



2020년 9월 24일 | Equity Research



헬스케어(덴탈) Overweight

중국에서 시작되고 있는 글로벌 치과산업의 미래: 디지털 덴티스트리

- | DSO와 디지털 덴티스트리를 통해 본 치과 산업의 미래
- | 중국, 수요공급 불균형으로 디지털 덴티스트리는 필수
- | Top Picks: 레이, 바텍, 디오

Industry In-depth

Top picks 및 관심종목

디오(039840.KQ) | BUY | TP 38,000원 | CP(9월23일) 31,250원
레이(228670.KQ) | BUY | TP 69,000원 | CP(9월23일) 43,550원
바텍(043150.KQ) | BUY | TP 40,000원 | CP(9월23일) 22,650원
제노레이(122310.KQ) | BUY | TP 15,500원 | CP(9월23일) 10,150원
오스템임플란트(048260.KQ) | Not Rated | CP(9월23일) 38,000원
덴티움(145720.KS) | Not Rated | CP(9월23일) 35,650원



Analyst 정민구
02-3771-3429
mingujeong@hanafn.com

RA 왕성환
02-3771-3445
hsh0415@hanafn.com



Analyst 안주원
02-3771-3125
joowonahn@hanafn.com

RA 윤문수
02-3771-3826
moonsooyun@hanafn.com



Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com



CONTENTS

Part I. DSO의 확장과 디지털 덴티스트리를 통해 본 치과산업의 미래	3
1) DSO(Dental Service Organization)과 디지털 덴티스트리 개요	3
2) DSO(대형 프랜차이즈 병원) 주도로 빠르게 성장하는 디지털 덴티스트리	5
3) 디지털 덴티스트리 밸류체인 업종별 주도 업체 비교	6
Part II: 디지털 덴티스트리가 가장 빠르고 큰 규모로 성장할 중국	8
1) 중국 덴탈, 수요 공급 불균형으로 디지털 덴티스트리는 선택 아닌 필수	8
2) 디지털 장비 무장한 대형 프랜차이즈 등장: 공급 문제 해결 + 성장 가속화	10
3) 중국 내 디지털 덴티스트리 성장으로 전반적 밸류체인 동반 성장	12
Part III. 덴탈 산업 변화 속 국내 기업 밸류에이션에 대한 고민	15
1) 시장, 실적 성장과 반대로 가고 있는 국내 덴탈 섹터 밸류에이션	15
2) 디지털 덴티스트리를 통한 국내 덴탈 산업의 재평가 필요!	16
3) Top Picks: 디오, 레이, 바텍	17
Top Picks 및 관심종목	19
디오 (039840.KQ)	20
레이 (228670.KQ)	22
바텍 (043150.KQ)	24
오스템임플란트 (048260.KQ)	26
덴티움 (145720.KS)	28
제노레이 (122310.KQ)	30

2020년 9월 24일 | Equity Research

헬스케어(덴탈)

중국에서 시작되고 있는 글로벌 치과산업의 미래: 디지털 덴티스트리

DSO와 디지털 덴티스트리를 통해 본 치과 산업의 미래

DSO(Dental Service Organization)는 치과병원의 프랜차이즈화를 통한 기업형 운영으로 고가의 치과 시술(심미치료, 임플란트, 교정 등)의 대중화를 이끌며 글로벌 덴탈 시장의 성장을 주도하고 있다. DSO는 시술의 정확도 및 병원 운영의 효율성을 높이는 디지털 덴티스트리를 도입하며 가격 및 시술경쟁력을 확보하고 있다. 이에 따라 중요도가 높아지는 디지털 덴티스트리 밸류체인 고른 성장이 예상되며 특히 1) 디지털 워크플로우에 대한 완성도가 높은 기업 2) 시장점유율이 높은 기업 3) 프랜차이즈 병원과의 협업 관계를 맺은 기업들이 시장을 선도할 것으로 판단한다.

중국, 수요공급 불균형으로 디지털 덴티스트리는 필수

중국의 덴탈시장은 고령화, 1인당 가처분소득 증가, 우호적인 정부정책으로 2008년 3.4조원 규모에서 10여년간 7배 성장하여 약 25조원 규모로 성장 중이다. 하지만 중국 덴탈시장 내 치과 의사 수가 절대적으로 부족함에 따라 이를 디지털 덴티스트리 도입을 통해 해소하고 있다. 중국 내 대형 프랜차이즈 병원은 글로벌 디지털 덴티스트리 선도 장비/솔루션 업체와의 협업을 통한 기술 도입으로 치과 의사 공급문제를 해결 중이며 중국 소비자들은 인증된 대형 프랜차이즈 치과 병원을 선호 → 병원들은 추가 투자유치를 통한 빠른 확장 및 고급 장비 투자 및 고급인력 확충 등으로의 선순환이 이어지고 있다. 이에 따라 디지털 덴티스트리를 도입할 여력이 있는 대형 프랜차이즈가 향후 시장을 선점하고 향후 시장을 선도할 것으로 판단하며 중국 치과병원의 성장을 뒷받침하는 디지털 덴티스트리 밸류체인의 동반 성장이 예상된다.

Top Picks: 레이, 바텍, 디오

디지털 덴티스트리 산업자료 Top Pick으로 디오, 레이, 바텍을 제시하며 오스템임플란트, 덴티움, 제노레이를 관심기업으로 제시한다. Top Pick의 기준은 1) 디지털 덴티스트리 솔루션 구축 완성도 2) 고성장하는 중국 시장 내 높은 M/S를 보유해 디지털 덴티스트리 구축에 협상력 높은 업체 등을 감안하였다.

Industry In-depth

Overweight

Top picks 및 관심종목

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(9월23일)
디오 (039840.KQ)	BUY	38,000원	31,250원
레이 (228670.KQ)	BUY	69,000원	43,550원
바텍 (043150.KQ)	BUY	40,000원	22,650원
제노레이 (122310.KQ)	BUY	15,500원	10,150원
오스템임플란트 (048260.KQ)	N/R	N/R	38,000원
덴티움 (145720.KS)	N/R	N/R	35,650원



코스닥벤처 정민구
02-3771-3429
mingu.jeong@hanafn.com



Analyst 안주원
02-3771-3125
joowonahn@hanafn.com



Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com

RA 황성환
02-3771-3445
hsh0415@hanafn.com

RA 윤문수
02-3771-3826
moonsooyun@hanafn.com

Part I. DSO와 디지털 덴티스트리를 통해 본 치과 산업의 미래

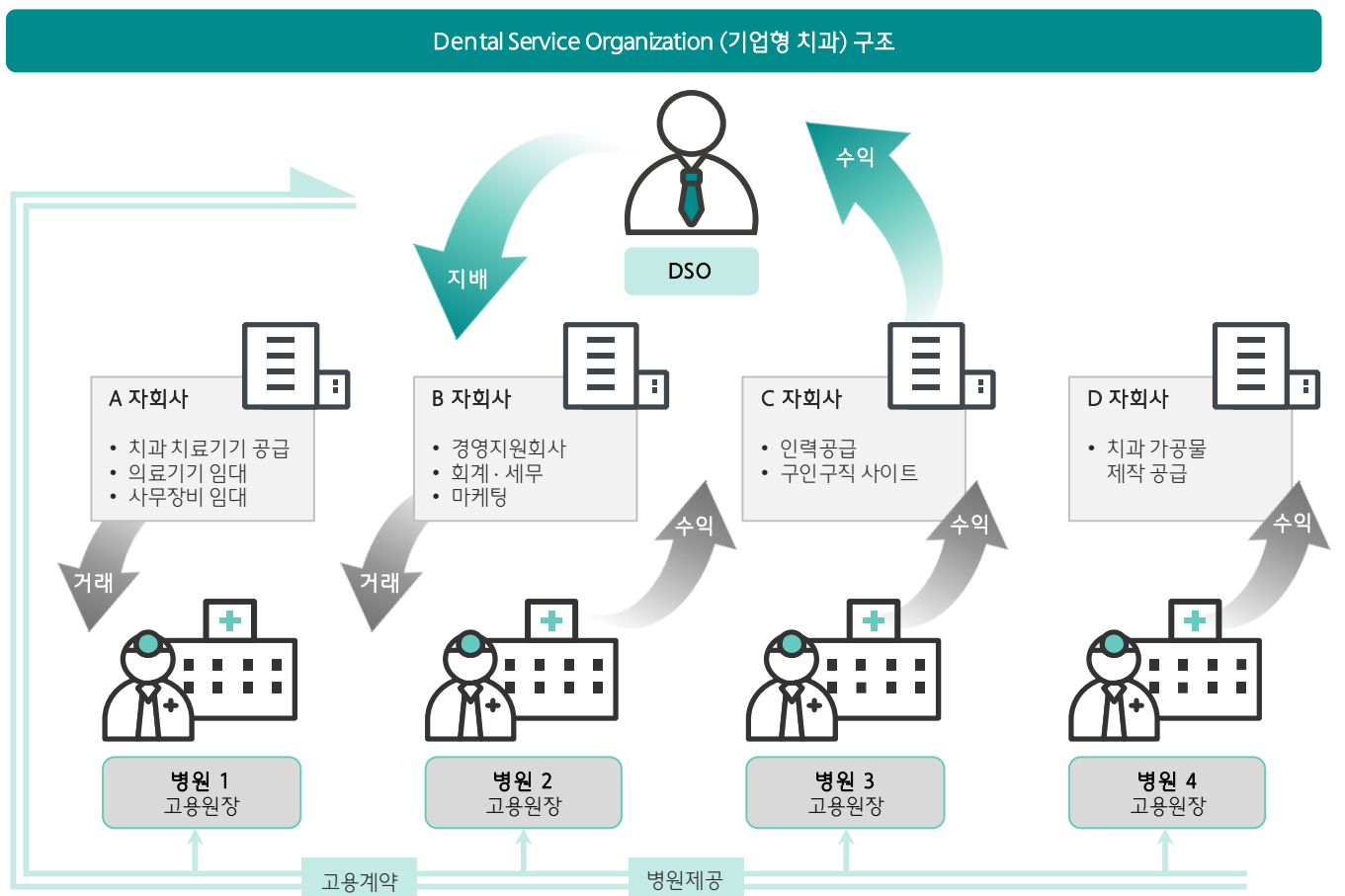
1) DSO(Dental Service Organization)와 디지털 덴티스트리 개요

(1) 치과치료의 대중화를 이끄는 DSO(Dental Service Organization)

규모의 경제를 통한
원가절감 및 병원 운영 효율화로
고가 치과 치료를 대중화를
시키며 성장하는 DSO

DSO는 기업형 네트워크 치과병원으로 규모의 경제 및 병원 운영의 효율화를 통한 고가 치과 진료 대중화를 시키며 시장 성장을 이끌고 있다. DSO는 치과 내 진료를 제외한 모든 업무(행정, 구매, 영업, 운영, 인사 등)를 관리해 준다. 초기 비즈니스 모델은 로컬 치과와의 제휴를 통한 치과 용품 유통 및 운영 서비스 제공으로 수익을 창출했다 최근에는 고용의사까지 고용하여 병원을 직접 운영을 하는 모델로 변화하고 있으며 투자자본의 유입으로 프랜차이즈 형 네트워크 병원 그룹도 생겨나고 있다. 이러한 DSO는 규모의 경제로 원가절감을 이루며 고부가가치 시술(심미치료, 임플란트, 교정 등)을 합리적 가격으로 시장에 공급하고 있으며 은행과의 Financing 지원을 통해 상류층에만 국한되었던 치료들을 중저가 시장으로 확장 중이다. 이에 따라 미국 내 DSO 및 대형 프랜차이즈 병원 수와 고부가가치 시술 건수가 나란히 증가 중이며, 덴탈 시장이 개화하는 중국에서도 동일한 형태의 프랜차이즈형 병원 비즈니스 모델이 치과, 종합병원들의 성장을 주도하고 있다.

그림 1. Dental Service Organization (기업형 치과) 구조



자료: 하나금융투자

(2) 시술의 정확도, 효율성 그리고 환자의 만족도까지 높이는 디지털 덴티스트리

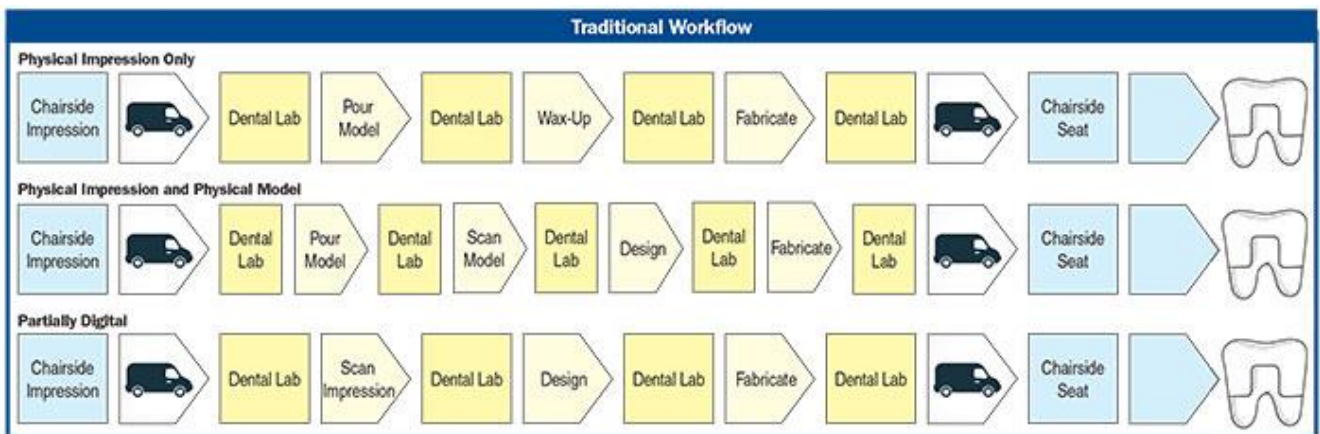
디지털 덴티스트리는 환자 및 의사의 시간, 비용을 절약이 가능하고 진단장비 기반 진료로 비숙련의사도 정밀도 높은 치료가 가능한 것이 장점

디지털 덴티스트리는 보철, 교정, 임플란트 수술 등의 워크플로우를 진단장비 및 소프트웨어 (CBCT, CAD/CAM, 3D스캐너 등)를 통한 디지털화로 빠르고 정확한 치료를 수행하는 최첨단 치과치료 방식이다.

디지털 덴티스트리의 특징으로는:

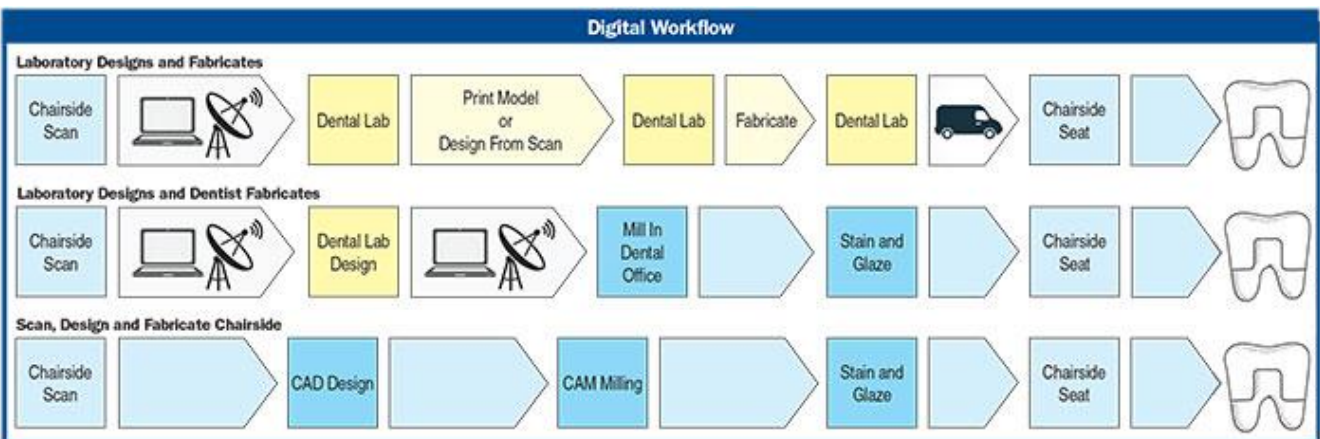
- 1) 디지털 덴티스트리는 기존 수작업 위주의 아날로그 방식(인상체 획득, 석고 모델 제작, 기공소로 배송 및 제작 등) 대비 진단장비(CBCT스캔, CAD/CAM디자인, 3D프린팅 등)를 통한 간소화된 방식으로 환자 및 의사의 시간, 비용을 절약이 가능하고
- 2) 진단장비 기반 진료로 비숙련의사도 정밀도 높은 치료가 가능한 것이 장점이다. 단점으로는 시장이 개화 단계라 장비 및 솔루션 도입 비용이 높다는 점이 있으나 대형 프랜차이즈 병원 위주로 빠르게 확장되고 있는 중이다.

