

(Analyst) 김충현, CFA choonghyun.kim@miraeasset.com

**MIRAE ASSET**  
 미래에셋증권

145720 · 의료장비 및 용품

# 덴티움

## 러시아 물류문제가 발목을 잠시 잡았을 뿐

(유지)

매수

목표주가

170,000원 ▼

상승여력

40.8%

현재주가(23/11/9)

120,700원

KOSPI	2,427.08	시가총액(십억원)	1,336	발행주식수(백만주)	11	외국인 보유비중(%)	19.2
-------	----------	-----------	-------	------------	----	-------------	------

### Report summary

#### 매출액 및 영업이익 모두 시장기대치 하회하는 실적

동사의 매출액은 러시아 물류문제와 CBCT 신규수요 위축으로 전년 대비 3% 증가하며 시장기대치를 하회했다. 영업이익도 외형 감소로 인한 고정비 부담에 광고선전비 증가로 전년 대비 11% 감소했다.

#### 현 주가는 12개월 선행 P/E 11배로 글로벌 Peer(18배)와 동사의 지난 5년 평균(20배) 대비 저평가 상태

3Q23 실적 부진을 주도한 러시아는 10월부터 물류문제가 개선되고 있어 4Q23에는 150~160억원 수준으로 회복할 수 있을 것으로 예상된다. 그러나 CBCT는 글로벌 경쟁사들의 영업상황을 종합할 때 빠르게 개선되기는 어려워 보인다. 중국은 VBP정책 시행 이후 늘어난 물량을 가격하락이 상쇄하는 상황이 이어지고 있다. 중국 지역의 실적 개선은 VBP로 인한 가격하락 효과가 끝나는 2Q24부터 본격화될 것으로 예상되며, VBP는 장기적으로 물량증가 효과를 앞세워 중국 임플란트 시장을 키울 것으로 전망한다.

### Key data

#### Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	14.0	-22.2	50.7
상대주가	13.4	-19.3	49.3

#### Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	292	356	385	479	562
영업이익 (십억원)	70	126	124	157	186
영업이익률 (%)	24.0	35.4	32.2	32.8	33.1
순이익 (십억원)	55	86	95	120	144
EPS (원)	5,013	7,776	8,554	10,817	13,015
ROE (%)	21.3	25.9	22.6	22.9	22.1
P/E (배)	13.9	12.9	13.6	10.7	8.9
P/B (배)	2.5	2.8	2.7	2.1	1.7
배당수익률 (%)	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4

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

## 3Q23 Review

### 매출 및 영업이익 모두 시장기대치 하회하는 실적 달성

동사의 매출액은 전년 대비 3% 증가한 938억원으로 시장기대치를 하회했다. 주요 수출지역 중 하나인 러시아가 제품 선적에 어려움을 겪으며 전 분기 대비 100억원 이상 감소한 것이 가장 큰 요인으로 꼽힌다. 영업이익은 광고선전비가 전년 대비 144% 증가함에 따라 전년 대비 11% 감소한 301억원으로 시장기대치를 하회했다. 영업이익률은 32.1%로 전년 대비 5.1%p 감소하였다.

지역별로는 국내 시장이 전년 대비 14% 증가한 202억원, 중국이 전년 대비 12% 증가한 542억원, 유럽은 전년 대비 61% 감소한 42억원, 아시아는 전년 대비 4% 감소한 112억원, 기타 시장은 전년 대비 96% 증가한 40억원을 기록했다.

품목별로는 임플란트 매출은 전년 대비 8% 증가한 844억원, CBCT는 전년 대비 85% 감소한 5억원, 상품은 전년 대비 1% 증가한 55억원, 기타 매출은 전년 대비 64% 증가한 29억원을 기록했다.

주요 비용으로는 인건비가 전년 대비 16% 증가한 116억원을, 국내 TV광고 개시로 인해 광고선전비가 전년 대비 144% 증가한 73억원을 기록했다. 이외에도 연구개발비용은 전년과 유사한 15억원, 지급수수료가 전년 대비 15% 증가한 50억원, 감가상각비가 전년 대비 4% 증가한 25억원을 기록했다.

