

중국 수요회복 확인. 더 중요한 것은 현금흐름 개선

매수  
(유지)

목표가: 54,000원 ▲  
상승여력: 20.0%

김충현, CFA choonghyun.kim@miraeasset.com

2Q20 Review

매출액 기준 시장기대치 하회하는 실적

- 매출액 -25.3% YoY, 영업이익 -57.2% YoY(OPM 12.9%)
- 중국 9.8% YoY(224% QoQ), 내수 8.3% YoY, 기타 -56% YoY

투자포인트

- 1) 장기 임상데이터: 15년 이상의 장기 임상데이터 다수 보유
- 2) 강화된 중국시장 경쟁력: 외국기업 최초로 임플란트 생산이 가능한 공장 생산허가와 CT 판매허가 취득

Valuation

목표주가 54,000원으로 상향하며, 투자 의견 매수 유지

- 가장 핵심 시장인 중국 시장이 예상대로 외형회복에 성공. 글로벌 코로나19 확산 고려시 2Q20을 저점으로 하반기 실적은 점진적 회복세 예상
- 성공적인 비용통제로 매출대비 판관비율 2017년 이후 최저수준
- 운전자본 감소로 2020년 상반기 영업현금흐름 108억원 기록. 2020년은 지난 3년에 걸친 CAPEX 사이클이 종료되는 점을 고려할 때, 순현금흐름으로 전환 가능
- 핵심시장의 수요회복과 비용통제, 현금흐름 개선 고려, 목표배수 상향적용(PER 16x → 17.5x)에 의해 목표주가 54,000원(기존 52,000원)으로 상향함. 상승여력이 20%인 점을 고려하여 투자 의견은 매수 유지
- 동사의 현재 주가는 12개월 FWD PER 기준 14.7배로 Peer 대비 저평가(18.5x)

Key data



현재주가(20/8/10, 원)	45,000	시가총액(십억원)	498
영업이익(20F, 십억원)	32	발행주식수(백만주)	11
Consensus 영업이익(20F, 십억원)	48	유동주식비율(%)	55.3
EPS 성장률(20F, %)	54.7	외국인 보유비중(%)	18.5
P/E(20F, x)	21.8	베타(12M) 일간수익률	0.79
MKT P/E(20F, x)	16.5	52주 최저가(원)	26,700
KOSPI	2,386.38	52주 최고가(원)	74,200

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	16.0	-8.2	-39.3
상대주가	4.5	-15.3	-50.7

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액 (십억원)	151	186	253	217	300	353
영업이익 (십억원)	41	42	45	32	58	69
영업이익률 (%)	27.2	22.6	17.8	14.7	19.3	19.5
순이익 (십억원)	30	34	15	23	41	50
EPS (원)	2,716	3,095	1,336	2,067	3,678	4,508
ROE (%)	26.0	19.2	7.4	10.4	16.2	16.8
P/E (배)	22.9	18.6	40.3	21.8	12.2	10.0
P/B (배)	3.8	3.0	2.6	2.0	1.7	1.5
배당수익률 (%)	0.2	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0

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

표 1. 2Q20 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	2Q19	1Q20	2Q20P			성장률	
			잠정치	미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	68.9	40.8	51.5	58.5	57.5	-25.3	26.2
영업이익	15.5	3.2	6.6	10.1	8.0	-57.2	106.7
영업이익률 (%)	22.5	7.9	12.9	17.3	14.0	-9.6	5.0
세전이익	12.6	5.7	4.5	9.1	6.9	-64.6	-21.9
순이익	9.2	3.3	2.8	7.5	6.9	-69.6	-16.5

주: K-IFRS 기준  
 자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	20F	21F	20F	21F	20F	21F	
매출액	237.2	311.6	216.7	300.1	-8.6	-3.7	2Q20 실적 반영
영업이익	42.6	60.6	32.0	57.7	-25.0	-4.8	
세전이익	42.0	56.4	30.6	54.3	-27.0	-3.7	
순이익	33.1	44.7	22.9	40.7	-30.8	-8.8	
EPS (KRW)	2,987	4,034	2,067	3,678	-30.8	-8.8	

