



기업분석 | Mid-Small Cap

Analyst

조은애

02 3779 8951

goodkid@ebestsec.co.kr

Buy (initiate)

목표주가	85,000 원
현재주가	60,500 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	●	

Stock Data

KOSPI(5/11)	3,209.43 pt
시가총액	6,697 억원
발행주식수	11,069 천주
52주 최고가 / 최저	68,700 / 33,650 원
90일 일평균거래대금	74.66 억원
외국인 지분율	19.2%
배당수익률(21.12E)	0.3%
BPS(21.12E)	24,164 원
KOSPI대비 상대수익률	1개월 -9.7%
	6개월 7.6%
	12개월 -18.6%
주주구성	자사주 (외 1인) 22.1%
	정성민 (외 1인) 19.0%
	국민연금공단 5.1%

Stock Price



덴티움 (145720)

호황, 풀가동, 그리고 증설

1Q21 Review: 매출액 538억원(+32% yoy), 영업이익 106억원(+232% yoy)

1Q21 매출액은 538억원(+32% yoy), 영업이익 106억원(+232% yoy), 영업이익률 20%(+12%p yoy)를 기록했다. 지역별 매출액은 중국 290억원(+219% yoy), 러시아 48억원(+194% yoy)으로 두 전략국가가 전체 매출 성장을 견인했다. 관세청 발표의 1Q21 임플란트 수출증가율인 중국 +168% yoy, 러시아 +28% yoy를 큰 폭으로 상회했으나 높았던 시장 기대치에는 미치지 못하는 실적을 기록했다.

업황 호조에 따른 증설

2021년 중에는 국내 및 베트남 공장 증설이 진행될 예정이다. 증설이 완료되면 국내 및 베트남 생산능력은 기존 3,250억원에서 3,750억원으로 확대된다. 1분기 중에도 일부 시설투자가 진행된 것으로 파악되며, 예상보다 빠른 매출증가율이 나올 경우 추가적인 증설도 가능해 보인다. 2분기 중국, 러시아 등 전략국가 매출액은 qoq 기준 지속적인 성장 가능성이 것으로 판단한다. 참고로, 관세청 발표 4월 임플란트 수출금액은 3,883만달러(+307% yoy), 지역별로는 중국 1,586만달러(+268% yoy), 러시아 264만달러(+193% yoy)이다.

중국 매출 비중 53%, 저평가 받을 이유 없다

덴티움 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 85,000으로 커버리지를 개시한다. 2021년 예상 매출액은 2,750억원(+20% yoy), 영업이익 557억원(+41% yoy)이 가능할 것으로 예상된다. 전략국가인 중국 매출액은 1,470억원(+29% yoy)으로 전체 매출액 내 비중은 53%에 달할 것으로 전망한다. 현재 동사 추가수준은 21F PER 기준 17배로 동종기업 평균인 24배 대비 큰 폭으로 할인되어 있다. 임플란트 동종 업체 중 중국 민감도가 가장 높은 기업으로 수출 모멘텀을 확인하면서 밸류에이션 리레이팅이 가능할 것으로 판단한다.

Financial Data

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	252.6	229.7	275.0	332.7	399.3
영업이익	44.7	39.6	55.7	66.5	85.1
세전계속사업손익	33.6	26.1	51.6	60.5	79.1
순이익(지배주주)	13.7	22.2	39.9	47.8	62.5
EPS (원)	1,336	2,037	3,604	4,315	5,644
증감률 (%)	-56.8	52.5	77.0	19.7	30.8
PER (x)	40.3	20.2	16.8	14.0	10.7
PBR (x)	2.9	2.0	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA (x)	14.5	11.7	11.7	9.5	7.2
영업이익률 (%)	17.7	17.2	20.3	20.0	21.3
EBITDA 마진 (%)	23.0	23.7	25.7	24.6	25.2
ROE (%)	7.4	10.3	16.1	16.4	18.2
부채비율 (%)	164.9	123.2	98.4	76.0	58.4

