

# 덴티움(145720)

## 이제는 글로벌 피어와 어깨를 나란히 할 때

### 1분기도 시장의 기대에 부합할 것

2017년 매분기 실적으로 시장의 기대를 저버리지 않았던 덴티움은 올해 1분기에 도 호실적을 달성할 전망이다. 올해 7월부터 시행되는 새로운 임플란트 보험제도 (65세 이상 자기부담금 50%에서 30%로 축소)에 대한 대기수요와 전년의 높은 기저로 1분기 국내 매출은 전년 대비 10% 감소할 전망이다. 그러나 해외 점유율 확대에 따른 수출증가(+46% YoY)가 1분기 매출증가(+21% YoY)를 견인할 것이다. 한국무역통계진흥원 수출데이터에 따르면 임플란트를 포함한 의료기기 및 기타 제품들의 1월과 2월 수출이 전년 대비 58% 늘어난 것으로 나타났다. 전년 4분기 해당 데이터가 감소(-3% YoY)했음에도 덴티움의 수출이 34% 증가했다는 점을 감안하면 이번 1분기에도 덴티움의 수출호조를 기대한다. 안정적 비용집행으로 영업이익 역시 전년 대비 23% 증가한 105억원(영업이익률 27%)을 예상한다.

### 올해 하반기부터는 국내 매출이 살아난다

새로운 보험정책으로 자기부담금이 감소하고 65세 이상 보험 수혜자도 늘어나 국내 시장은 우호적 영업환경이 조성될 것이다. 이에 따라 국내 점유율 2위(15%) 덴티움도 직접적 수혜를 입어 2017년 다소 정체되었던 국내매출(+7% YoY)은 3분기와 4분기 전년 대비 각각 15%, 10% 증가할 전망이다. 점유율 확대 및 고령화 추세에 따라 올해 수출 역시 전년 대비 35% 늘어날 것으로 추정한다. 하반기 국내매출 확대와 수출증가에 힘입어 올해 매출액과 영업이익은 전년 대비 24%, 22% 늘어날 것으로 예상한다.

### 해외 업체들 대비 아직도, 여전히 싸다!

덴티움에 대해 매수 투자의견을 유지하며 목표주가는 8만 6천원에서 11만원으로 28% 상향한다. 덴티움은 매분기 호실적을 달성하면서 valuation이 지속적으로 re-rating되고 있다. 현재 2018년 글로벌 덴탈 관련 업체들의 평균 PER은 27.7 배인 반면 덴티움의 실질적 2018년 PER(자사주 22% 차감)은 18.4배로 여전히 valuation 매력이 높다. EPS증가율, 영업이익률, ROE 등의 지표에서도 해외 업체들에 비해 전혀 손색이 없어 valuation re-rating은 지속될 것으로 예상한다.

### 매수(유지)

목표주가: 110,000원(상향)

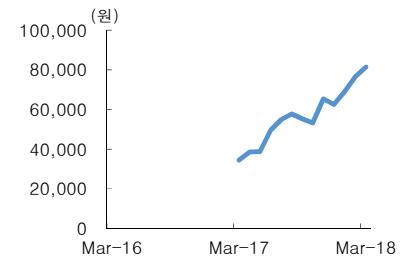
#### Stock Data

KOSPI(3/19)	2,475
주가(3/19)	81,300
시가총액(십억원)	900
발행주식수(백만)	11
52주 최고/최저가(원)	84,600/32,800
일평균거래대금(6개월, 백만원)	7,254
유동주식비율/외국인지분율(%)	54.8/19.2
주요주주(%)	정성민 외 6 인
	19.1

#### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	12.1	44.9	119.1
KOSPI 대비(%p)	10.8	42.5	104.8

#### 주가추이



자료: WISEfn

#### 진홍국

hg.jin@truefriend.com

#### 정은영

eunice.jung@truefriend.com

## 해외 업체들과 비교해봐도 손색이 없는 valuation 매력

덴티움의 목표주가는 2018년 EPS 3,438원에 target PER 33배(PEG 1.1배)를 적용하여 산출했다. 글로벌 덴탈관련 업체들은 인구 고령화에 따라 안정적인 이익성장과 높은 실적 가시성으로 성장성 대비 높은 PER(PEG 2배)을 형성하고 있어 목표주가 산출에 PEG 1.1배 적용은 무리가 없다. 특히 글로벌 1위 임플란트 업체인 Straumann의 경우 올해 및 내년 예상 EPS 증가율이 6%, 17%에 불과함에도 2018F/2019F PER 35배, 30배(PEG 5.6배, 1.8배)에 거래되고 있다. 반면 덴티움은 성장성(2018년 EPS 증가율 30%), 수익성(2018년 영업이익률 26%, ROE 21%) 측면에서 Straumann 및 글로벌 피어그룹 평균대비 손색이 없어 valuation 매력이 높다.

