

덴티움 (145720.KS)

시장성 분석 완료, 여전히 저평가된 국내 치과 산업

Company Note | 2023. 4. 20

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

글로벌 치과 산업의 멀티플은 지속 상승, 핵심은 시장성. 당사는 이머징 국가의 시장 추정작업 진행, 매우 낮은 침투율과 고성장 가능성 확인. 대장주 덴티움을 중심으로 다시 한 번 국내 치과 산업의 리레이팅 기대

Buy (유지)

목표주가	200,000원 (상향)		
현재가 ('23/04/19)	153,000원		
업종	의료기기		
KOSPI / KOSDAQ	2,575.08 / 909.2		
시가총액(보통주)	1,693.5십억원		
발행주식수(보통주)	11.1백만주		
52주 최고가 ('23/04/12)	154,000원		
최저가 ('22/05/09)	65,200원		
평균거래대금(60일)	12,367백만원		
배당수익률 (2023E)	0.20%		
외국인지분율	24.1%		
주요주주			
정성민 외 5 인	18.9%		
국민연금공단	10.0%		
주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	41.0	82.4	101.8
상대수익률 (%)p	30.3	58.4	113.1

글로벌 치과 기업들의 고 멀티플 당위성은 시장에 있다

투자자의견 Buy, 목표주가 20만원으로 33% 상향. 목표주가 상향은 적용하는 국내의 피어 멀티플 평균의 상승이 주요 이유, 14.2배에서 17.4배로 상승

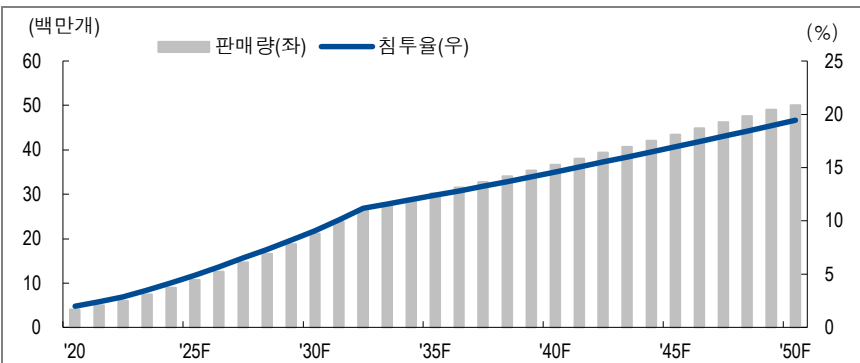
스트라우만은 글로벌 임플란트 시장의 잠재시장 대비 침투율 0.2%, 구매력 시장에 대해 약 2% 수준임을 언급. 당사는 중국, 인도, 베트남, 튀르키예 등 이머징 마켓의 치과 임플란트 시장 추정작업(본문참고) 진행. 경제와 노령인구는 성장하는 반면 실제 임플란트 치료 침투율은 매우 낮은 수준. 중국의 '22년 침투율은 2.9%로 추산. 한편, 중국 외 신흥국에서도 국산 점유율이 가장 높은 상황. 향후 시장 본격 성장 시 선점 효과 누릴 수 있을 것

글로벌 의료기기 증시에서 치과 분야 수익률은 최상위 수준. 헬스케어 필수재, 고령화 조건과 이머징의 시장 개화를 기반으로 높은 멀티플 형성. 국내 대장주가 된 덴티움은 주가 상승에도 2023년 PER 15배, 스트라우만 43배와 여전히 큰 격차(국내 미용기기는 글로벌과 유사). 성장과 이익률은 동사 우위로 여전히 저평가 구간. 덴티움을 중심으로 다시 한 번 치과 기업들의 리레이팅 기대

비수기를 지나 고성장으로 가는 길목에서 기회 잡기

1분기 매출액 741억원(-1% y-y), 영업이익 207억원(+2% y-y)으로 컨센 하회 전망. 실적 부진은 4분기부터 이어져온 중국 코로나로 인한 연초 중국 수출 저조 탓. 이는 관세청 데이터를 통해 시장에 반영된 상태며, 3월 회복세 확인됨. 2분기부터 실적 회복 기대, 연간 추정치는 기준수준 유지

중국 임플란트 판매량 및 침투율 전망



자료: NH투자증권 리서치본부 추정

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	355.9	432.8	512.3	586.8
증감률	22.1	21.6	18.4	14.5
영업이익	125.7	152.3	184.5	216.2
증감률	79.9	21.1	21.2	17.1
영업이익률	35.3	35.2	36.0	36.8
(지배지분)순이익	86.1	113.2	144.4	168.3
EPS	7,776	10,229	13,049	15,207
증감률	55.1	31.6	27.6	16.5
PER	12.9	15.0	11.7	10.1
PBR	3.0	3.5	2.7	2.1
EV/EBITDA	8.5	10.0	7.8	6.1
ROE	25.9	26.4	26.0	23.8
부채비율	80.8	59.2	43.5	32.7
순차입금	127.5	22.2	-100.1	-273.4

단위: 십억원, %, 원, 배
 주: IFRS 연결 기준
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 박병국
 02)768-7469, pk.park@nhqv.com

Jr. Analyst 한승연
 02)768-7802, seungyeon.han@nhqv.com

Summary

덴티움은 2000년 설립된 임플란트 제조 및 판매 기업. 국내 유일의 15년 이상의 장기 임상데이터를 다수 보유하고 있는 기업으로 국내 최초로 SLA 표면처리 기술개발 완료. 주력 제품인 치과용 임플란트부터 치과용 디지털 장비까지 사업 다각화를 추진 중. 2020년 기준 사업 부문별 매출 임플란트 83.2%, Digital Dentistry 7.5%, Regeneration 4.8%, 기타 4.5%로 구성. 사상 최대 중국, 러시아 지역 분기 매출 달성하며 어닝 서프라이즈 시현. 중국 내 임플란트 식립 가능 의사 수, 임플란트 식립 수요 증가로 중국 임플란트 시장 개화기 진입 판단. 올해 중국, 러시아, 동남아 등 이머징 시장 중심의 견조한 실적 성장세 기대. 올해부터 20% 이상의 매출 증가율 및 20%대의 영업이익률 재달성 전망

Share price drivers/Earnings Momentum

- 중국, 동남아, 러시아 수출 고성장
- 코로나19 확산 둔화에 따른 이연수요 효과
- 베트남, 중국 신공장 가동 본격화로 원가율 개선
- 영업활동현금흐름 개선 추세

Downside Risk

- 코로나19의 재확산
- 중국 중앙 정부 임플란트 대량 구매
- 러시아-우크라이나 전쟁에 따른 러시아 수출 감소
- 기타 지역 더딘 매출 회복

Cross valuations

(Units: x, %)

Company	P/E		P/B		ROE	
	2023E	2024F	2023E	2024F	2023E	2024F
Straumann	42.7	36.7	9.9	8.2	23.3	22.4
Dentsply Sirona	21.8	18.5	2.3	2.1	10.4	11.5
Danaher	25.4	23.0	3.3	3.0	13.2	13.2
Align Technology	42.6	35.0	6.8	6.0	15.9	17.1
Zimmer Biomet	18.8	17.5	2.1	2.0	11.3	11.3

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(Units: x, %)

Valuations	2021	2022	2023E	2024F	2025F
PER	13.9	12.9	15.0	11.7	10.1
PBR	2.6	3.0	3.5	2.7	2.1
PSR	2.7	3.1	3.9	3.3	2.9
ROE	21.3	25.9	26.4	26.0	23.8
ROIC	13.3	23.5	29.2	35.0	41.2

