

덴티움 (145720)

한경래 kyungrae.han@dashin.com
이새롬 saerom.lee@dashin.com

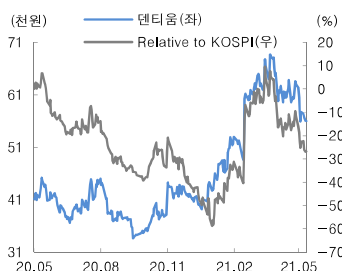
투자의견 **N/R**
유지

6개월 목표주가 **N/R**
유지

현재주가 **56,000**
(21.05.21)
스몰캡

KOSDAQ	3,156.42
시가총액	620십억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	6십억원
52주 최고/최저	68,700원 / 33,650원
120일 평균거래대금	60억원
외국인지분율	19.02%
주요주주	정성민 외 6 인 19.02% 국민연금공단 5.05%

주가수익률(%)	1W	2W	3W	4W
절대수익률	-7.4	10.2	32.5	23.9
상대수익률	-7.0	8.5	7.2	-21.6



2021년 이익률 개선에 주목

2021F 영업이익 전년 대비 +61% 성장

- 2021F 매출액 2,823억원(+22.9% YoY), 영업이익 636억원(+60.7% YoY)
- 중국, 러시아 수출 성장률은 각각 YoY +35%, +36% 예상. 1Q21 비수기에 도 중국 매출 290억원(+219% YoY) 실현. 러시아의 경우 4Q20부터 시작된 매출 회복세 지속으로 2021년 매출 비중 8% 이상 기대
- 1Q21 내수는 부진했으나, 2분기 기점으로 QoQ 성장 기대. 기타(유럽) 지역은 2H21부터 회복 가능할 전망

2021년 OPM 개선 본격화

- 중국 매출 비중 50% 이상으로 중국 임플란트 구조적 수요 확대에 따른 수혜 지속
- 1Q21 덴티움 중국 매출액 성장률은 YoY +219%로 국내 임플란트 수출 데이터 YoY +166%를 크게 상회
- 중국, 러시아향 임플란트 OPM은 20% 중반 이상으로 추정, 2021년 양 국가 중심의 외형 성장이 기대되는 만큼 지역별 Mix 개선 가능할 전망
- 대손상각비, 인건비 등 2021년 고정비 효율화 지속. 연간 판관비 증가율은 16% 수준으로 매출액 상승세 대비 보수적으로 집행
- 2021년 영업이익률 전년 대비 +5.2%p 개선된 22.5% 예상

현재 주가는 2021F PER 13배로 조정

- 4월 이후 주가 조정으로 현재 기업가치는 2021F PER 13배 수준
- 글로벌 임플란트 업체 평균 PER 20배 중반 대비 저평가 상태
- 1) 중국 임플란트 수요 증가세와 직결되는 매출 구조, 2) 임플란트 업종 내 독보적인 기저효과, 3) 제품 Mix 개선 및 고정비 효율화로 2021년 돋보일 영업 레버리지 효과, 4) 2020년부터 지속되고 있는 현금흐름 개선세 감안 시 추세적인 기업가치 우상향 기대

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	186	253	230	282	338
영업이익	42	45	40	64	83
세전순이익	42	34	26	60	77
총당기순이익	34	14	22	46	60
지배지분순이익	34	15	23	46	60
EPS	3,095	1,336	2,037	4,190	5,446
PER	18.6	40.3	20.2	13.4	10.3
BPS	17,535	18,695	20,715	24,749	30,040
PBR	3.3	2.9	2.0	2.3	1.9
ROE	19.2	7.4	10.3	18.4	19.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 덴티움, 대신증권 Research Center

2021F 영업이익 전년 대비 +61% 성장

2021년 매출액 2,823억원(+22.9% YoY), 영업이익 636억원(+60.7% YoY)을 전망한다. 주요 지역별 매출액은 내수 622억원, 중국 1,537억원, 러시아 236억원, 기타(유럽) 414억원을 예상한다. 주요 수출 지역인 중국향 매출액은 전년 대비 35% 성장하며, 2021년에도 전체 외형 확장세를 견인할 전망이다.

