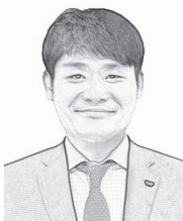


SK COMPANY Analysis



Analyst

이지훈

sa75you@sk.com

02-3773-8880

Company Data

자본금	62 억원
발행주식수	1,107 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	3,846 억원
주요주주	
정성민(외6)	19.12%

외국인지분률	3.80%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(17/04/04)	35,000 원
KOSPI	2161.10 pt
52주 Beta	0.00
52주 최고가	37,100 원
52주 최저가	32,800 원
60일 평균 거래대금	143 억원

주가 및 상대수익률



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

덴티움 (145720/KS | 매수(신규편입) | T.P 45,000 원(신규편입))

성장성 + 밸류에이션 매력 부각될 것

수출확대에 힘입어 실적성장이 지속될 것이다. 2017 년 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 20.8%, 16.9% 증가가 예상된다. 중국시장 성장과 시장점유율 확대, 중동, 유럽 등 지역별 매출 다변화도 순조롭게 진행되고 있다. 임플란트의 보험 적용 확대, 고령화로 국내 시장도 10%내외의 안정적 성장이 예상된다. 중국 현지 생산개시와 Digital Dentistry system, 골이식재 등 제품 포트폴리오 다양화는 중장기적인 성장동력이다.

투자 의견 매수, 목표주가 45,000 원 제시하고 신규편입

투자 의견 매수, 목표주가 45,000 원을 제시하고 신규편입한다. 목표주가는 글로벌 임플란트 기업들의 평균 PER 22.2 배(17E)를 10% 할인 적용하여 산출하였다. 상장 직전 있었던 반쯤 손실충당부채 관련 리스크 해소로 국내 동종기업과의 밸류에이션 갭은 정당화될 이유가 없다. 성장성이나 수익성을 감안하면 향후에는 오히려 주가의 프리미엄 부여도 가능하다는 판단이다.

성장의 핵심인 중국 시장

중국 시장은 성장의 핵심이다. 2012 년 중국향 매출비중은 8.6%에 불과했으나 지난해에는 27.9%까지 높아졌다. 2016 년 매출증가분의 36.9%가 중국에서 나왔다. 2018 년에 현지 제조법인에 대한 제조 인허가가 예상되고 있어 판매법인에 대한 면허 갱신 리스크도 해소될 전망이다. 중국 Dental Clinic Brand 1 위인 바이보 그룹과의 계약도 긍정적이다. 2 년간 5 만개의 fixture 를 공급하는 대규모 계약으로 중국 내 입지가 한층 더 견고해질 것이다.

매출구조 다각화

임플란트에 치중되어 있는 매출구조를 다각화하기 위해 Digital Dentistry System 과 Regeneration(합성골 또는 골이식재) 분야를 집중 육성하고 있다. 90%에 달하는 임플란트 비중을 중장기적으로 65%까지 낮추고 Digital Dentistry 20%, 합성골을 15%로 상향할 계획이다. Digital Dentistry 에 필수적인 주요 장비들을 이미 상용화했거나 예정에 있다. 또한 성장성이 높은 합성골 시장은 관계사 제노스를 통해 내재화하였다. 이와 같은 핵심제품의 내재화와 제품믹스 개선으로 고수익성 기조가 강화될 것이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	824	955	1,200	1,450	1,775	2,081
yoy	%	11.6	15.9	25.7	20.8	22.4	17.2
영업이익	억원	181	168	285	334	420	505
yoy	%	-14.6	-7.4	70.1	16.9	25.8	20.5
EBITDA	억원	207	203	325	387	485	580
세전이익	억원	194	174	264	333	415	496
순이익(지배주주)	억원	170	145	198	249	311	372
영업이익률%	%	22.0	17.6	23.8	23.0	23.6	24.3
EBITDA%	%	25.1	21.3	27.1	26.7	27.3	27.9
순이익률	%	20.7	15.2	16.7	17.3	17.7	18.0
EPS	원	1,542	1,308	1,788	2,251	2,814	3,365
PER	배	0.0	0.0	0.0	15.4	12.4	10.3
PBR	배	0.0	0.0	0.0	4.1	3.1	2.4
EV/EBITDA	배	0.0	0.0	0.0	11.9	9.6	7.9
ROE	%	41.2	32.4	33.7	30.8	28.8	26.4
순차입금	억원	501	633	673	748	754	683
부채비율	%	177.4	208.9	169.8	148.3	128.8	106.3