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

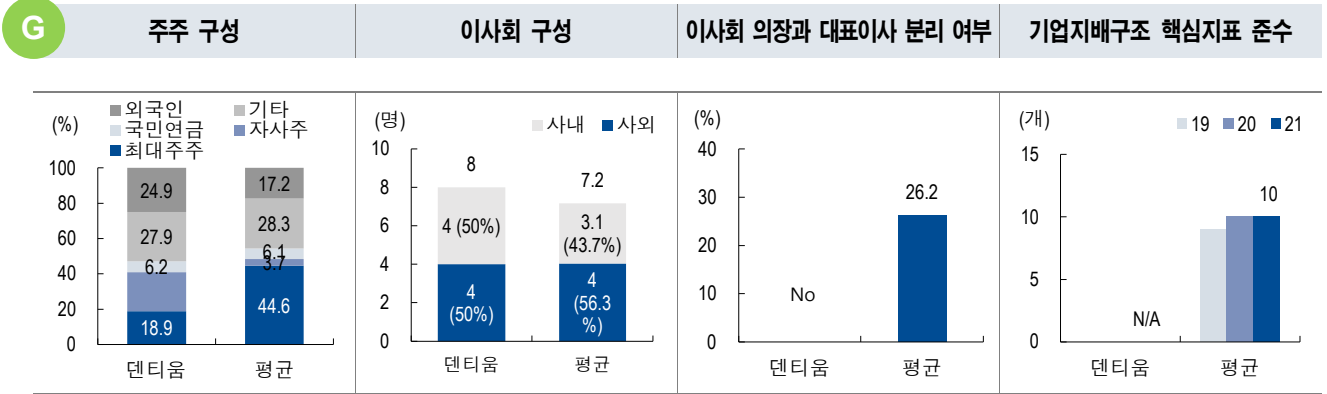
Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

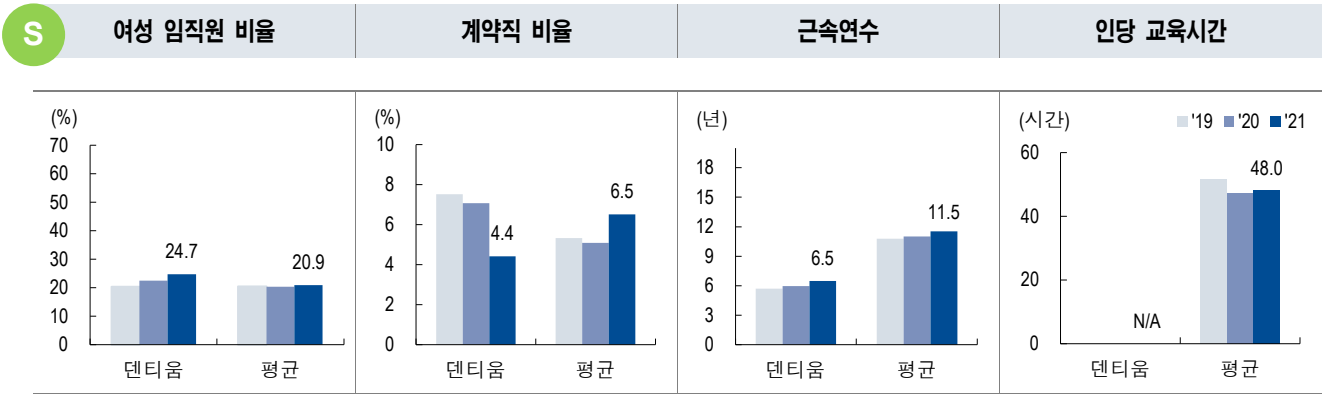
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	74	82	95	120	151	186	253	230	292	356
영업이익	21	18	17	29	41	42	45	40	70	126
영업이익률(%)	28.7	22.0	17.6	23.8	27.3	22.5	17.7	17.2	24.0	35.3
세전이익	20	19	17	26	36	42	34	26	75	118
순이익	15	17	14	20	30	34	14	22	55	86
지배지분순이익	15	17	14	20	30	34	15	23	55	86
EBITDA	23	21	20	32	46	47	58	54	83	145
CAPEX	3	22	28	18	72	107	51	9	28	53
Free Cash Flow	11	-12	-13	-1	-51	-108	-63	67	46	-6
EPS(원)	1,375	1,542	1,308	1,788	2,716	3,095	1,336	2,037	5,013	7,776
BPS(원)	3,830	3,687	4,384	6,234	14,622	17,535	18,695	20,715	26,366	33,778
DPS(원)	50	70	100	100	150	150	0	200	250	300
순차입금	20	50	63	67	43	167	238	177	124	128
ROE(%)	43.4	41.2	32.4	33.7	26.0	19.2	7.4	10.3	21.3	25.9
ROIC(%)	25.0	23.7	10.5	19.2	22.6	15.5	3.7	7.9	13.3	23.5
배당성장률(%)	2.6	2.5	4.2	3.1	4.3	3.8	0.0	7.7	3.9	3.0
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	0.2	0.3	0.0	0.5	0.4	0.3
순차입금 비율(%)	51.6	122.2	129.8	97.0	26.5	85.9	115.3	77.5	42.6	34.2

자료: 덴티움, NH투자증권 리서치본부

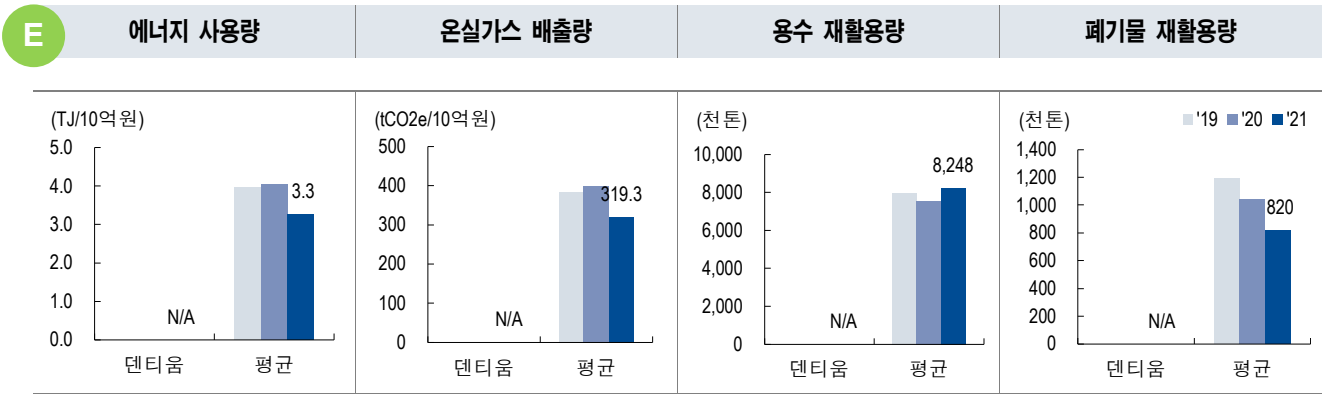
ESG Index & Event



주1: 주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 191개사 대상
 주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
 자료: 덴티움, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상
 자료: 덴티움, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상
 자료: 덴티움, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	N/A	- N/A
S	N/A	- N/A
G	2022.03	- 오너 정성민 웰치과 원장 7년 만에 경영 일선으로 복귀
	2020.10	- 정기세무 조사 관련 조세심판원 불복 청구 승소