1분기 춘절 효과로 연중 비수기이나 1Q20 중국 매출액 290억원(+219%YoY)을 시현하며, 국내 총 임플란트 중국 수출액 증가율 166%를 크게 상회했다. 러시아의 경우 2020년 4분기부터 시작된 반등세가 꾸준히 확대되며 2021년 매출액 비중 8% 이상 주요 거점으로 성장할 전망이다.

내수 매출의 경우 4Q20 이연수요 집중 및 연초 코로나 확산으로 1Q21 신규 발주 부진했으나, 2분기부터 QoQ 성장이 기대된다. 기타(유럽, 동남아) 지역은 2H21부터 단계적인 회복이 가능할 전망이다.

표 21. 덴티움의 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
매출액	40.8	51.5	62.1	75.4	53.8	65.9	75.3	87.4	229.7	282.3	338.0
한국	14.9	14.6	14.7	17.2	12.0	15.8	15.9	18.5	61.4	62.2	64.4
중국	9.1	29.5	34.5	40.7	29.0	36.8	41.0	46.9	113.8	153.7	179.8
러시아	1.6	3.0	3.1	9.6	4.8	4.6	4.0	10.1	17.3	23.6	28.3
두바이	0.7	0.0	0.3	0.5	0.1	0.0	0.5	0.9	1.5	1.5	1.9
기타	14.5	4.4	9.5	7.3	8.0	8.6	13.8	11.0	35.7	41.4	54.6
영업이익	3.2	6.6	12.4	17.3	10.6	14.9	17.1	20.9	39.6	63.6	83.1
지배주주순이익	3.3	2.8	5.1	11.3	8.6	10.0	12.1	15.7	22.5	46.4	60.3
YoY											
매출액	-23.5	-25.3	-2.6	13.2	31.9	28.0	21.2	15.9	-9.0	22.9	19.7
한국	22.7	8.3	-9.5	-4.9	-19.6	8.0	8.0	8.0	2.4	1.3	3.5
중국	-52.8	9.8	22.2	43.7	218.7	25.0	19.0	15.0	10.8	35.1	17.0
러시아	-71.4	-36.3	71.1	68.9	194.4	55.0	30.0	5.0	-3.0	35.9	20.0
두바이	-75.1	-99.9	-78.8	-62.4	-91.0	500.0	80.0	70.0	-86.9	1.3	30.0
기타	7.3	-75.5	-41.2	-44.0	-44.9	95.0	45.0	50.0	-41.2	15.8	32.0
영업이익	-69.7	-57.2	13.7	126.2	231.9	125.1	37.9	20.7	-11.3	60.7	30.6
지배주주순이익	-63.6	-69.6	-54.2	-177.2	156.2	258.7	137.6	38.9	52.5	105.7	30.0
영업이익률	7.9	12.9	20.0	23.0	19.8	22.6	22.8	23.9	17.2	22.5	24.6
순이익률	8.2	5.4	8.2	15.0	15.9	15.2	16.0	18.0	9.8	16.4	17.8

자료: 대신증권 Research Center

2021년 기준 PER 13배, 21년 OPM 개선 본격화

1Q21 호실적 기록에도(매출액, 영업이익 각각 YoY +32%, 232%), 기존 과도하게 계상된 컨센서스 및 2020년 연말부터 지속된 상승 랠리 피로감으로 2021년 4월부터 조정이 지속되었다. 현재 동사의 주가는 2021년 기준 PER 13배 수준이다.

