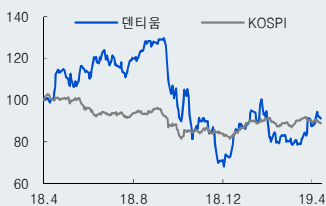


투자의견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	94,000원
현재주가(19/05/07)	71,000원
상승여력	32%

영업이익(19F, 십억원)	47
Consensus 영업이익(19F, 십억원)	51
EPS 성장률(19F, %)	9.6
MKT EPS 성장률(19F, %)	-18.2
P/E(19F, x)	20.9
MKT P/E(19F, x)	12.2
KOSPI	2,176.99
시가총액(십억원)	786
발행주식수(백만주)	11
유동주식비율(%)	55.3
외국인 보유비중(%)	26.0
베타(12M) 일간수익률	1.63
52주 최저가(원)	53,100
52주 최고가(원)	101,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	16.0	-11.9	-8.7
상대주가	17.8	-15.9	3.2



[첨단의료기기/헬스케어솔루션]

김충현, CFA
02-3774-1740
choonghyun.kim@miraes.com

덴티움 (145720)

시장이 불안할 땐 믿을 건 실적 뿐

1Q19 Review: 영업이익 기준 시장 기대치 부합

동사의 1Q19 매출액은 533억원(30.4% YoY)로 당사 기대치에 부합했다. 해외 매출액이 크게 성장(50.0% YoY)하며 외형성장을 견인했다. 핵심시장인 중국(46.0% YoY)과 인도(131.2% YoY)가 높은 성장을 기록했다. 두바이(20.5% YoY)와 러시아(65.1% YoY)도 좋았다. 내수 시장은 -9.5% YoY로 부진했다. 영업이익도 110억원(4.9% YoY, OPM 20.7%)으로 당사 기대치에 부합했다.

대한민국 대표 성장주

1) 장기 임상 데이터: 동사는 국내에서 유일하게 15년 이상의 장기 임상데이터를 다수 보유하고 있다. 임상데이터를 바탕으로 임플란트 초기시장을 집중 공략하며 지난 5년간 매년 25.6%을 고성장을 거듭하며 **세계 7위의 임플란트 기업**으로 성장했다.

2) 이머징 시장의 강자: 현재 세계 임플란트 시장에서 가장 중요한 지역은 중국이다. 중국시장은 세계 평균의 1/10 (만 명당 식립수 기준)도 되지 않는 초기시장이기 때문이다. 동사는 중국시장 Top 3 Player로 성장했다. 또한, 중국 외의 인도와 러시아에서의 성장세도 주목할만하다. 동사는 인도에서 본격적인 시장침투가 시작된 지 3년도 되지 않아 시장 1위로 성장했다. 러시아는 2018년 역대 최대 매출을 경신했다.

3) 수익성(여전히 높은 영업이익률): 동사에 대한 마진 하락 우려가 있지만, 20% 초반의 영업이익률은 충분히 달성 가능할 것으로 보인다. ① 직판 전략에서 중요한 것은 속도이다. Straumann은 5,954명을 고용하면서도 25%의 영업이익률을 기록하고 있다. 동사는 현재수준에서 급격하게 인원을 늘려나갈 계획이 없고, 직판으로 전환되면 판가가 증가하는 효과가 있다. ② 장비매출 비중이 급격하게 증가하기 쉽지 않다. ③ 총당금도 역대 최대 수준이다.

투자의견 매수 및 목표주가 94,000원 유지

동사에 대한 매수의견과 목표주가 94,000원을 유지한다. 동사의 현재주가는 12개월 FWD P/E기준 18.6배(자사주 제외 시 14.5배)로 글로벌 피어 27.4배 대비 저평가되고 있다. 성장주의 가치판단에는 실적 모멘텀이 가장 중요하다. 임플란트 초기시장을 중심으로 외형 성장세가 견조하다. 또한, 디지털 덴티스트리의 핵심장비인 3D 구강 스캐너도 올해부터 본격적으로 판매되어, 패키지 매출이 기대된다. 밸류에이션 매력에 주목할 시점이다

