

# 덴티움(145720)

## 현 주가는 역사적, 상대적, 절대적으로 싸다

### 강한 수출에서 오는 top-line 증가는 비용증가를 커버하고도 남는다

전일 덴티움은 당사 Corp. Day에 참석했다. 3분기 컨센서스를 하회하는 실적을 발표한 후 주가가 급락한 바 있어 매수기회를 모색하려는 투자자들의 관심이 높았다. 3분기 부진했던 실적의 원인은 비용증가였다. 일회성 비용도 발생했지만 추세적인 비용증가로 현재의 높은 이익률이 훼손될 수 있다는 우려가 투자자들 사이에서 일부 있었던 것으로 보인다. 3분기 영업이익이 컨센서스를 19% 하회했으나 주가는 고점 대비 40%가량 하락했던 점이 이를 반증한다. 회사는 이러한 시장의 우려를 충분히 인지하고 있어 향후 비용집행에 신중을 기할 것으로 예상된다. 반면 품질과 영업력에 기인한 강한 수출 증가세는 인상적이다. 3분기 중국수출은 43% 증가하며 중국 내 1위 자리를 바짝 추격하고 있다. 또한 2017년 34억원에 불과했던 인도매출은 2018년 100억원을 돌파할 전망이다. 강한 수출이 견인하는 매출 증가가 비용증가를 충분히 커버할 것이다.

### 2019년, 매출증가율은 확대되고 마진은 회복할 전망

성장국면에 있는 기업은 top-line 증가가 중요하다. 2019년 예상 매출증가율은 25%로 2018년 21%보다 확대될 전망이다. 점유율 확대로 중국수출이 강세를 지속하고 영업이 케도에 오르며 인도수출도 본격화될 것으로 예상하기 때문이다. 매출증가에 수반될 수 있는 비용증가를 고려하더라도 2019년 영업이익은 37% 늘어날 것이다. 영업이익률도 2018년 25%에서 2019년 27%로 회복할 전망이다.

### 기름기를 쫓 뺀 담백한 valuation, 다시 임플란트의 주인공이 될 것!

매수의견과 목표주가 12만원에 유지한다. 목표주가는 2019년 EPS 4,362원에 목표 PER 28배(PEG 1배)를 적용하여 산출했다. 덴티움은 현재 2019년 PER 16배로 거래되고 있다. 이는 2017년 4월 이래 최저치다. PEG는 0.6배로 절대적 매력도 있다. 2019년 EPS 증가율은 28%로 글로벌 peer 평균 13%보다 높음에도 PER은 이들의 평균 22배보다 낮다. 성장성 측면에서 볼 때 글로벌 peer 중 가장 싸다. 임플란트 업체에 투자할 때는 높은 이익 가시성과 valuation 매력이 중요하다. 실적 정상화와 함께 valuation도 회복할 것으로 예상되어 매수를 권고한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	120	29	20	3,256	36.6	32	0.0	0.9	0.0	33.7	NM
2017A	151	41	30	2,716	(16.6)	46	22.9	15.5	3.8	26.0	0.2
2018F	183	46	38	3,410	25.5	53	20.9	16.0	3.8	21.6	0.2
2019F	229	63	48	4,362	27.9	69	16.3	11.7	3.2	23.3	0.2
2020F	261	66	52	4,702	7.8	74	15.1	10.6	2.7	21.0	0.2

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 매수(유지)

목표주가: 120,000원(유지)

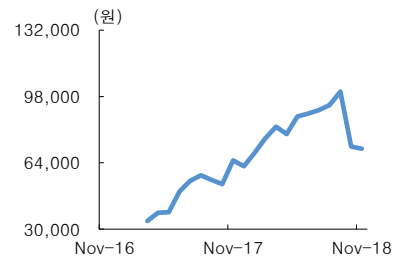
### Stock Data

KOSPI(11/22)	2,070
주가(11/22)	71,200
시가총액(십억원)	788
발행주식수(백만)	11
52주 최고/최저가(원)	101,000/58,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	4,059
유동주식비율/외국인지분율(%)	55.3/28.0
주요주주(%)	정성민 외 7 인 19.1

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(13.4)	(20.4)	6.3
KOSPI 대비(%p)	(9.1)	(4.3)	24.8

