

덴티움(145720)

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

곧 중국 1위라고 불러도 되겠니?

중국, 러시아 등 수출호조로 2분기 실적은 시장 기대치에 부합
 이제는 중국매출 1위까지 넘보는 상황
 중국수출 급증으로 valuation re-rating은 계속될 전망

Facts : 강한 수출 증가가 돋보였던 2분기

2분기 영업이익은 128억원(+17% YoY, OPM 27%)으로 시장 컨센서스에 부합했다. 내수매출은 전년 대비 14% 감소하였으나 수출이 34% 증가하면서 2분기 18%의 매출성장을 견인했다. 중국과 러시아 수출이 각각 46%, 66% 늘어났다는 점이 주요했다.

Pros & cons : 이제는 중국매출 1위가 기대되는 상황

올해 7월부터 시행된 새로운 보험정책(자기부담금 50%에서 30%로 축소)에 따른 대기수요와 2016년 7월부터 임플란트 보험 대상자가 70세에서 65세로 확장됨에 따른 기저효과로 인해 2분기 국내매출이 전년 대비 14% 감소했다는 점은 아쉬운 대목이다. 그러나 하반기부터는 다시 기저효과와 신규수요 창출로 인해 국내매출은 회복할 전망이다. 한편 우리가 강조하고 싶은 부분은 중국매출이다. 덴티움의 1분기 중국매출은 132억원으로 중국 내 매출 1위 업체인 오스탐임플란트의 133억원과 근접한 수준까지 도달했다. 시장성장과 중국 내 점유율 확대에 따라 2분기 덴티움이 중국 매출로 185억원을 달성하면서 근시일 내 중국매출 1위까지도 넘볼 수 있을 것으로 기대한다.

Action : 중국수출 급증으로 valuation re-rating은 계속된다

덴티움에 대해 매수 투자 의견을 유지한다. 2018년 연간에서 올해 하반기부터의 12개월 forward EPS(4,146원)를 적용함에 따라 목표주가는 12만원으로 종전 대비 9% 상향한다. Target PER은 기존 29배를 유지했다. 29배는 글로벌 덴탈 업체들의 2018/2019년 평균 PER이다. 같은 기간 덴티움의 평균 EPS증가율은 30%로 이들 업체들의 평균 EPS증가율 2%를 크게 상회한다. 따라서 목표주가 산출에 글로벌 피어그룹의 평균 PER을 적용함은 크게 무리가 없다는 판단이다. 그동안 덴티움의 주가는 안정적인 실적성장에 따라 지속적으로 valuation이 re-rating되어 왔다. 그러나 이제는 안정적 실적성장을 넘어 중국매출 1위까지 넘보고 있어 valuation re-rating은 지속될 전망이다.

매수(유지)

목표주가: 120,000원(상향)

Stock Data

KOSPI(8/7)	2,300
주가(8/7)	90,000
시가총액(십억원)	996
발행주식수(백만)	11
52주 최고/최저(원)	96,500/49,900
일평균거래대금(6개월, 백만원)	5,280
유동주식비율/외국인지분율(%)	55.3/26.8
주요주주(%)	정성민 외 6인 19.1

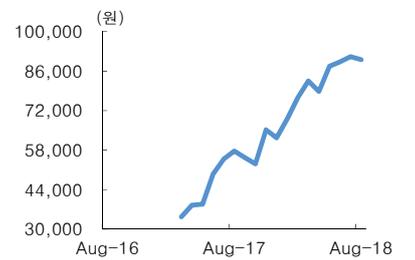
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	22.9	23.2	19.9
PBR(x)	3.8	4.7	4.0
ROE(%)	26.0	24.3	23.6
DY(%)	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(x)	15.5	18.3	14.8
EPS(원)	2,716	3,887	4,527
BPS(원)	16,343	19,144	22,606

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(2.2)	40.2	62.5
KOSPI 대비(%p)	(3.4)	44.2	66.6

주가추이



자료: WISEfn

진홍국

hg.jin@truefriend.com

정은영

eunice.jung@truefriend.com

<표 1> 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	40	39	40	41	47	15.8	17.7	47
영업이익	11	11	11	11	13	21.4	16.5	13
영업이익률(%)	27.2	27.1	28.0	25.7	27.0			26.8
세전이익	13	12	6	11	14	22.0	10.2	13
순이익	11	10	5	10	11	17.4	(1.0)	11