결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액 (십억원)	120	151	186	229	281	350
영업이익 (십억원)	29	41	42	47	64	81
영업이익률 (%)	24.2	27.2	22.6	20.5	22.8	23.1
순이익 (십억원)	20	30	34	38	51	66
EPS (원)	1,788	2,716	3,095	3,391	4,606	5,960
ROE (%)	33.7	26.0	19.2	17.7	20.0	21.1
P/E (배)	-	22.9	18.6	20.9	15.4	11.9
P/B (배)	-	3.8	3.0	3.2	2.6	2.2
배당수익률 (%)	-	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 덴티움, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 1Q19 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	1Q18	4Q18	1Q19P			성장률	
			잠정치	미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	40.9	51.9	53.3	50.0	49.7	30.4	2.6
영업이익	10.5	8.6	11.0	10.5	11.1	4.9	28.3
영업이익률 (%)	25.7	16.6	20.7	21.0	22.3	-5.0	4.1
세전이익	11.5	8.7	11.6	10.4	10.6	0.9	32.9
순이익	9.5	6.7	9.6	8.5	8.9	1.0	42.7

주: K-IFRS 연결 기준

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	19F	20F	19F	20F	19F	20F	
매출액	226.1	276.3	228.9	280.9	1.2	1.7	이란 관련 매출채권 상각
영업이익	51.1	63.5	46.6	63.7	-8.8	0.2	
세전이익	49.5	62.2	45.6	62.2	-7.8	0.1	
순이익	40.4	50.7	37.5	51.0	-7.1	0.5	
EPS (KRW)	3,650	4,582	3,391	4,606	-7.1	0.5	

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 분기별 실적 전망표

(십억원, %)

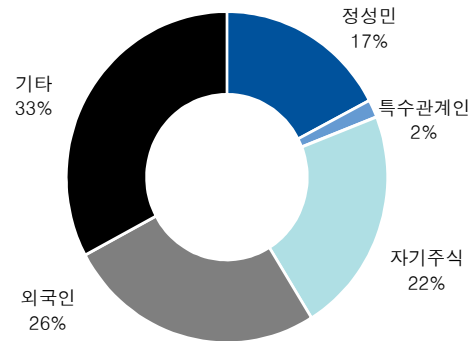
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	40.9	47.3	46.2	51.9	53.3	57.3	55.1	63.2	186.3	228.9	280.9
내수	13.4	11.4	11.3	14.8	12.2	11.5	11.6	16.0	50.9	51.3	54.3
중국	13.2	18.5	18.6	19.8	19.3	24.9	23.2	24.2	70.0	91.6	114.8
두바이	2.2	2.6	1.8	3.3	2.7	2.8	1.9	3.9	9.8	11.4	12.3
러시아	3.4	5.9	2.2	2.2	5.7	6.1	2.9	2.5	13.8	17.3	20.3
기타	8.6	9.1	12.4	11.9	13.5	11.9	15.4	16.5	41.9	57.3	79.2
영업이익	10.5	12.8	10.1	8.6	11.0	11.7	10.7	13.1	42.0	46.6	63.7
세전이익	11.5	14.0	7.8	8.7	11.6	11.2	10.2	12.6	42.0	45.6	62.2
순이익	9.5	11.2	6.8	6.7	9.6	9.2	8.4	10.4	34.3	37.5	51.0
영업이익률 (%)	25.7	27.0	21.9	16.6	20.7	20.4	19.4	20.8	22.6	20.5	22.8
세전순이익률 (%)	28.1	29.6	16.9	16.8	21.7	19.6	18.5	20.0	22.6	19.9	22.2
순이익률 (%)	23.3	23.7	14.7	13.0	18.1	16.1	15.2	16.4	18.4	16.4	18.1