표 1. 3Q23 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	3Q22	2Q23	3Q23P			성장률	
			잠정치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	90.7	106.4	93.8	111.0	105.8	3.4	-11.9
영업이익	33.7	32.4	30.1	36.9	34.8	-10.9	-7.2
영업이익률 (%)	37.2	30.4	32.1	33.2	32.9	-5.1	1.6
순이익	24.5	20.1	24.1	29.5	28.1	-1.9	19.5

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	23F	24F	23F	24F	23F	24F	
매출액	416.6	514.8	385.3	478.7	-7.5	-7.0	3Q23 실적반영
영업이익	136.5	169.4	123.9	157.5	-9.3	-7.0	
세전이익	131.3	161.8	118.6	149.8	-9.7	-7.4	
순이익	105.0	129.3	94.7	119.7	-9.8	-7.4	
EPS (KRW)	9,484	11,683	8,554	10,817	-9.8	-7.4	

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋증권 리서치센터

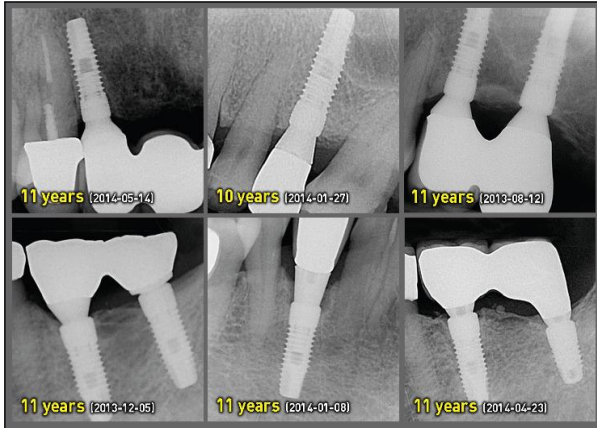
표 3. 분기별 실적 전망표

(십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	74.5	96.7	90.7	94.0	68.8	106.4	93.8	116.3	355.9	385.3	478.7
내수	17.5	17.9	17.7	17.3	19.4	20.2	20.2	21.0	70.5	80.8	84.9
중국	40.8	51.2	48.5	42.0	33.1	57.2	54.2	63.9	182.4	208.4	269.1
유럽	6.8	16.0	10.8	22.4	5.2	15.3	4.2	16.0	55.9	40.7	56.5
아시아	7.1	10.3	11.7	10.2	8.9	9.5	11.2	11.2	39.2	40.8	48.9
기타	2.4	1.3	2.0	2.1	2.3	4.1	4.0	4.3	7.8	14.6	19.4
영업이익	20.4	35.2	33.7	36.4	21.5	32.4	30.1	39.9	125.7	123.9	157.4
순이익	15.7	36.1	24.5	9.7	18.3	20.1	24.1	32.2	86.1	94.7	119.7
매출 성장률 (%)	38.5	33.3	27.4	-0.1	-7.7	10.1	3.4	23.7	22.1	8.3	24.2
내수	45.7	12.1	14.4	-8.9	10.8	13.0	14.0	21.0	12.8	14.7	5.0
중국	40.8	21.9	9.1	-20.5	-18.9	11.9	11.9	52.1	8.5	14.3	29.1
유럽	-1.5	129.7	77.5	68.9	-23.4	-4.5	-61.0	-28.5	68.6	-27.3	38.8
아시아	55.0	105.6	209.0	23.1	25.5	-7.8	-4.2	10.0	81.5	3.8	20.0
기타	74.7	-49.6	43.3	186.3	-4.8	219.0	95.5	100.0	28.6	86.7	32.4
영업이익률 (%)	27.4	36.4	37.2	38.7	31.3	30.4	32.1	34.3	35.4	32.2	32.8
순이익률 (%)	21.1	37.4	27.1	10.3	26.6	19.0	25.7	27.7	24.2	24.6	25.0