자료: 한국투자증권

[그림 1] 덴티움과 오스팀의 중국매출 추이 - 두 업체간의 매출차이가 좁혀지고 있다



자료: 각 사, 한국투자증권

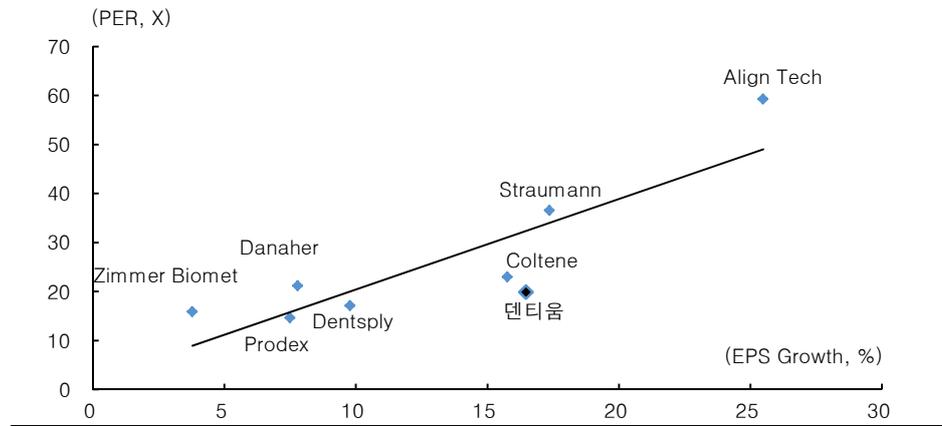
<표 2> Global dental 업체들 - 덴티움의 성장성/수익성은 평균을 크게 상회하나 PER은 낮음

(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(%)	100.0	100.0	100.0	48.0	46.0	48.0	48.0		100.0
Sales									
2017	1,130	1,473	171	18,330	22	3,993	7,824		151
2018F	1,323	1,974	184	19,826	22	4,163	7,960		186
2019F	1,493	2,479	211	20,738	25	4,322	8,099		231
OP									
2017	288	354	26	3,021	3	(1,562)	808		41
2018F	343	484	29	4,122	2	778	2,196		51
2019F	400	627	32	4,454	2	822	2,236		62
OPM(%)									
2017	25.5	24.0	15.2	16.5	12.5	(39.1)	10.3	9.3	27.3
2018F	26.0	24.5	15.7	20.8	9.6	18.7	27.6	20.4	27.3
2019F	26.8	25.3	15.0	21.5	8.7	19.0	27.6	20.6	27.0
NP									
2017	277	231	19	2,492	5	(1,550)	1,814		30
2018F	287	407	20	3,096	2	587	1,567		43
2019F	338	511	25	3,349	2	620	1,631		50
EPS									
2017	20.0	21.4	10.3	(3.0)	530.0	NM	486.9	96.5	(16.6)
Growth(%)									
2018F	3.1	72.0	(1.0)	25.5	(68.3)	NM	(14.7)	(8.2)	43.1
2019F	17.4	25.5	15.8	7.8	7.5	9.8	3.8	12.3	16.5
ROE(%)									
2017	32.0	21.6	16.3	10.1	45.0	(21.0)	16.9	17.3	26.0
2018F	24.1	31.6	13.6	11.1	N/A	7.9	13.7	17.0	24.3
2019F	23.7	31.2	16.5	10.8	N/A	8.3	12.7	17.2	23.6
PER(x)									
2017	39.1	57.1	21.0	28.2	5.1	29.6	21.6	28.8	22.9
2018F	42.9	74.3	26.6	22.8	15.8	18.8	16.5	31.1	23.2
2019F	36.5	59.2	23.0	21.1	14.7	17.1	15.9	26.8	19.9
PBR(x)									
2017	10.2	15.5	3.3	2.5	1.8	2.3	2.1	5.4	3.8
2018F	9.7	21.5	3.5	2.5	N/A	1.7	2.1	6.8	4.7
2019F	8.1	17.3	3.2	2.2	N/A	1.7	1.9	5.7	4.0
PEG(x)									
2017	2.0	2.7	2.0	(9.3)	0.0	NM	0.0	(0.4)	(1.4)
2018F	13.7	1.0	(26.0)	0.9	(0.2)	NM	(1.1)	(2.0)	0.5
2019F	2.1	2.3	1.5	2.7	2.0	1.8	4.2	2.4	1.2

