

SK COMPANY Analysis



Analyst

이지훈

sa75you@sk.com

02-3773-8880

Company Data

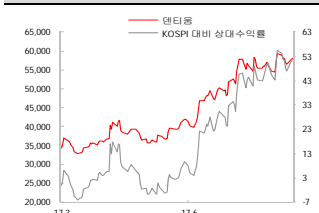
자본금	62 억원
발행주식수	1,107 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	6,420 억원
주요주주	
정성민(외6)	19.12%

외국인지분률	5.40%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(17/08/30)	57,300 원
KOSPI	2372.29 pt
52주 Beta	0.93
52주 최고가	59,300 원
52주 최저가	32,800 원
60일 평균 거래대금	59 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	3.2%	4.8%
6개월	%	%
12개월	%	%

덴티움 (145720/KS | 매수(유지) | T.P 67,000 원(상향))

Straumann 이 보여준 임플란트 시장의 성장 잠재력

수출호조에 힘입어 하반기에도 실적호조세는 지속될 전망이다. 성숙시장에 진입한 국내와 달리 신흥시장을 중심으로 해외시장의 성장은 이제 시작에 불과하다. 두자릿수의 실적증가를 보인 글로벌 선두기업 Straumann 의 실적은 전세계 임플란트 시장의 성장을 대변하고 있다. 투자의견 매수를 유지하고 목표주가는 67,000 원으로 상향한다.

수출호조에 힘입어 양호한 실적은 계속된다

상반기 실적은 기대치를 뛰어 넘었다. 상장 후 실적하락이라는 징크스도 없었다. 상반기 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 28%, 34% 증가하였다. 수출호조에 힘입어 하반기에도 실적호조세는 지속될 것이다. 연간 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 28%, 44% 증가가 예상된다. 성숙시장에 진입한 국내와 달리 중국, 러시아 등 신흥시장을 중심으로 해외시장의 성장은 이제 시작에 불과하다. 고령인구의 확대와 이머징국가의 소득 수준 향상은 진행형이다.

글로벌 임플란트 시장 성장은 여전

글로벌 선두기업인 Straumann 도 상반기 양호한 실적을 기록하면서 전세계 임플란트 시장의 성장을 대변하였다. 상반기 매출액은 전년대비 18% 증가하였고 영업이익은 21% 증가하였다. 흥미로운 점은 매출의 가장 큰 부분을 차지하는 EMEA 시장의 성장이다. 시장 성숙기에 진입했다는 통상적인 우려에도 불구하고 두자릿수의 성장이 유지되고 있다. 한편 국내 임플란트 3사의 상반기 실적에서도 덴티움의 실적은 두드러졌다. 오스템임플란트의 시장확대 전략, 디오의 고수익성 기조가 대조를 이룬 반면에, 동사는 성장성과 수익성의 양 측면을 만족시키는 유일한 기업이었다.

투자의견 매수, 목표주가는 67,000 원으로 상향

투자의견 매수를 유지하고 목표주가는 67,000 원으로 상향한다. 실적추정치 상향과 적용 배수의 할인율을 정상화시켰기 때문이다. 2017 년과 2018 년의 EPS 를 25.4%, 17.5% 상향조정하였다. 수출증가가 기대치를 상회하고 있으며 글로벌 임플란트 시장도 성장세가 이어지고 있다. 견조한 실적성장세는 지속될 전망이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	824	955	1,200	1,533	1,775	2,081
yoy	%	11.6	15.9	25.7	27.7	15.8	17.2
영업이익	억원	181	168	285	410	452	515
yoy	%	-14.6	-7.4	70.1	43.8	10.3	13.9
EBITDA	억원	207	203	325	464	504	578
세전이익	억원	194	174	264	393	461	520
순이익(지배주주)	억원	170	145	198	312	366	413
영업이익률%	%	22.0	17.6	23.8	26.8	25.5	24.8
EBITDA%	%	25.1	21.3	27.1	30.3	28.4	27.8
순이익률	%	20.7	15.2	16.7	20.4	20.7	19.9
EPS	원	1,542	1,308	1,788	2,822	3,306	3,730
PER	배	0.0	0.0	0.0	20.6	17.5	15.6
PBR	배	0.0	0.0	0.0	3.9	3.2	2.7
EV/EBITDA	배	0.0	0.0	0.0	14.1	12.8	11.0
ROE	%	41.2	32.4	33.7	26.9	20.1	18.7
순차입금	억원	501	633	673	78	13	-84
부채비율	%	177.4	208.9	169.8	69.8	66.0	58.8