### 주가추이



자료: FnGuide

진홍국

hg.jin@truefriend.com

<표 1> 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	2017	2018F	2019F
<b>매출액</b>	<b>32</b>	<b>40</b>	<b>39</b>	<b>40</b>	<b>41</b>	<b>47</b>	<b>46</b>	<b>48</b>	<b>151</b>	<b>183</b>	<b>229</b>
YoY	23.8	31.5	24.6	22.1	27.7	17.7	19.0	21.9	<b>25.5</b>	<b>21.3</b>	<b>25.2</b>
국내	14	13	12	13	13	11	11	12	<b>52</b>	<b>48</b>	<b>47</b>
수출	18	27	27	27	27	36	35	37	<b>99</b>	<b>135</b>	<b>182</b>
중국	8	13	13	14	13	18	18	20	<b>47</b>	<b>71</b>	<b>99</b>
인도	0	1	1	1	2	3	3	3	<b>3</b>	<b>11</b>	<b>15</b>
러시아	1	4	3	3	3	6	2	3	<b>10</b>	<b>15</b>	<b>17</b>
UAE	3	4	4	4	2	3	2	2	<b>15</b>	<b>9</b>	<b>8</b>
기타	6	6	6	5	7	6	9	8	<b>23</b>	<b>30</b>	<b>41</b>
<b>영업이익</b>	<b>9</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>13</b>	<b>10</b>	<b>12</b>	<b>41</b>	<b>46</b>	<b>63</b>
YoY	4.5	72.5	1.0	206.9	23.2	16.5	(3.9)	12.3	<b>44.0</b>	<b>11.6</b>	<b>36.8</b>
OPM	26.7	27.2	27.1	28.0	25.7	27.0	21.9	25.8	<b>27.3</b>	<b>25.1</b>	<b>27.4</b>
<b>당기순이익</b>	<b>4</b>	<b>11</b>	<b>10</b>	<b>5</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	<b>7</b>	<b>10</b>	<b>30</b>	<b>38</b>	<b>48</b>
YoY	(31.6)	145.6	35.8	103.6	155.6	(1.0)	(29.2)	87.8	<b>51.9</b>	<b>25.5</b>	<b>27.9</b>
NPM	11.7	28.1	24.7	13.8	23.3	23.6	14.7	21.2	<b>20.0</b>	<b>20.7</b>	<b>21.1</b>

자료: 덴티움, 한국투자증권

<표 2> 글로벌 dental peer group

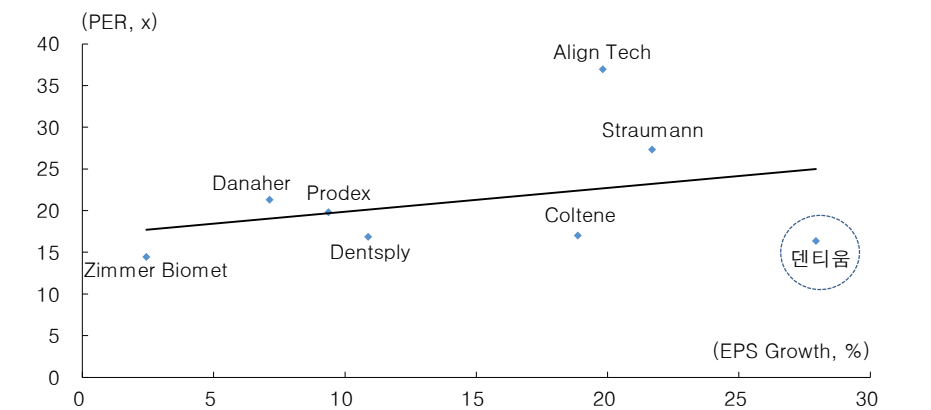
(단위: 백만달러, 십억원)