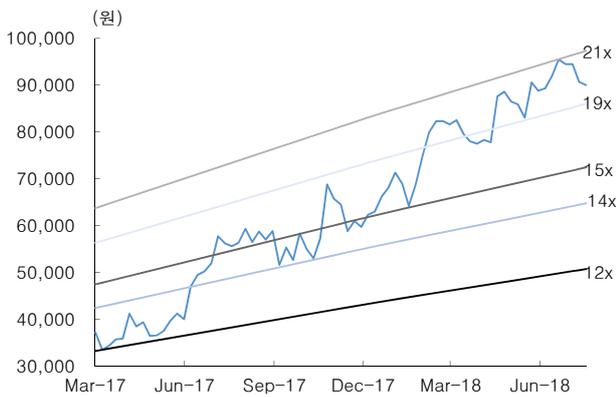
주: 2018년 8월 7일 종가 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 2] 글로벌 Peer들과의 valuation 비교(2019F) - 여전히 성장성 대비 가장 싸다



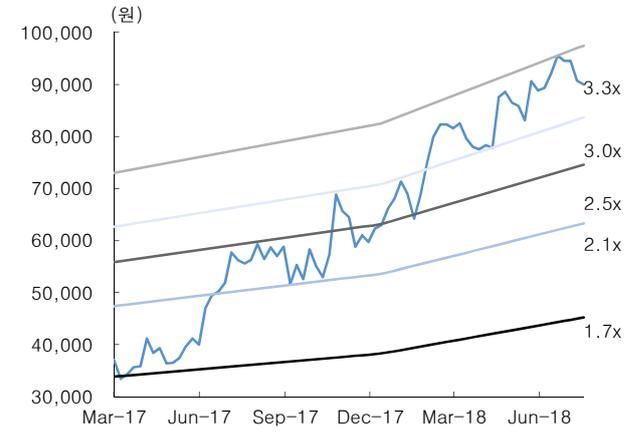
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 3] 12MF PER 밴드: Re-rating이 이어지고 있음



자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 4] 12MF PBR 밴드: Re-rating이 이어지고 있음



자료: Quantwise, 한국투자증권

<표 3> 덴티움 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	32	40	39	40	41	47	48	50	151	186	231
YoY	23.8	31.5	24.6	23.2	27.7	17.7	22.4	26.0	25.5	23.2	24.3
국내	14	13	12	13	13.4	11	11	14	52	50	53
수출	18	27	27	27	27	36	36	36	99	136	177
중국	8	13	13	14	13	18	20	21	47	73	100
러시아	1	4	3	3	3	6	5	4	10	18	24
UAE	3	4	4	4	2	3	3	3	15	11	11
기타	6	7	7	6	9	9	9	8	26	35	41
영업이익	9	11	11	10	11	13	13	14	41	51	62
YoY	4.5	72.5	1.0	187.1	23.2	16.5	27.3	25.7	44.0	23.2	23.3
OPM	26.7	27.2	27.1	26.0	25.7	27.0	28.2	27.9	27.3	27.3	27.0
당기순이익	4	11	10	5	10	11	11	11	30	43	50
YoY	(31.6)	145.6	35.8	76.9	155.6	(1.7)	14.4	109.5	51.9	43.1	16.5
NPM	11.7	28.1	24.7	11.8	23.3	23.5	23.1	22.9	20.0	23.2	21.7

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

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

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	92	149	127	152	185
현금성자산	9	53	29	51	83
매출채권및기타채권	53	57	57	58	58
재고자산	26	35	37	39	40
비유동자산	95	162	221	242	255
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	84	150	209	231	244
무형자산	2	2	2	2	3
자산총계	187	311	348	394	440
유동부채	96	97	104	113	117
매입채무및기타채무	13	13	13	18	25
단기차입금및단기사채	56	44	46	43	43
유동성장기부채	2	3	3	3	3
비유동부채	22	51	50	50	40
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	20	50	49	48	38
부채총계	118	148	154	162	157
지배주주지분	69	162	193	231	282
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	5	49	49	49	49
기타자본	(39)	(19)	36	53	42
이익잉여금	98	127	103	125	187
비지배주주지분	0	1	1	1	1
자본총계	69	162	193	232	283

