

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

MIRAE ASSET
미래에셋증권

145720 · 의료장비 및 용품

덴티움

드디어 중국 임플란트 판매가격 하락의 끝이 보인다

(유지)

매수

목표주가

183,000원 ▲

상승여력

45.2%

현재주가(24/2/28)

126,000원

KOSPI	2,652.29	시가총액(십억원)	1,395	발행주식수(백만주)	11	외국인 보유비중(%)	17.5
-------	----------	-----------	-------	------------	----	-------------	------

Report summary

매출액 및 영업이익 모두 시장기대치 상회하며 역대최대실적 경신

동사의 매출액은 러시아 수출이 크게 증가하며 전년 대비 33% 증가하며 시장기대치를 상회했다. 영업이익도 외형성장에 따른 레버리지 효과가 발생하며 전년 대비 32% 증가하며 시장기대치를 상회했다.

현 주가는 12개월 선행 P/E 12배로 글로벌 Peer(18배)와 동사의 지난 5년 평균(16배) 대비 저평가 상태

VBP 시작이후 20%이상 하락한 것으로 추정되는 중국 임플란트 판매가격이 2024년 들어서 안정화되고 있는 것으로 추정된다. VBP는 장기적으로 물량증가 효과를 앞세워 중국 임플란트 시장을 키울 것으로 전망한다. 더불어 견조한 국내 영업상황과 러시아 수출이 안정화되고 있는 것도 긍정적이다. 이를 반영한 동사의 2024년 실적은 매출 4,587억원(17% YoY), 영업이익 1,520억원(15% YoY, OPM 33.1%)을 예상한다. 금리 인하로 디지털 덴티스트리 수요가 회복될 경우와 중국 정부가 경기부양책을 시행할 경우 추가 실적 개선도 기대해볼만 한다. 현재 주가는 자사주를 제외한 유통 주식수 기준 12개월 선행 P/E 10배가 안된다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	14.0	4.1	4.1
상대주가	6.6	-0.1	-5.3

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	292	356	394	459	535
영업이익 (십억원)	70	126	132	152	179
영업이익률 (%)	24.0	35.4	33.5	33.1	33.5
순이익 (십억원)	55	86	90	108	130
EPS (원)	5,013	7,776	8,090	9,793	11,715
ROE (%)	21.3	25.9	21.4	21.1	20.6
P/E (배)	13.9	12.9	16.2	12.9	10.8
P/B (배)	2.5	2.8	3.0	2.4	2.0
배당수익률 (%)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3

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

4Q23 Review

매출 및 영업이익 모두 시장기대치 상회하며 역대 최대 실적 경신

동사의 매출액은 전년 대비 33% 증가한 1,248억원으로 시장기대치를 상회했다. 4Q23 깜짝 실적의 주인공은 러시아였다. 물류 문제 해소로 150억~160억원으로 예상되었던 러시아 매출이 231억원으로 크게 개선되었기 때문이다. 국내와 중국도 모두 전년 대비 30% 이상 성장했다.

지역별로는 국내 시장이 전년 대비 40% 증가한 242억원, 중국이 전년 대비 37% 증가한 574억원, 유럽은 전년 대비 26% 증가한 283억원(러시아 86% YoY, 기타 유럽 -48% YoY), 아시아는 전년 대비 26% 증가한 128억원(베트남 17% YoY, 베트남제외 아시아 29% YoY), 기타 시장은 전년 대비 1% 증가한 21억원을 기록했다.

품목별로는 임플란트 매출은 전년 대비 42% 증가한 1,148억원, CBCT는 전년 대비 21% 감소한 28억원, 상품은 전년 대비 2% 증가한 60억원, 기타 매출은 전년 대비 49% 감소한 9억원을 기록했다.