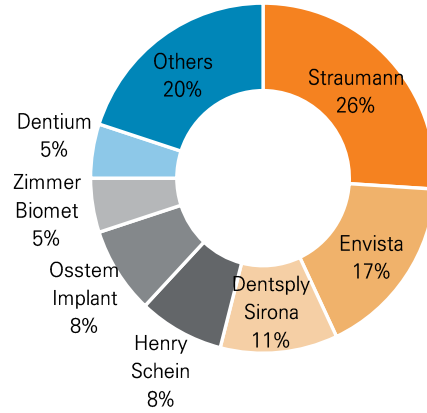
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 2015년 IJPRD (SCI급 논문)에 실린 10년 장기 임상 데이터



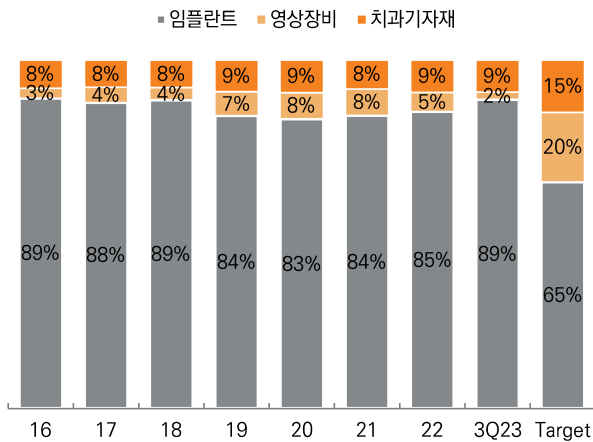
주: 242 케이스(74명) 중 97.9% 생존율 기록  
자료: 덴티움, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 세계 치과용 임플란트 시장점유율



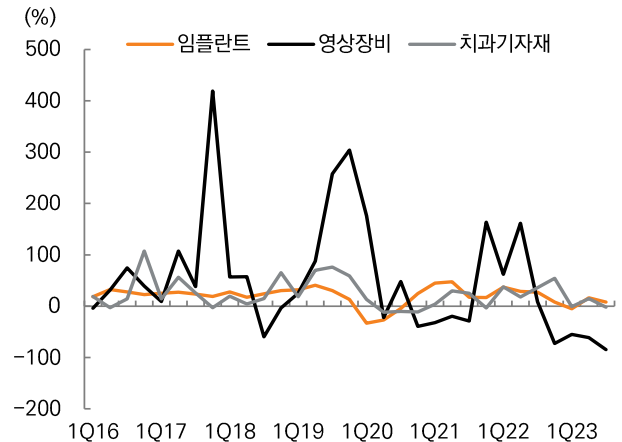
자료: Straumann, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 품목별 매출 비중



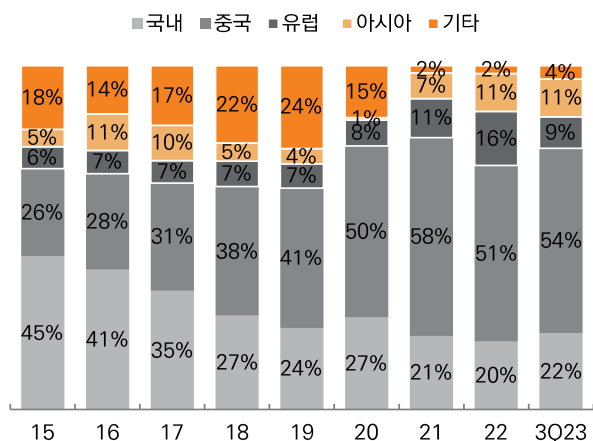
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 품목별 매출 성장률 추이



