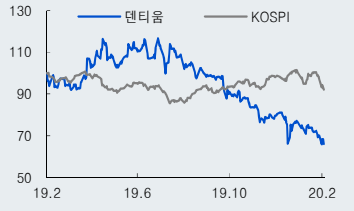
글로벌 투자 파트너 – MIRAE ASSET 미래에셋대우

첨단의료기기
Company Report
2020.2.28

투자의견(유지)	매수
목표주가(12M,하향)	▼ 65,000원
현재주가(20/02/27)	43,850원
상승여력	48%

영업이익(19P,십억원)	48
Consensus 영업이익(19F,십억원)	50
EPS 성장률(19P,%)	-44.6
MKT EPS 성장률(19F,%)	-35.1
P/E(19P,x)	31.4
MKT P/E(19F,x)	14.7
KOSPI	2,054.89
시가총액(십억원)	485
발행주식수(백만주)	11
유동주식비율(%)	55.3
외국인 보유비중(%)	20.4
베타(12M) 일간수익률	0.36
52주 최저가(원)	43,750
52주 최고가(원)	77,500

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-13.9	-36.5	-31.5
상대주가	-5.8	-40.6	-25.5



[첨단의료기기/헬스케어솔루션]

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

덴티움 (145720)

코로나19로 잠시 쉬어갈 뿐, 중국 1등이 코 앞

4Q19 Review: 매출액 기준 시장기대치 소폭 하회하는 실적 기록

동사의 4Q19 매출액은 662억원(27.5% YoY)로 시장 기대치를 소폭 하회함. 중국(42.6% YoY), 러시아(159.8% YoY)를 중심으로 해외 매출액이 크게 성장(29.7% YoY)하였고, 내수도 좋았음(21.9% YoY). 그러나 영업이익은 해외 법인 충당금의 보수적 집행(45억원, 이란 매출채권 전액상각)으로 109억원(27.1% YoY, OPM 16.5%)을 기록하며 시장 기대치를 크게 하회함. 당초 예상보다 충당금이 25억원 정도가 더 발생하여 조정영업이익률은 20.3%. 또한 영업 외에서는 세무추징금 영향으로 107억원의 순손실을 기록함.

대한민국 대표 성장주

1) 장기 임상 데이터: 동사는 국내에서 유일하게 15년 이상의 장기 임상데이터를 다수 보유하고 있음. 임상데이터를 바탕으로 임플란트 초기시장을 집중 공략하며 지난 5년간 연평균 24.1%의 고성장을 거듭하며 **세계 7위**의 임플란트 기업으로 성장함.

2) 이머징 시장의 강자: 중국시장은 세계 평균의 1/10 (만 명당 식립수 기준)도 되지 않는 초기시장으로 세계에서 가장 중요한 시장. 동사는 외국기업 최초로 임플란트 생산이 가능한 공장 생산허가와 CT 판매허가를 취득해 중국시장 경쟁력이 더욱 강화될 것으로 보임. 19년 경쟁사와의 매출 격차도 92.6%로 줄이며 2020년에는 중국 임플란트 Value Segment 1등도 충분히 달성 가능함. 또한, 인도(시장 1위)와 러시아에서의 성장세도 주목할만함.

3) 수익성(여전히 높은 영업이익률): 동사에 대한 마진 하락 우려가 있지만, 20% 초반의 영업이익률은 충분히 달성 가능할 것으로 보임. 20년 대규모 채용계획이 없어 급격한 인건비상승은 제한적. 치과용 CT는 베트남 공장에서 생산되고 디텍터의 내재화에 성공하여 원가경쟁력 강화함. 이러한 상황에서 매출 증가시 영업레버리지효과 기대 가능. 충당금도 역대 최대 수준.

목표주가 65,000원으로 하향하나 투자의견 매수 유지

동사의 목표주가를 치과업종 평균 밸류에이션 감소 영향을 반영하여 65,000원(기존 85,000원)으로 하향함. 상승여력은 48 %인 점을 고려하여 투자의견은 매수를 유지함.

코로나 19 사태로 중국관련 상반기 실적둔화는 불가피. 다만, 임플란트는 수요가 이연될 가능성이 높아 연간 실적에 미치는 영향은 제한적일 것으로 예상. 20년에는 중국에서 19년 예약판매한 CT와 임플란트의 패키지 판매가 본격화되어 중국 Value 임플란트 매출 1위도 충분히 노려볼만한 상황. 장비비중이 늘어나겠지만, 생산원가를 낮춰 비용부담보다 영업레버리지효과가 더 클 것. 또한, 2020년은 3년에 걸친 CAPEX 사이클 종료로 현금흐름 개선도 기대됨.