영업이익은 전년 대비 32% 증가한 479억원으로 시장기대치를 상회했다. 영업레버리지 효과가 발생하며 영업이익률은 38.4%로 전분기대비 6.3%p 증가하였다. 다만, 일회성으로 대손상각충당비가 62억원이 환입되었고, 재고자산충당금 40억원이 인식된 점을 고려할 때 조정 영업이익률은 36.6%다.

주요 비용으로는 인건비가 전년 대비 25% 증가한 138억원을, 광고선전비가 전년 대비 5% 증가한 86억원을 기록했다. 이외에도 연구개발비용은 전년 대비 35% 증가한 25억원, 지급수수료가 전년 대비 44% 증가한 45억원을 기록했다.

다만 순이익은 전년 대비 178% 증가한 270억원에 그쳤다. 세무조사 결과 지난 5년간(18~22년) 이전 가격 조정에 의해 해외법인세를 과소납부한 것으로 확인되어 이에 따른 추징금 55억원이 발생했기 때문이다.

표 1. 4Q23 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	4Q22	3Q23	4Q23P			성장률	
			잠정치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	94.0	93.8	124.8	116.3	113.8	32.8	33.1
영업이익	36.4	30.1	47.9	39.9	38.2	31.6	59.3
영업이익률 (%)	38.7	32.1	38.4	34.3	33.6	-0.3	6.3
순이익	9.7	24.1	27.0	32.2	28.8	178.2	12.3

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	23P	24F	23P	24F	23P	24F	
매출액	385.3	478.7	393.8	458.7	2.2	-4.2	4Q23 실적반영
영업이익	123.9	157.5	131.9	152.0	6.5	-3.5	
세전이익	118.6	149.8	123.8	144.7	4.4	-3.4	
순이익	94.7	119.7	89.6	108.4	-5.4	-9.5	
EPS (KRW)	8,554	10,817	8,090	9,793	-5.4	-9.5	

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋증권 리서치센터

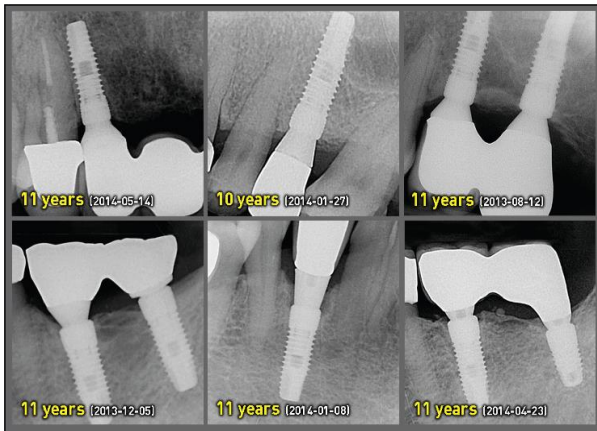
표 3. 분기별 실적 전망표

(십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023P	2024F	2025F
매출액	68.8	106.4	93.8	124.8	88.2	117.4	115.0	138.1	393.8	458.7	534.8
내수	19.4	20.2	20.2	24.2	21.3	23.3	23.2	27.8	84.1	95.7	107.1
중국	33.1	57.2	54.2	57.4	45.9	62.9	61.0	70.0	201.9	239.9	283.0
유럽	5.2	15.3	4.2	28.3	8.5	17.0	16.1	19.0	53.0	60.6	69.7
아시아	8.9	9.5	11.2	12.8	9.7	11.2	11.4	18.0	42.3	50.4	60.5
기타	2.3	4.1	4.0	2.1	2.7	3.0	3.1	3.3	12.5	12.1	14.6
영업이익	21.5	32.4	30.1	47.9	27.4	38.0	39.0	47.7	131.9	152.0	179.3
순이익	18.3	20.1	24.1	27.0	19.1	27.1	27.8	34.4	89.6	108.4	129.7
매출 성장률 (%)	-7.7	10.1	3.4	32.8	28.2	10.3	22.6	10.7	10.7	16.5	16.6
내수	10.8	13.0	14.0	39.6	10.0	15.0	15.0	15.0	19.3	13.8	11.9
중국	-18.9	11.9	11.9	36.7	38.8	9.9	12.6	21.9	10.7	18.8	18.0
유럽	-23.4	-4.5	-61.0	26.4	62.8	11.2	284.5	-32.9	-5.3	14.4	15.0
아시아	25.5	-7.8	-4.2	25.5	18.0	18.0	18.0	18.0	7.9	19.1	20.0
기타	-4.8	219.0	95.5	0.6	20.0	-27.7	-20.8	53.7	59.6	-2.9	20.0
영업이익률 (%)	31.3	30.4	32.1	38.4	31.0	32.4	33.9	34.5	33.5	33.1	33.5
순이익률 (%)	26.6	19.0	25.7	21.7	21.7	23.1	24.2	24.9	22.7	23.6	24.2

