

덴티움 (145720.KS)

여전히 저평가 상태로 판단

Company Comment | 2023. 3.2

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

4분기 매출액 940억원, 영업이익 351억원으로 컨센서스 부합. 코로나로 인한 중국 저조에도 그 외 지역이 실적 견인하며 고무적인 OPM 달성. VBP 긍정적 효과, 그 외 지역 수요 등으로 '23년에도 지속 성장 전망

무난한 4분기 실적 달성

투자 의견 Buy, 목표주가 15만원으로 25% 상향. 목표주가 상향은 최근 상승한 국내외 피어 기업들의 멀티플을 적용하였기 때문. 피어 멀티플 평균은 지난 프리뷰 당시 11.6배에서 14.2배로 상승

연결 기준 4분기 매출액은 940억원(-0.1% y-y), 영업이익 351억원(+29% y-y)으로 컨센서스에 부합하는 실적 달성. 중국 코로나19 확진자 급증에 따라 중국 4분기 매출액은 420억원(-21% y-y)으로 저조. 다만 러시아, 베트남 등 중국 외 지역에서 크게 성장하며 여전히 견조한 실적 증명

4분기 역시 37.3%의 영업이익률을 달성하며 좋은 수익성 기록. 다만 매출 원가율과 판매비율에서 다른 경향성 나타남. 1)기준에 보수적으로 해온 재고자산평가손실에 대해 4분기 때 환입이 되면서 낮은 매출원가율(21%) 기록, 2)3분기 대비 낮아진 매출채권 회수율로 인해 충당금 증가, 즉 3분기 기저효과로 4분기 대손상각비 72억 반영. 위 경향성은 일회성으로 판단

중국 VBP 우려 해소와 더불어 다른 지역의 성장까지 보자

'23년 매출액 4,375억원(+23% y-y), 영업이익 1,540억원(+24% y-y) 전망. 중국 VBP에 따른 마진 훼손 우려되나 1)중국 매출의 40%인 달러 매출은 VBP 이전에도 약 40% 할인율 제공, 즉 VBP에 따른 판가할인은 달러에 전가될 것이기에 달러 향 마진 영향은 제한적일 것, 2)국공립 향 매출 확대에 따른 이익구조 개선 효과 감안하여 작년과 유사한 OPM 추정

러시아 등 중국 외 지역에 대해서도 큰 성장을 전망하며, 남미-아프리카 등 미출시 지역에 대해서도 장기적 관점 필요. 지속적인 성장 속에서 '23년에도 바로 생산 가능한 라인 추가를 목적으로 CAPEX 투자 300억원 진행

Buy (유지)

목표주가	150,000원 (상향)
현재가 ('23/03/02)	121,100원
업종	의료기기
KOSPI / KOSDAQ	2,412.85 / 791.6
시가총액(보통주)	1,339.3십억원
발행주식수(보통주)	11.1백만주
52주 최고가 ('23/02/14)	130,500원
최저가 ('22/02/28)	60,400원
평균거래대금(60일)	10,757백만원
배당수익률 (2022E)	0.25%
외국인지분율	26.9%
주요주주	
정성민 외 5인	18.9%
국민연금공단	10.0%
주가상승률	3개월 6개월 12개월
절대수익률 (%)	50.7 46.7 100.3
상대수익률 (%p)	50.4 50.8 124.1

	2021	2022P	2023E	2024F
매출액	291.5	355.9	437.5	518.0
증감률	26.9	22.1	23.0	18.4
영업이익	69.9	124.4	154.0	186.6
증감률	76.5	78.0	23.8	21.2
영업이익률	24.0	35.0	35.2	36.0
(지배지분)순이익	55.5	85.2	121.4	146.9
EPS	5,013	7,696	10,970	13,273
증감률	146.1	53.5	42.5	21.0
PER	13.9	13.0	10.9	9.0
PBR	2.6	3.0	2.7	2.1
EV/EBITDA	10.8	8.4	7.7	5.7
ROE	21.3	25.6	28.0	26.0
부채비율	95.9	70.9	50.9	37.4
순차입금	124.1	58.8	-36.1	-184.4