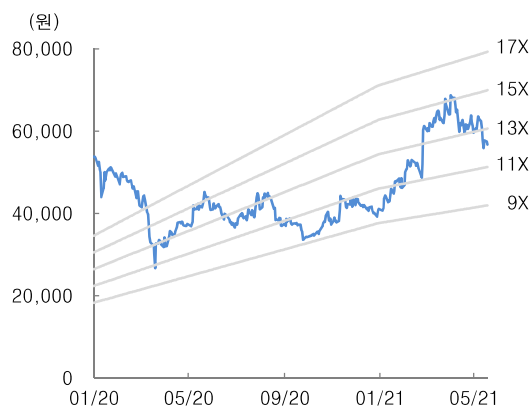
중국/러시아 중심의 견조한 고성장세, 국내 재고 소진에 따른 발주 정상화, 유럽 백신 보급에 따른 수요 회복이 가능한 만큼 만큼 추세적인 기업가치 회복이 기대된다. 2021년은 매출액, 영업이익률 동반 확대로 사상 최대 실적 경신이 예상된다.

주요 성장 거점인 중국, 러시아향 임플란트 OPM은 20%를 상회해 전체 이익률 개선을 이끌고 있다. 2021년 중국, 러시아 매출액 비중은 각각 54%, 8%로 확대될 전망이다. 한편, 대손상각비 등 고정비 절감으로 2021년 판관비는 YoY+ 16% 증가에 그칠 것으로 예상된다.

2021년 연간 영업이익률은 전년 대비 5.3%p 개선된 22.5%를 전망한다. 동사는 글로벌 임플란트 수요의 핵심인 중국에서 해외기업 최초로 임플란트 생산 허가 취득 및 자체 개발 CT 장비 판매 승인을 받았다.

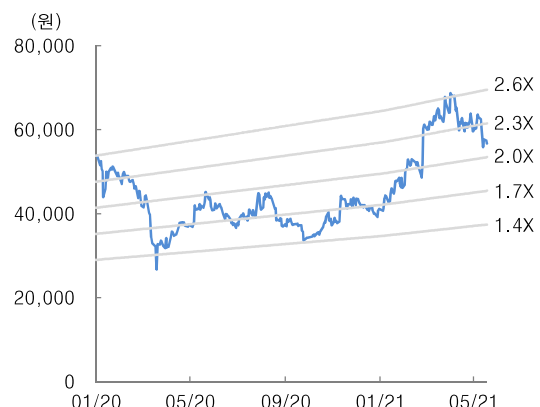
1) 중국향 임플란트 수출 고성장세 지속, 2) 임플란트 업종 중국 외 시장의 높은 기여 효과 구간 진입, 3) 지역별 매출 Mix 개선 및 고정비 효율화로 2021년 돋보일 영업 레버리지 등이 기대되며 추세적인 업종 성장과 함께 주가 우상향을 기대한다.

