

리레이팅의 근거가 될 영업이익률 개선

매수
(유지)

목표가: 90,000원
상승여력: 38.0%

김충현, CFA choonghyun.kim@miraeasset.com

1Q22 Review

매출 및 영업이익 모두 시장 기대치 크게 상회하는 실적 기록

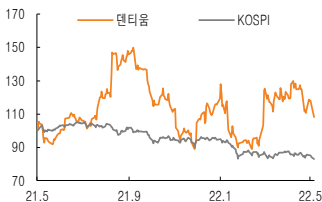
- 매출액 39% YoY(시장기대치 상회), 영업이익 92% YoY(시장기대치 상회, OPM 27%)
- 중국 41% YoY, 내수 46% YoY, 유럽 -2% YoY, 아시아 55% YoY, 기타 75% YoY
- 임플란트 37% YoY, 디지털 덴티스트리 62% YoY, 기타 38% YoY

Valuation 및 투자전략

목표주가 90,000원 및 투자 의견 매수 유지

- 4Q21에 이어 다시 한번 어닝서프라이즈 달성. 특히 주목할 부분은 27.4%의 높은 영업이익률. 2021년 보여준 영업이익률 회복의 지속성을 2022년에도 확인했기 때문
- 17년 27%의 높은 영업이익률을 기록했던 동사는 18년부터 품목 및 지역 다각화 전략에 의한 비용 상승으로 18~20년까지 지속적으로 영업이익률 하락을 경험
- 이 과정에서 밸류에이션도 동반하락. 최근 전세계적인 인플레이션 우려로 인해 마진의 중요성이 높아지면서, 마진 개선은 밸류에이션 리 레이팅의 근거가 될 것으로 전망
- 통상 1분기가 치과업계의 가장 비수기라는 점을 고려할 때 22년의 연간 영업이익률은 21년보다 개선될 가능성이 높아보임. 중국의 락다운, 러시아의 불확실성을 고려하여 2022년 매출 추정치(3,548억원, 22% YoY)는 직전대비 크게 조정하지 않았으나, 영업이익 추정치는 983억원(41% YoY, OPM 28%)으로 상승 조정
- 중국의 락다운으로 인한 실적둔화 효과는 리스크 요인이거나, 통상 락다운은 수요를 사라지게 하는 것이 아닌 지연되게 하는 효과가 있어 연간실적에 미치는 영향은 제한적일 것으로 예상
- 동사의 현재 주가는 12개월 FWD PER 기준 9배로 Peer 대비 저평가(18배)

Key data



현재주가(22/5/9, 원)	65,200	시가총액(십억원)	722
영업이익(22F, 십억원)	98	발행주식수(백만주)	11
Consensus 영업이익(22F, 십억원)	91	유동주식비율(%)	58.6
EPS 성장률(22F, %)	37.1	외국인 보유비중(%)	17.5
P/E(22F, x)	9.5	베타(12M) 일간수익률	1.35
MKT P/E(22F, x)	10.1	52주 최저가(원)	53,600
KOSPI	2,610.81	52주 최고가(원)	90,400

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-15.5	10.5	3.5
상대주가	-12.6	25.4	26.7

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액 (십억원)	253	230	292	355	414	484
영업이익 (십억원)	45	40	70	98	114	132
영업이익률 (%)	17.8	17.4	24.0	27.6	27.5	27.3
순이익 (십억원)	15	23	55	76	86	101
EPS (원)	1,336	2,037	5,013	6,874	7,810	9,119
ROE (%)	7.4	10.3	21.3	23.1	21.2	20.2
P/E (배)	40.3	20.2	13.9	9.5	8.3	7.2
P/B (배)	2.6	1.8	2.5	1.9	1.5	1.3
배당수익률 (%)	0.0	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4

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

표 1. 1Q22 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	1Q21	4Q21	1Q22P			성장률	
			잠정치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	53.8	94.1	74.5	69.4	69.6	38.5	-20.8
영업이익	10.6	27.3	20.4	16.5	15.1	91.7	-25.2
영업이익률 (%)	19.8	29.0	27.4	23.8	21.8	7.6	-1.6
세전이익	12.4	27.0	21.8	15.3	16.8	76.0	-19.2
순이익	8.6	18.5	15.7	13.4	14.0	83.2	-15.4