주: IFRS 연결 기준

자료: 덴티움, 이베스트투자증권 리서치센터

실적 전망과 Valuation

덴티움에 대해 투자의견 매수와 목표주가 85,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2021년 예상 EPS에 Target PER 24x를 적용해 산출했다. Target PER은 국내 외 치과 의료기기 8개 업체 평균 PER을 적용했다. 글로벌리 가장 빠르게 성장중인 중국 임플란트 시장에서의 시장점유율이 Top 4 에 포함되어 있는 것을 감안하면, 글로벌 비교기업 밸류에이션 수준인 24배 대비 크게 저평가 받고 있다.

2021년 매출액은 2,750억원(+20% yoy), 영업이익 557억원(+41% yoy)을 전망한다. 2021년 예상 동사 중국매출액 비중은 53%(+3%p yoy)로 국내 임플란트 업체 중 중국 실적 민감도가 가장 높다. 전략국가인 중국 매출액은 1,470억원(+29% yoy)으로 예상 시장성장률 +20%를 상회할 것으로 추정한다.

표1 PER 목표주가 산출

	2019	2020	2021E	2022E
EPS(원)	1,336	2,037	3,604	4,315
발행주식수(천주)	11,069	11,069	11,069	11,069
Target Per(x)			24	24
적정 시가총액 (억원)			9,360	11,241
현재주가 (원)			60,300	
목표주가 (원)			85,000	101,000
상승여력			41%	67%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 Peer Valuation 테이블 (컨센서스 기준)

	시가총액 (억원)	매출액 (억원)			OPM (%)			PER (배)		
		2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
덴티움	6,700	2,297	2,949	3,543	17%	21%	21%	20	15	12
디오	6,010	1,201	1,552	1,884	25%	30%	30%	44	18	14
오스템임플란트	12,130	6,316	7,563	8,741	16%	15%	16%	7	16	13
레이	3,530	552	909	1,532	8%	22%	25%	45	22	13
스트라우만홀딩스	26,100	17,100	21,500	23,900	21%	23%	25%	180	52	50
엔비스타	80,100	25,100	31,300	32,800	9%	15%	16%	166	23	21
짐머바이오텍	394,300	77,300	89,100	93,500	20%	23%	25%	n/a	22	20
덴츠플라이	166,000	36,800	46,600	49,000	15%	18%	19%	n/a	23	21
헨리 셰인	128,400	111,300	129,300	131,300	5%	7%	7%	166	23	21
평균					15%	19%	20%	101	24	21

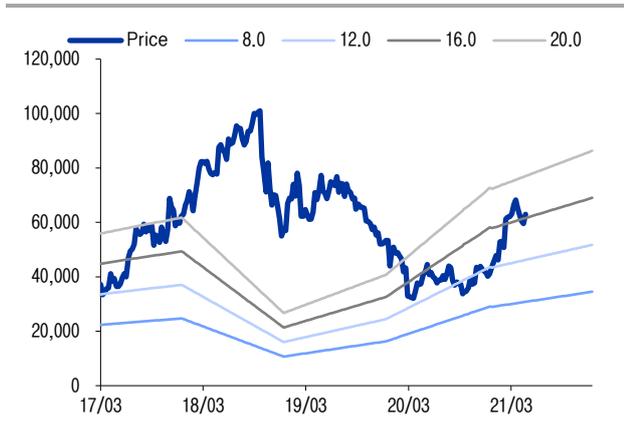
자료: FnGuide, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 덴티움 실적 전망 테이블