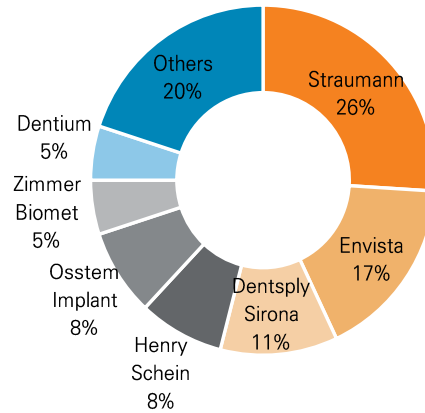
자료: 미래에셋증권 리서치센터

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



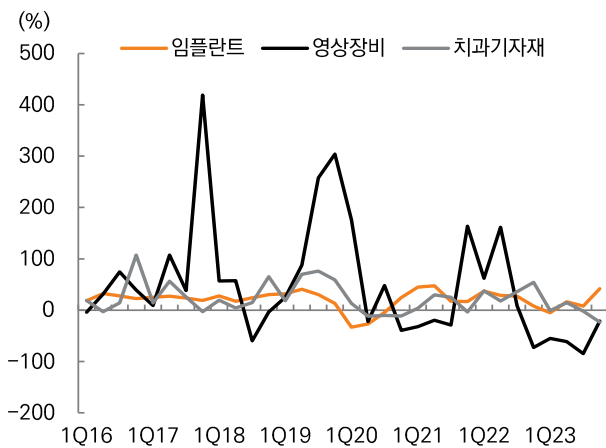
주: 242 케이스(74명) 중 97.9% 생존율 기록
 자료: 덴티움, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 세계 치과용 임플란트 시장점유율



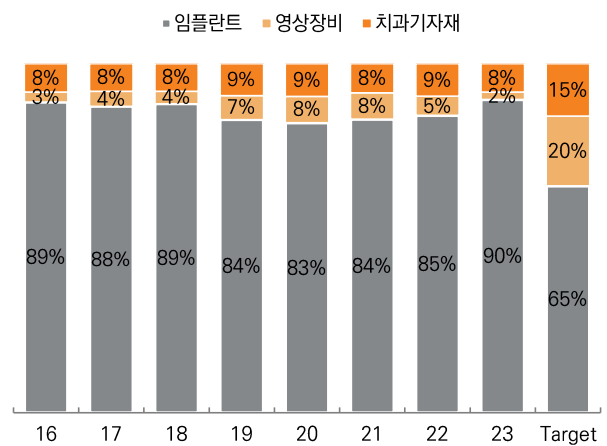
자료: Straumann, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 품목별 매출 비중



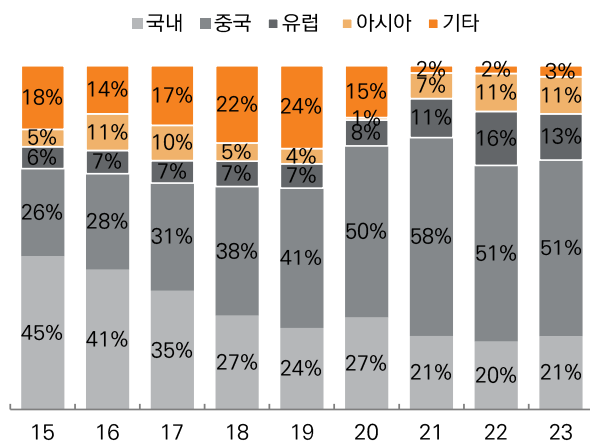
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 품목별 매출 성장률 추이