주: K-IFRS 기준
 자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	22F	23F	22F	23F	22F	23F	
매출액	354.4	416.4	354.8	413.7	0.1	-0.7	비용절감, 제품 Mix 변경 반영
영업이익	88.5	104.7	98.3	113.7	11.1	8.6	
세전이익	83.7	100.6	95.6	108.2	14.1	7.5	
순이익	73.6	88.4	76.1	86.4	3.3	-2.3	세제 혜택 시점 조정
EPS (KRW)	6,652	7,990	6,874	7,810	3.3	-2.3	

주: K-IFRS 기준
 자료: 미래에셋증권 리서치센터

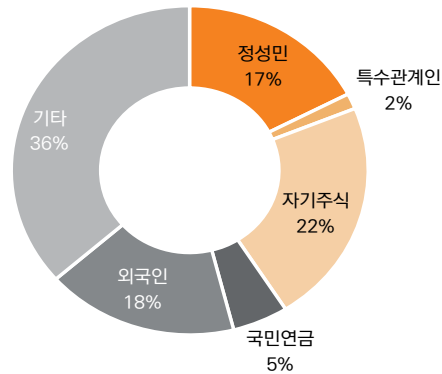
표 3. 분기별 실적 전망표

(십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22P	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2021	2022F	2023F
매출액	53.8	72.5	71.2	94.1	74.5	85.8	93.6	100.9	291.5	354.8	413.7
내수	12.0	16.0	15.5	19.0	17.5	17.1	16.4	17.1	62.5	68.2	71.9
중국	29.0	42.0	44.4	52.8	40.8	50.4	55.5	58.1	168.1	204.7	244.4
유럽	6.9	7.0	6.1	13.3	6.8	8.2	10.6	13.8	33.2	39.4	47.4
아시아	4.6	5.0	3.8	8.3	7.1	7.8	8.5	9.4	21.6	32.7	39.3
기타	1.4	2.6	1.4	0.7	2.4	2.4	2.5	2.5	6.1	9.8	10.8
영업이익	10.6	16.9	15.1	27.3	20.4	24.0	26.5	27.4	69.9	98.3	113.7
세전이익	12.4	16.8	18.4	27.0	21.8	22.6	25.1	26.0	74.7	95.6	108.2
순이익	8.6	14.3	14.1	18.5	15.7	18.5	20.6	21.3	55.5	76.1	86.4
영업이익률 (%)	19.8	23.3	21.2	29.0	27.4	28.0	28.3	27.1	24.0	27.7	27.5
세전순이익률 (%)	23.1	23.2	25.9	28.7	29.3	26.4	26.8	25.8	25.6	26.9	26.1
순이익률 (%)	15.9	19.8	19.8	19.7	21.1	21.6	22.0	21.1	19.0	21.4	20.9

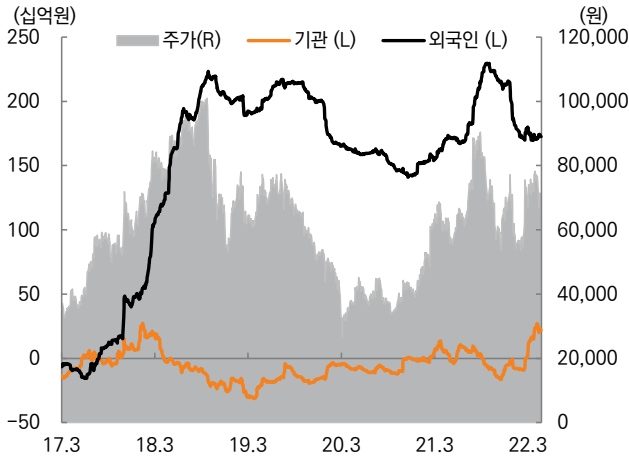
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 자본율



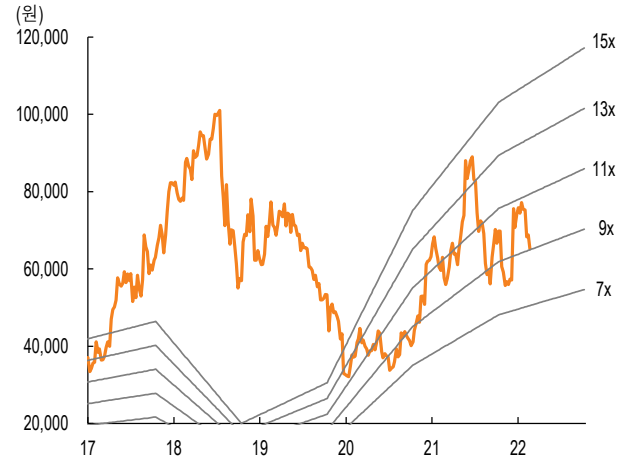
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 기관 및 외국인 순매수량 vs. 주가 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 12개월 선행 PER 밴드 차트



