

의료기기

치과용 의료기기 3Q17 Preview

3Q17 주가 Review 및 실적 Preview

3Q17동안 치과용 의료기기 업체별로 온도차가 존재했다. 장비업체보다는 임플란트 관련업체들의 주가가 좋았다. 회계관련 이슈가 마무리되는 국면에서 보험정책 기대감까지 작용했기 때문이다. 또한, 글로벌 업계 트렌드가 치과 치료 value chain을 패키지 형태로 제공(Total Solution Provider)하는 것으로 변하고 있다는 점에서 대부분의 임플란트업체들이 장비분야로 다각화를 진행하고 있다는 것도 영향을 끼친 것으로 해석된다.

그러한 기대감에 의해 오스템임플란트는 최대 39.7%, 덴티움 19.9%, 디오도 18%까지 주가가 상승했다. 그러나 9월 이후 오스템임플란트는 밸류에이션 부담, 덴티움은 자사주 소각 기대감 소멸, 디오는 중국지역 실적부진에 의해 대부분의 주가상승분을 반납했다. 최종적으로 오스템임플란트는 23.3%, 덴티움 6.4%, 디오는 -7.6%의 수익률을 기록했다. 바텍은 주가가 20%까지 상승했으나, 국내시장 경쟁심화 우려로 -3.8%의 수익률을 기록했다.

Top-picks: 덴티움, 오스템 임플란트 제시

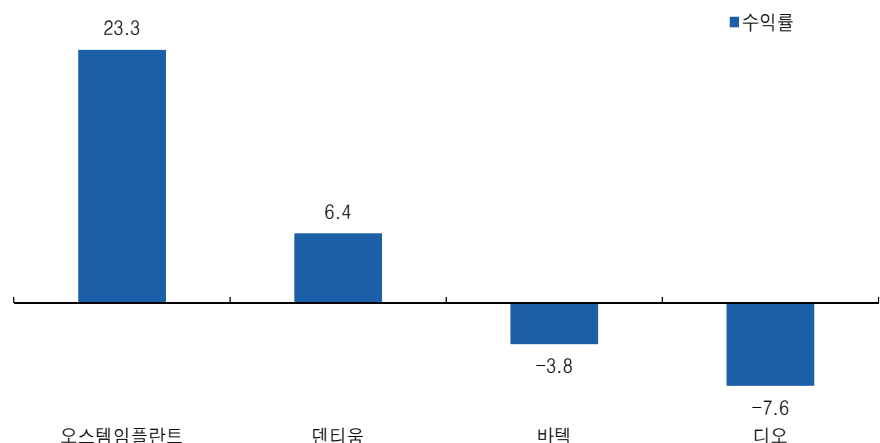
의료기기 섹터 중 치과용 의료기기에 대한 비중확대를 유지한다. 체외진단, 영상진단 업체 등이 실적 및 주가모멘텀 부재로 부진하는 것과 달리, 치과용 의료기기는 소모재 성격을 띄며 꾸준하고 견조한 외형확대가 가능하기 때문이다.

치과용 의료기기 관련 최선호주로 덴티움과 오스템임플란트를 제시한다. 덴티움(145720/매수/ TP 70,000원)은 현재 주가가 12개월 Fwd PER 기준 16.6배 수준(글로벌 Peer 평균 21.7배)으로 치과용 임플란트 업체 중에서 가장 높은 밸류에이션 매력을 지니고 있다. 동사의 높은 이익률(17~19년 평균 26.8%) 및 성장성(3년 CAGR 매출액 성장률 21.1%)을 고려할 때 목표주가는 충분히 달성가능하다는 판단이다.

오스템임플란트(048260/매수/TP 79,000원)는 밸류에이션은 높지만 외형확대에 의한 마진개선이 기대된다. 동사는 10년째 꾸준히 아시아 시장 지배력을 높여나가고 있다는 점에서 높은 밸류에이션은 정당화될 수 있다고 보여진다.

디오와 바텍도 관심을 가질만한다. 디오(039840/매수/TP 41,000원)는 가장 앞선 디지털 치료 기술 포트폴리오를 구축하고 있다. 중국지역 외형 회복과 함께 디지털 기술 프리미엄이 점진적으로 주가에 반영될 것으로 예상된다. 바텍(043150/매수/TP 36,000원)은 북미지역을 중심으로 글로벌 Top 3 업체로 성장했다. 내년 상반기 전략 제품의 중국지역 인증 허가시 이미징 지역에 대한 경쟁력도 강화될 것으로 예상된다.

치과용 의료기기 3Q17 수익률



치과용 의료기기 업체 비교

표 1. 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	11,924	24.8	26.0	26.8	42.7	43.3	36.6	15.8	11.1	9.1	34.1	31.1	27.9	30.7	33.0	28.2
짐머 바이오멧 홀딩스	27,260	10.7	32.1	32.5	20.5	14.5	13.7	2.4	2.3	2.1	7.2	16.5	16.2	17.4	11.4	10.9
덴츠플라이 시로나	15,049	12.1	20.0	21.2	27.0	21.7	19.6	1.8	1.7	1.7	-10.2	1.8	8.1	-	16.0	14.7
헨리 세인	14,412	6.7	7.0	7.2	22.9	22.2	20.2	4.4	3.7	3.3	18.7	19.7	19.4	16.6	14.2	13.2
패터슨	4,032	5.1	6.2	6.4	18.7	16.3	15.0	2.6	2.4	2.1	11.6	14.4	14.4	14.1	11.3	10.7
오스템임플란트	923	9.9	10.7	12.0	36.9	38.2	27.2	6.7	6.1	5.0	22.1	21.0	23.8	22.1	18.6	14.3
디오	463	30.7	28.1	28.4	29.3	22.7	17.1	5.0	3.3	2.8	22.2	17.7	19.7	20.6	15.4	12.6
덴티움	582	24.2	27.0	27.0	-	19.0	16.0	-	3.2	2.7	33.7	26.4	20.0	-	12.9	10.5
전체 평균		11.9	19.7	20.2	26.4	24.7	20.7	5.4	4.2	3.6	12.3	18.6	18.7	19.7	16.6	14.4

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

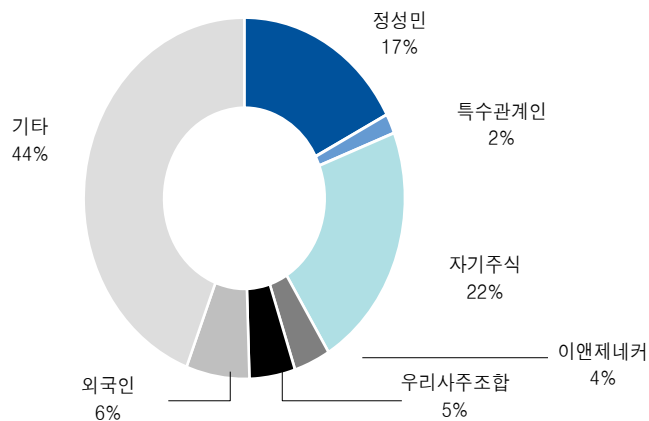
표 2. 임플란트 업체 비교

(십억원)

2016				1H17			
항목	디오	오스템임플란트	덴티움	항목	디오	오스템임플란트	덴티움
매출	90.1	344.6	120	매출	44.6	194.5	72.2
YoY	22.4%	24.1%	25.7%	YoY	-0.8%	26.1%	28.0%
내수	49	179.2	48.8	내수	21.9	94.5	27.6
매출 대비 비중	54.4%	52.0%	40.7%	매출 대비 비중	49.1%	48.6%	38.2%
수출	41.1	165.4	71.2	수출	22.7	100.0	44.6
매출 대비 비중	45.6%	48.0%	59.3%	매출 대비 비중	50.9%	51.4%	61.8%
임플란트	67.3	168.8	106.9	임플란트	39.7	91.2	63.6
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	89.0%	46.9%	88.1%
내수	30.7	103.7	43.5	내수	19.1	51.7	24.4
임플란트 매출 비중	45.6%	61.4%	40.7%	임플란트 매출 비중	48.1%	56.7%	38.3%
수출	36.6	65.2	63.4	수출	20.6	39.5	39.2
임플란트 매출 비중	54.4%	38.6%	59.3%	임플란트 매출 비중	51.9%	43.3%	61.7%
제품	65.3	269.7	111.1	제품	39.732	152.5	67.4
매출 대비 비중	72.5%	78.3%	92.6%	매출 대비 비중	89.1%	78.4%	93.4%
중국	8.5	54.3	33.5	중국	2.0	30.7	20.1
매출 대비 비중	9.4%	15.8%	27.9%	매출 대비 비중	4.5%	15.8%	27.8%
해외 매출 내 비중	20.7%	32.8%	47.1%	해외 매출 내 비중	8.8%	30.7%	45.1%
매출원가	30.8	141.1	36.7	매출원가	12.3	79.5	21.6
매출 대비 비중	34.2%	40.9%	30.6%	매출 대비 비중	27.6%	40.9%	29.9%
판매비	31.7	169.2	54.8	판매비	19.6	97.5	31.2
매출 대비 비중	35.2%	49.1%	45.7%	매출 대비 비중	43.9%	50.1%	43.2%
영업이익	31.7	34.2	28.5	영업이익	12.7	17.5	19.4
매출 대비 비중	35.2%	9.9%	23.8%	매출 대비 비중	28.5%	9.0%	26.9%
급여	2.4	22.0	6.9	급여	1.7	13.5	3.7
매출 대비 비중	2.6%	6.4%	5.8%	매출 대비 비중	3.8%	6.9%	5.1%
경상개발비	17.5	89.0	28.8	경상개발비	11.5	54.0	14.9
매출 대비 비중	19.4%	25.8%	24.0%	매출 대비 비중	25.8%	27.8%	20.6%
PER (배)	30.3	36.9	-		22.7	38.2	19.0
외국인 지분율	24.6%	49.0%	-	외국인 지분율	19.5%	52.8%	6.4%

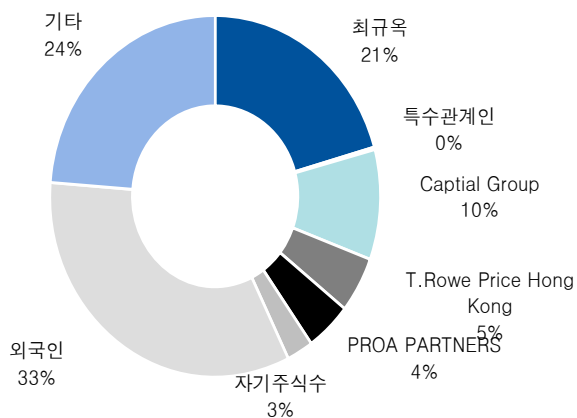
자료: 각사, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 덴티움 지분율



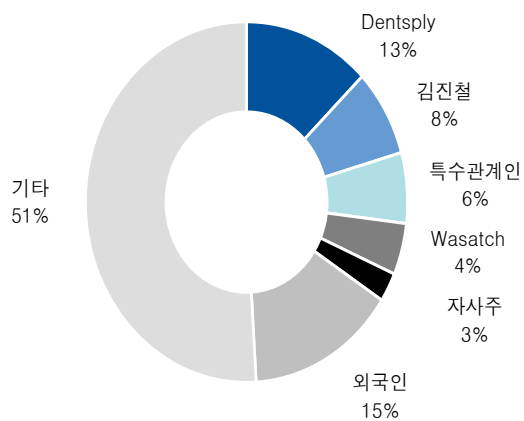
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 오스템 임플란트 지분율



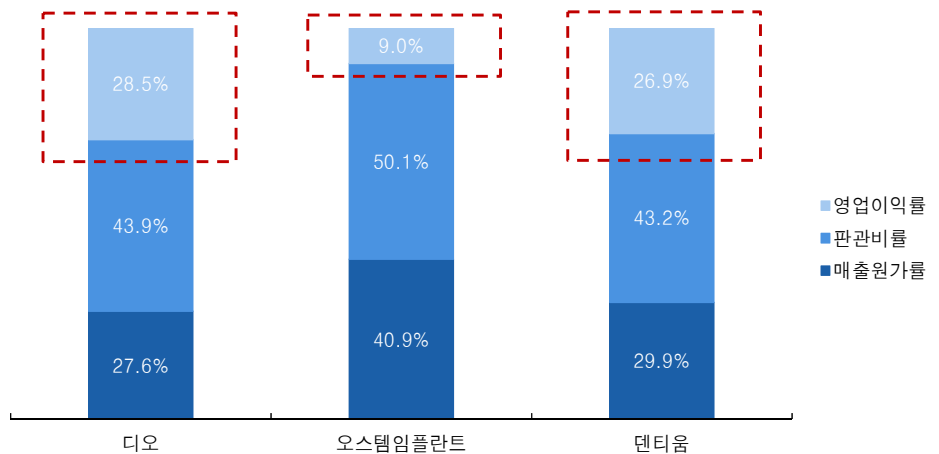
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 디오 지분율



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 임플란트 업체별 마진 구조(1H17 기준)



자료: 각사, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 오스템임플란트의 지역별 매출 비중

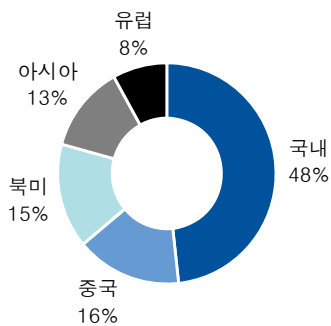


그림 6. 디오의 지역별 매출 비중

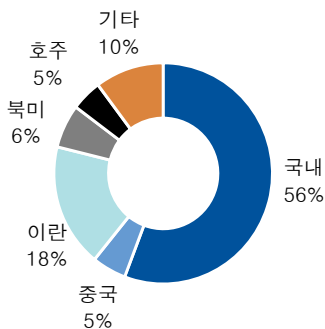
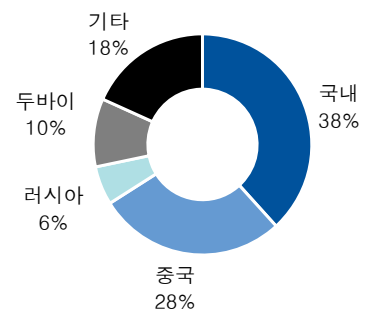


그림 7. 덴티움의 지역별 매출 비중



주: 1H17 기준

자료: 각사, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 오스템임플란트 사업부문별 매출 비중

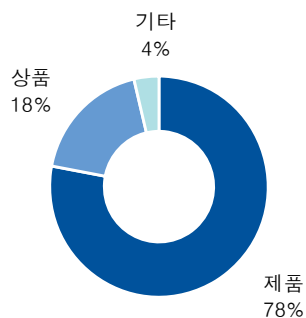


그림 9. 디오 사업부문별 매출 비중

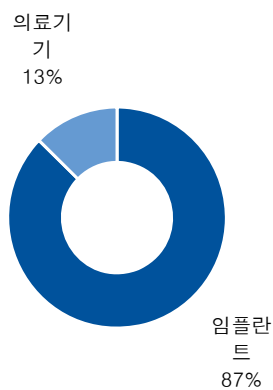
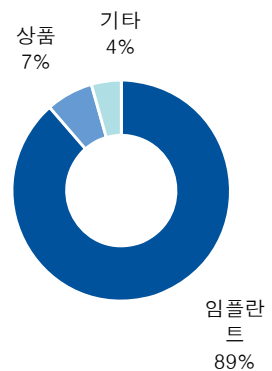
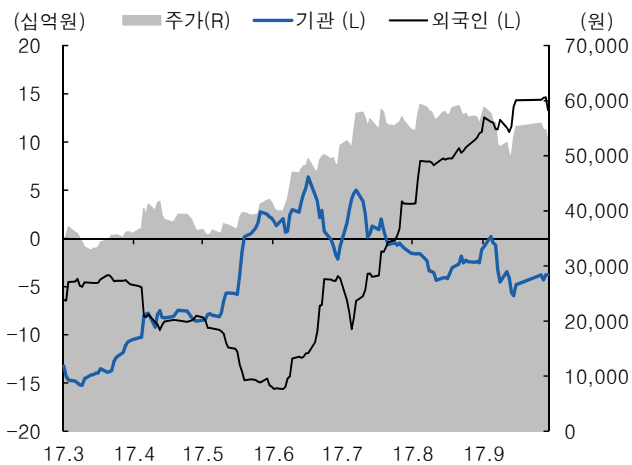


그림 10. 덴티움 사업부문별 매출 비중



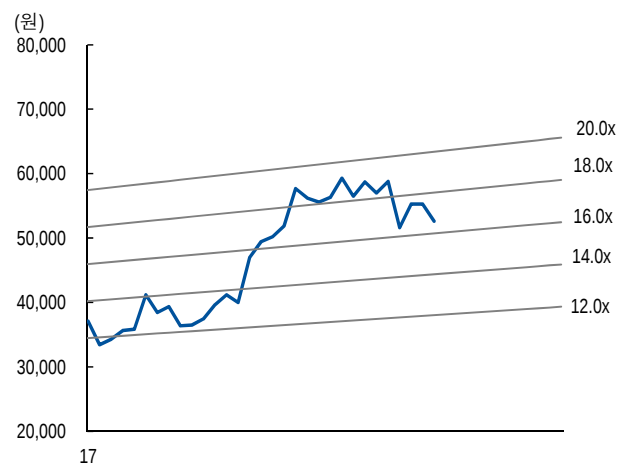
자료: 각사, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. 덴티움 기관 및 외국인 순매수량 vs. 주가 추이



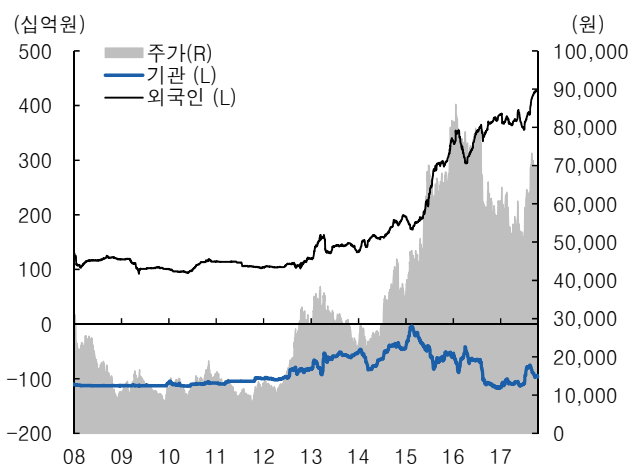
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. 덴티움 PER band chart