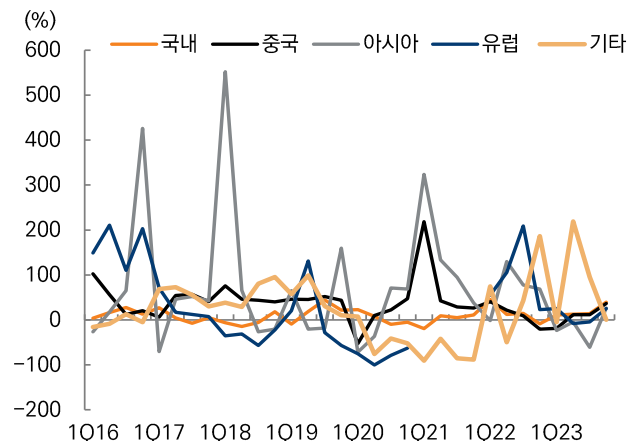
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 지역별 매출 비중



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 지역별 매출 성장률 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

밸류에이션 및 투자전략

목표주가 183,000원 상향하며, 매수의견 유지

동사의 목표주가를 목표주가 배수인 글로벌 Peer 평균 상승(17→18배)을 반영하여 183,000원(기존 170,000원)으로 상향한다. 상승여력이 45%인 점을 고려하여 매수의견을 유지한다.

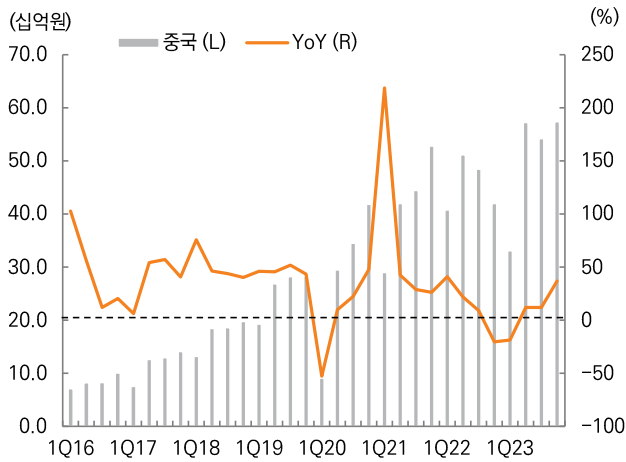
전체 매출의 50% 이상을 차지하는 중국 시장의 판매가격이 안정화되고 있는 것으로 보인다. VBP 시작 이후 20%이상 하락한 것으로 추정되는 임플란트 판매가격이 2024년 들어서 안정화되고 있는 것으로 예상된다. 관세청 수출 데이터에서 확인되는 수출 금액을 수출 물량으로 나눈 금액도 kg당 770~780달러로 안정화되고 있다. VBP는 장기적으로 물량 증가 효과를 앞세워 중국 임플란트 시장을 키울 것으로 전망한다.

다만, 고금리 영향으로 신규수요가 위축된 디지털 덴티스트리 사업의 성장회복은 시간이 다소 필요해 보인다. 글로벌 경쟁사를 비교해보아도, 임플란트 비중이 높은 Straumann의 중국 매출은 전년 대비 6% 증가했으나, 장비 비중이 높은 Envista는 2년 연속 역성장을 기록했다. 이를 반영한 2024년 동사의 중국 매출은 전년 대비 19% 증가한 2,399억원을 예상한다.