임플란트 제품을 주력으로 하는 치과용 의료기기 전문기업

임플란트 제품을 주력으로 하는 치과용 의료기기분야 전문기업

임플란트 제품을 주력으로 하는 치과용 의료기기분야 전문기업이다. 임플란트란 치아가 결손된 부위에 주변 치아를 손상하지 않고 인공치근을 치조골에 이식하여 자기 치아와 같은 기능을 수행하도록 하는 이식체이다. 주요 원재료는 티타늄(Titanium)을 사용하며 금과 스테인리스가 부재료로 사용된다. 영업망은 국내 15 개 지점과 3 개 영업소, 1 개 병원팀이 있으며 해외는 14 개의 판매법인이 있다.

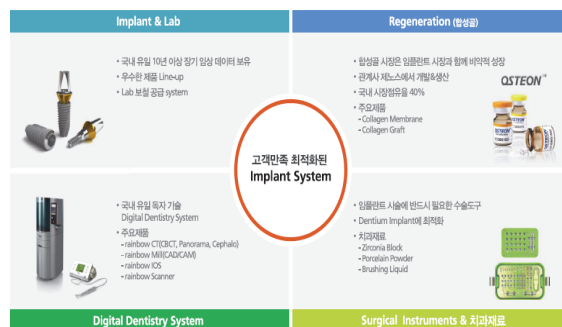
국내 시장점유율은 15%로 오스템 임플란트에 이어 2 위

국내 시장점유율(2015 년 기준)은 15%로 33%인 오스템 임플란트에 이어 2 위이다. 그 밖에 네오바이오텍 15%, 디오가 9%를 차지하고 있다. 세계 시장점유율은 1.5%로 아직은 낮은 수준이지만 수출확대에 힘입어 점차 높아지는 추세이다. 참고로 글로벌 1 위 기업은 시장점유율 24%의 Straumann, Danaher(20%), Dentsply(13%), Zimmer Biomet(10%), Henry Schein(7%) 등이 있다.

다양한 임플란트 라인업 보유

2016 년 기준 제품별 매출비중은 치과용 임플란트가 89.7%로 가장 높다. 이 외에 치과용 합성골(상품) 5.7%, 치과용 장비 2.8% 등이 있다. 임플란트의 제품 라인업은 크게 5 가지이다. Implantium line 은 하부 straight 및 상부 돌출형태의 디자인으로 단단한 뼈로 인해 무리 없이 식립할 수 있다. Super line 은 환자의 뼈 상태가 안 좋은 경우 강한 고정력을 얻을 수 있어 상악 구치부(위쪽의 턱에 있는 어금니) 등 초기 고정력이 필요한 경우에 적합한 제품이다. NR 라인 은 narrow ridge(얇은 뼈에 최적화된 수술) 같은 특화된 수술에, Slim line 은 하악 전치 및 무치악(치아가 없는 상태의 잇몸뼈)의 골 폭이 작은 경우에 사용되는 제품이다.