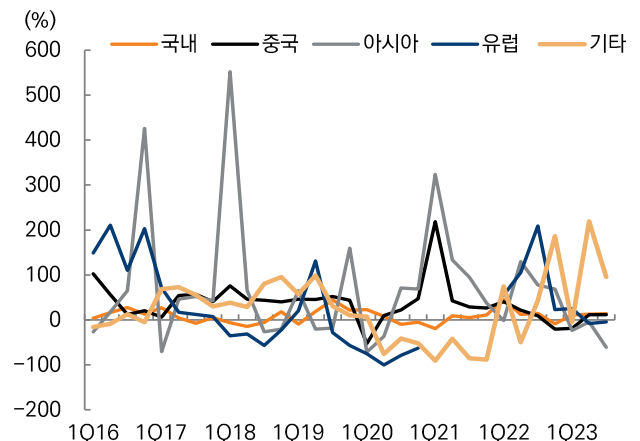
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 지역별 매출 비중



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 지역별 매출 성장률 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

## 밸류에이션 및 투자전략

### 목표주가 170,000원 및 매수의견 유지

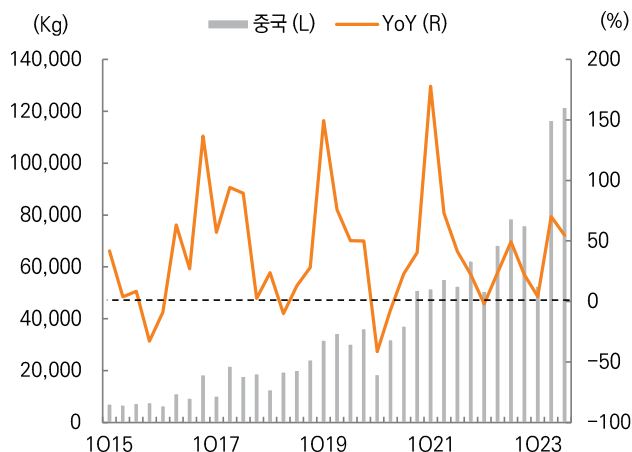
동사에 대한 실적추정치 하향과 글로벌 Peer의 평균 주가배수 하락을 반영하여 목표주가를 170,000원(기존 200,000원)으로 하향한다. 상승여력이 41%인점을 고려하여 매수 의견을 유지한다.

동사의 3Q23 실적이 시장기대치를 하회한 것은 크게 2가지 요인으로 러시아가 물류 문제로 전 분기 대비 100억원 이상 하락한 것과 CBCT 매출이 크게 하락한 것이 주요 원인이다. 러시아 문제는 10월부터 개선되는 것이 감지되고 있어 4Q23에는 150~160억원 수준으로 회복 가능할 것으로 보인다. 그러나 상대적으로 고가이며 신규영업이 중요한 CBCT는 최근 전세계적인 고금리와 경기불확실성 확대로 인해 빠르게 개선되기는 어려울 것으로 보인다.

전체 매출의 50%를 넘는 중국 시장은 전 분기보다 소폭 하락하였지만, VBP로 인한 가격하락과 계절적 비수기인 3분기라는 점을 고려할 때 선방한 실적으로 보인다. 우리는 동사의 하반기 중국 매출이 전년 대비 31% 증가한 1,181억원을 기록할 것으로 전망한다. VBP로 인해 중국향 수출단가는 역사적 저점까지 내려왔다. 중국 지역의 실적 개선은 VBP로 인한 가격하락 효과가 끝나는 2Q24부터 본격화될 것으로 예상되며, VBP는 장기적으로 물량증가 효과를 앞세워 중국 임플란트 시장을 키울 것으로 전망한다.

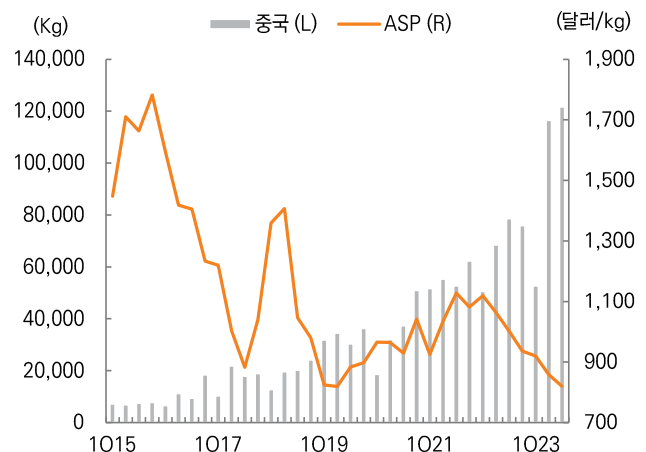
2023년 실적은 매출 3,853억원(8% YoY), 영업이익 1,239억원(-2% YoY, OPM 32%)을 예상한다. 현 주가는 12개월 선행 P/E 11배로 글로벌 Peer(18배) 및 동사의 지난 5년 평균(20배) 대비 저평가 상태다.