단위: 십억원, %, 원, 배
 주: IFRS 연결 기준
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

덴티움 4분기 실적 Review (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P				1Q23E	
					발표치	y-y	q-q	당사추정		컨센서스
매출액	94.1	74.5	96.7	90.7	94.0	-0.1	3.7	94.6	93.4	83.9
영업이익	27.3	20.4	35.2	33.7	35.1	28.6	4.0	34.0	32.2	24.3
영업이익률	29.0	27.4	36.4	37.2	37.3			36.0	34.5	29.0
세전이익	27.0	21.8	41.0	37.4	17.3	-36.2	-53.9	33.9	33.9	25.9
지배주주순이익	18.5	15.7	36.1	24.6	8.8	-52.5	-64.2	23.2	23.4	19.4

주: IFRS 연결기준; 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 박병국
 02)768-7469, pk.park@nhqv.com

RA 한승연
 02)768-7802, seungyeon.han@nhqv.com

Summary

덴티움은 2000년 설립된 임플란트 제조 및 판매 기업. 국내 유일의 15년 이상의 장기 임상데이터를 다수 보유하고 있는 기업으로 국내 최초로 SLA 표면처리 기술개발 완료. 주력 제품인 치과용 임플란트부터 치과용 디지털 장비까지 사업 다각화를 추진 중. 2020년 기준 사업 부문별 매출 임플란트 83.2%, Digital Dentistry 7.5%, Regeneration 4.8%, 기타 4.5%로 구성. 사상 최대 중국, 러시아 지역 분기 매출 달성하며 어닝 서프라이즈 시현. 중국 내 임플란트 식립 가능 의사 수, 임플란트 식립 수요 증가로 중국 임플란트 시장 개화기 진입 판단. 올해 중국, 러시아, 동남아 등 이머징 시장 중심의 견조한 실적 성장세 기대. 올해부터 20% 이상의 매출 증가율 및 20%대의 영업이익률 재달성 전망

Share price drivers/Earnings Momentum

- 중국, 동남아, 러시아 수출 고성장
- 코로나19 확산 둔화에 따른 이연수요 효과
- 베트남, 중국 신공장 가동 본격화로 원가율 개선
- 영업활동현금흐름 개선 추세

Downside Risk

- 코로나19의 재확산
- 중국 중앙 정부 임플란트 대량 구매
- 러시아-우크라이나 전쟁에 따른 러시아 수출 감소
- 기타 지역 더딘 매출 회복

Cross valuations

(Units: x, %)

Company	P/E		P/B		ROE	
	2022E	2023F	2022E	2023F	2022E	2023F
Straumann	34.2	32.2	N/A	9.1	N/A	23.2
Dentsply Sirona	16.3	17.2	2.1	2.0	11.7	10.6
Danaher	25.3	25.5	4.0	3.3	15.1	13.2
Align Technology	29.9	27.2	N/A	6.2	10.0	16.2
Zimmer Biomet	18.7	18.3	N/A	2.0	2.4	11.4

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(Units: x, %)

Valuations	2020	2021	2022P	2023E	2024F
PER	20.2	13.9	13.0	10.9	9.0
PBR	2.0	2.6	3.0	2.7	2.1
PSR	2.0	2.7	3.1	3.0	2.6
ROE	10.3	21.3	25.6	28.0	26.0
ROIC	7.9	13.3	24.6	31.0	36.9