그림 181. 덴티움 PER 밴드



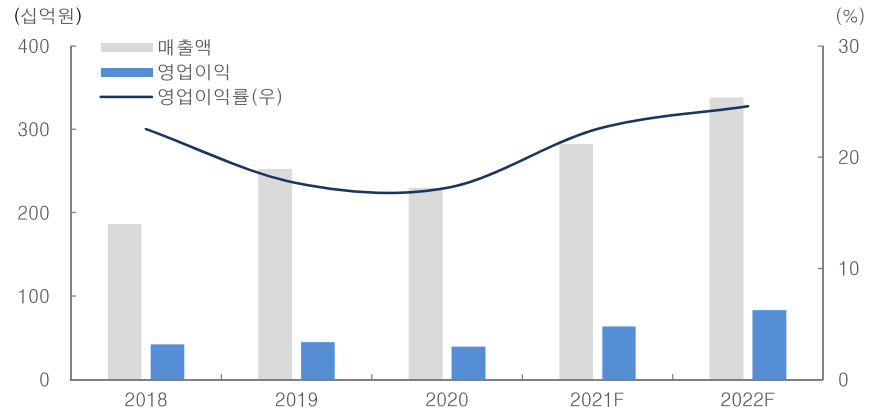
자료: 덴티움, 대신증권 Research Center

그림 182. 덴티움 PBR 밴드



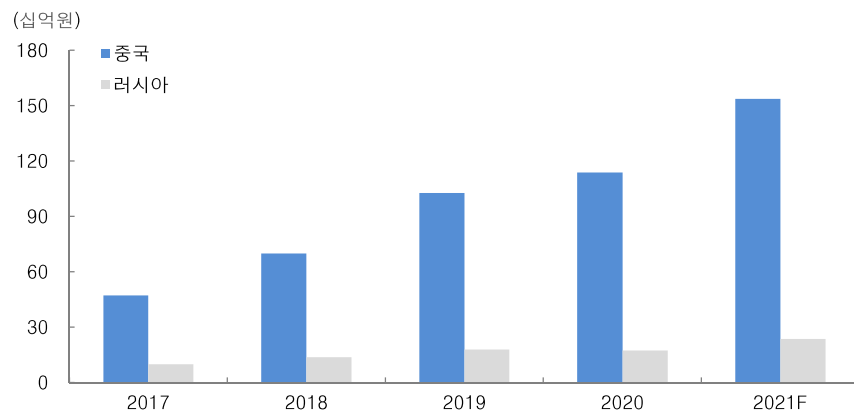
자료: 덴티움, 대신증권 Research Center

그림 183. 덴티움 매출액, 영업이익 추이 및 전망



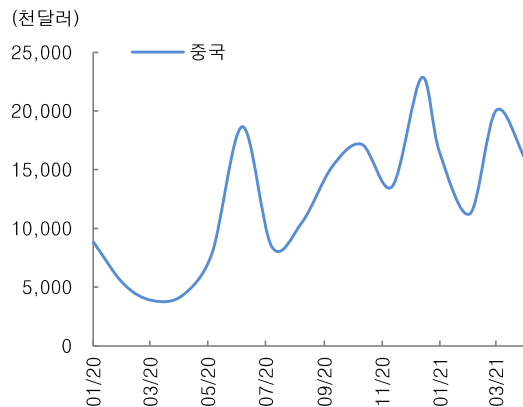
자료: 덴티움, 대신증권 Research Center

그림 184. 중국, 러시아 매출 추이 및 전망



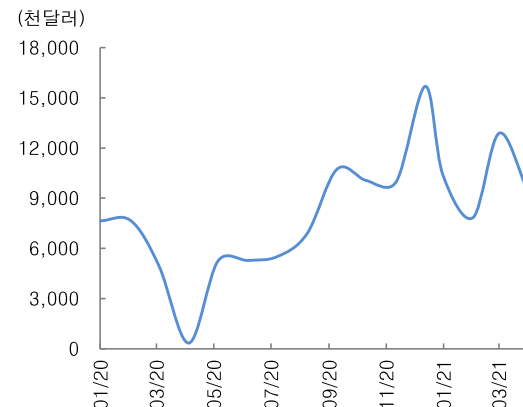
자료: 덴티움, 대신증권 Research Center

그림 185. 관세청 임플란트 중국 수출액



자료: 관세청, 대신증권 Research Center

그림 186. 수원(덴티움 국내 공장) 임플란트 수출 데이터



자료: 관세청, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

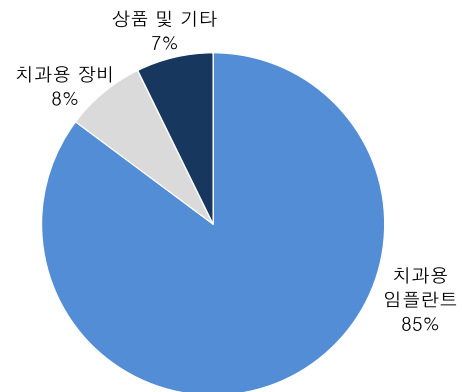
- 임플란트 제조사, 국내 2위 업체 (MS 16%)
- 한국, 중국, 베트남, 미국에 임플란트 생산법인 보유
- 2020년 주요 지역별 매출액 비중은 한국 24% 중국 41%, 러시아 7%, 두바이 5%, 기타 24%
- 자산 5,242억원, 부채 2,866억원, 자본 2,375억원 (1Q21 기준)
(발행주식수: 11,068,830 / 자기주식수: 2,444,939, 1Q21 기준)