자료: 미래에셋대우 리서치센터

덴티움

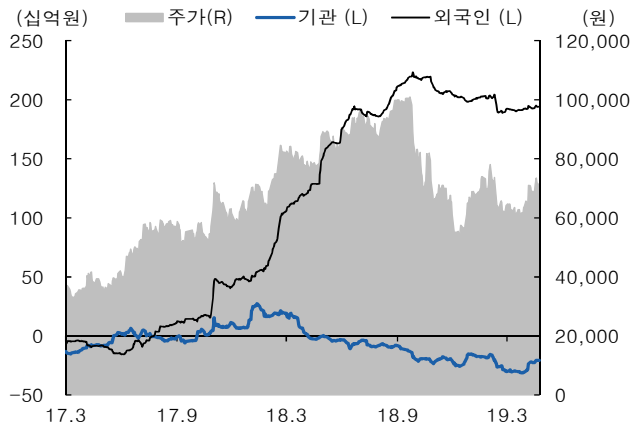
시장이 불안할 땐 믿을 건 실적 뿐

그림 1. 자본율



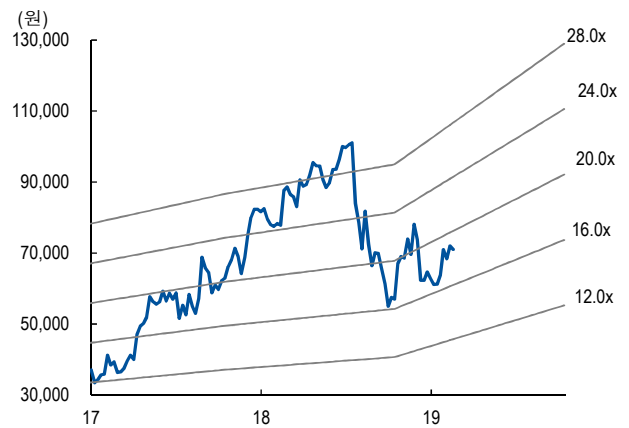
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 기관 및 외국인 순매수량 vs. 주가 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 12개월 선행 PER 밴드 차트



자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 4. Global peer valuation

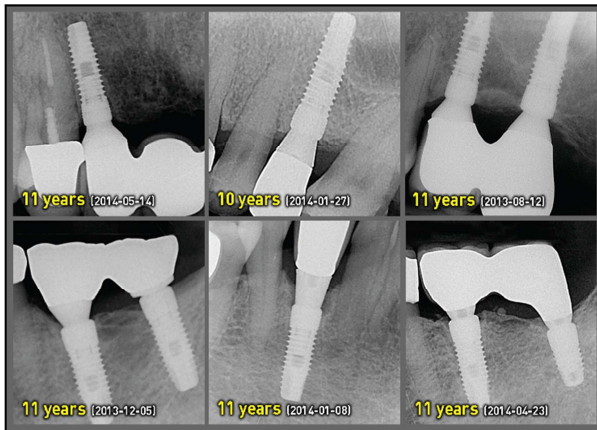
회사명	시가총액	영업이익률 (%)			PER (배)			PSR (배)			ROE (%)			EV/EBITDA (배)		
		18	19F	20F	18	19F	20F	18	19F	20F	18	19F	20F	18	19F	20F
스트라우만	15,136	25.1	26.0	26.5	48.2	37.8	32.0	9.6	8.2	7.2	23.9	26.2	26.0	24.6	27.0	23.1
짐머 바이오메트 홀딩스	30,028	0.4	27.5	28.1	24.0	16.1	15.1	3.2	3.2	3.2	-2.6	14.2	13.5	30.9	12.9	12.0
덴츠플라이 시로나	14,955	-24.0	17.7	19.3	40.3	23.2	20.6	3.1	3.2	3.1	-17.8	8.8	9.5	-	16.2	14.8
얼라인 테크놀로지	30,782	23.7	23.0	24.4	66.9	60.2	46.0	12.7	10.8	8.7	31.6	31.4	31.9	42.2	40.5	30.8
다나허	111,860	17.1	21.1	22.2	34.9	28.3	24.6	4.7	4.6	4.0	8.4	12.1	15.7	21.8	20.8	16.8
덴티움	786	22.5	22.3	22.5	17.9	18.8	15.5	3.3	3.5	2.9	19.2	18.6	18.8	14.2	16.9	13.9
오스템임플란트	826	6.7	8.0	9.0	63.3	27.2	22.8	1.7	1.6	1.4	11.5	24.5	23.2	18.8	15.5	12.7
디오	566	8.9	27.7	29.4	95.5	24.4	19.3	5.9	4.8	4.0	4.7	19.0	19.8	32.7	15.4	12.3
전체 평균		10.1	21.7	22.7	48.9	29.5	24.5	5.5	5.0	4.3	9.9	19.3	19.8	26.5	20.6	17.1