동사의 현재주가는 12개월 FWD P/E기준 10.1배(자사주 제외 시 7.9배)로 세계 임플란트 시장(Peer 17.9배)에서 가장 저평가 상태. 성장스토리를 간직한 저평가주를 찾는다면 이만한 회사도 드물.

결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19P	12/20F	12/21F
매출액 (십억원)	120	151	186	252	301	355
영업이익 (십억원)	29	41	42	48	60	73
영업이익률 (%)	24.2	27.2	22.6	19.0	19.9	20.6
순이익 (십억원)	20	30	34	19	46	57
EPS (원)	1,788	2,716	3,095	1,713	4,198	5,167
ROE (%)	33.7	26.0	19.2	9.3	19.7	19.9
P/E (배)	-	22.9	18.6	31.4	10.4	8.5
P/B (배)	-	3.8	3.0	2.6	1.7	1.5
배당수익률 (%)	-	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3

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

표 1. 4Q19 실적 비교표 (십억원, %, %p)

	4Q18	3Q19	4Q19P			성장률	
			확정치	미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	51.9	63.8	66.2	69.4	67.5	27.5	3.8
영업이익	8.6	10.9	10.9	14.4	13.2	27.1	-0.1
영업이익률 (%)	16.6	17.1	16.5	20.8	19.6	0.0	-0.6
세전이익	8.7	12.7	1.5	3.4	11.3	-82.4	-87.9
순이익	6.7	11.1	-10.5	2.8	0.4	적전	적전

주: K-IFRS 기준
자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표 (십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	20F	21F	20F	21F	20F	21F	
매출액	304.9	373.9	301.1	355.0	-1.2	-5.1	코로나 19 영향 반영
영업이익	62.0	76.8	60.1	72.7	-3.1	-5.3	
세전이익	58.2	73.0	56.7	69.8	-2.5	-4.4	
순이익	47.7	59.8	46.5	57.2	-2.5	-4.4	
EPS (KRW)	4,306	5,404	4,198	5,167	-2.5	-4.4	

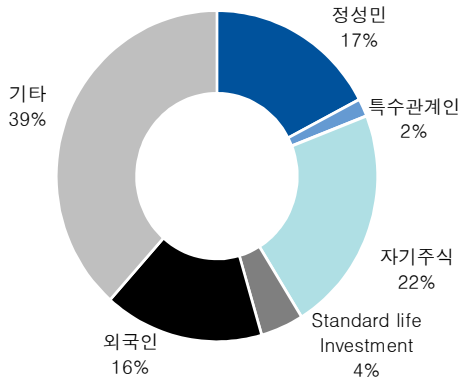
주: K-IFRS 기준
자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 분기별 실적 전망표 (십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019P	2020F	2021F
매출액	53.3	68.9	63.8	66.2	52.8	55.2	90.8	102.3	252.2	301.1	355.0
내수	12.2	13.5	16.3	18.1	15.8	15.5	17.1	18.9	60.0	67.3	70.6
중국	19.3	26.8	28.2	28.2	9.6	9.8	48.0	53.5	102.5	121.0	143.9
러시아	5.7	4.7	1.8	5.7	4.6	5.1	2.0	7.1	17.9	18.8	21.8
두바이	2.7	5.9	1.3	1.4	1.6	1.8	1.7	1.6	11.3	6.6	7.1
인도	4.0	5.7	5.3	4.0	6.0	6.3	5.8	4.4	19.0	22.5	24.8
기타	9.5	12.3	10.9	8.8	15.1	16.7	16.3	16.8	41.5	64.9	86.8
영업이익	10.6	15.5	10.9	10.9	6.3	6.4	21.4	26.1	47.9	60.1	72.7
세전이익	11.1	12.6	12.7	1.5	5.5	5.6	20.5	25.1	38.0	56.7	69.8
순이익	9.2	9.2	11.1	-10.5	4.5	4.6	16.8	20.6	19.0	46.5	57.2
영업이익률 (%)	19.9	22.5	17.1	16.5	12.0	11.5	23.5	25.5	19.0	20.0	20.5
세전순이익률 (%)	20.9	18.3	20.0	2.3	10.4	10.1	22.6	24.5	15.1	18.8	19.7
순이익률 (%)	17.2	12.9	17.2	-15.9	8.5	8.3	18.5	20.1	7.5	15.4	16.1