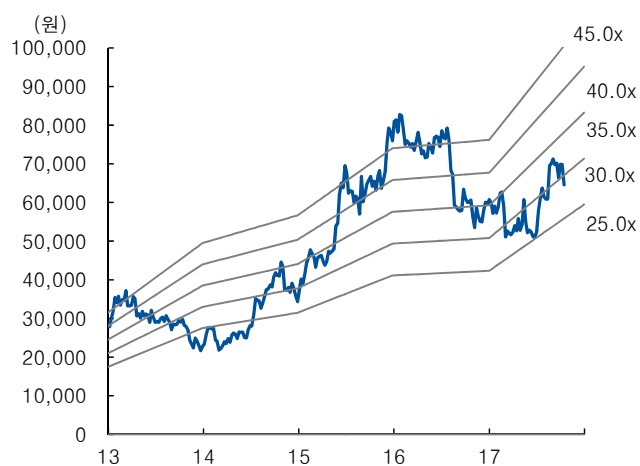
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 13. 오스템 임플란트 기관 및 외국인 순매수량 vs. 주가 추이



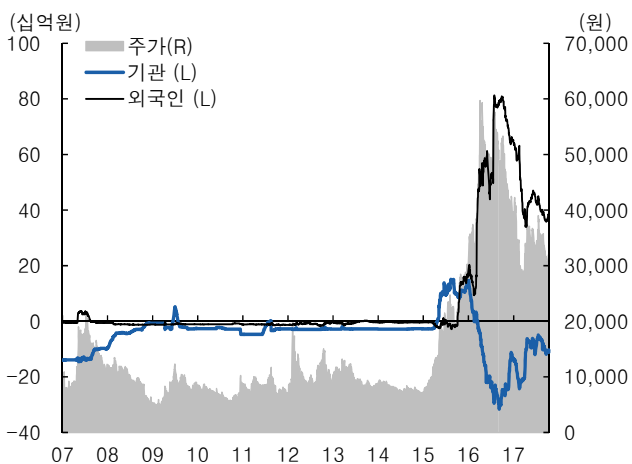
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 14. 오스템 임플란트 PER band chart



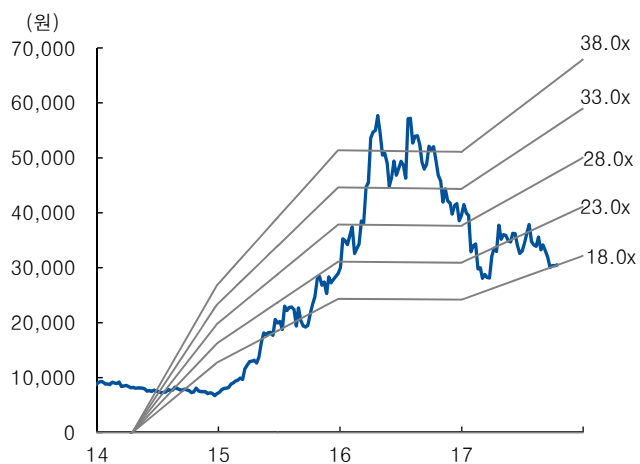
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. 디오 기관 및 외국인 순매수량 vs. 주가 추이



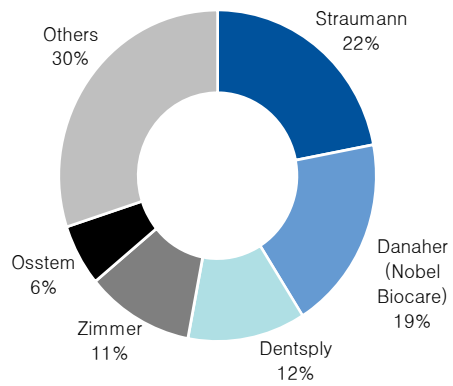
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 16. 디오 PER band chart



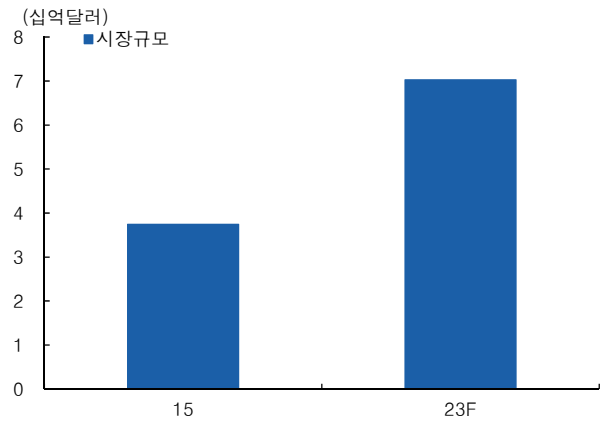
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 17. 세계 시장 점유율



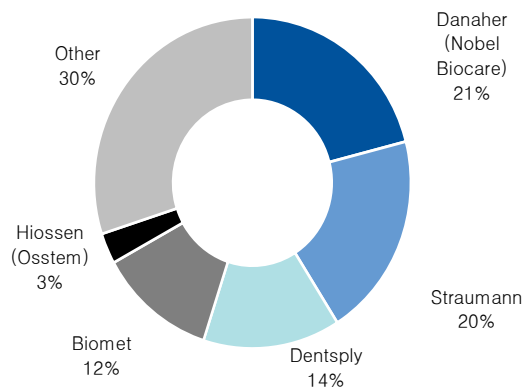
자료: Straumann, 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 18. 세계 임플란트 시장(CAGR 8.2%)



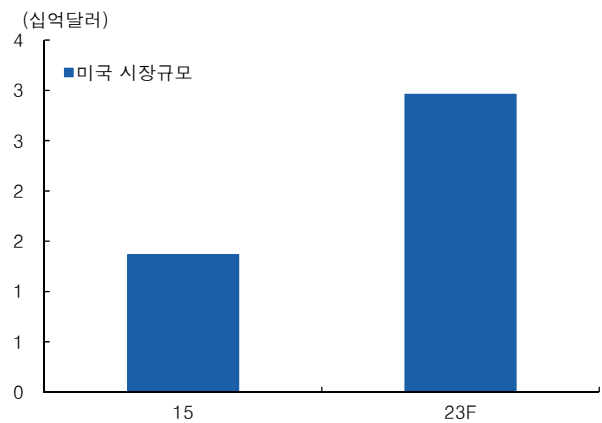
자료: MRG, 미래에셋대우 리서치센터

그림 19. 미국시장 점유율



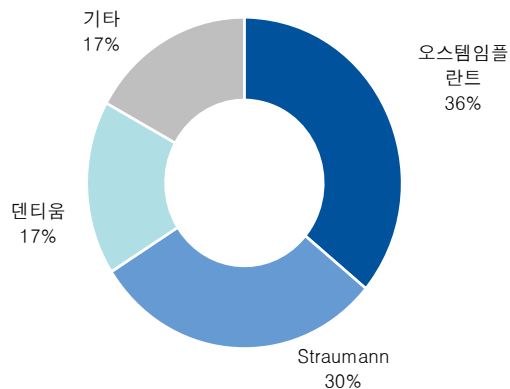
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 20. 미국 임플란트 시장(CAGR 10.2%)



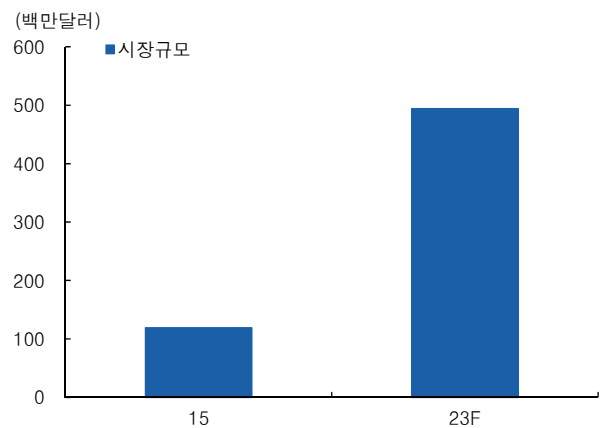
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 21. 중국 시장 점유율



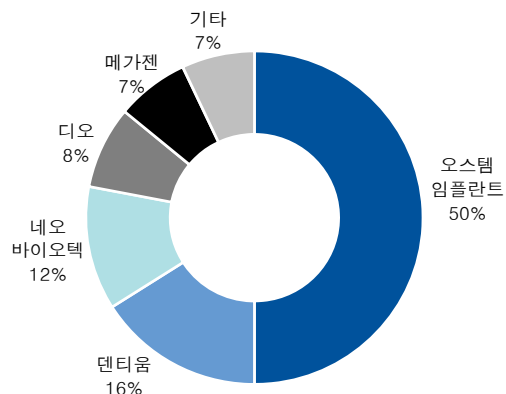
자료: 오스템임플란트, 덴티움, 미래에셋대우 리서치센터

그림 22. 중국 임플란트 시장(CAGR 19.5%)



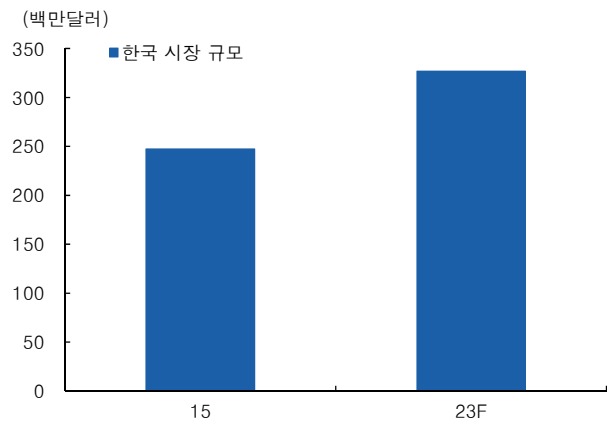
자료: MRG, 미래에셋대우 리서치센터

그림 23. 국내 임플란트 시장 점유율



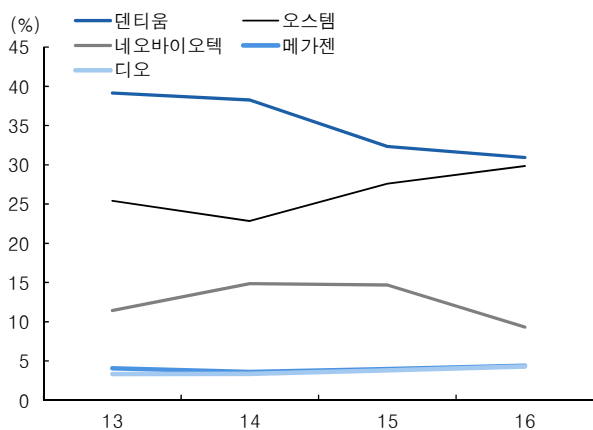
자료: 한국보건산업진흥원, 미래에셋대우 리서치센터

그림 24. 국내임플란트 시장 규모 추이 (CAGR 3.5%)



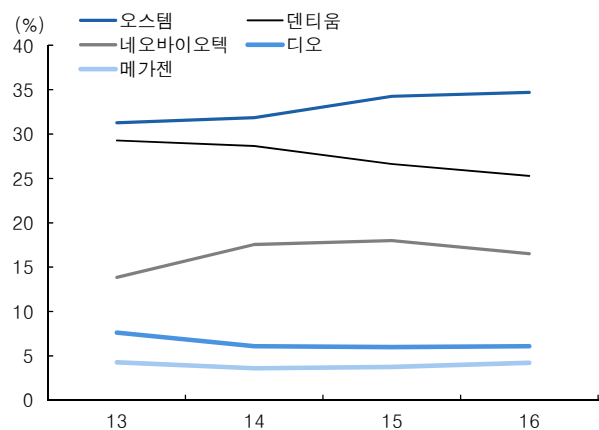
자료: MRG, 미래에셋대우 리서치센터

그림 25. 치과의사들이 가장 선호하는 브랜드



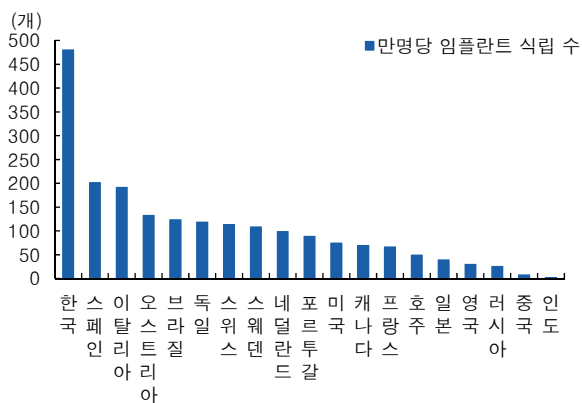
자료: 덴트포토, 미래에셋대우 리서치센터

그림 26. 치과의사들이 가장 많이 사용하는 브랜드



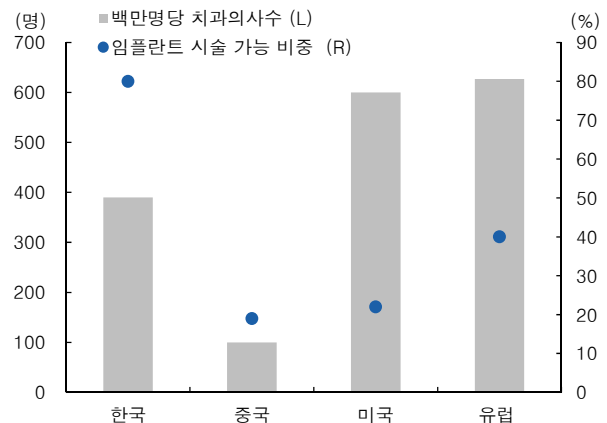
자료: 덴트포토, 미래에셋대우 리서치센터

그림 27. 인구 만명당 임플란트 식립수



자료: MRG, Straumann, 미래에셋대우 리서치센터

그림 28. 글로벌 치과의사수 vs. 임플란트 시술 가능 비중



자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

Top Picks 및 관심종목

덴티움 (145720/매수) 치과용 임플란트 업체 중 가장 높은 밸류에이션 매력

- 3Q17 Preview: 시장기대치 부합하는 실적 예상
- 해외시장 고성장세와 고마진 지속
- 투자의견 매수 및 목표주가 70,000원 유지

오스템임플란트 (048260/매수) 아시아 시장 지배력 확대 지속

- 3Q17 Preview: 시장기대치 상회하는 실적 예상
- 해외시장 중심으로 외형 확대와 마진 개선 지속
- 투자의견 매수 유지 및 목표주가 79,000원으로 상향

디오 (039840/매수) 보철시장까지 디지털 치료 포트폴리오 확대

- 3Q17 Preview: 시장기대치 하회하는 실적 예상
- Digital 치료 포트폴리오 확대 진행 중
- 투자의견 매수 및 목표주가 41,000원 유지

바텍 (043150/매수) 북미지역 중심 고성장세 지속

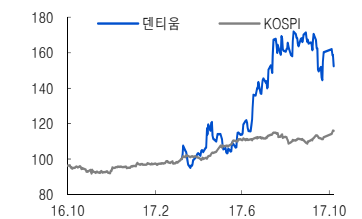
- 3Q17 Preview: 시장기대치 부합하는 실적 예상
- 치과 영상진단 시장 지배력 강화 진행 중
- 투자의견 매수 유지 및 목표주가 36,000원으로 하향

덴티움 (145720)

치과용 임플란트 업체 중 가장 높은 밸류에이션 매력

건강관리장비

투자의견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	70,000원
현재주가(17/10/13)	52,600원
상승여력	33%
영업이익(17F, 십억원)	41
Consensus 영업이익(17F, 십억원)	41
EPS 성장률(17F, %)	54.6
MKT EPS 성장률(17F, %)	45.3
P/E(17F, x)	19.0
MKT P/E(17F, x)	10.2
KOSPI	2,473.62
시가총액(십억원)	582
발행주식수(백만주)	11
유동주식비율(%)	54.7
외국인 보유비중(%)	6.1
베타(12M) 일간수익률	0.57
52주 최저가(원)	32,800
52주 최고가(원)	59,300
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-5.6 45.5 0.0
상대주가	-9.9 26.4 0.0



[헬스케어장비/IT소물캡]

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

3Q17 Preview: 시장기대치 부합하는 실적 예상

동사의 3Q17 실적은 매출액 396억원(27.0% YoY)을 기록하며 시장기대치와 유사한 실적을 기록할 것으로 추정된다. 해외 매출액이 전년동기대비 42.6% YoY 상승하며 외형 성장을 견인할 것으로 예상된다. 특히 중국시장 매출은 전년동기대비 47.0% YoY 상승한 121억원으로 전 분기에 이어 고성장을 지속할 것으로 전망된다.

영업이익은 107억원으로 시장기대치에 부합할 것으로 기대된다. 경상개발비 및 광고비 증가, 인력충원 등의 비용증가로 전년동기 대비 2.5% YoY 상승한 수준이다. 비용 증가에도 불구하고, 여전히 높은 영업이익률(OPM 26.9%)을 달성할 것으로 기대된다.

해외시장 고성장세와 고마진 지속

1) 중국 중심의 해외시장 고성장세 지속: 10년 이상의 장기 임상데이터를 바탕으로 한 해외시장의 고성장세는 하반기(36.0% YoY)에도 이어질 것으로 전망된다. ① 매출 성장은 업계 3위 수준까지 성장한 중국이 주도할 것으로 보인다. 중국 시장은 하반기에도 고성장(32.4% YoY)이 기대되며, 2018년 말에는 현지 제조인증(연 30만 Fixture) 취득이 예상되어 장기성장 동력확보가 가능할 것으로 전망된다.

또한, ② 해외 신규법인의 추가 설립으로 외형확대가 기대된다. 이란법인은 4Q17 본격적으로 가동되며, 내년에는 유럽 및 아시아지역에서의 신규 법인 설립도 기대된다.