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

덴티움

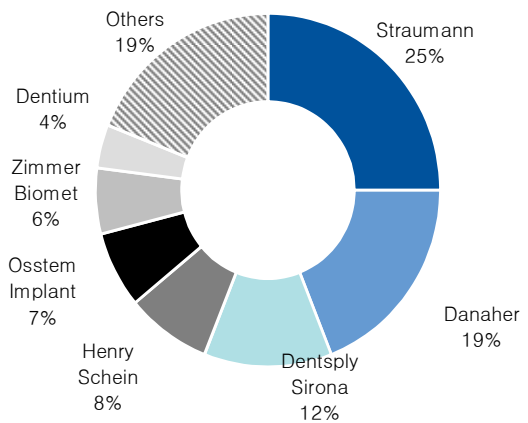
시장이 불안할 땐 믿을 건 실적 뿐

그림 4. 2015년 IJPRD(SCI급 논문)에 실린 10년 장기 임상데이터



주: 242 케이스(74명) 중 97.9% 생존율 기록
자료: 덴티움, 미래에셋대우 리서치센터

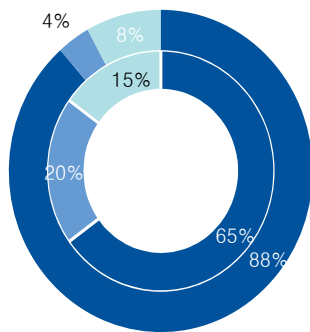
그림 5. 세계 치과용 임플란트 시장점유율



자료: Straumann, 미래에셋대우 리서치센터

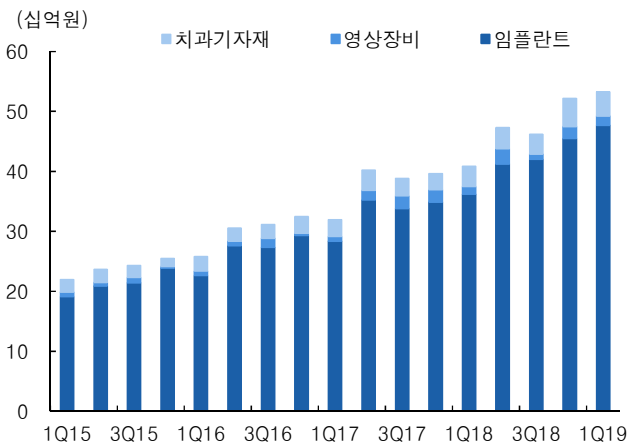
그림 5. 품목별 매출 비중: 목표 vs. 2018

■ 임플란트 ■ 영상장비 ■ 치과기자재



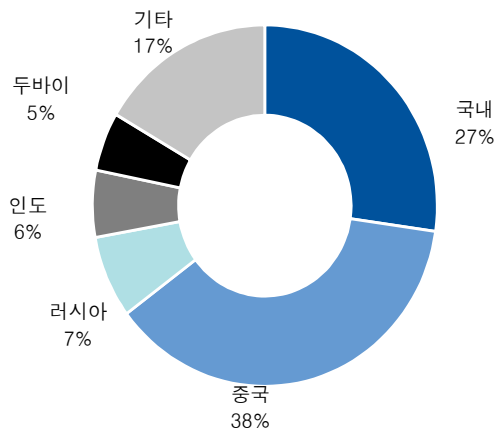
주: 안쪽 차트가 목표치
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 품목별 매출 추이