징크스는 없었다. 하반기에도 실적 호조 지속

기대를 뛰어 넘는 상반기 실적
하반기에도 수출호조에 힘입어
실적호조세 지속 예상

상반기 실적은 기대치를 뛰어 넘었다. 상장 후 실적하락이라는 징크스도 없었다. 상반기 매출액 722 억원, 영업이익 195 억원으로 전년대비 각각 28%, 34% 증가하였다. 수출호조에 힘입어 하반기에도 실적호조세는 지속될 것이다. 연간 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 28%, 44% 증가가 예상된다.

실적호조의 일등공신은 수출, 특히
중국의 기여도 높음, 고령인구의
확대와 이머징국가의 소득 수준
향상은 진행형

실적호조의 일등공신은 수출이었다. 특히 중국의 기여도가 컸다. 실적 증가폭이 컸던 2분기 실적에서 수출은 51.9% 급증(전분기대비)한 반면에 내수는 -6.9%의 역신장세를 기록했다. 수출증가에서 중국이 차지하는 비중은 54.3%에 달했다. 부진했던 러시아시장도 회복세가 뚜렷했으며 두바이 등 기타 시장도 선전하였다. 성숙시장에 진입한 국내와 달리 중국, 러시아 등 신흥시장을 중심으로 해외시장의 성장세는 이제 시작에 불과하다. 고령인구의 확대와 이머징국가의 소득 수준 향상은 진행형이다.

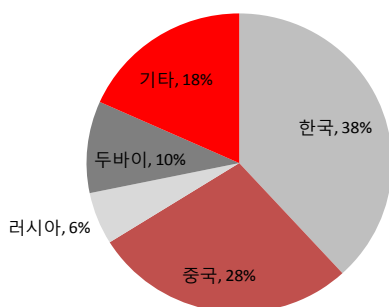
현재 중국 임플란트 시장 규모는
1.4 억달러에 불과, 그러나
2020년에는 국내 시장과 유사한
3 억달러까지 성장 전망

현재 중국 임플란트 시장규모는 1.4 억달러로 국내보다 작다. 그러나 중국의 경제성장과 고령화 인구의 급속한 증가가 맞물리면서 시장규모는 확장일로에 있다. 2015~2023년 연평균 성장율이 19.5%에 달하면서 2020년에는 국내 시장과 비슷한 수준인 3 억달러까지 확대될 전망이다.

중국향 수출 400 억원 상회할 것
중국내 입지 강화

2012년 54 억원에 불과했던 중국 수출은 2014년 128 억원, 2016년에는 335 억원까지 증가했으며, 금년 상반기에만 201 억원을 기록했다. 연간으로 444 억원에 달할 것으로 예상된다. 중국 Dental Clinic Brand 1 위인 바이보 그룹과의 대규모 공급계약은 중국내 입지를 한층 더 강화하는 계기로 판단된다. 2년간 5 만개의 fixture 를 공급하는 계약이다.