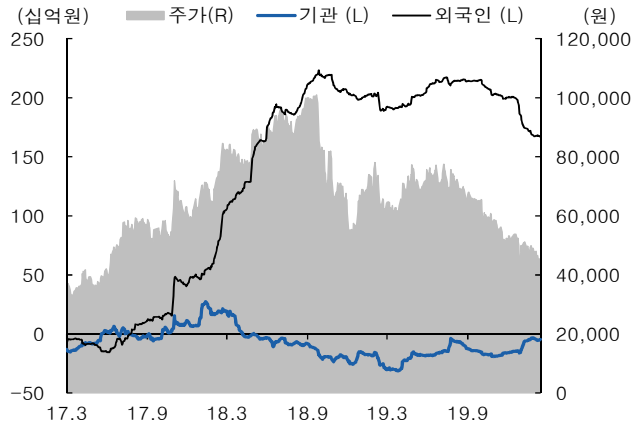
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 지분율



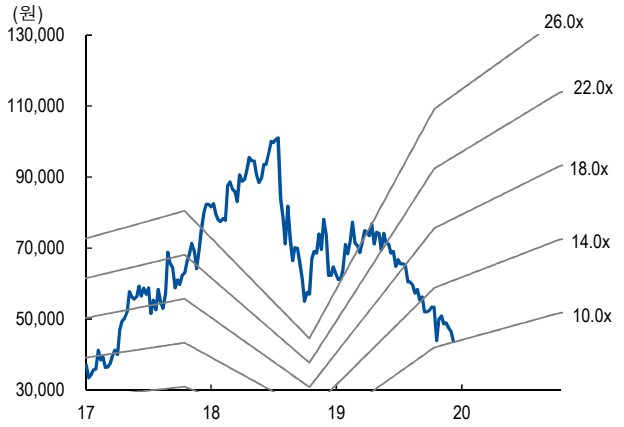
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 기관 및 외국인 순매수량 vs. 주가 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 12개월 선행 PER 밴드 차트



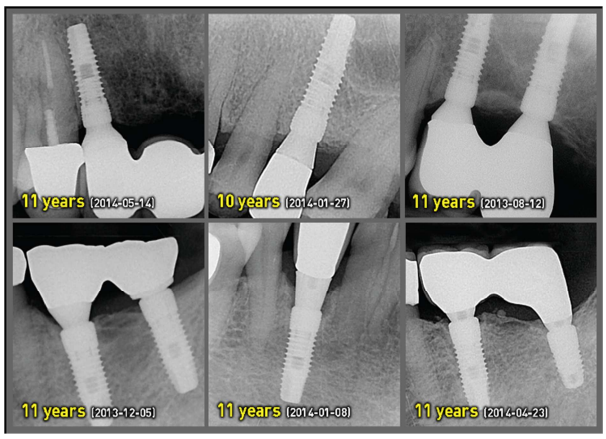
자료: 미래에셋대우 리서치센터

표4. Global peer valuation (십억원)

회사명	시가총액	영업이익률 (%)			PER (배)			PBR (배)			ROE (%)			EV/EBITDA (배)		
		18	19F	20F	18	19F	20F	18	19F	20F	18	19F	20F	18	19F	20F
짐머 바이오멧 홀딩스	38,600.4	14.3	27.6	28.2	27.6	18.6	17.2	4.0	3.9	3.8	9.6	13.3	12.9	17.4	14.5	13.7
얼라인 테크놀로지	22,931.5	23.7	21.5	23.4	48.8	36.0	27.6	8.4	6.7	5.5	33.5	49.9	33.0	22.3	24.7	19.2
슈트라우만 홀딩	19,177.0	24.3	26.0	26.6	50.5	39.4	33.6	9.7	8.6	7.6	23.9	25.1	24.6	31.8	28.0	24.0
덴츠플라이 시로나	14,747.9	-24.0	18.7	19.5	28.6	22.2	20.0	3.1	3.0	2.9	3.2	9.0	9.8	19.4	15.1	13.9
헨리 셰인	11,282.1	7.2	7.2	7.3	18.5	17.5	16.4	1.0	0.9	0.9	23.3	15.0	14.3	11.5	11.6	11.1
Envista	5,255.1	10.1	13.0	13.7	16.8	16.0	14.6	1.4	1.6	1.5	5.2	6.7	6.8	13.5	13.0	11.9
SmileDirectClub	5,470.9	-10.8	-48.6	-8.7	-	-	-	-	6.0	4.0	-	-78.8	-17.5	-	-	227.8
디오	558.8	8.9	29.5	30.7	32.5	17.8	14.2	4.8	3.6	3.0	11.8	20.6	20.8	24.0	11.4	9.4
오스템임플란트	507.9	6.7	8.0	8.9	-	14.1	11.4	0.9	0.8	0.7	-16.1	43.9	39.8	12.1	8.7	7.5
덴티움	501.4	22.5	19.9	19.8	10.8	16.0	11.0	1.6	2.0	1.6	17.6	15.0	18.5	14.2	11.9	9.9
레이	316.0	11.7	21.2	22.8	49.5	17.9	13.1	5.0	3.2	2.6	25.6	27.1	31.2	-	11.9	7.6
전체 평균		**8.6**	**13.1**	**17.5**	**31.5**	**21.6**	**17.9**	**4.0**	**3.7**	**3.1**	**13.8**	**13.3**	**17.7**	**18.5**	**15.1**	**32.4**