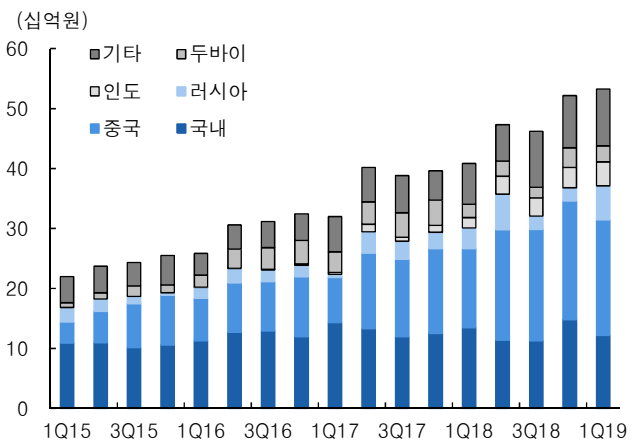
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 지역별 매출 비중 (2018)



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 지역별 매출 비중 추이

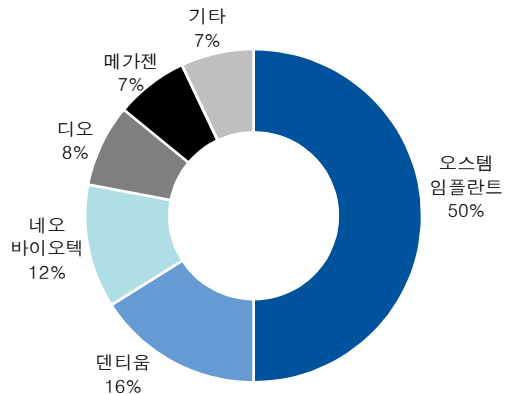


자료: 미래에셋대우 리서치센터

덴티움

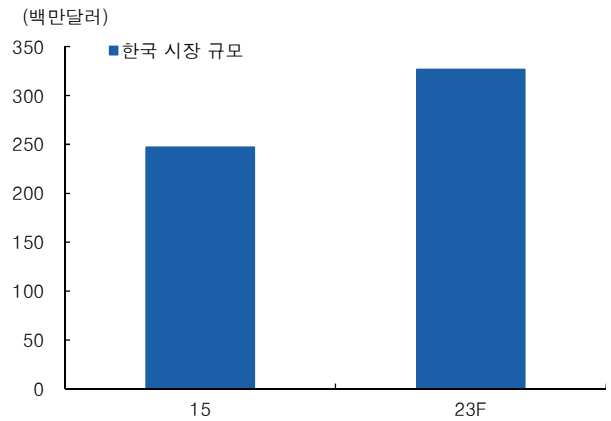
시장이 불안할 땐 믿을 건 실적 뿐

그림 9. 국내 임플란트 시장 점유율



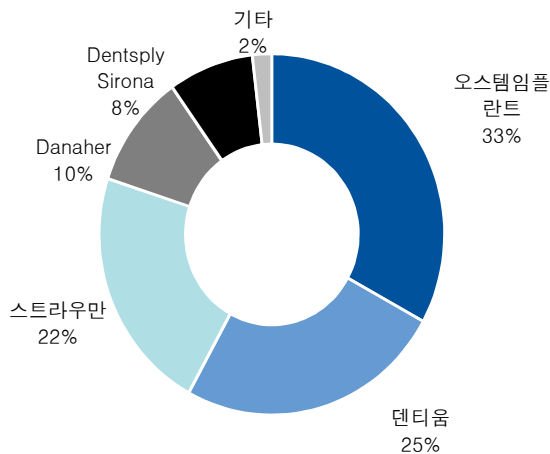
자료: 한국보건산업진흥원, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 국내 임플란트 시장 규모 추이 (CAGR 3.5%)



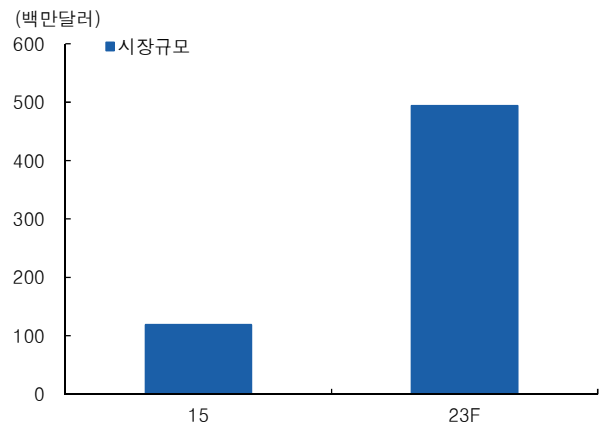
자료: MRG, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. 중국 시장 점유율