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	63	74	82	95	120	151	186	253	230	292
영업이익	12	21	18	17	29	41	42	45	40	70
영업이익률(%)	19.8	28.7	22.0	17.6	23.8	27.3	22.5	17.7	17.2	24.0
세전이익	11	20	19	17	26	36	42	34	26	75
순이익	8	15	17	14	20	30	34	14	22	55
지배지분순이익	8	15	17	14	20	30	34	15	23	55
EBITDA	14	23	21	20	32	46	47	58	54	83
CAPEX	1	3	22	28	18	72	107	51	9	28
Free Cash Flow	13	11	-12	-13	-1	-51	-108	-63	67	46
EPS(원)	773	1,375	1,542	1,308	1,788	2,716	3,095	1,336	2,037	5,013
BPS(원)	2,511	3,830	3,687	4,384	6,234	14,622	17,535	18,695	20,715	26,366
DPS(원)	50	50	70	100	100	150	150	0	200	250
순차입금	28	20	50	63	67	43	167	238	177	124
ROE(%)	24.3	43.4	41.2	32.4	33.7	26.0	19.2	7.4	10.3	21.3
ROIC(%)	12.9	25.0	23.7	10.5	19.2	22.6	15.5	3.7	7.9	13.3
배당성장률(%)	5.0	2.6	2.5	4.2	3.1	4.3	3.8	0.0	7.7	3.9
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.2	0.3	0.0	0.5	0.4
순차입금 비율(%)	115.2	51.6	122.2	129.8	97.0	26.5	85.9	115.3	77.5	42.6

자료: 덴티움, NH투자증권 리서치본부

ESG Index & Event

본 ESG 분석부분은 유료 리서치 서비스 계약을 통해 제공될 예정으로 전체 내용이 공개되지 않음을 알려드립니다.
 당사 고객은 홈페이지(www.nhqv.com)에서 본 조사분석자료의 전체 내용을 열람하실 수 있습니다.

덴티움 목표주가 150,000원으로 상향

**투자의견 Buy 유지,
목표주가 15만원으로
25% 상향**

당사는 덴티움의 투자의견 Buy를 유지하며 목표주가는 15만원으로 25% 상향한다. 목표주가 상향은 최근 상승한 국내외 피어 기업들의 멀티플을 적용하였기 때문이다. 피어 멀티플 평균은 지난 4분기 프리뷰 당시 적용한 11.6배에서 14.2배로 상승하였다.

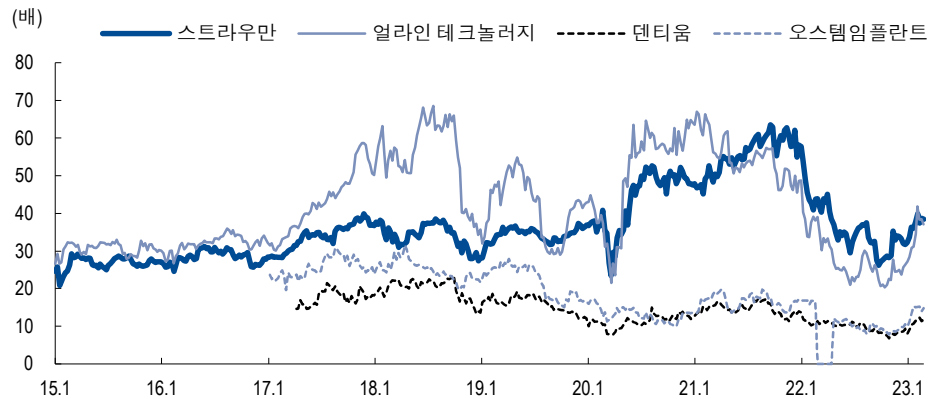
**2023년 영업이익률
작년과 유사한 수준 전망.
VBP에 따른 마진 훼손
영향 미미할 것**

덴티움 연결 기준 4분기 매출액은 940억원(-0.1% y-y), 영업이익 351억원(+29% y-y)으로 컨센서스에 부합하는 실적을 달성하였다. 중국 코로나19 확진자 급증에 따라 중국 4분기 매출액은 420억원(-21% y-y)으로 저조하였으나, 러시아, 베트남 등 중국 외 지역에서 크게 성장하며 여전히 견조한 실적 증명한 4분기였다. 당사는 덴티움의 2023년 매출액 4,375억원(+23% y-y), 영업이익 1,540억원(+24% y-y)으로 전망한다. 최근 입찰 결과가 공개된 중국 VBP에 따른 마진 훼손 우려되나 1) 중국 매출의 40%인 달러 매출은 VBP 이전에도 약 40% 할인을 제공해왔다. 즉 VBP에 따른 판가할인은 달러에 전가될 것이기에 달러 향 마진 영향은 제한적일 것으로 예상된다. 또한 2)국공립 향 매출 확대에 따른 이익구조 개선 효과 감안하여 작년과 유사한 OPM 추정한다.