2) 자체상품기반의 원가경쟁력과 치과장비 토탈 솔루션 제공: 동사는 전체 매출 중 92.5%가 제품으로 이익률(24~27%)이 경쟁사대비 높다. 또한, 2015년 CAD/CAM, 2Q17 CBCT 등 Digital Dentistry 제품을 국내출시하였고, 해외시장 인증절차가 진행 중이다. 치과장비 포트폴리오 구축시, 제품간의 패키지 판매가 가능하고, 고객 충성도를 높일 수 있는 효과가 기대된다.

투자의견 매수 및 목표주가 70,000원 유지

동사에 대한 매수의견과 목표주가 70,000원을 유지한다. 동사는 지난 3개월간 임플란트업종 강세로 저점대비 19.9%까지 상승했으나, 자사주 소각 기대감이 소멸되며 고점대비 15.9%하락하였다. 이후 부진한 주가 흐름을 이어가며 현재 주가는 12개월 Fwd PER 기준 16.6배로 Peer 대비 저평가(21.7배)되고 있다. 동사의 높은 이익률(17~19년 3년 평균 26.8%)과 성장성(3년 CAGR 매출액 성장률 21.1%)를 고려할 때 목표주가는 충분히 달성가능한 수준이다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	82	95	120	152	185	220
영업이익 (십억원)	18	17	29	41	50	58
영업이익률 (%)	22.0	17.9	24.2	27.0	27.0	26.4
순이익 (십억원)	17	14	20	31	36	43
EPS (원)	1,542	1,308	1,788	2,764	3,279	3,887
ROE (%)	41.2	32.4	33.7	26.4	20.0	19.5
P/E (배)	-	-	-	19.0	16.0	13.5
P/B (배)	-	-	-	3.2	2.7	2.2
배당수익률 (%)	-	-	-	0.0	0.0	0.0

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

표 3. 3Q17 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	3Q16	2Q17	3Q17F		성장률	
			미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	31.2	40.2	39.6	39.7	27.0	-1.5
영업이익	10.4	10.9	10.7	10.5	2.5	-2.5
영업이익률 (%)	33.4	27.2	26.9	26.4	-6.5	-0.3
세전이익	8.1	12.7	10.4	10.4	29.4	-17.9
순이익	7.1	11.3	7.9	8.0	12.3	-29.8

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 4. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	17F	18F	17F	18F	17F	18F	
매출액	151.4	182.1	151.8	184.5	0.3	1.3	실적 추정치 변경
영업이익	40.2	48.0	41.0	49.5	2.0	3.1	
세전이익	38.2	45.8	39.0	47.1	2.2	2.8	
순이익	30.0	35.3	30.7	36.3	2.1	2.7	
EPS (KRW)	2,714	3,192	2,770	3,279	2.1	2.7	

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋대우 리서치센터

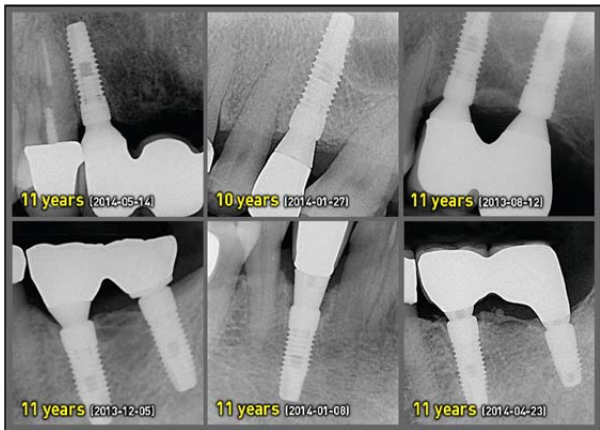
표 5. 분기별 실적 전망표

(십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	25.8	30.6	31.2	32.5	32.0	40.2	39.6	40.0	120.0	151.8	184.5
내수	11.3	12.7	12.9	11.9	14.3	13.3	13.6	13.3	48.8	54.4	60.7
중국	7.1	8.2	8.2	10.0	7.5	12.6	12.1	12.1	33.5	44.3	57.3
두바이	2.0	3.2	3.6	3.9	3.4	3.7	3.8	4.7	12.8	15.7	19.1
러시아	1.8	2.4	2.0	1.9	0.5	3.6	2.6	2.6	8.1	9.3	11.5
기타	3.7	4.1	4.4	4.7	6.2	7.0	7.5	7.4	16.8	28.1	35.9
영업이익	8.2	6.3	10.4	3.6	8.5	10.9	10.7	10.9	28.5	41.0	49.5
세전이익	7.5	6.0	8.1	4.8	5.3	12.7	10.4	10.6	26.4	39.0	47.1
순이익	5.5	4.6	7.1	2.7	3.7	11.3	7.9	7.7	19.8	30.7	36.3
영업이익률 (%)	31.7	20.8	33.4	11.1	26.7	27.2	26.9	27.2	23.8	27.0	26.8
세전순이익률 (%)	29.0	19.7	25.8	14.8	16.6	31.6	26.3	26.4	22.0	25.7	25.5
순이익률 (%)	21.3	15.3	22.9	8.4	11.7	28.2	20.1	19.3	16.5	20.2	19.7

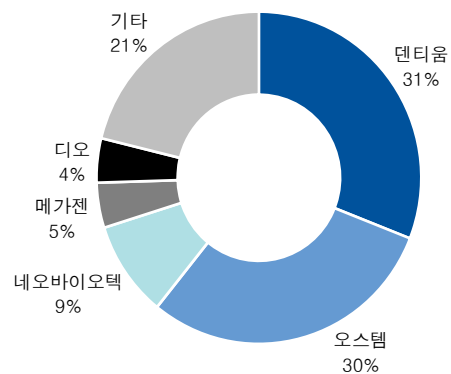
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 29. 2015년 IJPRD(SCI급 논문)에 실린 10년 장기 임상데이터



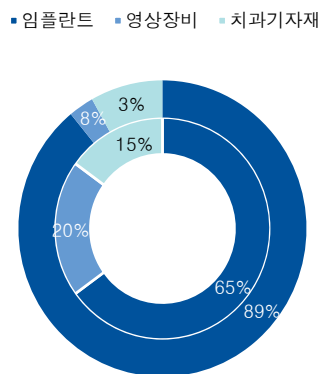
주: 242 케이스(74명) 중 97.9% 생존율 기록
자료: 덴티움, 미래에셋대우 리서치센터

그림 30. 치과외사가 가장 많이 사용하는 임플란트



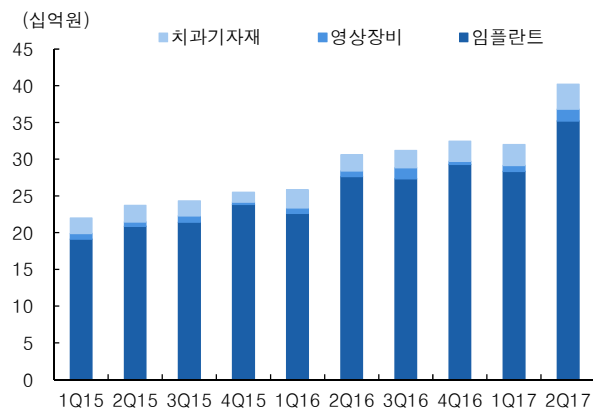
자료: 덴트포토, 미래에셋대우 리서치센터

그림 31. 품목별 매출 비중: 목표 vs. 2016



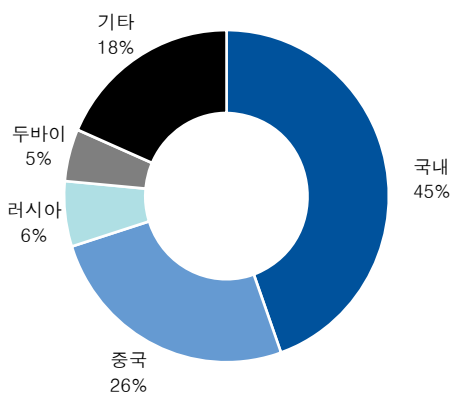
주: 안쪽 차트가 목표치
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 32. 품목별 매출 추이



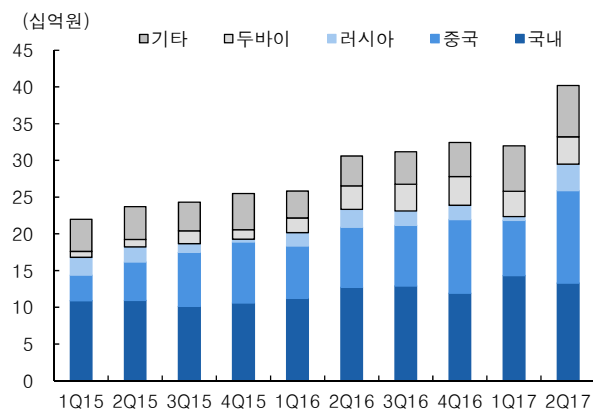
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 33. 지역별 매출 비중



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 34. 지역별 매출 비중 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

덴티움 (145720)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액	120	152	185	220
매출원가	37	46	58	69
매출총이익	83	106	127	151
판매비와관리비	55	65	77	93
조정영업이익	29	41	50	58
영업이익	29	41	50	58
비영업손익	-3	-2	-3	-2
금융손익	-1	-1	-2	-3
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	26	39	47	56
계속사업법인세비용	6	8	11	13
계속사업이익	20	31	36	43
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	20	31	36	43
지배주주	20	31	36	43
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	19	30	36	43
지배주주	19	30	36	43
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	32	47	58	67
FCF	-1	-31	-5	41
EBITDA 마진율 (%)	26.7	30.9	31.4	30.5
영업이익률 (%)	24.2	27.0	27.0	26.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	16.7	20.4	19.5	19.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	92	151	205	267
현금 및 현금성자산	9	48	83	124
매출채권 및 기타채권	52	65	77	90
재고자산	26	32	38	45
기타유동자산	5	6	7	8
비유동자산	95	134	165	156
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	84	123	155	147
무형자산	2	1	1	1
자산총계	187	284	370	424
유동부채	96	98	107	117
매입채무 및 기타채무	10	12	14	16
단기금융부채	58	51	51	51
기타유동부채	28	35	42	50
비유동부채	22	22	63	63
장기금융부채	20	20	60	60
기타비유동부채	2	2	3	3
부채총계	118	121	170	180
지배주주지분	69	163	199	242
자본금	6	6	6	6
자본잉여금	5	49	49	49
이익잉여금	98	128	164	207
비지배주주지분	0	1	1	1
자본총계	69	164	200	243

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
영업활동으로 인한 현금흐름	18	13	35	41
당기순이익	20	31	36	43
비현금수익비용가감	15	15	21	24
유형자산감가상각비	3	5	8	9
무형자산상각비	1	1	1	0
기타	11	9	12	15
영업활동으로인한자산및부채의변동	-10	-23	-10	-11
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	0	-19	-11	-12
재고자산 감소(증가)	-3	-7	-6	-7
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-3	11	1	1
법인세납부	-6	-10	-11	-13
투자활동으로 인한 현금흐름	-19	-45	-40	0
유형자산처분(취득)	-18	-44	-40	0
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-1	0	0	0
기타투자활동	1	-1	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	5	71	40	0
장단기금융부채의 증가(감소)	8	-6	40	0
자본의 증가(감소)	0	45	0	0
배당금의 지급	-1	-1	0	0
기타재무활동	-2	33	0	0
현금의 증가	4	39	35	41
기초현금	5	9	48	83
기말현금	9	48	83	124

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	-	19.0	16.0	13.5
P/CF (x)	-	12.6	10.1	8.6
P/B (x)	-	3.2	2.7	2.2
EV/EBITDA (x)	-	12.9	10.5	8.4
EPS (원)	1,788	2,764	3,279	3,887
CFPS (원)	3,193	4,175	5,226	6,093
BPS (원)	9,747	16,448	19,727	23,614
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	26.7	21.7	18.9
EBITDA증가율 (%)	60.0	46.9	23.4	15.5
조정영업이익증가율 (%)	70.6	41.4	22.0	16.0
EPS증가율 (%)	36.7	54.6	18.6	18.5
매출채권 회전율 (회)	2.8	3.0	3.0	3.0
재고자산 회전율 (회)	4.8	5.3	5.3	5.3
매입채무 회전율 (회)	8.1	8.0	8.2	8.3
ROA (%)	11.8	13.0	11.1	10.9
ROE (%)	33.7	26.4	20.0	19.5
ROIC (%)	16.9	19.4	17.9	18.9
부채비율 (%)	169.8	73.8	85.1	74.2
유동비율 (%)	95.8	153.2	191.1	228.3
순차입금/자기자본 (%)	97.0	13.0	13.0	-6.3
조정영업이익/금융비용 (x)	29.7	40.3	19.4	18.7

자료: 덴티움, 미래에셋대우 리서치센터

오스템임플란트 (048260)

아시아 시장 지배력 확대 지속

3Q17 Preview: 시장 기대치 상회하는 실적 예상

동사의 3Q17 매출액은 1,008억원(15.1% YoY)을 기록하며 시장 기대치를 소폭 상회할 것으로 기대된다. 해외 매출이 526억원(25.8% YoY)으로 매출 상승을 견인할 것으로 예상된다. 주력시장인 중국지역(37.6% YoY)과 북미지역(20.3% YoY)이 고성장을 이어나갈 것이 주 원인이다. 내수매출은 498억원(13.4% YoY)으로 견조한 상승세를 이어나갈 전망이다.

영업이익은 상반기 대규모 인력채용에 의한 인건비상승과 연구개발비 증가로 전년동기대비 3.7% YoY 상승에 그칠 것으로 보인다. 다만, 영업이익률이 전분기(1.1%p QoQ)에 이어 2.6%p QoQ 상승하면서 마진개선이 지속되고 있는 점은 긍정적이다. 이는 ① 2Q17이후 우려되었던 중국지역의 마진회손이 당사의 예상치보다 크지 않은 것으로 기대되는 점과 ② 추가 비용증가를 제한함과 동시에 외형 증가에 의한 영업레버리지 효과가 발생하고 있기 때문이다.

해외 시장 중심으로 외형 확대와 마진 개선 지속

1) 마진 개선 지속: 해외 직접 영업방식을 추구하는 동사의 경영전략상, 마진 개선을 위해서는 외형증가에 의한 영업 레버리지가 중요하다. 동사의 마진개선은 주력시장인 중국과 미국지역을 중심으로 하반기에도 이어질 것으로 전망된다. 또한, 대규모 채용이나 대손상각과 같은 1회성 비용이 발생할 가능성이 제한적이라는 점도 긍정적이다.

2) Dental Total Solution Provider의 가능성: 글로벌 치과용 의료기기 업체의 트렌드는 치과 밸류체인 상에서 사업영역을 확대하여 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.

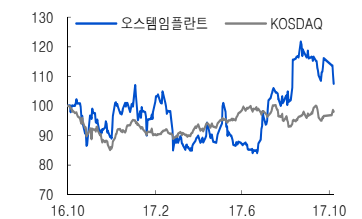
투자 의견 매수 유지 및 목표주가 79,000원으로 상향

동사에 대한 매수의견을 유지하며, 목표주가는 12개월 Fwd EPS(2,247원)를 적용하여 79,000원(기존 75,000원)으로 상향한다. 현재 주가는 12개월 Fwd PER 기준 28.9배로 글로벌 Peer 대비(21.7배) 고평가되고 있다. 아시아 시장 지배력에 의한 프리미엄을 받고 있기 때문이다. 동사는 한국과 중국을 중심으로 아시아시장에서 2006년부터 줄곧 글로벌 1위인 스트라우만보다 1.1~2.5배 이상 많은 매출액을 기록(그림. 35 참조)해 왔다.

하반기 외형성장에 의한 마진회복 감안시 목표주가는 충분히 달성가능하다는 판단이다. 또한, 국내 임플란트 자기 부담금 축소 정책(내년 7월, 기존 50% → 30%) 시행시 선도기업으로써 국내 시장 점유율이 가장 높은 만큼 가장 큰 수혜를 받을 것으로 기대되는 점도 긍정적이다.