그림 2. 기존 전통적 방식의 덴탈 워크플로우 (물리적 인상을 주로 사용하며 치기공소가 워크플로우에 필수적으로 포함)



자료: Dentistry Today, 하나금융투자

그림 3. 단계별 디지털 덴티스트리 적용 후 덴탈 워크플로우 (기공소 단계 간소화, 장비/소프트웨어로 치과 내 “진단→최종 제품생산”이 포인트)



자료: Dentistry Today, 하나금융투자

2) DSO(대형 프랜차이즈 병원) 주도로 빠르게 성장하는 디지털 덴티스트리

디지털 덴티스트리는 환자의 편의성과 기업의 수익성이 맞물려 대형 프랜차이즈 병원 위주로 솔루션이 도입되며 빠른 속도로 성장할 전망이다. 특히 덴탈 산업이 개화하는 중국, DSO로 시장이 개편되는 미국 내 도입이 우선적으로 이뤄진 후 전세계로 확장되며 고가 치과 치료의 대중화를 이끌 것으로 판단한다.

(1) 대형 프랜차이즈 병원과 궁합이 너무 잘 맞는 디지털 덴티스트리

디지털 덴티스트리는
1) 병원의 수익성 개선
2) 진료 수준의 평준화
3) 환자의 만족도 증가 등의 장점을
갖춰 대형 프랜차이즈 병원 내
빠르게 도입 될 전망

디지털 덴티스트리는 DSO가 필요로 하는 1) 병원의 수익성 개선 2) 진료 수준의 평준화 3) 환자의 만족도 증가 등의 장점을 모두 갖추고 있어 대형 프랜차이즈 병원 내 빠르게 도입 될 전망이다. DSO는 고부가가치 진료를 합리적인 가격에 공급하는 전략적 특성상 비용절감과 모든 지점(치과병원)에서의 획일화 된 양질의 치료서비스 제공 능력이 중요하다. 디지털 덴티스트리는 1) 정밀도 높은 장비 기반 가이드 진료로 비교적 숙련도, 임금 수준이 낮은 초급 의사도 양질의 시술이 가능하고 2) 워크플로우 간소화(치과기공소를 거치지 않고 치과병원 내 최종 보철까지 생산)로 원가 절감까지 가능하여 DSO의 니즈를 충족 시켰다.

(2) 덴탈 수요공급 불균형이 심한 중국, DSO로 시장이 재편되는 미국시장 주목!

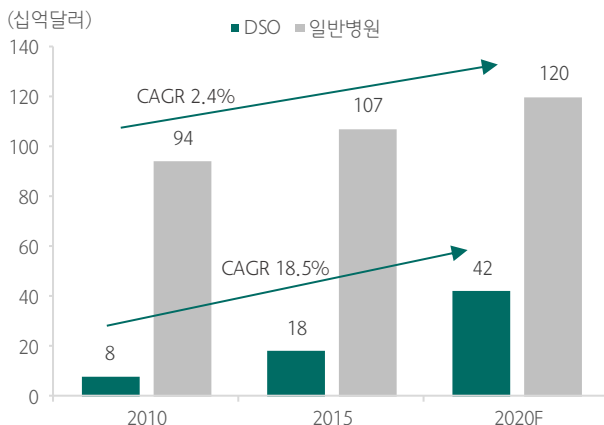
디지털 덴티스트리는 수요공급의
불균형이 심한 중국, DSO를 통한
시장확장이 이루어지고 있는
미국 순으로 빠르게 성장할 것

세계 각국은 네트워크 치과병원의 주도로 디지털 덴티스트리가 점진적으로 확장되고 있으며 특히 수요공급의 불균형이 심한 중국, DSO를 통한 시장 확장이 이루어지고 있는 미국 순으로 빠르게 성장할 전망이다.

중국에서는 수요가 높아지는 상황에서 시술 가능 의사 수 부족이라는 구조적 문제점이 있었다. 하지만 최근 프랜차이즈 병원들이 다수 생겨나고 있으며 시술 가능 인력을 빠르게 양성 할 수 있는 디지털 덴티스트리 기반 치료법 및 장비가 빠르게 도입되고 있다.

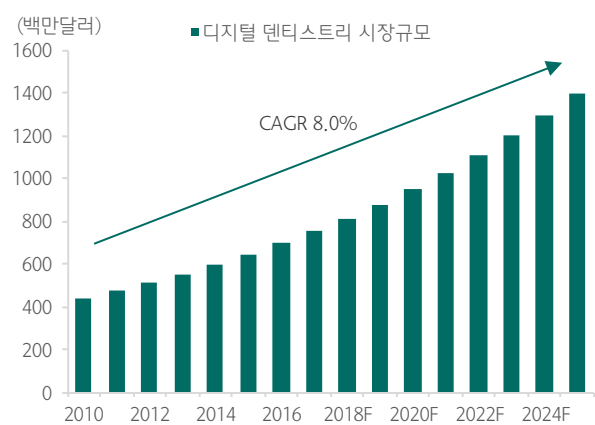
미국에서는 DSO가 디지털 덴티스트리를 적극적으로 도입함에 따라 원가절감 및 수익성 개선을 이루고 있다. 또한 DSO의 치과진료 취약계층 파이낸싱 전략을 통해 중산층 이하로 환자 풀을 확장하고 있다.

그림 4. 미국 덴탈시장 내 DSO 성장을 비교



자료: Align Technology, 하나금융투자

그림 5. 글로벌 디지털 덴티스트리(CAD/CAM Dental) 성장 추이



주: 2010~2017, 2018년부터는 연평균 추정치

자료: GBI Research, 하나금융투자

3) 디지털 덴티스트리 밸류체인 업종별 주도 업체 비교

디지털 덴티스트리의 성장에 따라 밸류체인 내 솔루션업체, 장비(CBCT, 오랄스캐너), CAD/CAM, 3D프린터 등 솔루션 기업 및 장비업체들의 동반 성장이 예상된다. 디지털 덴티스트리 밸류체인에는 크게 솔루션, 진단 장비, 소재(임플란트 등) 업체가 있으며 서로의 이해관계에 따라 기술 협업 및 M&A로 디지털 덴티스트리 풀 솔루션을 구축하고 있다. 당사는 디지털 풀 솔루션 구축을 완성시킨 솔루션 업체들이 시장을 선도할 것으로 판단하며 각 영역별 아래 역량을 가지고 있는 업체들이 각 영역을 선도할 것으로 판단한다.

(1) 솔루션 : 캡티브 DSO 확보를 통한 누적 플랫폼 증가가 중요

ex. Dentsply Sirona, Straumann, 디오, 레이, Carestream 등

솔루션 구축을 완성한 업체들은 대형 프랜차이즈 병원이 선도하는 덴탈 시장 성장에서 가장 강력한 협상력을 가질 수 있을 전망이다. DSO업체는 경쟁 우위에 서기 위해 솔루션 업체와의 독점 및 장기 계약을 통해 안정적인 인프라 구축 및 운영에 대한 니즈가 있다. 이에 따라 DSO와의 협업을 통한 캡티브 매출처를 확보한 솔루션업체의 안정적 매출 성장 예상되며 케이스 데이터가 많이 쌓일수록 정확도가 개선되는 디지털 덴티스트리 솔루션 특성상 선점 효과도 누릴 수 있을 것으로 보인다. 솔루션 업체들은 이후 누적납품 솔루션 기반 Application 확장 및 소모품 매출 또한 기대할 수 있어 가장 높은 외형성장 및 수익성을 가져갈 수 있을 것으로 보인다.

(2) 장비 & 임플란트 : 협업 및 내재화를 통한 완성도 높은 디지털 솔루션 구축이 관건

장비: ex. 바텍, Kavo Kerr, 제노레이 등

장비업체들은 디지털 덴티스트리 워크플로우 구축 레벨에 따라 Class A,B,C로 나뉘어 진다. (Class A = 스캐너 + 소프트웨어 + 밀링머신, Class B = 스캐너 + 소프트웨어, Class C = 스캐너) Class B or C 업체들은 기술력 및 가격경쟁력으로 풀 솔루션업체인 Class A에 납품하거나 협업을 통한 풀 솔루션 구축이 우선순위이다.

임플란트: ex. Henry Schein, 오스템임플란트, 덴티움 등

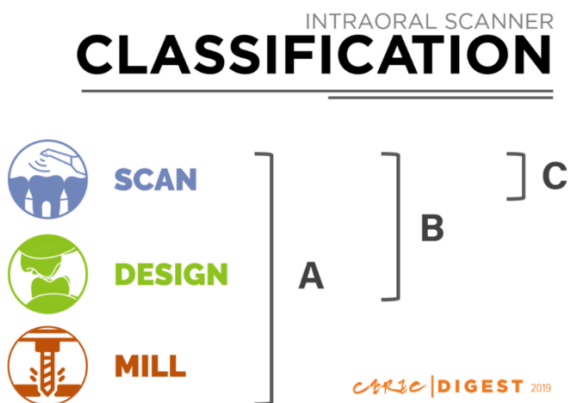
임플란트 및 교정업체들은 디지털 덴티스트리 솔루션의 내재화 및 솔루션 업체와의 협업을 통한 경쟁력으로 DSO 납품 여부가 중요하다. 기존 임플란트 시장은 고가, 증가, 저가 시장으로 나누어져 있었으며 각 시장 별 제품 차별성은 브랜드 파워 및 가격 경쟁력 이었다. 하지만 최근에는 모든 시장에서 디지털 덴티스트리를 선호하고 있으며 이에 따라 빠르고 완성도 높은 디지털 덴티스트리 워크플로우 구축이 경쟁력이 되었다. 임플란트 업체 중 M/S가 큰 임플란트 업체들은 솔루션, 장비업체에도 대규모 수주를 줄 수 있어 기술 협업 시 경쟁력이 있으며 이는 곧 DSO에 납품 시 유리하다.

표 1. 글로벌 선도 덴탈 업체 업종별 비교 표

구분	디지털 덴티스트리 산업 내 중요도	수익성	주요 고객	내용	해당 기업
디지털 솔루션	★★★	★★★	DSO(대형프랜차이즈 병원) 일반 치과 병원 임플란트 or 투명교정업체	- 솔루션 구축을 완성한 업체 가장 강력한 협상력 보유 - DSO와의 협업을 통한 캡티브 매출처를 확보한 솔루션업체의 안정적 매출 성장 예상 - 누적 납품 솔루션 기반 Application확장 및 소모품 매출 또한 기대 가능	- Dentsply Sirona - Straumann - 디오 - 레이 - Planmecca 등
덴탈 장비	★★☆	★★☆	DSO(대형프랜차이즈 병원) 일반 치과 병원 임플란트 or 투명교정	- 디지털 덴티스트리 워크플로우 구축 단계에 따라 Class A,B,C로 분류 - Class B or C 업체들은 풀 솔루션업체인 Class A에 납품 및 협업을 통한 풀 솔루션 구축이 우선순위	- Kavo Kerr - 바텍 - 제노레이 - 미아광전 등
임플란트 & 투명교정	★★☆	★★★	DSO(대형프랜차이즈 병원) 일반 치과 병원	- 임플란트 및 교정업체들은 디지털 덴티스트리 솔루션의 내재화 및 솔루션 업체와의 협업을 통한 경쟁력으로 DSO 납품 여부가 중요 - 임플란트 업체 중 점유율이 큰 임플란트 업체들이 솔루션, 장비업체와 협업 시 유리하고 DSO 납품경쟁력으로 연결	- 오스템임플란트 - 덴티움 - Align Technology - Nobel Biotech 등

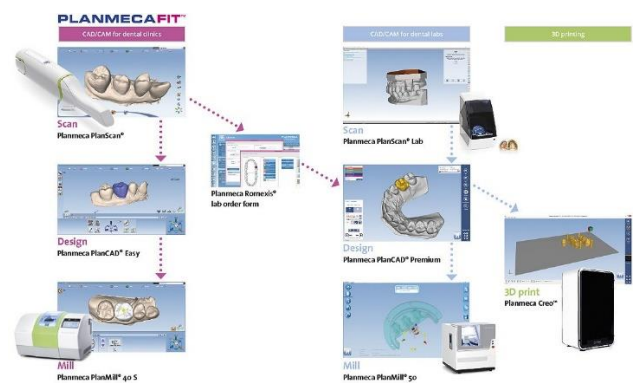
자료: 각 사, 하나금융투자

그림 6. 디지털 덴티스트리 장비 구축도에 따른 Class A/B/C



자료: 3Shape, 하나금융투자

그림 7. 디지털 풀 솔루션업체 Planmecca 디지털 워크플로우



자료: Planmecca, 하나금융투자

Part II. 디지털 덴티스트리가 가장 빠르고 큰 규모로 성장할 중국

1) 중국 덴탈, 수요 공급 불균형으로 디지털 덴티스트리는 선택 아닌 필수

(1) 중국 시장은 고령화, 가처분소득 증가와 정부 보건정책으로 수요 급성장 중

1인당 가처분소득 증가,
우호적인 정부정책으로
중국 덴탈시장 고속성장 예상

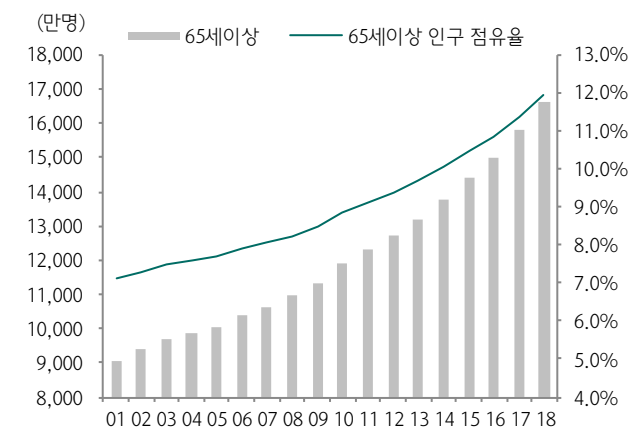
중국의 덴탈시장은 고령화, 1인당 가처분소득 증가, 우호적인 정부정책으로 2008년 200억 위안 규모에서 10여년간 7배 성장하여 현재 약 1400억위안(약 25조원)의 시장을 형성하고 있다. 가파른 시장 성장은 고부가가치 시술인 임플란트와 교정 시장이 빠르게 확대되고 있기 때문에 현재 중국 덴탈시장에서 임플란트는 약 32%, 교정은 약 25%를 차지하고 있다. 이렇듯 임플란트, 교정 등의 고부가가치 시술 성장세에 힘입어 중국덴탈시장은 2023년까지 매년 15% 수준의 고성장세를 이어 갈 것으로 전망된다. 한편, 중국 국민 1인당 평균 덴탈케어에 대한 지출액은 아직 12달러(미국 384달러, 2018년 美团点评 덴탈산업백서 기준) 수준으로 여전히 주요 국가들 대비 낮은 지출 규모를 보이고 있다. 1인당 가처분소득이 빠르게 증가하고 있는 가운데, 덴탈케어 산업에서의 높은 부가가치 서비스가 빠르게 보급된다면 덴탈케어에 대한 지출이 크게 증가할 것으로 예상된다. 또한, 이러한 시장 성장세에 발맞춰 정부는 2019년 1월 건강구강행동방안(2019-2025)을 발표하며 산업 성장에 우호적인 환경을 만들어 주고 있다.

2) 중국 덴탈 시장 성장을 지연시키는 치과의사 공급 부족

치과의사 수 부족현상 지속
디지털 덴티스트리로
부족한 치과의사 숫자 보완

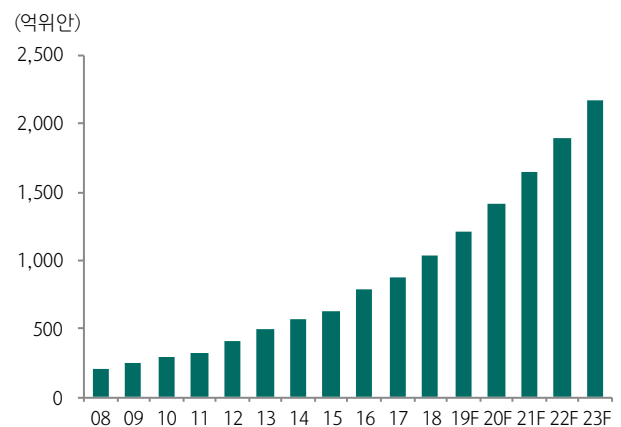
하지만 덴탈시장內 치과의사 공급부족 현상은 지속 덴탈시장의 성장 걸림돌로 작용하고 있다. 중국국가위생국 통계에 따르면 2018년 중국의 덴탈케어 관련 의사수는 21.7만명으로 매 1만명의 사람당 1.56명 의사를 보유하고 있어 WHO의 권고사항(매 1만명당 2명)에도 미치지 못하고 있다. 이는 브라질 15명, 일본 8.4명, 한국 5.9명 대비 현격하게 적은 숫자이다. 이에 따라 이와 같은 문제를 해결하기 위해 대형 프랜차이즈 치과의원 중심으로 디지털 덴티스트리를 채택하여 부족한 의사를 보완하는 움직임들이 나타나고 있다.