자료: 덴티움, NH투자증권 리서치본부

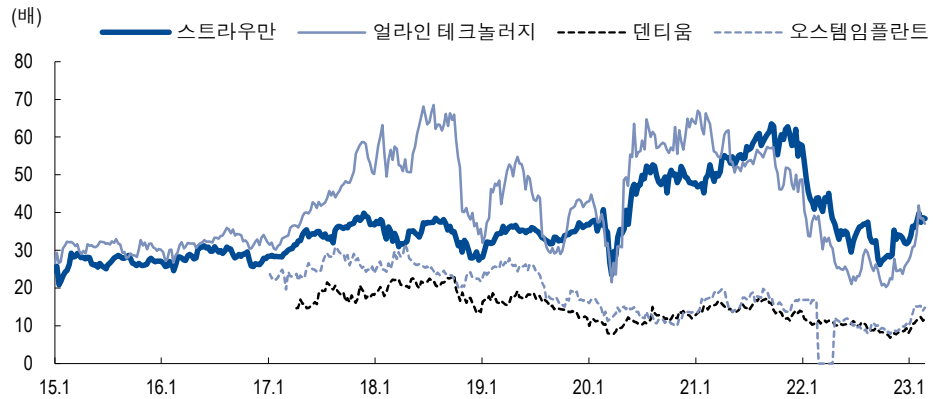
덴티움 목표주가 200,000원으로 상향

**투자의견 Buy 유지,
목표주가 20만원으로
33% 상향**

투자의견 Buy, 목표주가 20만원으로 33% 상향한다. 목표주가 상향 근거는 1)국내 외 피어 멀티플 평균 상승, 2)적용 순이익 기간 변경(23년 연간 순이익에서 23년 하반기~24년 상반기까지의 순이익)이다. 피어 타겟 멀티플은 기존 14.2배에서 17.4배로 변경하였다. 피어 평균은 오스템임플란트, 디오, 덴티스, 덴츠스플라이, 스트라우만 절반 할인의 평균이다. 산업적으로나 피어 대비 성장률 및 이익률을 고려하였을 때 타겟 멀티플인 17.4배는 높은 수준이 아니라고 판단한다.

스트라우만은 글로벌 임플란트 시장의 잠재시장 대비 침투율 0.2%, 구매력 시장에 대해 2% 수준임을 언급한바 있다. 당사는 중국, 인도, 베트남, 튀르키예 등 이머징마켓의 치과 임플란트 시장 추정작업(본문참고) 진행하였다. 핵심은 경제와 노령인구는 성장하는 반면 매우 낮은 침투율 형성하는 것이다. 중국의 '22년 침투율은 2.9%로 추산한다. 차세대 중국으로 평가받는 튀르키예, 베트남, 인도 등은 아직 시장 본격 개화 전이다. 중저가 임플란트가 주를 이루는 매스 시장으로, 국산 점유율이 가장 높은 상황이다. 향후 시장 본격 성장 시 선점 효과 누릴 것으로 전망한다.

그림1. 글로벌 덴탈 기업 선행 12개월 PER 추이



자료: Factset, FnGuide, NH 투자증권 리서치본부

표1. 덴티움 PER Valuation

(단위: 십억원)

	가치	12개월 FWD 순이익	Taeye PER	비고
1. 기업가치	2,164.8	128.9	17.4	국내외 주요 임플란트 업체 '23년 FWD PER 평균 (오스템임플란트, 디오, 덴티스, 덴츠스플라이, 스트라우만 50% 할인)
2. 보통주주식수	2,236			
3. 적정 주당 가치(원)	11,069			
4. 목표주가(원)	200,000			

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

글로벌 임플란트 잠재 시장 침투율 약 1.6% 수준에 불과

2021년 기준 글로벌 임플란트 침투율 1.6%

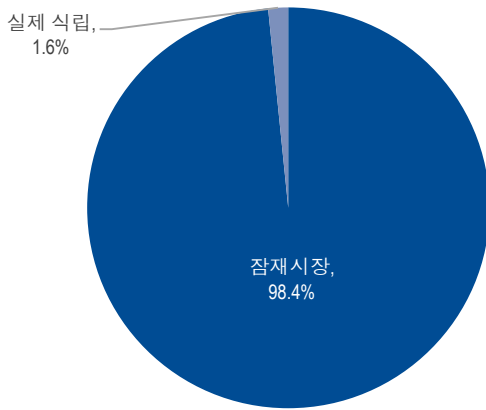
스트라우만이 추산한 글로벌 치과용 임플란트 침투율은 2021년 기준 1.6% 수준이다. 연간 글로벌 임플란트 잠재시장은 1)연간 전체 치아 상실 수(300억개) x 2)임플란트 치료 가능한 치아 비중(66%) x 3)임플란트 지불 가능 경제력(10%)의 20억개이다. 그 중 '21년 실제 치료한 임플란트 수는 3,200만개(침투율 1.6%)로 금액 환산 시 약 CHF52억 규모이다. 향후 경제력 상승 및 임플란트 접근성 개선에 따라 잠재시장과 침투율은 크게 상승할 개연성이 존재한다.

향후 밸류 시장 잠재시장 및 침투율 상승할 개연성 높아

한편, 임플란트 시장은 기술력 및 가격대에 따라 프리미엄과 밸류 시장으로 구분 가능하다. 프리미엄과 밸류 시장은 '21년 금액 기준으로 거의 동일한 규모로 추산되고 있으며, 임플란트 판매량 기준으로는 프리미엄 25%, 밸류 75%로 파악된다. 국내 임플란트 업체들은 가격 경쟁력과 우수한 품질을 바탕으로 글로벌 밸류 임플란트 시장을 성공적으로 타깃하고 있다. 실제로 스트라우만의 글로벌 프리미엄 시장에서는 점유율 약 45%이나 밸류 시장은 약 15%의 점유율 만을 확보하고 있다.

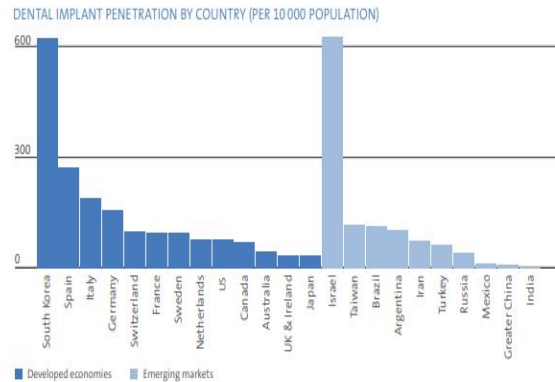
주목할만한 점은 높은 치과 의사수로 시술 비용이 상대적으로 저렴한 브라질, 러시아, 이스라엘, 한국 등은 매스 수요가 매우 높다는 것이다. 앞서 언급했던 경제력과 임플란트 접근성 개선에 따라 매스 시장 본격 성장할 것으로 예상되는 바, 매스 시장 타깃하는 국내 대표 임플란트 기업 덴티움의 중장기 수혜가 전망된다.