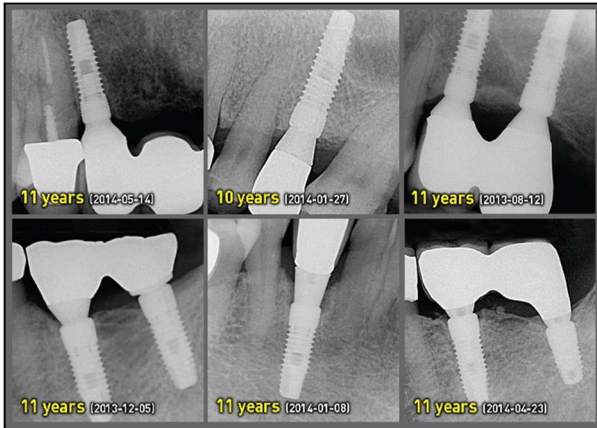
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표4. Global peer valuation

회사명	시가총액	영업이익률 (%)			PER (배)			PBR (배)			ROE (%)			매출액(십억원)		
		21	22F	23F	21	22F	23F	21	22F	23F	21	22F	23F	21	22F	23F
얼라인 테크놀로지	28,041	24.7	23.1	24.0	29.3	28.2	22.4	5.5	5.2	4.3	20.0	19.5	21.6	4,527	5,388	6,444
슈트라우만 홀딩	22,694	26.8	26.0	26.9	44.6	35.7	29.8	8.7	7.6	6.6	29.3	28.6	27.1	2,533	2,992	3,434
헨리 셰인	15,024	6.9	7.1	7.2	18.7	17.6	16.7	0.9	0.9	0.9	18.6	16.2	15.3	14,182	16,531	17,019
덴츠플라이 시로나	11,097	14.6	20.5	21.3	20.2	14.5	13.0	2.1	2.1	2.0	8.4	12.1	12.4	4,869	5,285	5,508
Envista	9,257	12.2	18.8	19.4	29.2	22.1	19.7	2.8	2.7	2.5	8.8	8.2	9.1	2,873	3,378	3,658
허페이 메이아	3,047	31.3	34.0	34.8	30.9	25.2	20.6	8.6	7.4	6.2	20.8	23.9	27.0	322	417	495
Angel Align	2,891	24.1	25.7	26.3	46.6	41.8	33.1	10.5	10.0	7.9	15.0	9.9	11.3	226	292	368
오스팀임플란트	1,537	17.4	17.5	19.1	58.5	12.4	8.3	1.8	1.6	1.2	12.5	39.7	38.6	825	963	1,230
SmileDirectClub	880	-40.7	-31.4	-24.2	-	-	-	0.3	1.1	1.0	-42.7	-45.7	40.7	730	751	884
덴티움	762	24.1	25.1	26.1	10.7	10.4	8.3	2.0	2.1	1.7	21.3	21.7	22.0	292	365	436
Zimvie	738	-9.9	7.6	7.8	-	10.5	11.3	-	0.6	0.6	-	-	-	1,162	1,261	1,261
바텍	569	19.3	19.5	20.3	10.9	8.9	7.6	1.6	1.5	1.3	20.7	20.8	19.7	339	381	434
디오	523	23.2	25.5	28.4	17.1	13.7	10.7	3.2	2.8	2.4	16.3	18.3	19.3	150	186	220
레이	303	3.7	20.0	20.5	-	15.7	10.5	3.4	2.4	1.7	-0.1	22.8	26.5	90	127	175
전체 평균		12.7	17.1	18.4	28.8	19.7	16.3	4.0	3.4	2.9	11.5	15.1	22.3	2,366	2,737	2,969

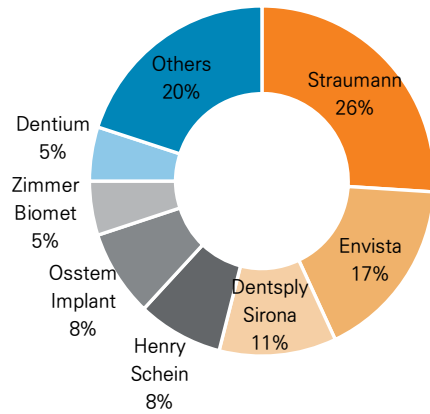
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