그림 8. 중국 65세 이상 인구 증가



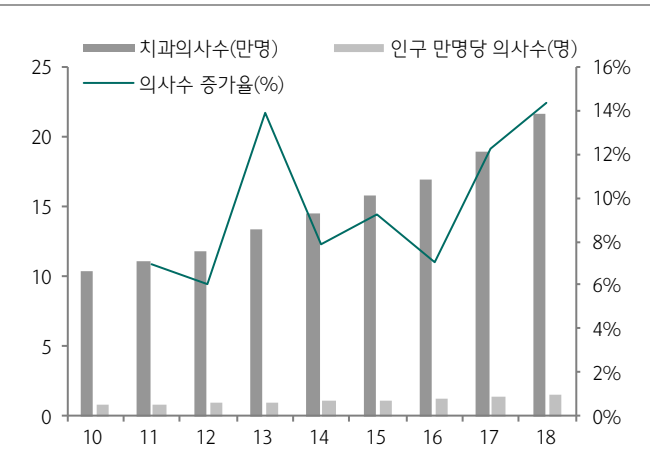
자료: 중국위생건강위, 하나금융투자

그림 9. 중국 덴탈시장 규모 추이



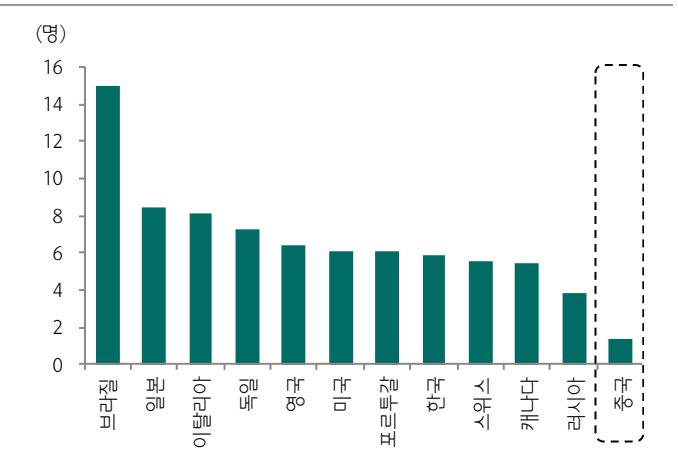
자료: OECD, 하나금융투자

그림 10. 중국 치과 의사수 추이



자료: 중국위생건강위, 하나금융투자

그림 11. 국가별 1만명당 평균 치과 의사 수 비교



자료: IFDH, 중국위생건강위, 하나금융투자

중국 정부는 2019년 1월, 건강구강행동방안(2019-2025)을 발표하며 산업 성장에 우호적인 환경 조성

표 2. 중국 덴탈케어 관련 정책

일시	정책명	주요내용
2016.10	건강중국 2030	중국 국민 건강을 위해 15년간 진행되는 계획. 덴탈 부분에선 2030년까지 기본적으로 구강 위생 행동을 강화, 특히 12세 아동의 충치율을 25% 이내로 관리
2016.12	13차 5개년 위생과 건강관리 계획	13차 5개년 기간동안 덴탈 관련 주요 항목 4가지. 1)구강검진을 신체검사에 통합 2)만성 질환 예방 및 주요 질병 예방 프로젝트에 구강질환 포함 3)건강한 구강을 포함하여 6가지 중요 건강관리 행동방식 제창 4)구강 건강 관리 및 부족한 자원을 충족하기 위해 사회 역량 강화
2017.01	중국의 만성질환 예방 및 치료를 위한 중장기 계획(2017-2025)	지역사회 보건 서비스 센터를 통해 구강 질환 예방 및 만성 질환의 조기 발견을 촉진. 어린이와 노인에 대해서 치조, 충치 등 구강질환에서 자주 발견되는 부분에 대해서 집중 관리. 이를 위해 어린이들은 불소 예방 실시. 12 세 어린이 충치율 30% 이내 (2025 년 이내), 노인들의 구강질환 예방 및 치료에 대해 중요성 제시
2017.05	다양한 의료 서비스 제공을 위한 사회 역량 지원	전문 서비스 영역 확대와 효과적인 의료 서비스 공급을 위해 사회역량 지원 강화. 안과, 정형외과, 치과, 산부인과, 소아과, 종양학과, 정신과, 성형외과 등 전문분야에 경쟁력 있는 여러 브랜드 서비스 기관 창설 가속화. 투자자들에게 전문 의료브랜드를 설립하고 특정 분야에 전문 의료 서비스를 갖춘 종합병원 설립하도록 촉진
2019.01	중국위생건강위 : 구강행동방안(2019-2025) 에 관한 통지	핵심내용 : 덴탈시장 제조 혁신과 발전 촉진. 임플란트 및 생물학적 3D 인쇄와 같은 고급 치과용 재료의 현지화 가속화 및 고가의 구강 소모품 가격 하락 유도 덴탈은 건강 산업의 중요한 부분으로 새로운 차원에서 전면적으로 혁신 발전에 직면. 새로운 블루오션에 진입하여 사회적 자본의 역량 집중 주요 요구목표: 1. 12 세 어린이 충치율 30% 이내(25 년까지) 2. 성인의 일일 2회 양치율 45% 이상(25 년까지) 3. 65세~74 세 노인 치아개수 24 개(25 년까지) => 현재 약 22.94 개

자료: 언론종합, 하나금융투자

2) 디지털 장비 무장한 대형 프랜차이즈 등장: 공급 문제 해결 + 성장 가속화

중국 소비자들은 인증된 대형 프랜차이즈 치과 병원을 선호하고 이런 병원들은 투자유치를 통해 빠른 확장 및 고급 장비 투자로의 선순환이 이어지고 있는 상황이다. 이에 따라 디지털 덴티스트리를 도입할 여력이 있는 대형 프랜차이즈가 향후 시장을 선점하여 중국 덴탈 시장을 선도할 것으로 판단한다.

(1) 중국 환자는 ‘고급인력 + 고급장비’를 갖춘 인증된 대형 프랜차이즈 병원 선호

임플란트, 교정 등 고부가가치 덴탈케어 서비스 이용시 의사와 브랜드를 중점적으로 고려

덴탈케어 서비스는 기술, 인재, 서비스, 브랜드에 대한 수요가 매우 높은 산업이다. 한 설문조사에 따르면 중국인의 60~70%가 치과를 방문할 때 의사를 가장 많이 보고 20~30%가 브랜드에 비중을 두고 있다. 또한, 의사 자격이 비슷할 때는 서비스 수준과 운영수준으로 판가를 하고 있다. 즉, 소비자들은 좋은 평판과 기술을 지닌 의사를 많이 확보하고 좋은 장비를 도입하여 자체 브랜드 이미지를 구축한 자본력을 갖춘 대형 프랜차이즈병원(기업형 병원)을 선호 한다는 의미이다. 환자들의 덴탈케어에 대한 인식 개선과 인터넷 발달로 정보 비대칭 정도는 점점 낮아지고 있고 가격 정보 역시 투명해지고 있어 덴탈케어의 본질인 의료기술 서비스가 가장 큰 중점 요소로 자리잡고 있다.

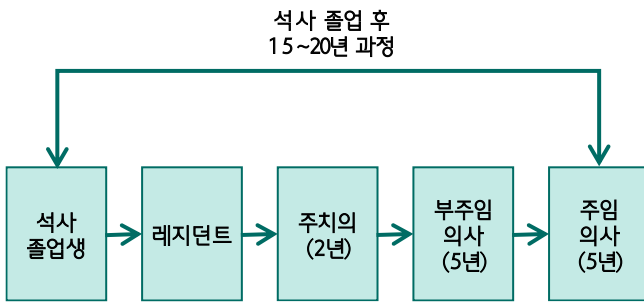
중국 치과병원은 1)종합병원의 치과진료 2)구강전문병원 3)프랜차이즈 병원 4)구강진료소(소규모치과) 4개로 분류 된다. 2018년 기준 종합병원의 치과진료과는 8700개(2급이상 병원), 구강전문병원은 786개, 프랜차이즈병원 약 2,500개, 구강진료소는 77,500개이다. 기관 개수로는 구강진료소수가 월등히 많으나 치과의사의 50%는 구강전문병원/프랜차이즈병원에 종사한다. 그리고 구강진료소는 일반적인 충치 진료에 그치고 임플란트, 교정과 같은 대부분의 고부가가치 치료는 구강전문병원/프랜차이즈병원에서 이루어진다. 따라서 부가가치 덴탈 시장은 구강전문병원/프랜차이즈병원 중심으로 움직인다고 할 수 있다.

(2) 대형 프랜차이즈 치과병원은 디지털 덴티스트리 도입과 인재확보에 주력

대형 프랜차이즈 치과병원을 통해 덴탈산업 선순환 고리 형성
금융권투자 → 고급장비 및 업무환경 조성 → 고급인력 확충 → 환자유입 증가

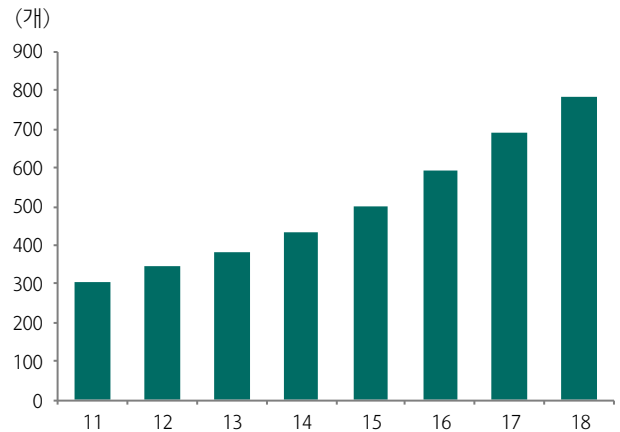
대형 프랜차이즈 병원은 자본의 유입으로 지속적인 투자를 통한 공격적 지역 확장 및 글로벌 선도 장비/솔루션 업체와의 협업을 통한 기술 도입으로 폭발적인 성장을 이룰 것으로 판단한다. 중국 대형 프랜차이즈 병원은 일반 진료 병원 대비 디지털 덴티스트리 도입으로 인력부족 문제 및 시술 정확도를 개선하고 있다. 또한 대형 프랜차이즈 병원은 치과의사들에게 뛰어난 업무환경 및 학술교류 기회를 제공하며 고급 인력이 지속 유입되는 선순환(금융권투자 → 고급장비 및 업무환경 조성 → 고급인력 확충 → 환자유입 증가) 구조를 구축하고 있다. 예를 들어 프랜차이즈병원 TOP 3중 유일한 상장사 통책의료(SH.600763)는 중국 절강대학교, 동제대학교 등 중국내 명문 대학교들과의 산학협력과 글로벌 유명 의료센터와의 파트너십으로 수준급 인재 양성의 선순환 구조를 완성시켰다. 현재 브랜딩, 관리, 자금관리, 파트너십 등을 지원하며 디지털 덴티스트리 보급과 인재 육성을 최우선으로 하고 있다. 통책의료는 2006년 덴탈케어 산업에 진출하여 2020년 상반기 기준 35개의 치과병원을 보유하고 있다. 항주, Ningbo, 성서 지역의 본점을 중심으로 ‘본점+분점’ 형태로 해당지역에서의 프랜차이즈화를 성공적으로 안착시켰다.

그림 12. 중국 치과 전문의 양성 과정



자료: 국가위생계획국, 하나금융투자

그림 13. 중국 구강 전문병원 수 추이



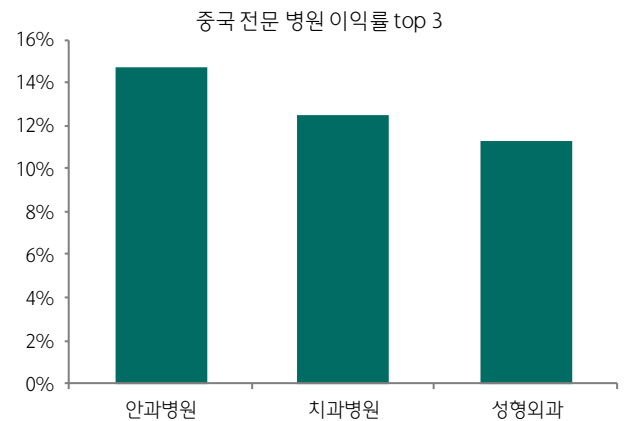
자료: 중국위생건강위, 하나금융투자

표 3. 치과 창업비용

	프랜차이즈병원	구강진료소
면적	400~800 m ²	100~150 m ²
치과용 의자	8~15대	1~5대
창업비용(만원)	290~515	76~98
예상 연 매출(만원)	720~1440	180~240
연간 운영비용(만원)	600~1200	108~192

자료: 언론종합, 하나금융투자

그림 14. 중국 전문 병원 이익률 top3



자료: 前瞻产业研究院, 하나금융투자

표 4. 중국 덴탈산업 관련 주요투자

시기	브랜드	투자방식	투자규모	점포수	투자지역	투자사
17.08	JINSONG Dental	전략적투자	약 340억원	8개 병원	북경	泰康资产
17.08	APRAIR	시리즈D	약 900억원	100여개의 구강진료소 및 병원	전국체인	Goldman Sachs
18.01	More Dental	시리즈B	약 170억원	30여개의 구강진료소 및 병원	상해	HILLHOUSE CAPITAL 등
18.02	U-dental Clinic	시리즈B	약 110억원	10여개의 구강진료소	광둥	MatrixPartners China
18.06	BYBO Dental	전략적투자	약 3,400억원	159개 구강진료소, 53개 병원	전국체인	TAIKANG LIFE
18.06	Enjoy Dental	시리즈B	약 800억원	70여개 구강진료소, 8개 병원	전국체인	Legend Capital, Zero 2 IPO group
18.09	MALO	시리즈D	약 400억원	20여개 구강진료소	전국체인	V Star Capital, GOPHER ASSET
18.10	Top Dental	유상증자	약 70억원	26개 구강진료소 및 병원	선전	Hillhouse capital, Xinyang Investment
18.12	Meiwei Dental	시리즈A	약 500억원	130개 구강진료소 및 병원	전국체인	Fortune capital
19.06	Orange Dental	시리즈B	약 30억원	4개 진료소	천진, 상해	Fresh capital, Maitong capital, Dalton venture

자료: 언론종합, 하나금융투자

3) 중국 내 디지털 덴티스트리 성장으로 모든 밸류체인 동반 성장

최선호주 CBCT
차선호주 임플란트

디지털 덴티스트리 장비 투자 및 덴탈 고부가가치 시술 증가로 장비, 소재(임플란트) 시장 모두 고성장 할 것으로 전망한다. 시장상황 및 경쟁 강도에 따라 디지털 덴티스트리 구축의 핵심인 CBCT업체 최선호주, 시장 자연 성장에 따라 수혜를 받는 임플란트 업체를 차선호주로 판단한다.

(1) 중국 디지털 솔루션시장, 그 근간이 되는 CBCT의 폭발적 성장 예상

디지털 덴티스트리 구축을 위해 필수적인 CBCT 장비
이제 막 개화한 CBCT 산업, 매년 폭발적인 성장세 구가 예상

디지털 솔루션 및 CBCT 장비는 중국 네트워크 병원들이 경쟁적으로 도입하고 있다. 여전히 낮은 보급률로 2016년 4%에서 현재 12%로 추정된다. CBCT이외에도 디지털 덴티스트리 확산의 핵심인 구강스캐너, CAD/CAM 소프트웨어, 밀링기계, 3D프린터 모두 보급률이 매우 저조한 상태이다. 따라서 이제 막 개화한 디지털 덴티스트리 시장에서 기존 업체들은 물론 디지털로 재편되는 시장에 새롭게 참여하는 경쟁력 있는 업체들에게 다양한 기회가 제공될 것으로 예상된다.

CBCT 수요 가정 1:

치과 병원 토대로 추산
향후 5년여간 약 5조원 규모의
CBCT 시장 형성

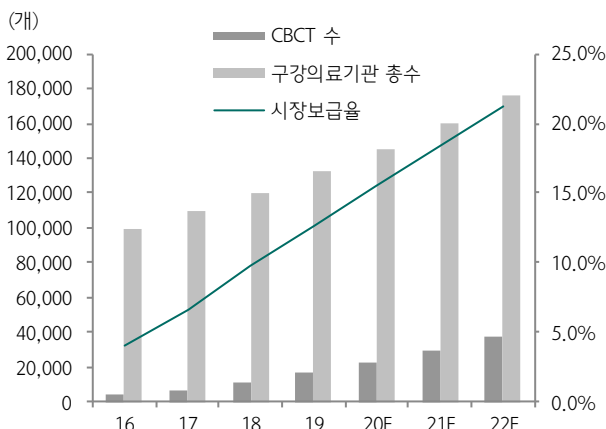
중국 인구 1만명당 치과병원 개수는 0.6개로 일본 5.4개, 대만 2.6개 대비 절대적으로 낮은 수준이다. 범위를 줄여 도시인구 8.3억명에 1만명당 치과병원 개수를 3개까지 늘린다고 가정해도 지금 보다 약 15만개의 치과병원이 더 필요하다. 만약 ①기존 시장에 CBCT 시장 침투율을 20%까지 끌어올리고, 장비 1대당 가격을 5,000만원 이라 가정하였을 때 CBCT의 잠재된 시장규모는 약 1조원이다. 여기에 ② 새롭게 추가되는 치과병원 15만개 중 20%에만 CBCT가 침투한다고 가정했을 때 적어도 3만대의 CBCT가 필요해 1.5조원 규모의 추가적인 시장이 생긴다. 또한 ③기존 구식장비 교체로 총합 향후 5년간 총 5조원 이상의 CBCT 시장이 형성될 것으로 전망한다.