그림2. 글로벌 치과용 임플란트 침투율



자료: 스트라우만, NH투자증권 리서치본부

그림3. 국가별 치과용 임플란트 침투율



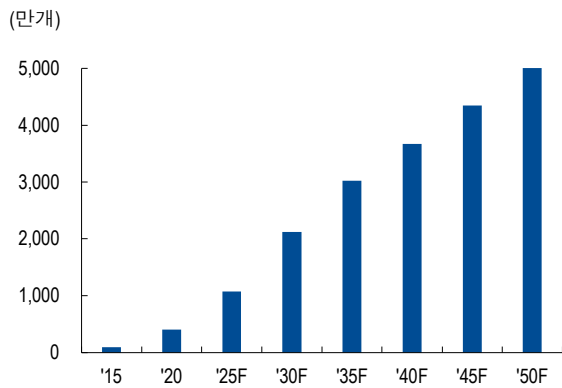
자료: 스트라우만, NH투자증권 리서치본부

덴티움 성장의 핵심인 중국 시장, 침투율 아직 2.9%로 추산

중국 2050년 임플란트 판매량 5,000만개 추산

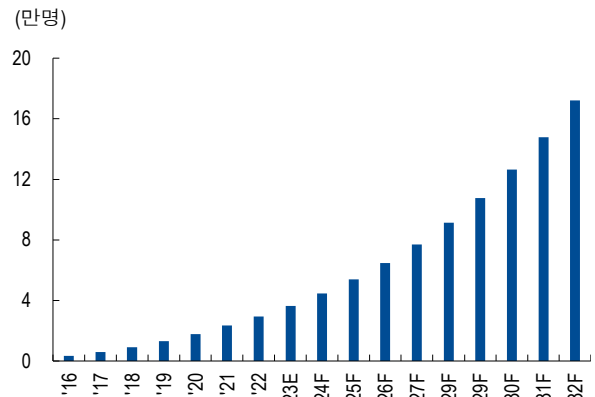
현시점으로 덴티움의 가장 중요한 해외 시장은 중국이다. 중국의 '21년 임플란트 판매량은 약 500만개였으며, 작년은 약 20% 성장한 600만개로 추정되고 있다. 당사는 2050년 중국 임플란트 판매량이 최대 5,000만개까지 상승할 가능성이 있다고 추산한다. 핵심 가정은 인구 고령화와 임플란트 접근성 확대(경제 성장률 x 임플란트 기술 가능 치과 의사 성장률)에 따른 치료율 상승이다. 또한 중국 정부 주도의 VBP 시행에 따라 대중의 임플란트 접근성은 가속화될 것으로 예상된다.

그림4. 중국 임플란트 시장 규모 전망(소비량 기준)



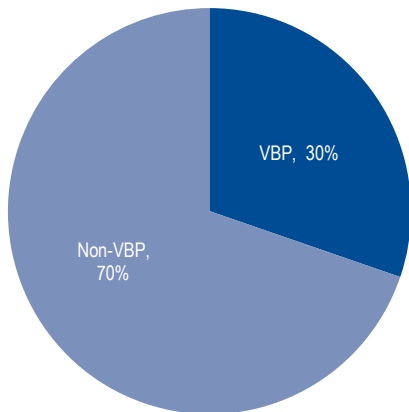
자료: 2020 중국 구강의료산업보고, NH투자증권 리서치본부 추정

그림5. 중국 임플란트 기술 가능 치과 의사 수 전망



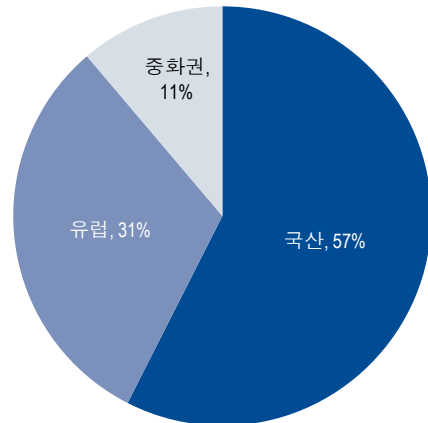
자료: 중국 위생건강연감, NH투자증권 리서치본부 추정

그림6. 2023년 중국 임플란트 시장 VBP 침투율 예상치



자료: 쓰촨성 의료보장국, NH투자증권 리서치본부 추정

그림7. 중국 1차년도 VBP 입찰 점유율 구분



자료: 쓰촨성 의료보장국, NH투자증권 리서치본부

**중국 임플란트 수요량
추산 논리**

아래 <표2>에 중국 임플란트 예상 판매량 시나리오에 대한 자세한 내용을 정리해 두었다. 중국의 연간 임플란트 식립 수는 1)인구수 x 2)1인당 유실한 치아 개수 x 3)실제 임플란트 치료 비율을 통해 추산이 가능하다.

우선 중국은 고령화 전망되며, 2050년 55세 이상의 노인 인구 비중이 약 46%에 이를 것으로 예상된다. 1인당 유실 치아가 많은 노인 인구 증가로 임플란트 잠재 시장은 크게 커질 수 있다. 다만 경제 성장 및 개인 위생 개선에 따라 1인당 치아 연간 치아 유실 수는 매년 1.3%씩(중국 Liaoning 지역 과거 치아 유실율 트렌드 참고) 감소할 것으로 가정하였다. 한편, 임플란트 잠재 시장 중 실제 치료율은 2022년 약 2.9% 수준으로 파악된다. 해당 치료율은 곧 시장 침투율이라고 볼 수 있으며, 2050년 침투율 약 19.4%까지 상승 시 총 임플란트 식립 수는 약 5,00만개 까지 성장이 가능하다는 결론에 도달한다.

표2. 중국 임플란트 연간 식립 개수 추정

	2022	~	2025F	2030F	2035F	2040F	2045F	2050F
총 임플란트 식립 수(개)	6,026,447		10,728,830	21,196,180	30,243,017	36,691,093	43,491,817	50,066,238
20-35	114,482		189,843	332,868	420,657	450,656	469,764	472,966
35-44	150,216		256,980	476,135	638,750	730,287	817,456	890,301
45-54	1,779,048		2,972,162	5,282,703	6,779,387	7,391,276	7,861,624	8,103,091
55-64	1,828,732		3,251,495	6,411,118	9,131,228	11,060,221	13,090,959	15,049,552
65-74	1,708,890		3,117,899	6,388,091	9,408,330	11,737,223	14,261,291	16,783,984
75-	445,077		940,450	2,305,264	3,864,664	5,321,430	6,990,724	8,766,344
*인구수(백만명)	1,409		1,400	1,385	1,369	1,354	1,339	1,313
20-35(%)	21%		20%	19%	18%	16%	15%	14%
35-44	14%		14%	14%	14%	13%	13%	13%
45-54	16%		16%	15%	14%	14%	13%	12%
55-64	12%		13%	13%	14%	15%	15%	16%
65-74	8%		9%	10%	11%	11%	12%	13%
75-	5%		7%	9%	11%	13%	15%	17%
*1인당 연간 치아 유실(개)								
20-35	0.01		0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
35-44	0.03		0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
45-54	0.13		0.12	0.11	0.11	0.10	0.09	0.09
55-64	0.23		0.23	0.21	0.20	0.19	0.17	0.16
65-74	0.48		0.46	0.43	0.40	0.38	0.35	0.33
75-	0.96		0.92	0.87	0.81	0.76	0.71	0.67
실제 임플란트 치료율(%)	2.9%		4.9%	9.1%	12.4%	14.6%	16.9%	19.4%
20-35	2%		5%	11%	16%	20%	25%	30%
35-44	2%		5%	11%	16%	20%	25%	30%
45-54	4%		11%	22%	32%	40%	49%	59%
55-64	3%		8%	17%	24%	30%	37%	44%
65-74	2%		5%	11%	16%	20%	25%	30%
75-	0%		1%	2%	3%	4%	5%	6%

주: 인구수 연령별 비중(고령화 추세), 치아 유실은 연령별 1인당 연간 치아 유실 개수

자료: populationpyramid, 国海证券研究所, NH투자증권 리서치본부 추정

**중국 임플란트 침투율
추산 논리**

앞서 언급한 침투율의 핵심 질의는 잠재 시장의 어느 수준까지 상향 가능할까하는 점이다. 결국 임플란트 침투율이 높아지기 위해서는 실제 구매력과 맞닿아 있는 경제 성장률과 수요를 뒷받침해줄 임플란트 시술 가능한 치과의사라는 공급 측면을 함께 고려해야 한다.