주: K-IFRS 기준  
 자료: 미래에셋대우 리서치센터

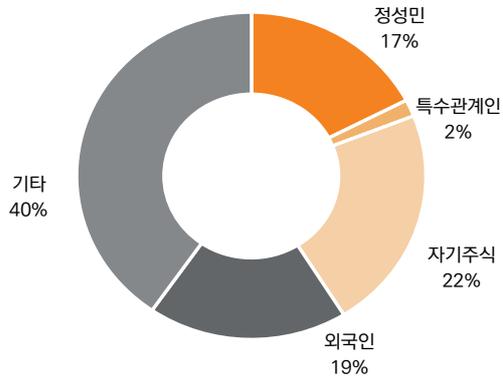
표 3. 분기별 실적 전망표

(십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
매출액	53.3	68.9	63.8	66.6	40.8	51.5	57.4	67.0	252.6	216.7	300.1
내수	12.2	13.5	16.3	18.1	14.9	14.6	15.5	16.3	60.0	61.3	63.3
중국	19.3	26.8	28.2	28.3	9.1	29.5	32.4	38.9	102.7	109.9	153.4
러시아	5.7	4.7	1.8	5.7	1.6	3.0	3.9	5.0	17.9	13.5	26.0
두바이	2.7	5.9	1.3	1.4	0.7	0.0	0.3	0.4	11.3	1.3	11.6
인도	4.0	5.7	5.3	4.0	3.0	0.1	0.2	0.3	19.0	3.5	5.5
기타	9.5	12.3	10.9	9.1	11.5	4.3	5.2	6.2	41.7	27.2	40.3
영업이익	10.6	15.5	10.9	7.7	3.2	6.6	9.4	12.8	44.7	32.0	57.7
세전이익	11.1	12.6	12.7	-2.9	5.7	4.5	8.6	11.9	33.6	30.6	54.3
순이익	9.2	9.2	11.1	-14.7	3.3	2.8	7.0	9.7	14.8	22.9	40.7
영업이익률 (%)	19.9	22.5	17.1	11.5	7.9	12.9	16.4	19.0	17.7	14.8	19.2
세전순이익률 (%)	20.9	18.3	20.0	-4.3	14.0	8.7	14.9	17.7	13.3	14.1	18.1
순이익률 (%)	17.2	12.9	17.2	-23.0	8.2	5.5	12.2	14.5	5.9	10.6	13.6

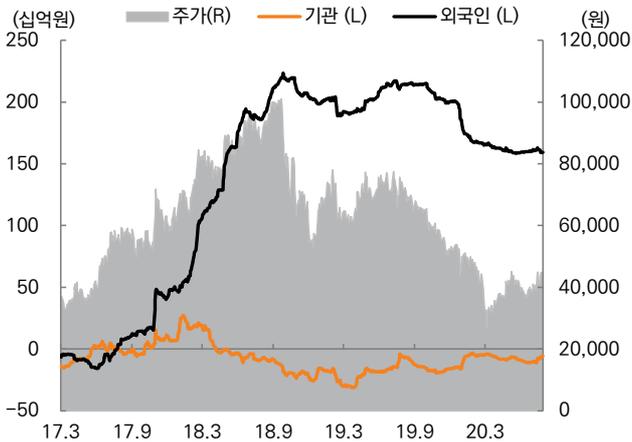
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 자본율



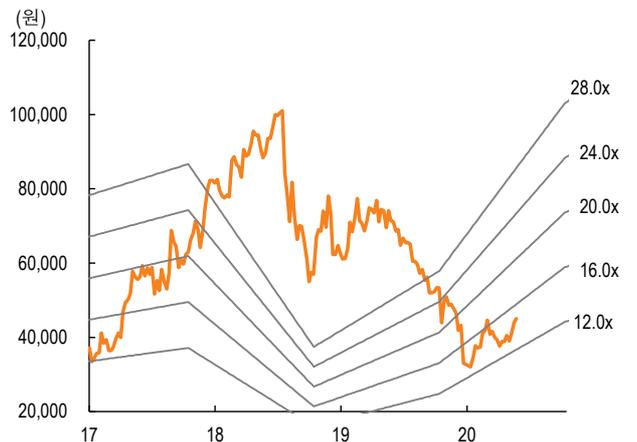
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 기관 및 외국인 순매수량 vs. 주가 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 12개월 선행 PER 밴드 차트