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액	408	515	621	754	538	1,863	2,526	2,297	2,750	3,327
% YoY	-23%	-25%	-3%	13%	32%	24%	36%	-9%	20%	21%
1. 국내	149	146	147	172	120	509	600	614	595	665
% YoY	23%	8%	-10%	-5%	-20%	-2%	18%	2%	-3%	12%
% Sales	37%	28%	24%	23%	22%	27%	24%	27%	22%	20%
2. 해외	258	369	474	582	418	1,354	1,926	1,683	2,155	2,662
% YoY	-37%	-33%	0%	20%	62%	37%	42%	-13%	28%	24%
% Sales	63%	72%	76%	77%	78%	73%	76%	73%	78%	80%
중국	91	295	345	407	290	700	1,027	1,138	1,470	1,837
% YoY	-53%	10%	22%	44%	219%	49%	47%	11%	29%	25%
% Sales	22%	57%	56%	54%	54%	38%	41%	50%	53%	55%
매출총이익	269	287	387	485	357	1,308	1,676	1,428	1,752	2,130
% Sales	66%	56%	62%	64%	66%	70%	66%	62%	64%	64%
판매비와관리비	237	221	262	312	250	888	1,229	1,032	1,195	1,464
% Sales	58%	43%	42%	41%	47%	48%	49%	45%	43%	44%
영업이익	32	66	124	173	106	420	447	396	557	665
% YoY	-70%	-57%	14%	126%	232%	2%	6%	-11%	41%	19%
% Sales	8%	13%	20%	23%	20%	23%	18%	17%	20%	20%
지배주주순이익	33	28	51	113	86	343	148	222	399	478
% YoY	-64%	-70%	-54%	-177%	156%	14%	-57%	52%	77%	20%
% Sales	8%	5%	8%	15%	16%	18%	6%	10%	14%	14%

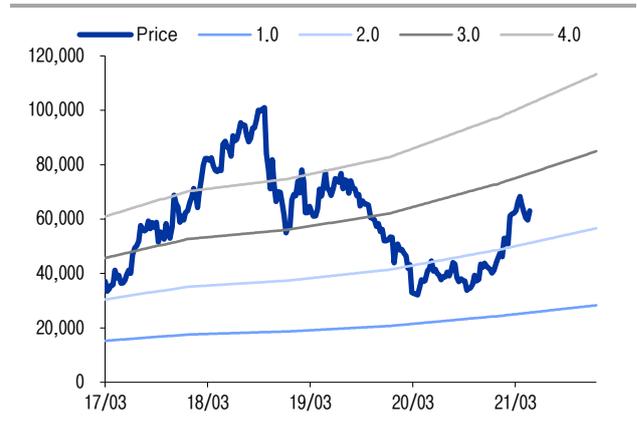
자료: 덴티움, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 덴티움 4Q Forward PER 밴드 차트



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 덴티움 4Q Forward PBR 밴드 차트



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

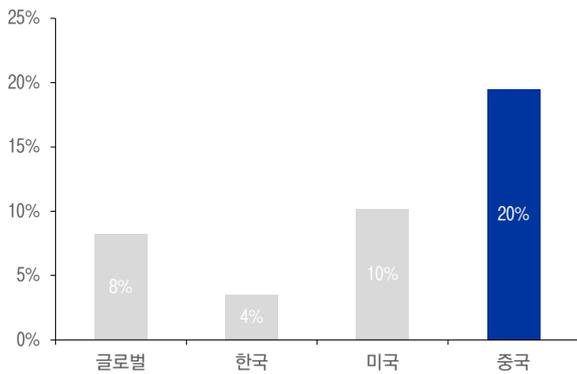
투자포인트. 중국 매출 비중 53%

2021년 덴티움 중국 매출액 비중은 53%에 달할 전망이다. 임플란트 동종 업체 중 중국 민감도가 가장 높은 업체다. 2020년 기준 덴티움의 중국향 수출 매출액은 1,138억원(+11% yoy)으로, 최근 3년 CAGR +34% 증가했다. 2021년 중국 수출 매출액은 1,470억원(+29% yoy)이 가능할 전망이다.

2015~2023년 글로벌 임플란트 시장성장률은 CAGR +8% 성장이 전망된다. 그 중, 중국은 CAGR +20%의 가파른 성장이 예상되는 국가이며, 임플란트 시장에서 가장 큰 비중을 차지하는 미국은 CAGR +10% 성장이 예상된다.