		Straumann	Align Tech	Coltene	Danaher	Prodex	Dentsply	Zimmer Biomet	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	48	46	48	48		100
Sales	2017	1,130	1,473	171	18,330	22	3,993	7,824		151
	2018F	1,354	1,947	197	19,843	25	3,972	7,930		183
	2019F	1,551	2,392	266	20,607	26	4,018	7,979		229
OP	2017	288	354	26	3,021	2	(1,562)	808		41
	2018F	346	469	26	4,128	4	600	2,108		46
	2019F	408	587	35	4,435	4	666	2,147		63
OPM(%)	2017	25.5	24.0	15.2	16.5	10.6	(39.1)	10.3	<b>9.0</b>	<b>27.3</b>
	2018F	25.6	24.1	13.3	20.8	15.2	15.1	26.6	<b>20.1</b>	<b>25.1</b>
	2019F	26.3	24.5	13.3	21.5	16.5	16.6	26.9	<b>20.8</b>	<b>27.4</b>
NP	2017	277	231	19	2,492	2	(1,550)	1,814		<b>30</b>
	2018F	284	397	21	3,156	3	447	1,565		<b>38</b>
	2019F	347	477	30	3,394	3	492	1,619		<b>48</b>
EPS	2017	20.0	21.4	10.3	(3.0)	(69.8)	NM	486.9	<b>18.4</b>	<b>(16.6)</b>
Growth(%)	2018F	2.0	68.6	(1.0)	26.0	68.4	NM	(15.0)	<b>20.6</b>	<b>25.5</b>
	2019F	21.7	19.8	18.9	7.1	9.4	10.9	2.4	<b>13.0</b>	<b>27.9</b>
ROE(%)	2017	32.0	21.6	16.3	10.1	10.5	(21.0)	16.9	<b>12.3</b>	<b>26.0</b>
	2018F	24.1	31.4	11.4	11.0	N/A	8.0	13.5	<b>16.6</b>	<b>21.6</b>
	2019F	24.6	29.6	13.5	10.7	N/A	8.9	12.3	<b>16.6</b>	<b>23.3</b>
PER(X)	2017	39.1	57.1	21.0	28.2	12.4	29.6	21.6	<b>29.9</b>	<b>22.9</b>
	2018F	33.2	44.3	20.2	22.8	21.6	18.7	14.8	<b>25.1</b>	<b>20.9</b>
	2019F	27.3	36.9	17.0	21.3	19.8	16.8	14.4	<b>21.9</b>	<b>16.3</b>
PBR(X)	2017	10.2	15.5	3.3	2.5	1.7	2.3	2.1	<b>5.3</b>	<b>3.8</b>
	2018F	7.5	13.5	1.8	2.5	N/A	1.5	1.8	<b>4.8</b>	<b>3.8</b>
	2019F	6.2	11.2	1.8	2.3	N/A	1.4	1.7	<b>4.1</b>	<b>3.2</b>
PEG(X)	2017	2.0	2.7	2.0	(9.3)	(0.2)	NM	0.0	<b>(0.5)</b>	<b>(1.4)</b>
	2018F	16.8	0.6	(20.1)	0.9	0.3	NM	(1.0)	<b>(0.4)</b>	<b>0.8</b>
	2019F	1.3	1.9	0.9	3.0	2.1	1.5	5.9	<b>2.4</b>	<b>0.6</b>

주: 11월 22일 종가 기준

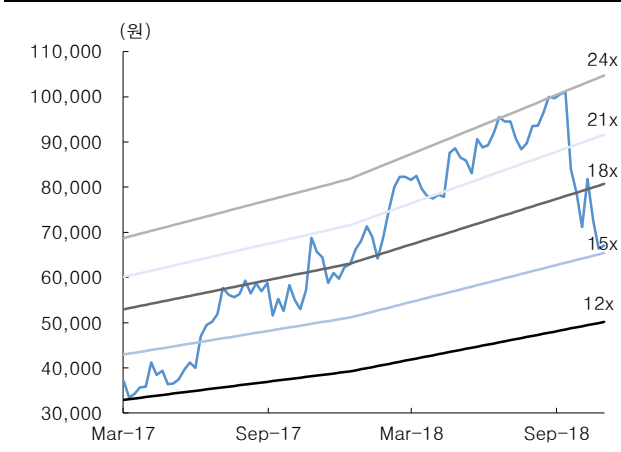
자료: Bloomberg, 한국투자증권

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



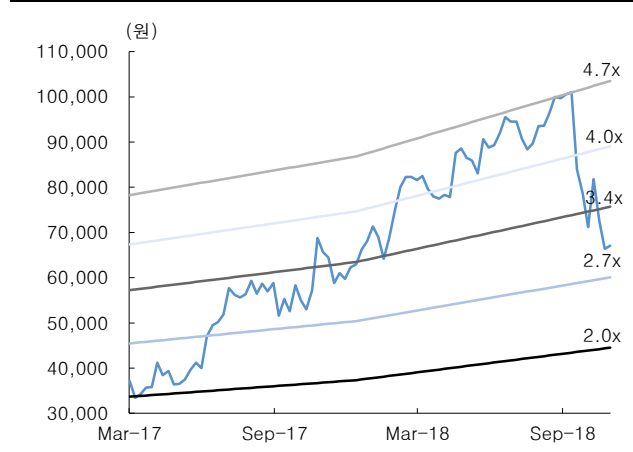
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 2] 12MF PER band