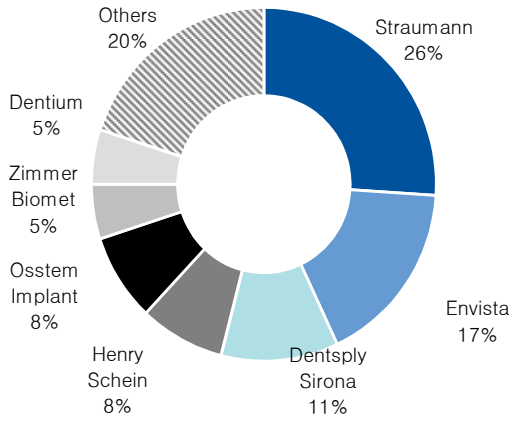
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

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



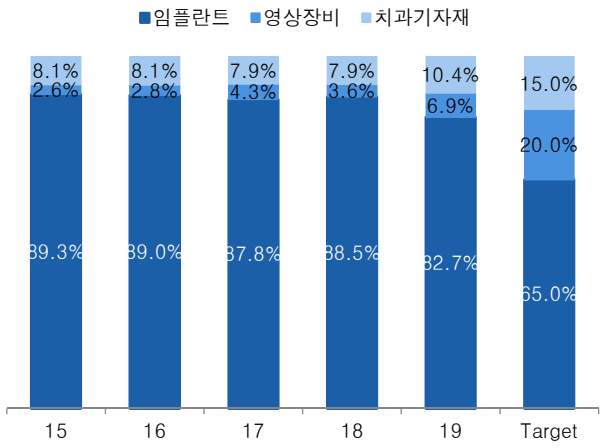
주: 242 케이스(74명) 중 97.9% 생존율 기록
자료: 덴티움, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 세계 치과용 임플란트 시장점유율



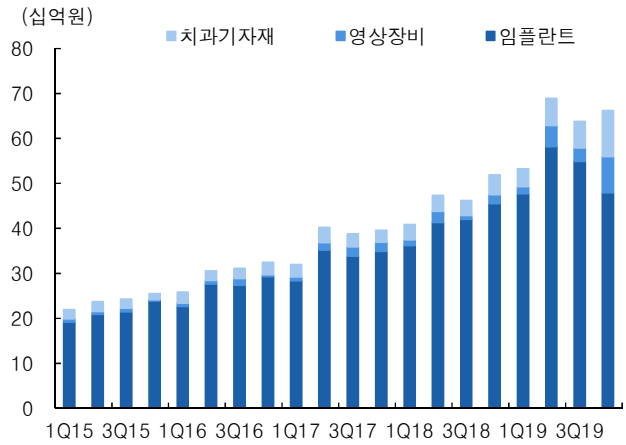
자료: Straumann, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 품목별 매출 비중



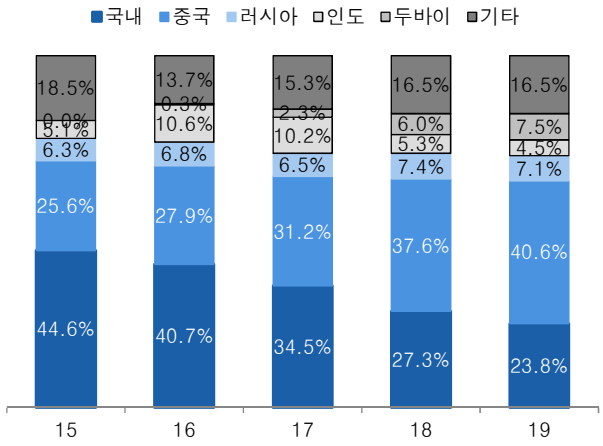
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 품목별 매출 추이



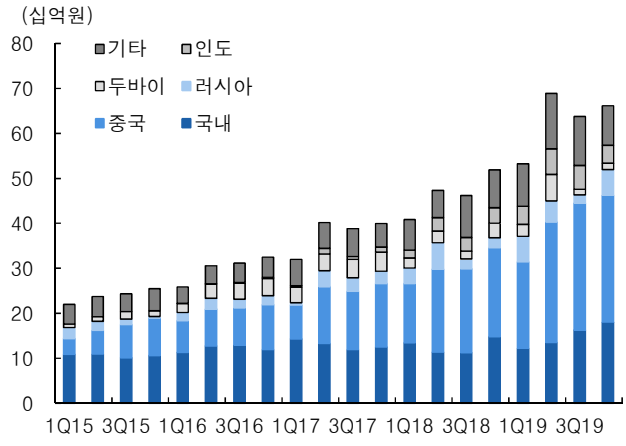
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 지역별 매출 비중