더불어 견조한 국내 영업상황과 러시아 수출이 안정화되고 있는 것도 긍정적이다. 이를 반영한 동사의 2024년 실적은 매출 4,587억원(17% YoY), 영업이익 1,520억원(15% YoY, OPM 33.1%)을 예상한다. 금리 인하로 디지털 덴티스트리 수요가 회복될 경우와 중국 정부가 경기부양책을 시행할 경우 추가 실적 개선도 기대해볼만 한다.

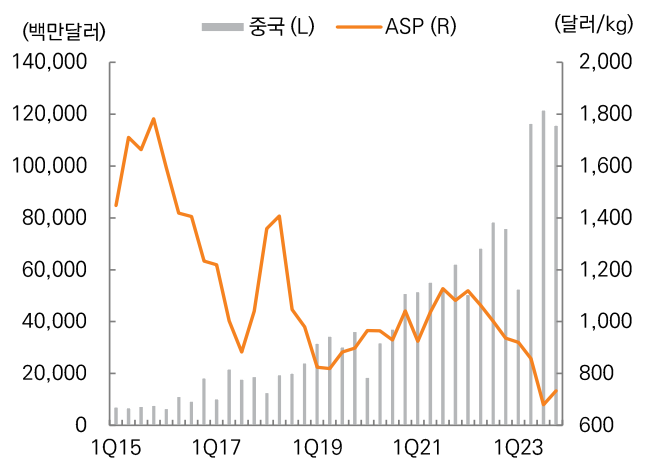
현 주가는 12개월 선행 P/E 12배로 글로벌 Peer(18배) 및 동사의 지난 5년 평균(16배) 대비 저평가 상태다. 특히 동사는 자사주가 전체 주식의 22%에 달하는데, 이를 제외한 유통 주식수로 계산할 경우 동사의 주가는 12개월 선행 P/E 기준 10배가 되지 않는다.

그림 7. 중국 매출 추이



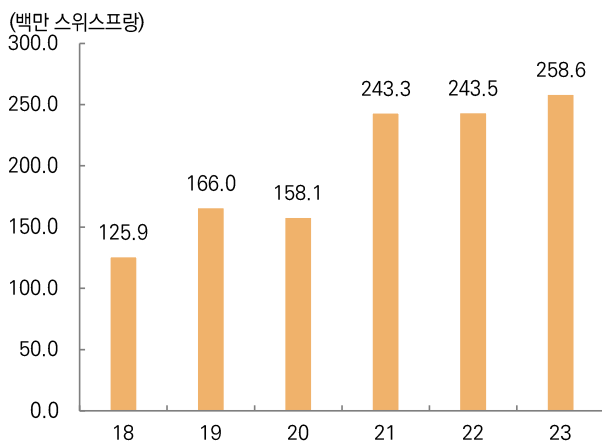
자료: 덴티움, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 중국향 임플란트 수출 물량 vs. ASP 추이



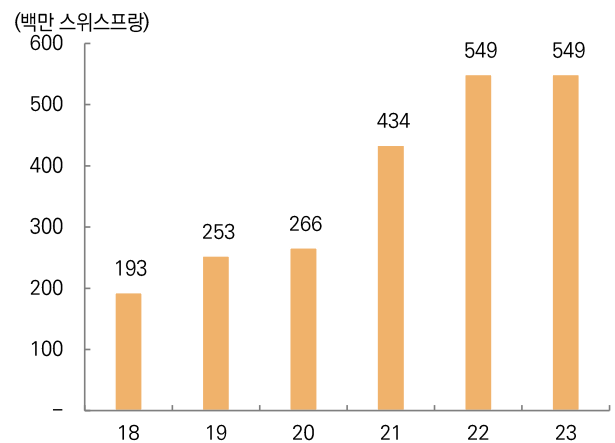
자료: 관세청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. Straumann의 중국 매출 추이