건강관리장비

투자 의견(유지)	매수
목표주가(12M,상향)	▲ 79,000원
현재주가(17/10/13)	64,600원
상승여력	22%
영업이익(17F,십억원)	44
Consensus 영업이익(17F,십억원)	44
EPS 성장률(17F,%)	2.9
MKT EPS 성장률(17F,%)	45.3
P/E(17F,x)	38.2
MKT P/E(17F,x)	10.2
KOSDAQ	663.08
시가총액(십억원)	923
발행주식수(백만주)	14
유동주식비율(%)	76.6
외국인 보유비중(%)	52.8
베타(12M) 일간수익률	1.22
52주 최저가(원)	50,500
52주 최고가(원)	73,200
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-7.7 20.5 7.3
상대주가	-8.3 13.4 7.3



[헬스케어장비/IT소몰캡]

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

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	239	278	345	411	475	552
영업이익 (십억원)	29	33	34	44	57	69
영업이익률 (%)	12.1	11.9	9.9	10.7	12.0	12.5
순이익 (십억원)	16	18	24	24	34	43
EPS (원)	1,100	1,259	1,645	1,693	2,379	2,980
ROE (%)	17.1	17.2	22.1	21.0	23.8	23.5
P/E (배)	32.4	64.4	36.9	38.2	27.2	21.7
P/B (배)	5.1	10.6	6.7	6.1	5.0	4.0
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 6. 3Q17 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	3Q16	2Q17	3Q17F		성장률	
			미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	87.5	101.0	100.8	101.1	15.1	-0.2
영업이익	11.8	9.6	12.3	11.8	3.7	27.2
영업이익률 (%)	13.5	9.6	12.2	11.7	-9.9	27.5
세전이익	4.2	12.6	11.7	11.8	178.4	-7.2
순이익	2.9	8.0	7.4	8.2	155.4	-7.3

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 7. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	17F	18F	17F	18F	17F	18F	
매출액	409.8	474.1	410.8	475.5	0.3	0.3	실적 추정치 변경
영업이익	43.2	56.9	44.2	57.4	2.4	0.9	
세전이익	35.9	52.7	37.2	53.3	3.6	1.3	
순이익	23.4	33.6	24.2	34.0	3.5	1.3	
EPS (KRW)	1,636	2,350	1,693	2,379	3.5	1.3	

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋대우 리서치센터

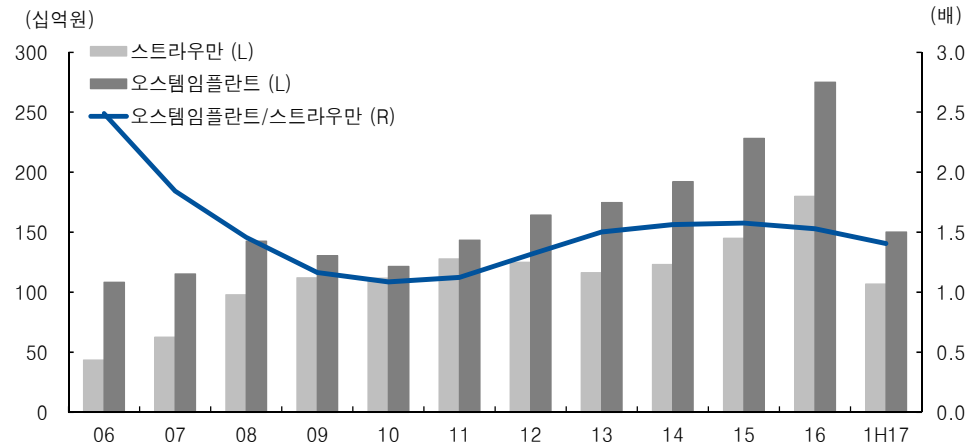
표 8. 분기별 실적 전망표

(십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	77.8	76.4	87.5	102.9	93.5	101.0	100.8	115.5	344.6	410.8	475.5
내수	38.9	41.3	43.9	55.0	46.4	48.1	49.8	60.2	179.0	204.5	225.5
중국(북경+광둥)	11.7	8.7	11.9	22.1	13.5	17.0	16.3	17.9	54.3	64.8	78.6
북미	10.2	10.1	12.4	14.3	12.6	13.2	14.9	17.7	47.1	58.3	71.9
기타	17.0	16.3	19.4	11.5	20.9	22.7	19.8	19.8	64.2	83.2	99.5
영업이익	10.9	5.3	11.8	6.2	7.9	9.6	12.3	14.4	34.2	44.2	57.4
내수	10.9	9.5	10.9	14.0	9.6	11.0	12.0	15.6	45.3	48.3	56.4
중국(북경+광둥)	-1.2	-3.3	-1.7	-3.0	-1.9	-3.2	-1.5	-1.6	-9.2	-8.1	-7.9
북미	0.4	-0.8	2.1	-0.7	0.4	1.4	1.3	0.9	1.0	3.9	5.6
기타	0.8	-0.1	0.5	-4.0	-0.2	0.5	0.4	-0.5	-2.8	0.1	3.3
세전이익	11.5	4.9	4.2	11.9	-0.7	12.6	11.7	13.7	32.5	37.2	53.3
순이익	8.2	3.7	2.9	8.7	0.0	8.0	7.4	8.7	23.5	24.2	34.0
영업이익률 (%)	14.0	6.9	13.5	6.1	8.4	9.6	12.2	12.5	9.9	10.8	12.1
세전순이익률 (%)	14.8	6.5	4.8	11.5	-0.8	12.4	11.6	11.8	9.4	9.0	11.2
순이익률 (%)	10.4	4.0	3.8	5.8	-0.3	7.8	8.7	8.9	6.8	5.9	7.1

자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 35. 오스템임플란트 vs. 스트라우만 아시아지역 매출 추이



자료: 각사, 미래에셋대우 리서치센터

표 9. 오스템임플란트 비용 구조

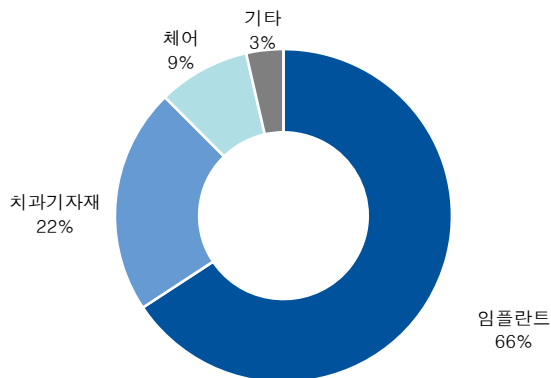
(십억원, %, %p)

항목	2013	2014	2015	2016	2017F	2014	2015	2016	2017F
매출	216.5	238.6	277.7	344.6	410.8	10.2%	16.4%	24.1%	19.2%
내수	105.2	126.1	146.1	179.0	204.5	19.9%	15.8%	22.6%	14.2%
해외	111.3	112.5	131.7	165.6	206.3	1.1%	17.0%	25.8%	24.6%
미국	35.0	29.8	34.9	47.1	58.3	-14.9%	17.2%	34.7%	23.8%
중국	39.5	39.3	48.3	54.3	65.0	-0.5%	22.9%	12.5%	19.6%
기타	36.7	43.4	48.4	64.2	83.0	18.1%	11.6%	32.5%	29.4%
매출원가율	39.3%	42.3%	41.8%	41.0%	40.4%	3.0%	-0.6%	-0.8%	-0.6%
내수	22.8%	30.1%	24.6%	26.9%	24.0%	7.3%	-5.5%	2.3%	-3.0%
해외	54.9%	56.0%	60.8%	56.1%	56.6%	1.1%	4.8%	-4.6%	0.5%
미국	35.9%	44.2%	38.9%	35.0%	32.4%	8.3%	-5.4%	-3.9%	-2.6%
중국	60.9%	63.4%	65.5%	66.6%	70.6%	2.5%	2.0%	1.1%	4.0%
기타	66.6%	57.4%	71.9%	62.7%	62.6%	-9.2%	14.5%	-9.1%	-0.1%
판매비/매출	52.0%	45.6%	46.2%	49.1%	48.9%	-6.4%	0.6%	2.9%	-0.2%
내수	47.9%	39.7%	40.9%	44.3%	49.8%	-8.2%	1.1%	3.4%	5.5%
해외	55.8%	52.2%	52.2%	54.3%	48.0%	-3.6%	0.0%	2.1%	-6.3%
미국	72.6%	69.6%	70.1%	63.0%	60.8%	-2.9%	0.4%	-7.1%	-2.2%
중국	35.6%	41.0%	43.3%	50.3%	42.1%	5.4%	2.3%	7.0%	-8.2%
기타	61.5%	50.3%	48.2%	51.3%	43.7%	-11.2%	-2.1%	3.1%	-7.6%
OP	18.9	28.8	33.3	34.2	44.2	52.6%	15.7%	2.8%	29.0%
내수	30.8	38.0	50.4	51.5	53.7	23.3%	32.6%	2.2%	4.4%
해외	-12.0	-9.2	-17.1	-17.2	-9.5	-22.9%	85.3%	0.9%	-44.6%
미국	-3.0	-4.1	-3.1	1.0	3.9	39.0%	-24.7%	-130.7%	312.9%
중국	1.4	-1.7	-4.2	-9.2	-8.3	-227.7%	143.4%	116.8%	-9.8%
기타	-10.3	-3.3	-9.7	-9.0	-5.2	-67.8%	191.6%	-7.4%	-42.2%
OPM	8.7%	12.1%	12.0%	9.9%	10.8%	3.4%	-0.1%	-2.1%	0.8%
내수	29.3%	30.1%	34.5%	28.8%	26.3%	0.8%	4.4%	-5.7%	-2.5%
해외	-10.7%	-8.2%	-13.0%	-10.4%	-4.6%	2.6%	-4.8%	2.6%	5.8%
미국	-8.5%	-13.9%	-8.9%	2.0%	6.8%	-5.4%	5.0%	11.0%	4.7%
중국	3.5%	-4.4%	-8.8%	-16.9%	-12.8%	-7.9%	-4.3%	-8.1%	4.2%
기타	-28.1%	-7.7%	-20.1%	-14.0%	-6.3%	20.5%	-12.4%	6.0%	7.8%

주: 겹선 오른쪽은 전년동기대비 성장률

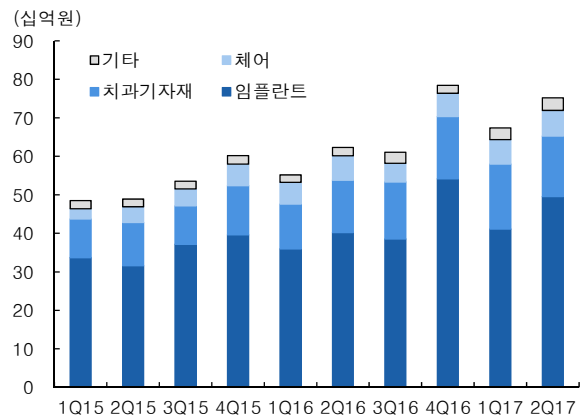
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 36. 품목별 매출 비중



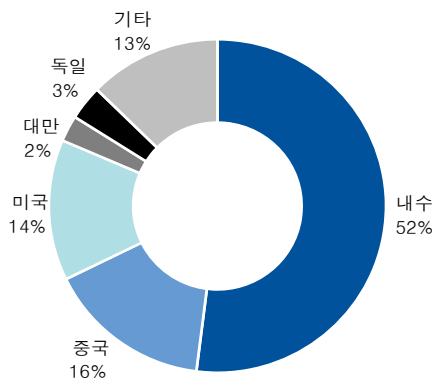
주: 별도기준
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 37. 품목별 매출 추이



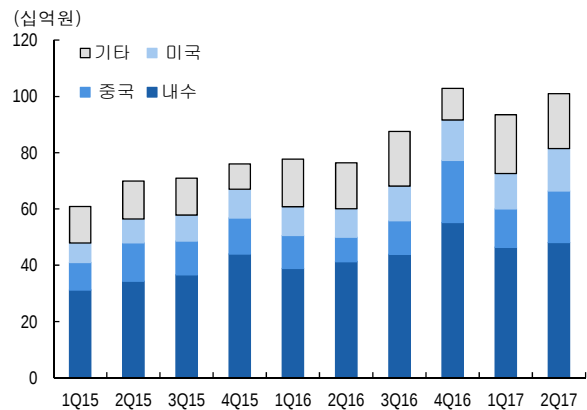
주: 별도기준
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 38. 지역별 매출 비중



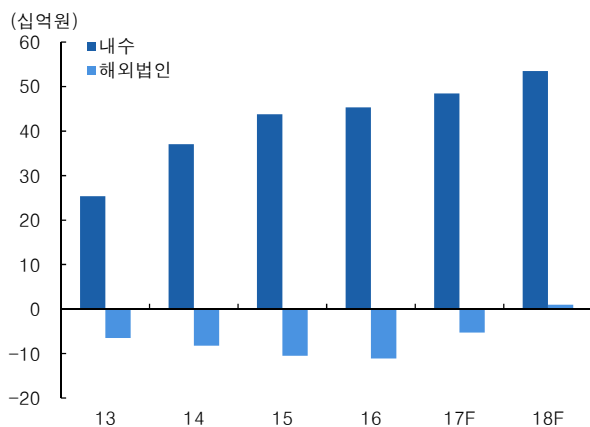
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 39. 지역별 매출 추이



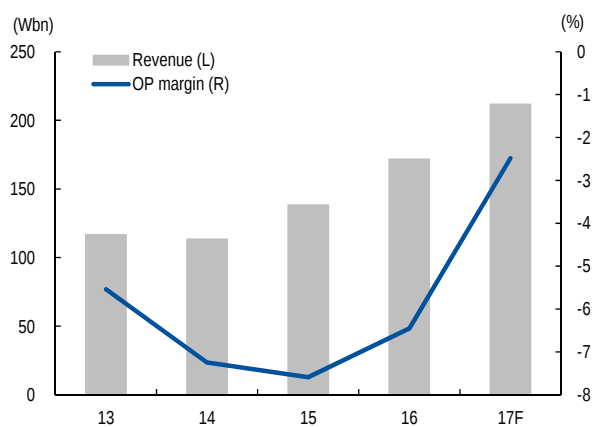
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 40. 국내 영업이익 vs. 해외법인 영업이익



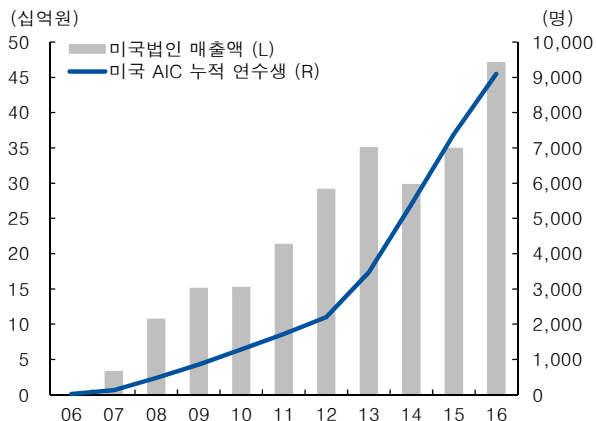
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 41. 해외법인 매출 vs. 영업이익률



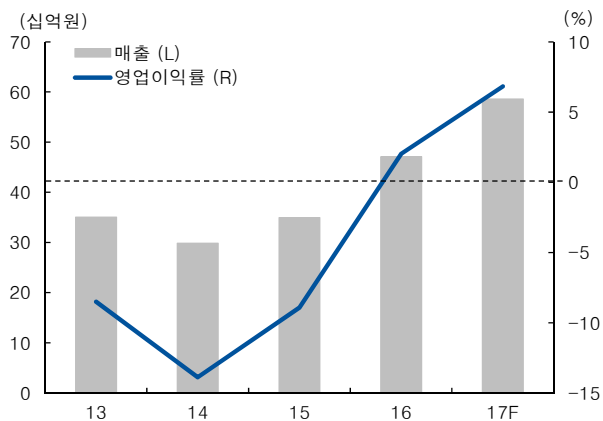
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 42. 미국 매출 vs. AIC 연수생



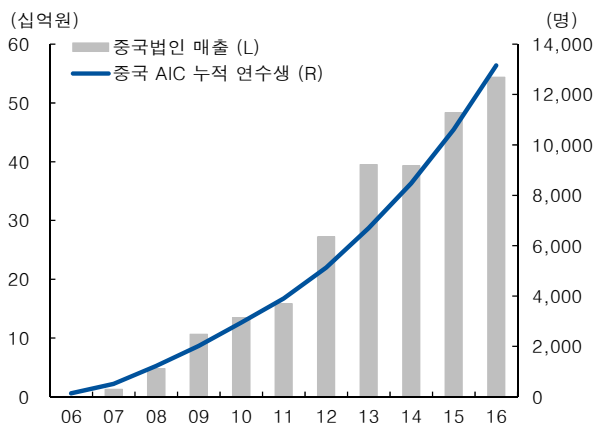
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 43. 미국 매출 vs. 영업이익률 추이



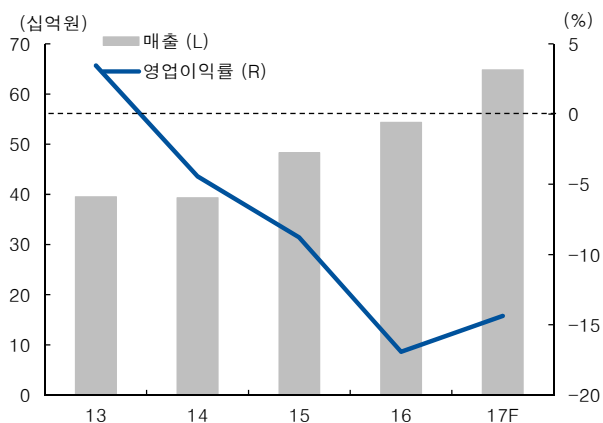
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 44. 중국 매출 vs. AIC 연수생



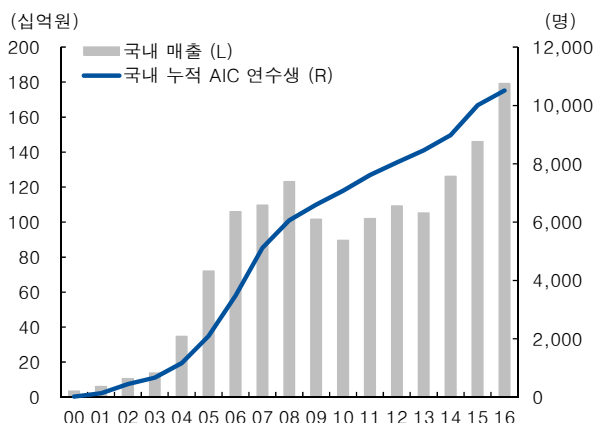
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 45. 중국 매출 vs. 영업이익률 추이



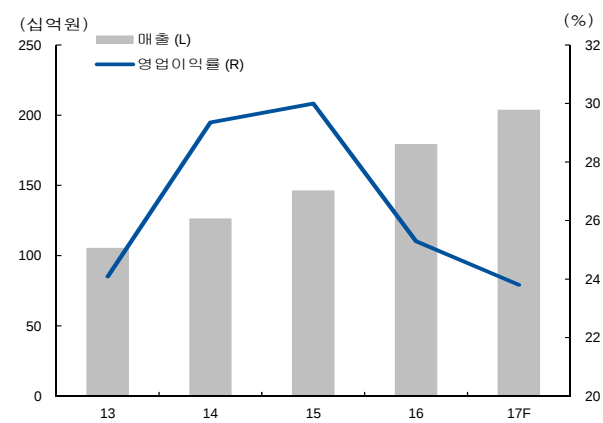
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 46. 국내 매출 vs. AIC 연수생



자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 47. 국내 매출 vs. 영업이익률 추이



자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 48. 오스템 임플란트 디자인: 주력 모델 TSE타입



자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 49. 임플란트 표면 처리 기술



자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 50. 오스템 임플란트의 표면처리에 따른 분류



자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 51. SA 방식: 표면적이 넓어지나 표면이 물과 분리되는 단점 (소수성)