자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 3] 12MF PBR band



자료: Quantiwise, 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	121	148	170
현금성자산	9	53	25	48	75
매출채권및기타채권	53	57	56	58	54
재고자산	26	35	36	38	37
비유동자산	95	162	221	242	255
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	84	150	210	231	244
무형자산	2	2	2	2	3
자산총계	187	311	342	390	425
유동부채	96	97	104	113	116
매입채무및기타채무	13	13	13	18	23
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	156
지배주주지분	69	162	188	227	269
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	5	49	49	49	49
기타자본	(39)	(19)	35	52	41
이익잉여금	98	127	99	122	174
비지배주주지분	0	1	1	1	1
자본총계	69	162	188	228	269

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	18	22	46	63	71
당기순이익	20	30	38	48	52
유형자산감가상각비	3	4	6	6	6
무형자산상각비	1	1	1	1	2
자산부채변동	(10)	(17)	3	5	6
기타	4	3	(2)	3	6
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	(0)	0	(4)	(8)	(3)
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)	1	(8)
기타현금흐름	0	(0)	(0)	(0)	0
현금의증가	4	44	(28)	23	27

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

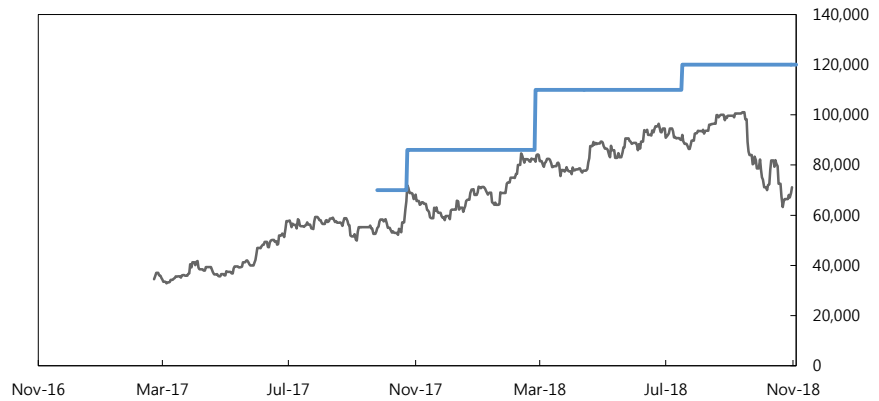
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	120	151	183	229	261
매출원가	37	44	51	64	76
매출총이익	83	107	132	164	185
판매관리비	55	66	86	102	119
영업이익	29	41	46	63	66
금융수익	3	3	3	3	3
이자수익	0	0	1	0	0
금융비용	4	8	8	8	7
이자비용	1	0	0	0	0
기타영업외손익	(1)	(1)	4	1	2
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	26	36	46	59	64
법인세비용	6	6	8	11	12
연결당기순이익	20	30	38	48	52
지배주주지분순이익	20	30	38	48	52
기타포괄이익	(1)	(1)	0	0	0
총포괄이익	19	29	38	48	52
지배주주지분포괄이익	19	29	38	48	52
EBITDA	32	46	53	69	74

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	3,256	2,716	3,410	4,362	4,702
BPS	9,747	16,343	18,667	22,259	25,983
DPS	100	150	151	151	0
성장성(% YoY)					
매출증가율	25.7	25.5	21.3	25.2	14.1
영업이익증가율	70.1	44.0	11.5	36.9	5.7
순이익증가율	36.7	51.9	25.5	27.9	7.8
EPS증가율	36.6	(16.6)	25.5	27.9	7.8
EBITDA증가율	60.0	41.5	14.4	32.0	6.2
수익성(%)					
영업이익률	23.8	27.3	25.1	27.4	25.4
순이익률	16.5	20.0	20.7	21.1	19.9
EBITDA Margin	27.1	30.5	28.8	30.3	28.2
ROA	11.8	12.2	11.6	13.2	12.8
ROE	33.7	26.0	21.6	23.3	21.0
배당수익률	NM	0.2	0.2	0.2	0.0
배당성향	3.1	4.3	3.4	2.7	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	67	42	71	45	8
차입금/자본총계비율(%)	112.2	60.1	51.9	41.5	31.6
Valuation(X)					
PER	0.0	22.9	20.9	16.3	15.1
PBR	0.0	3.8	3.8	3.2	2.7
EV/EBITDA	0.9	15.5	16.0	11.7	10.6

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				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 11월 23일 현재 덴티움 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 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. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0%

※ 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 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.