사업영역



자료 : 덴티움

주력제품 라인업



자료 : 덴티움

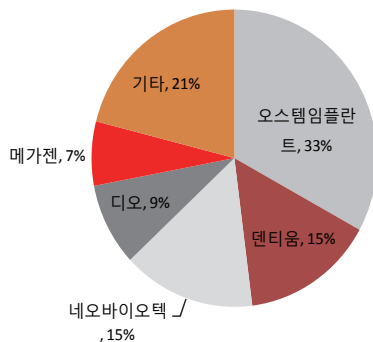
주요 제품 용도 및 특징

제품명	용도 및 특징
Implantium	- 용도: 전체 Implant case 사용 가능한 Fixture - 특징: 하부 Stright 및 상부 돌출형태의 디자인으로 단단한 Bone으로 인해 무리없이 식립할수 있으며, 상부 돌출형태의 부분은 Countersink로 조절하여 초기 고정력을 극대화하여 Implant 식립후 초기 안정화에 유리한 Fixture 임
Super Line	- 용도: 전체 Implant case에 사용 가능한 Fixture - 특징: 전체적으로 Taper design으로 환자의 Bone quality가 안좋은 경우 강한 고정력을 얻을 수 있어 상악 구치부 등 초기 고정력이 필요한 경우에 유용하게 사용된다. 최근 강한 Toque 발생으로 인하여 Cutting edge의 연장과 Knife Thread 변경으로 좀더 부드러운 식립감을 구축하였음
NR Line	- 용도: Narrow ridge 같은 얇은 Bone에 최적화 된 Fixture - 특징: NR-Line 역시 모든 Case에 적용하도록 다양한 Spec을 가지고 있지만 특히 Narrow D8ridge 등 특화된 수술에 적합한 Implant이며, 이로인한 추가적인 수술(GBR, RS 등)을 최소화 할 수 있는 장점을 보유
SimpleLineII	- 용도: 1회법(즉 One stage) 수술에 적합한 Implant - 특징: Fixture에 잇몸안착 부분인 gingiva 부분이 하나로 일체화된 Implant로 Bone quality가 비교적 좋은 경우 잇몸 절개없이 바로 1회법으로 수술 할 수 있는 장점을 가지고 있음. 그만큼 치유기간이 짧고 임시 상부(Temporary crown)구조를 바로 연결할 수 있음
SlimLine	- 용도: 하악 전치 및 무치악의 골폭이 작은 경우에 사용하는 Fixture - 특징: 치아와 치아 사이의 간격이 좁거나 무치악 환자의 Denture 고정용 Implant로 사용되며, Drill sequence가 비교적 간단함

자료: 덴티움

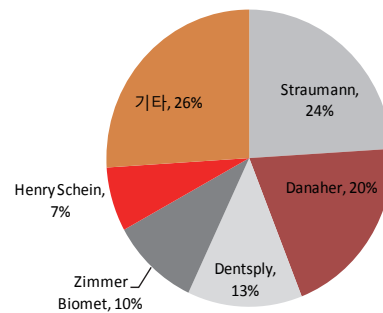
국내 시장점유율

(단위 : %)



자료 : 각사, 전자공시시스템

세계 시장점유율



자료 : Occams business Reserch & Consulting

중국 임플란트 시장확대에 따른 수혜

글로벌 임플란트 시장, 2023년까지 연평균 8.2% 성장 예상

전세계 치과용 임플란트 시장은 치료에 대한 인식제고와 비용 하락, 생활 수준 향상에 힘입어 지속적인 성장을 이어갔다. MRG 보고서에 따르면 2006~2013년 연평균 성장률은 4.1%, 2016~2023년 연평균 성장률은 8.2%로 향후 성장속도는 한층 더 가파를 전망이다. 고령인구의 확대와 이머징국가의 소득 수준 향상이 주된 이유이다. 2016년 시장규모는 40억달러로 추정된다.

중국 임플란트 시장은 고성장이 예상됨. 경제성장 + 고령화

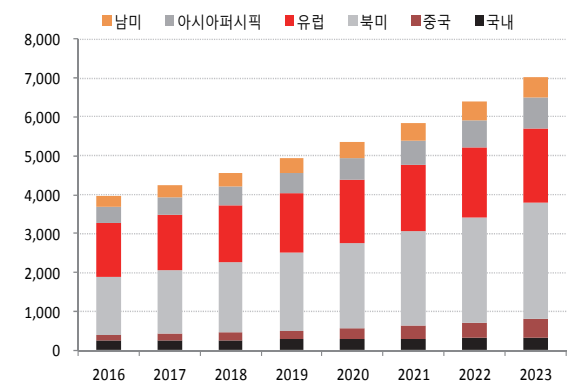
그 중에서도 중국 임플란트 시장은 성장의 중심에 있다. 현재 시장규모는 1.4억달러로 국내 시장보다 작다. 그러나 중국의 경제성장과 고령화 인구의 급속한 증가가 맞물리면 서 시장규모는 급속히 확대될 전망이다. 2015~2023년 연평균 성장률은 19.5%에 달하며 2020년에는 국내 시장과 비슷한 수준인 3억달러에 이를 것으로 예상된다.

중국은 동사 성장의 핵심, 중국향 매출비중 2012년 8.6%에서 2016년 27.9%로 높아짐

중국 시장은 동사 성장의 핵심에 자리잡고 있다. 2012년 중국향 매출비중은 8.6%에 불과했으나 지난해에는 27.9%까지 높아졌다. 또한 2016년 매출증가의 36.9%가 중국에서 나왔다. 현재 중국에는 3개의 판매법인(상해, 북경, 광저우)과 제조법인(상해), 기공소(LAB)가 있다. 2018년에 현지 제조법인에 대한 제조 인허가가 예상되고 있어 판매법인에 대한 면허 갱신 리스크도 해소될 전망이다. 중국 Dental Clinic Brand 1위인 바이보 그룹과의 계약도 긍정적이다. 2년 간 5만개의 fixture를 공급하는 대규모 계약으로 중국내 입지가 한층 더 강화될 것이다.