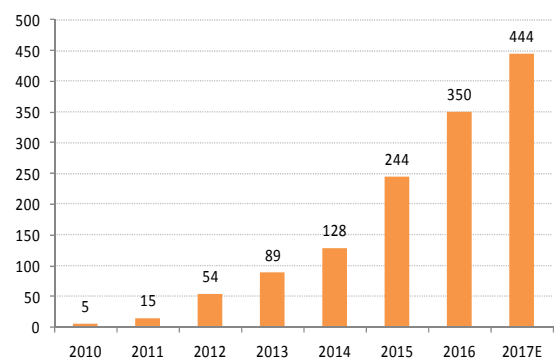
지역별 매출비중(17년 상반기)



자료: 덴티움

중국향 매출추이

(단위: 억원)



자료: 덴티움, SK 증권 추정

글로벌 선두기업 Straumann 의 양호한 실적이 주는 의미

글로벌 선두기업 Straumann 의
양호한 상반기 실적, 시장 성숙기
진입 우려에도 불구하고 두자릿수의
성장 기록

글로벌 선두기업인 Straumann 도 상반기 양호한 실적을 기록하면서 전세계 임플란트 시장의 성장을 대변하였다. 상반기 매출액은 전년대비 18% 증가하였고 영업이익은 21% 증가하였다. 지역별로도 고른 성장세를 보였는데, 증가율은 라틴아메리카 31.2%, 아시아/퍼시픽 23.7%, 북미 17.9%, EMEA 가 13.0% 순이었다. 흥미로운 점은 매출의 가장 큰 부분을 차지하는 EMEA 시장의 성장이다. 시장 성숙기에 진입했다는 통상적인 우려에도 불구하고 두자릿수의 성장이 유지되고 있다. 참고로 Straumann 의 지역별 매출비중은 EMEA 45%, North America 28%, Asia/Pacific 17%, Latin America 10% 로 구성되어 있다.

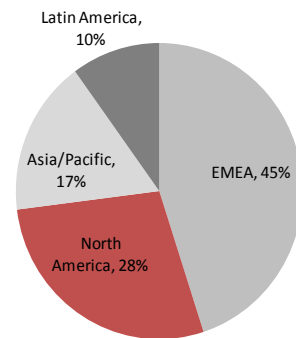
Straumann 상반기 실적

(단위 : 백만 CHF)

	1H 2016	1H 2017	증가율(%)
매출	461	543	17.8%
영업이익	114	138	20.5%
영업이익률	24.8%	25.4%	0.6%pt
순이익	135	141	4.4%
EPS	8.6	9.1	6.5%

자료 : Straumann

Straumann 지역별 매출비중



자료 : Straumann

임플란트 국내 3사 실적비교,
덴티움은 성장성과 수익성의 양
측면을 만족시키는 유일한 기업

국내 임플란트 3사의 상반기 실적에서도 덴티움의 실적은 두드러졌다. 매출증가율 28%, 영업이익증가율 34%로 가장 높은 외형 및 수익성 증가를 나타냈다. 오스템임플란트와 덴티움의 외형성장은 수출증가가 견인했다. 오스템임플란트의 시장확대 전략, 디오의 고수익성 기조가 대조를 이룬 반면에, 동사는 성장성과 수익성의 양 측면을 만족시키는 유일한 기업이었다.

국내 임플란트 3사 17년 상반기 실적

(단위: 억원)

	오스템임플란트	덴티움	디오
매출액	1,945	722	446
(YoY)	26.2%	28.0%	6.0%
영업이익	175	195	127
(YoY)	8.2%	34.3%	-19.1%
영업이익률	9.0%	27.0%	28.5%
순이익	76	151	94

자료: 각사

투자의견 매수, 목표주가 67,000 원으로 상향

매출다각화를 위한 노력, Digital Dentistry System 과 합성골 분야의 매출비중 확대 예상

단조로운 매출구조를 다각화시키기 위한 노력은 계속되고 있다. 아직 2~3%에 머무르고 있는 Digital Dentistry System 과 Regeneration(합성골 또는 골이식제) 분야의 매출을 중장기적으로 각각 20%, 15%까지 상향할 계획이다. 지난 5월에 출시한 CBCT의 국내 출시도 성공적이었다. 수출의 경우 판매인증을 거쳐 내년부터는 의미 있는 매출발생이 기대된다. 성장성이 높은 합성골 시장은 관계사 제노스를 통해 내재화하면서 점진적인 매출성장이 예상된다.