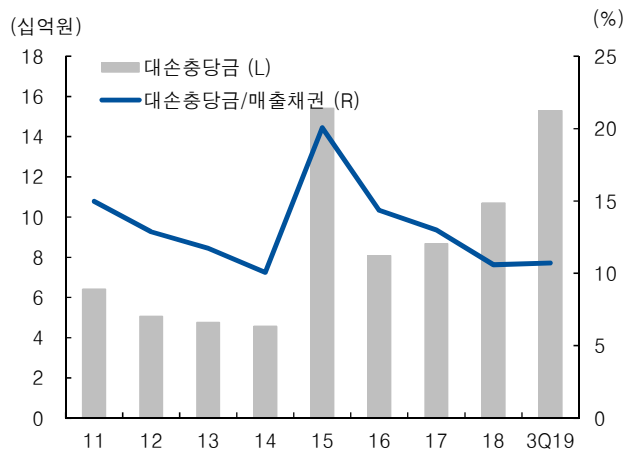
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 지역별 매출 비중 추이



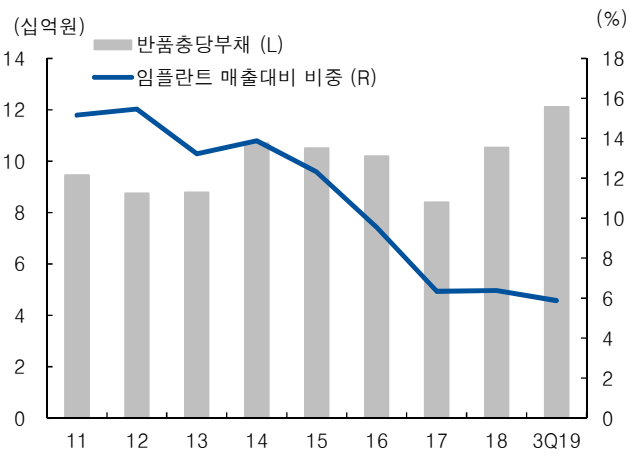
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 대손충당금 vs. 대손충당금/매출채권 추이



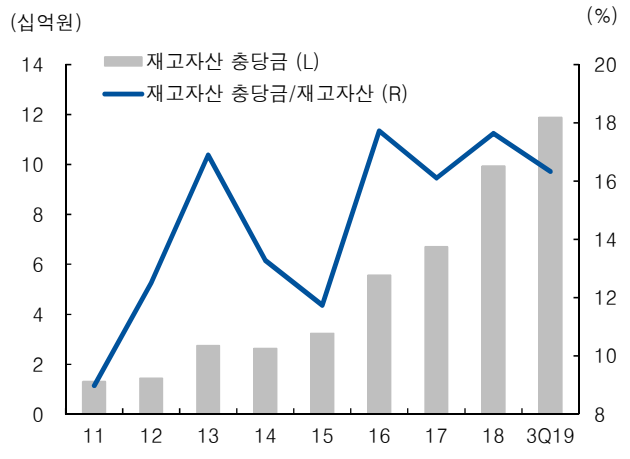
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. 반품충당부채 vs. 반품충당부채/임플란트 매출 추이



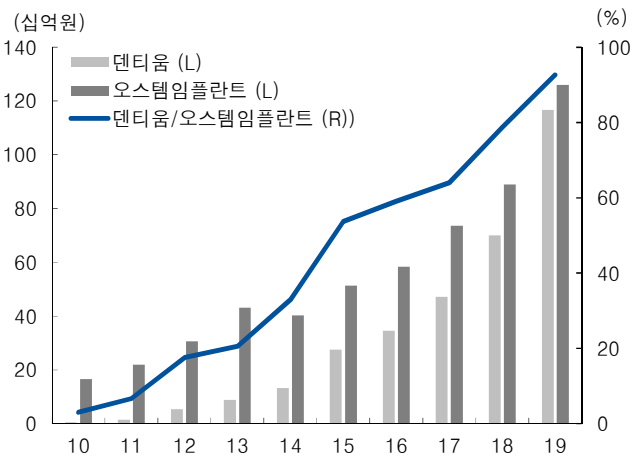
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. 재고자산 vs. 재고자산충당금/재고자산