그림 7. 중국향 임플란트 수출 물량 추이



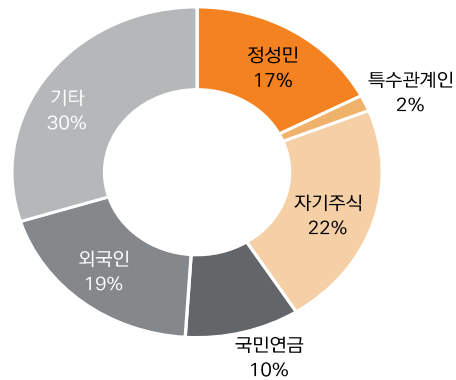
자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 중국향 임플란트 수출 물량 vs. ASP 추이



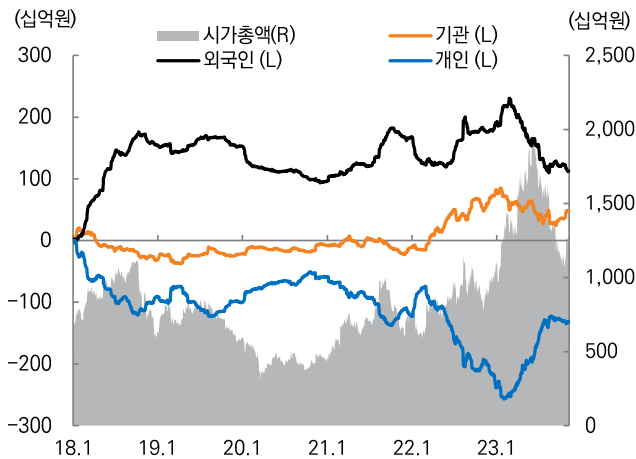
자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 지분율



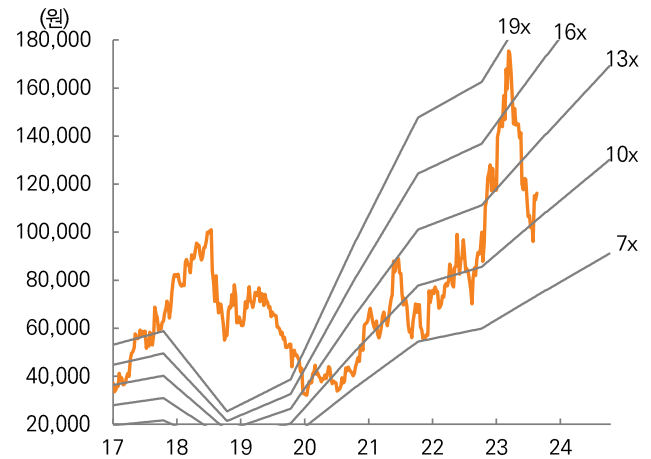
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 투자자별 순매수량 vs. 시총 추이