**중국 외 지역 성장에 대한
관심 필요**

한편, 러시아 등 중국 외 지역에 대해서도 큰 성장을 전망하며, 남미-아프리카 등 미출시 지역에 대해서도 장기적 관심이 필요하다. 지속적인 성장 속에서 '23년에도 바로 생산 가능한 라인 추가를 목적으로 CAPEX 투자 300억원 진행 중에 있다.

그림1. 글로벌 덴탈 기업 선행 12개월 PER 추이



자료: Factset, FnGuide, NH 투자증권 리서치본부

표1. 덴티움 PER Valuation

(단위: 십억원)

	가치	12개월 FWD 순이익	Taege PER	비고
1. 기업가치	1,722.4	121.4	14.2	국내외 주요 임플란트 업체 '23년 FWD PER 평균 (오스템임플란트, 디오, 덴티스, 덴츠스플라이, 스트라우만 50% 할인)
2. 보통주주식수	11,069			
3. 적정 주당 가치(원)	155,610			
4. 목표주가(원)	150,000			

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표1. 덴티움 연간 실적 전망

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2021	2022P	2023E	2024F
매출액	- 수정 후	291.5	355.9	437.5	518.0
	- 수정 전	-	356.5	430.1	509.2
	- 변동률	-	-0.2	1.7	1.7
영업이익	- 수정 후	69.9	124.4	154.0	186.6
	- 수정 전	-	123.3	163.6	197.7
	- 변동률	-	0.8	-5.9	-5.6
영업이익률(수정 후)		24.0	35.0	35.2	36.0
EBITDA		83.1	138.0	168.4	200.0
(자배지분)순이익		55.5	85.2	121.4	146.9
EPS	- 수정 후	5,013	7,696	10,970	13,273
	- 수정 전	-	8,995	11,454	13,702
	- 변동률	-	-14.4	-4.2	-3.1
PER		13.9	13.0	10.9	9.0
PBR		2.6	3.0	2.7	2.1
EV/EBITDA		10.8	8.4	7.7	5.7
ROE		21.3	25.6	28.0	26.0

주: IFRS 연결기준; 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 덴티움 분기별 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	2021	2022P
매출액	53.8	72.5	71.2	94.1	74.5	96.7	90.7	94.0	291.5	355.9
y-y(%)	31.9	40.8	14.6	24.8	38.5	33.3	27.4	-0.1	26.9	22.1
제품	50.2	66.4	65.3	88.6	69.2	90.4	83.2	86.4	270.4	329.3
y-y(%)	35.7	39.8	12.5	25.4	37.8	36.2	27.4	-2.5	89.8	21.8
상품	3.2	5.4	4.4	4.8	4.8	5.4	5.6	5.9	17.9	21.6
y-y(%)	-6.8	50.7	19.4	7.7	52.9	-0.8	27.4	20.7	66.9	20.8
기타	0.4	0.7	1.4	0.7	0.5	0.9	1.8	1.8	3.3	5.0
y-y(%)	13.3	70.8	294.0	138.4	15.8	30.3	27.4	169.3	178.7	53.5
매출총이익	35.7	46.3	46.4	64.8	52.8	67.7	60.6	74.7	193.2	255.7
y-y(%)	32.8	61.3	19.8	33.5	47.9	46.3	30.7	15.2	35.3	32.4
GPM(%)	66.3	63.9	65.1	68.9	70.8	70.1	66.8	79.4	66.3	71.9
영업이익	10.6	16.9	15.1	27.3	20.4	35.2	33.7	35.1	69.9	124.4
y-y(%)	231.9	154.6	21.4	57.4	91.7	108.6	123.3	28.6	76.5	78.0
OPM(%)	19.8	23.3	21.2	29.0	27.4	36.4	37.2	37.3	24.0	35.0
지배주주순이익	8.6	14.3	14.1	18.5	15.7	36.1	24.6	8.8	55.5	85.2
y-y(%)	156.2	413.5	176.8	63.5	83.2	152.1	74.7	-52.5	146.1	53.5
지배주주순이익률(%)	15.9	19.8	19.8	19.7	21.0	37.4	27.1	9.4	19.0	23.9