자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 52. CA 방식: 칼슘이온이 부착된 SA방식의 업그레이드 버전



자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 53. 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	411	475	552
매출원가	141	166	195	228
매출총이익	204	245	280	324
판매비와관리비	169	201	223	255
조정영업이익	34	44	57	69
영업이익	34	44	57	69
비영업손익	-2	-7	-4	-2
금융손익	-3	-3	-3	-3
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	32	37	53	67
계속사업법인세비용	12	11	13	17
계속사업이익	20	27	40	50
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	20	27	40	50
지배주주	24	24	34	43
비지배주주	-3	2	6	8
총포괄이익	18	26	40	50
지배주주	22	27	41	51
비지배주주	-3	-1	-1	-1
EBITDA	41	52	64	76
FCF	-28	-12	57	67
EBITDA 마진율 (%)	11.9	12.7	13.5	13.8
영업이익률 (%)	9.9	10.7	12.0	12.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.0	5.8	7.2	7.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	278	343	433	535
현금 및 현금성자산	76	116	168	230
매출채권 및 기타채권	89	100	116	134
재고자산	80	89	104	120
기타유동자산	33	38	45	51
비유동자산	198	237	230	224
관계기업투자등	4	0	0	0
유형자산	123	171	165	160
무형자산	16	15	14	13
자산총계	475	580	663	759
유동부채	325	372	413	457
매입채무 및 기타채무	15	17	20	23
단기금융부채	103	123	123	123
기타유동부채	207	232	270	311
비유동부채	39	68	70	72
장기금융부채	29	58	58	58
기타비유동부채	10	10	12	14
부채총계	364	440	483	529
지배주주지분	105	126	160	203
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	56	56	56	56
이익잉여금	75	98	132	174
비지배주주지분	7	14	20	27
자본총계	112	140	180	230

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
영업활동으로 인한 현금흐름	40	43	57	67
당기순이익	20	27	40	50
비현금수익비용가감	20	22	23	26
유형자산감가상각비	6	7	6	5
무형자산상각비	1	2	1	1
기타	13	13	16	20
영업활동으로인한자산및부채의변동	6	5	10	11
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-1	-14	-16	-17
재고자산 감소(증가)	-15	-10	-15	-16
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-1	4	2	2
법인세납부	-15	-12	-13	-17
투자활동으로 인한 현금흐름	-74	-59	-5	-5
유형자산처분(취득)	-66	-54	0	0
무형자산감소(증가)	-1	-1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	4	-3	-5	-5
기타투자활동	-11	-1	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	22	52	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	51	48	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-29	4	0	0
현금의 증가	-12	40	52	62
기초현금	87	76	116	168
기말현금	76	116	168	230

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	36.9	38.2	27.2	21.7
P/CF (x)	21.6	18.9	14.6	12.2
P/B (x)	6.7	6.1	5.0	4.0
EV/EBITDA (x)	22.1	18.6	14.3	11.4
EPS (원)	1,645	1,693	2,379	2,980
CFPS (원)	2,810	3,414	4,420	5,300
BPS (원)	9,088	10,608	12,987	15,968
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	19.1	15.6	16.2
EBITDA증가율 (%)	7.9	26.8	23.1	18.8
조정영업이익증가율 (%)	3.0	29.4	29.5	21.1
EPS증가율 (%)	30.7	2.9	40.5	25.3
매출채권 회전율 (회)	3.9	4.4	4.5	4.5
재고자산 회전율 (회)	4.9	4.9	4.9	4.9
매입채무 회전율 (회)	15.0	16.7	17.1	17.3
ROA (%)	4.7	5.0	6.4	7.0
ROE (%)	22.1	21.0	23.8	23.5
ROIC (%)	25.8	23.3	29.0	38.2
부채비율 (%)	325.4	315.4	269.2	230.4
유동비율 (%)	85.5	92.1	104.7	116.9
순차입금/자기자본 (%)	28.4	26.3	-11.2	-37.9
조정영업이익/금융비용 (x)	8.5	12.8	16.4	19.8

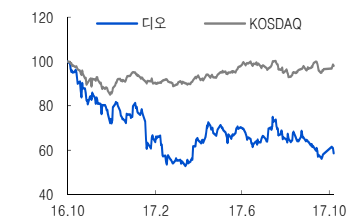
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

디오 (039840)

보철시장까지 디지털 치료 포트폴리오 확대

건강관리장비

투자의견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	41,000원
현재주가(17/10/13)	30,500원
상승여력	34%
영업이익(17F, 십억원)	27
Consensus 영업이익(17F, 십억원)	27
EPS 성장률(17F, %)	-0.6
MKT EPS 성장률(17F, %)	45.3
P/E(17F, x)	22.7
MKT P/E(17F, x)	10.2
KOSDAQ	663.08
시가총액(십억원)	463
발행주식수(백만주)	15
유동주식비율(%)	78.6
외국인 보유비율(%)	19.5
베타(12M) 일간수익률	1.43
52주 최저가(원)	27,500
52주 최고가(원)	50,100
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-4.5 -9.2 -38.8
상대주가	-5.1 -14.6 -38.8



[헬스케어장비/IT소물캡]

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

3Q17 Preview: 시장기대치 하회하는 실적 예상

동사의 3Q17 실적은 매출액 244억원(1.2% YoY 시장기대치를 하회할 것으로 예상된다. 의료기기부문에 스텐트사업 철수로 외형이 둔화된 것이 주 원인이다. 임플란트 부문은 22.2% YoY으로 견조한 성장세를 지속할 것으로 추정된다. 이란 JV는 매출액 37억원(90% YoY)으로 외형 성장을 견인할 것으로 보인다. 다만, 중국지역은 JV설립(상해지역)후 영업지연과 딜러망 정비 등의 영향이 지속되며 매출액 감소폭 축소(-22.8% YoY)에 그칠 것으로 전망된다.

영업이익은 70억원(-15.5% YoY)을 기록하며 시장기대치를 하회할 것으로 전망된다. 해외 JV 설립에 의한 인건비 증가(47.1% YoY), 국내 광고선전비 집행(18.8% YoY) 등 외형확대 과정에서 비용증가가 지속되고 있다. 디지털 덴티스트리(치아 프레스 시술용 자동화 시스템, 디지털 교정, 3D 프린팅 등)에 의해 경장개발비(304.3% YoY)도 증가하였다. 스텐트사업 철수 및 딜러망 정비로 인한 원가구조 개선으로 영업이익률은 2.1%p QoQ 증가할 것으로 추정된다.

Digital 치료 포트폴리오 확대 진행 중

1) Digital 치료 포트폴리오 다각화: 동사는 각종 특허와 장비 표준화(3Sahpe사의 3D 스캐너 국내 독점계약)로 가장 앞선 디지털 치료 기술을 보유했다. 이를 바탕으로 최근 Full digital 임플란트에서 디지털 교정으로 치료기술 라인업을 확장했다. 또한, 보철 치료를 위한 3D 프린터 사업을 내년부터 본격적으로 추진할 계획이다.

2) 해외 시장 진출의 핵심인 JV 전략: 동사의 해외 확장 전략은 각국가 상위 치과 유통업체와 JV를 설립하는 전략이다. 현재 4개의 JV(이란, 중국, 일본, 인도)를 설립하였다. JV구조를 통하여 설립초기부터 이익을 낼 수 있는 장점이 있다. 이란JV의 경우 NPM이 20%가 넘는다. 최근 JV 추진과정에서 부진한 중국지역의 외형이 회복되는 것이 관건이다.

투자의견 매수 및 목표주가 41,000원 유지

동사에 대한 매수의견과 목표주가 41,000원을 유지한다. 동사의 주가는 12개월 Fwd 기준 PER 18.0배 수준으로 Peer 대비 저평가(PER 21.7배)받고 있다. 다만, JV를 통한 중국 시장 확대과정에서 성장통을 겪고 있다. 4Q17부터 중국 지역 외형 회복이 진행되며, 디지털 치료 기술에 대한 프리미엄이 점진적으로 주가에 반영될 것으로 예상된다. 또한, 디지털 임플란트 시술은 일반 임플란트 시술보다 10만원 정도 비싸다. 내년 임플란트 보험정책 변화시 본인 부담금이 24~48만원이 하락하는 만큼 수혜가 예상된다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	62	72	88	96	116	138
영업이익 (십억원)	3	20	27	27	33	41
영업이익률 (%)	4.8	27.8	30.7	28.1	28.4	29.7
순이익 (십억원)	-4	9	21	20	27	34
EPS (원)	-303	706	1,352	1,344	1,786	2,226
ROE (%)	-9.3	15.8	22.2	17.7	19.7	20.1
P/E (배)	-	42.5	29.3	22.7	17.1	13.7
P/B (배)	1.9	5.3	5.0	3.3	2.8	2.3
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. 3Q17 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	3Q16	2Q17	3Q17F		성장률	
			미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	24.1	23.7	24.4	25.2	1.2	2.9
영업이익	8.2	6.3	7.0	7.4	-15.5	10.9
영업이익률 (%)	34.1	26.4	28.5	29.2	-16.5	7.8
세전이익	5.6	7.2	6.6	6.8	16.8	-8.3
순이익	4.8	6.2	5.7	5.6	18.6	-7.6

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 11. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	17F	18F	17F	18F	17F	18F	
매출액	93.4	113.3	95.9	116.1	2.6	2.4	실적 추정치 변경
영업이익	25.7	31.7	27.4	33.3	6.7	5.1	
세전이익	23.7	30.7	25.2	31.9	6.3	3.9	
순이익	19.1	26.1	20.4	27.1	6.7	3.9	
EPS (KRW)	1,259	1,720	1,344	1,786	6.7	3.9	

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋대우 리서치센터

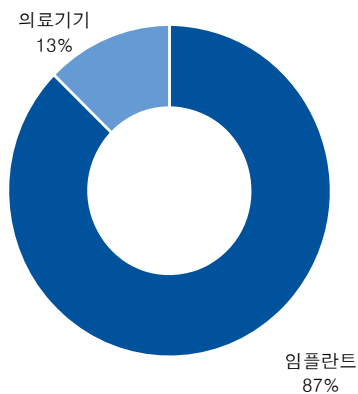
표 12. 분기별 실적 전망표

(십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	21.1	20.3	24.1	18.9	20.9	23.7	24.4	26.8	88.0	95.9	116.1
내수	11.9	9.5	13.7	12.1	9.1	12.8	11.7	13.9	47.3	47.6	55.9
이란	0.0	0.0	1.2	0.9	1.4	1.0	1.6	1.4	5.1	14.2	17.1
중국	2.2	2.2	2.2	2.0	0.7	1.3	1.7	2.3	8.5	5.9	10.2
미국	0.9	1.4	1.2	0.9	1.4	1.0	1.6	1.4	4.4	5.5	6.4
기타	6.1	7.2	5.8	3.1	8.2	7.6	7.8	7.8	22.7	22.6	26.5
영업이익	7.0	8.8	8.2	3.0	6.5	6.3	7.0	7.7	26.6	27.4	33.3
세전이익	6.2	7.9	5.6	6.3	4.0	7.2	6.6	7.4	25.6	25.2	31.9
순이익	3.2	7.5	4.8	5.6	2.2	6.2	5.7	6.3	20.5	20.4	27.1
영업이익률 (%)	33.3	43.1	34.1	15.9	31.0	26.4	28.5	28.8	30.2	28.6	28.7
세전순이익률 (%)	29.4	38.7	23.4	33.2	19.1	30.3	27.0	27.4	29.0	26.2	27.5
순이익률 (%)	15.6	36.4	21.1	30.4	15.2	26.1	23.5	23.6	23.3	21.3	23.4

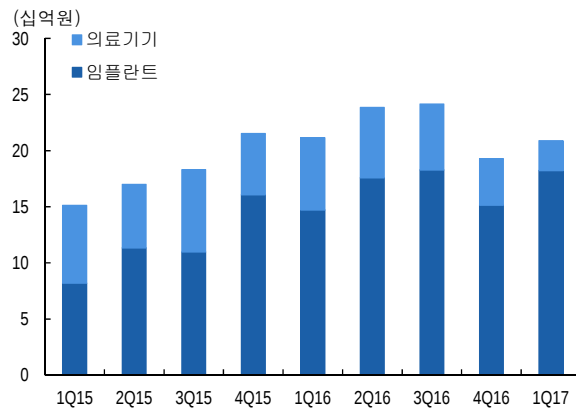
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 54. 품목별 매출 비중