〈표 1〉 Global dental 관련 업체들 peer group

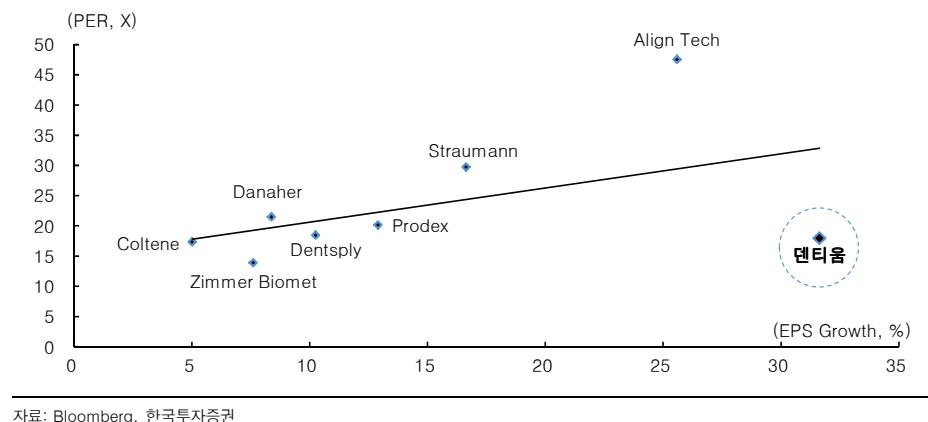
(단위: 백만달러, 십억원)

	Straumann	Align Tech	Coltene	Danaher	Prodex	Dentsply	Zimmer Biomet	글로벌 peer 평균	덴티움
Ticker	STMN SW	ALGN US	CLTN SW	DHR US	PDEX US	Xray US	ZBH US		145720 KS
17년 덴탈 매출 비중 (%)	100	100	100	15	4	44	5		100
Sales	2017	1,130	52	171	18,330	22	3,993	7,824	151
	2018F	1,361	47	186	19,462	24	4,221	7,970	186
	2019F	1,541	49	192	20,364	26	4,427	8,163	232
OP	2017	288	(15)	26	3,021	3	(1,562)	808	40
	2018F	355	(18)	29	3,650	2	827	2,275	49
	2019F	414	(16)	32	3,938	2	897	2,399	62
OPM(%)	2017	25.5	(28.9)	15.2	16.5	12.5	(39.1)	10.3	26.7
	2018F	26.1	(38.4)	15.6	18.8	6.8	19.6	28.5	19.9
	2019F	26.9	(32.2)	16.5	19.3	6.9	20.3	29.4	20.6
NP	2017	277	(15)	19	2,492	5	(1,550)	1,814	29
	2018F	298	(17)	22	2,981	1	598	1,602	38
	2019F	347	(12)	23	3,245	2	663	1,728	50
EPS	2017	20.0	21.4	10.3	(3.0)	530.0	(442.8)	486.9	(312.8)
Growth(%)	2018F	6.2	56.8	15.3	22.4	(75.4)	(140.9)	(13.1)	(179.8)
	2019F	16.6	25.6	5.0	8.4	12.9	10.3	7.6	12.2
ROE(%)	2017	32.0	(65.4)	16.3	10.1	45.0	(21.0)	16.9	4.8
	2018F	25.7	(65.7)	16.6	10.6	N/A	7.4	14.4	1.5
	2019F	24.4	N/A	16.0	10.4	N/A	8.7	14.2	14.8
PER(X)	2017	39.1	57.1	21.0	28.2	5.1	29.6	21.6	28.8
	2018F	34.7	59.7	18.2	23.3	22.7	20.4	15.0	27.7
	2019F	29.7	47.5	17.4	21.5	20.1	18.5	13.9	24.1
PBR(X)	2017	10.2	15.5	3.3	2.5	1.8	2.3	2.1	5.4
	2018F	7.7	15.2	3.0	2.4	N/A	1.9	2.0	5.4
	2019F	6.5	11.9	2.8	2.2	N/A	1.9	1.8	4.5
PEG(X)	2017	2.0	2.7	2.0	(9.5)	0.0	(0.1)	0.0	(0.4)
	2018F	5.6	1.1	1.2	1.0	N/A	N/A	N/A	2.2
	2019F	1.8	1.9	3.5	2.6	1.6	1.8	1.8	2.1