CBCT 수요 가정 2:

치과 의사수 토대로 추산
향후 5년여간 약 2.8~4.5조원 규모
의 CBCT 시장 형성

중국 치과 의사 수는 미국의 1/6 수준으로 매년 15,000여명씩 증가하고 있다. 현재 약 20여만명의 치과 의사가 있는데 3~5명의 의사가 1개의 CBCT를 사용한다고 가하였을 때 4만~7만여개의 CBCT가 추가로 필요하다. 역시 교체 수요까지 더해지면 필요 장비 숫자는 크게 증가할 것으로 예상된다.

그림 15. 중국 구강의료기관 수 및 CBCT 시장 보급률 추이



자료: 前瞻产业研究院 <2018년 중국 CBCT시장 분석>, 중국위생건강위, 하나금융투자

표 5. 중국 CBCT 수요 시나리오

수요 가정 1	향후 5년간 잠재 시장 규모
①기존 시장 침투율 20% 까지 상승 + ②새롭게 추가되는 치과병원 CBCT 침투 + ③노후화 CBCT 교체 수요	5조원
수요 가정 2	향후 5년간 잠재 시장 규모
3~5명의 의사가 1개의 CBCT 수요가 필요 + 매년 15,000명 의사수 증가	2.8~4.5조원

자료: 하나금융투자

(2) 시술 가능 의원수가 많아지니 중국 임플란트 시장도 함께 성장한다!

연간 임플란트 식립 개수
2012년 18.28만개 →
2019년 346만개

여전히 글로벌 국가 대비 낮은 1인당
임플란트 식립 개수, 잠재시장 무궁
무진

2012년 연간 18.28만개에 지나지 않던 중국 임플란트 식립 개수는 2019년 346만개를 달성하며 매년 40%에 육박하는 초고속 성장을 보이고 있다. 현재 중국 치과의사 1명당 평균 임플란트 식립 개수는 1.5개 수준으로 유럽지역의 10개이상 대비 매우 낮은 시술 건수를 보이고 있고, 인구 1만명당 임플란트 개수는 이스라엘, 한국 600여개, 유럽, 미국 100여개 대비해서 7개 수준으로 매우 낮은 임플란트 보급률을 보이고 있다. 심지어 선진국중에서 낮은 임플란트 보급률을 보이고 있는 일본 46개와 대비해도 낮은 보급률을 보이고 있는데 이렇게 낮은 보급률의 주된 이유는 ①중국의 임플란트 식립이 가능한 의사수가 매우 적고 ②구강 건강에 대한 인식이 이제 막 생겨나기 시작했으며 ③국가의 의료보험 체계가 다르기 때문이다. 중국에서 임플란트 1개당 가격은 천차만별로 소비자가격 기준 7,000~20,000만원안을 형성하고 있다. 최고가 임플란트를 예로 살펴보면 가격구성은 인공치근 8,000위안(공장 출고가 5,000위안), 크라운 2,400위안(공장 출고가 1,500위안), 어버트먼트 1,400위안(공장 출고가 875위안), 기타재료 3,200위안(공장 출고가 2,000위안), 수술비용 5,000위안 수준이다.

임플란트 수요 가정 1:

중국 1인당 치아결핍 개수
35~44세 4.39억개
55~64세 9.24억개
65~74세 9.26억개

중국은 현재 인구 고령화 속도가 매우 빠르게 진행되고 있어 이에 따른 임플란트 시장도 지속 성장할 것으로 예상된다. 60세이상 인구는 2018년 이미 2.49억명에 달하고 있으며 이는 총 인구에서 17.9%를 차지하며 꾸준한 증가세를 보이고 있다. 인구 고령화가 진행됨에 따라 1인당 치아부족 개수 역시 빠르게 증가하고 있는 가운데 55세 이상 치아결핍 비율은 50% 이상에 달하고 있어 중국 임플란트 시장 성장 가속화에 더욱 불을 붙일 것으로 예상된다. 중국위생건강위가 2017년 발표한 제4차전국구강건강조사에 따르면 35~44세 중년층은 평균 2.12개, 55~64세는 평균 5.95개, 65~74세에선 평균 9.06개 수준의 치아결핍을 보이고 있다. 다만 이 통계는 사랑니 포함 32개 영구치를 보유하고 있는 것을 정상 개수로 본 것으로 사랑니 발치를 감안할 필요가 있다.

치아결핍 개수를 토대로 향후 중국 임플란트 시장 잠재력 추산해 볼 수 있다. 우선 35~44세, 55~64세, 65~74세의 각 연령층 인구에서 부족한 치아 개수를 곱하면 각 연령대별 잠재된 치아결핍 개수는 각각 4.39억개, 9.24억개, 9.26억개로 나온다. 여기에 각 연령대별 치아치료 받는 비율 및 치료가 예상되는 치아 중 임플란트 치아 비중을 각 5% 수준으로 가정하였을 때 전체 필요로 하는 임플란트 개수는 3,478만개이다. 만약 임플란트 1개당 가격을 1만원 수준으로 가정한다면 3,478억원의 시장규모가 예상되며 여기에 사랑니 발치를 감안하여 50% 수준으로 낮추었을 때 약 1,700억원(약30조원) 규모의 시장 잠재력을 보유하고 있다고 추산된다.

임플란트 수요 가정 2:

현재 성장속도 토대로 추산
2019년 346만개 x (1.3)ⁿ
5년후 약 1,600만개 임플란트 수요
예상

고령화가 지속되고 임플란트 식립 경험을 갖춘 의사가 점차 증가하고 있는 점을 감안해 현재와 같은 시장성장 속도가 유지될 것이다. 지난 40%대의 성장속도에서 시장 규모 확대에 따라 30% 수준으로 성장세를 유지한다고 가정하였을 때 2025년에는 연간 약 1,600만개의 임플란트 수요가 발생할 것으로 추산된다.

1인당 치아결핍 개수로 토대로 추산
사랑니 발치 감안하여 약 30조원
규모의 시장 잠재력 보유

표 6. 임플란트 시장 잠재력

	35~44세	55~64세	65~74세	합계
2017년 각 연령대별 인구(억명)	2.07	1.55	1.02	4.74
2017년 각 연령대별 비중	14.87%	11.16%	7.35%	33.38%
1인당 평균 치아결핍 개수	2.12	5.95	9.06	
잠재된 치아결핍 개수(억개)	4.39	9.24	9.26	22.88
치아치료 비율	11.60%	27.10%	42.60%	
치료하는 치아 개수(억개)	0.51	2.50	3.94	6.96
치료 치아 중 임플란트 비율 (가정)	5.0%	5.0%	5.0%	
임플란트 수량(만개)	254	1,252	1,972	3,478
임플란트 비용(만원안/1개)	1	1	1	
잠재된 임플란트 시장 규모(억원)	254	1,252	1,972	3,478

자료: 중국위생건강위, 하나금융투자

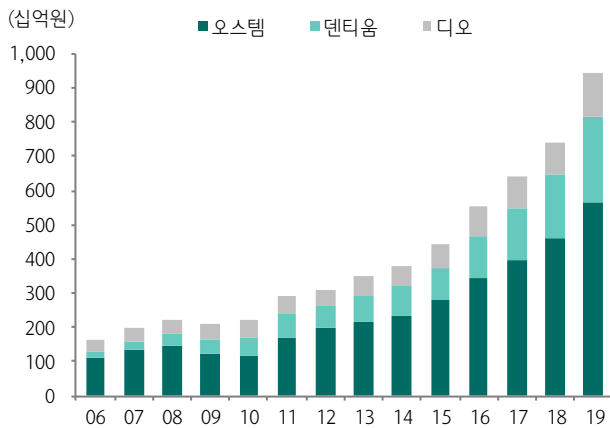
Part III. 덴탈 산업 변화 속 국내 기업 밸류에이션에 대한 고민

1) 시장 및 실적 성장과 반대로 가고 있는 국내 덴탈 섹터 밸류에이션

국내 덴탈 섹터는 현재 2020년 예상 기준 평균 PER 15배까지 낮아진 상황

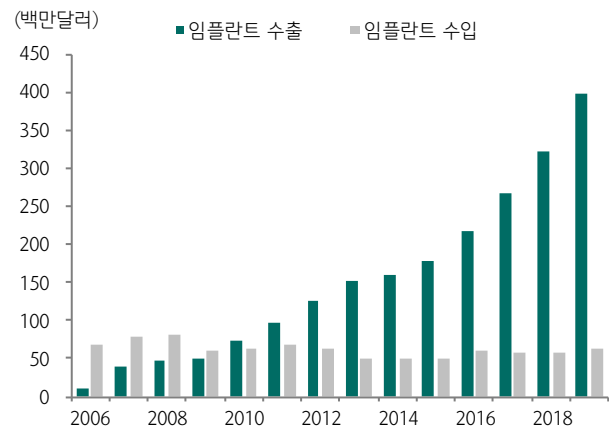
국내 덴탈 섹터는 2000년 대 초 해외 선도 업체가 주도하던 임플란트 시장을 국산화하며 성장하기 시작하였다. 국산화에 이어 중국 및 해외로 수출이 시작되면서 국내 임플란트 3사(오스템, 덴티움, 디오)의 매출액은 2011년도부터 2019년까지 연평균 14.1%로 고성장 하였으며 국내 덴탈 섹터를 주도하던 임플란트 업체들은 2011부터 2019년까지 평균 PER 30배까지 받았다. 하지만 2018년 임플란트 업체들의 회계 이슈로 섹터 전체의 밸류에이션 하락이 이어졌고 2020년에는 코로나19가 발생하며 국내 덴탈 섹터는 현재 2020년 예상 기준 평균 PER 15배까지 낮아진 상태이다.

그림 16. 한국 임플란트 3사 총매출액 추이



자료: IFDH, 중국위생국, 하나금융투자

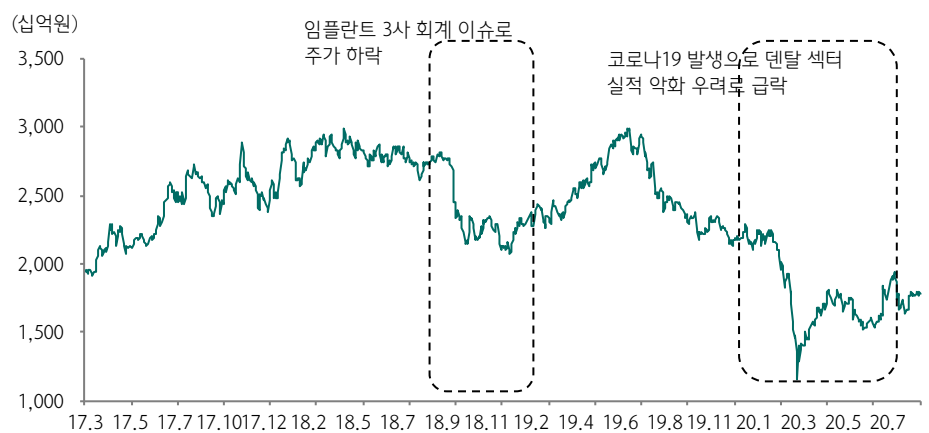
그림 17. 한국 임플란트 수출, 수입액 추이



자료: 국가위생국, 하나금융투자

그림 18. 덴탈 섹터 시가총액 합 변동 추이

2018년 임플란트 업체들의 회계 이슈 및 2020년에는 코로나19 발생으로 덴탈 섹터 주가 저조



주: 오스템임플란트, 덴티움, 디오, 바텍 시가총액의 합
자료: 하나금융투자

2) 디지털 덴티스트리를 통한 국내 덴탈 산업의 재평가 필요!

중국 덴탈시장과 동반성장하는
국내 업체들 또한 중국을 중심으로
실적이 반등할 3분기가 최적의
투자 시기

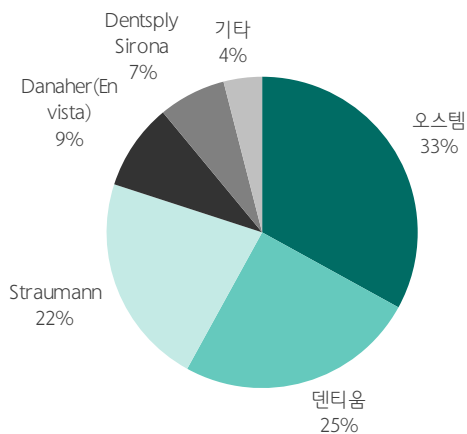
최근 글로벌 덴탈 시장은 디지털 덴티스트리를 기반으로 중국 주도의 성장이 예상되며 중국 내 기술, 가격경쟁력이 높은 국내 업체들의 밸류에이션 재평가가 필요하다.

디지털 덴티스트리는 높은 효율성으로 환자, 병원 모두 선호되며 환경상 도입이 유리한 중국 덴탈시장에 빠르게 침투 중이다. 이미 중국 내 네트워크 치과병원을 운영하는 통책의로(600763.SH), 치과 장비 생산업체인 미아광전(002690.SZ)은 고성장하는 중국 덴탈시장을 감안하여 각각 20년 기준 평균 PER 108배, 51배의 고 밸류에이션을 받는 상황이다.

이에 반해 현재 국내 덴탈 섹터는 코로나19로 인해 역사적으로 가장 낮은 밸류에이션을 받고 있다. 하지만 국내 업체들은 높은 기술력 및 가성비를 앞세워 중국 시장 내 시장점유율 TOP 3 안에 들고 있으며 중국 덴탈시장 성장에 따른 직접적인 수혜를 받고 있다. 중국 덴탈 시장 선점 효과로 향후 안정적 매출성장, 시장점유율 확보에 따른 사업 확장 또한 가능할 것으로 보여진다.

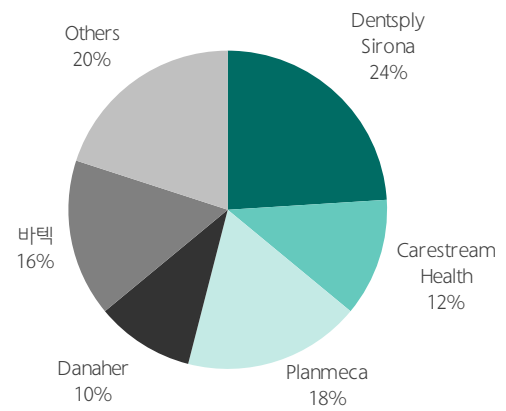
비록 코로나19로 전세계 덴탈 산업이 불확실한 상황이지만 전세계에서 가장 빠르게 성장중인 중국은 코로나19가 안정된 상태이며 중국 덴탈시장과 동반성장하는 국내 업체들 또한 중국을 중심으로 실적이 반등할 3분기가 최적의 투자 시기라고 판단한다.

그림 19. 중국 내 임플란트 시장점유율 추이 (2019년 기준)



자료: IFDH, 중국위생국, 하나금융투자

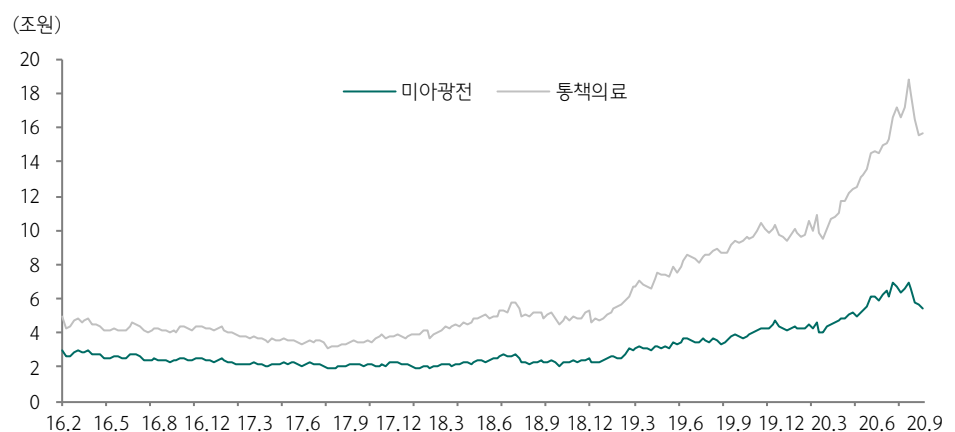
그림 20. 글로벌 치과용 진단영상장비 시장점유율 추이 (2019년 기준)



자료: 국가위생국, 하나금융투자

그림 21. 미아광전, 통책의로 시가총액 추이

통책의로(600763.SH), 치과 장비 생
산업체인 미아광전(002690.SZ)은 고
성장하는 중국 덴탈시장을 감안, 각각
20F PER 108배, 51배의 고 밸류에이
션 받음



자료: 하나금융투자

3) Top Picks: 바텍, 레이, 오스템임플란트, 디오

Top Pick의 기준

- 1) 디지털 덴티스트리 솔루션 구축 완성도
- 2) 고성장하는 중국 시장 내 높은 M/S를 보유해 디지털 덴티스트리 구축에 협상력 높은 업체 등을 감안

Top Picks:

바텍, 레이, 디오

국내 주요 덴탈산업을 선도하는 기업은 덴탈 장비 및 임플란트 업체들로 나뉘며 Top Pick의 기준은 1) 디지털 덴티스트리 솔루션 구축 완성도 2) 고성장하는 중국 시장 내 높은 M/S를 보유해 디지털 덴티스트리 구축에 협상력 높은 업체 등을 감안하였다.