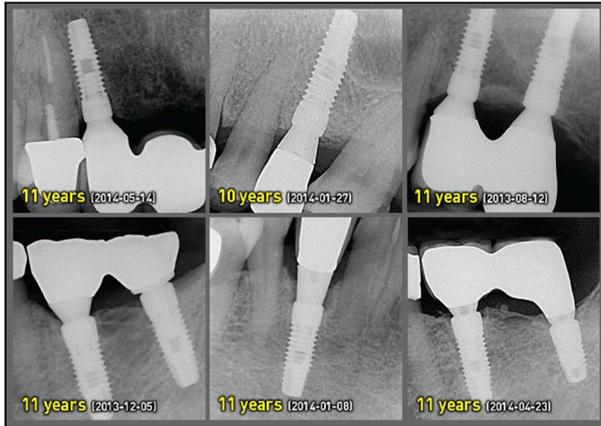
자료: 미래에셋대우 리서치센터

표4. Global peer valuation

회사명	시가총액	영업이익률 (%)			PER (배)			PBR (배)			ROE (%)			EV/EBITDA (배)		
		19	20F	21F	19	20F	21F	19	20F	21F	19	20F	21F	19	20F	21F
짐머 바이오메트 홀딩스	34,264.4	14.3	19.9	26.2	40.4	30.2	18.0	4.1	4.3	3.6	0.3	8.4	13.0	31.9	20.0	13.8
얼라인 테크놀로지	28,607.0	22.5	10.1	22.1	114.4	87.3	45.1	11.2	11.4	8.3	80.7	49.0	19.1	58.4	70.3	31.7
슈트라우만 홀딩	19,230.9	24.3	18.8	24.6	48.2	70.5	46.0	9.3	10.8	8.9	23.9	15.0	19.4	31.8	43.4	30.1
덴츠플라이 시로나	11,767.5	9.0	11.8	18.2	991.8	36.8	20.8	2.9	3.2	2.7	-1.0	2.6	8.4	29.9	21.2	13.9
헨리 셰인	11,492.8	7.2	5.7	6.7	24.0	26.5	19.1	1.1	1.1	1.0	20.3	9.8	14.3	12.1	16.4	12.9
Envista Holdings	4,422.8	10.1	6.7	12.8	14.4	69.6	18.8	1.2	1.8	1.5	5.2	1.9	6.0	13.5	37.2	14.0
SmileDirectClub	4,137.6	-65.3	-35.5	-11.4	-	-	-	1.2	5.8	3.9	-	-54.6	-125.3	-	-	393.2
오스팀플라트	635.0	7.6	6.6	9.4	-	31.3	17.0	1.1	1.1	0.9	-31.6	19.9	36.5	9.4	12.7	9.1
덴티움	498.1	17.7	18.1	19.5	43.4	14.3	11.2	1.6	1.9	1.5	4.3	15.4	16.6	10.2	11.9	9.6
디오	428.5	27.3	25.8	28.6	19.9	18.9	12.9	3.2	3.3	2.6	15.4	15.1	18.8	10.2	11.6	8.7
레이	313.4	17.6	21.9	26.0	24.6	15.8	9.3	3.9	3.1	2.0	27.6	30.0	33.8	16.9	11.3	5.7
<b>전체 평균</b>		<b>8.4</b>	<b>10.0</b>	<b>16.6</b>	<b>146.8</b>	<b>40.1</b>	<b>21.8</b>	<b>3.7</b>	<b>4.3</b>	<b>3.4</b>	<b>14.5</b>	<b>10.2</b>	<b>5.5</b>	<b>22.4</b>	<b>25.6</b>	<b>49.3</b>

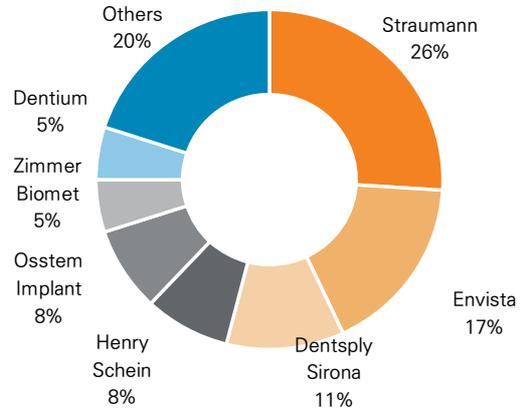
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

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



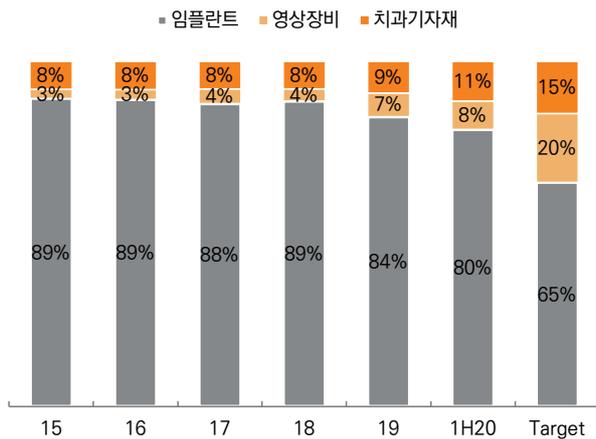
주: 242 케이스(74명) 중 97.9% 생존율 기록  
 자료: 덴티움, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 세계 치과용 임플란트 시장점유율