글로벌 임플란트 시장규모 추이

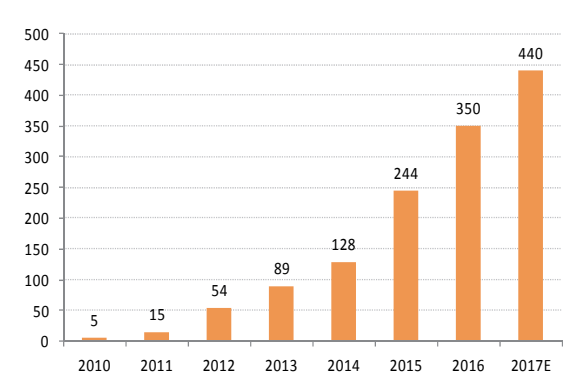
(단위: 백만달러)



자료: MRG, 덴티움

덴티움의 중화권 지역 매출액

(단위: 억원)



자료: MRG, 덴티움

중장기적인 성장전략은 사업 고도화와 다각화

중장기적으로 임플란트 매출비중 65%로 낮추고, Digital Dentistry system 20%, 합성골 15%로 상향 추진

임플란트에 치중되어 있는 매출구조를 다각화하기 위해 Digital Dentistry System 과 Regeneration(합성골 또는 골이식재) 분야를 집중 육성하고 있다. 90%에 달하는 임플란트 비중을 중장기적으로 65%까지 낮추고 Digital Dentistry 20%, 합성골을 15%로 상향할 계획이다. Digital Dentistry 에 필수적인 주요 장비들을 이미 상용화했거나 예정에 있다. CAD/CAM 장비는 2015 년에 제품화에 성공하였고, CBCT 는 금년 상반기중에, 3D 구강 스캐너는 내년에 출사를 앞두고 있다. 또한 성장성이 높은 합성골 시장은 관계사 제노스를 통해 내재화하였다. 이와 같은 핵심제품의 내재화와 제품믹스 개선으로 고수익성 기조는 강화될 것이다. 2016 년 기준 매출원가율은 동사가 30.6%, 경쟁업체인 오스템 임플란트 40.9%, 디오 34.8%이다.

주요 분야 원천기술 보유 내역 비교

구 분	제 품	● 자체개발판매 ● 상용판매			
		덴티움	국내 A사	국내 B사	해외 A사
Implant System	Implant	●	●	●	●
	Instrument	●	●	●	●
Digital Dentistry	CAD/CAM	●			
	iOS / CBCT (CBCT 개발 중)	●	●	●	● 전략적 제휴 공급
기타	Lab Product (보철)	●	●	●	●
	Regeneration (골이식재) (공동 개발)	●	●	●	● (독점 공급)
	Unit Chair	-	●	-	-

자료 : 덴티움

Digital Dentistry Full Line-up 구축(Dentium Rainbow Package)



자료 : 덴티움

실적 및 밸류에이션

투자의견 매수, 목표주가
45,000 원을 제시하며 신규편입,
동종기업과의 밸류에이션 갭 빠르게
메꿔질 것

수출확대에 힘입어 실적성장은 지속될 것이다. 2017 년 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 20.8%, 17.2% 증가가 예상된다. 중국시장 성장과 시장점유율 확대, 중동, 유럽 등 지역별 다변화도 순조롭게 진행되고 있다. 임플란트의 보험 적용 확대, 고령화로 국내 시장도 10%내외의 안정적 성장이 유지되고 있다. 중국 현지 생산개시와 Digital Dentistry system, 골이식재 등 제품 포트폴리오 다양화는 중장기적인 성장동력이다. 투자의견 매수, 목표주가 45,000 원을 제시하고 신규편입한다. 목표주가는 글로벌 임플란트 기업들의 평균 PER 22.2 배(17E)를 10% 할인 적용하여 산출하였다. 상장 직전 있었던 반품손실충당부채관련 리스크 해소로 국내 동종기업과의 밸류에이션 갭은 정당화될 이유가 없다. 성장성이나 수익성을 감안하면 향후에는 오히려 주가의 프리미엄 부여도 가능하다는 판단이다.