(1) 디지털 덴티스트리 솔루션 구축 완성도가 높은 업체:

레이: (풀 솔루션 구축/ 가격경쟁력 / 중국 매출 비중 높음 /Application 확장력 보유)

레이는 국내 장비업체 중 유일하게 디지털 풀 솔루션을 구축한 업체이며 중국을 중심으로 대만, 미국 등에서 해당 치료솔루션 매출이 급증하고 있다. 레이는 타사 대비 월등한 CBCT 고해상도 기술(70 voxel 미만, 경쟁사 평균 100 voxel)로 경쟁사 대비 워크플로우 간소화(구강 스캐닝 단계 생략)를 통한 가격경쟁력으로 시장점유율을 높여가고 있다.

디오: (풀 솔루션 구축 / 국내 최초 미국 대형 DSO에 납품)

국내 임플란트 업체 중 디지털 덴티스트리 분야에서 가장 완성도가 높으며 이를 기반으로 미국 시장 내 대형 DSO에 납품하며 선전하고 있다. 디오는 현재 미국에서 화이트캡홀딩스, 치과기공소, 대형치과그룹 등의 네트워크 구축을 통해 ‘디오나비’ 판매를 위한 다각화된 영업망을 확보하고 있으며 지속적인 계약 공시를 통해 제품 경쟁력을 입증하였다. 디오의 풀 디지털 솔루션인 디오나비는 (2019년 181억원 → 2020년 217억원 → 2021년 382억원)으로 고성장할 전망이다.

(2) 높은 M/S를 보유해 디지털 덴티스트리 구축 및 DSO와의 협상에 유리한 업체

바텍: (CBCT 글로벌 2위 / 중국 매출 비중 높음 / 디지털 덴탈 소재 지르코니아 개발)

바텍은 치과용 엑스레이 글로벌 3위 업체이며 3D장비 기준으로는 1등으로 추정하고 있다. 바텍은 계열사 레이언스 등을 통해 엑스레이 장비 부품의 대부분을 내부에서 생산하면서 가격 경쟁력을 갖추며 시장에서 빠르게 점유율을 높여나갔다. 2020년에는 기존 CT사업을 중심으로 치과용 소재 지르코니아, 구강 스캐너 등을 선보이며 제품 라인업을 확대해나가고 있다. 특히 바텍은 계열사들을 통해 소재-소프트웨어-장비까지 디지털 덴티스트리를 위한 풀 라인업 구축에서도 유리하며 CT를 통해 다진 높은 시장 지배력은 강력한 무기가 되어 향후 신제품 판매를 위한 협상력에서도 유리하다.

표 7. Top Picks 및 관심종목 주요 실적 및 투자지표

		덴탈 장비			임플란트		
		Top Pick	Top Pick	관심종목	Top Pick	관심종목	관심종목
		바텍	레이	제노레이	디오	오스템임플란트	덴티움
투자의견		BUY	BUY	BUY	BUY	N/R	N/R
목표주가(원)		40,000	69,000	15,500	38,000		
매출액 (십억원)	19	271.7	73.1	65.1	127.2	565.0	252.6
	20F	207.7	69.6	74.3	122.0	608.3	210.5
	21F	256.5	135.8	86.5	158.8	701.5	278.5
영업이익 (십억원)	19	42.9	12.9	14.7	34.8	42.9	44.7
	20F	22.5	8.4	16.7	29.9	62.0	27.2
	21F	42.9	36.2	19.3	46.0	77.3	38.9
순이익 (십억원)	19	35.6	11.6	13.2	21.7	-21.9	14.8
	20F	17.2	7.7	15.0	19.3	37.7	18.8
	21F	35.9	29.3	17.3	32.6	48.1	30.2
EPS(원)	19	2,396	1,908	975	1,412	-1,537	1,336
	20F	1,100	1,162	1,030	1,243	2,637	1,701
	21F	2,301	4,398	1,189	2,102	3,367	2,725
PER(x)	19	11.2	22.5	7.2	29.7	-47.7	40.3
	20F	20.3	37.7	9.9	23.7	12.8	21.1
	21F	9.7	9.9	8.6	14.0	10.3	13.2
BPS(원)	19	17,083	8,647	4,219	10,481	6,050	20,416
	20F	17,730	9,810	5,117	11,723	8,507	22,117
	21F	19,930	14,208	6,174	13,825	12,098	24,842
PBR(x)	19	1.5	3.9	1.7	4.0	9.2	2.6
	20F	1.3	4.5	1.9	2.5	6.4	1.6
	21F	1.1	3.1	1.6	2.1	4.4	1.5
ROE(%)	19	14.9	27.5	25.3	16.9	-22.4	7.4
	20F	6.4	12.6	22.7	12.7	38.0	8.7
	21F	12.2	36.6	21.5	18.3	34.3	12.5

자료: 하나금융투자

Top Picks 및 관심종목

디오 (039840.KQ)	20
레이 (228670.KQ)	22
바텍 (043150.KQ)	24
오스템임플란트 (048260.KQ)	26
덴티움 (145720.KS)	28
제노레이 (122310.KQ)	30

2020년 9월 24일

디오 (039840)

중국과 미국 모멘텀을 동시에 보유한 업체

투자 의견 'BUY', 목표주가 38,000원 유지

디오에 대해 투자 의견 'BUY'와 목표주가 38,000원을 유지한다. 디오는 디지털 임플란트인 '디오나비' 판매가 늘어나면서 임플란트 업종 내에서도 탄탄한 실적을 나타내고 있다. 해외 수출 비중이 70%에 달해 상반기 코로나 19 영향으로부터 피해 갈 수는 없었다. 하지만 2분기 실적을 저점으로 하반기 실적 회복이 예상되며 가장 성숙기인 4분기에는 분기 영업이익 100억원을 달성할 것으로 예상된다. 특히 2021년에는 그동안 심혈을 기울여온 미국 시장에서의 본격적인 성장이 시작될 것으로 전망되는 등 실적 기대감이 높아지는 시기이다.

3Q20 Preview: 매출액 296억원과 영업이익 75억원 전망

2020년 3분기 예상 실적은 매출액 296억원(-6.0%, YoY)과 영업이익 75억원(-18.4%, YoY)으로 전망한다. 지역별로는 중국 매출액이 84억원으로 전년 동기 대비 28% 성장하며 전사 외형 성장을 견인할 것으로 판단한다. 미국도 100% 회복은 아니지만 2분기 대비 나아지며 49억원의 매출액을 시현할 것으로 보인다. 국내 매출액은 분기 평균 90억원 이상을 유지하면서 꾸준한 성장을 보일 전망이다. 영업이익은 매출증가와 함께 각종 비용 통제 효과로 1분기 수준의 영업이익이 예상되며 영업이익률은 26%로 수익성 향상도 동시에 이루어질 것으로 추정한다.

2020년 매출액 1,220억원, 영업이익 299억원 예상

디오는 현재 미국에서 화이트캡홀딩스, 치과기공소, 대형치과 그룹 등의 네트워크 구축을 통해 '디오나비' 판매를 위한 다각화된 영업망을 확보하고 있으며 제품 경쟁력은 입증했다고 판단한다. 2020년 코로나19 여파로 미국에서의 판매가 더딘 점은 아쉬우나 2021년 개선된 영업환경 속 폭발적인 매출 확대가 예상된다. (2019년 181억원 → 2020년 217억원 → 2021년 382억원)

Update

BUY

| TP(12M): 38,000원 | CP(9월23일): 31,250원

Key Data

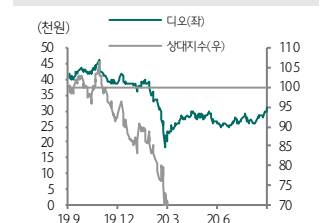
KOSDAQ 지수 (pt)	843.45
52주 최고/최저(원)	46,600/18,250
시가총액(십억원)	485.1
시가총액비중(%)	0.15
발행주식수(천주)	15,523.6
60일 평균 거래량(천주)	118,280.3
60일 평균 거래대금(십억원)	3.3
20년 배당금(예상, 원)	0
20년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	18.80
주요주주 지분율(%)	
디오홀딩스 외 8인	32.00

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(5.8)	19.3	73.1
상대	(15.6)	(6.5)	18.4

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	125.7	156.6
영업이익(십억원)	29.9	43.1
순이익(십억원)	21.9	32.2
EPS(원)	1,266	1,902
BPS(원)	10,965	13,094

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	91.0	127.2	122.0	158.8	205.5
영업이익	십억원	8.1	34.8	29.9	46.0	59.6
세전이익	십억원	6.3	35.4	28.5	45.5	58.9
순이익	십억원	5.5	21.7	19.3	32.6	44.3
EPS	원	360	1,412	1,243	2,102	2,853
증감률	%	(36.17)	292.22	(11.97)	69.11	35.73
PER	배	79.86	29.75	23.73	14.03	10.34
PBR	배	3.31	4.01	2.52	2.13	1.77
EV/EBITDA	배	33.75	16.25	11.61	7.82	5.75
ROE	%	4.87	16.97	12.69	18.33	20.46
BPS	원	8,691	10,481	11,723	13,825	16,679
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 안주원
02-3771-3125
joowonahn@hanafn.com



Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com

코스닥벤처 정민구
02-3771-3429
mingu.jeong@hanafn.com

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	91.0	127.2	122.0	158.8	205.5
매출원가	28.4	31.5	30.5	39.8	51.6
매출총이익	62.6	95.7	91.5	119.0	153.9
판매비	54.5	60.9	61.7	72.9	94.3
영업이익	8.1	34.8	29.9	46.0	59.6
금융손익	(1.1)	(1.4)	(2.5)	(2.3)	(1.8)
종속/관계기업손익	0.1	5.2	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.8)	(3.2)	1.1	1.7	1.1
세전이익	6.3	35.4	28.5	45.5	58.9
법인세	(0.9)	9.8	9.0	12.7	14.4
계속사업이익	7.2	25.6	19.5	32.8	44.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	7.2	25.6	19.5	32.8	44.5
비지배주주지분 순이익	1.7	3.9	0.2	0.2	0.2
지배주주순이익	5.5	21.7	19.3	32.6	44.3
지배주주지분포괄이익	4.4	20.0	16.0	26.9	36.6
NOPAT	9.2	25.1	20.4	33.2	45.0
EBITDA	13.9	43.6	39.1	55.6	69.5
성장성(%)					
매출액증가율	(0.98)	39.78	(4.09)	30.16	29.41
NOPAT증가율	(41.77)	172.83	(18.73)	62.75	35.54
EBITDA증가율	(46.74)	213.67	(10.32)	42.20	25.00
영업이익증가율	(63.18)	329.63	(14.08)	53.85	29.57
(지배주주)순이익증가율	(36.05)	294.55	(11.06)	68.91	35.89
EPS증가율	(36.17)	292.22	(11.97)	69.11	35.73
수익성(%)					
매출총이익률	68.79	75.24	75.00	74.94	74.89
EBITDA이익률	15.27	34.28	32.05	35.01	33.82
영업이익률	8.90	27.36	24.51	28.97	29.00
계속사업이익률	7.91	20.13	15.98	20.65	21.65

투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	360	1,412	1,243	2,102	2,853
BPS	8,691	10,481	11,723	13,825	16,679
CFPS	1,747	3,106	2,500	3,602	4,457
EBITDAPS	918	2,834	2,519	3,583	4,476
SPS	6,001	8,263	7,859	10,226	13,238
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	79.86	29.75	23.73	14.03	10.34
PBR	3.31	4.01	2.52	2.13	1.77
PCFR	16.46	13.52	11.80	8.19	6.62
EV/EBITDA	33.75	16.25	11.61	7.82	5.75
PSR	4.79	5.08	3.75	2.88	2.23
재무비율(%)					
ROE	4.87	16.97	12.69	18.33	20.46
ROA	2.71	8.72	6.82	10.51	12.60
ROIC	6.19	14.32	9.92	15.34	19.67
부채비율	88.88	90.17	79.54	67.46	56.06
순부채비율	23.71	38.61	25.87	11.77	(5.26)
이자보상배율(배)	4.35	14.72	10.61	16.35	21.13

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	126.5	151.1	167.8	200.5	245.5
금융자산	20.8	16.9	30.1	49.4	85.2
현금성자산	20.3	11.5	24.7	43.9	79.5
매출채권	60.1	80.3	90.5	111.2	135.4
재고자산	20.6	26.7	30.0	42.0	50.0
기타유동자산	25.0	27.2	17.2	(2.1)	(25.1)
비유동자산	98.8	122.1	125.0	127.6	129.7
투자자산	1.4	4.2	4.3	4.5	4.5
금융자산	1.2	4.2	4.3	4.5	4.5
유형자산	85.4	98.1	100.2	102.0	103.6
무형자산	4.0	13.8	14.5	15.1	15.6
기타비유동자산	8.0	6.0	6.0	6.0	6.0
자산총계	225.3	273.2	292.8	328.1	375.2
유동부채	75.0	101.8	101.9	102.8	104.1
금융부채	22.6	51.9	51.9	52.0	52.1
매입채무	6.3	4.6	6.2	7.8	9.5
기타유동부채	46.1	45.3	43.8	43.0	42.5
비유동부채	31.1	27.7	27.8	29.4	30.7
금융부채	26.5	20.5	20.5	20.5	20.5
기타비유동부채	4.6	7.2	7.3	8.9	10.2
부채총계	106.0	129.5	129.7	132.2	134.8
지배주주지분	113.7	142.5	161.7	194.3	238.6
자본금	7.6	7.8	7.8	7.8	7.8
자본잉여금	80.2	90.5	90.5	90.5	90.5
자본조정	(18.2)	(20.2)	(20.2)	(20.2)	(20.2)
기타포괄이익누계액	13.8	13.2	13.2	13.2	13.2
이익잉여금	30.3	51.1	70.4	103.1	147.4
비지배주주지분	5.6	1.2	1.4	1.6	1.8
자본총계	119.3	143.7	163.1	195.9	240.4
순금융부채	28.3	55.5	42.2	23.1	(12.6)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	12.2	9.6	24.1	30.0	46.4
당기순이익	7.2	25.6	19.5	32.8	44.5
조정	2	2	1	1	1
감가상각비	5.8	8.8	9.2	9.6	9.9
외환거래손익	(0.8)	(1.6)	(1.3)	(1.3)	(1.3)
지분법손익	(0.1)	(5.2)	0.0	0.0	0.0
기타	(2.9)	(0.0)	(6.9)	(7.3)	(7.6)
영업활동 자산부채 변동	(12.1)	(32.7)	(3.2)	(11.1)	(6.7)
투자활동 현금흐름	(20.4)	(43.8)	(10.8)	(11.0)	(10.8)
투자자산감소(증가)	(0.7)	(2.7)	(0.1)	(0.2)	0.0
자본증가(감소)	(18.1)	(15.7)	(10.5)	(10.5)	(10.5)
기타	(1.6)	(25.4)	(0.2)	(0.3)	(0.3)
재무활동 현금흐름	20.3	24.9	(0.0)	0.1	0.1
금융부채증가(감소)	20.1	23.3	(0.0)	0.1	0.1
자본증가(감소)	0.6	10.4	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.7	(8.8)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(1.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	11.9	(8.8)	13.3	19.1	35.7
Unlevered CFO	26.5	47.8	38.8	55.9	69.2
Free Cash Flow	(5.9)	(6.7)	13.6	19.5	35.9

2020년 9월 24일

레이 (228670)

여전한 디지털 덴티스트리 Top Pick 기업 레이!

투자 의견 'BUY', 목표주가 69,000원 유지

레이에 대한 투자 의견 'BUY', 목표주가를 69,000원을 유지한다. 2020년 코로나19로 인한 실적 악화는 불가피 하지만 국내 덴탈산업 내 디지털 덴티스트리 대장주로서의 향후 성장성은 변함없다. 레이는 국내 유일 디지털 풀 라인업을 구축하였고 독보적 CBCT 기술력을 기반으로 중국 내 대형 프랜차이즈병원과 국내 임플란트업체와의 장비 계약 판매 또한 진행하고 있다. 향후 레이에는 누적 설치된 치료솔루션 기반 각종 적응증(임플란트 가이드, 투명교정 등)으로 확장이 가능하여 덴탈 플랫폼 업체로서 지속적 성장 비즈니스 모델 또한 갖추고 있어 장기적인 안목이 필요한 기업이다.

20.3Q Preview: 미국도 회복 본격화, 방역사업은 보수적

레이의 2020년 3분기 실적은 매출액 152억원(-18.5%, YoY)과 영업이익 14억원(-57.7%, YoY)을 시현할 전망이다. 레이의 본업은 2분기를 바닥으로 주요 수출국(중국, 미국 등)내 영업이 정상화가 가팔라지며 3분기 실적 회복세가 이어질 것으로 판단한다. 하지만 유럽 내 코로나19 재 확산으로 인한 영업 정상화 지연과 신규방역사업 제품 판매 지연으로 다소 저조한 실적을 시현할 전망이다.