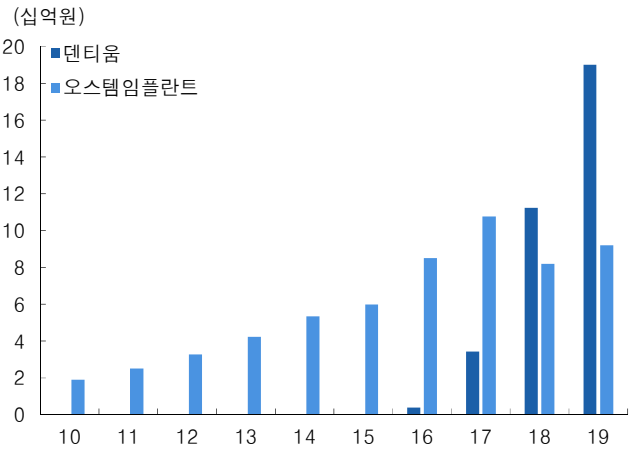
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 13. 덴티움 vs. 오스템임플란트: 중국 매출



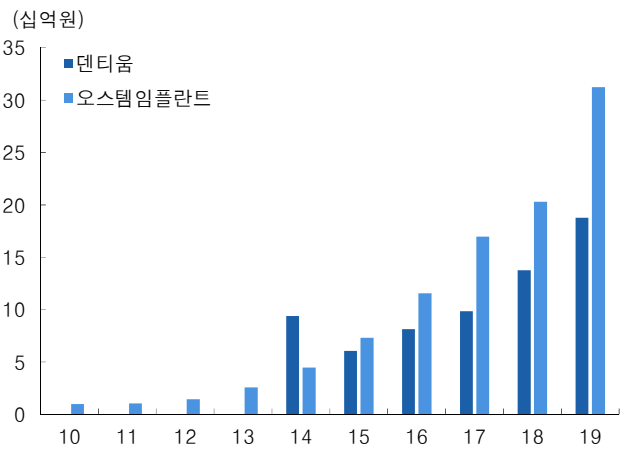
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 14. 덴티움 vs. 오스템임플란트: 인도 매출



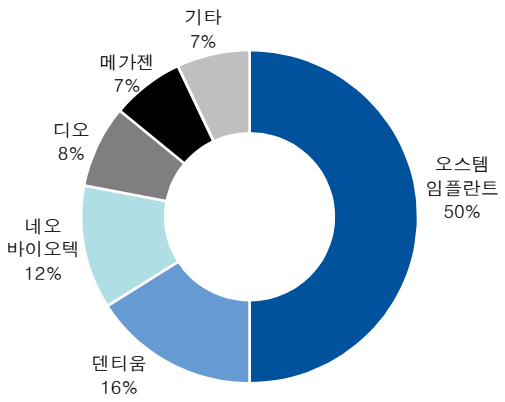
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. 덴티움 vs. 오스템임플란트: 러시아 매출



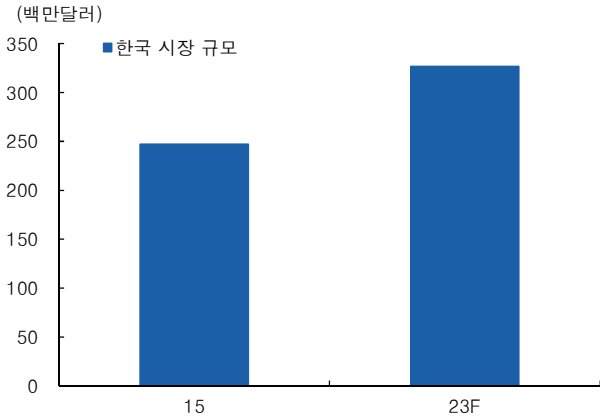
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 16. 국내 임플란트 시장 점유율



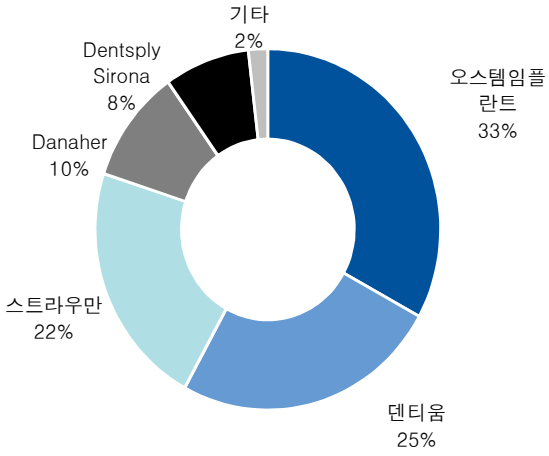
자료: 한국보건산업진흥원, 미래에셋대우 리서치센터

그림 17. 국내 임플란트 시장 규모 추이 (CAGR 3.5%)