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



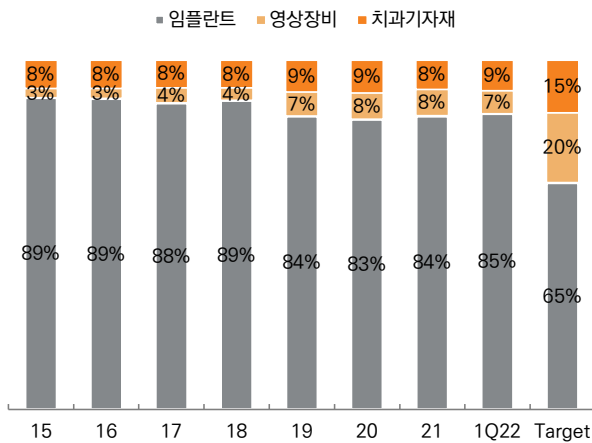
주: 242 케이스(74명) 중 97.9% 생존율 기록
 자료: 덴티움, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 세계 치과용 임플란트 시장점유율



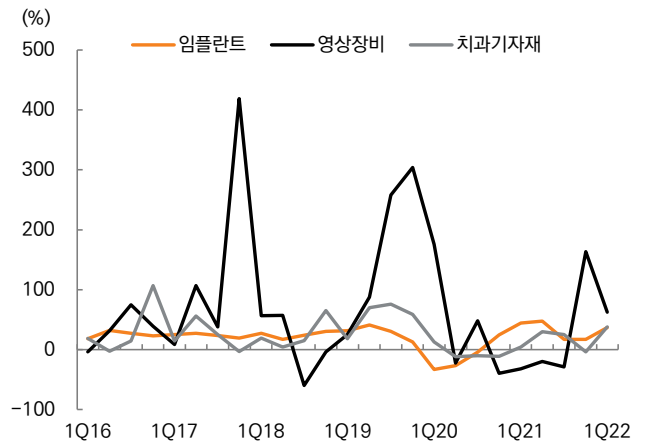
자료: Straumann, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 품목별 매출 비중



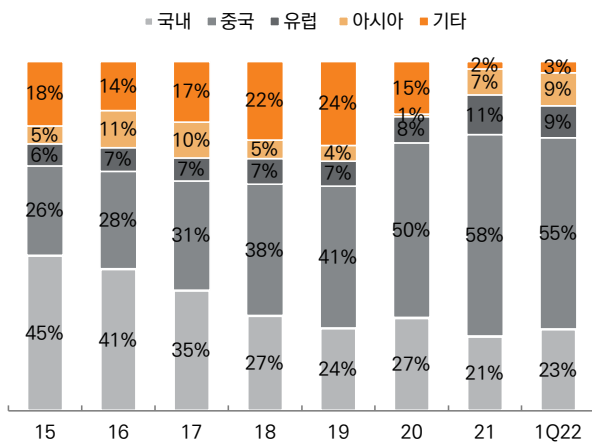
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 품목별 매출 성장률 추이



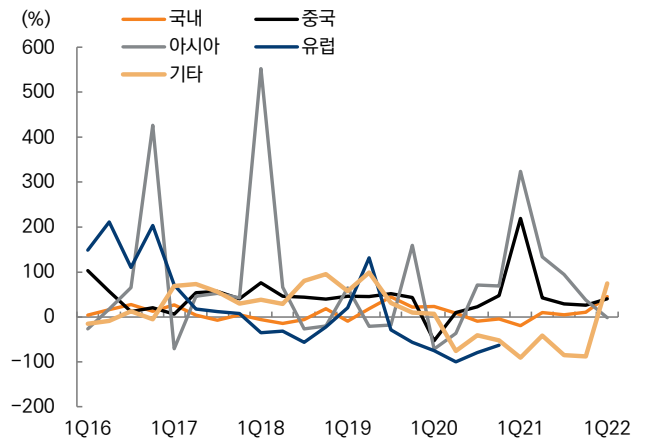
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 지역별 매출 비중



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 지역별 매출 성장률 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