2020년 매출액 698억원, 영업이익 307억원 전망

2020년 실적은 매출액 1,175억원과 영업이익 307억원(+138.8%, YoY)에서 매출액 702억원(-4.6%, YoY)과 영업이익 14억원(-57.7%, YoY)으로 하향조정한다. 하향조정의 이유는 하반기부터 예상되었던 방역신사업 매출이 인증 이슈로 인해 판매가 지연된 것을 반영하여 보수적 실적 조정을 하였다. 하지만 4분기 내 국내 KF인증을 포함한 해외인증(FDA-미국, CE-유럽 등)을 목표 일정 대로 확보한다면 국내 경쟁사와 달리 해외 판매 네트워크를 확보하고 있는 레이의 2020년 신규방역 관련 매출 인식 가능성은 여전히 존재한다.

Update

BUY

| TP(12M): 69,000원 | CP(9월23일): 43,550원

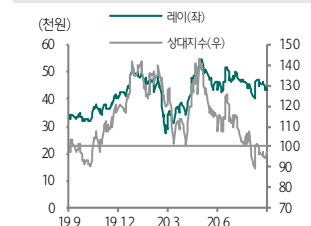
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	843.45
52주 최고/최저(원)	55,000/27,400
시가총액(십억원)	289.7
시가총액비중(%)	0.09
발행주식수(천주)	6,653.3
60일 평균 거래량(천주)	130,922.1
60일 평균 거래대금(십억원)	6.1
20년 배당금(예상, 원)	0
20년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	15.31
주요주주 지분율(%)	
레이홀딩스 외 4인	33.70
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(4.6) 51.5 26.8
상대	(10.0) (20.3) (3.0)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	90.6	161.6
영업이익(십억원)	18.7	41.4
순이익(십억원)	15.7	33.8
EPS(원)	2,504	5,084
BPS(원)	11,293	16,984

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	51.5	73.1	69.6	135.8	216.4
영업이익	십억원	6.0	12.9	8.4	36.2	65.5
세전이익	십억원	6.2	13.3	9.2	35.8	65.3
순이익	십억원	5.3	11.6	7.7	29.3	53.3
EPS	원	960	1,908	1,162	4,398	8,009
증감률	%	344.44	98.75	(39.10)	278.49	82.11
PER	배	0.00	22.48	37.69	9.96	5.47
PBR	배	0.00	4.96	4.46	3.08	1.97
EV/EBITDA	배	(1.21)	16.87	21.28	6.26	3.27
ROE	%	25.64	27.58	12.60	36.63	43.97
BPS	원	4,673	8,647	9,810	14,208	22,217
DPS	원	0	0	0	0	0



코스닥벤처 정민구
02-3771-3429
mingu.jeong@hanafn.com



Analyst 안주원
02-3771-3125
joowonahn@hanafn.com

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	51.5	73.1	69.6	135.8	216.4
매출원가	29.1	38.5	37.0	70.2	109.9
매출총이익	22.4	34.6	32.6	65.6	106.5
판매비	16.4	21.7	24.2	29.4	41.0
영업이익	6.0	12.9	8.4	36.2	65.5
금융손익	(0.0)	0.4	0.8	(0.4)	(0.2)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0
세전이익	6.2	13.3	9.2	35.8	65.3
법인세	1.0	1.7	1.5	6.6	12.0
계속사업이익	5.3	11.6	7.7	29.3	53.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	5.3	11.6	7.7	29.3	53.3
비배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	5.3	11.6	7.7	29.3	53.3
지배주주지분포괄이익	4.8	11.3	7.7	29.3	53.3
NOPAT	5.1	11.2	7.1	29.6	53.4
EBITDA	7.2	15.5	12.4	41.3	71.8
성장성(%)					
매출액증가율	56.53	41.94	(4.79)	95.11	59.35
NOPAT증가율	121.74	119.61	(36.61)	316.90	80.41
EBITDA증가율	166.67	115.28	(20.00)	233.06	73.85
영업이익증가율	215.79	115.00	(34.88)	330.95	80.94
(지배주주)순이익증가율	341.67	118.87	(33.62)	280.52	81.91
EPS증가율	344.44	98.75	(39.10)	278.49	82.11
수익성(%)					
매출총이익률	43.50	47.33	46.84	48.31	49.21
EBITDA이익률	13.98	21.20	17.82	30.41	33.18
영업이익률	11.65	17.65	12.07	26.66	30.27
계속사업이익률	10.29	15.87	11.06	21.58	24.63

투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	960	1,908	1,162	4,398	8,009
BPS	4,673	8,647	9,810	14,208	22,217
CFPS	1,589	2,892	1,981	6,155	10,764
EBITDAPS	1,319	2,555	1,859	6,208	10,792
SPS	9,419	12,074	10,461	20,411	32,525
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	0.00	22.48	37.69	9.96	5.47
PBR	0.00	4.96	4.46	3.08	1.97
PCFR	0.00	14.83	22.11	7.12	4.07
EV/EBITDA	(1.21)	16.87	21.28	6.26	3.27
PSR	0.00	3.55	4.19	2.15	1.35
재무비율(%)					
ROE	25.64	27.58	12.60	36.63	43.97
ROA	15.66	19.60	9.65	27.93	33.23
ROIC	29.10	41.69	19.63	58.19	67.52
부채비율	57.08	33.24	28.26	33.14	31.81
순부채비율	(33.33)	(42.42)	(43.16)	(34.71)	(38.11)
이자보상배율(배)	45.56	68.68	39.08	144.92	197.69

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	34.0	61.0	63.2	98.2	158.8
금융자산	12.2	29.2	32.9	39.1	64.6
현금성자산	12.2	12.0	15.7	21.9	47.4
매출채권	12.4	18.9	18.0	30.7	41.1
재고자산	8.6	9.2	8.7	17.0	27.1
기타유동자산	0.8	3.7	3.6	11.4	26.0
비유동자산	7.3	15.6	20.5	27.7	36.0
투자자산	0.5	3.3	3.1	6.0	9.6
금융자산	0.5	3.3	3.1	6.0	9.6
유형자산	1.4	6.0	10.1	13.6	16.1
무형자산	3.7	4.3	5.2	6.0	8.2
기타비유동자산	1.7	2.0	2.1	2.1	2.1
자산총계	41.3	76.7	83.7	125.9	194.8
유동부채	11.0	12.6	12.1	21.1	31.9
금융부채	3.5	2.6	2.6	4.2	6.1
매입채무	5.4	5.4	5.1	10.0	15.9
기타유동부채	2.1	4.6	4.4	6.9	9.9
비유동부채	4.0	6.5	6.3	10.3	15.1
금융부채	0.0	2.1	2.1	2.1	2.1
기타비유동부채	4.0	4.4	4.2	8.2	13.0
부채총계	15.0	19.1	18.4	31.3	47.0
지배주주지분	26.3	57.5	65.3	94.5	147.8
자본금	2.8	3.3	3.3	3.3	3.3
자본잉여금	22.6	41.3	41.3	41.3	41.3
자본조정	(0.0)	0.7	0.7	0.7	0.7
기타포괄이익누계액	(0.0)	0.1	0.1	0.1	0.1
이익잉여금	0.9	12.0	19.8	49.0	102.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	26.3	57.5	65.3	94.5	147.8
순금융부채	(8.8)	(24.4)	(28.2)	(32.8)	(56.3)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	4.3	6.0	12.6	16.8	38.2
당기순이익	5.3	11.6	7.7	29.3	53.3
조정	0	1	0	1	1
감가상각비	1.2	2.6	4.0	5.1	6.3
외환거래손익	0.1	0.3	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(1.3)	(1.9)	(4.0)	(4.1)	(5.3)
영업활동 자산부채 변동	(4.2)	(11.0)	0.9	(17.5)	(21.3)
투자활동 현금흐름	(2.1)	(23.4)	(8.8)	(12.3)	(14.7)
투자자산감소(증가)	0.0	(2.8)	0.2	(2.9)	(3.6)
자본증가(감소)	(0.3)	(1.3)	(7.0)	(7.3)	(7.1)
기타	(1.8)	(19.3)	(2.0)	(2.1)	(4.0)
재무활동 현금흐름	6.0	17.2	(0.1)	1.6	2.0
금융부채증가(감소)	(1.5)	1.3	(0.1)	1.6	2.0
자본증가(감소)	6.8	19.2	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.7	(3.3)	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	8.2	(0.2)	3.7	6.2	25.5
Unlevered CFO	8.7	17.5	13.2	41.0	71.6
Free Cash Flow	3.8	4.7	5.6	9.5	31.1

2020년 9월 24일

바텍 (043150)

치과용 엑스레이 대표주의 귀환

투자 의견 'BUY', 목표주가 40,000원 유지

바텍에 대해 투자 의견 'BUY'와 목표주가 40,000원을 유지한다. 바텍은 CT 기술을 기반으로 구강 스캐너, 메디칼용 CT 분야 확장하고 있으며 계열사를 통해 치과용 소재 사업도 진행하고 있다. 또한 최근에는 AI기능을 탑재한 교정 전문 소프트웨어 '이지오쏘'가 미국 FDA 승인을 받은 만큼 기술적 완성도를 높여 CT 경쟁력을 지속적으로 끌어올리고 있다. 바텍은 글로벌 치과용 엑스레이 시장에서 시장점유율 3위를 차지하고 있으며 3D 장비 기준으로는 1등으로 추정되고 있다. 최근 실적 부진으로 주가도 많이 하락했으나 본격적인 실적 회복이 예상되는 만큼 저점 매수가 가능한 시기이다.

3Q20 Preview: 매출액 500억원과 영업이익 58억원 전망

2020년 3분기 예상 실적은 매출액 500억원(-23.1%, YoY)과 영업이익 58억원(-43.7%, YoY)으로 추정한다. 전년동기대비로는 여전히 역성장이 예상되나 아시아지역을 필두로 미국, 유럽 등에서의 매출액이 올라오면서 2분기 대비 개선된 실적을 보일 것으로 판단한다. 디지털덴탈스트리 확산의 가장 기본이 되는 CT에 대한 수요가 전 세계적으로 늘어나고 있는 가운데 바텍의 우수한 품질과 가격 경쟁력이 두드러지고 있다. 3분기를 시작으로 4분기에는 더욱 향상된 실적 흐름이 나타날 것으로 전망되는 등 실적 모멘텀이 확대되고 있다.

2020년 실적 매출액 2,077억원과 영업이익 225억원 전망

2020년 연간 실적은 매출액 2,077억원(-23.6%, YoY)과 영업이익 225억원(-47.5%, YoY)으로 전망한다. 상반기 코로나19 영향으로 영업활동이 위축됨에 따라 실적 역성장은 불가피하다. 다만 3D 진단장비 판매가 가장 많은 중국 매출액이 증가하고 있으며 미국도 하반기로 갈수록 매출증대가 예상되는 등 저점은 통과했다고 판단한다. 지금은 밸류에이션 보다는 실적 개선 확인이 더 중요한 시기이며 바텍에 대해 긍정적인 시각을 유지한다.

Update

BUY

TP(12M): 40,000원 | CP(9월23일): 22,650원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	843.45
52주 최고/최저(원)	33,500/17,000
시가총액(십억원)	336.4
시가총액비중(%)	0.10
발행주식수(천주)	14,854.3
60일 평균 거래량(천주)	223,970.7
60일 평균 거래대금(십억원)	5.3
20년 배당금(예상, 원)	100
20년 배당수익률(예상, %)	0.44
외국인지분율(%)	20.81
주요주주 지분율(%)	
바텍이우홀딩스 외 4인	53.65
주가상승률	1M 6M 12M
절대	4.6 32.1 (15.8)
상대	(1.3) (30.5) (35.6)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	229.0	264.5
영업이익(십억원)	28.2	41.0
순이익(십억원)	20.7	35.2
EPS(원)	1,528	2,284
BPS(원)	18,069	20,241

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	234.4	271.7	207.7	256.5	300.2
영업이익	십억원	39.4	42.9	22.5	42.9	54.6
세전이익	십억원	40.6	48.2	26.6	48.6	60.9
순이익	십억원	27.3	33.9	16.3	34.2	43.3
EPS	원	1,835	2,281	1,100	2,301	2,916
증감률	%	(65.53)	24.31	(51.78)	109.18	26.73
PER	배	11.77	12.80	20.32	9.71	7.66
PBR	배	1.46	1.75	1.26	1.12	0.98
EV/EBITDA	배	6.93	7.95	8.45	5.08	3.51
ROE	%	13.13	14.49	6.38	12.22	13.67
BPS	원	14,752	16,730	17,730	19,930	22,747
DPS	원	100	100	100	100	100



Analyst 안주원
02-3771-3125
joowonahn@hanafn.com



Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com

코스닥벤처 정민구
02-3771-3429
mingu.jeong@hanafn.com

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	234.4	271.7	207.7	256.5	300.2
매출원가	122.6	144.0	113.7	133.4	156.2
매출총이익	111.8	127.7	94.0	123.1	144.0
판매비	72.4	84.8	71.5	80.2	89.4
영업이익	39.4	42.9	22.5	42.9	54.6
금융손익	(1.3)	(0.6)	(0.7)	(1.0)	(1.0)
종속/관계기업손익	3.2	3.7	3.3	5.0	5.6
기타영업외손익	(0.8)	2.2	1.5	1.7	1.7
세전이익	40.6	48.2	26.6	48.6	60.9
법인세	11.4	12.6	9.4	12.7	15.4
계속사업이익	29.2	35.6	17.2	35.9	45.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	29.2	35.6	17.2	35.9	45.5
비지배주주지분 손이익	1.9	1.7	0.8	1.7	2.2
지배주주순이익	27.3	33.9	16.3	34.2	43.3
지배주주지분포괄이익	27.7	33.5	16.3	34.0	43.1
NOPAT	28.3	31.7	14.5	31.7	40.8
EBITDA	46.9	53.0	32.8	53.8	66.0
성장성(%)					
매출액증가율	7.13	15.91	(23.56)	23.50	17.04
NOPAT증가율	(1.74)	12.01	(54.26)	118.62	28.71
EBITDA증가율	1.08	13.01	(38.11)	64.02	22.68
영업이익증가율	0.77	8.88	(47.55)	90.67	27.27
(지배주주)순이익증가율	(65.49)	24.18	(51.92)	109.82	26.61
EPS증가율	(65.53)	24.31	(51.78)	109.18	26.73
수익성(%)					
매출총이익률	47.70	47.00	45.26	47.99	47.97
EBITDA이익률	20.01	19.51	15.79	20.97	21.99
영업이익률	16.81	15.79	10.83	16.73	18.19
계속사업이익률	12.46	13.10	8.28	14.00	15.16

투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	1,835	2,281	1,100	2,301	2,916
BPS	14,752	16,730	17,730	19,930	22,747
CFPS	3,568	4,218	2,163	3,588	4,414
EBITDAPS	3,159	3,569	2,208	3,620	4,446
SPS	15,780	18,291	13,983	17,268	20,210
DPS	100	100	100	100	100
주가지표(배)					
PER	11.77	12.80	20.32	9.71	7.66
PBR	1.46	1.75	1.26	1.12	0.98
PCFR	6.05	6.92	10.33	6.23	5.06
EV/EBITDA	6.93	7.95	8.45	5.08	3.51
PSR	1.37	1.60	1.60	1.29	1.11
재무비율(%)					
ROE	13.13	14.49	6.38	12.22	13.67
ROA	8.12	9.20	4.25	8.41	9.41
ROIC	19.58	20.98	9.76	20.19	23.53
부채비율	56.29	52.50	42.63	42.80	42.36
순부채비율	(0.13)	(6.81)	(25.32)	(24.06)	(33.36)
이자보상배율(배)	23.77	25.23	12.50	23.83	30.33

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	163.0	187.3	205.6	251.1	309.4
금융자산	48.6	53.3	103.2	108.4	151.2
현금성자산	36.6	41.5	91.4	96.6	139.4
매출채권	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
재고자산	58.9	66.7	51.0	63.0	73.7
기타유동자산	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
비유동자산	186.6	199.7	177.0	179.3	180.6
투자자산	95.4	98.6	75.4	75.6	75.8
금융자산	0.9	1.2	0.9	1.1	1.3
유형자산	66.9	66.7	66.0	67.1	67.3
무형자산	11.3	12.1	13.3	14.4	15.3
기타비유동자산	13.0	22.3	22.3	22.2	22.2
자산총계	349.6	387.0	382.5	430.4	490.0
유동부채	78.9	85.9	68.5	81.0	96.3
금융부채	21.2	6.9	6.1	6.7	7.2
매입채무	43.7	55.1	42.1	52.0	60.9
기타유동부채	14.0	23.9	20.3	22.3	28.2
비유동부채	47.0	47.3	45.8	48.0	49.5
금융부채	27.1	29.2	29.2	29.2	29.2
기타비유동부채	19.9	18.1	16.6	18.8	20.3
부채총계	125.9	133.2	114.3	129.0	145.8
지배주주지분	219.1	248.5	263.4	296.1	337.9
자본금	7.4	7.4	7.4	7.4	7.4
자본잉여금	8.0	5.3	5.3	5.3	5.3
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
이익잉여금	203.2	235.2	250.0	282.7	324.6
비지배주주지분	4.6	5.3	4.8	5.3	6.3
자본총계	223.7	253.8	268.2	301.4	344.2
순금융부채	(0.3)	(17.3)	(67.9)	(72.5)	(114.8)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	33.2	40.7	35.3	13.3	49.8
당기순이익	29.2	35.6	17.2	35.9	45.5
조정	1	2	0	0	0
감가상각비	7.6	10.1	10.3	10.9	11.4
외환거래손익	0.9	0.2	(1.8)	(1.8)	(1.8)
지분법손익	(3.2)	(3.7)	(3.3)	(5.0)	(5.6)
기타	(4.3)	(4.6)	(5.2)	(4.1)	(4.0)
영업활동 자산부채 변동	(7.9)	(11.0)	13.4	(26.2)	0.8
투자활동 현금흐름	(9.4)	(10.3)	16.8	(7.2)	(6.1)
투자자산감소(증가)	0.9	0.4	25.3	3.6	4.2
자본증가(감소)	(4.6)	(4.8)	(6.9)	(9.0)	(8.5)
기타	(5.7)	(5.9)	(1.6)	(1.8)	(1.8)
재무활동 현금흐름	(8.1)	(25.3)	(2.3)	(0.9)	(0.9)
금융부채증가(감소)	(6.3)	(12.3)	(0.8)	0.6	0.5
자본증가(감소)	0.0	(2.6)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.3)	(7.7)	0.0	0.0	0.1
배당지급	(1.5)	(2.7)	(1.5)	(1.5)	(1.5)
현금의 증감	16.1	4.9	49.8	5.2	42.8
Unlevered CFO	53.0	62.7	32.1	53.3	65.6
Free Cash Flow	28.4	35.7	28.4	4.3	41.3

2020년 9월 24일

오스템임플란트 (048260)

중국에서도 국내에서도 1등 임플란트 오스템, 디지털 덴탈도 구축한다!