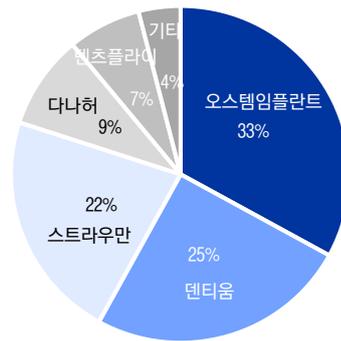
임플란트 산업의 침투율은 통상 인구 1만명당 임플란트 식립수를 척도로 삼는다. 우리나라의 1만명당 임플란트 식립수는 400개 이상으로 글로벌 1위이며, 미국, 유럽 등 선진국은 100여개 수준이다. 중국, 인도 등은 20여개 미만에 머물고 있다.

그림3 2015~2023년 글로벌 임플란트 CAGR 성장률 전망



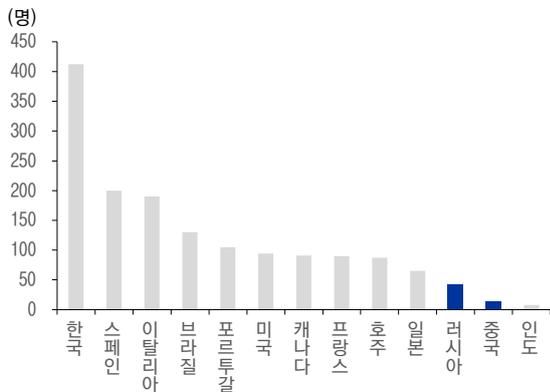
자료: MRG, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 중국 치과용 임플란트 업체별 시장점유율 (2018)



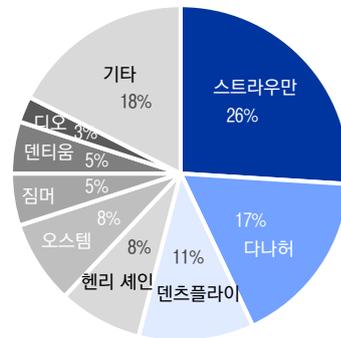
자료: 통계처, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 중국 1만명당 임플란트 식립수 (2018)



자료: 오스템임플란트, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 글로벌 치과용 임플란트 업체별 시장점유율 (2018)



자료: 오스템임플란트, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 덴티움 매출액과 영업이익률 추이



자료: 덴티움, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 부문별 매출액 비중 (2020 기준)



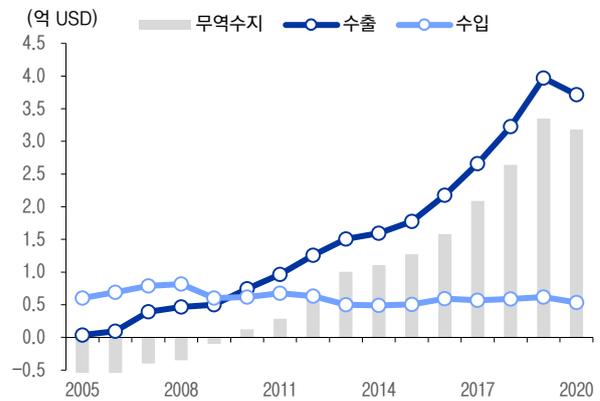
자료: 덴티움, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 2019년 의료기기 수출액 상위 10개 품목

순위	품목	수출액(천USD)
1	초음파영상진단장비	481,711
2	치과용임플란트	224,962
3	조직수복생체재료	218,659
4	소프트콘택트렌즈	186,762
5	체외진단검사시약	132,863
6	치과용엑스선장치	111,634
7	의료영상획득장치	96,140
8	고위험감염체검사시약	91,182
9	치과용임플란트상부구조물	87,333
10	개인용온열기	82,409