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	18	22	50	62	77
당기순이익	20	30	43	51	63
유형자산감가상각비	3	4	6	6	6
무형자산상각비	1	1	1	1	2
자산부채변동	(10)	(17)	1	6	1
기타	4	4	(1)	(2)	5
투자활동현금흐름	(19)	(74)	(70)	(36)	(26)
유형자산투자	(18)	(72)	(65)	(28)	(19)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(1)	(1)	(0)	(0)	(0)
무형자산순증	(1)	(1)	(1)	(1)	(3)
기타	1	0	(4)	(7)	(4)
재무활동현금흐름	5	96	(4)	(4)	(19)
자본의증가	0	79	0	0	0
차입금의순증	6	18	0	(3)	(10)
배당금지급	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
기타	0	0	(3)	0	(8)
기타현금흐름	0	(0)	(0)	(0)	0
현금의증가	4	44	(24)	22	32

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

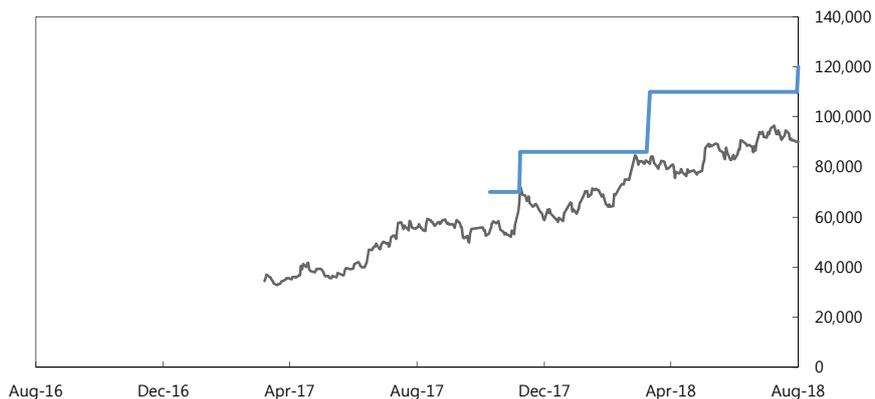
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	120	151	186	231	279
매출원가	37	44	54	73	88
매출총이익	83	107	132	158	191
판매관리비	55	66	81	96	114
영업이익	29	41	51	62	77
금융수익	3	3	3	3	3
이자수익	0	0	1	0	0
금융비용	4	8	8	8	7
이자비용	1	0	0	0	0
기타영업외손익	(1)	(1)	7	4	4
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	26	36	53	62	77
법인세비용	6	6	10	11	14
연결당기순이익	20	30	43	51	63
지배주주지분순이익	20	30	43	50	62
기타포괄이익	(1)	(1)	0	0	0
총포괄이익	19	29	43	51	63
지배주주지분포괄이익	19	29	43	50	62
EBITDA	32	46	57	69	85

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	3,256	2,716	3,887	4,527	5,581
BPS	9,747	16,343	19,144	22,606	27,192
DPS	100	150	151	151	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	25.7	25.5	23.2	24.3	21.0
영업이익증가율	70.1	44.0	23.2	23.3	24.0
순이익증가율	36.7	51.9	43.1	16.5	23.3
EPS증가율	36.6	(16.6)	43.1	16.5	23.3
EBITDA증가율	60.0	41.5	24.8	20.4	23.0
수익성(%)					
영업이익률	23.8	27.3	27.3	27.0	27.7
순이익률	16.5	20.0	23.2	21.7	22.1
EBITDA Margin	27.1	30.5	30.9	29.9	30.4
ROA	11.8	12.2	13.2	13.7	15.1
ROE	33.7	26.0	24.3	23.6	24.1
배당수익률	-	0.2	0.2	0.2	-
배당성향	3.1	4.3	3.0	2.6	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	67	42	67	41	(1)
차입금/자본총계비율(%)	112.2	60.1	50.5	40.8	30.1
Valuation(X)					
PER	NM	22.9	23.2	19.9	16.1
PBR	NM	3.8	4.7	4.0	3.3
EV/EBITDA	0.9	15.5	18.3	14.8	11.5

투자 의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자 의견	목표주가	과리율	
				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	-21.9	-12.3
	2018.08.08	매수	120,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 8월 8일 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 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 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 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

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

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 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 돕기 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.