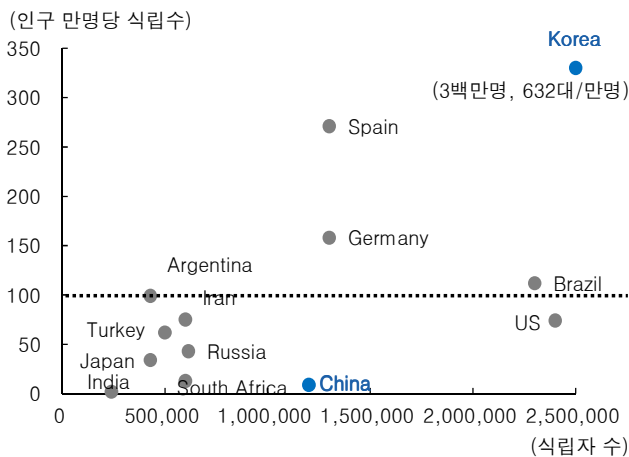
자료: 오스템임플란트, 덴티움, 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. 중국 임플란트 시장(CAGR 19.5%)



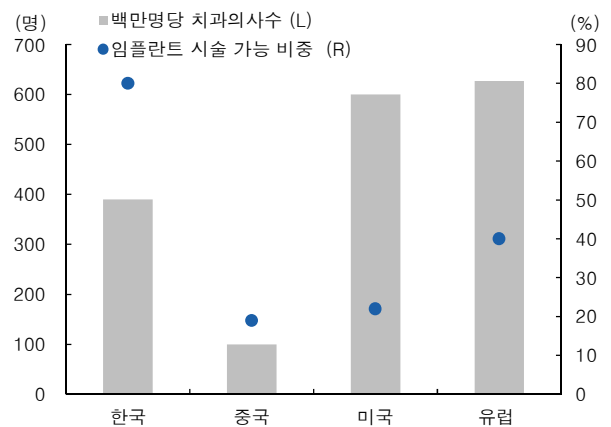
자료: MRG, 미래에셋대우 리서치센터

그림 13. 인구 만명당 임플란트 식립수



자료: MRG, Straumann, 미래에셋대우 리서치센터

그림 14. 글로벌 치과의사수 vs. 임플란트 시술 가능 비중



자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

덴티움

시장이 불안할 땐 믿을 건 실적 뿐

덴티움 (145720)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액	186	229	281	350
매출원가	56	71	87	108
매출총이익	130	158	194	242
판매비와관리비	89	111	130	160
조정영업이익	42	47	64	81
영업이익	42	47	64	81
비영업손익	0	-1	-2	0
금융손익	-1	-2	-1	-1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	42	46	62	81
계속사업법인세비용	8	8	11	14
계속사업이익	34	38	51	66
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	34	38	51	66
지배주주	34	38	51	66
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	34	38	51	66
지배주주	34	38	51	66
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	47	49	66	84
FCF	-108	19	27	33
EBITDA 마진율 (%)	25.3	21.4	23.5	24.0
영업이익률 (%)	22.6	20.5	22.8	23.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	18.3	16.6	18.1	18.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
유동자산	170	219	285	369
현금 및 현금성자산	22	39	64	96
매출채권 및 기타채권	93	113	139	172
재고자산	46	56	69	86
기타유동자산	9	11	13	15
비유동자산	267	264	262	260
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	247	245	243	241
무형자산	2	2	1	1
자산총계	437	484	547	629
유동부채	140	150	163	180
매입채무 및 기타채무	16	20	24	30
단기금융부채	94	94	95	95
기타유동부채	30	36	44	55
비유동부채	102	102	103	104
장기금융부채	99	99	99	99
기타비유동부채	3	3	4	5
부채총계	242	253	266	283
지배주주지분	194	230	280	344
자본금	6	6	6	6
자본잉여금	49	49	49	49
이익잉여금	160	196	246	310
비지배주주지분	1	1	1	1
자본총계	195	231	281	345