한국, 중국 1등 임플란트 전문기업 오스템임플란트!

오스템임플란트는 2000년도 초반부터 적극적 임상교육 운영을 통해 중국 시장을 선점하며 점유율 1위를 유지하고 있고 높은 점유율을 기반으로 글로벌 선도 솔루션 업체와 협업하며 디지털 덴티스트리 워크플로우를 구축 중이다. 오스템임플란트는 2001년 오스템AIC를 설립해 치과의사들을 대상으로 임상교육을 진행하였고 교육과정을 이수한 의사들이 자연스럽게 오스템 임플란트 제품을 사용하며 Lock-In 효과를 이루었다. 2019년 기준 오스템임플란트는 중국 내 시장점유율 33%로 1위를 수성 중이며 디지털 덴티스트리 라인업 구축에도 박차를 가하고 있어 지속적 점유율 유지가 가능할 전망이다.

중국 M/S 1위 오스템, 디지털 덴티스트리 구축도 가속화!

오스템임플란트는 디지털 덴티스트리 라인업을 구성하는 장비 및 소프트웨어를 자체개발과 솔루션 기업과의 협업을 통해 구축하며 향후 덴탈시장의 트렌드에 대비하고 있다. 최근 오스템 임플란트는 디지털 덴티스트리 Class A업체인 3Shape과 파트너십을 맺으며 구강스캐너 'TRIOS' 및 'CAD 소프트웨어' 글로벌 판권을 획득하였다. 오스템은 중국, 미국, 러시아 등 주요 해외법인에서 2020년 3분기부터 판매가 가능하며 오스템의 기존 자체 디지털 솔루션과 연계하여 완성도를 높일 전망이다.

2020년 매출액 6,051억원, 영업이익 623억원 예상

오스템임플란트의 2020년 실적은 매출액 6,051억원 (+5.1%, YoY), 영업이익 623억원 (45.3%, YoY)으로 예상한다. 오스템 임플란트는 매출비중 1,2위인 한국, 중국 지역의 영업이 재개화 하며 3분기부터 실적 반등이 시작되며 코로나19로 인한 우려와 달리 비교적 양호한 실적을 달성할 수 있을 것으로 예상된다. 특히 주요매출지역의 방역이 안정적인 수준이고 중국 시장 성장률도 워낙 높아 연간으로 안정적 매출액 회복이 가능할 전망이다.

Not Rated

Not Rated

CP(9월 23일): 38,000원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	843.45
52주 최고/최저(원)	45,700/22,800
시가총액(십억원)	542.9
시가총액비중(%)	0.17
발행주식수(천주)	14,285.7
60일 평균 거래량(천주)	293,138.6
60일 평균 거래대금(십억원)	11.4
19년 배당금(원)	
19년 배당수익률(%)	
외국인지분율(%)	29.98
주요주주 지분율(%)	
최규옥 외 5인	20.76
트러스트자산운용	5.03
주가상승률	1M 6M 12M
절대	4.4 56.4 (13.3)
상대	(1.5) (17.7) (33.7)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	608	702
영업이익(십억원)	62	77
순이익(십억원)	38	48
EPS(원)	2,926	3,631
BPS(원)	8,474	12,368

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	십억원	278	345	398	460	565
영업이익	십억원	33	34	22	31	43
세전이익	십억원	27	32	19	18	29
순이익	십억원	18	24	10	13	(16)
EPS	원	1,145	1,423	396	438	(1,537)
증감률	%	24.9	24.3	(72.2)	10.6	적전
PER	배	70.7	42.7	149.2	122.1	(27.5)
PBR	배	10.6	6.7	6.1	5.5	5.0
EV/EBITDA	배	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	%	15.0	19.5	5.0	5.8	(27.4)
BPS	원	7,615	9,088	9,691	9,727	8,421
PS	원	0	0	0	0	0



코스닥벤처 정민구
02-3771-3429
mingu.jeong@hanafn.com



Analyst 안주원
02-3771-3125
joowonahn@hanafn.com

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	278	345	398	460	565
매출원가	116	141	166	202	246
매출총이익	162	204	232	258	319
판매비	128	169	210	228	276
영업이익	33	34	22	31	43
금융손익	(5)	(2)	(12)	(11)	(2)
종속/관계기업손익	0	0	(0)	0	(1)
기타영업외손익	(2)	(0)	9	(2)	(11)
세전이익	27	32	19	18	29
법인세	10	12	14	12	51
계속사업이익	16	20	6	6	(22)
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	16	20	6	6	(22)
비배주주지분 순이익	(2)	(3)	(4)	(6)	(6)
지배주주순이익	18	24	10	13	(16)
지배주주지분포괄이익	18	22	10	11	(17)
NOPAT	20	21	6	11	(32)
EBITDA	38	41	31	41	65
성장성(%)					
매출액증가율	17.8	24.1	15.4	15.6	22.8
NOPAT증가율	0.0	5.0	(71.4)	83.3	적전
EBITDA증가율	15.2	7.9	(24.4)	32.3	58.5
영업이익증가율	17.9	3.0	(35.3)	40.9	38.7
(지배주주)순이익증가율	20.0	33.3	(58.3)	30.0	적전
EPS증가율	24.9	24.3	(72.2)	10.6	적전
수익성(%)					
매출총이익률	58.3	59.1	58.3	56.1	56.5
EBITDA이익률	13.7	11.9	7.8	8.9	11.5
영업이익률	11.9	9.9	5.5	6.7	7.6
계속사업이익률	5.8	5.8	1.5	1.3	(3.9)

투자지표	2015	2016	2017	2018	2019
주당지표(원)					
EPS	1,145	1,423	396	438	(1,537)
BPS	7,615	9,088	9,691	9,727	8,421
CFPS	2,344	4,676	4,701	4,064	5,081
EBITDAPS	2,688	2,877	2,163	2,904	4,528
SPS	19,474	24,121	27,845	32,210	39,553
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	70.7	42.7	149.2	122.1	(27.5)
PBR	10.6	6.7	6.1	5.5	5.0
PCFR	34.6	13.0	12.6	13.2	8.3
EV/EBITDA	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PSR	4.2	2.5	2.1	1.7	1.1
재무비율(%)					
ROE	15.0	19.5	5.0	5.8	(27.4)
ROA	4.2	4.3	1.0	1.0	(2.8)
ROIC	33.7	17.9	4.3	6.7	(12.8)
부채비율	250.9	325.4	361.6	459.6	868.4
순부채비율	31.4	(28.4)	(25.0)	(53.3)	(188.7)
이자보상배율(배)	8.6	8.5	4.4	6.2	8.9

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	277	278	318	363	397
금융자산	117	101	139	123	128
현금성자산	87	76	111	111	123
매출채권	90	88	82	90	90
재고자산	61	80	90	95	104
기타유동자산	9	9	7	55	75
비유동자산	116	198	237	275	400
투자자산	4	5	4	4	6
금융자산	1	2	1	1	4
유형자산	57	123	190	223	316
무형자산	5	16	14	12	9
기타비유동자산	50	54	29	36	69
자산총계	393	475	556	638	797
유동부채	244	325	352	480	532
금융부채	3	28	9	61	19
매입채무	9	9	11	14	16
기타유동부채	232	288	332	405	497
비유동부채	37	39	83	44	183
금융부채	28	29	78	35	172
기타비유동부채	9	10	5	9	11
부채총계	281	364	435	524	715
지배주주지분	109	105	113	109	80
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	56	56	56	56	56
자본조정	(12)	(38)	(38)	(42)	(53)
기타포괄이익누계액	4	4	3	3	4
이익잉여금	53	75	85	84	66
비지배주주지분	3	7	7	5	2
자본총계	112	112	120	114	82
순금융부채	35	(32)	(30)	(61)	(155)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름	37	40	47	41	67
당기순이익	0	0	0	0	0
조정	0	0	0	0	0
감가상각비	5	7	9	11	22
외환거래손익	5	11	9	10	10
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	(10)	(18)	(18)	(21)	(32)
영업활동 자산부채 변동	15	3	14	0	2
투자활동 현금흐름	(9)	(74)	(47)	(57)	(114)
투자자산감소(증가)	0	0	0	0	1
자본증가(감소)	10	69	98	33	103
기타	(19)	(143)	(145)	(90)	(218)
재무활동 현금흐름	(12)	22	36	17	58
금융부채증가(감소)	(19)	51	35	12	79
자본증가(감소)	2	0	0	0	0
기타재무활동	5	(29)	1	5	(21)
배당지급	0	0	0	0	0
현금의 증감	17	(12)	35	0	11
Unlevered CFO	33	67	67	58	73
Free Cash Flow	43	108	134	74	170

2020년 9월 24일

덴티움 (145720)

중국 모멘텀과 디지털 덴티스트리의 시너지 기대

Total Dentistry Solution 전문 업체

덴티움은 국내 2위와 중국 3위의 시장점유율을 차지하고 있는 임플란트 업체로 70여개국 이상으로 수출을 하고 있다. 또한 덴티움은 2015년에 기존 임플란트의 중심의 사업에서 디지털 덴티스트리 제품 라인업으로 사업을 확장 했다. 현재 디지털 덴티스트리의 핵심 제품 라인업을 내재화(CT, CAD/CAM, 보철, 골이식재 등)했다. 제품 라인업 매출비중 중 덴탈 장비는 2018년 4%에서 2019년 7%로 유의미하게 증가했다. 또한 덴티움은 경쟁사 대비 중국 매출액 비중이 40~50%로 가장 높은 업체이기 때문에 급성장하는 중국 시장에서의 성장 폭이 가장 클 것으로 기대된다.

3Q20 Preview: 매출액 570억원과 영업이익 79억원 전망

2020년 3분기 예상 실적은 매출액 570억원(-10.6%, YoY)과 영업이익 79억원(-27.5%, YoY)으로 전망한다. 중국 매출액은 335억원으로 전년동기 대비 18.7% 성장하며 전사 외형 성장을 견인할 것으로 판단한다. 중국 다음으로 큰 비중을 차지하는 국내 매출액은 지속적으로 안정적인 수익을 창출할 것으로 예상된다. 또한 코로나19로 인한 비용 통제로 3분기 영업이익률은 2분기 대비 19.7% 성장한 79억원이 예상된다.

2020년 매출액 2,105억원, 영업이익 272억원 예상

2020년 예상 실적은 매출액 2,105억원(-16.7%, YoY)과 영업이익 272억원(-39.2%, YoY)으로 전망된다. 코로나19 영향으로 매출 성장률의 역성장은 불가피하나 1) 국내 시장의 안정적인 수익 창출 2) 중국 시장의 20%를 넘는 성장세, 3) 디지털 덴티스트리 라인업 구축에 따른 경쟁력 증가로 하반기 실적은 상반기 대비 좋아질 것으로 기대된다. 덴탈 장비 매출액 비중은 기존 7%(2019년)에서 10%으로까지(2020년)의 증가도 예상되는 점도 긍정적이다. 또한 중국 내 기존 간접매출(딜러) 비중에서 직접판매의 비중을 증가시키며 제품판매 증가와 관리비용 관리에 영업레버리지 효과로 인한 추가적인 수익성 향상이 기대된다.

Not Rated

Not Rated

CP(9월 23일): 35,650원

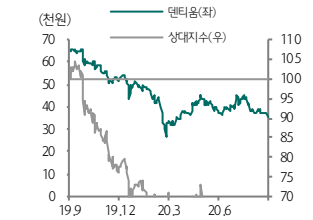
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,333.24
52주 최고/최저(원)	65,900/26,700
시가총액(십억원)	394.6
시가총액비중(%)	0.02
발행주식수(천주)	11,068.8
60일 평균 거래량(천주)	64,162.1
60일 평균 거래대금(십억원)	2.6
20년 배당금(예상, 원)	0
20년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	16.87
주요주주 지분율(%)	
정성민 외 6 인	19.02
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(7.5) 9.2 (45.8)
상대	(8.7) (30.6) (51.4)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	229.1	291.4
영업이익(십억원)	35.3	52.3
순이익(십억원)	24.5	35.3
EPS(원)	2,229	3,228
BPS(원)	26,036	30,172

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	186.3	252.6	210.5	278.5	324.0
영업이익	십억원	42.0	44.7	27.2	38.9	53.3
세전이익	십억원	42.0	33.6	24.0	38.2	52.9
순이익	십억원	34.3	14.8	18.8	30.2	41.9
EPS	원	3,095	1,336	1,701	2,725	3,781
증감률	%	13.95	(56.83)	27.32	60.20	38.75
PER	배	18.58	40.27	21.13	13.19	9.51
PBR	배	2.99	2.64	1.63	1.45	1.26
EV/EBITDA	배	17.14	14.47	15.60	12.12	9.24
ROE	%	19.25	7.37	8.70	12.52	15.12
BPS	원	19,256	20,416	22,117	24,842	28,624



코스닥벤처 정민구
02-3771-3429
mingu.jeong@hanafn.com



Analyst 안주원
02-3771-3125
joowonahn@hanafn.com

DPS	원	150	0	0	0	0
-----	---	-----	---	---	---	---

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	186.3	252.6	210.5	278.5	324.0
매출원가	55.5	85.0	87.8	112.8	131.9
매출총이익	130.8	167.6	122.7	165.7	192.1
판매비	88.8	122.9	95.5	126.8	138.8
영업이익	42.0	44.7	27.2	38.9	53.3
금융손익	(0.4)	(5.1)	(3.2)	(0.7)	(0.4)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.4	(6.0)	0.0	0.0	0.0
세전이익	42.0	33.6	24.0	38.2	52.9
법인세	7.8	19.9	5.2	8.1	11.1
계속사업이익	34.3	13.7	18.8	30.2	41.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	34.3	13.7	18.8	30.2	41.9
비지배주주지분 손이익	0.0	(1.1)	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	34.3	14.8	18.8	30.2	41.9
지배주주지분포괄이익	33.5	14.1	20.3	32.6	45.2
NOPAT	34.2	18.2	21.3	30.7	42.2
EBITDA	46.9	58.0	40.6	52.6	67.6
성장성(%)					
매출액증가율	23.71	35.59	(16.67)	32.30	16.34
NOPAT증가율	(1.44)	(46.78)	17.03	44.13	37.46
EBITDA증가율	1.96	23.67	(30.00)	29.56	28.52
영업이익증가율	2.19	6.43	(39.15)	43.01	37.02
(지배주주)순이익증가율	13.95	(56.85)	27.03	60.64	38.74
EPS증가율	13.95	(56.83)	27.32	60.20	38.75
수익성(%)					
매출총이익률	70.21	66.35	58.29	59.50	59.29
EBITDA이익률	25.17	22.96	19.29	18.89	20.86
영업이익률	22.54	17.70	12.92	13.97	16.45
계속사업이익률	18.41	5.42	8.93	10.84	12.93

투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	3,095	1,336	1,701	2,725	3,781
BPS	19,256	20,416	22,117	24,842	28,624
CFPS	4,888	6,222	3,863	5,152	6,528
EBITDAPS	4,242	5,243	3,666	4,752	6,107
SPS	16,833	22,820	19,017	25,161	29,271
DPS	150	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	18.58	40.27	21.13	13.19	9.51
PBR	2.99	2.64	1.63	1.45	1.26
PCFR	11.76	8.65	9.31	6.98	5.51
EV/EBITDA	17.14	14.47	15.60	12.12	9.24
PSR	3.42	2.36	1.89	1.43	1.23
재무비율(%)					
ROE	19.25	7.37	8.70	12.52	15.12
ROA	9.16	3.01	3.50	5.46	6.95
ROIC	11.85	4.67	5.01	6.98	8.94
부채비율	124.32	164.90	135.05	125.32	111.25
순부채비율	86.12	118.38	98.04	88.22	71.41
이자보상배율(배)	30.42	8.65	4.73	7.12	9.72