덴티움 (145720)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	292	355	414	484
매출원가	98	107	124	145
매출총이익	194	248	290	339
판매비와관리비	123	150	176	207
조정영업이익	70	98	114	132
영업이익	70	98	114	132
비영업손익	5	-2	-6	-6
금융손익	-6	-6	-6	-5
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	75	96	108	126
계속사업법인세비용	19	19	22	25
계속사업이익	55	76	87	101
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	55	76	87	101
지배주주	55	76	86	101
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	64	76	87	101
지배주주	64	76	87	101
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	83	112	128	146
FCF	46	62	67	84
EBITDA 마진율 (%)	28.4	31.5	30.9	30.2
영업이익률 (%)	24.0	27.6	27.5	27.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	18.8	21.4	20.8	20.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	240	315	401	520
현금 및 현금성자산	66	125	188	268
매출채권 및 기타채권	88	109	122	144
재고자산	76	80	90	106
기타유동자산	10	1	1	2
비유동자산	330	337	346	346
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	273	280	289	287
무형자산	2	2	1	1
자산총계	570	652	747	866
유동부채	180	188	198	217
매입채무 및 기타채무	17	19	21	25
단기금융부채	97	97	98	98
기타유동부채	66	72	79	94
비유동부채	99	99	99	100
장기금융부채	96	96	96	96
기타비유동부채	3	3	3	4
부채총계	279	287	298	317
지배주주지분	292	366	450	548
자본금	6	6	6	6
자본잉여금	49	49	49	49
이익잉여금	248	322	406	505
비지배주주지분	-1	-1	-1	0
자본총계	291	365	449	548

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로 인한 현금흐름	74	82	88	96
당기순이익	55	76	87	101
비현금수익비용가감	50	39	41	45
유형자산감가상각비	12	13	14	14
무형자산상각비	1	1	0	0
기타	37	25	27	31
영업활동으로인한자산및부채의변동	-11	-8	-12	-19
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	9	-20	-12	-21
재고자산 감소(증가)	-26	-4	-10	-16
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	2	2	1	3
법인세납부	-15	-19	-22	-25
투자활동으로 인한 현금흐름	-22	-21	-23	-14
유형자산처분(취득)	-20	-20	-22	-12
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-1	-1	-1	-2
기타투자활동	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-24	-2	-2	-2
장단기금융부채의 증가(감소)	-28	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-2	-2	-2	-2
기타재무활동	6	0	0	0
현금의 증가	29	59	63	80
기초현금	37	66	125	188
기말현금	66	125	188	268

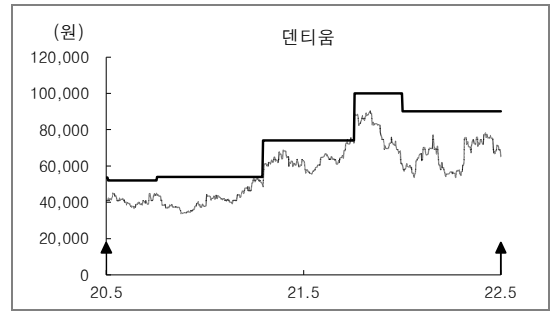
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022F	2023F	2024F
P/E (x)	13.9	9.5	8.3	7.2
P/CF (x)	7.3	6.3	5.7	5.0
P/B (x)	2.5	1.9	1.5	1.3
EV/EBITDA (x)	10.8	7.0	5.7	4.4
EPS (원)	5,013	6,874	7,810	9,119
CFPS (원)	9,564	10,367	11,529	13,167
BPS (원)	28,087	34,766	42,381	51,305
DPS (원)	250	250	250	250
배당성향 (%)	3.9	2.8	2.5	2.1
배당수익률 (%)	0.4	0.4	0.4	0.4
매출액증가율 (%)	27.0	21.6	16.6	16.9
EBITDA증가율 (%)	53.7	34.9	14.3	14.1
조정영업이익증가율 (%)	75.0	40.0	16.3	15.8
EPS증가율 (%)	146.1	37.1	13.6	16.8
매출채권 회전을 (회)	3.3	3.8	3.8	3.8
재고자산 회전을 (회)	4.4	4.5	4.9	4.9
매입채무 회전을 (회)	10.8	9.7	9.9	10.1
ROA (%)	10.3	12.5	12.4	12.5
ROE (%)	21.3	23.1	21.2	20.2
ROIC (%)	14.0	20.9	23.1	25.6
부채비율 (%)	95.9	78.6	66.2	57.9
유동비율 (%)	133.3	167.8	202.4	239.2
순차입금/자기자본 (%)	43.5	18.5	0.9	-13.8
조정영업이익/금융비용 (x)	11.5	17.5	20.2	23.4

자료: 덴티움, 미래에셋증권 리서치센터

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
덴티움 (145720)				
2021.11.08	매수	90,000	-	-
2021.08.11	매수	100,000	-21.09	-9.60
2021.02.23	매수	74,000	-14.27	2.03
2020.08.11	매수	54,000	-23.19	-1.85
2020.05.12	매수	52,000	-21.36	-13.08
2020.04.16	매수	53,600	-28.51	-21.74



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

투자 의견 분류 및 적용 기준

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(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
82.90%	8.50%	7.80%	0.80%

* 2022년 3월 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.