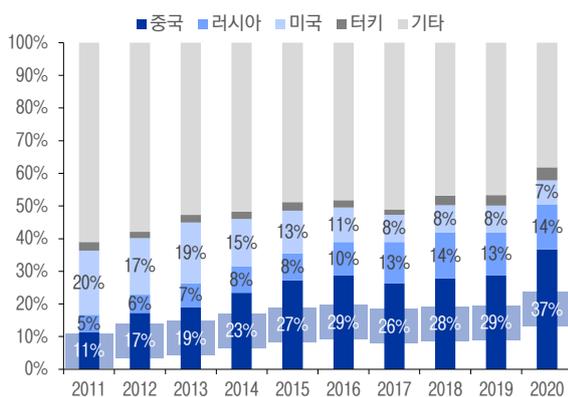
자료: 식약처, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 우리나라 치과용 임플란트 수출입 현황 (2020년 기준)



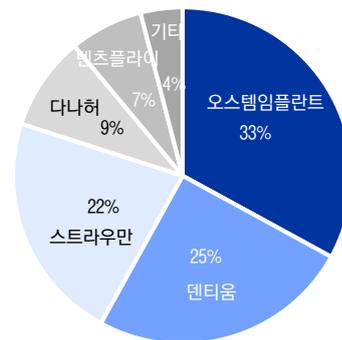
자료: 식약처, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 치과용 임플란트 국가별 수출 비중



자료: MRG, 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 중국 치과용 임플란트 업체별 시장점유율 (2018)



자료: MRG, 이베스트투자증권 리서치센터

덴티움 (145720)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	225.8	195.3	206.7	217.5	250.8
현금 및 현금성자산	28.1	37.3	51.7	73.3	103.9
매출채권 및 기타채권	116.7	96.3	94.1	86.6	85.3
재고자산	66.7	55.6	54.6	51.1	54.7
기타유동자산	14.2	6.0	6.3	6.5	6.8
비유동자산	321.3	315.0	322.6	332.9	340.9
관계기업투자등	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	278.3	267.5	273.2	281.6	287.6
무형자산	2.3	2.1	2.2	2.2	2.3
자산총계	547.1	510.2	529.3	550.4	591.7
유동부채	174.7	193.3	178.0	163.0	147.3
매입채무 및 기타채무	15.8	12.5	14.9	14.4	17.3
단기금융부채	112.4	136.1	128.1	112.1	92.1
기타유동부채	46.5	44.7	35.1	36.5	38.0
비유동부채	165.9	88.3	84.5	74.6	70.7
장기금융부채	162.0	85.2	81.2	71.2	67.2
기타비유동부채	3.9	3.2	3.3	3.4	3.6
부채총계	340.6	281.6	262.5	237.6	218.1
지배주주지분	206.9	229.3	267.5	313.5	374.3
자본금	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2
자본잉여금	49.3	49.3	49.3	49.3	49.3
이익잉여금	172.1	195.0	233.1	279.2	339.9
비지배주주지분(연결)	-0.4	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7
자본총계	206.5	228.6	266.8	312.8	373.6

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	-11.6	75.8	50.7	75.1	80.1
당기순이익(손실)	13.7	22.2	39.9	47.8	62.5
비현금수익비용가감	55.2	58.0	4.1	15.5	15.9
유형자산감가상각비	12.8	14.2	14.3	14.7	15.0
무형자산상각비	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
기타현금수익비용	0.2	7.8	-10.8	0.1	0.1
영업활동 자산부채변동	-62.5	13.5	6.7	11.8	1.8
매출채권 감소(증가)	-39.1	4.2	2.2	7.5	1.3
재고자산 감소(증가)	-19.0	2.7	1.0	3.5	-3.6
매입채무 증가(감소)	2.3	-4.2	2.3	-0.5	2.9
기타자산, 부채변동	-6.7	10.8	1.2	1.2	1.3
투자활동 현금	-56.0	-9.3	-22.6	-25.7	-23.8
유형자산처분(취득)	-50.8	-7.5	-20.0	-23.0	-21.0
무형자산 감소(증가)	-1.2	-0.5	-0.7	-0.7	-0.7
투자자산 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.1
기타투자활동	-4.1	-1.2	-1.8	-1.9	-2.0
재무활동 현금	74.6	-50.0	-13.7	-27.7	-25.7
차입금의 증가(감소)	75.9	-50.0	-12.0	-26.0	-24.0
자본의 증가(감소)	-1.3	0.0	-1.7	-1.7	-1.7
배당금의 지급	1.3	0.0	1.7	1.7	1.7
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	6.3	9.2	14.4	21.7	30.6
기초현금	21.8	28.1	37.3	51.7	73.3
기말현금	28.1	37.3	51.7	73.3	103.9