주: 2018년 3월 19일 종가기준

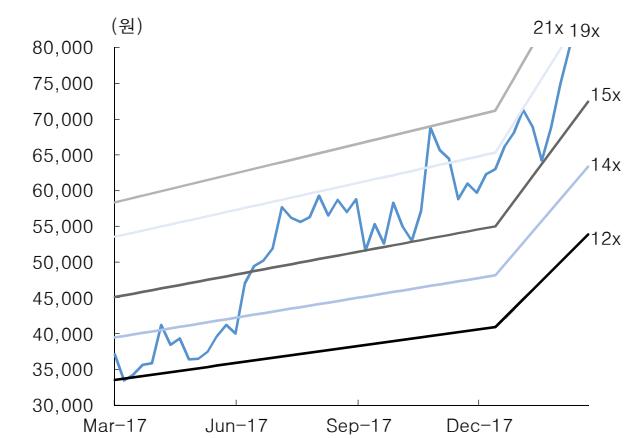
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 1] 글로벌 dental 관련 업체들의 valuation 비교 (2019F)



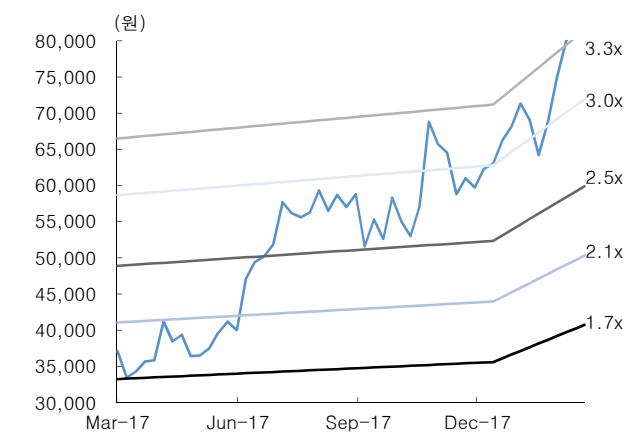
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 2] 덴티움 12MF PER 밴드



자료: Quantewise, 한국투자증권

[그림 3] 덴티움 12MF PBR 밴드



자료: Quantewise, 한국투자증권

〈표 2〉 덴티움 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	32	40	39	40	39	48	49	50	151	186	232
YoY	23.8	31.5	24.6	23.2	21.0	19.7	26.6	26.3	25.8	23.5	24.2
국내	14	13	12	13	12.9	12	14	14	52	53	56
수출	18	27	27	27	26	36	35	37	99	134	175
중국	8	13	13	14	11	17	17	20	47	65	87
러시아	1	4	3	3	3	5	4	4	10	15	19
UAE	3	4	4	4	4	5	5	5	15	19	24
기타	6	7	7	6	9	9	9	8	26	35	45
영업이익	9	11	11	10	10	12	14	12	40	49	62
YoY	4.5	72.5	1.0	187.1	22.7	12.6	33.9	19.7	41.5	22.1	26.3
OPM	26.7	27.2	27.1	26.0	27.0	25.6	28.6	24.6	26.7	26.4	26.9
당기순이익	4	11	10	5	8	10	10	10	29	38	50
YoY	(31.6)	145.6	35.8	76.9	107.5	(7.3)	5.4	105.8	48.3	29.7	31.6
NPM	11.7	28.1	24.7	11.8	20.0	21.8	20.6	19.3	19.4	20.4	21.6

자료: 한국투자증권

## 기업개요 및 용어해설

덴티움은 2000년에 설립되어 2017년 3월 코스피에 상장된 국내 점유율 2위의 임플란트 업체다. 70여개국에 임플란트를 수출하고 있으며 중국에서의 점유율은 3위다. 주요 수출 국가로는 중국, 러시아, UAE 등이 있다.