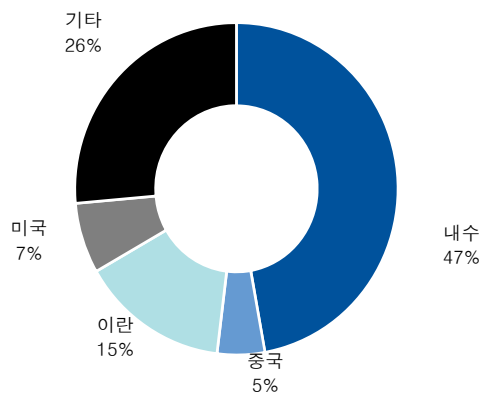
자료: 디오, 미래에셋대우 리서치센터

그림 55. 품목별 매출 추이



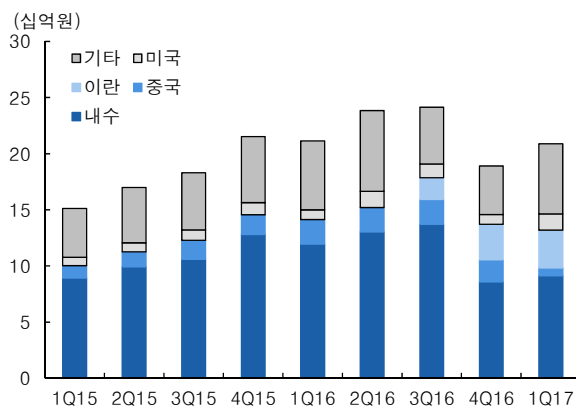
자료: 디오, 미래에셋대우 리서치센터

그림 56. 지역별 매출 비중



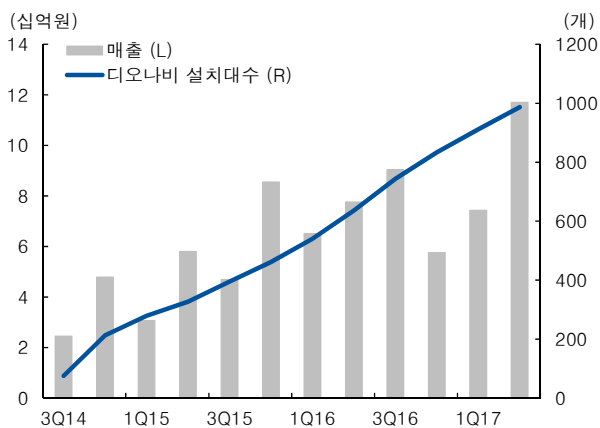
자료: 디오, 미래에셋대우 리서치센터

그림 57. 지역별 매출 추이



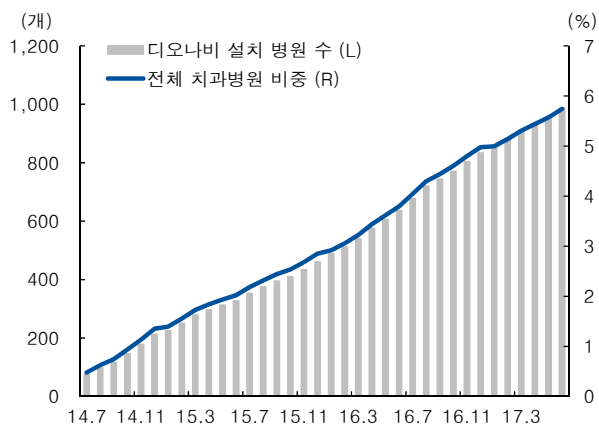
자료: 디오, 미래에셋대우 리서치센터

그림 58. 디오나비 국내 누적설치 대수 vs. 임플란트 내수 매출 추이



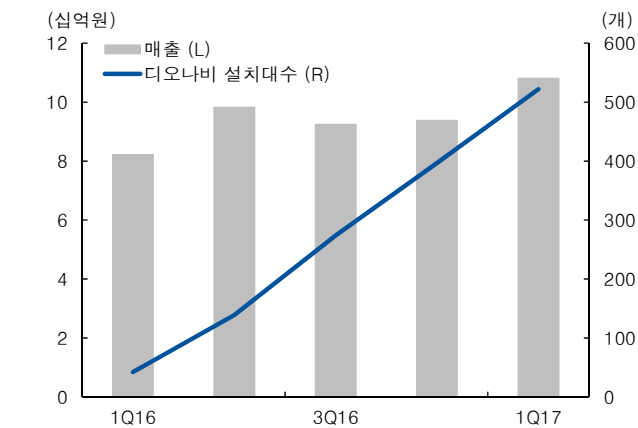
자료: 디오, 미래에셋대우 리서치센터

그림 59. 디오의 월별 국내 설치 병원 수 추이



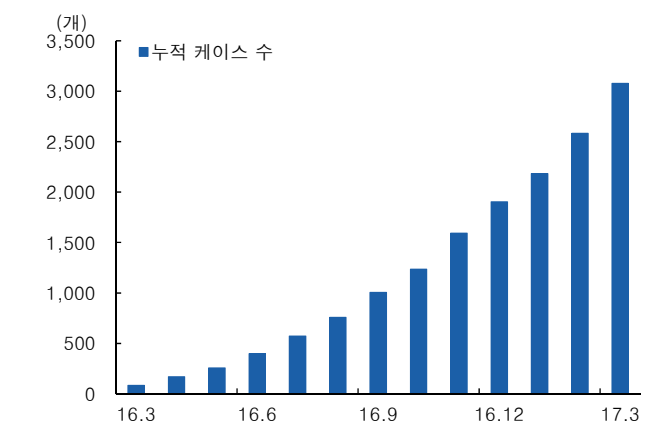
자료: 디오, 미래에셋대우 리서치센터

그림 60. 해외 임플란트 매출 vs. 디오나비 해외 누적 설치대수



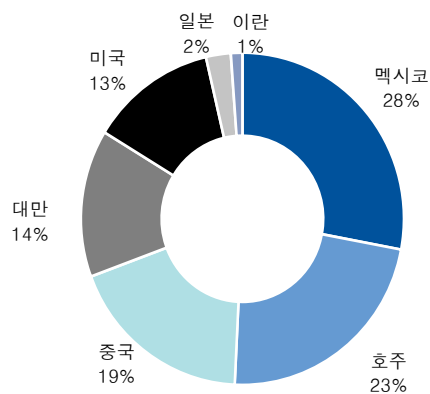
자료: 디오, 미래에셋대우 리서치센터

그림 61. 해외 임플란트 누적 식립 케이스 추이



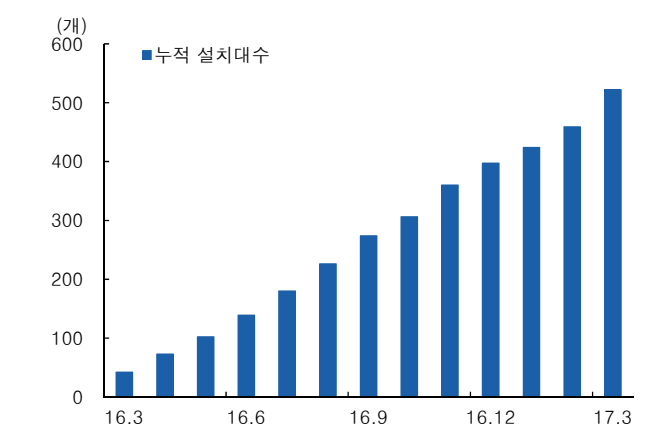
자료: 디오, 미래에셋대우 리서치센터

그림 62. 해외 디오나비 누적 설치대수 비중



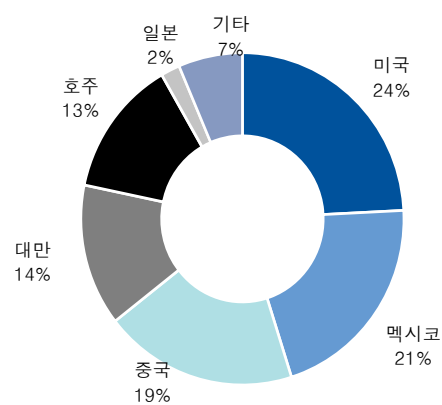
자료: 디오, 미래에셋대우 리서치센터

그림 63. 해외 디오나비 누적 설치대수 추이



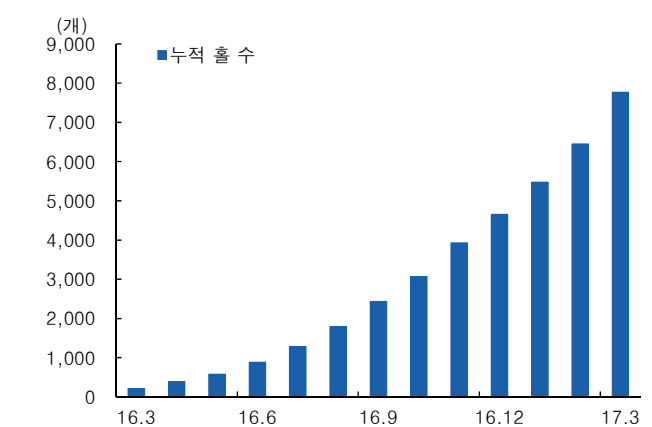
자료: 디오, 미래에셋대우 리서치센터

그림 64. 해외 임플란트 누적 식립률 비중



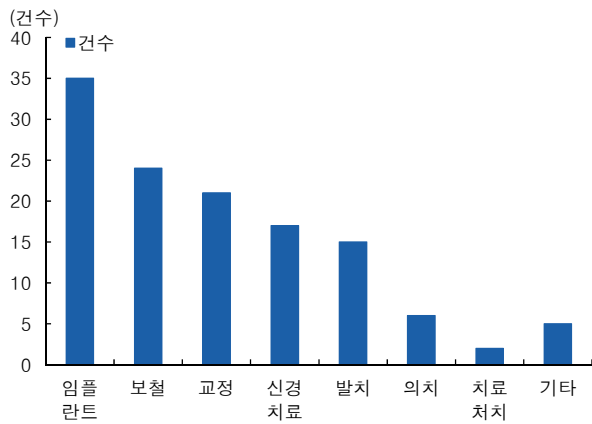
자료: 디오, 미래에셋대우 리서치센터

그림 65. 해외 임플란트 누적 식립 홀수 추이



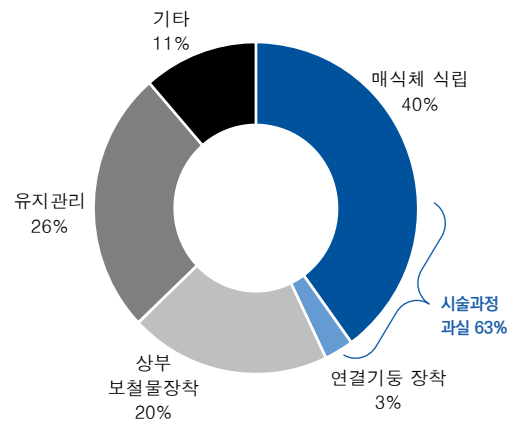
자료: 디오, 미래에셋대우 리서치센터

그림 66. 치과 분쟁 중 가장 많은 임플란트



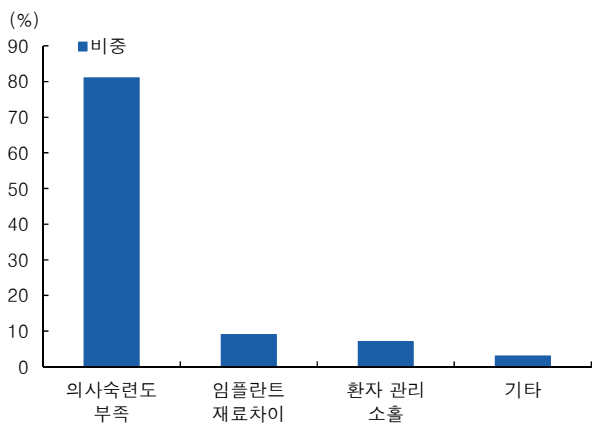
자료: 한국소비자원, 미래에셋대우 리서치센터

그림 67. 임플란트 분쟁의 가장 큰 원인은 시술 과정



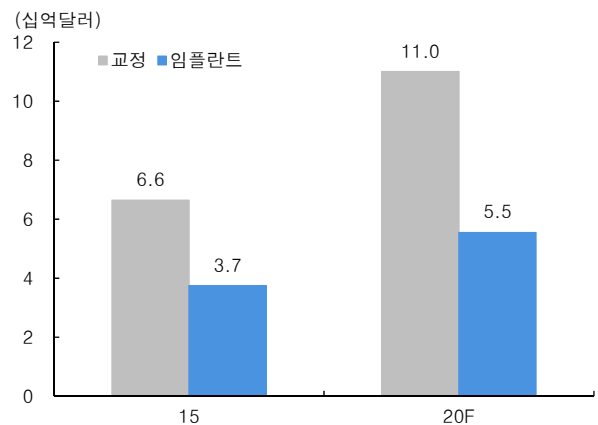
자료: 한국소비자원, 미래에셋대우 리서치센터

그림 68. 임플란트 성공에 미치는 중요도



자료: 한국소비자원, 미래에셋대우 리서치센터

그림 69. 임플란트 시장대비 1.8배 더 큰 교정시장



자료: marketsandmarket, Transparency market research, 미래에셋대우 리서치센터

표 13. 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	임프레션 스캐너	임프레션 스캐너	3D 구강스캐너	임프레션 스캐너	임프레션 스캐너	임프레션 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 14. 디지털 임플란트 세대별 비교

방식	세대	구강의 촬영	인상채득	구강내 촬영	CAD/CAM	가공	써지컬 가이드	비고
Analog	1세대	2D 파노라마	O	X	X	수작업	2D 스텐트	- 구강의 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 (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 구강의 촬영한 데이터를 CAD/CAM으로 작업

자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 70. 아날로그 방식대비 빠르고 간편한 디지털 임플란트 시술

기존 임플란트 시술 vs 디지털 네비게이션 임플란트 시술

기존 임플란트 시술

임시 보철물까지 달면시술
평균 소요시간

130분

US

디지털 임플란트 시술

임시 보철물까지 디지털네비
평균 소요시간

15분

디오나비를 통한 네비게이션 임플란트 시술은 최소 30분만 내원하시면 됩니다!

	1회차	2회차	3회차	4회차	5회차	6회차	7회차
기존 임플란트 수술	1회차	2회차	3회차	4회차	5회차	6회차	7회차
US	1회차	2회차	3회차	4회차	5회차	6회차	7회차

기존: 최소 7회 14회
수술 100분
치과 방문까지 200분
치과 방문까지 400분

130분
(임플란트 2개 시술 시)

US

디오나비 수술

1회차 100분
2회차 100분
3회차 100분
4회차 100분
5회차 100분
6회차 100분
7회차 100분

수술 후 임시보철물까지
15분
(임플란트 2개 시술 시)

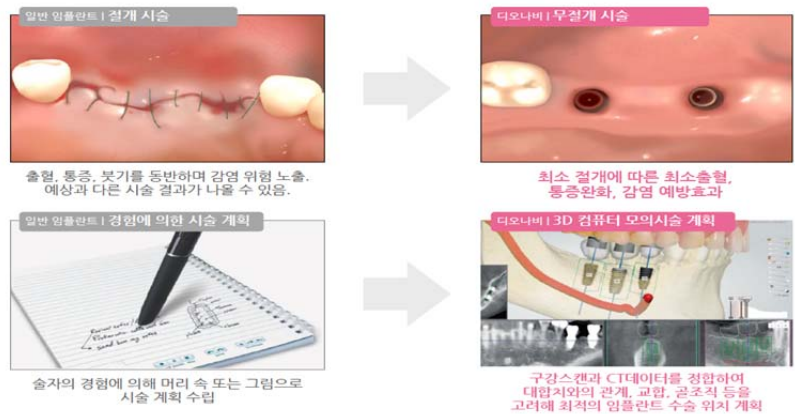
자료: 디오, 미래에셋대우 리서치센터

그림 71. 디오의 디지털 임플란트의 높은 정확도

	DiOnavi.	Megagen	Nobel Biocare
Accuracy of Installed Guide			
Method	Full Digital	Half Digital	Model Base
Height of Guide	9mm	12~13.5mm	9mm
Drilling RPM	50 RPM No Irrigation	1,000~1,200 RPM Irrigation	1,000~1,200 RPM Irrigation
Deviation values before and after	0.1~1.9 degree Average of 0.4 degree	0.1~5 degree Average 2.5 degree	0.1~15.3 degree Average 4.9 degree

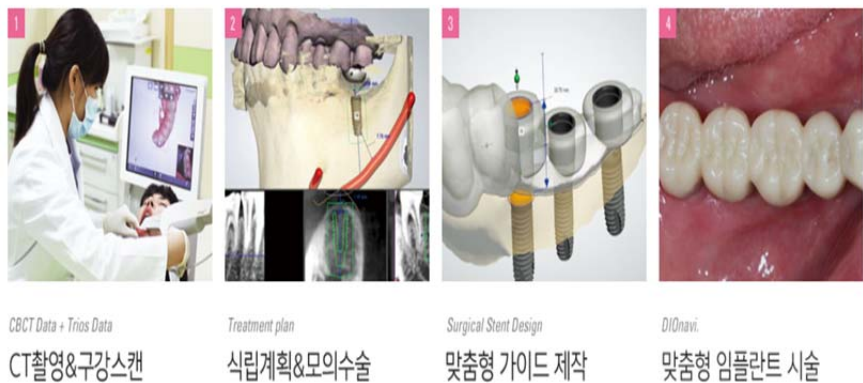
자료: 디오, 미래에셋대우 리서치센터

그림 72. 기존 수술법과 디지털 임플란트 수술법 비교



자료: 디오, 미래에셋대우 리서치센터

그림 73. 디지털 임플란트 시술 과정



자료: 디오, 미래에셋대우 리서치센터

그림 74. 구강 스캐너



자료: 3shape, 미래에셋대우 리서치센터

그림 75. 주력 모델, UF II (HSA 방식)



자료: 디오, 미래에셋대우 리서치센터

표 15. 디오의 주요 특허

취득일	특허명	특허내용
2014.07.03	임플란트용 스캔 바디와 임플란트 어셈블리	본 특허에 의한 스캔바디는 픽스처에 고정된 스캔바디를 제거하지 않고 장착한 상태로 스캔 가능 별도의 스캔 어댑터를 이용하는 종래와 비교할때, 임플란트 과정을 상대적으로 매우 간단하게 실시할 수 있음 환자에게는 여러가지 측면에서 부담을 감소시킬 수 있고, 의사에게 있어서는 시술의 편의성을 제공할 수 있는 효과
2014.08.11	임플란트용 잇몸 제거장치	임플란트 식립시 치조골을 덮고 있는 잇몸을 신속하고 정확하게 제거하여 시술의 정확성 및 완성도가 향상 임플란트용 잇몸 제거장치의 효율성, 사용편의성을 향상시키고, 원형절삭날 혹은 분쇄날의 절삭력 감소를 방지하여 내구성 및 절삭 효율을 증가시킬뿐만 아니라 절삭된 잇몸만을 정확하게 분쇄하여 원활하게 배출시키는 기술을 제공 본 특허는 무절개시술법을 갖춘 디오나비에 적용
2014.10.15	영상매칭 바이트 트레이	임플란트 시술시 사전계획의 정확성을 높이기 위하여 사용되는 환자의 구강내 삽입기구입니다. 시술전 수술계획을 위하여 준비되는 사전 수술 계획에 사용되는 CT영상과 디지털이미지 각각의 정합시, 정확도를 떨어뜨리는 메탈아티팩트 등의 오류를 보완하기 위한 평판형 기구이며, 정확한 영상정합을 위한 기준 표시를 제공합니다.
2014.12.08	임플란트용 가이드 스텐트 제조방법	사전 수술 계획에 사용되는 CT영상과 디지털이미지 각각의 정합시, 정확도를 떨어뜨리는 메탈아티팩트 등의 오류를 보완하기 위한 평판형 기구를 사용함으로써, 정확한 영상정합을 획득하여 가이드스텐트를 제조할 수 있도록 한 방법
2015.08.10	치과 임플란트용 서지컬 가이드를 이용한 시술 안내정보 제공방법	치아가 거의 없는 무치악환자를 디오나비 시술을 가능하게하는 기술 무치악 환자의 수직고경, 즉 상악과 하악의 높이를 설정할 수 있도록 하는 방법에 관한 개선
2015.08.10	치과 임플란트 시술을 위한 이중 가이드 및 식립물 제조방법	치아가 거의 없는 무치악환자를 디오나비 시술을 가능하게 하는 기술 무치악 환자에 있어서, 나비시술 유도장치를 2중으로 구성함으로써 상악과 하악의 높이를 보다 정확히 재현하고 디지털 시술이 가능하도록 하는 기술
2015.08.31	치아 임플란트 시술을 위한 서지컬 가이드 및 크라운, 어버트먼트 제조방법	치아가 거의 없는 무치악환자를 디오나비 시술을 가능하게 하는 기술 마커를 이용하여 치아가 없는 잇몸 구경데이터를 반전기법을 활용하여 CT데이터와 구강 촬영데이터를 보다 정확하게 정합하게하는 기술
2015.09.14	구강 내부 부착용 레퍼런스 마커 및 그를 이용한 임플란트 시술용 가이드 스텐트 제조방법	CT데이터와 디지털 구강 촬영 데이터의 정합을 보다 정밀하게 할 수 있는 기술입니다. 마커를 치아나 잇몸 일부분에 부착하고 이를 기준으로 이중의 데이터를 정합하게 하는 기술
2015.09.14	치과 임플란트용 서지컬 가이드 제조방법	환자의 구강내 디지털 이미지 중 일부 치아만을 선택적으로 제거하는 기술 발치 예정인 치아를 그대로 가지고 구강 촬영을 한 환자 데이터를 이용하여 시술 계획을 세울 수 있도록 함으로써, 번거로운 재 촬영을 하지 않도록 하는 기술
2016.05.26	골유도재생블록 제조방법	골이식 수행시 거상된 상악동 막과 치조골 사이 공간이 정밀하게 충전되는 골유도재생블록을 제공하는 기술 3차원 통합 이미지의 벡터데이터를 통해 이식공간의 부피 및 형태가 정확히 측정되어 시술 안전성을 극대화
2016.06.10	트레이를 이용한 치아 임플란트 시술을 위한 서지컬 가이드 및 크라운, 어버트먼트 제조방법	무치악환자를 디오나비 시술을 가능하게 하는 기술 인상트레이에 마커를 부착하고 영상정합하여 서지컬가이드 및 임플란트 보철물을 동시에 설계 및 제작할 수 있는 정보를 제공받을 수 있어 임플란트 시술 단계를 현저히 단축시키는 기술
2016.06.10	개구부를 가지는 치과 임플란트용 서지컬 가이드	3차원 이미지를 기반으로 절삭 깊이를 조절하므로 드릴링의 정확성이 개선되어 상악동 막의 손상가능성을 최소화 가이드 및 슬리브에 일측 개방부를 생성하여 드릴의 사용편의성이 향상되며, 환자에 대한 과도한 개구나 볼/입피크 등의 압박이 최소화되어 환자의 불편함을 최소화하는 기술
2016.06.10	디지털 스캔바디를 이용한 3차원 구강컨펌모델 제조방법	환자의 구강내부에 대응되는 인상모델을 정확하고 편리하게 제조 가능하게 하는 기술 복잡한 인상채득공정이 아닌 3차원 디지털 이미지 영상정합을 통해 인상모델을 신속, 용이하게 설계 및 제공하는 기술
2016.06.15	디지털 어버트먼트 라이브러리를 이용한 치과 임플란트용 보철물 제조방법 (1)	디지털임플란트 시술시 DA라이브러리를 활용하는 방법에 관한 기술 DA라이브러리내에서 복수개의 DA를 선택하여 정합하므로 기존 기성품에서 발생할 수 있는 부작용을 방지하는 고정밀도의 제품을 제공가능하게 하는 기술.
2016.06.15	디지털 어버트먼트 라이브러리를 이용한 치과 임플란트용 보철물 제조방법 (2)	디지털임플란트 시술시 DA라이브러리를 활용하는 방법에 관한 기술 이미 식립된 Abutment의 스캔파일을 받아 DA라이브러리와 매칭하여 정밀도가 개선된 크라운을 설계 및 제공하므로 제조비용 및 시술준비 소요시간을 현저히 절감시키는 기술입니다.
2016.06.15	디지털 어버트먼트 라이브러리를 이용한 치과 임플란트용 크라운 제조방법	디지털임플란트 시술시 DA라이브러리를 활용하는 방법에 관한 기술입니다. 이미 식립된 ProtectCAP(DA)의 스캔파일을 받아 DA라이브러리와 매칭하여 DA와 ProtectCap을 선택하여 즉시 제공 중간 보철물인 힐링어버트먼트없이 최종보철물인 DA가 체결되므로 시술단계의 간소화 및 시술시 소요시간을 현저히 절감
2017.02.07	정렬기준이 표시된 치아 임플란트 시술용 서지컬 가이드 및 그의 제조방법	환자의 정중선에 대한 표시 등이 포함되 있는 구조 시술용 가이드는 환자 치아에 덮어씌워 구성하는데, 이때 보다 정확한 위치를 잡아주기 위하여 환자의 정중선(해부학적 중앙선 표시)에 대응되는 표시를 구성하여 보다 정확한 시술을 보장
2017.02.07	치아 임플란트 서지컬 가이드 제조방법 및 제조장치	드릴/핸드피스와 형상을 사전에 고려하여 가이드 제작에 반영하는 시스템 시술유도장치인 가이드를 제작함에 있어, 시술시 사용하는 핸드피스(드릴 등)의 형상을 사전에 고려하여 제작함으로써, 드릴의 일부나 핸드피스의 일부분의 간섭을 최소화하는 기술
2017.02.07	치아 임플란트용 서지컬 가이드를 이용한 시술 안내정보 제공방법	픽스처가 뼈에 물리는 양에 따라 드릴링 프로토콜을 생성 임플란트 시술전, 가상의 시뮬레이션으로 선택된 가상의 픽스처를 환자로부터 획득한 CT또는 스캔이미지를 이용하여, 미리 가상배치하되 최적결합부피를 산출함으로써 최상의 드릴링 프로토콜을 산출