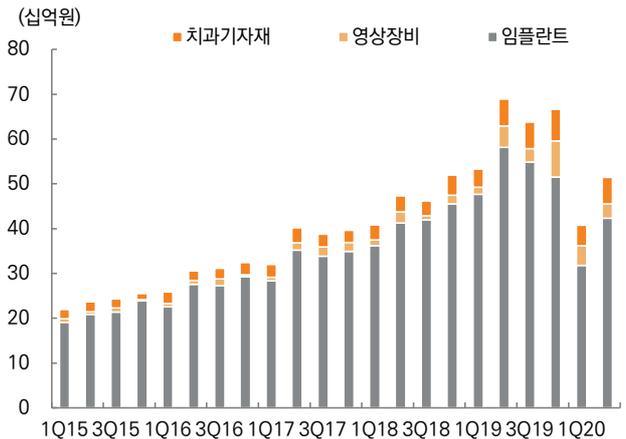
자료: Straumann, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 품목별 매출 비중



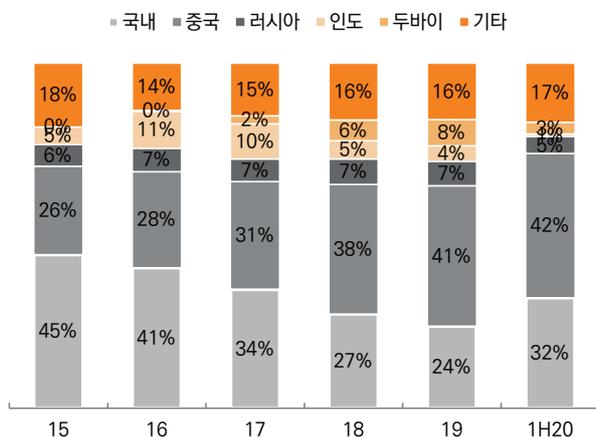
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 품목별 매출 추이



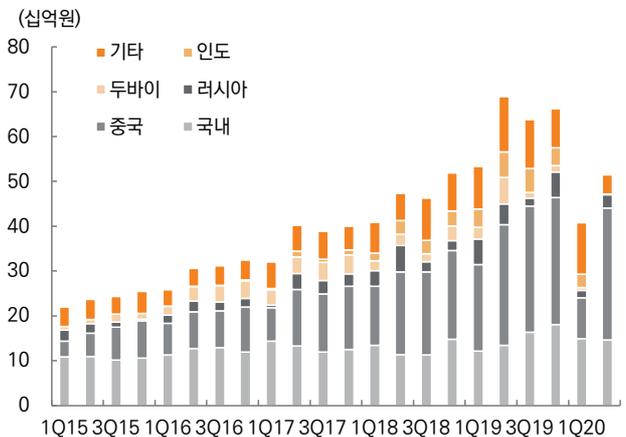
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 지역별 매출 비중



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 지역별 매출 비중 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