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
영업활동으로 인한 현금흐름	-1	19	27	33
당기순이익	34	38	51	66
비현금자산감가상각비	20	13	15	18
유형자산감가상각비	4	2	2	2
무형자산상각비	1	1	0	0
기타	15	10	13	16
영업활동으로 인한 자산및부채의변동	-44	-21	-27	-35
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-31	-20	-25	-33
재고자산 감소(증가)	-15	-10	-13	-17
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	3	2	2	3
법인세납부	-9	-8	-11	-14
투자활동으로 인한 현금흐름	-112	0	0	-1
유형자산처분(취득)	-107	0	0	0
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-1	0	0	-1
기타투자활동	-3	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	80	-1	-1	-1
장단기금융부채의 증가(감소)	96	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-1	-1	-1	-1
기타재무활동	-15	0	0	0
현금의 증가	-31	17	25	32
기초현금	53	22	39	64
기말현금	22	39	64	96

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
P/E (x)	18.6	20.9	15.4	11.9
P/CF (x)	11.8	15.6	11.9	9.4
P/B (x)	3.0	3.2	2.6	2.2
EV/EBITDA (x)	17.2	19.1	13.8	10.5
EPS (원)	3,095	3,391	4,606	5,960
CFPS (원)	4,888	4,541	5,974	7,549
BPS (원)	19,256	22,530	27,019	32,862
DPS (원)	150	150	150	150
배당성향 (%)	3.8	3.4	2.5	2.0
배당수익률 (%)	0.3	0.2	0.2	0.2
매출액증가율 (%)	23.2	23.1	22.7	24.6
EBITDA증가율 (%)	2.2	4.3	34.7	27.3
조정영업이익증가율 (%)	2.4	11.9	36.2	26.6
EPS증가율 (%)	14.0	9.6	35.8	29.4
매출채권 회전율 (회)	2.5	2.2	2.2	2.3
재고자산 회전율 (회)	4.6	4.4	4.5	4.5
매입채무 회전율 (회)	8.0	7.9	8.0	8.1
ROA (%)	9.2	8.2	9.9	11.2
ROE (%)	19.2	17.7	20.0	21.1
ROIC (%)	12.2	10.6	13.6	16.1
부채비율 (%)	124.3	109.4	94.7	82.0
유동비율 (%)	121.0	145.8	174.7	205.6
순차입금/자기자본 (%)	87.4	66.1	45.2	27.4
조정영업이익/금융비용 (x)	30.4	15.0	20.5	26.2

자료: 덴티움, 미래에셋대우 리서치센터

시장이 불안할 땐 믿을 건 실적 뿐

제시일자	투자이건	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
덴티움(145720)				
2019.02.25	매수	94,000	-	-
2018.11.26	매수	100,000	-33.66	-21.90
2018.07.17	매수	114,000	-23.42	-11.40
2018.03.30	매수	100,000	-14.93	-3.50
2018.01.24	매수	87,000	-13.18	-2.76
2017.11.15	매수	84,000	-23.51	-15.00
2017.08.01	매수	70,000	-19.89	-6.43
2017.07.14	매수	63,000	-12.54	-8.10
2017.05.25	매수	50,000	-12.42	0.40

Figure 1 is a line graph titled "덴티움" (Dentium) showing the change in dental insurance premium in Korean Won (₩) from 1975 to 1995. The Y-axis is labeled "(원)" (Won) and ranges from 0 to 120,000 in increments of 20,000. The X-axis shows years from 17.5 to 19.5, with major ticks at 17.5, 18.5, and 19.5. The graph displays a step-like increase in the premium over time, with a significant jump around 1985 and another around 1990. The premium starts at approximately 40,000 Won in 1975 and reaches about 90,000 Won by 1995.

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(▣)

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
83.52%	8.24%	8.24%	0.00%

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.