자료: 디오, 미래에셋대우 리서치센터

디오 (039840)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액	88	96	116	138
매출원가	30	26	31	37
매출총이익	58	70	85	101
판매비와관리비	32	43	52	60
조정영업이익	27	27	33	41
영업이익	27	27	33	41
비영업손익	-1	-2	-1	-1
금융손익	-1	-1	-1	-1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	26	25	32	40
계속사업법인세비용	5	4	5	6
계속사업이익	21	21	27	34
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	21	21	27	34
지배주주	21	20	27	34
비지배주주	0	1	0	0
총포괄이익	21	21	27	34
지배주주	20	21	28	35
비지배주주	0	0	-1	-1
EBITDA	29	31	37	44
FCF	1	-5	18	23
EBITDA 마진율 (%)	33.0	32.3	31.9	31.9
영업이익률 (%)	30.7	28.1	28.4	29.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	23.9	20.8	23.3	24.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	90	132	169	214
현금 및 현금성자산	7	14	32	55
매출채권 및 기타채권	62	87	102	118
재고자산	13	18	21	24
기타유동자산	8	13	14	17
비유동자산	61	66	63	60
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	52	56	52	50
무형자산	0	1	1	1
자산총계	150	198	232	274
유동부채	34	61	67	74
매입채무 및 기타채무	7	10	11	13
단기금융부채	9	26	26	26
기타유동부채	18	25	30	35
비유동부채	6	8	9	10
장기금융부채	3	2	2	2
기타비유동부채	3	6	7	8
부채총계	40	68	76	84
지배주주지분	107	124	152	186
자본금	8	8	8	8
자본잉여금	79	79	79	79
이익잉여금	24	45	72	106
비지배주주지분	3	5	5	5
자본총계	110	129	157	191

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
영업활동으로 인한 현금흐름	11	0	18	23
당기순이익	21	21	27	34
비현금수익비용가감	12	12	9	10
유형자산감가상각비	3	4	3	3
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	9	8	6	7
영업활동으로인한자산및부채의변동	-16	-24	-12	-14
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-9	-28	-13	-15
재고자산 감소(증가)	-1	-6	-3	-3
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-2	1	1	1
법인세납부	-5	-8	-5	-6
투자활동으로 인한 현금흐름	-9	-8	-1	-1
유형자산처분(취득)	-10	-6	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	2	-1	-1	-1
기타투자활동	-1	-1	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	2	15	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	-8	16	0	0
자본의 증가(감소)	13	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-3	-1	0	0
현금의 증가	5	7	18	23
기초현금	2	7	14	32
기말현금	7	14	32	55

자료: 디오, 미래에셋대우 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

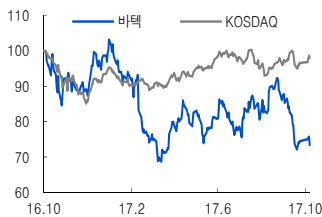
	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	29.3	22.7	17.1	13.7
P/CF (x)	18.1	13.7	12.6	10.5
P/B (x)	5.0	3.3	2.8	2.3
EV/EBITDA (x)	20.6	15.4	12.6	9.9
EPS (원)	1,352	1,344	1,786	2,226
CFPS (원)	2,182	2,226	2,418	2,903
BPS (원)	7,913	9,249	11,036	13,261
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	22.2	9.1	20.8	19.0
EBITDA증가율 (%)	31.8	6.9	19.4	18.9
조정영업이익증가율 (%)	35.0	0.0	22.2	24.2
EPS증가율 (%)	91.5	-0.6	32.9	24.6
매출채권 회전율 (회)	1.7	1.4	1.4	1.4
재고자산 회전율 (회)	7.3	6.2	5.9	6.1
매입채무 회전율 (회)	5.7	5.2	4.9	5.1
ROA (%)	15.4	12.3	12.7	13.4
ROE (%)	22.2	17.7	19.7	20.1
ROIC (%)	19.8	17.3	18.3	20.9
부채비율 (%)	36.4	52.8	48.2	43.9
유동비율 (%)	264.9	217.1	253.0	289.6
순차입금/자기자본 (%)	2.4	8.1	-4.9	-16.1
조정영업이익/금융비용 (x)	40.0	21.5	21.8	26.5

바텍 (043150)

북미지역 중심 고성장세 지속

건강관리장비

투자의견(유지)	매수
목표주가(12M,하향)	▼ 36,000원
현재주가(17/10/13)	26,900원
상승여력	34%
영업이익(17F,십억원)	41
Consensus 영업이익(17F,십억원)	40
EPS 성장률(17F,%)	246.5
MKT EPS 성장률(17F,%)	45.3
P/E(17F,x)	4.7
MKT P/E(17F,x)	10.2
KOSDAQ	663.08
시가총액(십억원)	400
발행주식수(백만주)	15
유동주식비율(%)	46.3
외국인 보유비중(%)	16.2
베타(12M) 일간수익률	0.98
52주 최저가(원)	25,200
52주 최고가(원)	37,800
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-12.4 -9.3 -23.4
상대주가	-12.9 -14.6 -23.4



[헬스케어장비/IT소몰캡]

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

3Q17 Preview: 시장 기대치 부합하는 실적 예상

동사의 3Q17 매출액과 영업이익은 463억원(-14.0% YoY), 79억원(-21.3% YoY)을 기록하며 시장 기대치에 부합할 것으로 예상된다. 외형이 감소한 이유는 1Q17부터 주요 계열사인 레이언스를 연결대상에서 제외하면서 본업인 덴탈부문만 실적으로 반영하고 있기 때문이다. 전년 동기 실적까지 레이언스 연결제외를 반영하면, 매출액과 영업이익은 각각 14.9% YoY, 26.9% YoY 성장할 것으로 추정된다.

치과 영상진단 시장 지배력 강화 진행 중

1) 북미지역 고성장세 지속: 주력시장인 북미지역에서 브랜드 가치가 증가로 시장점유율이 3D 제품은 20% 수준, 2D 제품은 10% 초반까지 성장한 것으로 추정된다. 특히 북미지역은 건강에 대한 관심이 높아, 고마진의 저선량 제품인 Green 제품이 호조(2Q17 113% YoY)를 보이고 있다. 동사는 그린 제품을 바탕으로 점진적으로 ASP를 높이는 수익성 제고전략(15년 3.5만불 → 16년 4.5만불 → 최근 5.5만불)을 펼치고 있다. 브랜드 가치가 높아졌음에도, 여전히 선도 업체 대비 가격경쟁력을 갖추고 있어 북미지역의 고성장세는 지속될 것으로 예상된다.

2) 중국시장 경쟁력 강화: 동사는 주요 이머징 국가에서 2D제품을 중심으로 시장 지배력을 확대하고 있다. 이머징 국가의 핵심은 중국지역이다. 동사는 중국에서 2D와 3D 합산 점유율 1위를 기록하고 있다. 다만, 현재 중국 현지업체들이 저가형 3D제품으로 점유율을 확대해 나가고 있는 상황이다. 내년 상반기 동사의 주력제품인 3D 스마트 제품 판매인증 허가 완료시 동사의 경쟁력 제고가 가능할 것으로 예상된다.

투자의견 매수 유지 및 목표주가 36,000원으로 하향

동사에 대한 매수의견을 유지하며, 목표주가는 36,000원(기존 40,000원)으로 하향한다. 목표주가는 글로벌 Peer의 12개월 Fwd 평균 PER 21.4배에서 30% 할인한 15.2배를 적용하였다(표. 18 참조). 글로벌 치과용 이미징 시장에서의 동사의 위상이 지속적으로 상승하고 있는 상황을 고려할 때, 목표주가는 달성 가능한 수준이라는 판단이다.

국내 기업들이 치과용 이미징 장비 시장에 진출하며 국내시장에서 경쟁이 심화되고 있다. 그러나 국내 업체의 경우 동사와 기술력 및 원가 차이가 존재하며, 해외시장까지 진출하기 위해선 좀 더 시간이 필요하다. 현재 주가는 12개월 Fwd 기준 PER 11.5배(중단사업손익 제외)로 역사적 저점 수준이다. 이런 점을 고려할 때 최근의 주가하락은 과도하다는 판단이다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	195	217	238	206	229	257
영업이익 (십억원)	32	41	45	41	46	54
영업이익률 (%)	16.4	18.9	18.9	19.9	20.1	21.0
순이익 (십억원)	10	21	25	86	37	44
EPS (원)	653	1,433	1,667	5,777	2,466	2,942
ROE (%)	11.4	22.5	19.9	49.3	16.7	17.0
P/E (배)	40.0	27.6	21.7	4.7	10.9	9.1
P/B (배)	4.4	5.8	3.7	2.0	1.7	1.4
배당수익률 (%)	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4

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

표 16. 3Q17 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	3Q16	2Q17	3Q17F		성장률	
			미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	40.3	56.9	46.3	45.4	14.9	-18.6
영업이익	6.2	12.3	7.9	8.0	26.9	-35.8
영업이익률 (%)	15.4	21.5	17.0	17.6	1.6	-4.5
세전이익	-	14.6	8.9	7.8	-	-38.8
순이익	-	10.7	6.2	5.6	-	-42.1

주: K-IFRS 기준, 3Q16 레이언스 실적 제외 반영

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 17. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	17F	18F	17F	18F	17F	18F	
매출액	201.3	219.5	206.4	229.2	2.5	4.4	실적 추정치 변경
영업이익	38.4	42.6	40.6	45.9	5.7	7.6	
세전이익	39.7	49.2	41.8	52.4	5.3	6.4	
순이익	84.9	36.1	85.8	36.6	1.0	1.5	
EPS (KRW)	5,718	2,430	5,777	2,466	1.0	1.5	

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 18. 목표주가 산정

항목	값	비고
EPS (원)	2,347	12개월 선행 EPS
목표 PER (배)	15.2	- 글로벌 Peer 평균 PER를 2017년 기준에서 12개월 fwd로 변경 - 30배이상의 고 프리미엄을 받고 있는 임플란트업체에 의한 평균 PER 상향 부분 조정 - Global 치과업체 평균 PER 21.7에서 30% 할인
목표주가 (원)	36,000	

자료: 미래에셋대우 리서치센터

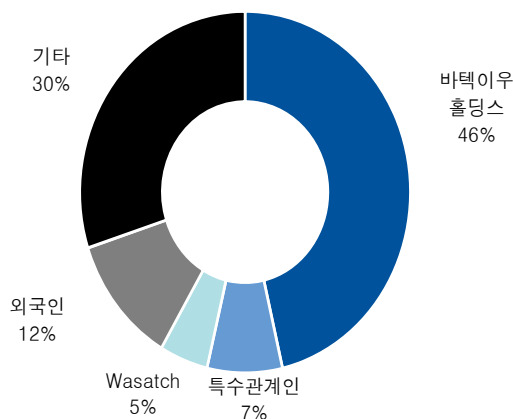
표 19. 분기별 실적 전망표

(십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	37.8	49.3	40.3	51.9	44.2	56.9	46.3	58.9	179.3	206.4	229.2
2D	9.0	11.1	9.0	10.6	8.5	9.9	9.5	11.3	39.7	39.3	41.2
3D	20.4	27.2	20.0	32.1	26.2	33.9	24.0	35.9	99.7	120.0	134.3
기타	8.4	11.1	11.3	9.2	9.6	13.1	12.8	11.7	40.0	47.1	53.7
영업이익	4.8	10.7	10.0	11.5	8.3	12.3	7.9	12.2	45.3	40.6	45.9
세전이익	4.0	10.2	5.9	15.4	4.6	14.6	8.9	13.7	42.7	41.8	52.4
순이익	4.2	8.9	3.0	8.6	59.4	10.7	6.2	9.5	24.8	85.8	36.6
영업이익률 (%)	12.7	21.7	18.6	16.8	18.8	21.5	17.0	20.6	19.0	19.7	20.0
세전순이익률 (%)	10.5	20.6	10.9	22.6	10.4	25.7	19.3	23.2	17.9	20.3	22.8
순이익률 (%)	14.9	22.6	9.2	17.0	137.1	23.1	16.5	19.8	10.4	41.6	16.0

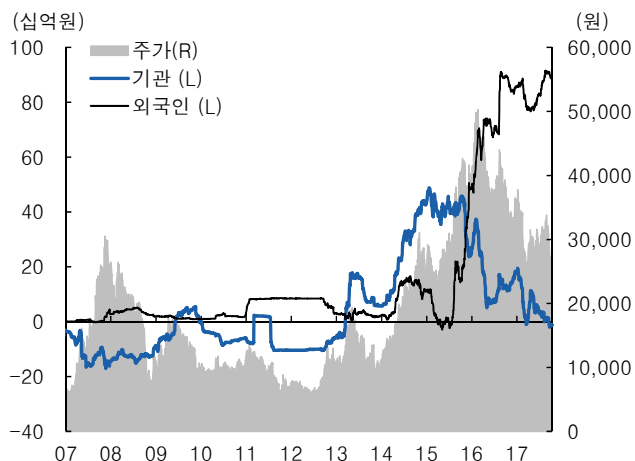
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 76. 지분율



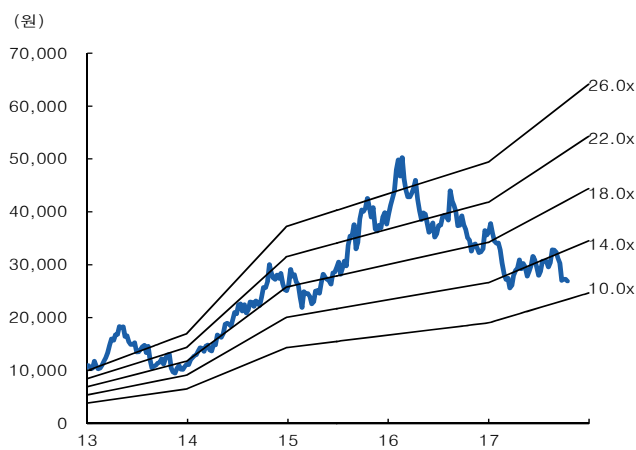
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 77. 기관 및 외국인 순매수량 vs. 주가 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 78. PER band chart



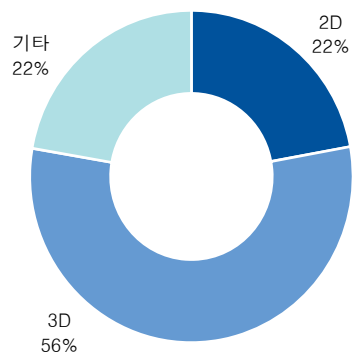
자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 20. 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	11,924	24.8	26.0	26.8	42.7	43.3	36.6	15.8	11.1	9.1	34.1	31.1	27.9	30.7	33.0	28.2
오스템implant	923	9.9	10.7	12.0	36.9	38.2	27.2	6.7	6.1	5.0	22.1	21.0	23.8	22.1	18.6	14.3
미아광전	2,176	28.7	35.3	35.3	38.1	31.7	25.3	6.4	5.8	5.1	17.5	18.6	21.1	-	24.0	19.6
다나허	67,947	16.3	17.2	19.1	28.6	22.0	20.2	2.5	2.3	2.1	8.9	10.8	10.6	18.1	16.8	15.5
덴츠플라이 시로나	15,049	12.1	20.0	21.2	27.0	21.7	19.6	1.8	1.7	1.7	-10.2	1.8	8.1	-	16.0	14.7
짐머 바이오메트 홀딩스	27,260	10.7	32.1	32.5	20.5	14.5	13.7	2.4	2.3	2.1	7.2	16.5	16.2	17.4	11.4	10.9
바텍	400	18.9	19.9	20.1	21.7	14.1	10.9	3.7	2.0	1.7	19.9	16.9	16.7	10.7	9.0	7.6
덴티움	582	24.2	27.0	27.0	-	19.0	16.0	-	3.2	2.7	33.7	26.4	20.0	-	12.9	10.5
레이언스	295	18.4	17.0	18.9	18.1	17.8	13.3	1.7	1.6	1.4	13.1	9.5	11.7	9.0	8.8	6.8
전체 평균		18.6	22.8	23.6	28.1	24.7	20.3	4.9	4.0	3.4	12.9	17.0	17.3	17.2	16.7	14.2