임플란트 시술 가능 치과의사는 세부적으로 치과의사 수 x CBCT 보급률(임플란트 식립에 필요)로 분해 가능하다. 중국 치과의사 수는 과거 치과의사 수 성장률 추이인 10%씩 연평균 성장한다고 가정하였다. 또한 CBCT 보급률은 2032년까지 선진국 수준인 30% 후반 대 도달 후 안정화될 것으로 가정하였다. 아래 추정은 중국 임플란트 시장 성장의 여러 시나리오 중 하나로, 향후 10년간 연간 임플란트 실수요량 2,120만개까지 고속 성장 후 침투율의 안정적인 우상향을 가정한 것이다.

표3. 중국 임플란트 치료율(침투율) 추정치

(단위: %)

	2022	~	2025F	2030F	2035F	2040F	2045F	2050F
연간 성장률	20.6%		19.7%	4.8%	4.8%	4.4%	3.9%	3.6%
1)경제 성장률	6.0%		5.4%	9.3%	4.4%	4.0%	3.6%	3.2%
2)임플란트 가능 치과의사 성장률	17.3%		14.0%	13.1%	-	-	-	-

주: 임플란트 가능 치과의사 성장률은 과거치 트렌드에 맞게 비율 조정 반영, 2032년 최대 침투율 도달 가정

자료: 国海证券研究所, NH투자증권 리서치본부 추정

표4. 중국 임플란트 시술 가능 치과 의사 전망 추정

(단위: 만명, %)

	2020	2021	2022	2023E	~	2029F	2030F	2031F	2032F
치과의사 수	27.7	30.5	33.6	36.9		59.5	65.4	72.0	79.2
성장률(%)	13.1%	10.1%	10.1%	10.0%		10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
인구수 비중(%)	2.0%	2.2%	2.4%	2.6%		4.2%	4.6%	5.1%	5.6%
CBCT 보급률(%)	12.8%	15.3%	17.5%	19.7%		30.7%	32.9%	35.1%	37.3%
임플란트 가능 치과의사	1.8	2.3	2.9	3.6		9.1	10.8	12.6	14.8

자료: OECD, 중국 위생건강연감, NH투자증권 리서치본부 추정

향후 성장성 뛰어난 튀르키예, 국산 제품 시장 점유율 30% 상회

튀르키예, 중국을 잇는 새로운 매스 시장 후보

'21년 기준 튀르키예 임플란트 시장 규모는 약 8,000만달러로 추산된다. 튀르키예 정부는 국민연금 가입자 및 장애인, 고령자 등을 대상으로 임플란트 시술 비용을 보조하고 있는 것으로 파악되며, 이에 임플란트 시술 수요는 꾸준히 증가하는 중이다. 추산되는 연간 튀르키예 임플란트 판매량은 약 40만 개 수준으로, 인구 8,400만명 고려 시 아직 본격적인 침투율 상승 전으로 판단한다.

튀르키예 임플란트 시장에서 한국 제품은 약 30%를 차지한다. 점유율 기준으로 튀르키예 내 1위를 차지하고 있으며, 고무적인 점은 2019년 대비 2021년 점유율이 두 배 상승했다는 점이다. 또한, 튀르키예 임플란트 가격 비교 시, 국내 제품 대비 로컬은 약 20% 할인, 프리미엄 제품은 약 60%까지 할증 판매 중인 것으로 확인된다. 가격 경쟁력을 바탕으로 매스 시장을 효과적으로 공략 중인 것이다.

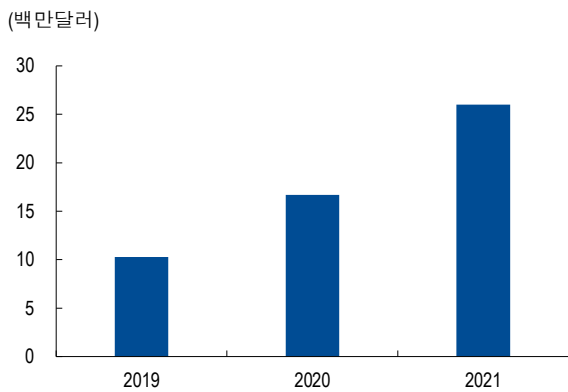
표5. 튀르키예 덴탈 임플란트(HS Code:902129) 수입 동향

(단위: 천달러, %)

순위	국가명	수입액			점유율		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021
1	한국	10,250	16,688	25,977	15.9	27.7	32.6
2	독일	17,550	16,480	23,306	27.3	27.3	29.2
3	스위스	8,870	10,996	10,941	13.8	18.2	13.7
4	미국	9,562	3,972	6,301	14.9	6.6	7.9
5	스웨덴	6,474	2,024	3,163	10.1	3.4	4.0
6	이스라엘	4,214	2,957	2,879	6.6	4.9	3.6
7	브라질	1,799	3,405	2,204	2.8	5.6	2.8
8	프랑스	1,317	1,189	1,765	2.0	2.0	2.2
9	이탈리아	1,613	963	1,526	2.5	1.6	1.9
10	중국	859	726	697	1.3	1.2	0.9

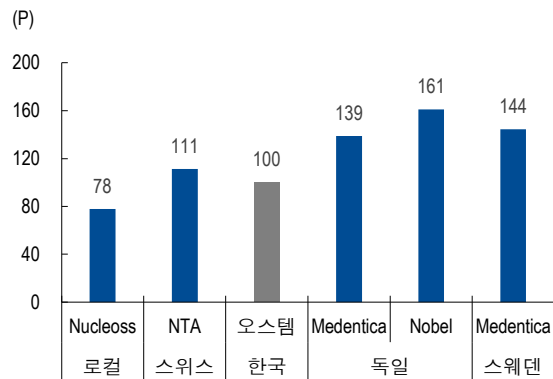
자료: National Health Profile, NH투자증권 리서치본부

그림8. 튀르키예 덴탈 임플란트 국산 제품 수입 추이



자료: National Health Profile, NH투자증권 리서치본부

그림9. 튀르키예 시장 임플란트 가격 비교



주: 오스템임플란트 기준 임플란트 가격 비교

자료: KOTRA, NH투자증권 리서치본부

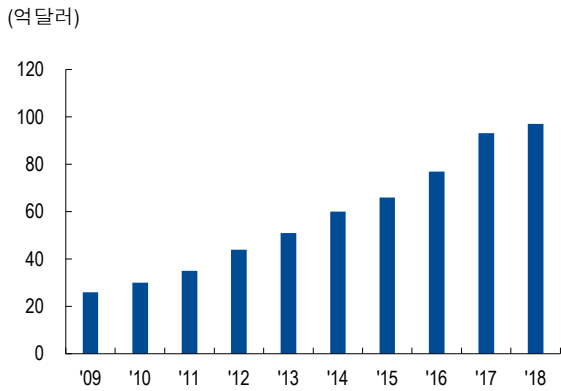
베트남 임플란트 수요 90% 이상이 수입산

베트남 시장 구매력 확대 통한 침투율 상향

또한 덴티움의 주요 시장으로 성장할 가능성이 매우 높은 국가가 베트남이다. 아직까지 베트남에서는 임플란트가 고가의 치과 치료에 속해 현지인들에게 보편화되진 않았다. 실제로 임플란트 치료는 의료 관광을 오는 외국인과 베트남 상류층이 주요 고객층으로 확인된다. 다만, Mckinsey 자료에 따르면 베트남 중산층 인구는 '18~'23년 동안 9.2%의 연평균 성장률을 보일 것으로 전망되며, '35년에는 베트남 중산층 인구가 전체 인구의 절반 이상을 차지할 것이라고 언급하기도 하였다. 경제력 상승에 따른 임플란트 증장기 침투율 성장이 기대된다.