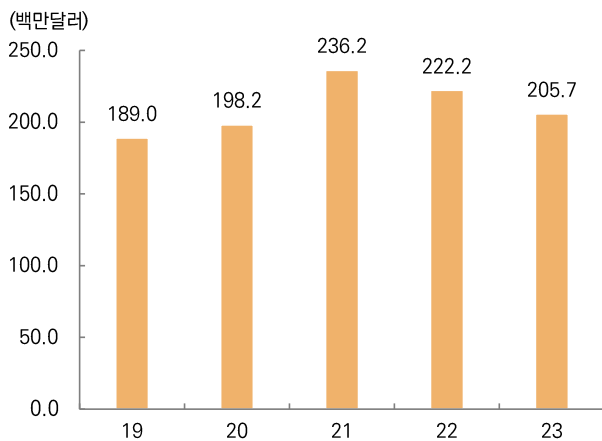
자료: Straumann, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. Straumann의 장비 및 기타사업 매출 추이



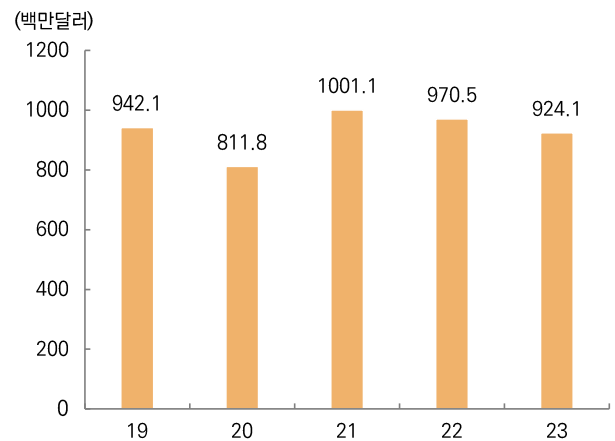
자료: Straumann, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. Envista의 중국 매출 추이



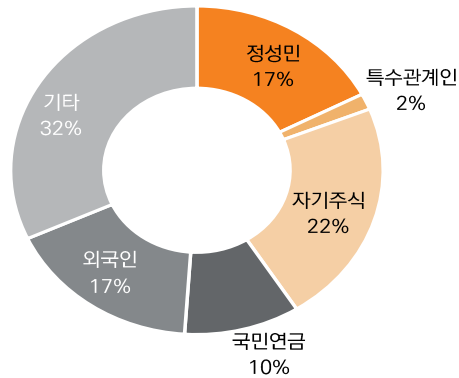
자료: Envista, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. Envista, Equipment & Consumable 사업 매출 추이



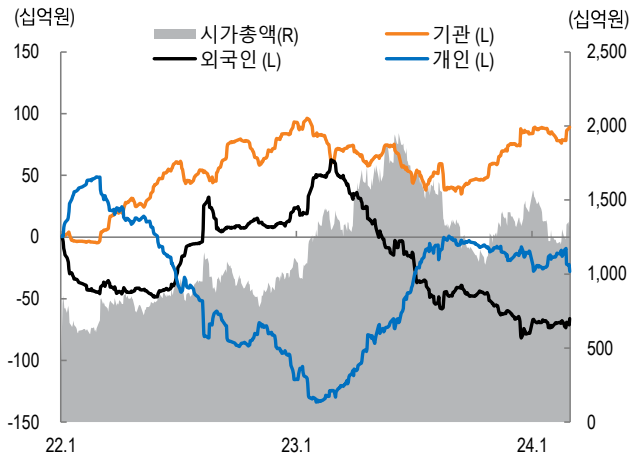
자료: Envista, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 지분율