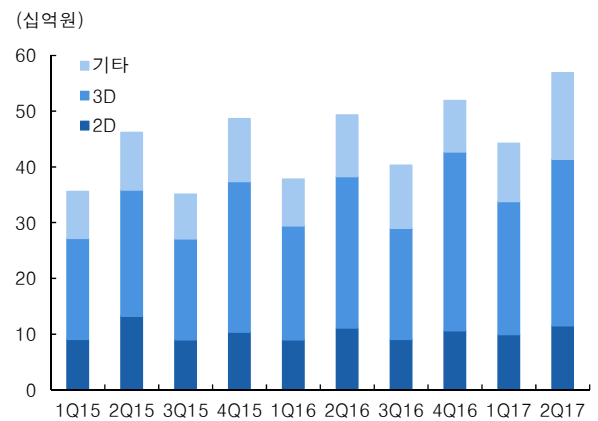
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 79. 품목별 매출 비중 (전체)



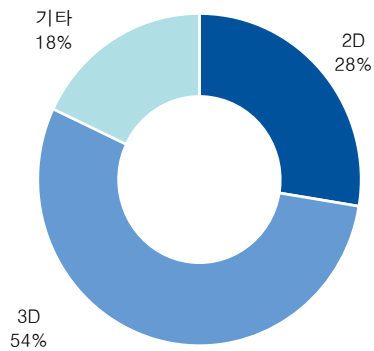
자료: 바텍, 미래에셋대우 리서치센터

그림 80. 품목별 매출 추이 (전체)



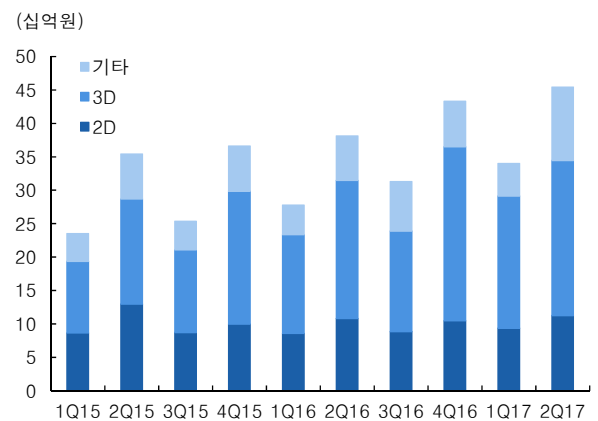
자료: 바텍, 미래에셋대우 리서치센터

그림 81. 품목별 매출 비중 (수출)



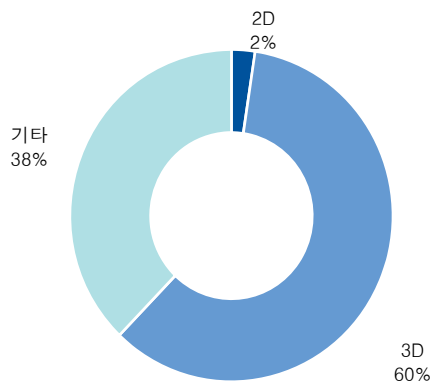
자료: 바텍, 미래에셋대우 리서치센터

그림 82. 품목별 매출 추이 (수출)



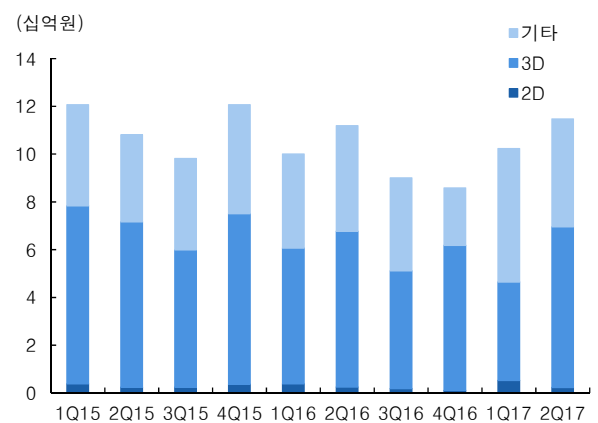
자료: 바텍, 미래에셋대우 리서치센터

그림 83. 품목별 매출 비중 (국내)



자료: 바텍, 미래에셋대우 리서치센터

그림 84. 품목별 매출 추이 (국내)



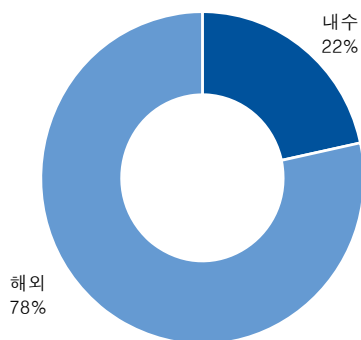
자료: 바텍, 미래에셋대우 리서치센터

그림 85. 바텍 제품 포트폴리오



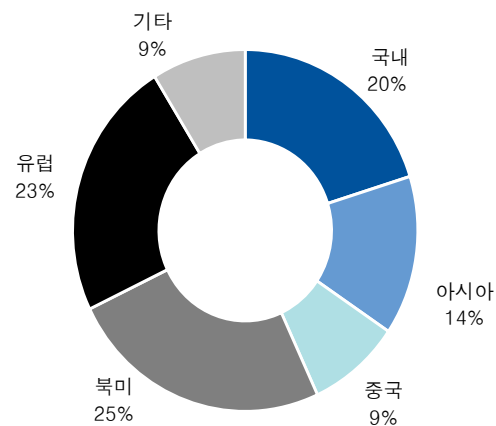
자료: 바텍, 미래에셋대우 리서치센터

그림 86. 지역별 매출 비중



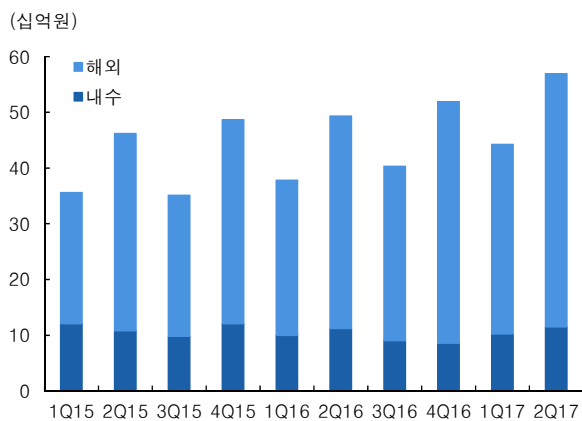
자료: 바텍, 미래에셋대우 리서치센터

그림 87. 지역별 매출 비중 (2)



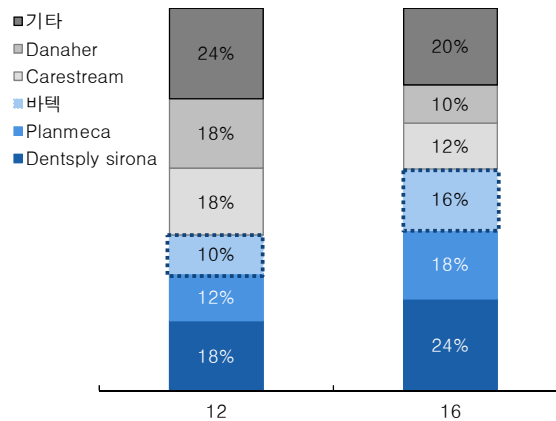
자료: 바텍, 미래에셋대우 리서치센터

그림 88. 지역별 매출 추이



자료: 바텍, 미래에셋대우 리서치센터

그림 89. 치과용 영상진단기기 점유율



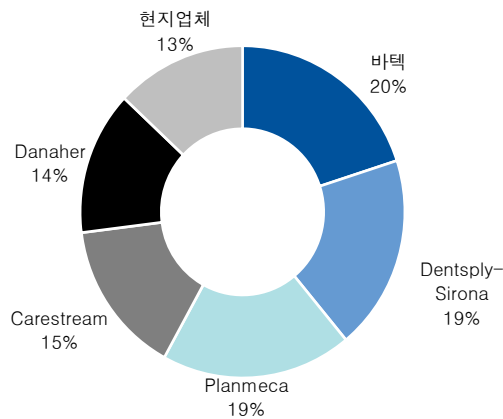
자료: 바텍, 미래에셋대우 리서치센터

표 21. 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	2H17F

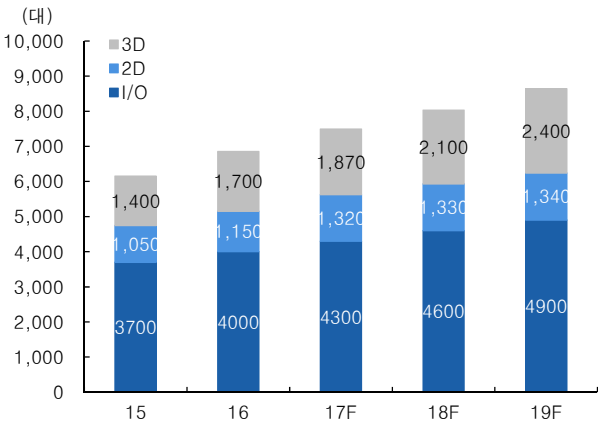
자료: 바텍, 미래에셋대우 리서치센터

그림 90. 중국 치과용 영상진단기기 점유율



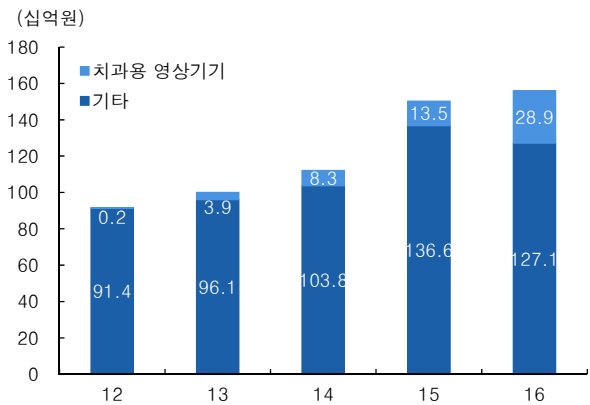
자료: 바텍, 산업자료, 미래에셋대우 리서치센터

그림 91. 중국 치과영상기기 시장규모



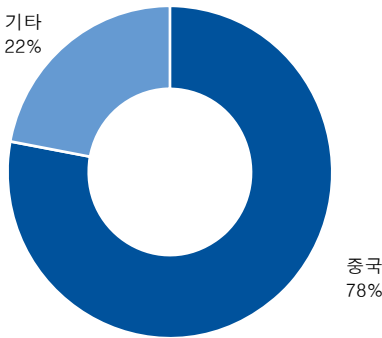
자료: 바텍, 미래에셋대우 리서치센터

그림 92. 미아광전(002690 CH Equity) 매출 추이



자료: 바텍, 산업자료, 미래에셋대우 리서치센터

그림 93. 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	206	229	257
매출원가	125	102	114	128
매출총이익	113	104	115	129
판매비와관리비	68	64	70	75
조정영업이익	45	41	46	54
영업이익	45	41	46	54
비영업손익	-2	1	6	9
금융손익	-2	-2	-1	-1
관계기업등 투자손익	0	3	8	9
세전계속사업손익	43	42	52	63
계속사업법인세비용	9	7	7	9
계속사업이익	33	35	45	54
중단사업이익	0	58	0	0
당기순이익	33	93	45	54
지배주주	25	86	37	44
비지배주주	9	7	8	10
총포괄이익	34	93	45	54
지배주주	25	86	37	44
비지배주주	9	7	8	10
EBITDA	57	48	53	60
FCF	12	7	36	46
EBITDA 마진율 (%)	23.9	23.3	23.1	23.3
영업이익률 (%)	18.9	19.9	20.1	21.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	10.5	41.7	16.2	17.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	251	151	208	271
현금 및 현금성자산	26	20	60	113
매출채권 및 기타채권	71	62	70	75
재고자산	62	53	60	64
기타유동자산	92	16	18	19
비유동자산	140	177	170	164
관계기업투자등	0	90	90	90
유형자산	91	64	59	54
무형자산	30	11	9	8
자산총계	390	327	378	435
유동부채	98	86	93	97
매입채무 및 기타채무	33	34	39	41
단기금융부채	47	36	36	36
기타유동부채	18	16	18	20
비유동부채	35	35	36	36
장기금융부채	26	27	27	27
기타비유동부채	9	8	9	9
부채총계	133	121	128	133
지배주주지분	147	201	236	278
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	36	8	8	8
이익잉여금	103	186	221	263
비지배주주지분	110	6	14	24
자본총계	257	207	250	302

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
영업활동으로 인한 현금흐름	32	15	36	46
당기순이익	33	93	45	54
비현금수익비용가감	25	14	8	6
유형자산감가상각비	7	5	5	4
무형자산상각비	4	2	2	2
기타	14	7	1	0
영업활동으로인한자산및부채의변동	-19	-82	-8	-5
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-1	-30	-8	-5
재고자산 감소(증가)	-19	-14	-7	-4
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	3	-16	3	2
법인세납부	-7	-9	-7	-9
투자활동으로 인한 현금흐름	-114	-10	-2	-1
유형자산처분(취득)	-20	-7	0	0
무형자산감소(증가)	-13	-2	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-76	76	-2	-1
기타투자활동	-5	-77	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	74	-7	-1	-1
장단기금융부채의 증가(감소)	-16	-10	0	0
자본의 증가(감소)	22	-28	0	0
배당금의 지급	-1	-3	-1	-1
기타재무활동	69	34	0	0
현금의 증가	-8	-6	41	52
기초현금	33	26	20	60
기말현금	26	20	60	113

예상 주당가치 및 valuation (요약)

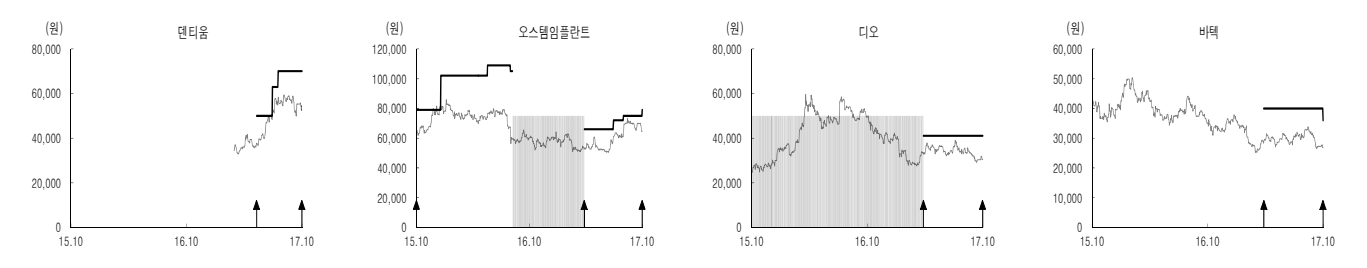
	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	21.7	4.7	10.9	9.1
P/CF (x)	9.1	3.7	7.6	6.6
P/B (x)	3.7	2.0	1.7	1.4
EV/EBITDA (x)	10.7	9.0	7.6	6.0
EPS (원)	1,667	5,777	2,466	2,942
CFPS (원)	3,953	7,182	3,548	4,049
BPS (원)	9,884	13,544	15,910	18,752
DPS (원)	100	100	100	100
배당성향 (%)	4.5	1.6	3.3	2.8
배당수익률 (%)	0.3	0.4	0.4	0.4
매출액증가율 (%)	9.7	-13.4	11.2	12.2
EBITDA증가율 (%)	16.3	-15.8	10.4	13.2
조정영업이익증가율 (%)	9.8	-8.9	12.2	17.4
EPS증가율 (%)	16.3	246.6	-57.3	19.3
매출채권 회전율 (회)	3.5	3.2	3.6	3.6
재고자산 회전율 (회)	4.6	3.6	4.0	4.1
매입채무 회전율 (회)	6.3	4.5	4.4	4.5
ROA (%)	10.1	26.0	12.7	13.2
ROE (%)	19.9	49.3	16.7	17.0
ROIC (%)	18.2	19.1	26.8	31.4
부채비율 (%)	51.8	58.3	51.3	43.9
유동비율 (%)	255.3	175.1	224.9	280.7
순차입금/자기자본 (%)	-15.6	15.0	-4.4	-21.3
조정영업이익/금융비용 (x)	15.2	21.0	23.4	27.5

자료: 바텍, 미래에셋대우 리서치센터

투자이건 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
덴티움(145720)					2016.08.15	매수	105,000	-44.62	-42.38
2017.08.01	매수	70,000	-	-	2016.06.02	매수	109,000	-30.19	-26.88
2017.07.14	매수	63,000	-12.54	-8.10	2016.01.03	매수	102,000	-25.47	-15.69
2017.05.25	매수	50,000	-12.42	0.40	2015.08.16	매수	79,000	-15.08	3.54
오스템임플란트(048260)					디오(039840)				
2017.10.15	매수	79,000	-	-	2017.04.11	매수	41,000	-	-
2017.08.15	매수	75,000	-7.83	-2.40	바텍(043150)				
2017.07.14	매수	72,000	-13.97	-11.53	2017.10.15	매수	36,000	-	-
2017.04.11	매수	66,000	-18.32	-8.03	2017.04.11	매수	40,000	-24.85	-15.50
2016.08.22	분석 대상 제외		-	-					

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



투자이건 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 주가하락이 예상		

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

투자이건 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
74.52%	12.50%	12.98%	0.00%

* 2017년 9월 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.