연간 실적추이

(단위: 억원)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
내수	281	305	366	425	488	540	605	671
수출	348	433	492	529	712	910	1,170	1,410
매출합	629	738	858	954	1,200	1,450	1,775	2,081
영업이익	125	212	169	168	285	334	420	505
영업이익률	19.9%	28.7%	19.7%	17.6%	23.8%	23.0%	23.7%	24.3%

자료: 덴티움, SK 증권 추정

지역별 매출추이

(단위: 억원)

	2014	2015	2016
한국	366	425	488
중국	128	244	335
러시아	94	61	62
두바이	78	49	128
기타	192	176	187
합계	858	955	1,200

자료: 덴티움

글로벌 임플란트 주요 기업 밸류에이션

(단위: 백만달러)

구분	년도	덴티움 (145720.KS)	오스템임플란트 (048260.KS)	디오 (039840.KS)	스트라우만 홀딩스 (스위스)	다니허 (미국)	짐머 바이오멧 (홍콩)
주가(Local)		34,300	52,300	32,100	465	86	122
시가총액(USDmn)		340	669	436	7,364	59,359	24,571
매출액	2014	78	227	62	777	19,154	4,673
	2015	84	250	65	830	14,434	5,998
	2016E	103	298	81	910	16,828	7,684
	2017E	1,456	354	91	1,039	17,853	7,885
영업이익	2014	17	27	5	162	3,347	1,037
	2015	15	33	19	179	2,162	467
	2016E	25	36	27	224	2,832	2,477
	2017E	331	47	25	259	3,664	2,608
P/E (x)	2014	-	32.4	-	24.7	23.6	19.9
	2015	-	55.6	33.5	67.5	35.6	24.3
	2016E	-	27.3	22.6	38.2	23.8	15.4
	2017E	-	21.4	21.5	32.5	21.8	14.2
P/B (x)	2014	-	5.1	1.8	5.3	2.6	2.9
	2015	-	9.5	5.2	7.9	2.7	2.1
	2016E	-	5.1	4.4	10.7	2.5	-
	2017E	-	4.5	3.6	9.1	2.3	2.2
ROE(%)	2014	43	17%	-4%	23%	11%	11%
	2015	32	19%	17%	11%	14%	2%
	2016E	34	20%	22%	31%	10%	-
	2017E	-	23%	19%	31%	11%	16%

자료: Bloomberg

주주구성

(단위: %)

주주	지분율
최대주주	19.1%
자사주	22.1%
공모주	23.0%
우리사주조합	4.6%
이앤제너커	3.7%
기타	27.5%

자료: 덴티움

보호예수 내역

(단위: %)

주주	지분율	기간
최대주주 등	19.1%	
자사주	22.1%	상장 이후 6개월
이앤제네커	3.7%	
우리사주조합	4.6%	1년
합계	49.5%	-

자료: 덴티움

투자의견변경

일시

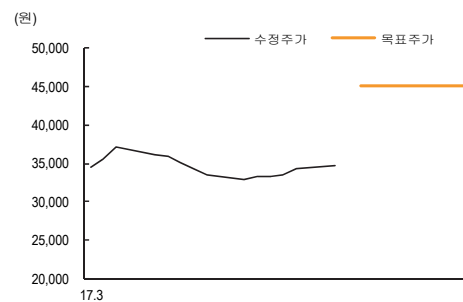
투자의견

목표주가

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 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 4월 5일 기준)

매수	94.89%	중립	5.11%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	721	920	1,141	1,455	1,733
현금및현금성자산	53	91	146	240	311
매출채권및기타채권	401	524	626	767	899
재고자산	244	259	316	387	454
비유동자산	785	953	1,182	1,380	1,576
장기금융자산	0	2	2	2	2
유형자산	659	841	1,065	1,259	1,450
무형자산	29	22	23	23	24
자산총계	1,506	1,874	2,323	2,835	3,308
유동부채	795	961	1,136	1,319	1,415
단기금융부채	477	580	680	760	760
매입채무 및 기타채무	63	95	115	140	164
단기충당부채	105	102	125	153	179
비유동부채	224	218	251	277	289
장기금융부채	221	199	229	249	249
장기매입채무 및 기타채무	1	1	1	1	1
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,019	1,179	1,388	1,596	1,705
지배주주지분	485	690	929	1,231	1,593
자본금	62	62	62	62	62
자본잉여금	48	48	48	48	48
기타자본구성요소	-389	-389	-389	-389	-389
자기주식	-389	-389	-389	-389	-389
이익잉여금	767	978	1,227	1,539	1,911
비지배주주지분	2	4	7	9	11
자본총계	488	694	936	1,239	1,604
부채외자본총계	1,506	1,874	2,323	2,835	3,308