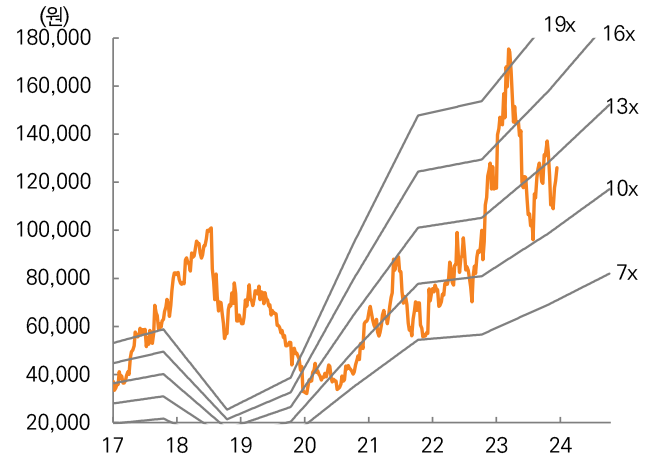
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 투자자별 순매수량 vs. 시총 추이



자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 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	33,209	23.1	24.5	25	57.9	46.4	40.4	9.2	9	8.3	20.6	22.3	22.6	3,139	3,730	4,048
얼라인 테크놀로지	28,093	17.2	16.7	20	36.8	45.8	29.9	3.9	5.5	5.2	9.7	12.3	17.1	4,826	5,047	5,420
헨리 셰인	13,020	5.9	6.7	7.3	16.1	16.5	14.5	0.8	0.8	0.8	12.3	14.7	14.9	16,344	16,441	17,260
덴츠플라이 시로나	9,398	-23.9	14.3	15.4	30.6	18.3	16.2	1.8	1.8	1.8	-6.1	11	11.4	5,069	5,215	5,312
Envista	5,418	12.4	16.8	17	19.3	15	14.5	1.5	1.6	1.6	4.6	5.9	5.9	3,320	3,424	3,482
허페이 메이야	2,766	34.8	35.9	35.8	20.2	18.9	16.7	6.6	6.3	5.4	29.2	29	30.8	406	438	505
Angel Align	1,489	16.1	-1.5	7.3	37.2	102.9	41.3	6.3	5.7	4.8	6.2	2	5.5	244	261	312
덴티움	1,225	35.3	33.5	33.4	13.2	16.2	9.2	2.6	3.0	2.7	17.8	21.4	22.9	356	394	458
Zimvie	628	-10.4	6.9	7.3	-	-	-	0.5	0.5	0.6	-12.3	3.8	7.7	1,181	1,138	1,122
바텍	449	20.2	16.9	19.1	7.1	8.4	6.4	1.2	1.2	1.1	20.5	17.8	15.7	395	387	417
디오	317	-3.4	22.2	23.7	-	11.4	9.2	2	1.8	1.6	-4.4	12.4	13.5	131	178	200
레이	289	12.6	8.8	15.5	40.7	28.7	12.8	2	1.9	1.5	6.1	7.5	15.2	129	151	191
		11.7	16.8	18.9	27.9	29.9	19.2	3.2	3.3	3.0	8.7	13.3	15.3	2,962	3,067	3,227

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

덴티움 (145720)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	356	394	459	535
매출원가	95	120	141	163
매출총이익	261	274	318	372
판매비와관리비	135	142	165	192
조정영업이익	126	132	152	179
영업이익	126	132	152	179
비영업손익	-8	-8	-7	-6
금융손익	-6	-8	-7	-6
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	118	124	145	173
계속사업법인세비용	32	34	36	43
계속사업이익	86	90	109	130
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	86	90	109	130
지배주주	86	90	108	130
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	84	90	109	130
지배주주	84	90	109	130
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	145	153	173	200
FCF	-6	49	54	96
EBITDA 마진율 (%)	40.7	38.8	37.7	37.4
영업이익률 (%)	35.4	33.5	33.1	33.5
영업주주귀속 순이익률 (%)	24.2	22.8	23.5	24.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	304	401	523	673
현금 및 현금성자산	72	119	169	261
매출채권 및 기타채권	112	137	168	196
재고자산	101	121	158	184
기타유동자산	19	24	28	32
비유동자산	371	395	394	394
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	308	327	327	326
무형자산	3	3	3	2
자산총계	675	796	917	1,066
유동부채	229	279	293	317
매입채무 및 기타채무	17	24	28	32
단기금융부채	138	156	156	157
기타유동부채	74	99	109	128
비유동부채	72	57	57	58
장기금융부채	70	54	54	54
기타비유동부채	2	3	3	4
부채총계	301	335	350	374
지배주주지분	374	462	567	692
자본금	6	6	6	6
자본잉여금	49	49	49	49
이익잉여금	331	417	523	649
비지배주주지분	-1	-1	-1	0
자본총계	373	461	566	692