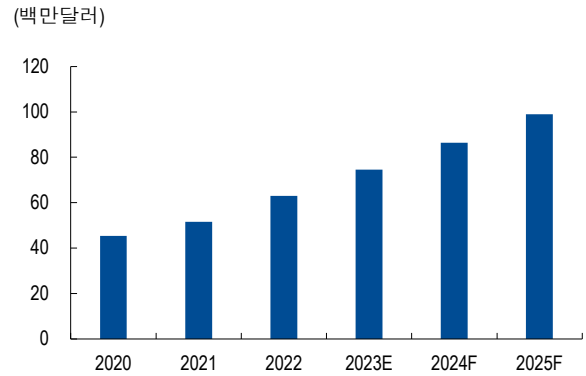
베트남의 임플란트 제품은 90% 이상 수입 제품이다. 현지 치과에서 가장 많이 취급하고 있는 브랜드는 대표적으로 한국의 덴티움, 오스텀임플란트, 프랑스의 테카, 스위스의 스트라우만, 미국의 노벨 등이 있다. 덴티움은 수입 제품 중 높은 가격 경쟁력을 바탕으로 시장을 성공적으로 공략 중에 있다.

그림10. 베트남 보건으로 예산 추이



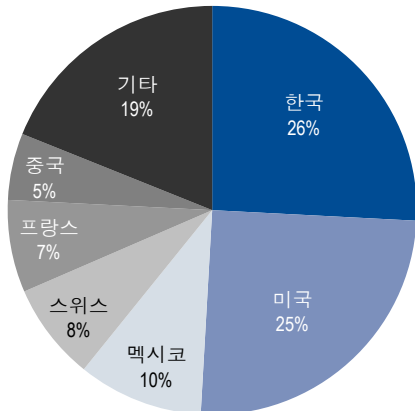
자료: 베트남 보건부, NH투자증권 리서치본부

그림11. 베트남 인공치아 및 피팅류 시장 규모 전망치



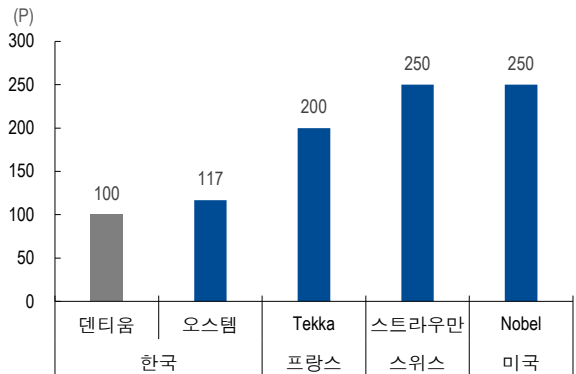
자료: KOTRA, NH투자증권 리서치본부

그림12. 베트남 치과 임플란트 국가별 수입 비중(2020년)



자료: Global Trade Atlas, NH투자증권 리서치본부

그림13. 베트남 시장 임플란트 가격 비교



주: 덴티움 기준 임플란트 가격 비교
자료: KOTRA, NH투자증권 리서치본부

임플란트 침투율 가장 낮은 국가인 인도, 성장 잠재력은 가장 높아

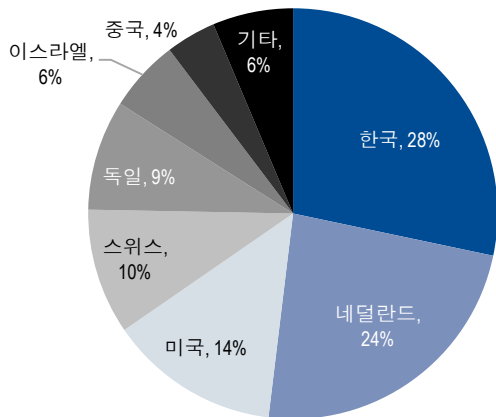
중국을 넘을 수 있는 또 하나의 시장인 인도

한편 인도는 세계에서 가장 큰 치과 시장중 하나이다. 인도 덴탈 시장은 연간 20~30%씩 성장하고 있으며, 2015년 기준으로 임플란트 식립 치아는 약 22만개로 추산된다. T&A 컨설팅 자료에 따르면 인도 임플란트 대부분은 수입사에 의존하고 있다. 인도 국가 기관에서 연구용으로 임플란트 제조하고 있으나, 상업화 쪽으로 성공한 유의미한 로컬 기업은 없는 상황이다.

인도는 인구수 대비 임플란트 침투율이 가장 낮은 국가이다. 가장 큰 원인은 낮은 구매력과 임플란트 시술 가능한 치과 의사의 공급 부족 때문이다. 현재 인도 치과 시장 대부분 사립 시장으로, 글로벌 플레이어 Apollo Group, Wockhardt, FOrtis 등이 체인 설립 중에 있다. 인도에서는 매년 약 12,000 - 15,000개의 새로운 치과병원이 생겨나고 있음. 인도에서 매년 치과대학을 졸업하는 학생 수는 24,500명에 달하며 도시를 중심으로 빠르게 확대 중에 있다.

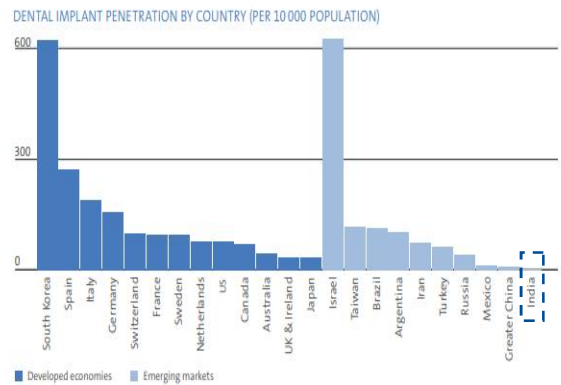
한편 인도 임플란트 시장의 큰 특징 중 하나는 높은 의료관광 비중이다. 인도 전체 의료 관광 수요 중에 덴탈 쪽 의료관광 수요 10% 수준을 차지한다. 인도의 치과 서비스 수준은 양극화 특징을 보이며, 도심의 주요 체인 치과는 의료관광 목적의 외국인을 대상으로 고급서비스를 자국 치료 비용의 1/8 수준에서 제공하고 있다.