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017P	2018F	2019F
유동자산	72	92	177	186	215
현금성자산	5	9	68	66	82
매출채권및기타채권	40	53	69	77	86
재고자산	24	26	34	38	42
비유동자산	79	95	115	126	134
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	66	84	104	116	124
무형자산	3	2	2	2	2
자산총계	151	187	292	313	349
유동부채	79	96	98	102	106
매입채무및기타채무	10	13	13	20	29
단기차입금및단기사채	45	56	55	50	42
유동성장기부채	3	2	2	2	2
비유동부채	22	22	20	17	15
사채	0	0	18	15	13
장기차입금및금융부채	22	20	18	16	14
부채총계	102	118	118	119	121
지배주주지분	49	69	173	193	226
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	5	5	5	5	5
기타자본	(39)	(39)	6	28	46
이익잉여금	77	98	157	155	171
비지배주주지분	0	0	1	1	2
자본총계	49	69	174	194	228

## 손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017P	2018F	2019F
매출액	95	120	151	186	232
매출원가	27	37	44	61	82
매출총이익	69	83	107	125	150
판매관리비	52	55	67	76	88
영업이익	17	29	40	49	62
금융수익	3	3	3	4	4
이자수익	0	0	0	1	1
금융비용	3	4	4	4	4
이자비용	1	1	0	0	0
기타영업외손익	0	(1)	(5)	(2)	(0)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	17	26	35	47	62
법인세비용	3	6	6	8	11
연결당기순이익	14	20	30	38	51
지배주주지분순이익	14	20	29	38	50
기타포괄이익	0	(1)	0	0	0
총포괄이익	15	19	30	38	51
지배주주지분포괄이익	15	19	29	38	50
EBITDA	20	32	47	57	69

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017P	2018F	2019F
영업활동현금흐름	15	18	15	29	44
당기순이익	14	20	30	38	51
유형자산감가상각비	3	3	6	7	7
무형자산상각비	1	1	1	1	1
자산부채변동	(7)	(10)	(25)	(4)	(4)
기타	4	4	3	(13)	(11)
투자활동현금흐름	(28)	(19)	(29)	(23)	(18)
유형자산투자	(28)	(18)	(26)	(19)	(15)
유형자산매각	1	0	0	0	0
투자자산순증	(1)	(1)	(0)	(0)	(0)
무형자산순증	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
기타	0	1	(2)	(3)	(2)
재무활동현금흐름	15	5	73	(8)	(10)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	15	6	15	(10)	(12)
배당금지급	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
기타	0	0	59	3	3
기타현금흐름	(0)	0	0	0	0
현금의증가	2	4	59	(2)	16

## 주요투자지표

	2015A	2016A	2017P	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	2,383	3,256	2,652	3,438	4,526
BPS	7,897	9,747	19,182	20,930	23,966
DPS	100	100	101	101	102
성장성(%), YoY					
매출증가율	15.9	25.7	25.8	23.5	24.2
영업이익증가율	(7.4)	70.1	41.5	22.1	26.3
순이익증가율	(14.9)	36.7	48.3	29.7	31.6
EPS증가율	(4.9)	36.6	(18.6)	29.7	31.6
EBITDA증가율	(2.0)	60.0	44.3	20.6	22.8
수익성(%)					
영업이익률	17.6	23.8	26.7	26.4	26.9
순이익률	15.2	16.5	19.4	20.4	21.6
EBITDA Margin	21.3	27.1	31.0	30.3	30.0
ROA	11.0	11.8	12.3	12.7	15.3
ROE	32.4	33.7	24.2	20.8	23.9
배당수익률	–	–	0.2	0.1	0.1
배당성향	4.2	3.1	3.0	2.3	1.8
안정성					
순차입금(십억원)	63	67	23	15	(13)
차입금/자본총계비율(%)	143.1	112.2	53.5	42.7	31.1
Valuation(X)					
PER	NM	NM	23.5	23.6	18.0
PBR	NM	NM	3.2	3.9	3.4
EV/EBITDA	1.2	0.9	14.4	15.4	12.3

주: K-IFRS (연결) 기준

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과거율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
덴티움(145720)	2017.10.17	매수	70,000원	-19.8	-6.4
	2017.11.15	매수	86,000원	-20.5	-1.6
	2018.03.19	매수	110,000원	-	-



## ■ Compliance notice

- 당사는 2018년 3월 19일 현재 덴티움 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

## ■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

## ■ 투자등급 비율 (2017.12.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.6%	19.9%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

## ■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돋기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.