투자의견 매수 유지, 목표주가는 67,000 원으로 상향

투자의견 매수를 유지하고 목표주가는 67,000 원으로 상향한다. 실적추정치 상향과 적용배수의 할인율을 정상화시켰기 때문이다. 2017 년과 2018 년의 EPS 를 25.4%, 17.5% 상향조정하였다. 수출증가가 기대치를 상회하고 있으며 글로벌 임플란트 시장도 성장세가 이어지고 있다. 성장성이나 수익성을 감안하면 국내 경쟁사대비 주가의 프리미엄 부여도 무리가 없다는 판단이다.

추정치 변경내역

(단위: 억원)

	신규추정(a)		기존추정(b)		차이(a/b)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	1,533	1,775	1,450	1,775	5.7	0.0
영업이익	410	452	334	420	23.0	7.9
영업이익률	26.8	25.5	23.0	23.6	3.8	1.9
세전이익	393	461	333	415	18.2	10.9
세전이익률	25.7	26.0	23.0	23.4	2.7	2.6
지배주주순이익	312	366	249	311	25.4	17.5
지배주주순이익률	20.4	20.6	17.2	17.6	3.2	3.1
EPS(원)	2,822	3,306	2,251	2,814	25.4	17.5

자료: SK 증권

실적추이

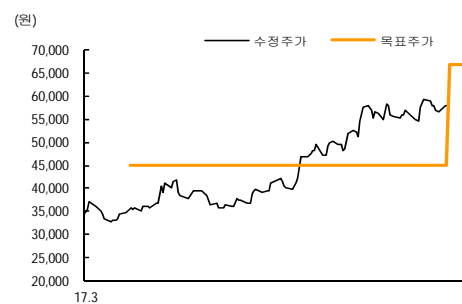
(단위: 억원)

	2015	2016	1Q17	2Q	3QE	4QE	2017E	2018E	2019E
내수	425	488	143	133	130	136	542	605	671
수출	529	712	177	269	260	285	991	1,170	1,410
매출합	954	1,200	320	402	390	421	1,533	1,775	2,081
영업이익	168	285	85	109	102	113	409	452	515
영업이익률	17.6%	23.8%	26.6%	27.1%	26.2%	26.8%	26.7%	25.5%	24.7%

자료: 덴티움 SK 증권 추정

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2017.08.31	매수	67,000원
2017.06.02	매수	45,000원
2017.04.05	매수	45,000원



Compliance Notice

- 작성자(이지훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017 년 8 월 30 일 기준)

매수	91.56%	중립	8.44%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	721	920	1,602	1,931	2,235
현금및현금성자산	53	91	502	666	764
매출채권및기타채권	401	524	662	767	899
재고자산	244	259	334	387	454
비유동자산	785	953	1,185	1,396	1,599
장기금융자산	0	2	2	2	2
유형자산	659	841	1,062	1,269	1,472
무형자산	29	22	23	23	24
자산총계	1,506	1,874	2,787	3,327	3,834
유동부채	795	961	1,096	1,252	1,349
단기금융부채	477	580	613	693	693
매입채무 및 기타채무	63	95	121	140	164
단기충당부채	105	102	132	153	179
비유동부채	224	218	50	70	71
장기금융부채	221	199	31	51	51
장기매입채무 및 기타채무	1	1	1	1	1
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,019	1,179	1,146	1,322	1,420
지배주주지분	485	690	1,637	1,999	2,409
자본금	62	62	62	62	62
자본잉여금	48	48	493	493	493
기타자본구성요소	-389	-389	-190	-190	-190
자기주식	-389	-389	-190	-190	-190
이익잉여금	767	978	1,285	1,651	2,064
비지배주주지분	2	4	5	5	6
자본총계	488	694	1,641	2,004	2,414
부채외자본총계	1,506	1,874	2,787	3,327	3,834