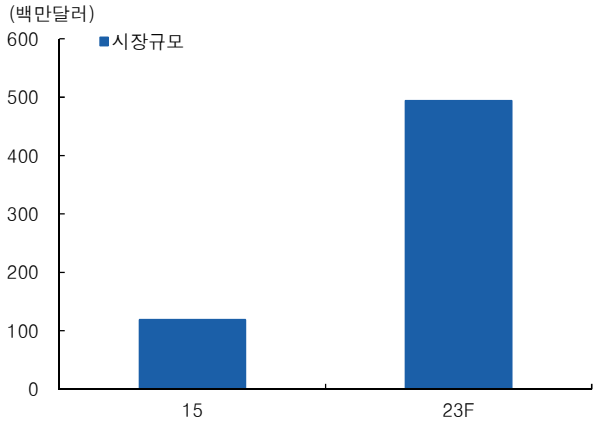
자료: MRG, 미래에셋대우 리서치센터

그림 18. 중국 시장 점유율



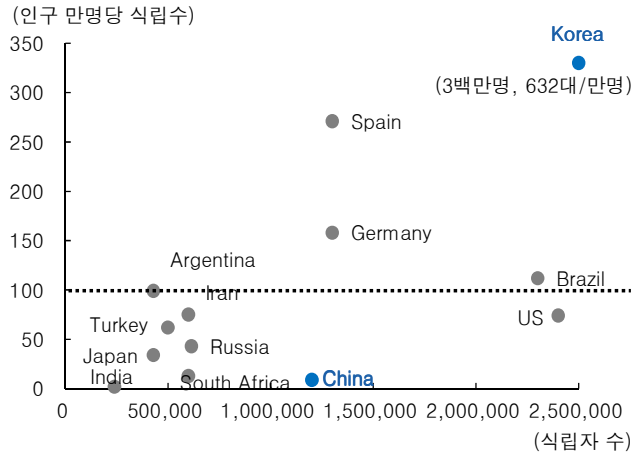
자료: 오스템임플란트, 덴티움, 미래에셋대우 리서치센터

그림 19. 중국 임플란트 시장 (CAGR 19.5%)