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	159	189	212	261	345
당기순이익(손실)	145	200	251	314	375
비현금성항목등	126	153	136	171	206
유형자산감가상각비	27	31	46	57	67
무형자산감가상각비	8	9	8	8	8
기타	50	61	-8	-3	0
운전자본감소(증가)	-74	-103	-94	-121	-114
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-7	4	-103	-140	-132
재고자산감소(증가)	-80	-26	-57	-71	-67
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-7	-32	19	26	24
기타	20	-49	47	64	60
법인세납부	-38	-61	-82	-102	-122
투자활동현금흐름	-281	-189	-276	-256	-261
금융자산감소(증가)	-4	-5	0	0	0
유형자산감소(증가)	-271	-178	-270	-251	-258
무형자산감소(증가)	-3	-8	-8	-8	-8
기타	-2	2	2	4	6
재무활동현금흐름	138	38	120	88	-13
단기금융부채증가(감소)	0	0	100	80	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	30	20	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-4	-6	0	0	0
기타	-11	-14	-10	-12	-13
현금의 증가(감소)	15	37	56	94	71
기초현금	38	53	91	146	240
기말현금	53	91	146	240	311
FCF	-1	-28	-67	1	76

자료 : 덴티움, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	955	1,200	1,450	1,775	2,081
매출원가	268	367	479	604	708
매출총이익	687	833	972	1,172	1,373
매출총이익률 (%)	72.0	69.4	67.0	66.0	66.0
판매비와관리비	519	548	638	752	868
영업이익	168	285	334	420	505
영업이익률 (%)	17.6	23.8	23.0	23.6	24.3
비영업손익	7	-21	-1	-4	-9
순금융비용	9	8	8	8	7
외환관련손익	12	-3	-1	1	-2
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	174	264	333	415	496
세전계속사업이익률 (%)	18.3	22.0	23.0	23.4	23.8
계속사업법인세	29	64	82	102	122
계속사업이익	145	200	251	314	375
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	145	200	251	314	375
순이익률 (%)	15.2	16.7	17.3	17.7	18.0
지배주주	145	198	249	311	372
지배주주귀속 순이익률(%)	15.17	16.49	17.18	17.55	17.9
비지배주주	0	2	2	2	2
총포괄이익	150	190	241	304	365
지배주주	150	188	239	301	362
비지배주주	0	2	2	2	2
EBITDA	203	325	387	485	580

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	15.9	25.7	20.8	22.4	17.2
영업이익	-7.4	70.1	16.9	25.8	20.5
세전계속사업이익	-10.1	51.4	26.1	24.8	19.5
EBITDA	-2.0	60.0	19.2	25.2	19.8
EPS(계속사업)	-15.2	36.7	25.9	25.0	19.6
수익성 (%)					
ROE	32.4	33.7	30.8	28.8	26.4
ROA	11.0	11.8	12.0	12.2	12.2
EBITDA마진	21.3	27.1	26.7	27.3	27.9
안정성 (%)					
유동비율	90.8	95.8	100.4	110.3	122.4
부채비율	208.9	169.8	148.3	128.8	106.3
순차입금/자기자본	129.8	97.0	79.9	60.8	42.6
EBITDA/이자비용(배)	19.3	33.8	38.2	40.9	44.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,308	1,788	2,251	2,814	3,365
BPS	4,384	6,234	8,394	11,117	14,391
CFPS	1,627	2,146	2,735	3,403	4,042
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	0.0	0.0	16.5	13.2	11.0
PER(최저)	0.0	0.0	14.6	11.7	9.8
PBR(최고)	0.0	0.0	4.4	3.3	2.6
PBR(최저)	0.0	0.0	3.9	3.0	2.3
PCR	0.0	0.0	12.7	10.2	8.6
EV/EBITDA(최고)	0.0	0.0	12.6	10.1	8.3
EV/EBITDA(최저)	0.0	0.0	11.4	9.1	7.5