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	169.9	225.8	207.5	246.0	287.0
금융자산	26.0	29.8	26.4	22.8	36.5
현금성자산	21.8	28.1	25.0	20.9	34.3
매출채권	84.4	112.0	108.6	119.5	125.5
재고자산	46.4	66.7	73.4	80.8	84.8
기타유동자산	13.1	17.3	(0.9)	22.9	40.2
비유동자산	266.9	321.3	322.2	329.7	341.2
투자자산	0.2	4.5	3.8	5.0	5.8
금융자산	0.2	4.5	3.8	5.0	5.8
유형자산	247.4	278.3	280.4	287.0	298.0
무형자산	2.4	2.3	1.9	1.5	1.3
기타비유동자산	16.9	36.2	36.1	36.2	36.1
자산총계	436.8	547.1	529.7	575.8	628.2
유동부채	140.4	174.7	139.1	154.0	163.9
금융부채	94.3	112.4	85.4	86.3	86.9
매입채무	8.1	12.5	10.4	13.8	16.1
기타유동부채	38.0	49.8	43.3	53.9	60.9
비유동부채	101.7	165.9	165.2	166.3	167.0
금융부채	99.3	162.0	162.0	162.0	162.0
기타비유동부채	2.4	3.9	3.2	4.3	5.0
부채총계	242.1	340.6	304.3	320.2	330.8
지배주주지분	194.1	206.9	225.8	255.9	297.8
자본금	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2
자본잉여금	49.3	49.3	49.3	49.3	49.3
자본조정	(19.0)	(19.0)	(19.0)	(19.0)	(19.0)
기타포괄이익누계액	(2.0)	(1.6)	(1.6)	(1.6)	(1.6)
이익잉여금	159.7	172.1	190.9	221.1	262.9
비지배주주지분	0.6	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
자본총계	194.7	206.5	225.4	255.5	297.4
순금융부채	167.7	244.5	220.9	225.4	212.4

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	(0.6)	(11.6)	37.8	16.7	38.9
당기순이익	34.3	13.7	18.8	30.2	41.9
조정	1	4	1	1	1
감가상각비	5.0	13.4	13.4	13.7	14.3
외환거래손익	(0.8)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(3.2)	(9.3)	(12.4)	(12.7)	(13.3)
영업활동 자산부채 변동	(44.3)	(62.5)	5.6	(27.1)	(17.3)
투자활동 현금흐름	(111.8)	(56.0)	(14.0)	(21.7)	(26.1)
투자자산감소(증가)	(0.2)	(4.3)	0.8	(1.2)	(0.8)
자본증가(감소)	(106.6)	(50.8)	(15.0)	(20.0)	(25.0)
기타	(5.0)	(0.9)	0.2	(0.5)	(0.3)
재무활동 현금흐름	80.2	74.6	(27.0)	0.9	0.6
금융부채증가(감소)	96.1	80.7	(27.0)	0.9	0.6
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(14.6)	(4.8)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(1.3)	(1.3)	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(31.4)	6.3	(3.1)	(4.1)	13.4
Unlevered CFO	54.1	68.9	42.8	57.0	72.3
Free Cash Flow	(108.0)	(62.9)	22.8	(3.3)	13.9

2020년 9월 24일

제노레이 (122310)

탄탄한 포트폴리오, 준비된 기업

투자 의견 'BUY', 목표주가 15,500원 유지

제노레이에 대해 투자 의견 'BUY'와 목표주가 15,500원을 유지한다. 제노레이는 메디컬과 덴탈 사업부를 영위하며 시너지를 내고 있다. 시장은 다르지만 X-ray의 근본 메커니즘이 동일하기 때문에 기술 개발도 수월하며 연구개발비용의 효율성 측면에서도 뛰어나다. 또한 상호 유통망을 통해 영업 네트워크도 더욱 강화할 수 있는 만큼 시장 트렌드 변화에 빠른 대응도 가능하다. 2020년 코로나 19에도 불구하고 다변화된 수출 지역과 꾸준한 수요가 있는 메디컬 사업부를 보유함에 따라 선방한 실적을 보여주고 있다. 현 주가는 올해 예상실적 기준 10배로 여전히 밸류에이션 매력을 보유하고 있다.

3Q Preview: 매출액 174억원과 영업이익 39억원 전망

제노레이 3분기 예상 실적은 매출액 174억원(+14.5%, YoY)과 영업이익 39억원(+10.3%, YoY)으로 추정한다. 하반기에는 6월에 이루어진 중국향 덴탈장비 공급계약건을 기반으로 매출액이 증가할 것으로 예상된다. 최근에는 프리미엄 치과용 CT인 'PAPAYA 3D Premium Plus'는 미국 FDA 승인을 획득하며 제품 경쟁력도 증명하고 있다. 이와 함께 국내는 이비인후과용 ENT 장비 판매도 이루어지기 시작한 만큼 향후 국내 시장에서의 매출 확대도 기대된다. 메디컬 장비인 'C-Arm'도 국내외로 꾸준히 잘 팔리는 품목인 만큼 하반기 실적 기대감을 가져도 충분할 것으로 예상된다.

2020년 실적 매출액 743억원과 영업이익 167억원 전망

2020년 실적은 매출액 743억원(+14.1%, YoY)과 영업이익 167억원(+14.0%, YoY)으로 전망한다. 코로나19 영향으로 영업이 쉽지 않은 상황에서도 품목 및 지역 다변화를 지속적으로 확대하며 전년대비 성장하는 실적을 보여줄 것으로 예상된다. 제노레이는 2분기를 저점으로 하반기 실적 성장이 이루어질 전망이다. 만큼 매수 전략이 유효하다.

Update

BUY

| TP(12M): 15,500원 | CP(9월23일): 10,150원

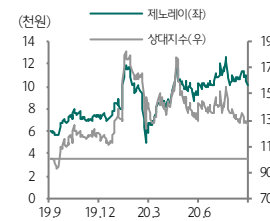
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	843.45
52주 최고/최저(원)	12,650/5,050
시가총액(십억원)	147.7
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	14,553.8
60일 평균 거래량(천주)	628,673.3
60일 평균 거래대금(십억원)	7.1
20년 배당금(예상, 원)	135
20년 배당수익률(예상, %)	1.23
외국인지분율(%)	6.51
주요주주 지분율(%)	
박병욱 외 10 인	28.50
원익 그로쓰채프 2011의3호 사모투자전문회사	7.76
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(1.5) 72.9 67.7
상대	(7.0) (9.0) 28.2

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	74.3	86.5
영업이익(십억원)	16.7	19.3
순이익(십억원)	15.0	17.3
EPS(원)	1,031	1,189
BPS(원)	5,086	6,156

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	56.3	65.1	74.3	86.5	100.5
영업이익	십억원	11.0	14.7	16.7	19.3	22.4
세전이익	십억원	11.0	15.0	17.3	20.3	23.8
순이익	십억원	9.5	13.2	15.0	17.3	19.9
EPS	원	787	975	1,030	1,189	1,371
증감률	%	55.84	23.89	5.64	15.44	15.31
PER	배	8.34	7.68	9.90	8.58	7.44
PBR	배	1.86	1.78	1.99	1.65	1.38
EV/EBITDA	배	5.37	5.27	7.09	5.43	4.30
ROE	%	27.35	25.33	22.68	21.54	20.56
BPS	원	3,527	4,219	5,117	6,174	7,411
DPS	원	101	135	135	135	135



Analyst 안주원
02-3771-3125
joowonahn@hanafn.com



Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com

코스닥벤처 정민구
02-3771-3429
mingu.jeong@hanafn.com

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	56.3	65.1	74.3	86.5	100.5
매출원가	33.3	35.9	40.6	47.6	55.3
매출총이익	23.0	29.2	33.7	38.9	45.2
판매비	12.0	14.5	17.0	19.6	22.8
영업이익	11.0	14.7	16.7	19.3	22.4
금융손익	0.1	0.3	0.3	0.4	0.9
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	0.0	0.3	0.6	0.5
세전이익	11.0	15.0	17.3	20.3	23.8
법인세	1.6	1.7	2.3	3.0	3.9
계속사업이익	9.5	13.2	15.0	17.3	19.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	9.5	13.2	15.0	17.3	19.9
비지배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	9.5	13.2	15.0	17.3	19.9
지배주주지분포괄이익	9.5	13.4	15.0	17.3	19.9
NOPAT	9.4	13.0	14.5	16.5	18.8
EBITDA	13.1	17.8	19.6	23.5	27.0
성장성(%)					
매출액증가율	26.52	15.63	14.13	16.42	16.18
NOPAT증가율	62.07	38.30	11.54	13.79	13.94
EBITDA증가율	61.73	35.88	10.11	19.90	14.89
영업이익증가율	77.42	33.64	13.61	15.57	16.06
(지배주주)순이익증가율	82.69	38.95	13.64	15.33	15.03
EPS증가율	55.84	23.89	5.64	15.44	15.31
수익성(%)					
매출총이익률	40.85	44.85	45.36	44.97	44.98
EBITDA이익률	23.27	27.34	26.38	27.17	26.87
영업이익률	19.54	22.58	22.48	22.31	22.29
계속사업이익률	16.87	20.28	20.19	20.00	19.80

투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	787	975	1,030	1,189	1,371
BPS	3,527	4,219	5,117	6,174	7,411
CFPS	1,180	1,411	1,371	1,693	1,926
EBITDAPS	1,084	1,312	1,350	1,617	1,858
SPS	4,677	4,794	5,105	5,943	6,905
DPS	101	135	135	135	135
주가지표(배)					
PER	8.34	7.68	9.90	8.58	7.44
PBR	1.86	1.78	1.99	1.65	1.38
PCFR	5.56	5.31	7.44	6.02	5.30
EV/EBITDA	5.37	5.27	7.09	5.43	4.30
PSR	1.40	1.56	2.00	1.72	1.48
재무비율(%)					
ROE	27.35	25.33	22.68	21.54	20.56
ROA	19.70	19.33	17.49	17.10	16.71
ROIC	30.47	32.31	29.24	29.81	31.06
부채비율	29.95	31.77	27.84	24.36	21.96
순부채비율	(24.50)	(25.44)	(28.72)	(36.62)	(41.43)
이자보상배율(배)	31.84	60.31	55.11	62.94	71.93

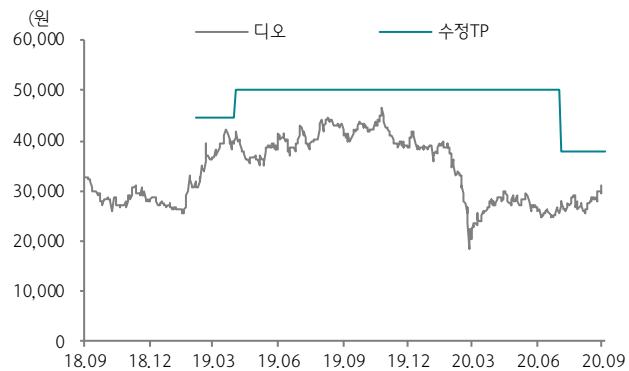
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	43.9	59.0	72.4	87.7	106.2
금융자산	16.9	24.6	30.5	42.0	53.9
현금성자산	10.2	14.5	20.4	31.9	43.8
매출채권	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
재고자산	15.3	19.1	24.9	26.5	30.8
기타유동자산	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
비유동자산	14.6	19.5	20.6	21.7	23.1
투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
금융자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	3.7	6.1	6.2	6.5	7.1
무형자산	9.9	11.9	12.9	13.8	14.6
기타비유동자산	1.0	1.5	1.5	1.4	1.4
자산총계	58.4	78.5	92.9	109.5	129.3
유동부채	10.8	15.6	16.9	18.0	19.8
금융부채	3.5	6.6	6.7	6.8	7.0
매입채무	5.1	6.3	6.9	7.8	9.1
기타유동부채	2.2	2.7	3.3	3.4	3.7
비유동부채	2.7	3.3	3.3	3.4	3.5
금융부채	2.3	2.9	2.9	2.9	2.9
기타비유동부채	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6
부채총계	13.5	18.9	20.2	21.4	23.3
지배주주지분	45.0	59.6	72.7	88.0	106.0
자본금	2.1	2.5	2.5	2.5	2.5
자본잉여금	18.8	23.4	23.4	23.4	23.4
자본조정	0.5	(1.8)	(1.8)	(1.8)	(1.8)
기타포괄이익누계액	(0.2)	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	23.8	35.5	48.6	63.9	82.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	45.0	59.6	72.7	88.0	106.0
순금융부채	(11.0)	(15.2)	(20.9)	(32.2)	(43.9)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	6.9	10.7	11.4	18.9	19.6
당기순이익	9.5	13.2	15.0	17.3	19.9
조정	0	1	0	0	0
감가상각비	2.1	3.2	3.0	4.2	4.6
외환거래손익	0.1	0.2	(0.2)	0.1	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(2.2)	(2.4)	(2.8)	(4.3)	(4.6)
영업활동 자산부채 변동	(6.9)	(7.8)	(6.4)	(2.8)	(4.9)
투자활동 현금흐름	(10.0)	(8.3)	(3.8)	(5.5)	(6.0)
투자자산감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	(1.4)	(1.0)	(1.5)	(2.9)	(3.5)
기타	(8.6)	(7.3)	(2.3)	(2.6)	(2.5)
재무활동 현금흐름	9.1	1.9	(1.8)	(1.8)	(1.8)
금융부채증가(감소)	(2.4)	3.6	0.1	0.1	0.2
자본증가(감소)	11.3	5.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.2	(5.3)	(0.0)	(0.0)	(0.1)
배당지급	0.0	(1.4)	(1.9)	(1.9)	(1.9)
현금의 증감	6.1	4.3	5.8	11.6	11.9
Unlevered CFO	14.2	19.2	19.9	24.6	28.0
Free Cash Flow	5.5	9.7	9.9	16.0	16.1

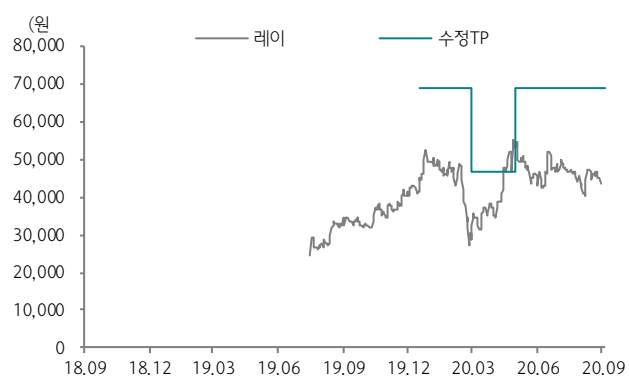
투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

디오



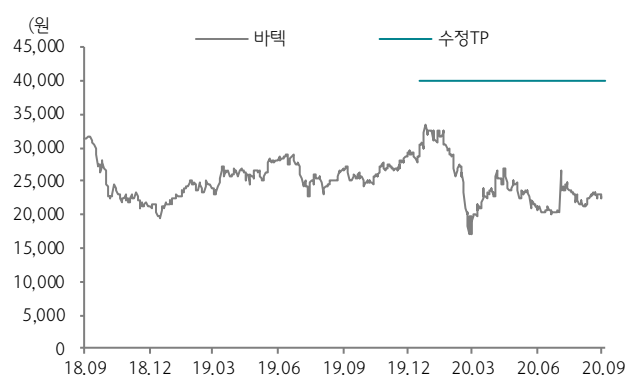
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.7.27	BUY	38,000	-	-
20.4.24	1년 경과	-	-	-
19.4.24	BUY	50,300	-24.45%	-7.36%
19.2.26	BUY	44,700	-16.34%	-5.70%

레이



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.5.25	BUY	69,000	-14.63%	17.02%
20.3.23	BUY	47,000	-34.14%	-23.91%
20.1.9	BUY	69,000	-	-
19.11.28	Not Rated	-	-	-

바텍



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.1.8	BUY	40,000	-	-

오스템임플란트



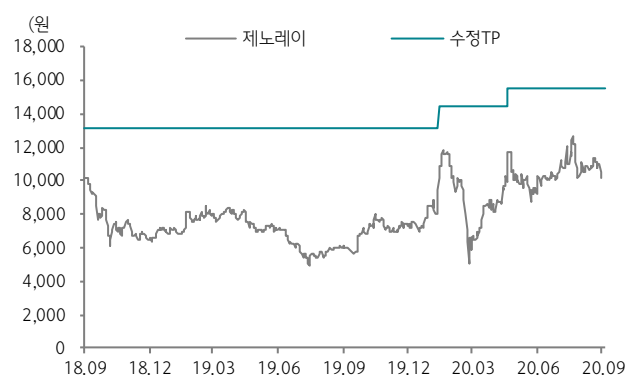
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.9.23	Not Rated	-		

덴티움



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.9.23	Not Rated	-		
17.11.20	BUY	91,300	-29.24%	10.62%

제노레이



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.5.13	BUY	15,500		
20.2.6	BUY	14,442	-38.29%	-18.15%
19.7.18	1년 경과		-	-
18.7.18	BUY	13,089	-40.99%	-18.09%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현재가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

* 기준일: 2020년 09월 24일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(정민구, 안주원)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2020년 09월 24일 현재 해당회사의 자본을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(정민구, 안주원)는 2020년 09월 24일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.