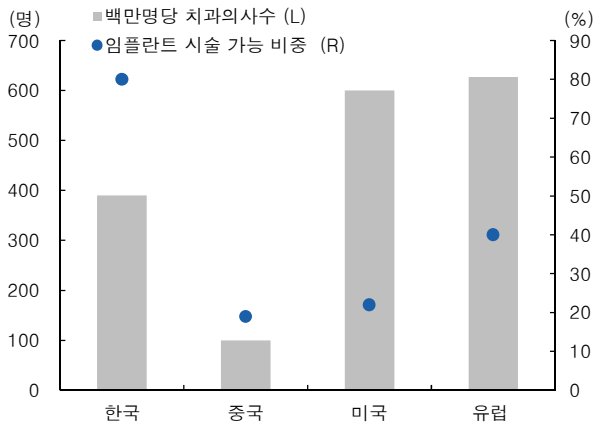
자료: MRG, 미래에셋대우 리서치센터

그림 20. 인구 만명당 임플란트 식립수



자료: MRG, Straumann, 미래에셋대우 리서치센터

그림 21. 글로벌 치과의사수 vs. 임플란트 시술 가능 비중



자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

덴티움 (145720)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액	**186**	**252**	**301**	**355**
매출원가	**56**	**85**	**102**	**121**
매출총이익	**130**	**167**	**199**	**234**
판매비와관리비	**89**	**119**	**139**	**162**
조정영업이익	**42**	**48**	**60**	**73**
영업이익	**42**	**48**	**60**	**73**
비영업손익	**0**	**-10**	**-3**	**-3**
금융손익	-1	-4	-3	-3
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	42	38	57	70
계속사업법인세비용	8	19	10	13
계속사업이익	34	19	47	57
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**34**	**19**	**47**	**57**
지배주주	34	19	46	57
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	**34**	**21**	**47**	**57**
지배주주	34	21	47	58
비지배주주	0	0	-1	-1
EBITDA	47	61	75	86
FCF	-108	-46	-7	85
EBITDA 마진율 (%)	25.3	24.2	24.9	24.2
영업이익률 (%)	22.6	19.0	19.9	20.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	18.3	7.5	15.3	16.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
유동자산	**170**	**218**	**312**	**374**
현금 및 현금성자산	22	29	20	104
매출채권 및 기타채권	93	119	184	170
재고자산	46	59	91	85
기타유동자산	9	11	17	15
비유동자산	**267**	**309**	**295**	**281**
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	247	272	258	245
무형자산	2	3	2	2
자산총계	**437**	**527**	**607**	**655**
유동부채	**140**	**178**	**210**	**203**
매입채무 및 기타채무	16	21	32	30
단기금융부채	94	119	120	120
기타유동부채	30	38	58	53
비유동부채	**102**	**135**	**137**	**137**
장기금융부채	99	132	132	132
기타비유동부채	3	3	5	5
부채총계	**242**	**313**	**347**	**340**
지배주주지분	**194**	**214**	**259**	**315**
자본금	6	6	6	6
자본잉여금	49	49	49	49
이익잉여금	160	177	223	278
비지배주주지분	**1**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**195**	**214**	**259**	**315**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
영업활동으로 인한 현금흐름	**-1**	**2**	**-7**	**85**
당기순이익	34	19	47	57
비현금수익비용가감	20	42	28	29
유형자산감가상각비	4	13	14	13
무형자산상각비	1	1	0	0
기타	15	28	14	16
영업활동으로인한자산및부채의변동	-44	-39	-68	15
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-31	-32	-65	14
재고자산 감소(증가)	-15	-13	-32	7
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	3	-3	6	-1
법인세납부	-9	-16	-10	-13
투자활동으로 인한 현금흐름	**-112**	**-46**	**-1**	**0**
유형자산처분(취득)	-107	-48	0	0
무형자산감소(증가)	-1	-1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-1	0	-1	0
기타투자활동	-3	3	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**80**	**50**	**-1**	**-1**
장단기금융부채의 증가(감소)	96	58	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-1	-1	-1	-1
기타재무활동	-15	-7	0	0
현금의 증가	**-31**	**7**	**-9**	**84**
기초현금	53	22	29	20
기말현금	22	29	20	104

예상 주당가치 및 valuation (요약)

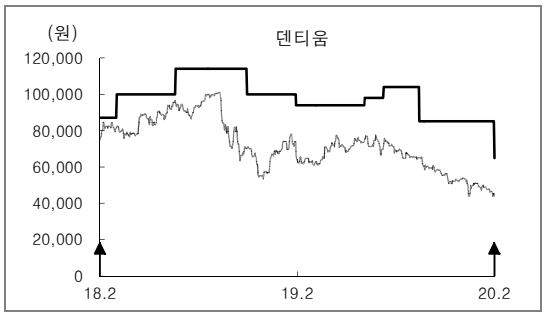
	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
P/E (x)	18.6	31.4	10.4	8.5
P/CF (x)	11.8	9.8	6.5	5.6
P/B (x)	3.0	2.6	1.7	1.5
EV/EBITDA (x)	17.2	13.3	9.6	7.3
EPS (원)	3,095	1,713	4,198	5,167
CFPS (원)	4,888	5,510	6,748	7,788
BPS (원)	19,256	21,040	25,121	30,171
DPS (원)	150	150	150	150
배당성향 (%)	3.8	7.0	2.8	2.3
배당수익률 (%)	0.3	0.3	0.3	0.3
매출액증가율 (%)	23.2	35.5	19.4	17.9
EBITDA증가율 (%)	2.2	29.8	23.0	14.7
조정영업이익증가율 (%)	2.4	14.3	25.0	21.7
EPS증가율 (%)	14.0	-44.7	145.1	23.1
매출채권 회전율 (회)	2.5	2.4	2.0	2.0
재고자산 회전율 (회)	4.6	4.8	4.0	4.0
매입채무 회전율 (회)	8.0	9.3	7.8	7.9
ROA (%)	9.2	3.8	8.2	9.1
ROE (%)	19.2	9.3	19.7	19.9
ROIC (%)	12.2	5.0	11.4	13.4
부채비율 (%)	124.3	146.3	133.9	107.8
유동비율 (%)	121.0	122.5	148.2	183.8
순차입금/자기자본 (%)	87.4	102.8	88.2	45.8
조정영업이익/금융비용 (x)	30.4	11.7	14.8	17.9

자료: 덴티움, 미래에셋대우 리서치센터

덴티움
코로나19로 잠시 쉬어갈 뿐, 중국 1등이 코 앞

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
덴티움(145720)				
2020.02.27	매수	65,000	-	-
2019.10.11	매수	85,000	-37.14	-22.94
2019.08.06	매수	104,000	-33.97	-27.21
2019.07.02	매수	98,000	-25.88	-20.92
2019.02.25	매수	94,000	-27.31	-17.77
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



* 괴리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

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 주가하락이 예상		

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
84.05%	9.82%	6.13%	0.00%

* 2019년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

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.