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	47	86	74	116
당기순이익	86	90	109	130
비현금수익비용가감	79	63	65	71
유형자산감가상각비	18	20	21	21
무형자산상각비	1	1	1	0
기타	60	42	43	50
영업활동으로인한자산및부채의변동	-81	-17	-56	-35
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-47	-23	-30	-26
재고자산 감소(증가)	-26	-20	-37	-26
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	5	3	2
법인세납부	-31	-39	-36	-43
투자활동으로 인한 현금흐름	-49	-43	-21	-21
유형자산처분(취득)	-53	-36	-20	-20
무형자산감소(증가)	-1	-1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	4	-2	-1	-1
기타투자활동	1	-4	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	9	2	-3	-3
장단기금융부채의 증가(감소)	15	2	0	1
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-2	-3	-3	-4
기타재무활동	-4	3	0	0
현금의 증가	6	47	51	92
기초현금	66	72	119	169
기말현금	72	119	169	261

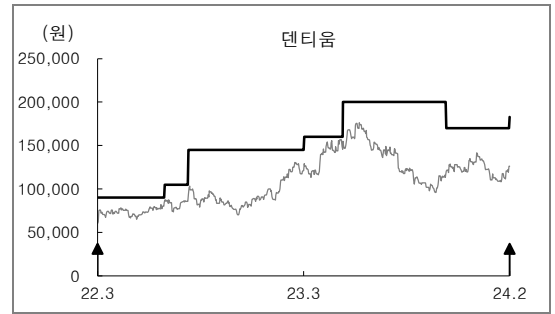
자료: 덴티움, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	12.9	16.2	12.9	10.8
P/CF (x)	6.7	9.5	8.0	7.0
P/B (x)	2.8	3.0	2.4	2.0
EV/EBITDA (x)	8.6	10.1	8.3	6.7
EPS (원)	7,776	8,090	9,793	11,715
CFPS (원)	14,933	13,756	15,663	18,111
BPS (원)	35,499	43,413	52,925	64,304
DPS (원)	300	360	432	432
배당성향 (%)	3.0	3.5	3.4	2.9
배당수익률 (%)	0.3	0.3	0.3	0.3
매출액증가율 (%)	22.1	10.7	16.5	16.6
EBITDA증가율 (%)	74.1	5.6	13.5	15.6
조정영업이익증가율 (%)	79.9	4.9	15.3	17.9
EPS증가율 (%)	55.1	4.1	21.0	19.6
매출채권 회전율 (회)	3.7	3.3	3.2	3.1
재고자산 회전율 (회)	4.0	3.6	3.3	3.1
매입채무 회전율 (회)	9.5	9.5	8.5	8.5
ROA (%)	13.8	12.2	12.7	13.1
ROE (%)	25.9	21.4	21.1	20.6
ROIC (%)	22.3	20.1	22.0	23.9
부채비율 (%)	80.8	72.8	61.9	54.0
유동비율 (%)	132.5	144.1	178.2	212.5
순차입금/자기자본 (%)	36.1	19.3	6.8	-7.6
조정영업이익/금융비용 (x)	18.5	13.9	16.3	19.2

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
덴티움 (145720)				
2024.02.29	매수	183,000	-	-
2023.11.09	매수	170,000	-27.69	-16.76
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



* 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
88.55%	6.63%	4.22%	0.6%

* 2023년 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.