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	159	189	104	320	357
당기순이익(손실)	145	200	313	367	414
비현금성항목등	126	153	143	138	164
유형자산감가상각비	27	31	46	44	55
무형자산감가상각비	8	9	8	8	8
기타	50	61	-4	-3	0
운전자본감소(증가)	-74	-103	-258	-91	-115
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-7	4	-278	-105	-132
재고자산감소(증가)	-80	-26	-89	-53	-67
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-7	-32	131	19	24
기타	20	-49	-22	48	60
법인세납부	-38	-61	-95	-94	-106
투자활동현금흐름	-281	-189	-324	-247	-250
금융자산감소(증가)	-4	-5	-49	0	0
유형자산감소(증가)	-271	-178	-270	-251	-258
무형자산감소(증가)	-3	-8	-8	-8	-8
기타	-2	2	3	13	16
재무활동현금흐름	138	38	632	92	-10
단기금융부채증가(감소)	0	0	100	80	0
장기금융부채증가(감소)	0	58	-238	20	0
자본의증가(감소)	0	0	786	0	0
배당금의 지급	-4	-6	-6	0	0
기타	-11	-14	-10	-8	-10
현금의 증가(감소)	15	37	411	165	98
기초현금	38	53	91	502	666
기말현금	53	91	502	666	764
FCF	-1	-28	-28	62	92

자료 : 덴티움, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	955	1,200	1,533	1,775	2,081
매출원가	268	367	490	572	691
매출총이익	687	833	1,043	1,203	1,390
매출총이익률 (%)	72.0	69.4	68.0	67.8	66.8
판매비와관리비	519	548	633	751	875
영업이익	168	285	410	452	515
영업이익률 (%)	17.6	23.8	26.8	25.5	24.8
비영업손익	7	-21	-17	8	5
순금융비용	9	8	8	-4	-7
외환관련손익	12	-3	-8	1	-2
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	174	264	393	461	520
세전계속사업이익률 (%)	18.3	22.0	25.7	26.0	25.0
계속사업법인세	29	64	80	94	106
계속사업이익	145	200	313	367	414
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	145	200	313	367	414
순이익률 (%)	15.2	16.7	20.4	20.7	19.9
지배주주	145	198	312	366	413
지배주주귀속 순이익률(%)	15.17	16.49	20.37	20.62	19.84
비지배주주	0	2	1	1	1
총포괄이익	150	190	309	363	410
지배주주	150	188	309	363	410
비지배주주	0	2	0	0	0
EBITDA	203	325	464	504	578

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	15.9	25.7	27.7	15.8	17.2
영업이익	-7.4	70.1	43.8	10.3	13.9
세전계속사업이익	-10.1	51.4	49.1	17.1	12.8
EBITDA	-2.0	60.0	42.9	8.7	14.6
EPS(계속사업)	-15.2	36.7	57.8	17.2	12.8
수익성 (%)					
ROE	32.4	33.7	26.9	20.1	18.7
ROA	11.0	11.8	13.4	12.0	11.6
EBITDA마진	21.3	27.1	30.3	28.4	27.8
안정성 (%)					
유동비율	90.8	95.8	146.2	154.2	165.7
부채비율	208.9	169.8	69.8	66.0	58.8
순차입금/자기자본	129.8	97.0	4.8	0.7	-3.5
EBITDA/이자비용(배)	19.3	33.8	45.8	60.2	59.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,308	1,788	2,822	3,306	3,730
BPS	4,384	6,234	14,785	18,060	21,760
CFPS	1,627	2,146	3,311	3,776	4,298
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	0.0	0.0	21.0	17.9	15.9
PER(최저)	0.0	0.0	11.6	9.9	8.8
PBR(최고)	0.0	0.0	4.0	3.3	2.7
PBR(최저)	0.0	0.0	2.2	1.8	1.5
PCR	0.0	0.0	17.5	15.4	13.5
EV/EBITDA(최고)	0.0	0.0	14.4	13.1	11.3
EV/EBITDA(최저)	0.0	0.0	8.0	7.3	6.2