주: IFRS 연결 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2021/12A	2022/12P	2023/12E	2024/12F
매출액	291.5	355.9	437.5	518.0
증감률 (%)	26.9	22.1	23.0	18.4
매출원가	98.4	100.1	137.3	161.8
매출총이익	193.2	255.7	300.2	356.2
Gross 마진 (%)	66.3	71.9	68.6	68.8
판매비와 일반관리비	123.3	131.3	146.2	169.6
영업이익	69.9	124.4	154.0	186.6
증감률 (%)	76.5	78.0	23.8	21.2
OP 마진 (%)	24.0	35.0	35.2	36.0
EBITDA	83.1	138.0	168.4	200.0
영업외손익	4.8	-6.8	6.4	9.3
금융수익(비용)	4.6	8.6	6.6	7.6
기타영업외손익	0.2	2.3	1.2	1.8
종속, 관계기업관련손익	0.0	-17.6	-1.4	0.0
세전계속사업이익	74.7	117.6	160.4	196.0
법인세비용	19.2	32.3	40.5	49.0
계속사업이익	55.5	85.3	120.0	147.0
당기순이익	55.5	85.2	121.5	147.0
증감률 (%)	149.8	53.6	42.5	21.0
Net 마진 (%)	19.0	23.9	27.8	28.4
지배주주지분 손이익	55.5	85.2	121.4	146.9
비지배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.1	0.1
기타포괄이익	8.7	-0.6	0.0	0.0
총포괄이익	64.2	84.6	121.5	147.0

Valuation / Profitability / Stability				
	2021/12A	2022/12P	2023/12E	2024/12F
PER(X)	13.9	13.0	10.9	9.0
PBR(X)	2.6	3.0	2.7	2.1
PCR(X)	7.3	8.1	7.4	6.2
PSR(X)	2.7	3.1	3.0	2.6
EV/EBITDA(X)	10.8	8.4	7.7	5.7
EV/EBIT(X)	12.8	9.4	8.4	6.1
EPS(W)	5,013	7,696	10,970	13,273
BPS(W)	26,366	33,813	44,588	57,667
SPS(W)	26,338	32,151	39,529	46,800
자기자본이익률(ROE, %)	21.3	25.6	28.0	26.0
총자산이익률(ROA, %)	10.3	14.1	17.6	18.1
투자자본이익률 (ROIC, %)	13.3	24.6	31.0	36.9
배당수익률(%)	0.4	0.3	0.2	0.2
배당성장률(%)	3.9	2.5	1.8	1.5
총현금배당금(십억원)	2.2	2.2	2.2	2.2
보통주 주당배당금(W)	250	250	250	250
순부채(현금)/자기자본(%)	42.6	15.7	-7.3	-28.9
총부채/ 자기자본(%)	95.9	70.9	50.9	37.4
이자발생부채	193.4	180.7	168.0	155.6
유동비율(%)	133.3	146.2	197.9	282.6
총발행주식수(mn)	11.1	11.1	11.1	11.1
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	69,800	100,000	119,900	119,900
시가총액(십억원)	772.6	1,106.9	1,327.2	1,327.2

