

Opinion

Buy

목표주가 116,500

현재주가 150,000

상승여력 30%

Price trend



Stock indicator

시가총액(원)	1.35조
발행주식수(주)	11,068,830
52주 최고(원)	135,000
52주 최저(원)	63,300
주요주주지분율(%)	17.34
22년 배당수익률(%)	0.25

Team 1

김민우	박종원
오지영	이서우
정서영	채정우

덴티움 (145720 ks)

- 임플란트 제품을 주력으로 하는 치과용 의료기기분야 전문 기업
- 2022년 매출 3,553억 (YOY +21%), 영업이익 1,216억 (YOY +74%)
- 중국 매출 비중 55%, VBP로 인한 중국 내 큰 매출 성장 예상
- 임플란트 산업의 성장성, 동사의 경쟁력을 고려한다면 장기적으로 매우 유망
- 2023년 3월 20일 종가 116,500원, 30%의 upside, 목표주가 150,000원 제시

Signal 1: 잠재성 높은 중국 임플란트 시장, 덴티움의 맞춤 공략

중국 임플란트 잠재 시장 규모는 연간 약 33조 7천억 원이다. 2022년 기준 중국의 65세 이상 인구는 전체 인구의 14.9%로 이미 고령화 사회에 진입했으며, 2033년에는 20%를 초과한 초고령화 사회에 진입할 전망이다. 1) 위드 코로나 이후 치과 방문자 수 회복, 2) 중국 정부의 임플란트 시술 비용 감소 정책, 3) 인구 고령화 및 소득 수준 증가로 중국 내 임플란트 수요가 증가할 것으로 판단된다. 중국 임플란트 시장은 아직 수입 의존도가 높고, 지난 VBP 결과, 당사의 중저가 밸류 임플란트를 앞세워 시장 지배력과 가격 경쟁력을 입증하며 불확실성이 해소되었다. 이 과정에서 새로운 고객층인 국공립 병원 매출도 확보했다. 또한, 하반기 자체 개발 디텍터를 탑재한 'Bright CT'의 중국 출시에 따라 Package 영업 역량이 강화될 것으로 예상된다.

Signal 2: 높은 매출 성장성과 영업이익율, 매력적인 밸류에이션

임플란트 산업은 소수 업체의 시장 점유율이 높은 과점적인 특성상 마진율이 높은 편에 속한다. 그럼에도 당사는 핵심 제품 내재화로 Peer 대비 높은 20%대 매출 성장성과 30%대 영업이익률을 기록하고 있다. 매출과 영업이익 측면에서 2020년 코로나19 영향으로 잠시 주춤했으나, 이후 모두 꾸준히 증가하는 추세이다. 최근 해외 Peer 기업 가치와 멀티플 상승도 긍정적으로 보이며, 현재 국내외 Peer 평균 P/E 약 16배, 동사의 지난 5년 평균 22배 대비 저평가되어있다. 따라서 최근 주가 상승에도 밸류에이션 부담은 제한적으로 판단된다.

Signal 3: 임플란트 시장 내 덴티움의 굳건한 경쟁력

1) 트렌드에 맞는 디지털 덴티스트리 전반의 토탈 제품 및 서비스 라인업 구축, 2) 20년간 축적된 임상 데이터 및 지속적인 R&D 개발, 3) 중저가 밸류 세그먼트 임플란트임에도 SLA 기술 개발을 통해 임플란트 표면 처리에 대한 핵심 기술력 보유로 진입 장벽이 높은 임플란트 산업 내에서 당사만의 강점으로 경쟁력을 확보했다. 이를 바탕으로 약 20%로 국내 시장점유율 2위, 약 5%로 글로벌 시장점유율 6위를 달성하며 성장 궤도에 올라선 상황이다.

CONTENTS

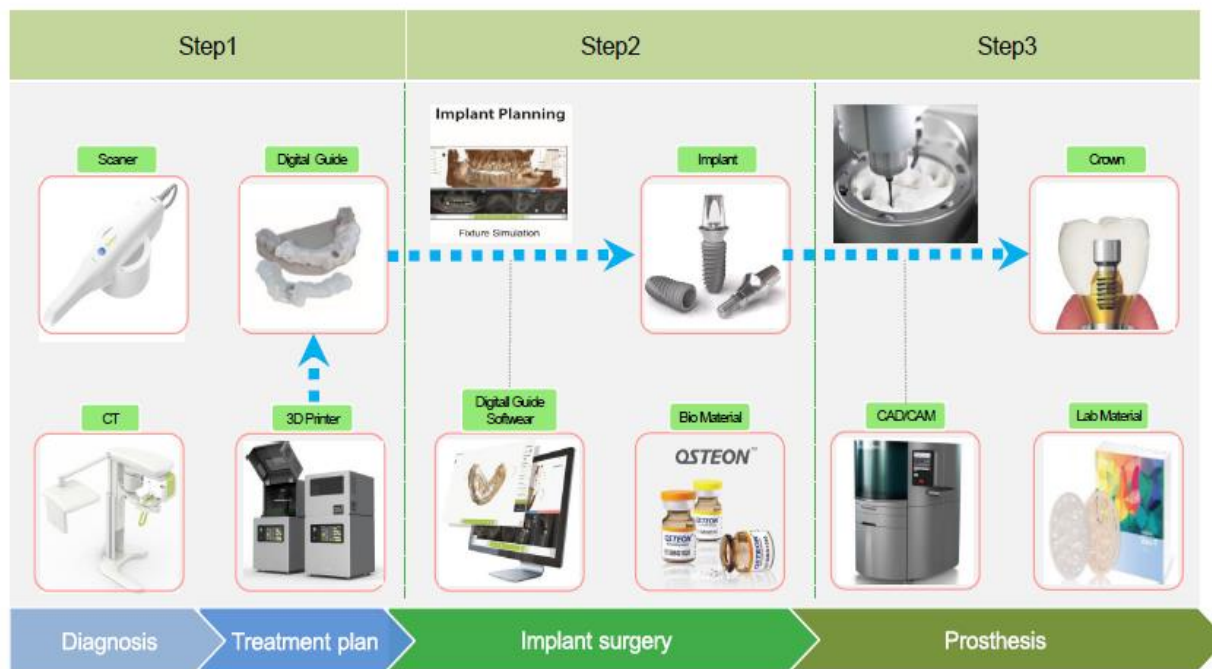
기업개요		3
산업분석		5
기업분석		13
투자포인트		22
리스크		25
밸류에이션		27

I. 기업 개요

1) 기업 설명

덴티움은 임플란트 제품을 주력으로 하는 치과용 의료기기분야 전문 기업으로 2000 년 6 월에 설립됐다. 동사는 20 년간 장기 임상데이터 축적과 자체 R&D 를 통한 차별화된 기술력으로 최고 품질의 치과용 임플란트와 생체 재료, 디지털 의료기기 등 통합적인 임플란트 시스템을 구축했다. 또한 임플란트 시장의 트렌드 변화에 맞춰 임플란트와 디지털 장비 등을 Total Solution 을 제공하기 위해 CBCT, CAD/CAM 등 자체 기술을 개발하고 Digital Dentistry Full-Line UP 을 구축하여 매출 성장과 수익성을 확대했다. 현재는 매출 가시화가 본격화되고 있는 단계이며, 국내 시장 입지를 공고화함과 더불어 중국, 아시아, 중동 시장을 중심으로 판매를 확대해 나갈 계획에 있다.

- Total Digital Line-up deployment from diagnosis to prosthesis



덴티움은 2022 년 3 분기 기준 국내 시장 점유율은 20%로 2 위, 글로벌 시장 점유율은 5%로 6 위를 기록했다. 특히, 성장성이 높은 중국 시장에서 연평균 30% 이상의 높은 성장률을 기록 중이다. 제품별 매출 비중은 임플란트 관련 매출이 전체 매출의 87%를 차지하고 CBCT 등 디지털 장비 매출 6%, 바이오 의약품 매출 7%를 기록한다. 매출의 93%가 제품 매출이라는 것을 통해 제품 내재화율이 경쟁사 대비 높음을 알 수 있다. 지역별 매출 비중은 국내 20%, 해외 80% (전체매출의 55%가

중국에서 발생)인 수출형 기업으로, 해외법인과 현지 딜러 네트워크 영업망을 적극 활용하여 전 세계 70 여 개국에 임플란트 제품을 수출하는 글로벌 덴탈 기업으로 성장하고 있다.

2) 주요 품목

주요 품목은 크게 치과용 임플란트, Rainbow CT 등 디지털 장비, 크라운 등 치과용 생체 재료로 나뉘며, 치과용 임플란트의 매출은 약 2,200 억으로 전체 매출액의 86.7%를 차지한다.

(단위: 백만원, %)

매출 유형	품 목	구체적용도	주요상표등	2022년 3분기		2021년		2020년	
				매출액	비중	매출액	비중	매출액	비중
제품	임플란트	치과용임플란트	Implantium 등	226,900	86.7%	245,215	84.1%	195,715	85.2%
	Digital Dentistry	치과용장비	Rainbow CT 등	16,000	6.1%	21,964	7.6%	17,372	7.6%
상품	Regeneration	치과용합성골 등	Oesteon 등	11,210	4.3%	11,452	3.9%	11,108	4.8%
	Lab Material	크라운 등	Rainbow Block 등	1,318	0.5%	3,193	1.1%	873	0.4%
	기타	치과 시술용 기재자 등	ICT Injection 등	3,222	1.2%	6,444	2.2%	3,230	1.4%
기타	서비스 등	서비스 등	서비스 등	3,203	1.2%	3,262	1.1%	1,451	0.6%
합계				261,853	100%	291,530	100%	229,749	100%

(주) 각 유형별 매출액은 연결 재무제표상의 수치입니다.

- 주요 제품 가격변동추이

(단위: 원)

품목	2022년 3분기	2021년	2020년
Fixture / EA	138,000	138,000	138,000
Abutment / EA	80,000	80,000	80,000

의료기기 사업 및 제품의 특성상 판가의 변동폭이 매우 제한적이며, 경쟁사와의 가격 경쟁보다는 품질 우위를 통한 시장 점유율 확대를 목적으로 사업을 영위하는 바, 임플란트 제품의 연도별 가격 변동폭은 크지 않다.

3) 분석 선정 이유

- 경쟁력 있는 제품을 통해 매출액과 영업이익의 꾸준한 성장
- 성장성 높은 중국 임플란트 시장 내에서의 호실적을 바탕으로 한 향후 매출 증가
- 성장성과 실적을 고려했을 때 동일 업종 타기업 대비 저평가, 높은 주가 상승 가능성

II. 산업 분석

1) 산업 개요

의료기기 중 덴탈(Dental) 산업은 치과에서 수행되는 치료 제반에 대한 장비/소모품을 제조 및 유통하는 산업이다. 주요 제품은 임플란트이며 그 밖에도 치과용 영상진단 장비 (X-ray, CT) 및 치과용 기자재, 교정 재료, 밀링 머신 등이 있다. 임플란트는 크게 수입산, 국내산으로 나뉜다. 수입산 임플란트는 대표적으로 독일산, 미국산, 스위스산 등이 있다. 과거에는 수입산 임플란트에 대한 선호도가 뚜렷하게 높았으나, 최근 국산 임플란트 회사들도 수입산 임플란트 회사와 별 차이가 없을 정도로 많이 성장하였다. 2014 년 임플란트 건강 보험 적용을 계기로 본격적으로 성장하였고 2016 년에는 65 세 이상으로 연령을 확대하고 2018 년에는 본인 부담률 30%로 인하되는 과정을 거쳐 한국의 임플란트 식립율은 인구 1 만 명당 500 개에 달하는 비율로 압도적인 1 위를 기록했다. 치과용 임플란트는 2020 년 기준 한국 의료기기의 생산 및 수출 실적에서 각각 3 위와 4 위로 상위권에 위치하고 2018 년도부터 품목당 생산액 1 위를 기록했다. 비록 임플란트가 서양에서 개발되어 임상데이터가 많으나, 기술력은 이미 다 따라왔다고 봐도 무방하고 국내 점유율 또한 수입산보다 높아질 만큼 성장하였다. 정리하면 국내 덴탈 기업들은 2014 년 임플란트 건강 보험 적용을 계기로 본격적으로 외형 성장이 시작되었으며, 2019 년 이후 체질 개선을 통해 이익 측면에서도 탄탄한 실적을 기록하고 있다.

임플란트 시장은 크게 낮은 침투율, 높은 진입 장벽, total solution 트렌드의 3 가지 특성을 가진다.

- **낮은 침투율:** 현재 임플란트 시장은 글로벌 시장에서 낮은 글로벌 침투율을 보이고 있다. 2014 년부터 임플란트에 대한 건강보험 급여화가 시행된 국내에서도 임플란트 식립율은 약 5% 수준이며, 선진국은 약 1~2%, 중국은 0.2% 수준이다. 글로벌 덴탈 시장의 낮은 침투율은 치과 인프라 및 의사 부족에 기인한다. 중국 내 치과의사 수는 100 만명 당 180 명 수준으로, 500~1,500 명의 치과의사가 있는 선진국 대비 낮은 수준이며 임플란트 시술이 가능한 의사의 비중 역시 낮다. 글로벌 침투율이 아직 낮기 때문에 중국과 러시아 등 신흥국의 치과 인프라 확대를 통한 임플란트 수요 증가를 기대할 수 있다.

- **진입 장벽:** 임플란트는 환자의 몸에 시술되는 물질이라는 점, 제품 선정에 보수적인 병원에서 사용되는 제품이라는 점에서 실질적인 진입 장벽이 높은 편이다. 게다가 치과 장비 제조 산업은 FDA와 유럽연합 집행위원회 등 정부 기관의 규제가 엄격하다. 제품이 환자에게 안전하고 효과적인지 확인하기 위해 엄격한 안전, 품질 및 성능 표준을 준수해야 하여 시장진입 장벽이 높은 편이다. 하지만 국내 업체들은 글로벌 Top-Tier 업체들에 뒤져지지 않는 기술력과 임상 데이터를 바탕으로

가성비 있는 임플란트 제품을 각 국에 공급하고 있다. 또한 치과 일반의 (GP) 대상 교육 등으로 레퍼런스를 꾸준히 쌓아왔으며, 장기 임상 데이터를 바탕으로 신흥국 M/S 를 꾸준히 늘려오고 있다.

- **Total Solution 제공:** 글로벌 치과 업체들은 인수·합병을 통한 다각화 전략으로 덴탈업 내 다양한 분야에서의 토탈 솔루션을 제공하고 있다. 진단에서부터 보철까지 이어지는 워크 플로우 내 필요한 장비 및 소모품을 번들링하여 제공하는 것이다. 이는 병원이나 의사와의 교섭력을 높여주는 역할을 하며 락인(Lock-in) 효과를 기대할 수 있다. 국내 업체들은 매출 다변화 측면에서 글로벌 Peer 대비 약점을 가지고 있었다. 주요 제품(중저가 임플란트 및 CT)의 매출 비중이 높았기 때문이다. 그러나 최근에는 기존 주력 제품군 외 total solution 제공으로 매출 다각화를 꾀하고 있다.

글로벌 임플란트 시장은 2022 년 46 억달러(약 6.6 조원)에서 2030 년 97 달러(약 12.8 조원) 로 연평균 9.8% 성장할 것으로 전망된다(Grand View Research, 2022). 치과 보험 접근성 증가, 디지털 덴티스트리 등 기술 발전으로 인한 시술 퀄리티 개선 등이 성장의 근거이다. 향후에도 국내 임플란트 업체들은 중저가 세그먼트(Value)의 가성비 있는 제품을 바탕으로 해외 매출을 늘려 외형 성장을 유지하며 개선된 수익성을 유지할 전망이다.

2) 산업 전망

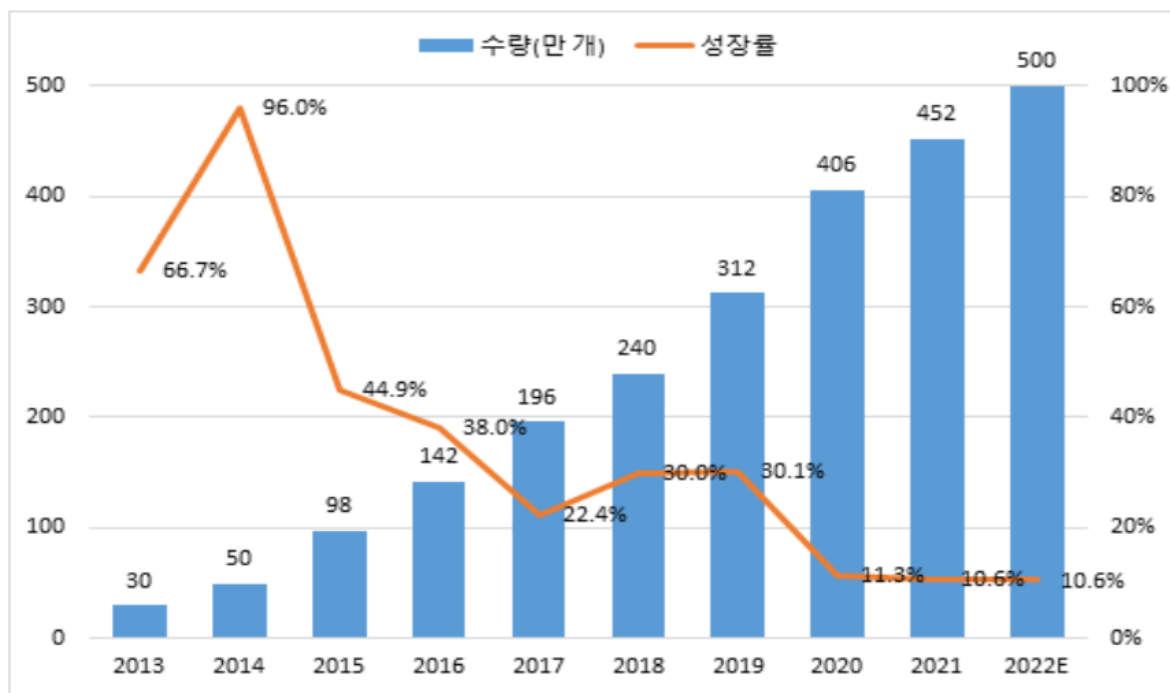
2)-1 임플란트 시장은 2022 년부터 2030 년까지 연평균 성장률 (CAGR) 6.9%로, 2030 년까지 약 603 억 7 천만 달러 (한화 약 79 조 545 억)의 규모로 성장할 것으로 예상된다. 주요 성장국은 미국, 독일, 일본, 중국이다. 고령화로 결손 치아가 증가하고 치과 보험 접근성이 높아지며, 반영구적으로 사용 가능한 임플란트 시술이 확대되고 있다. 또한 브릿지, 틀니와 비교해 임플란트는 자연치아와 유사하다는 심미적 장점이 있어, 중산층이 늘어나며 수요가 증가하는 추세이다.

2)-2 디지털 덴티스트리가 이끄는 성장

디지털 덴티스트리는 임플란트 시술을 편리하게 해준다. 대표적으로 CBCT 장비는 치아와 뼈 구조의 3 차원 영상을 제공하여, 치과 의사의 숙련도를 단기에 향상시킨다. 덴티스트리 관련 장비 및 소프트웨어로 시술 결과를 미리 예측할 수도 있다. 이로 인해 기존 아날로그 임플란트 방식은 약 3~6 개월의 기간이 소요되었으나, 디지털 임플란트의 출현으로 시술 기간을 1 개월 내로 단축할 수 있었다. 즉 디지털 덴티스트리의 발전은 임플란트 시술 확대에 이어질 수 있다. 신흥국의 경우 임플란트에 숙련된 의사가 많지 않고 임플란트 시술이 가능할 때까지 시간이 오래 걸리므로, 디지털 덴티스트리 시스템 도입에 적극적인 태도를 보이고 있다.

2)-3 중국 시장 전망

<2013~2022년 중국에서 판매된 임플란트 제품 및 성장률>



중국의 1 만명 당 임플란트 식립 개수는 약 30 개 (미국 80 개, 유럽 국가 1 만 명당 100 개 이상, 대한민국 600 개)로 현저히 낮은 수준이다. 2013~2022 년 중국에서 판매된 임플란트 제품은 연간 30 만 개에서 500 만 개로 증가하였으며, 10 년 간 연평균 복합 성장률(CAGR)은 36%에 달한다. 따라서 폭발적으로 성장하는 중국시장에 주목할 필요가 있다.

그러나 국내와 달리 중국의 2020 년 1 인당 건강보험료 납부 금액은 800 위안(약 15 만 원) 수준으로 보장 범위가 상당히 제한적이다. 구강 건강 증진을 위해 정부는 VBP(Volume Based Procurement)를 통해 임플란트 가격을 낮추었다. VBP 시행을 시작으로 중국 임플란트 시장 성장률은 25~30%에 이를 것으로 보인다. 중국 의료기기협회에 따르면 중국 정부의 조달 정책이 유지된다면 연간 소비되는 임플란트 수는 현재 500 만 개에서 2 배 이상 증가할 것으로 예측했다.

중국 시장의 한계는 증가하는 수요 대비 치과 의사 공급 부족이다. 2020 년 기준 치과의사 수는 인구 1만 명당 1.9명으로 미국의 4.8명의 3분의 1 수준이다. 또한 CBCT의 보급률은 약 20% 수준 (한국은 약 80%)이다. CBCT 보급률로 임플란트 식립 개수를 계산했을 때 한국은 연간 1 인당 125 개의 임플란트를, 중국은 80 개를 식립하는 것으로 추정된다. CBCT 도입률의 상승은 임플란트 시술 가능 의사 수를 늘리므로, 추후 중국 임플란트 공급은 수요 증가와 동시에 상승할 것으로 예측된다.

한편 한국 임플란트 수요는 양호한 상태이다. 오스템임플란트와 덴티움의 2021 년 중국향 매출액 성장율은 각각 48%, 51%이었고, 무엇보다 지난 1 월 VBP 4 급 티타늄 입찰 결과, 국내 기업이 공급 58%를 차지하며 (오스템임플란트 24%, 덴티움 20%, 기타 14%) 중국 내 한국 기업의 높은 위상을 확인할 수 있었다. 한국 기업의 브랜드 인지도 형성, 침투율 증대는 중국 내 임플란트 수요가 커질수록 수익성 개선 등 긍정적으로 작용할 전망이다.

2)-3 국내 시장 전망

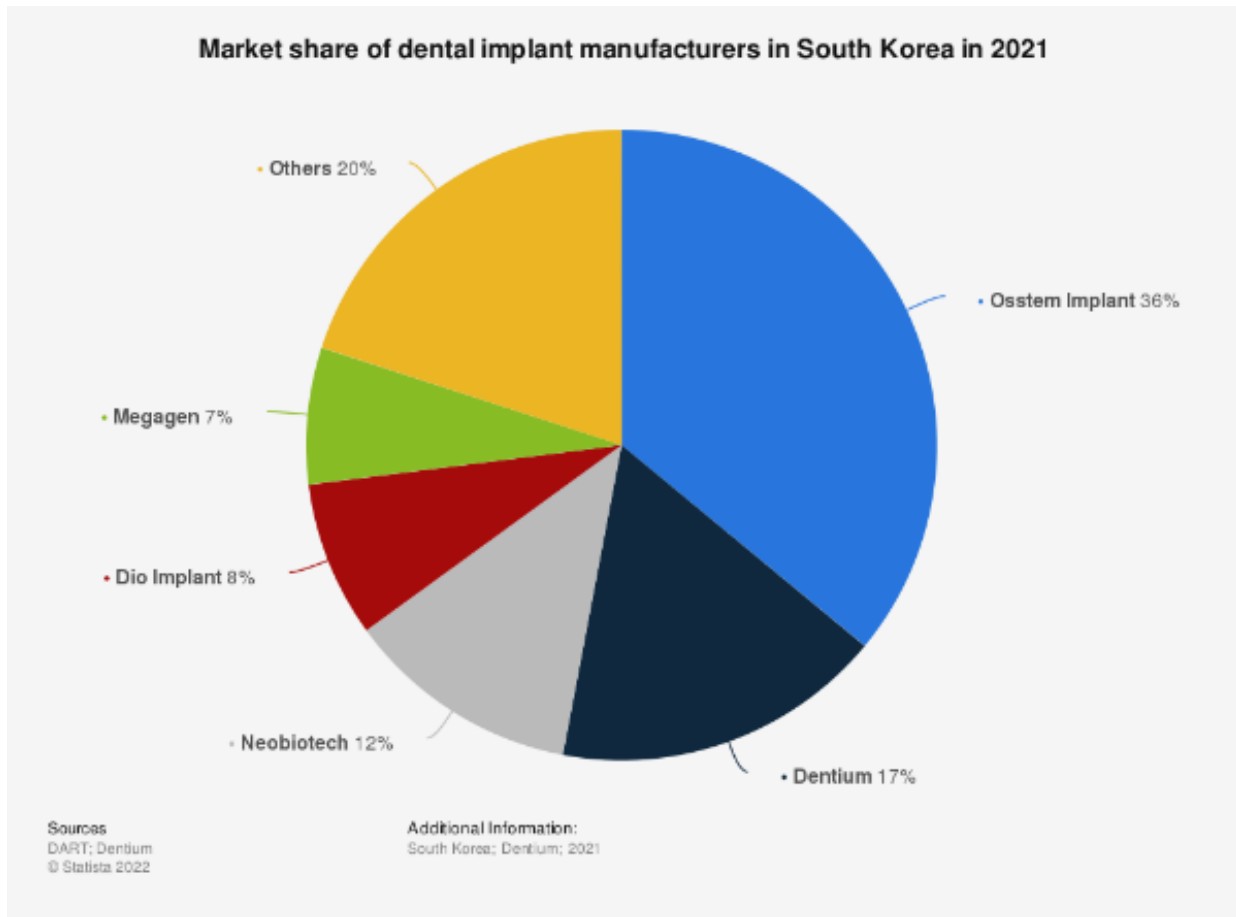
통계청은 '2021 년 장래인구추계를 반영한 인구 전망' 자료에서 2025 년에 만 65 세 이상의 고령인구가 1,000 만 명을 돌파할 것이라 전망했다. 더하여 2016 년 7 월 1 일부터 보험급여 적용연령이 70 세 이상에서 65 세 이상으로 확대되었다는 점을 고려하면, 국내 임플란트 산업은 성숙기에서 다시 성장기로 진입할 것으로 전망할 수 있다. 현재 국내 치과용 임플란트의 2021 년 기준 생산 규모는 전년 1 조 3702 억 원에서 1 조 9966 억 원으로 증가했으며, 최근 3 년간 연평균 성장률도 21.1%를 기록하는 중이다.

3) 경쟁 현황

3)-1 치과용 임플란트가 국내시장에 본격적으로 도입된 것은 1990 년대 초반으로, 당시에는 주로 스트라우만 등 외국 유명 메이커 제품을 사용했다. 1997 년 오스템임플란트와 2000 년 덴티움 등이 중저가 밸류 세그먼트 임플란트 개발을 시작하였고, 2000 년대 이후 현재는 국내 업체가 국내 시장을 장악하고 있다. 국내에는 덴티움을 포함해서 오스템임플란트, 디오 등 약 50 개 기업이 있으며, 해외에는 스트라우만(Straumann), 얼라인 테크놀로지(Align Technology), 덴츠플라이(Dentsply Sirona) 등 약 25 개의 주요 기업이 시장에서 활동 중이다.

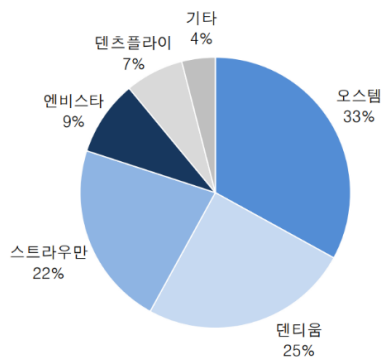
국내 시장은 국내 업체들 간의 경쟁이 치열하여 임플란트 공급 증가, 시술단가 하락이 지속되는 모습을 보이고 있다. 그러나 국내 임플란트 산업이 성숙기에 진입한 만큼 단순한 저가경쟁을 넘어, 기술력과 자본력을 갖춘 상위 선도기업을 중심으로 경쟁이 계속될 전망이다. 고가 임플란트는 유럽 기업이 선점한 상황으로, 한국 기업은 중저가 밸류 세그먼트 개발에 집중하고 있다. 현재 국내 임플란트 시장은 선두 기업인 오스템임플란트와 덴티움을 주축으로 상위 5 개 기업이 경쟁 중이다. 국내 시장 점유율은 오스템임플란트가 1 위이나 가격은 덴티움이 오스템임플란트에 비해 조금 더 저렴한 편이다.

- 2021 년 국내 임플란트 시장 점유율



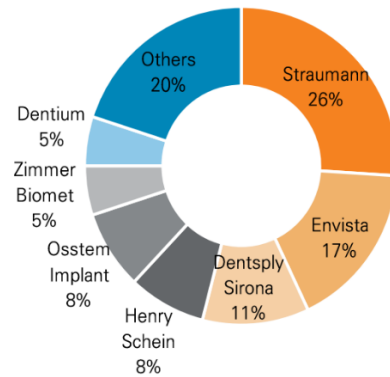
- 글로벌 시장 점유율

그림 9. 중국 임플란트 시장 점유율 현황



주: 2019년 기준 / 자료: 오스템임플란트, 대신증권 Research Center

그림 5. 세계 치과용 임플란트 시장점유율



자료: Straumann, 미래에셋증권 리서치센터

3)-2 중국 내 경쟁 상황

표 1. 중국 내 주요 임플란트 브랜드

(단위: 위안)

구분	브랜드명	국가	로고	가격(위안)
고가 세그먼트 (Premium)	Astra	스웨덴		16,800 (320 만원)
	Ankylos	독일		15,800 (300 만원)
	Anthogyr	프랑스		13,800 (270 만원)
	Cortex	이스라엘		12,800 (250 만원)
	Straumann	스위스		10,800 (210 만원)
	Nobel	스웨덴		9,800 (190 만원)
밸류 세그먼트 (Value)	오스템임플란트	한국		7,800 (150 만원)
	덴티움	한국		6,800 (130 만원)
	WEGO(威高)	중국		6,000 (110 만원)
저가 시장 (Low-end)	BLB(莱顿)	중국		4,200 (80 만원)
	CDIC	중국		4,000 (77 만원)

자료: keele.co, KOTRA, 대신증권 Research Center

중국 시장에서 고가 세그먼트는 유럽 임플란트 기업, 중저가 밸류 세그먼트는 한국 기업(오스템임플란트, 덴티움), 저가 시장은 중국 기업이 주요 플레이어이다. 특히 중저가 임플란트 시장에선 가격 경쟁력이 장점인 오스템임플란트, 덴티움 등 한국기업의 점유율이 높다. 중국 저가업체가 한국기업을 대체할 수도 있다는 시각도 존재하지만, 임플란트는 체내에 직접 식립하는 제품이므로 높은 기술력을 요구되는 산업이다. 한국 기업의 꾸준한 R&D, 높은 점유율, 중국 기업의 적은 임상 데이터와 낮은 기술력 등으로 한국과 중국의 기술격차를 좁히기엔 시간이 상당히 소요될 것으로 예상된다. 실제로 중국은 임플란트 90% 이상을 수입에 의존하고 있으며, 초창기에 진입했던 한국의 임플란트 수입량은 꾸준히 증가하는 모습을 보이고 있다. 2020~2022 년 기준 중국 임플란트 수입 1 위국은 한국이다.

<2020~2022년 중국 치과용 임플란트 수입 상위 10개국>

(단위: 천 달러, %)

순위	국가	2020년		2021년		2022년	
		수입금액	점유율	수입금액	점유율	수입금액	점유율
1	한국	125,113	30.95	217,648	31.96	269,454	40.99
2	스위스	91,901	22.73	145,108	21.31	142,677	21.70
3	미국	58,009	14.35	89,865	13.20	107,877	16.41
4	스웨덴	29,535	7.31	51,698	7.59	42,106	6.40
5	독일	41,659	10.30	48,759	7.16	33,233	5.05
6	프랑스	12,977	3.21	18,300	2.69	22,861	3.48
7	이스라엘	5,305	1.31	9,381	1.38	11,835	1.80
8	대만	2,544	0.63	16,215	2.38	10,903	1.66
9	이탈리아	1,872	0.46	5,672	0.83	9,484	1.44
10	스페인	1,347	0.33	756	0.11	1,086	0.17

3)-3 덴티움의 강점, 약점, 경쟁력

덴티움은 글로벌 임플란트 시장점유율에서 5%로 점유율 6 위, 국내에서는 20%로 2 위를 차지하고 있다. 1) 높은 제품 비중, 2) 낮은 직판 비중, 3) 핵심 제품 내재화 4) 영업망 구축을 통한 영업비용 절감 등으로 경쟁사 대비 높은 마진율이 강점이다. 22 년 기준 OPM 은 35.0%로 글로벌 Peer 평균 5.6%에 비해 상당히 높다. 또한 덴티움의 강점은 기술력이다. 한국에서 처음으로 스트라우만이 개발한 SLA 방법을 활용하여, 임플란트에서 가장 중요한 표면 처리 기술에서 강점을 보이고 있다. 20 년의 임상 데이터와 지속적 R&D로 당사 제품인 Rainbow M-CT에 detector를 자체 개발하여 원가 경쟁력을 확보하기도 하였다. 단, 덴티움은 후발 주자로, 국내 점유율 1 위 오스템임플란트에 비해 낮은 실적과 브랜드 인지도를 보이고 있다.

3)-4 국내 경쟁사 재무 실적 비교

기업명	시가총액	PER	주요제품 및 특징
덴티움	1조 3,404억	14.13배	임플란트, 디지털장비(CBCT), 합성골, 크라운 + 임플란트 분야에서 아시아 M/S 2위, 글로벌 M/S 5위
오스템임플란트	2조 8,178억	52.32배	치과용 임플란트, 관련 기자재, 전용 소프트웨어, 교육, A/S, 인테리어, 서적 + 임플란트 분야 아시아 M/S 1위, 글로벌 M/S 4위
바텍	4,597억	6.74배	구강 내 진단장비, 2D 진단장비, 3D 구강 스캐너, 지르코니아 디스크
레이	4,391억	N/A	2D 파노라마 영상장치, 3D CT, IO Sensor 영상 제작 기기

덴티움의 주된 경쟁사인 오스템임플란트의 자세한 실적은 다음과 같다.

덴탈 산업 Valuation Table											(십억원, 배, %)		
종목	시가총액	매출액		영업이익		순이익		PER		PBR		ROE	
		22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
덴티움	1,416.8	356.0	427.4	120.5	133.5	98.2	106.6	11.3	13.3	2.9	2.9	28.9	24.2
오스템임플란트	2,837.3	1,048.9	1,197.1	224.6	188.5	164.1	193.9	12.0	13.9	5.4	4.8	57.1	42.0
레이	391.1	129.0	162.6	16.3	31.2	7.4	24.0	46.7	15.6	3.2	2.8	7.1	20.0

자료: 신한투자증권 추정 / 주: 파란 음영은 Top Picks 의미

Ⅲ. 기업 주요 사항

1) 사업

1)-1 사업 분야

덴티움은 치과용 의료용구 및 장비를 제조하고 판매하는 사업을 영위한다. 동사는 진단, 치료계획, 시술, 보철에 이르는 전 단계에 대한 'Total Digital Line-up'을 구축했다. 또한, Package 판매 전략으로 단순 임플란트뿐만 아니라 구강 촬영이 가능한 bright CT, 3D 프린터, 디지털 가이드 소프트웨어(Digital Guide S/W), 라미네이트를 위한 CAD/CAM 제품, 크라운 등을 패키지 형식으로 제공한다.

1)-2 제품 분야

주요 제품	상표	매출 비중
임플란트	Super Line, Implantium, bright 등	87%
디지털장비	Rainbow CT, Bright CT, Bright Alone 등	6%
상품	Membrane, