외촬영장치는 외부에 촬영하는 장비를 말한다. 파노라마 X-ray, Cephalo와 Cone Beam CT(CBCT) 등이 속한다. 주로 구강내촬영장치로 촬영이 불가능한 두개골, 안면부위를 관찰하는데 사용된다.

덴탈 이미징 장비는 다시 2D 제품, 3D 제품으로 나뉜다. **임플란트와 같이 입체적인 시술이 필요한 경우 정확한 진단을 위해 3D 제품군이 사용되고, 그 외 일반 치료에는 2D 제품이 사용된다.**

2D 제품군은 크게 **파노라마 방식과 세팔로 방식**으로 나뉜다. 파노라마 방식은 치열을 파노라마 형태로 한눈에 볼 수 있도록 촬영하는 장비다. 가격에 민감한 이머징 마켓이나 일반진료에 대한 수요가 높은 지역에서 선호한다. 세팔로 방식은 교정치료를 위해 얼굴의 측면을 촬영하는 것이다.

3D방식은 CT촬영을 통하여 **입체 영상을 구현한다.** Cone Beam 구조의 X-ray를 사용하여 내부구조를 완전한 3차원 영상으로 재구성한다. 일반적인 CT와는 달리 일정 면적을 갖춘 센서를 이용하여 한번의 회전을 통하여 영상을 촬영하기 때문에 환자에게 피폭되는 X-ray양이 적으며, 사용하는 센서의 픽셀크기가 작아 고해상도의 영상이 획득된다. 주로 임플란트 시술, 성형수술등에 사용된다.

과거에는 각 촬영방식별로 따로 기기를 구비해야 했으나, **최근에는 두 가지 혹은 세 가지 기능을 하나에 장비에 설치한 기기가 관심을 받고 있다.**

표 6. 치과용 방사선 촬영장치의 분류

분류	영상 분류	ASP(달러)	용도 및 특징
구강외 촬영장비 (Extra-Oral)	2D	20,000	- 충치, 발치 치료, 교정 등 일반 치료 - 신흥 지역 중심 - 파노라마, 세팔로 촬영방식
	3D	40,000~80,000	- 임플란트, 교정 등 - 성형외과/이비인후과 - 선진국 중심 - CBCT
구강내 촬영장비 (Intra-Oral)	2D	2,000	- 치아 2~3개 진단 - 구강외 장비와 함께 사용 - 신흥지역에서는 단독으로 사용하는 경우도 있음 - 대부분 치과에서 보유하고 있음
	3D	20,000	- 디지털 임플란트, 교정에 필수 - 선진국 수요 발생 - CAD/CAM 수요 확대

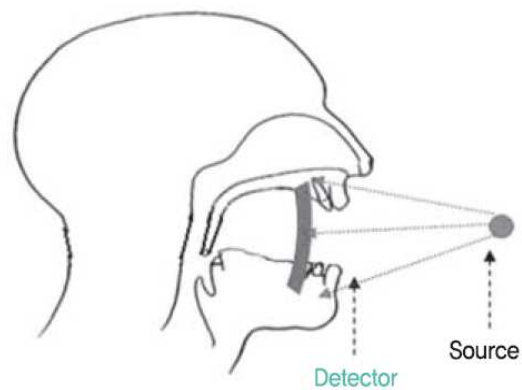
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 57. 구강내 촬영장치 (1)



자료: 바텍, 미래에셋대우 리서치센터

그림 58. 구강내 촬영장치의 원리



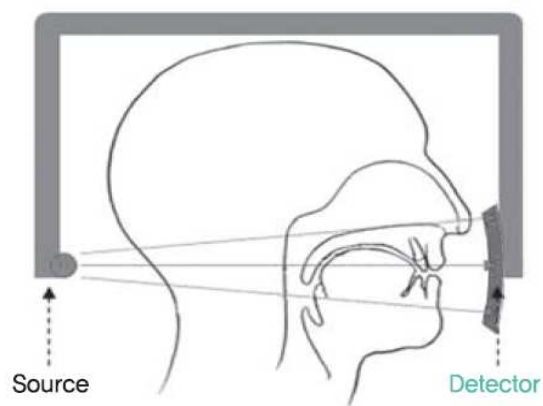
자료: 한국보건산업진흥원, 미래에셋대우 리서치센터

그림 59. 구강외 촬영장치 (1)



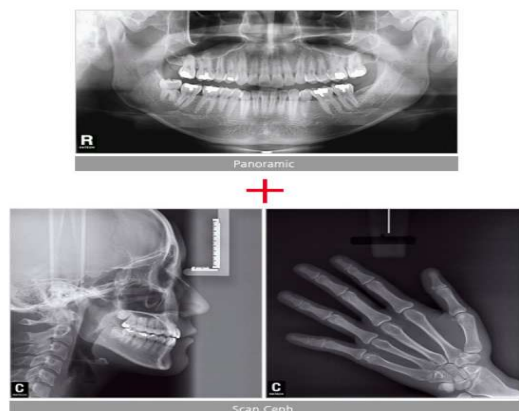
자료: 바텍, 미래에셋대우 리서치센터

그림 60. 구강외 촬영장치 원리



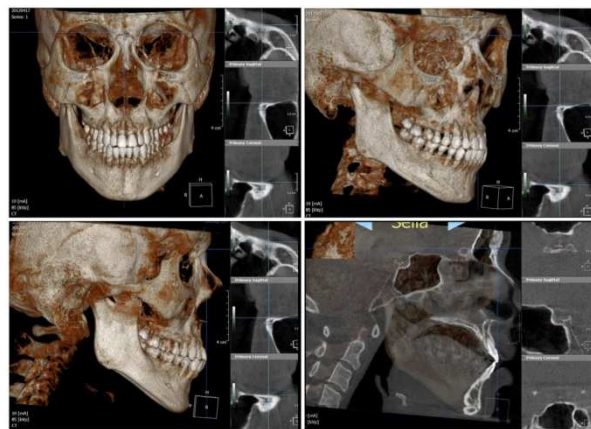
자료: 한국보건산업진흥원, 미래에셋대우 리서치센터

그림 61. 파노라마 vs. 세팔로 방식



자료: 바텍, 미래에셋대우 리서치센터

그림 62. CBCT 촬영 영상

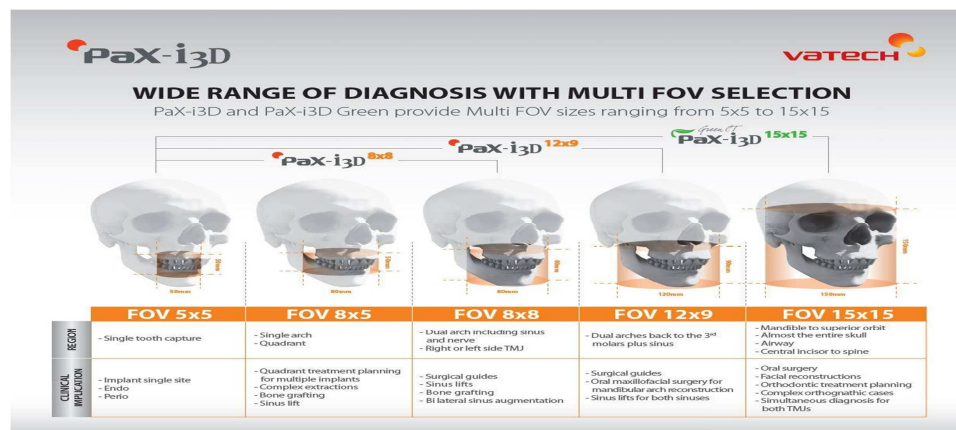


자료: KoreaMed Synapse, 미래에셋대우 리서치센터

제품을 2D와 3D로 구분하기도 하지만, FOV(Field of View)에 따라 구분하기도 한다. **FOV는 시야각으로 넓은 FOV를 가진 제품일수록 더 넓은 치아 구조를 확인할 수 있다.** 특히 교정이나 임플란트의 경우, 주변 골격구조까지 염두해 두어야 올바른 치료가 가능하다. 같은 크기의 FOV일지라도 악궁형태를 따라 영상이 재구성되어 동일 FOV대비 더 많은 영역의 진단정보를 확보할 수 있는 Arch FOV라는 기술도 있다.

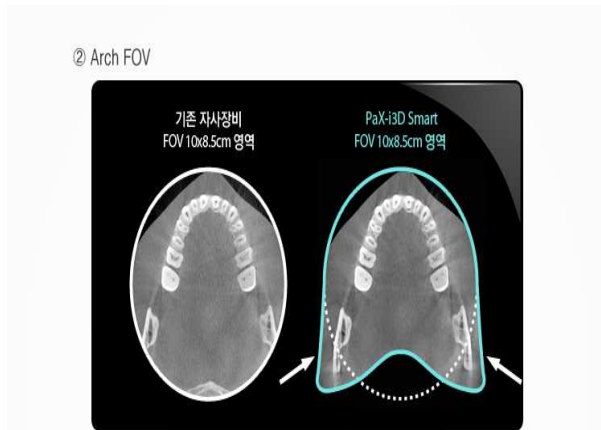
최대 FOV 범위안에서 자유롭게 크기를 조절할 수 있는 Free FOV와 정해진 규격대로 조절할 수 있는 Multi FOV로 구분되기도 한다.

그림 63. FOV 크기별 획득가능한 영상진단 정보



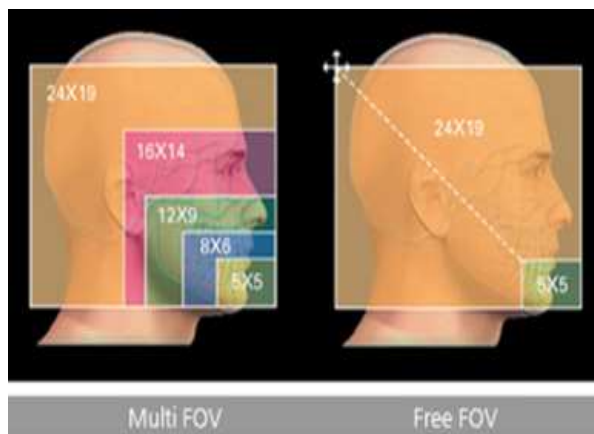
자료: 바텍, 미래에셋대우 리서치센터

그림 64. Arch FOV



자료: 바텍, 미래에셋대우 리서치센터

그림 65. Multi FOV vs. Free FOV



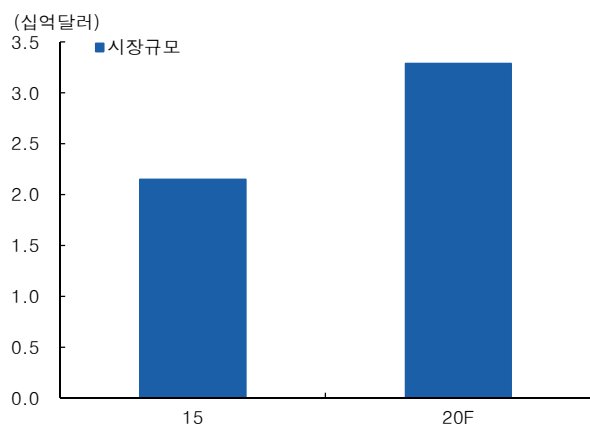
자료: 바텍, 미래에셋대우 리서치센터

2) 시장 규모

덴탈 이미징 시장은 2015년 21.5억달러 규모로 추정되며, 연평균 8.9% 증가하여 2020년에는 32.9억달러로 성장할 것으로 전망된다. 선진국을 중심으로 한 임플란트, 치아교정 등 고급 치과진료의 수요증가와 신흥지역의 low-end급 장비수요 증가가 시장 성장을 이끌 것으로 보인다. 구강외 촬영기기는 단가가 높고, 최근 여러 촬영방식을 하나의 기기에서 동시에 사용 가능한 3 in 1, 혹은 2 in 1 제품이 출시되면서 시장의 70%를 차지하고 있다.

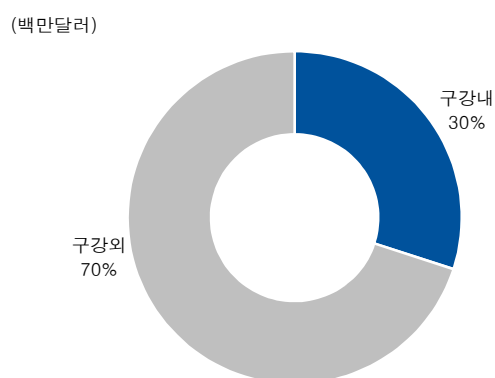
덴탈 이미징 시장은 글로벌 기업들에 의한 과점 형태이다. 정확한 통계는 존재하지 않으나 상위 5개 기업이 시장의 80%를 점유하는 것으로 추정된다. 국내 시장의 경우는 수입 제품이 대다수였으나, 바텍이 수입수요(국내 점유율 66%)를 대체하면서 성장하였다.

그림 66. 세계 치과용방사선 촬영장치 시장 규모



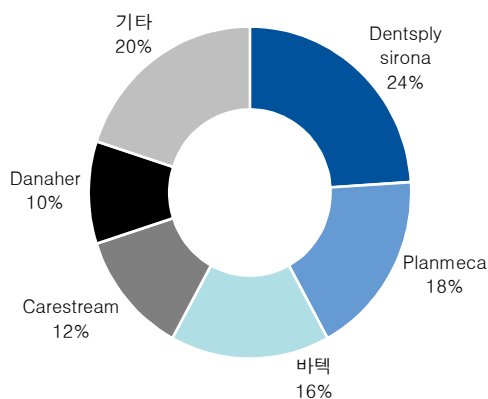
자료: marketsandmarket, 미래에셋대우 리서치센터

그림 67. 치과용방사선 촬영장치의 비중



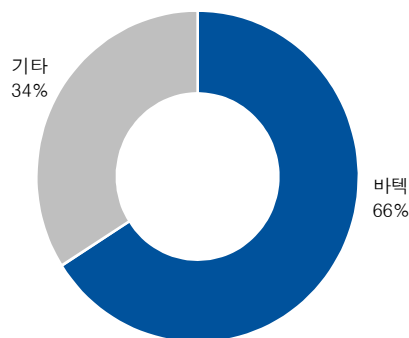
자료: 한국보건산업진흥원, 미래에셋대우 리서치센터

그림 68. 글로벌 시장 점유율 추이



자료: 산업자료, 미래에셋대우 리서치센터

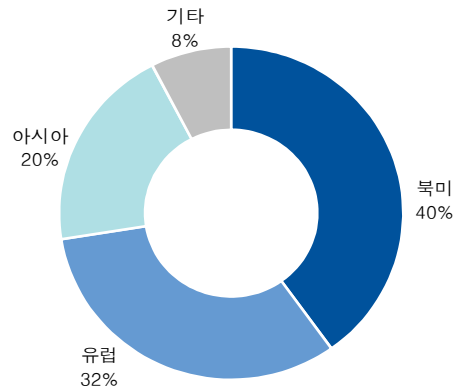
그림 69. 국내 시장 점유율 추이



자료: 바텍, 미래에셋대우 리서치센터

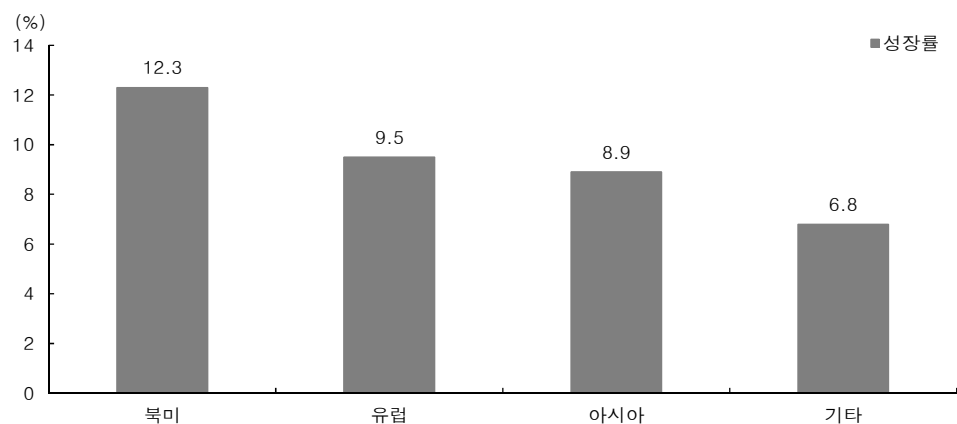
덴탈 이미징 시장은 선진국이 주도하는 시장이다. 북미와 유럽의 비중이 각각 40%, 32%로 전체 시장의 70% 이상을 차지하고 있다. 그러나 성장성은 신흥지역이 더 높다. 아시아지역과 기타 지역은 12.3%, 9.5% 성장이 기대되는 지역으로 시장 전체 성장률(8.9%)을 상회한다. 특히 시장은 중국, 인도의 성장률 이 돋보인다. 중국과 인도는 각각 15.5%, 13.6% 성장하며 시장을 이끌 것으로 보인다.

그림 70. 국가별 치과용 촬영장비 시장 비중



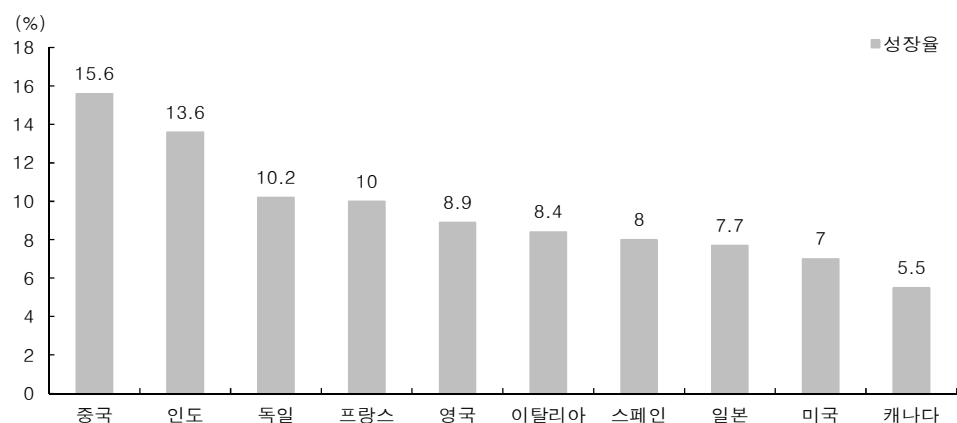
자료: marketsandmarket, 미래에셋대우 리서치센터

그림 71. 2015년부터 2020년까지 지역별 성장률



자료: marketsandmarket, 미래에셋대우 리서치센터

그림 72. 2015년부터 2020년까지 국가별 성장률



자료: marketsandmarket, 미래에셋대우 리서치센터

치과 시장이 발달할수록 3D 구강의 진단기기 수요는 늘어날 수 밖에 없다. 기본적인 치과치료는 2D 구강내/외 진단기기로 가능하지만, 임플란트, 교정 등의 고급 시술에는 3D 구강의 진단기기가 거의 필수적이기 때문이다. **임플란트 식립률이 압도적으로 높고 치과시장이 성숙된 국내 시장은 3D 구강의 진단기기 비중이 80% 이상을 차지하고 있다.**

그러나 치과 시장의 발달에는 시간이 필요하다. **의료서비스를 제공할 치과의사를 교육하여 양성해야 하며, 의료장비와 서비스를 구매하기 위해서 소득 수준도 일정수준으로 올라와야 하기 때문이다.** 신흥지역은 선진국대비 백만명당 의사수도 크게는 10배이상 차이가 난다. 또한, 구강의 진단장비는 2D 기기는 2만 달러 정도하며, 3D기기의 경우 4만~8만 달러에 이른다. **구매력이 약한 신흥국 지역에서는 구강의 진단기기 시장이 빨리 성장하는 것이 쉽지 않다.**

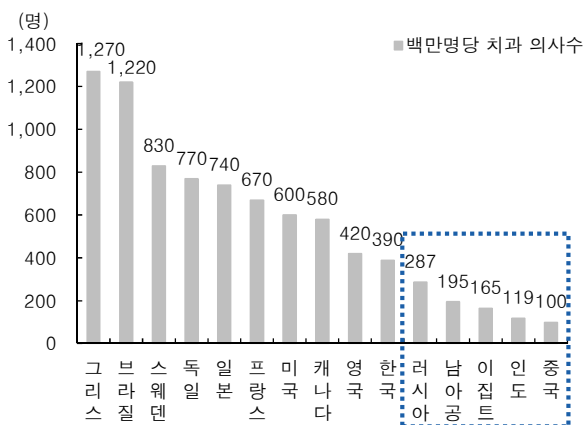
따라서 덴탈이미징 시장은 2D와 3D기기의 규모가 비슷한 것으로 파악된다. 3D기기는 고가의 제품으로 어느정도 치과시장이 성숙된 선진국 시장위주로 판매되고 있기 때문이다. 선진국 시장 대부분은 2D 제품이 보급되어 2D제품은 교체 수요정도만이 발생하고 있다. 신흥지역은 2D제품이 대부분을 차지한다. 대표적인 신흥시장인 인도의 경우 3D제품 20~30대만 판매해도 시장 1위가 될 만큼 2D위주의 시장이다.

그림 73. 시장성숙도별 주력 제품



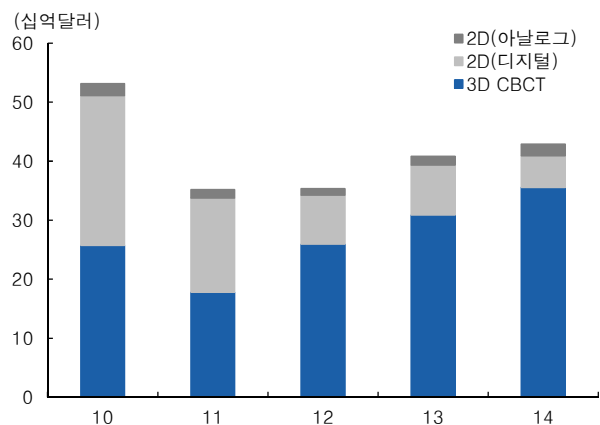
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 74. 국가별 치과의사수



자료: WHO, 미래에셋대우 리서치센터

그림 75. 선진화된 치과시장인 국내 치과용 진단장비 시장규모 비중



자료: 한국보건산업진흥원, 미래에셋대우 리서치센터

Top Picks 및 관심종목

오스템임플란트 (048260/매수) 해외시장 성장성 회복에 의한 이익률 개선

- 2Q17 Preview: 뚜렷한 중국지역 성장성 회복 기초
- 하반기로 갈수록 이익률 회복 가능할 것
- 투자의견 매수 및 목표주가 72,000원으로 상향

디오 (039840/매수) 기업 본연의 가치에 집중할 때

- 2Q17 Preview: 디지털 임플란트 침투 지속
- 디지털 임플란트의 기술 프리미엄과 해외 중심의 성장 본격화
- 투자의견 매수 및 목표주가 41,000원 유지

덴티움 (145720/매수) 치과 의사가 가장 좋아하는 기업

- 2Q17 Preview: 견조한 외형 성장 시현
- 임상 데이터와 자체 제품기반의 고마진 구조
- 투자의견 매수 및 목표주가 63,000원으로 상향

바텍 (043150/매수) 역사적 저점 수준의 밸류에이션 매력

- 2Q17 Preview: 레이언스 연결제외 감안시 나쁘지 않은 실적
- 브랜드 가치 제고와 제품믹스 강화
- 투자의견 매수 및 목표주가 40,000원 유지

오스템임플란트 (048260)

해외시장 성장성 회복에 의한 이익률 개선

건강관리장비

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	72,000
현재주가(17/07/13, 원)	59,400
상승여력	21%

영업이익(17F, 십억원)	43
Consensus 영업이익(17F, 십억원)	42

EPS 성장률(17F, %)	-3.3
MKT EPS 성장률(17F, %)	39.6
P/E(17F, x)	37.3
MKT P/E(17F, x)	10.0
KOSDAQ	652.69

시가총액(십억원)	849
발행주식수(백만주)	14
유동주식비율(%)	76.6
외국인 보유비중(%)	47.3
베타(12M) 일간수익률	1.44
52주 최저가(원)	50,500
52주 최고가(원)	79,200

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	13.8	3.8	-22.9
상대주가	16.7	1.0	-17.0



2Q17 Preview: 뚜렷한 중국지역 성장성 회복 기초

오스템임플란트의 2Q17 매출액은 933억원(22.1% YoY)을 기록할 것으로 예상된다. 해외매출이 486억원(32.5% YoY)을 기록하며 매출상승을 견인할 것으로 보인다. 해외 매출의 60% 이상을 차지하는 중국 및 북미지역 매출이 각각 166억원(72.4% YoY), 151억원(29.0% YoY)으로 고성장세를 시현할 것으로 예상되기 때문이다. 특히 영업권 갱신 이슈로 둔화되었던 중국지역 성장성이 다시 회복하고 있는 것으로 추정되는 점이 긍정적이다

내수매출은 467억원(13.1% YoY)을 기록하면서 견조한 상승세를 이어나갈 것으로 예상된다. 영업이익은 전년동기대비 72.2% YoY 증가한 91억원을 기록할(OPM 9.8%) 것으로 예상된다. 영업 외에서는 원화약세에 의해 외환화산이익 32억원이 발생할 것으로 전망된다.

하반기로 갈수록 이익률 회복가능할 것

1) 마진 개선: 당사는 지난 2분기동안 4Q16에는 대손상각비(87억원, 802.5% YoY), 1Q17 인건비(218억원, 39.7% YoY) 등 비용증가로 영업이익률이 악화되었다. 향후 대규모 채용과 대규모 대손상각과 같은 1회성 비용이 발생할 가능성은 낮은 상황이다.

더불어, 해외사업 호조에 의한 규모의 경제효과가 기대된다. 당사는 국내사업 영업이익률은 28~30%에 달한다. 그럼에도 경쟁사대비 영업이익률이 낮은 이유는 적자상태인 해외사업에 기인한다. 2017년부터는 중국과 미국을 중심으로 본격적인 해외법인의 영업이익 턴어라운드 가능성이 높아질 것으로 예상된다. 비용상승이 이전(QoQ, YoY)보다 제한적인 가운데 해외사업 호조에 의한 외형확대로 규모의 경제효과가 발생하며 영업이익률 회복이 기대된다.

2) Dental Total Solution Provider의 가능성: 당사는 치과 밸류체인상에서 사업영역을 확대하고 있다. 치과용 체어에서 국내 1위 업체로 성장했고, 디지털 이미징장비도 출시(CBCT)하였거나 개발(CAD/CAM, 구강 스캐너 등)하고 있다. 당사가 치과용 체어사업을 국내시장에서 해외시장까지 확대한 것처럼, 디지털 이미징 장비도 국내사업이 안정화되면 해외시장까지 확대될 것으로 예상된다.

투자의견 매수하며 목표주가 72,000원으로 상향

당사에 대한 매수의견을 유지한다. 목표주가는 수익예상 상향(12개월 Fwd EPS 2,023원)을 반영하여 72,000원(기존 66,000원)으로 상향한다. 현재 주가는 12개월 Fwd PER 기준 29.6배다. 한국 및 중국시장 지배력에 대한 프리미엄을 받아 글로벌 Peer 대비(23배) 고평가되고 있으나 여전히 3년래 저점 수준이다. 임플란트 업계에 대한 회계 논란이 사실상 종료되었고, 하반기 외형성장에 의한 마진회복이 기대되 본격 주가상승이 기대되는 국면이다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	239	278	345	392	447	511
영업이익 (십억원)	29	33	34	43	57	73
영업이익률 (%)	12.1	11.9	9.9	11.0	12.8	14.3
순이익 (십억원)	16	18	24	23	34	45
EPS (원)	1,100	1,259	1,645	1,591	2,365	3,126
ROE (%)	17.1	17.2	22.1	19.7	23.5	24.4
P/E (배)	32.4	64.4	36.9	37.3	25.1	19.0
P/B (배)	5.1	10.6	6.7	5.6	4.6	3.7
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 7. 2Q17 실적 비교표

(십억원, %)

	2Q16	1Q17	2Q17F		성장률	
			미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	76.4	93.5	93.3	96.0	22.1	-0.2
영업이익	5.3	7.9	9.1	8.9	72.2	15.5
영업이익률 (%)	6.9	8.4	9.8	9.2	41.0	15.7
세전이익	4.9	-0.7	11.5	8.3	133.1	흑전
순이익	3.7	0.0	7.3	6.2	96.5	28,725.3

주: K-IFRS 연결 기준

자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

표 8. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	17F	18F	17F	18F	17F	18F	
매출액	391.9	418.8	392.5	447.1	0.1	6.7	해외사업 호조 반영
영업이익	41.2	55.5	42.7	57.2	3.5	3.2	
세전이익	36.2	50.8	34.9	53.0	-3.6	4.3	
순이익	23.3	32.6	22.7	33.8	-2.5	3.6	
EPS (KRW)	1,632	2,283	1,591	2,365	-2.5	3.6	

주: K-IFRS 연결 기준

자료: 미래에셋대우 리서치센터 예상

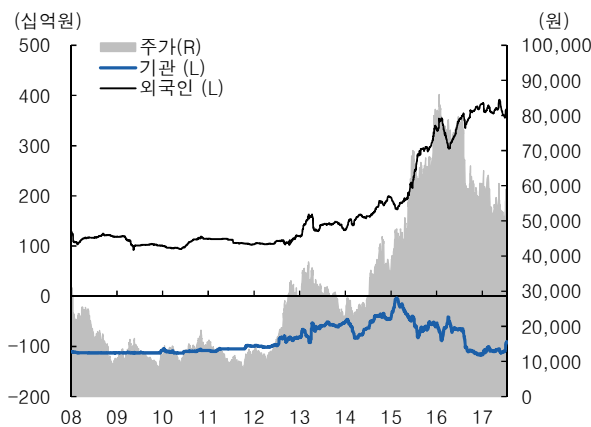
표 9. 분기별 실적 전망표

(십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	77.8	76.4	87.5	102.9	93.5	93.3	95.2	110.5	344.6	392.5	447.1
내수	38.9	41.3	43.9	55.2	46.4	46.7	48.8	60.3	179.2	202.2	222.1
해외	38.6	36.6	41.8	54.7	48.1	48.6	48.4	53.2	171.7	198.3	233.9
영업이익	10.9	5.3	11.8	6.2	7.9	9.1	10.4	15.3	34.2	42.7	57.2
내수	10.9	9.5	10.9	14.0	9.6	9.9	11.2	17.1	45.3	47.9	52.4
해외	0.0	-4.3	0.9	-7.7	-1.7	-0.8	-0.8	-1.8	-11.1	-5.2	4.8
세전이익	11.5	4.9	4.2	11.9	-0.7	11.5	9.6	14.5	32.5	34.9	53.0
순이익(지배)	8.2	3.7	2.9	8.7	0.0	7.3	6.1	9.3	23.5	22.7	33.8
영업이익률 (%)	14.0	6.9	13.5	6.1	8.4	9.8	10.9	13.9	9.9	10.9	12.8
세전순이익률 (%)	14.8	6.5	4.8	11.5	-0.8	12.3	10.1	13.1	9.4	8.9	11.9
순이익률 (지배, %)	10.4	4.0	3.8	5.8	-0.3	9.3	7.5	9.9	6.8	5.8	7.6

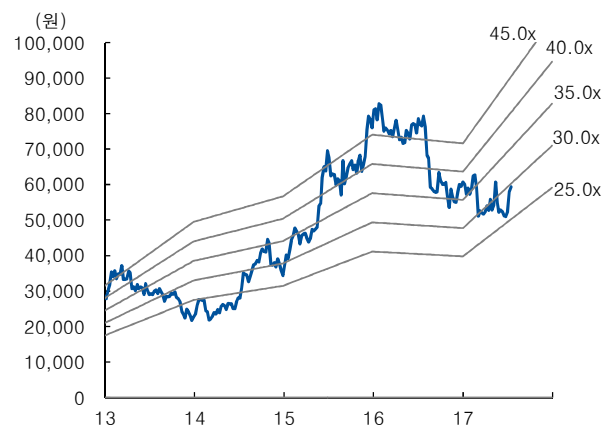
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 76. 기관 및 외국인 순매수량 vs. 주가 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 77. PER band chart



자료: 미래에셋대우 리서치센터

오스템임플란트 (048260)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액	345	392	447	511
매출원가	141	155	172	193
매출총이익	204	237	275	318
판매비와관리비	169	194	218	246
조정영업이익	34	43	57	73
영업이익	34	43	57	73
비영업손익	-2	-8	-4	-3
금융손익	-3	-3	-3	-3
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	32	35	53	70
계속사업법인세비용	12	8	13	18
계속사업이익	20	26	40	53
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	20	26	40	53
지배주주	24	23	34	45
비지배주주	-3	4	6	8
총포괄이익	18	27	40	53
지배주주	22	-20	-30	-40
비지배주주	-3	47	70	93
EBITDA	41	52	65	80
FCF	-28	7	57	68
EBITDA 마진을 (%)	11.9	13.3	14.5	15.7
영업이익률 (%)	9.9	11.0	12.8	14.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.0	5.9	7.6	8.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	278	325	412	506
현금 및 현금성자산	76	107	160	224
매출채권 및 기타채권	89	95	111	124
재고자산	80	85	99	111
기타유동자산	33	38	42	47
비유동자산	198	218	210	203
관계기업투자등	4	0	0	0
유형자산	123	148	141	135
무형자산	16	15	14	13
자산총계	475	542	622	709
유동부채	325	349	387	420
매입채무 및 기타채무	15	16	19	21
단기금융부채	103	111	111	111
기타유동부채	207	222	257	288
비유동부채	39	55	57	58
장기금융부채	29	45	45	45
기타비유동부채	10	10	12	13
부채총계	364	404	444	479
지배주주지분	105	126	160	206
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	56	56	56	56
이익잉여금	75	97	131	176
비지배주주지분	7	12	18	25
자본총계	112	138	178	231

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
영업활동으로 인한 현금흐름	40	41	57	68
당기순이익	20	26	40	53
비현금수익비용가감	20	30	24	27
유형자산감가상각비	6	7	7	6
무형자산상각비	1	2	1	1
기타	13	21	16	20
영업활동으로인한자산및부채의변동	6	-3	9	8
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-1	-15	-15	-13
재고자산 감소(증가)	-15	-6	-14	-12
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-1	4	2	1
법인세납부	-15	-9	-13	-18
투자활동으로 인한 현금흐름	-74	-38	-5	-4
유형자산처분(취득)	-66	-33	0	0
무형자산감소(증가)	-1	-2	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	4	-1	-5	-4
기타투자활동	-11	-2	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	22	25	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	51	23	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-29	2	0	0
현금의 증가	-12	32	52	64
기초현금	87	76	107	160
기말현금	76	107	160	224

자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	36.9	37.3	25.1	19.0
P/CF (x)	21.6	15.0	13.3	10.7
P/B (x)	6.7	5.6	4.6	3.7
EV/EBITDA (x)	22.1	17.1	12.7	9.7
EPS (원)	1,645	1,591	2,365	3,126
CFPS (원)	2,810	3,967	4,470	5,577
BPS (원)	9,088	10,664	13,029	16,155
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	13.6	14.0	14.3
EBITDA증가율 (%)	7.9	26.8	25.0	23.1
조정영업이익증가율 (%)	3.0	26.5	32.6	28.1
EPS증가율 (%)	30.7	-3.3	48.6	32.2
매출채권 회전을 (회)	3.9	4.3	4.4	4.4
재고자산 회전을 (회)	4.9	4.8	4.8	4.9
매입채무 회전을 (회)	15.0	16.0	15.8	15.5
ROA (%)	4.7	5.2	6.8	7.9
ROE (%)	22.1	19.7	23.5	24.4
ROIC (%)	25.8	25.6	32.9	46.1
부채비율 (%)	325.4	291.8	249.3	207.4
유동비율 (%)	85.5	93.1	106.4	120.4
순차입금/자기자본 (%)	28.4	15.4	-19.9	-44.6
조정영업이익/금융비용 (x)	8.5	11.3	14.9	18.9

디오 (039840)

기업 본연의 가치에 집중할 때

건강관리장비

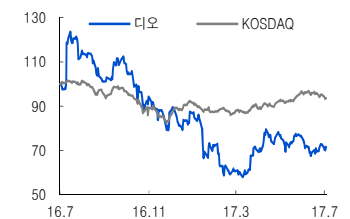
(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	41,000
현재주가(17/07/13, 원)	33,950
상승여력	21%

영업이익(17F, 십억원)	28
Consensus 영업이익(17F, 십억원)	30

EPS 성장률(17F, %)	-3.3
MKT EPS 성장률(17F, %)	39.6
P/E(17F, x)	26.0
MKT P/E(17F, x)	10.0
KOSDAQ	652.69

시가총액(십억원)	515
발행주식수(백만주)	15
유동주식비율(%)	78.6
외국인 보유비중(%)	20.4
베타(12M) 일간수익률	1.75
52주 최저가(원)	27,500
52주 최고가(원)	58,600

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.9	-15.1	-27.5
상대주가	0.6	-17.5	-21.9



2Q17 Preview: 디지털 임플란트 침투 지속

동사의 2Q17 매출액은 전년동기대비 2.5% 증가한 244억원을 기록할 것으로 보인다. 임플란트부문 매출액은 216억원으로 전년동기대비 23.1%의 견조한 성장을 지속할 것으로 전망된다. 그럼에도 외형 성장이 둔화되어 보이는 이유는 스텐트사업 철수 영향이다. 스텐트사업 철수로 의료기기 부문 매출액은 전년동기대비 55.1% 감소한 28억원이 예상된다.

영업이익은 해외 JV설립에 의한 판매비 증가와 영업인력 충원에 의한 인건비 증가로 전년 동기대비 14.7% 감소한 71억원을 기록할 것으로 전망된다. 영업외에서는 회계감사 관련 과징금 3억원이 발생할 것으로 예상된다.

디지털 임플란트의 기술 프리미엄과 해외 중심의 성장 본격화

1) Digital Dentistry의 선도기업: 디지털 임플란트는 일반 시술 대비 성공률과 식립정확도가 높고, 환자의 통증과 출혈이 경감되는 장점이 있다. 임플란트의 골유착기간, 시술 시간도 단축된다. 이외에도 의료 분쟁시 치과외사의 책임범위를 줄여준다. 이런 점들을 감안할 때, 장기적으로 임플란트 수술은 디지털로 대체될 것으로 예상된다. 또한, 동사는 임플란트 네비게이션 시스템과 디지털 교정 제품까지 출시하여 차별화된 포트폴리오를 구축하고 있다.

2) 이란 JV 중심으로 해외시장 확대 본격화: 2017년은 해외시장 확대가 본격화되는 원년이 될 것으로 전망된다. 동사는 대리점 비중을 줄이면서, 각국가 상위 치과 유통업체와 JV를 설립하는 전략을 구사하고 있다. 핵심지역은 이란이다. 이란에서는 기존 대리상인 Afrand Atlas와 JV를 설립했다. JV구조를 통하여 설립초기부터 이익을 낼 수 있는 장점이 있다. 이외에도 미국, 대만, 멕시코, 호주 등 다른 해외법인들도 견조한 실적이 기대된다.

투자 의견 매수 및 목표주가 41,000원 유지

동사에 대한 매수 의견과 목표주가 41,000원을 유지한다. 동사의 주가는 12개월 Fwd 기준 PER 22.0배 수준으로 Peer 대비 저평가(PER 23.0배)받고 있다. 동사에 대한 회계관련 이슈는 마무리되었고, 이제 본연의 기업가치에 집중할 수 있는 국면이다. 해외시장 확대가 본격화되며, 디지털 임플란트 기술력에 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	110	130
영업이익 (십억원)	3	20	27	28	33	42
영업이익률 (%)	4.8	27.8	30.7	29.8	30.0	32.3
순이익 (십억원)	-4	9	21	20	27	34
EPS (원)	-303	706	1,352	1,308	1,804	2,268
ROE (%)	-9.3	15.8	22.2	17.0	19.5	20.1
P/E (배)	-	42.5	29.3	26.0	18.8	15.0
P/B (배)	1.9	5.3	5.0	3.7	3.1	2.6
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 10. 2Q17 실적 비교표

(십억원, %)

	2Q16	1Q17	2Q17F		성장률	
			미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	23.8	20.9	24.4	24.5	2.5	17.1
영업이익	8.3	6.5	7.1	6.7	-14.7	9.9
영업이익률 (%)	34.9	31.0	29.1	27.6	-16.8	-6.2
세전이익	7.4	4.0	6.5	6.4	-11.9	63.9
순이익	6.9	2.2	5.7	5.8	-17.5	154.6

주: K-IFRS 연결 기준

자료: 디오, 미래에셋대우 리서치센터

표 11. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	17F	18F	17F	18F	17F	18F	
매출액	95.0	113.9	94.1	110.2	-0.9	-3.3	비용 가정 변화
영업이익	26.1	35.0	28.1	33.4	7.8	-4.5	
세전이익	23.2	34.6	24.6	32.4	5.8	-6.5	
순이익	18.6	29.2	19.8	27.4	6.5	-6.2	
EPS (KRW)	1,228	1,924	1,308	1,804	6.5	-6.2	

주: K-IFRS 연결 기준

자료: 미래에셋대우 리서치센터 예상

표 12. 분기별 실적 전망표

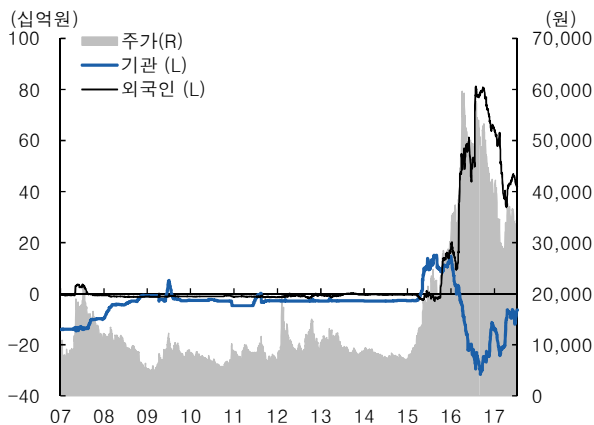
(십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	21.1	23.8	24.1	18.9	20.9	24.4	25.0	23.8	88.0	94.1	110.2
내수	11.9	13.0	13.7	8.6	9.1	11.5	12.6	11.2	47.3	44.4	49.4
수출	9.2	10.8	10.4	10.7	11.8	12.9	12.4	12.7	41.1	49.7	60.7
영업이익	7.0	8.3	8.2	3.0	6.5	7.1	7.6	6.9	26.6	28.1	33.4
세전이익	6.2	7.4	5.6	6.3	4.0	6.5	7.4	6.7	25.6	24.6	32.4
순이익(지배)	3.2	6.9	4.8	5.6	2.2	5.7	6.3	5.6	20.5	19.8	27.4
영업이익률 (%)	33.3	34.9	34.1	15.9	31.0	29.1	30.6	29.0	30.2	29.9	30.3
세전순이익률 (%)	29.4	31.2	23.4	33.2	19.1	26.8	29.6	27.9	29.0	26.1	29.4
순이익률 (지배, %)	15.6	28.5	21.1	30.4	15.2	23.6	25.9	24.2	23.3	21.1	24.9

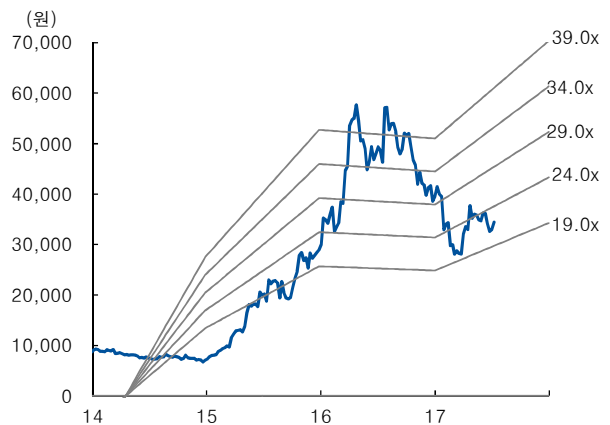
자료: 디오, 미래에셋대우 리서치센터

그림 78. 기관 및 외국인 순매수량 vs. 주가 추이

그림 79. PER band chart



자료: 미래에셋대우 리서치센터



자료: 미래에셋대우 리서치센터

디오 (039840)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액	88	94	110	130
매출원가	30	26	31	37
매출총이익	58	68	79	93
판매비와관리비	32	40	46	52
조정영업이익	27	28	33	42
영업이익	27	28	33	42
비영업손익	-1	-3	-1	-1
금융손익	-1	-1	-1	-1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	26	25	32	41
계속사업법인세비용	5	3	4	5
계속사업이익	21	21	28	35
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	21	21	28	35
지배주주	21	20	27	34
비지배주주	0	1	1	1
총포괄이익	21	21	28	35
지배주주	20	17	22	28
비지배주주	0	4	6	7
EBITDA	29	31	36	44
FCF	1	10	23	24
EBITDA 마진율 (%)	33.0	33.0	32.7	33.8
영업이익률 (%)	30.7	29.8	30.0	32.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	23.9	21.3	24.5	26.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	90	124	159	205
현금 및 현금성자산	7	20	42	66
매출채권 및 기타채권	62	78	87	104
재고자산	13	16	18	21
기타유동자산	8	10	12	14
비유동자산	61	58	56	53
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	52	50	47	45
무형자산	0	0	0	0
자산총계	150	182	215	258
유동부채	34	44	48	55
매입채무 및 기타채무	7	8	9	11
단기금융부채	9	13	13	13
기타유동부채	18	23	26	31
비유동부채	6	7	8	9
장기금융부채	3	2	2	2
기타비유동부채	3	5	6	7
부채총계	40	51	55	64
지배주주지분	107	126	154	189
자본금	8	8	8	8
자본잉여금	79	80	80	80
이익잉여금	24	44	71	106
비지배주주지분	3	5	5	6
자본총계	110	131	159	195

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
영업활동으로 인한 현금흐름	11	12	23	24
당기순이익	21	21	28	35
비현금수익비용가감	12	11	8	9
유형자산감가상각비	3	3	3	2
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	9	8	5	7
영업활동으로인한자산및부채의변동	-16	-14	-8	-14
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-9	-18	-8	-15
재고자산 감소(증가)	-1	-3	-2	-3
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-2	1	1	1
법인세납부	-5	-5	-4	-5
투자활동으로 인한 현금흐름	-9	-3	0	-1
유형자산처분(취득)	-10	-2	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	2	-1	0	-1
기타투자활동	-1	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	2	4	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	-8	3	0	0
자본의 증가(감소)	13	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-3	1	0	0
현금의 증가	5	13	23	23
기초현금	2	7	20	42
기말현금	7	20	42	66