덴티움 (145720)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>253</b>	<b>217</b>	<b>300</b>	<b>353</b>
매출원가	85	86	104	123
매출총이익	168	131	196	230
판매비와관리비	123	99	138	160
조정영업이익	45	32	58	69
영업이익	45	32	58	69
비영업손익	-11	-1	-4	-3
금융손익	-5	-5	-3	-3
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	34	31	54	66
계속사업법인세비용	20	8	14	16
계속사업이익	14	23	41	50
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>14</b>	<b>23</b>	<b>41</b>	<b>50</b>
지배주주	15	23	41	50
비지배주주	-1	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	<b>13</b>	<b>24</b>	<b>41</b>	<b>50</b>
지배주주	14	24	41	50
비지배주주	-1	0	0	0
EBITDA	58	50	75	85
FCF	-63	7	13	39
EBITDA 마진율 (%)	22.9	23.0	25.0	24.1
영업이익률 (%)	17.8	14.7	19.3	19.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.9	10.6	13.7	14.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>226</b>	<b>244</b>	<b>320</b>	<b>399</b>
현금 및 현금성자산	28	39	51	90
매출채권 및 기타채권	117	139	179	208
재고자산	67	64	88	98
기타유동자산	14	2	2	3
<b>비유동자산</b>	<b>321</b>	<b>330</b>	<b>314</b>	<b>300</b>
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	278	287	270	255
무형자산	2	2	1	1
<b>자산총계</b>	<b>547</b>	<b>574</b>	<b>635</b>	<b>699</b>
<b>유동부채</b>	<b>175</b>	<b>180</b>	<b>199</b>	<b>213</b>
매입채무 및 기타채무	16	15	20	23
단기금융부채	112	118	119	120
기타유동부채	47	47	60	70
<b>비유동부채</b>	<b>166</b>	<b>163</b>	<b>164</b>	<b>165</b>
장기금융부채	162	159	159	159
기타비유동부채	4	4	5	6
<b>부채총계</b>	<b>341</b>	<b>343</b>	<b>363</b>	<b>378</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>207</b>	<b>231</b>	<b>271</b>	<b>321</b>
자본금	6	6	6	6
자본잉여금	49	49	49	49
이익잉여금	172	195	236	286
<b>비지배주주지분</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>자본총계</b>	<b>207</b>	<b>231</b>	<b>271</b>	<b>321</b>

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-12</b>	<b>33</b>	<b>13</b>	<b>39</b>
당기순이익	14	23	41	50
비현금수익비용가감	55	29	34	35
유형자산감가상각비	13	17	17	15
무형자산상각비	1	1	0	0
기타	41	11	17	20
영업활동으로인한자산및부채의변동	-63	0	-45	-26
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-39	-17	-39	-28
재고자산 감소(증가)	-19	2	-24	-11
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	2	-2	4	2
법인세납부	-14	-15	-14	-16
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-56</b>	<b>-26</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>
유형자산처분(취득)	-51	-26	0	0
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-2	0	-2	-1
기타투자활동	-2	0	0	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>75</b>	<b>4</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	81	3	1	1
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-1	0	0	0
기타재무활동	-5	1	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>6</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>39</b>
기초현금	22	28	39	51
기말현금	28	39	51	90

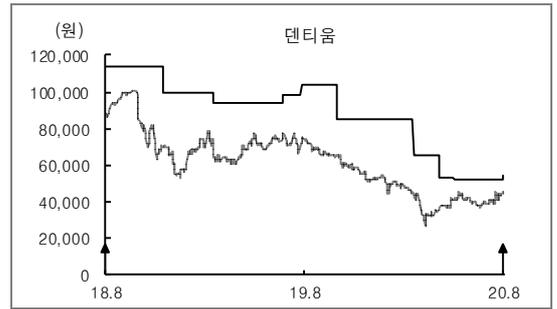
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020F	2021F	2022F
P/E (x)	40.3	21.8	12.2	10.0
P/CF (x)	8.6	9.5	6.7	5.9
P/B (x)	2.6	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA (x)	14.5	14.8	9.7	8.1
EPS (원)	1,336	2,067	3,678	4,508
CFPS (원)	6,222	4,713	6,747	7,634
BPS (원)	20,416	22,601	26,279	30,787
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	36.0	-14.2	38.2	17.7
EBITDA증가율 (%)	23.4	-13.8	50.0	13.3
조정영업이익증가율 (%)	7.1	-28.9	81.3	19.0
EPS증가율 (%)	-56.8	54.7	77.9	22.6
매출채권 회전을 (회)	2.6	1.8	2.0	1.9
재고자산 회전을 (회)	4.5	3.3	4.0	3.8
매입채무 회전을 (회)	8.3	7.0	7.6	7.4
ROA (%)	2.8	4.1	6.7	7.5
ROE (%)	7.4	10.4	16.2	16.8
ROIC (%)	4.8	5.4	9.7	11.2
부채비율 (%)	164.9	148.9	133.9	117.6
유동비율 (%)	129.2	135.3	160.8	187.7
순차입금/자기자본 (%)	118.4	102.4	82.9	58.1
조정영업이익/금융비용 (x)	8.7	5.9	12.9	15.4

자료: 덴티움, 미래에셋대우 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
덴티움 (145720)				
2020.08.11	매수	54,000	-	-
2020.05.12	매수	52,000	-21.36	-13.08
2020.04.16	매수	53,600	-28.51	-21.74
2020.02.27	매수	65,000	-45.44	-31.77
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



\* 과리율 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 약화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
76.22%	11.59%	11.59%	0.60%

\* 2020년 6월 30일 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.