그림14. 인도 치과용 의료기기 국가별 수입 비중(2018년)



자료: Global Trade Atlas, NH투자증권 리서치본부

그림15. 인도는 임플란트 침투율 가장 낮은 국가



자료: 스트라우만, NH투자증권 리서치본부

표6. 인도 의료인 교육 과정 및 의료 교육 인프라

구분	코스	기간	학비(연간)	교육기관수	2017년 입학 정원
의사	MBBS(Bachelor of Medicine, Bachelor of Surgery)	5.5년	1,400~14,000달러	476(국립 226)	52,646
치과 의사	BDS(Bachelor of Dental Surgery)	4년	700~16,700달러	313	27,060
약사	B. Pharma(Bachelor of Pharmacy)	4년	560~1,400달러	777	46,795
간호사	ANM(Auxiliary Nurse Midwives)	2년	140~7,000달러	1,909	55,263
	GNM(General Nurse Midwives)	3.6년	278~2,100달러	3,215	129,926
	BSC(Bachelor of Science in Nursing)	4년	278~2,100달러	1,936	96,475

자료: NH투자증권 리서치본부 추정

표7. 관세청 국내 임플란트 통관 raw 데이터(추정치)

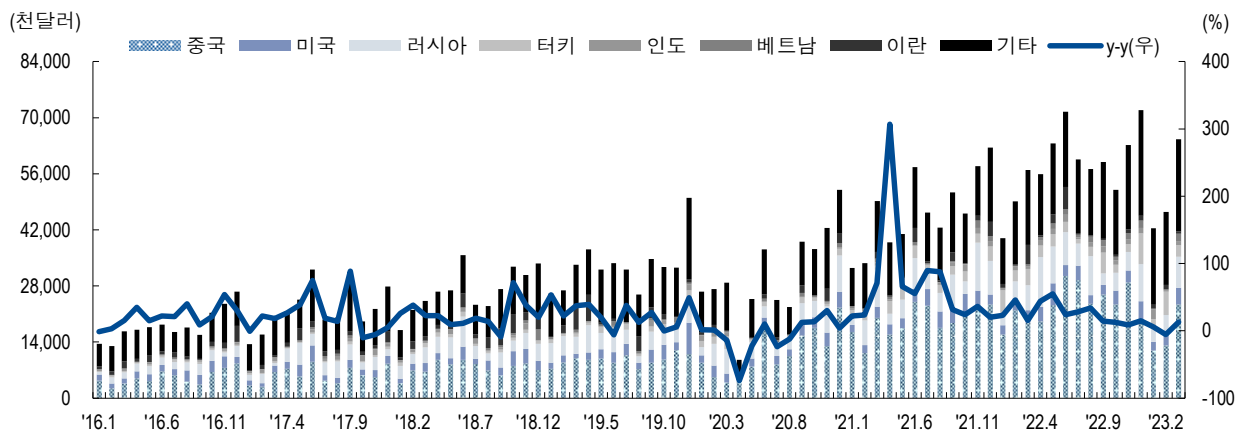
(단위: 백만달러, %)

기간	중국	미국	러시아	튀르키예	인도	베트남	이란	기타	전체	y-y	m-m
'21.1	16,481	1,765	2,055	1,714	353	608	0	9,489	32,465	22.3	-37.6
'21.2	11,264	1,987	6,141	1,576	531	738	190	11,239	33,666	23.7	3.7
'21.3	20,045	2,799	9,193	1,012	844	904	1,636	12,808	49,241	71.2	46.3
'21.4	15,868	2,528	2,646	3,189	436	635	294	13,256	38,852	307.0	-21.1
'21.5	17,439	2,468	4,640	4,451	337	489	390	10,775	40,989	65.9	5.5
'21.6	24,005	3,171	7,754	3,004	221	791	3,563	15,185	57,694	55.5	40.8
'21.7	23,074	4,125	4,060	1,811	252	349	372	12,303	46,347	89.6	-19.7
'21.8	17,516	4,066	4,688	1,937	661	48	428	13,257	42,601	87.6	-8.1
'21.9	18,774	3,179	8,874	2,135	969	215	2,256	14,964	51,365	31.6	20.6
'21.10	20,999	4,963	3,166	2,476	1,709	181	81	12,519	46,094	24.1	-10.3
'21.11	23,024	3,809	11,899	2,322	1,498	1,827	1,146	12,409	57,934	36.3	25.7
'21.12	23,371	2,479	8,342	3,625	1,329	1,325	3,582	18,496	62,549	20.2	8.0
'22.1	15,888	2,287	2,716	5,979	418	254	903	11,538	39,982	23.2	-36.1
'22.2	21,924	2,943	4,212	2,711	959	300	358	15,725	49,132	45.9	22.9
'22.3	18,835	3,067	6,229	4,073	569	587	4,876	18,760	56,996	15.7	16.0
'22.4	19,145	3,617	12,429	2,855	1,231	898	490	15,268	55,934	44.0	-1.9
'22.5	23,210	5,418	9,194	3,162	1,273	1,380	2,205	17,724	63,565	55.1	13.6
'22.6	30,453	2,766	8,263	2,565	1,773	1,360	5,542	18,773	71,494	23.9	12.5
'22.7	29,436	3,594	5,463	1,257	364	761	397	18,341	59,614	28.6	-16.6
'22.8	23,493	2,201	9,760	2,261	1,023	1,615	368	16,470	57,190	34.2	-4.1
'22.9	25,806	2,452	2,817	5,222	1,523	1,587	426	19,095	58,927	14.7	3.0
'22.10	23,400	3,436	4,456	1,998	1,011	989	449	16,308	52,047	12.9	-11.7
'22.11	28,840	2,965	4,656	1,933	1,363	1,475	872	21,040	63,144	9.0	21.3
'22.12	18,882	5,320	9,212	7,717	1,351	1,895	1,167	26,338	71,881	14.9	13.8
'23.1	11,906	2,138	3,716	1,941	2,425	207	968	19,153	42,453	6.2	-40.9
'23.2	13,160	2,904	4,655	5,862	255	282	1,140	18,277	46,536	-5.3	9.6
'23.3	23,402	4,116	7,702	2,923	886	2,023	607	22,938	64,597	13.3	38.8
'23.4(1-10)	9,841	377	1,970	1,362	177	124	0	3,327	17,178		

주: HS CODE=9021.29.0000

자료: 수출입무역통계, NH투자증권 리서치본부

그림16. 월별 국가별 임플란트 통관 데이터(추정치)



주: HS CODE= 9021.29.0000

자료: 수출입무역통계, NH투자증권 리서치본부

표8. 덴티움 연간 실적 전망

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2022	2023E	2024F	2025F
매출액	- 수정 후	355.9	432.8	512.3	586.8
	- 수정 전	-	437.5	517.1	595.2
	- 변동률	-	-1.1	-0.9	-1.4
영업이익	- 수정 후	125.7	152.3	184.5	216.2
	- 수정 전	-	154.0	186.4	214.2
	- 변동률	-	-1.1	-1.0	0.9
영업이익률(수정 후)		35.3	35.2	36.0	36.8
EBITDA		144.7	171.9	204.7	234.4
(지배지분)순이익		86.1	113.2	144.4	168.3
EPS	- 수정 후	7,776	10,229	13,049	15,207
	- 수정 전	-	10,970	13,273	15,012
	- 변동률	-	-6.8	-1.7	1.3
PER		12.9	15.0	11.7	10.1
PBR		3.0	3.5	2.7	2.1
EV/EBITDA		8.5	10.0	7.8	6.1
ROE		25.9	26.4	26.0	23.8

주: IFRS 연결기준; 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표9. 덴티움 분기별 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023E
매출액	74.5	96.7	90.7	94.0	74.1	120.9	113.6	124.2	355.9	432.8
y-y(%)	38.5	33.3	27.4	-0.1	-0.6	25.0	25.3	32.2	22.1	21.6
매출총이익	52.8	67.7	60.6	74.7	52.2	82.9	75.6	86.4	255.7	297.0
y-y(%)	47.9	46.3	30.7	15.2	-1.1	22.4	24.7	15.7	32.4	16.2
GPM(%)	70.8	70.1	66.8	79.4	70.5	68.6	66.5	69.5	71.9	68.6
영업이익	20.4	35.2	33.7	35.1	20.7	44.2	40.2	47.1	125.7	152.3
y-y(%)	91.7	108.6	123.3	28.6	1.5	25.7	19.2	29.6	79.9	21.1
OPM(%)	27.4	36.4	37.2	37.3	27.9	36.6	35.4	37.9	35.3	35.2
지배주주순이익	15.7	36.1	24.6	8.8	16.7	35.3	32.8	28.4	86.1	113.3
y-y(%)	83.2	152.1	74.7	-52.5	6.7	-2.2	33.7	192.5	55.1	31.6
지배주주순이익률(%)	21.0	37.4	27.1	9.4	22.6	29.2	28.9	22.9	24.2	26.2