자료: 디오, 미래에셋대우 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	29.3	26.0	18.8	15.0
P/CF (x)	18.1	16.2	14.2	11.7
P/B (x)	5.0	3.7	3.1	2.6
EV/EBITDA (x)	20.6	16.3	13.5	10.6
EPS (원)	1,352	1,308	1,804	2,268
CFPS (원)	2,182	2,094	2,387	2,908
BPS (원)	7,913	9,226	11,031	13,299
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	17.0	18.2
EBITDA증가율 (%)	31.8	6.9	16.1	22.2
조정영업이익증가율 (%)	35.0	3.7	17.9	27.3
EPS증가율 (%)	91.5	-3.3	37.9	25.7
매출채권 회전을 (회)	1.7	1.5	1.5	1.5
재고자산 회전을 (회)	7.3	6.6	6.5	6.6
매입채무 회전을 (회)	5.7	5.7	5.7	5.8
ROA (%)	15.4	12.7	14.1	14.9
ROE (%)	22.2	17.0	19.5	20.1
ROIC (%)	19.8	19.1	21.0	24.3
부채비율 (%)	36.4	38.6	34.7	32.6
유동비율 (%)	264.9	283.0	332.9	372.9
순차입금/자기자본 (%)	2.4	-5.6	-18.9	-27.6
조정영업이익/금융비용 (x)	40.0	26.8	30.3	36.7

덴티움 (145720)

치과의사가 가장 좋아하는 기업

건강관리장비

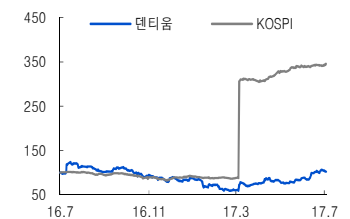
(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	63,000
현재주가(17/07/13, 원)	48,450
상승여력	30%

영업이익(17F, 십억원)	39
Consensus 영업이익(17F, 십억원)	35

EPS 성장률(17F, %)	27.9
MKT EPS 성장률(17F, %)	39.6
P/E(17F, x)	21.2
MKT P/E(17F, x)	10.0
KOSPI	2,409.49

시가총액(십억원)	536
발행주식수(백만주)	11
유동주식비율(%)	54.7
외국인 보유비중(%)	3.6
베타(12M) 일간수익률	0.51
52주 최저가(원)	32,800
52주 최고가(원)	50,200

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	15.2	0.0	0.0
상대주가	13.6	0.0	0.0



2Q17 Preview: 견조한 외형 성장 시현

2Q17 동사의 매출액은 전년대비 19.7% YoY 성장한 366억원을 기록할 것으로 전망된다. 내수시장 매출액 성장률이 20.9% YoY로 견조할 것으로 예상되는 가운데, 해외시장 매출액도 19.0% YoY 성장할 것으로 기대된다.

영업이익은 외형확대에 의한 영업레버리지 효과로 전년대비 56.8% YoY 상승한 99억원(OPM 27.2%)을 기록할 것으로 전망된다. 영업외에서는 원화약세에 의한 외화환산이익 7억원이 발생할 것으로 예상된다.

임상 데이터와 자체 제품기반의 고마진 구조

1) 10년 이상 SLA방식 임플란트의 장기 임상데이터 보유: 동사는 국내 최초로 SLA방식의 임플란트를 개발하여 가장 긴 임상데이터를 보유했다. 10년 이상된 242개의 임플란트에서 97.9%의 생존율을 기록한 임상연구가 SCI급 논문인 IJPRD에 지난 2015년 게재되기도 했다. 장기 임상데이터는 치과의사를 설득할 수 있는 가장 강력한 무기다. 장기 임상데이터가 뒷받침되면서 중국시장에서 빠르게 성장할 수 있었다.

2) 중국 법인의 높은 성장세와 차별화된 전략: 중국에서는 1선도시 중심으로 고급치과 수요가 늘어나고 있다. 동사는 상해를 중심으로 성장하여 2016년기준 중국내 3위까지 도약한 것으로 추정된다. 동사는 외국기업 최초로 연 30만 Fixture규모의 현지공장(CNC머신 5대, 국내 1/20 규모)을 준공하였다. 2018년 하반기 제조인증 취득이 기대되며, 현지공장을 통한 원가 개선 및 상당부분의 무역리스크 해소를 이룰 수 있을 것으로 전망된다.

3) 자체상품기반의 원가경쟁력과 치과장비 토탈 솔루션 제공: 동사는 전체 매출 중 92.5%가 상품이 아닌 제품으로 이익률(24~27%)이 경쟁사대비 높다. 또한, Rainbow 브랜드로 Digital Dentistry 관련 제품 포트폴리오를 구축하고 있다. 2015년 CAD/CAM 제품 출시하였고, 2Q17 CBCT, 2018년 3D 구강스캐너를 내재화할 계획이다. 치과장비 포트폴리오 구축시, 제품간의 패키지 판매가 가능하고, 고객 충성도를 높일 수 있는 효과가 기대된다.

투자이건 매수 유지하며 목표주가 63,000원으로 상향

동사에 대한 매수이건을 유지하며, 목표주가를 기존 50,000원에서 63,000원으로 상향한다. 목표주가는 글로벌 Peer의 평균 PER인 23.0배를 적용하였다. 동사의 주가는 밸류에이션 매력에 의해 상장일(2017년 3월 15일)부터 40.6% 상승하였으나, 여전히 12개월 Fwd PER 기준 17.9배수준이다. 동사의 높은 이익률과 성장성을 고려할 때, 목표주가는 충분히 달성 가능할 것으로 보인다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	82	95	120	143	171	204
영업이익 (십억원)	18	17	29	39	51	64
영업이익률 (%)	22.0	17.9	24.2	27.3	29.8	31.4
순이익 (십억원)	17	14	20	25	34	43
EPS (원)	1,542	1,308	1,788	2,288	3,073	3,929
ROE (%)	41.2	32.4	33.7	22.3	19.4	20.4
P/E (배)	-	-	-	21.2	15.8	12.3
P/B (배)	-	-	-	3.0	2.5	2.1
배당수익률 (%)	-	-	-	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 덴티움, 미래에셋대우 리서치센터

표 13. 2Q17 실적 비교표

(십억원, %)

	2Q16	1Q17	2Q17F		성장률	
			미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	30.6	32.0	36.6	38.2	19.7	14.5
영업이익	6.3	8.5	9.9	10.3	56.8	16.7
영업이익률 (%)	20.8	26.7	27.2	27.0	30.9	1.9
세전이익	6.0	5.3	10.6	10.3	75.0	99.0
순이익	4.6	3.7	7.7	8.8	67.2	106.3

주: K-IFRS 연결 기준

자료: 덴티움, 미래에셋대우 리서치센터

표 14. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	17F	18F	17F	18F	17F	18F	
매출액	140.7	162.8	143.0	170.8	1.6	4.9	신사업 관련 차입으로 이자비용 증가
영업이익	34.8	43.6	39.0	50.6	12.2	15.9	
세전이익	31.3	43.5	35.8	48.3	14.2	11.0	
순이익	22.1	30.6	25.3	34.0	14.6	11.0	
EPS (KRW)	1,996	2,767	2,288	3,073	14.6	11.0	

주: K-IFRS 연결 기준

자료: 미래에셋대우 리서치센터 예상

표 15. 분기별 실적 전망표

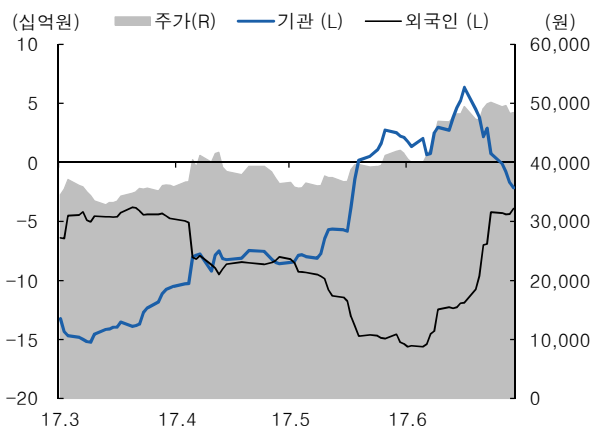
(십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	25.8	30.6	31.2	32.5	32.0	36.6	36.8	37.5	120.0	143.0	170.8
임플란트	22.6	27.6	27.3	29.3	28.3	32.6	32.9	33.5	106.9	127.4	152.4
상품	2.1	2.0	2.1	2.4	2.2	2.6	2.5	2.5	8.5	9.9	11.7
기타	1.1	1.0	1.7	0.8	1.4	1.4	1.4	1.4	4.6	5.7	6.7
영업이익	8.2	6.3	10.4	3.6	8.5	9.9	10.3	10.2	28.5	39.0	50.6
세전이익	7.5	6.0	8.1	4.8	5.3	10.6	10.1	9.9	26.4	35.8	48.3
순이익(지배)	5.5	4.6	7.1	2.7	3.7	7.7	7.2	6.7	19.8	25.3	34.0
영업이익률 (%)	31.6	20.8	33.4	11.1	26.7	27.2	28.1	27.1	23.8	27.3	29.6
세전순이익률 (%)	29.0	19.7	25.8	14.8	16.6	28.8	27.3	26.3	22.0	25.0	28.3
순이익률 (지배, %)	21.1	15.3	22.9	8.4	11.7	21.2	19.8	17.9	16.5	17.7	19.9

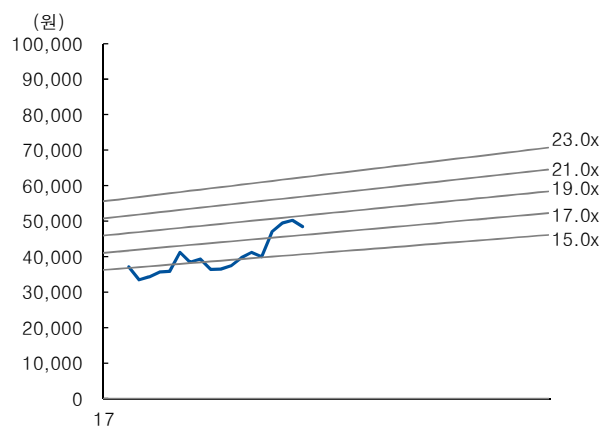
자료: 덴티움, 미래에셋대우 리서치센터

그림 80. 기관 및 외국인 순매수량 vs. 주가 추이

그림 81. PER band chart



자료: 미래에셋대우 리서치센터



자료: 미래에셋대우 리서치센터

덴티움 (145720)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액	120	143	171	204
매출원가	37	39	47	56
매출총이익	83	104	124	148
판매비와관리비	55	65	73	83
조정영업이익	29	39	51	64
영업이익	29	39	51	64
비영업손익	-3	-3	-3	-2
금융손익	-1	-1	-2	-2
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	26	36	48	62
계속사업법인세비용	6	10	14	18
계속사업이익	20	26	34	44
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	20	26	34	44
지배주주	20	25	34	43
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	19	25	34	44
지배주주	19	25	34	44
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	32	44	57	71
FCF	-1	-23	-8	40
EBITDA 마진율 (%)	26.7	30.8	33.3	34.8
영업이익률 (%)	24.2	27.3	29.8	31.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	16.7	17.5	19.9	21.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	92	156	205	266
현금 및 현금성자산	9	60	92	132
매출채권 및 기타채권	52	61	71	85
재고자산	26	30	35	42
기타유동자산	5	5	7	7
비유동자산	95	121	154	147
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	84	111	144	138
무형자산	2	1	1	1
자산총계	187	276	359	413
유동부채	96	96	103	113
매입채무 및 기타채무	10	11	13	15
단기금융부채	58	52	52	52
기타유동부채	28	33	38	46
비유동부채	22	22	63	63
장기금융부채	20	20	60	60
기타비유동부채	2	2	3	3
부채총계	118	118	166	177
지배주주지분	69	158	192	236
자본금	6	6	6	6
자본잉여금	5	49	49	49
이익잉여금	98	123	157	201
비지배주주지분	0	1	1	1
자본총계	69	159	193	237

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
영업활동으로 인한 현금흐름	18	9	32	40
당기순이익	20	26	34	44
비현금수익비용가감	15	15	23	28
유형자산감가상각비	3	4	6	7
무형자산상각비	1	1	1	0
기타	11	10	16	21
영업활동으로인한자산및부채의변동	-10	-19	-9	-11
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	0	-23	-9	-12
재고자산 감소(증가)	-3	-6	-5	-7
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-3	16	1	1
법인세납부	-6	-13	-14	-18
투자활동으로 인한 현금흐름	-19	-32	-40	0
유형자산처분(취득)	-18	-31	-40	0
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-1	0	0	0
기타투자활동	1	-1	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	5	74	40	0
장단기금융부채의 증가(감소)	8	-6	40	0
자본의 증가(감소)	0	45	0	0
배당금의 지급	-1	0	0	0
기타재무활동	-2	35	0	0
현금의 증가	4	51	32	40
기초현금	5	9	60	92
기말현금	9	60	92	132

자료: 덴티움, 미래에셋대우 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	-	21.2	15.8	12.3
P/CF (x)	-	13.1	9.4	7.5
P/B (x)	-	3.0	2.5	2.1
EV/EBITDA (x)	-	12.5	9.7	7.2
EPS (원)	1,788	2,288	3,073	3,929
CFPS (원)	3,193	3,704	5,156	6,445
BPS (원)	9,747	15,988	19,061	22,991
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	19.2	19.6	19.3
EBITDA증가율 (%)	60.0	37.5	29.5	24.6
조정영업이익증가율 (%)	70.6	34.5	30.8	25.5
EPS증가율 (%)	36.7	28.0	34.3	27.9
매출채권 회전을 (회)	2.8	2.9	3.0	3.0
재고자산 회전을 (회)	4.8	5.1	5.2	5.3
매입채무 회전을 (회)	8.1	7.0	7.2	7.3
ROA (%)	11.8	11.0	10.8	11.3
ROE (%)	33.7	22.3	19.4	20.4
ROIC (%)	16.9	17.5	18.1	20.3
부채비율 (%)	169.8	74.4	86.2	74.7
유동비율 (%)	95.8	162.7	198.0	234.7
순차입금/자기자본 (%)	97.0	6.5	9.2	-9.4
조정영업이익/금융비용 (x)	29.7	33.3	19.7	20.5

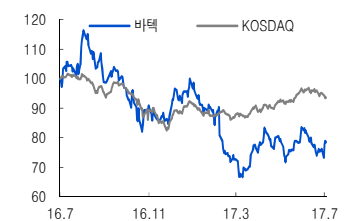
건강관리장비

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	40,000
현재주가(17/07/13, 원)	29,650
상승여력	35%

영업이익(17F, 십억원)	37
Consensus 영업이익(17F, 십억원)	40
EPS 성장률(17F, %)	243.5
MKT EPS 성장률(17F, %)	39.6
P/E(17F, x)	5.2
MKT P/E(17F, x)	10.0
KOSDAQ	652.69

시가총액(십억원)	440
발행주식수(백만주)	15
유동주식비율(%)	46.3
외국인 보유비율(%)	15.3
베타(12M) 일간수익률	1.30
52주 최저가(원)	25,200
52주 최고가(원)	44,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.7	-17.6	-19.3
상대주가	-3.3	-19.9	-13.1



바텍 (043150)

역사적 저점 수준의 밸류에이션 매력

2Q17 Preview: 레이언스 연결제외 감안시 나쁘지 않은 실적

동사의 2Q17 매출액과 영업이익은 530억원(-17.8% YoY), 110억원(-29.3% YoY)을 기록하며 시장 기대치 수준을 달성할 것으로 전망된다. 외형이 감소한 주된 원인은 1Q17부터 주요 계열사인 레이언스를 연결대상에서 제외하면서 본업인 덴탈부문만 실적으로 반영되었기 때문이다.

다만, 지난 실적까지 레이언스 연결제외를 반영하면, 매출액과 영업이익은 각각 7.5% YoY, 2.6% YoY 성장한 것이다. 상대적으로 고마진이었던 레이언스(디텍터 부문)의 연결제외로 영업이익률은 1.0%p 감소할 것으로 예상된다. 영업외에서는 원화약세에 의한 외화환산이익 10억원이 발생할 것으로 전망된다.

브랜드 가치 제고와 제품믹스 강화

1) 제품믹스 강화: 치과시장 성숙도에 따라 사용되는 영상진단장비가 다르기 때문에, 제품믹스를 구축하는 것이 중요하다. 동사는 다양한 제품믹스를 갖추고 시장 성숙도에 따라 자연스럽게 상위 제품군으로 연결될 수 있는 전략을 활용한다. 이러한 전략으로 중국과 인도시장에서 1위기업으로 성장했다. 2Q17부터 세계최초로 2.5D 제품을 출시되며 제품믹스가 더욱 강화될 것으로 전망된다.

또한, 중국시장에서 2017년 하반기 동사의 주력제품인 3D 스마트 제품의 판매가 가능할 전망이다. 동사의 다양한 제품믹스를 활용한 중국시장의 고성장이 기대된다.

2) 브랜드 가치 제고: 동사의 주력시장은 북미지역으로 매출의 23.6%를 차지한다. 주목해야 할 점은 북미지역에서 브랜드가치가 증가하고 있다는 점이다. 브랜드 가치 제고로 인하여 향후 북미시장에서 ASP를 높이는 수익성 제고전략이 활용 가능할 것으로 보인다. 또한, 건강에 대한 관심이 높은 북미지역에서는 고마진의 저선량 제품인 Green 제품이 호조를 보이고 있는 점도 긍정적이다.

투자의견 매수 및 목표주가 40,000원 유지

동사에 대한 목표주가 40,000원과 매수의견을 유지한다. 현재 주가는 12개월 Fwd 기준 PER 13.2배(중단사업손익 제외)로 역사적 저점 수준이다. 글로벌 덴탈 이미징 Peer(23배) 대비 저평가받고 있다. 전방산업인 치과용 임플란트의 성장성이 견조한 가운데, 동사는 선진시장에서 브랜드 가치가 높아지고 있고, 제품믹스 강화로 중국, 인도 등의 신흥지역에서 성장성도 기대되고 있다. 동사의 치과용 이미징 시장에서의 경쟁력과 지위를 고려할 때 역사적 저점인 현재주가는 매력적인 수준이다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	195	217	238	197	220	243
영업이익 (십억원)	32	41	45	37	42	50
영업이익률 (%)	16.4	18.9	18.9	18.8	19.1	20.6
순이익 (십억원)	10	21	25	85	38	46
EPS (원)	653	1,433	1,667	5,727	2,591	3,107
ROE (%)	11.4	22.5	19.9	49.3	17.7	17.9
P/E (배)	40.0	27.6	21.7	5.2	11.4	9.5
P/B (배)	4.4	5.8	3.7	2.2	1.9	1.6
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 16. 2Q17 실적 비교표

(십억원, %)

	2Q16	1Q17	2Q17F		성장률	
			미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	49.3	44.2	53.0	55.0	7.5	19.8
영업이익	10.7	8.3	11.0	10.9	2.6	31.7
영업이익률 (%)	21.7	18.8	20.7	19.8	-1.0	1.9
세전이익	-	4.6	13.0	11.8	-	8.4
순이익	-	59.4	9.8	9.0	-	-49.5

주: K-IFRS 연결 기준, 2Q16 및 1Q17 레이언스 실적 제외 반영

자료: 바텍, 미래에셋대우 리서치센터

표 17. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	17F	18F	17F	18F	17F	18F	
매출액	198.0	218.4	197.4	219.5	-0.3	0.5	
영업이익	36.7	41.7	37.2	42.2	1.2	1.2	
세전이익	37.9	49.8	38.1	49.1	0.4	-1.2	
순이익	79.2	29.6	85.1	38.5	7.4	30.0	
EPS (KRW)	5,335	1,993	5,727	2,591	7.4	30.0	

주: K-IFRS 연결 기준

자료: 미래에셋대우 리서치센터 예상

표 18. 분기별 실적 전망표

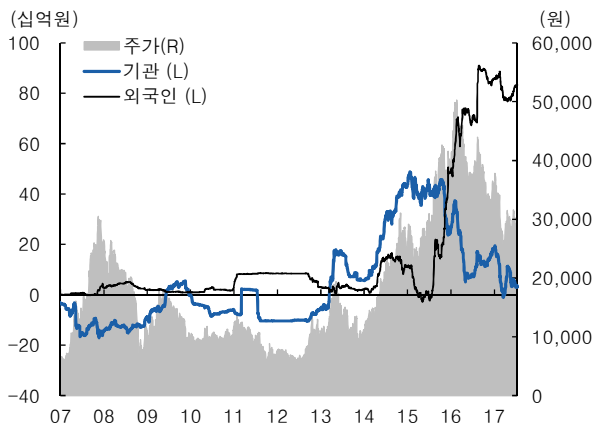
(십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	37.8	49.3	40.3	51.9	44.2	53.0	43.2	57.0	179.3	197.4	219.5
2D	9.0	11.1	9.0	10.6	9.9	11.5	9.5	11.3	39.7	42.3	45.1
3D	20.4	27.2	20.0	32.1	23.9	29.9	21.6	35.9	99.7	111.3	128.1
기타	8.4	11.1	11.3	9.2	10.4	11.6	12.0	9.8	40.0	43.9	46.4
영업이익	4.8	15.5	10.0	11.5	8.3	11.0	7.5	10.4	45.3	37.2	42.2
세전이익	4.0	14.6	5.9	15.4	4.6	13.0	8.6	11.8	42.7	38.1	49.1
순이익(지배)	4.2	8.9	3.0	8.6	59.4	9.8	6.7	9.2	24.8	85.1	38.5
영업이익률 (%)	12.7	24.0	18.6	16.8	18.8	20.7	17.4	18.2	19.0	18.8	19.2
세전순이익률 (%)	10.5	22.6	10.9	22.6	10.4	24.6	20.0	20.8	17.9	19.3	22.4
순이익률 (지배, %)	14.9	17.3	9.2	17.0	137.1	20.6	17.2	17.9	10.4	43.1	17.5

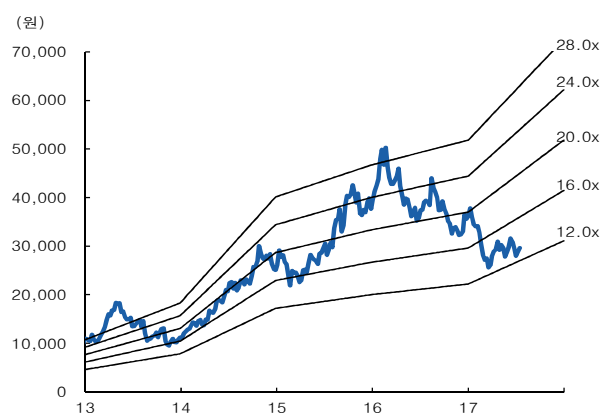
자료: 바텍, 미래에셋대우 리서치센터

그림 82. 기관 및 외국인 순매수량 vs. 주가 추이

그림 83. PER band chart



자료: 미래에셋대우 리서치센터



자료: 미래에셋대우 리서치센터

바텍 (043150)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액	238	197	220	243
매출원가	125	100	111	121
매출총이익	113	97	109	122
판매비와관리비	68	61	67	73
조정영업이익	45	37	42	50
영업이익	45	37	42	50
비영업손익	-2	1	7	9
금융손익	-2	-1	-1	-1
관계기업등 투자손익	0	5	8	10
세전계속사업손익	43	38	49	59
계속사업법인세비용	9	5	6	8
계속사업이익	33	33	43	51
중단사업이익	0	57	0	0
당기순이익	33	89	43	51
지배주주	25	85	38	46
비지배주주	9	4	4	5
총포괄이익	34	89	43	51
지배주주	25	87	42	50
비지배주주	9	2	1	1
EBITDA	57	45	49	56
FCF	12	-1	35	40
EBITDA 마진율 (%)	23.9	22.8	22.3	23.0
영업이익률 (%)	18.9	18.8	19.1	20.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	10.5	43.1	17.3	18.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	251	151	205	269
현금 및 현금성자산	26	21	61	107
매출채권 및 기타채권	71	60	66	74
재고자산	62	51	57	64
기타유동자산	92	19	21	24
비유동자산	140	171	164	158
관계기업투자등	0	90	90	90
유형자산	91	58	53	49
무형자산	30	11	9	7
자산총계	390	322	369	427
유동부채	98	87	93	99
매입채무 및 기타채무	33	33	37	41
단기금융부채	47	39	39	39
기타유동부채	18	15	17	19
비유동부채	35	31	32	33
장기금융부채	26	23	23	23
기타비유동부채	9	8	9	10
부채총계	133	119	125	133
지배주주지분	147	198	235	280
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	36	6	6	6
이익잉여금	103	185	222	267
비지배주주지분	110	5	9	14
자본총계	257	203	244	294

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
영업활동으로 인한 현금흐름	32	3	35	40
당기순이익	33	89	43	51
비현금수익비용가감	25	12	7	5
유형자산감가상각비	7	6	5	5
무형자산상각비	4	2	2	2
기타	14	4	0	-2
영업활동으로인한자산및부채의변동	-19	-32	-7	-8
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-1	-13	-6	-8
재고자산 감소(증가)	-19	-6	-6	-7
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	3	-3	3	3
법인세납부	-7	-8	-6	-8
투자활동으로 인한 현금흐름	-114	-15	-2	-2
유형자산처분(취득)	-20	-3	0	0
무형자산감소(증가)	-13	-1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-76	73	-2	-2
기타투자활동	-5	-84	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	74	3	-1	-1
장단기금융부채의 증가(감소)	-16	-10	0	0
자본의 증가(감소)	22	-30	0	0
배당금의 지급	-1	-1	-1	-1
기타재무활동	69	44	0	0
현금의 증가	-8	-5	40	46
기초현금	33	26	21	61
기말현금	26	21	61	107

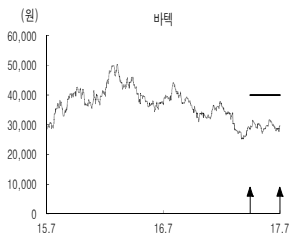
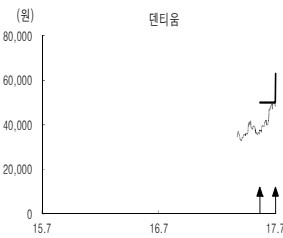
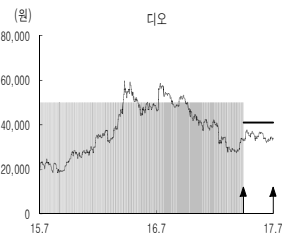
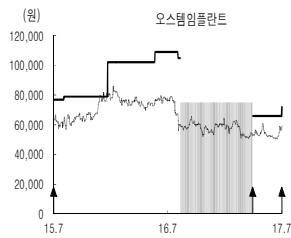
자료: 바텍, 미래에셋대우 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	21.7	5.2	11.4	9.5
P/CF (x)	9.1	4.4	8.9	7.8
P/B (x)	3.7	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA (x)	10.7	10.4	8.8	7.0
EPS (원)	1,667	5,727	2,591	3,107
CFPS (원)	3,953	6,794	3,318	3,784
BPS (원)	9,884	13,362	15,853	18,860
DPS (원)	100	100	100	100
배당성향 (%)	4.5	1.7	3.5	2.9
배당수익률 (%)	0.3	0.3	0.3	0.3
매출액증가율 (%)	9.7	-17.2	11.7	10.5
EBITDA증가율 (%)	16.3	-21.1	8.9	14.3
조정영업이익증가율 (%)	9.8	-17.8	13.5	19.0
EPS증가율 (%)	16.3	243.6	-54.8	19.9
매출채권 회전을 (회)	3.5	3.1	3.6	3.5
재고자산 회전을 (회)	4.6	3.5	4.0	4.0
매입채무 회전을 (회)	6.3	4.5	4.5	4.4
ROA (%)	10.1	25.1	12.4	12.9
ROE (%)	19.9	49.3	17.7	17.9
ROIC (%)	18.2	18.3	26.5	31.0
부채비율 (%)	51.8	58.3	51.1	45.0
유동비율 (%)	255.3	172.5	221.1	270.2
순차입금/자기자본 (%)	-15.6	13.2	-6.1	-21.3
조정영업이익/금융비용 (x)	15.2	21.4	24.8	29.3

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자 의견	목표주가(원)	종목명(코드번호)	제시일자	투자 의견	목표주가(원)
오스템임플란트(048260)	2017.07.14	매수	72,000원	디오(039840)	2015.07.09	매수	77,000원
	2017.04.11	매수	66,000원		2017.04.11	매수	41,000원
		분석 대상 제외		덴티움(145720)	2017.07.14	매수	63,000원
	2016.08.15	매수	105,000원		2017.05.25	매수	50,000원
	2016.06.02	매수	109,000원	바텍(043150)	2017.04.11	매수	40,000원
	2016.01.03	매수	102,000원				
	2015.08.16	매수	79,000원				



투자 의견 분류 및 적용 기준

기업

매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상

산업

비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

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

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
69.67%	17.06%	13.27%	0.00%

* 2017년 6월 30일 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.