주가 변동요인

- 하반기 이후 실적 반등 추이 및 수익성 개선
- 중국, 미국, 인도 등 주요 해외 지역 매출 증가세
- 현금 흐름 개선 추이

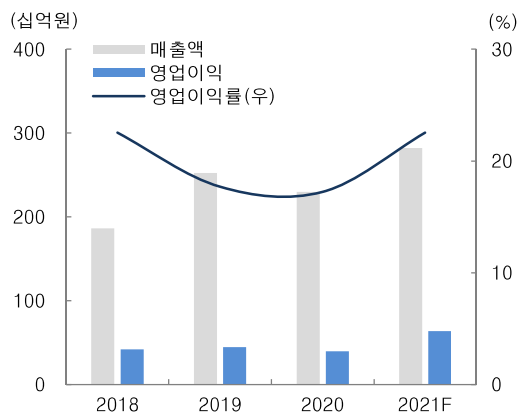
자료: 덴티움, 대신증권 Research Center

제품별 매출 비중

주: 2020년 매출액 기준
자료: 덴티움, 대신증권 Research Center

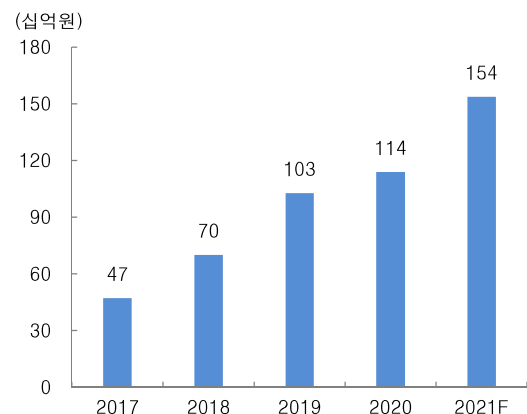
2. Earnings Driver

매출액, 영업이익률 추이 및 전망



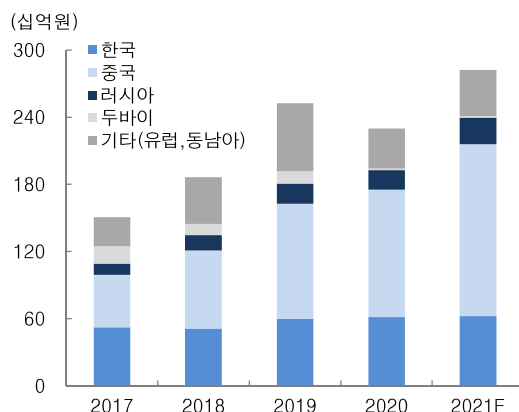
자료: 덴티움, 대신증권 Research Center

중국 매출액 추이



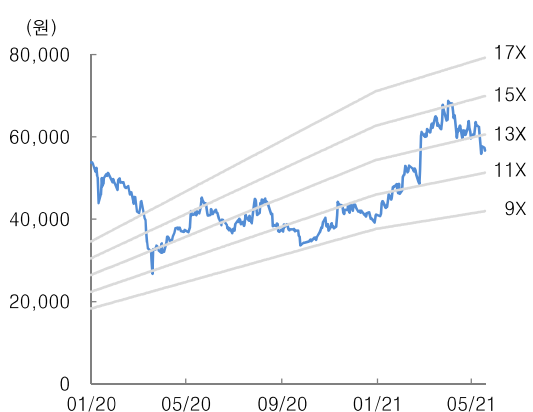
자료: 덴티움, 대신증권 Research Center

지역별 매출액 추이 차트



자료: 덴티움, 대신증권 Research Center

PER 밴드



자료: 덴티움, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	186	253	230	282	338
매출원가	56	85	87	98	117
매출총이익	131	168	143	184	221
판매비와관리비	89	123	103	120	138
영업이익	42	45	40	64	83
영업이익률	22.5	17.7	17.2	22.5	24.6
EBITDA	47	58	54	77	96
영업외손익	0	-11	-14	-4	-6
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	4	6	4	9	5
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	5	-11	-20	-16	-13
외환관련손실	3	3	12	2	2
기타	-9	-6	2	3	3
법인세비용차감전순이익	42	34	26	60	77
법인세비용	8	-20	-4	-13	-17
계속사업순이익	34	14	22	46	60
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	34	14	22	46	60
당기순이익률	18.4	5.4	9.7	16.4	17.8
비자배지분순이익	0	-1	0	0	0
자배지분순이익	34	15	23	46	60
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	34	13	22	46	60
비자배지분포괄이익	0	-1	0	0	0
자배지분포괄이익	34	14	22	46	60

Valuation 지표

(단위: 원 배, %)

	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
EPS	3,095	1,336	2,037	4,190	5,446
PER	18.6	40.3	20.2	13.4	10.3
BPS	17,535	18,695	20,715	24,749	30,040
PBR	3.3	2.9	2.0	2.3	1.9
EBITDAPS	4,242	5,243	4,913	6,952	8,676
EV/EBITDA	17.1	14.5	11.7	10.0	7.5
SPS	16,833	22,820	20,756	25,507	30,540
PSR	3.4	2.4	2.0	2.2	1.8
CFPS	4,888	6,222	7,248	8,688	10,244
DPS	150	0	200	200	200

재무비율

(단위: 원 배, %)

	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
성장성					
매출액 증가율	23.7	35.6	-9.0	22.9	19.7
영업이익 증가율	2.2	6.4	-11.3	60.7	30.6
순이익 증가율	13.1	-60.0	62.1	108.7	30.0
수익성					
ROIC	12.3	4.7	8.5	12.7	15.9
ROA	11.2	9.1	7.5	11.8	14.3
ROE	19.2	7.4	10.3	18.4	19.9
안정성					
부채비율	124.3	164.9	123.2	106.2	78.7
순차입금비율	86.1	118.4	79.9	53.4	29.8
이자보상배율	30.4	8.7	4.9	0.0	0.0

자료: 덴타움, 대신증권 Research Center

재무상태표

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
유동자산	170	226	195	258	292
현금및현금성자산	22	28	37	72	86
매출채권 및 기타채권	91	117	96	110	115
재고자산	46	67	56	70	85
기타유동자산	11	14	6	6	6
비유동자산	267	321	315	306	302
유형자산	247	278	268	259	255
관계기업투자지급	0	0	0	0	0
기타비유동자산	20	43	47	47	47
자산총계	437	547	510	565	594
유동부채	140	175	193	158	133
매입채무 및 기타채무	21	25	22	35	38
차입금	67	83	51	50	37
유동성채무	27	26	81	36	21
기타유동부채	26	40	38	36	37
비유동부채	102	166	88	133	128
차입금	99	159	83	128	123
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2	7	5	5	5
부채총계	242	341	282	291	262
자배지분	194	207	229	274	333
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	49	49	49	49	49
이익잉여금	160	172	195	240	298
기타자본변동	-21	-21	-21	-21	-21
비자배지분	1	0	-1	0	0
자본총계	195	207	229	274	333
순차입금	168	244	183	146	99

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	-1	-12	76	64	89
당기순이익	34	14	22	46	60
비현금항목의 가감	20	55	58	50	53
감가상각비	5	13	15	13	13
외환손익	-1	0	8	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	16	42	35	37	41
자산부채의 증감	-44	-63	13	-18	-7
기타현금흐름	-10	-18	-18	-13	-17
투자활동 현금흐름	-112	-56	-9	-7	-7
투자자산	-4	-5	-1	0	0
유형자산	-107	-51	-8	-8	-8
기타	-1	-1	0	0	0
재무활동 현금흐름	80	75	-50	-6	-38
단기차입금	17	-37	-50	-1	-13
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	79	115	3	45	-5
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-1	-1	0	-2	-2
기타	-15	-2	-3	-48	-18
현금의 증감	-31	6	9	35	14
기초 현금	53	22	28	37	72
기말 현금	22	28	37	72	86
NOPLAT	34	18	34	49	65
FCF	-70	-21	39	54	69