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 12개월 선행 PER 밴드 차트



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. Global peer valuation

회사명	시가총액 (십억원)	영업이익률 (%)			PER (배)			PBR (배)			ROE (%)			매출액(십억원)		
		22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F
슈트라우만 홀딩	26,112	23.1	24.4	25.1	47.8	38.0	32.5	7.6	7.4	6.8	20.6	23.0	23.3	3,139	3,515	3,845
얼라인 테크놀로지	19,408	17.2	21.1	20.0	36.8	23.1	21.2	3.9	3.9	3.7	9.7	15.5	15.8	4,826	5,012	5,251
헨리 셰인	10,840	5.9	7.6	7.7	13.7	12.0	11.2	0.7	0.6	0.6	12.8	16.3	16.2	16,344	17,387	18,321
덴츠플라이 시로나	7,675	-23.9	14.3	16.0	25.4	15.1	13.3	1.5	1.5	1.5	-6.1	10.8	11.5	5,069	5,121	5,214
Envista	4,866	12.4	17.2	17.5	17.7	13.3	12.7	1.4	1.5	1.4	4.6	5.9	6.1	3,320	3,349	3,421
허페이 메이야	3,135	34.8	37.9	38.3	23.6	21.6	18.6	7.6	7.1	6.0	29.2	29.4	30.9	406	454	535
Angel Align	1,657	16.1	0.5	7.7	42.6	91.9	44.7	7.2	6.6	5.4	6.2	1.8	5.4	244	267	322
덴티움	1,286	35.3	32.7	33.7	13.9	13.0	9.9	2.8	3.1	2.6	19.3	23.6	23.4	356	410	488
바텍	463	20.2	18.7	19.4	7.1	6.8	6.2	1.2	1.1	1.0	20.5	17.7	16.6	395	409	454
디오	395	-3.4	23.5	25.9	-	13.0	9.9	2.5	2.2	1.8	-5.3	16.9	19.0	131	177	214
레이	330	12.6	11.7	16.6	53.5	21.2	12.0	2.4	2.0	1.5	5.4	11.3	18.2	129	163	214
Zimvie	281	-10.4	6.9	7.5	-	14.4	11.9	0.2	0.2	0.3	-12.3	3.8	8.5	1,181	1,169	1,157
전체 평균		11.7	18.0	19.6	28.2	23.6	17.0	3.2	3.1	2.7	8.7	14.7	16.2	2,962	3,097	3,259

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

## 덴티움 (145720)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>356</b>	<b>385</b>	<b>479</b>	<b>562</b>
매출원가	95	116	148	173
매출총이익	261	269	331	389
판매비와관리비	135	146	173	203
조정영업이익	126	124	157	186
영업이익	126	124	157	186
비영업손익	-8	-5	-7	-6
금융손익	-6	-8	-8	-6
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	118	119	150	180
계속사업법인세비용	32	24	30	36
계속사업이익	86	95	120	144
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>86</b>	<b>95</b>	<b>120</b>	<b>144</b>
지배주주	86	95	120	144
비지배주주	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	<b>84</b>	<b>94</b>	<b>120</b>	<b>144</b>
지배주주	84	94	120	144
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	145	145	180	208
FCF	-6	43	80	118
EBITDA 마진율 (%)	40.7	37.7	37.6	37.0
영업이익률 (%)	35.4	32.2	32.8	33.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	24.2	24.7	25.1	25.6

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>유동자산</b>	<b>304</b>	<b>373</b>	<b>519</b>	<b>692</b>
현금 및 현금성자산	72	117	193	308
매출채권 및 기타채권	112	122	152	180
재고자산	101	111	147	173
기타유동자산	19	23	27	31
<b>비유동자산</b>	<b>371</b>	<b>423</b>	<b>413</b>	<b>404</b>
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	308	354	344	335
무형자산	3	3	3	2
<b>자산총계</b>	<b>675</b>	<b>795</b>	<b>931</b>	<b>1,096</b>
<b>유동부채</b>	<b>229</b>	<b>275</b>	<b>293</b>	<b>317</b>
매입채무 및 기타채무	17	22	27	31
단기금융부채	138	160	161	161
기타유동부채	74	93	105	125
<b>비유동부채</b>	<b>72</b>	<b>56</b>	<b>57</b>	<b>57</b>
장기금융부채	70	54	54	54
기타비유동부채	2	2	3	3
<b>부채총계</b>	<b>301</b>	<b>331</b>	<b>350</b>	<b>374</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>374</b>	<b>466</b>	<b>582</b>	<b>722</b>
자본금	6	6	6	6
자본잉여금	49	49	49	49
이익잉여금	331	423	539	680
<b>비지배주주지분</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>
<b>자본총계</b>	<b>373</b>	<b>465</b>	<b>581</b>	<b>722</b>