주: IFRS 연결 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
매출액	355.9	432.8	512.3	586.8
증감률 (%)	22.1	21.6	18.4	14.5
매출원가	95.2	135.8	159.9	182.3
매출총이익	260.7	297.0	352.4	404.5
Gross 마진 (%)	73.3	68.6	68.8	68.9
판매비와 일반관리비	135.0	144.8	167.9	188.4
영업이익	125.7	152.3	184.5	216.2
증감률 (%)	79.9	21.1	21.2	17.1
OP 마진 (%)	35.3	35.2	36.0	36.8
EBITDA	144.7	171.9	204.7	234.4
영업외손익	-7.3	-1.4	-0.2	0.2
금융수익(비용)	-7.1	-1.2	-0.2	-0.7
기타영업외손익	-0.2	-0.2	0.0	0.9
종속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	118.4	150.8	184.4	216.4
법인세비용	32.3	32.3	37.8	40.8
계속사업이익	86.1	118.6	146.6	175.6
당기순이익	86.1	113.3	144.5	168.4
증감률 (%)	55.2	31.5	27.6	16.5
Net 마진 (%)	24.2	26.2	28.2	28.7
지배주주지분 순이익	86.1	113.2	144.4	168.3
비지배주주지분 순이익	0.1	0.1	0.1	0.1
기타포괄이익	-1.9	-0.6	0.0	0.0
총포괄이익	84.2	112.7	144.5	168.4

Valuation / Profitability / Stability				
	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
PER(X)	12.9	15.0	11.7	10.1
PBR(X)	3.0	3.5	2.7	2.1
PCR(X)	6.7	9.6	8.1	7.2
PSR(X)	3.1	3.9	3.3	2.9
EV/EBITDA(X)	8.5	10.0	7.8	6.1
EV/EBIT(X)	9.8	11.3	8.6	6.6
EPS(W)	7,776	10,229	13,049	15,207
BPS(W)	33,778	43,719	56,535	71,508
SPS(W)	32,150	39,102	46,287	53,013
자기자본이익률(ROE, %)	25.9	26.4	26.0	23.8
총자산이익률(ROA, %)	13.8	15.7	17.3	17.3
투자자본이익률 (ROIC, %)	23.5	29.2	35.0	41.2
배당수익률(%)	0.3	0.2	0.2	0.2
배당성장률(%)	3.0	2.3	1.8	1.5
총현금배당금(십억원)	2.6	2.6	2.6	2.6
보통주 주당배당금(W)	300	300	300	300
순부채(현금)/자기자본(%)	34.2	4.6	-16.0	-34.6
총부채/ 자기자본(%)	80.8	59.2	43.5	32.7
이자발생부채	208.6	195.5	182.7	170.3
유동비율(%)	132.5	179.7	241.8	333.7
총발행주식수(mn)	11.1	11.1	11.1	11.1
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	100,000	153,000	153,000	153,000
시가총액(십억원)	1,106.9	1,693.5	1,693.5	1,693.5

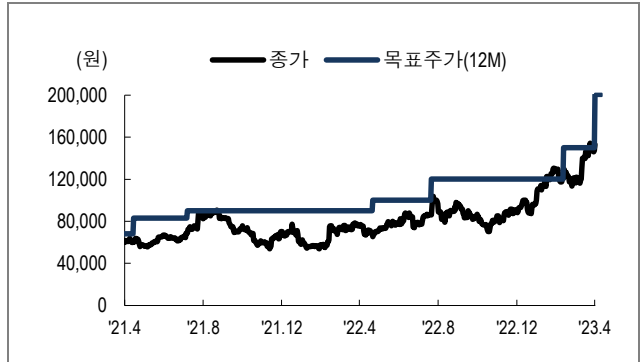
STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
현금및현금성자산	72.1	163.0	271.1	430.3
매출채권	108.6	103.1	98.0	93.1
유동자산	303.7	401.8	518.6	688.2
유형자산	307.7	304.2	314.8	297.0
투자자산	3.8	4.9	5.9	7.2
비유동자산	370.9	367.7	378.6	361.7
자산총계	674.6	769.6	897.3	1,049.9
단기성부채	138.3	134.7	126.9	119.5
매입채무	10.1	12.1	14.5	17.4
유동부채	229.3	223.7	214.4	206.3
장기성부채	70.3	60.8	55.8	50.8
장기충당부채	0.3	0.3	0.3	0.4
비유동부채	72.1	62.7	57.6	52.6
부채총계	301.4	286.3	272.1	258.9
자본금	6.2	6.2	6.2	6.2
자본잉여금	49.3	49.3	49.3	49.3
이익잉여금	331.4	442.1	583.9	749.6
비지배주주지분	-0.7	-0.7	-0.6	-0.5
자본총계	373.2	483.3	625.2	791.0

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
영업활동 현금흐름	47.0	124.1	155.0	176.1
당기순이익	86.1	113.3	144.5	168.4
+ 유/무형자산상각비	18.9	19.6	20.2	18.3
+ 종속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 외화환산손실(이익)	6.4	0.0	0.0	0.0
Gross Cash Flow	165.3	176.2	209.6	236.5
- 운전자본의증가(감소)	-80.8	-8.8	-9.6	-10.6
투자활동 현금흐름	-49.0	-17.5	-31.6	-1.9
+ 유형자산 감소	0.1	0.0	0.0	0.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-52.7	-15.0	-30.0	0.0
+ 투자자산의매각(취득)	4.4	-1.0	-1.1	-1.3
Free Cash Flow	-5.7	109.1	125.0	176.1
Net Cash Flow	-2.0	106.6	123.5	174.2
재무활동현금흐름	8.8	-15.6	-15.4	-15.0
자기자본 증가	0.0	0.0	0.0	0.0
부채증감	8.8	-15.6	-15.4	-15.0
현금의증가	6.2	91.0	108.1	159.2
기말현금 및 현금성자산	72.1	163.0	271.1	430.3
기말 순부채(순현금)	127.5	22.2	-100.1	-273.4

투자이건 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자이건	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저/최고
2023.04.20	Buy	200,000원(12개월)	-	-
2023.03.02	Buy	150,000원(12개월)	-37.3%	-13.0%
2022.08.09	Buy	120,000원(12개월)	-22.1%	8.8%
2022.05.09	Buy	100,000원(12개월)	-21.5%	-12.3%
2022.03.16	Buy	90,000원(12개월)	-22.2%	0.4%
		담당 Analyst 변경		
2021.07.25	Buy	90,000원(12개월)	-22.2%	0.4%
2021.05.03	Buy	83,000원(12개월)	-25.3%	-17.5%

덴티움 (145720.KS)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy : 15% 초과
- Hold : -15% ~ 15%
- Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자이건 분포는 다음과 같습니다. (2023년 4월 14일 기준)

- 투자이건 분포

Buy	Hold	Sell
81.2%	18.8%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자이건은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자이건 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 "덴티움"의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.