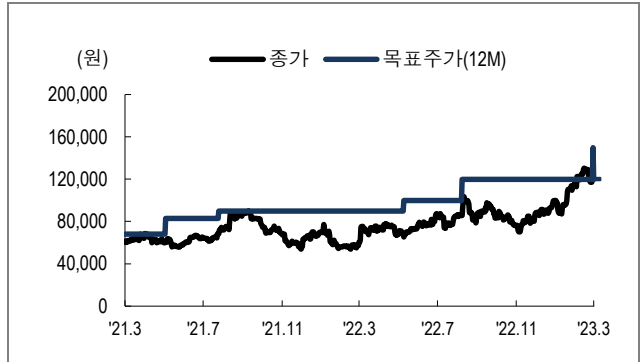
STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2021/12A	2022/12P	2023/12E	2024/12F
현금및현금성자산	65.8	117.6	199.1	334.1
매출채권	83.4	79.3	75.3	71.5
유동자산	240.3	297.1	384.8	527.3
유형자산	273.1	275.2	291.4	278.3
투자자산	8.2	10.4	12.7	15.6
비유동자산	329.9	341.2	359.1	348.6
자산총계	570.2	638.3	743.9	875.9
단기성부채	97.3	121.9	114.3	106.8
매입채무	10.0	12.0	14.4	17.2
유동부채	180.2	203.2	194.5	186.6
장기성부채	96.1	58.8	53.8	48.8
장기충당부채	1.1	1.2	1.3	1.4
비유동부채	98.9	61.5	56.6	51.6
부채총계	279.1	264.8	251.0	238.2
자본금	6.2	6.2	6.2	6.2
자본잉여금	49.3	49.3	49.3	49.3
이익잉여금	247.7	330.8	450.0	594.8
비지배주주지분	-0.7	-0.7	-0.6	-0.6
자본총계	291.1	373.6	492.9	637.7

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2021/12A	2022/12P	2023/12E	2024/12F
영업활동 현금흐름	74.1	92.4	128.9	152.9
당기순이익	55.5	85.2	121.5	147.0
+ 유/무형자산상각비	13.2	13.7	14.4	13.4
+ 종속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 외화환산손실(이익)	-3.0	0.0	0.0	0.0
Gross Cash Flow	105.9	136.1	180.5	212.4
- 운전자본의증가(감소)	-10.6	-6.5	-7.0	-7.5
투자활동 현금흐름	-21.8	-25.8	-32.6	-3.3
+ 유형자산 감소	8.6	0.0	0.0	0.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-28.2	-15.0	-30.0	0.0
+ 투자자산의매각(취득)	-1.7	-2.2	-2.3	-2.9
Free Cash Flow	45.9	77.4	98.9	152.9
Net Cash Flow	52.3	66.6	96.3	149.6
재무활동현금흐름	-24.1	-14.9	-14.8	-14.6
자기자본 증가	0.0	0.0	0.0	0.0
부채증감	-24.0	-14.9	-14.8	-14.6
현금의증가	28.5	51.7	81.5	135.0
기말현금 및 현금성자산	65.8	117.6	199.1	334.1
기말 순부채(순현금)	124.1	58.8	-36.1	-184.4

투자이건 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자이건	목표가	과달율 (%)	
			평균	최저/최고
2023.03.02	Buy	150,000원(12개월)	-	-
2022.08.09	Buy	120,000원(12개월)	-22.1%	8.8%
2022.05.09	Buy	100,000원(12개월)	-21.5%	-12.3%
2022.03.16	Buy	90,000원(12개월)	-22.2%	0.4%
		담당 Analyst 변경		
2021.07.25	Buy	90,000원(12개월)	-22.2%	0.4%
2021.05.03	Buy	83,000원(12개월)	-25.3%	-17.5%

덴티움 (145720.KS)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy : 15% 초과
- Hold : -15% ~ 15%
- Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자이건 분포는 다음과 같습니다. (2023년 2월 24일 기준)

- 투자이건 분포

Buy	Hold	Sell
81.2%	18.8%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자이건은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자이건 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 "덴티움"의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다..
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.