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>47</b>	<b>109</b>	<b>92</b>	<b>130</b>
당기순이익	86	95	120	144
비현금수익비용가감	79	58	60	64
유형자산감가상각비	18	20	22	21
무형자산상각비	1	1	0	0
기타	60	37	38	43
영업활동으로인한자산및부채의변동	-81	-15	-50	-35
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-47	-10	-29	-27
재고자산 감소(증가)	-26	-13	-36	-26
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	4	3	2
법인세납부	-31	-21	-30	-36
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-49</b>	<b>-72</b>	<b>-13</b>	<b>-13</b>
유형자산처분(취득)	-53	-65	-12	-12
무형자산감소(증가)	-1	-1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	4	-1	-1	-1
기타투자활동	1	-5	0	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>9</b>	<b>5</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	15	5	1	1
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-2	-3	-3	-4
기타재무활동	-4	3	-1	0
<b>현금의 증가</b>	<b>6</b>	<b>45</b>	<b>77</b>	<b>114</b>
기초현금	66	72	117	193
기말현금	72	117	193	308

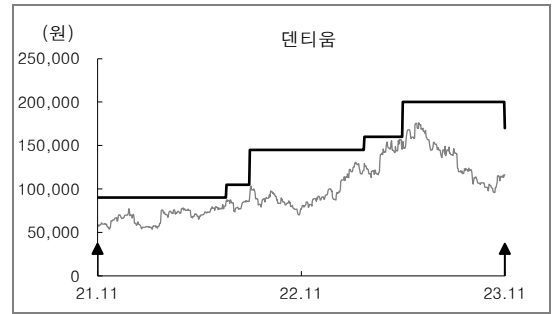
자료: 덴티움, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	12.9	13.6	10.7	8.9
P/CF (x)	6.7	8.4	7.1	6.2
P/B (x)	2.8	2.7	2.1	1.7
EV/EBITDA (x)	8.6	9.5	7.2	5.7
EPS (원)	7,776	8,554	10,817	13,015
CFPS (원)	14,933	13,842	16,263	18,776
BPS (원)	35,499	43,768	54,305	66,983
DPS (원)	300	360	432	432
배당성향 (%)	3.0	3.3	3.1	2.6
배당수익률 (%)	0.3	0.3	0.4	0.4
매출액증가율 (%)	22.1	8.3	24.2	17.3
EBITDA증가율 (%)	74.1	0.1	24.3	15.5
조정영업이익증가율 (%)	79.9	-1.5	27.1	18.3
EPS증가율 (%)	55.1	10.0	26.5	20.3
매출채권 회전율 (회)	3.7	3.4	3.6	3.5
재고자산 회전율 (회)	4.0	3.6	3.7	3.5
매입채무 회전율 (회)	9.5	9.5	9.2	9.1
ROA (%)	13.8	12.9	13.9	14.2
ROE (%)	25.9	22.6	22.9	22.1
ROIC (%)	22.3	20.4	24.2	27.0
부채비율 (%)	80.8	71.2	60.2	51.8
유동비율 (%)	132.5	135.8	176.8	218.3
순차입금/자기자본 (%)	36.1	20.5	3.2	-13.2
조정영업이익/금융비용 (x)	18.5	12.7	16.0	18.8

## 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
덴티움 (145720)				
2023.11.09	매수	170,000	-	-
2023.05.10	매수	200,000	-32.79	-11.85
2023.03.02	매수	160,000	-15.28	-2.00
2022.08.09	매수	145,000	-35.37	-10.00
2022.06.28	매수	105,000	-21.65	-16.48
2021.11.08	매수	90,000	-24.88	-6.89



\* 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 악화
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
88.81%	7.24%	3.29%	0.66%

\* 2023년 09월 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.