자료: 덴티움, 이베스트투자증권 리서치센터, IFRS 연결기준

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	252.6	229.7	275.0	332.7	399.3
매출원가	85.0	87.0	99.8	119.8	139.8
매출총이익	167.6	142.8	175.2	213.0	259.5
판매비 및 관리비	122.9	103.2	119.5	146.4	174.5
영업이익	44.7	39.6	55.7	66.5	85.1
(EBITDA)	58.0	54.4	70.7	81.9	100.8
금융손익	-2.8	-15.5	-6.3	-5.7	-7.1
이자비용	5.2	8.0	6.5	5.9	5.2
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-8.3	2.0	2.1	-0.4	1.2
세전계속사업이익	33.6	26.1	51.6	60.5	79.1
계속사업법인세비용	19.9	3.8	11.7	12.7	16.6
계속사업이익	13.7	22.2	39.9	47.8	62.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	13.7	22.2	39.9	47.8	62.5
지배주주	14.8	22.5	39.9	47.8	62.5
총포괄이익	14.2	21.7	39.9	47.8	62.5
매출총이익률 (%)	66.3	62.2	63.7	64.0	65.0
영업이익률 (%)	17.7	17.2	20.3	20.0	21.3
EBITDA마진률 (%)	23.0	23.7	25.7	24.6	25.2
당기순이익률 (%)	5.4	9.7	14.5	14.4	15.6
ROA (%)	3.0	4.3	7.7	8.8	10.9
ROE (%)	7.4	10.3	16.1	16.4	18.2
ROIC (%)	4.5	7.8	10.3	12.4	15.8

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	40.3	20.2	16.8	14.0	10.7
P/B	2.9	2.0	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA	14.5	11.7	11.7	9.5	7.2
P/CF	8.6	5.7	15.2	10.6	8.5
배당수익률 (%)	n/a	0.5	0.3	0.3	0.3
성장성 (%)					
매출액	35.6	-9.0	19.7	21.0	20.0
영업이익	6.4	-11.3	40.7	19.4	27.8
세전이익	-20.0	-22.5	97.9	17.3	30.7
당기순이익	-60.0	62.1	79.6	19.7	30.8
EPS	-56.8	52.5	77.0	19.7	30.8
안정성 (%)					
부채비율	164.9	123.2	98.4	76.0	58.4
유동비율	129.2	101.0	116.1	133.5	170.2
순차입금/자기자본(x)	118.4	79.9	58.6	34.7	14.4
영업이익/금융비용(x)	8.7	4.9	8.6	11.3	16.5
총차입금 (십억원)	274	221	209	183	159
순차입금 (십억원)	244	183	156	109	54
주당지표(원)					
EPS	1,336	2,037	3,604	4,315	5,644
BPS	18,695	20,715	24,164	28,323	33,812
CFPS	6,222	7,248	3,976	5,714	7,077
DPS	n/a	200	200	200	200

덴티움 목표주가 추이		투자이견 변동내역										
(원) 100,000 80,000 60,000 40,000 20,000 0 19/05 19/11 20/05 20/11		투자 의견	목표 가격	괴리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%)		
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
		2021.05.12 2021.05.12	변경 Buy	조은애 85,000								

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 조은애)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자이견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.6% 6.4%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자이견 비율은 2020. 4. 1 ~ 2021. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)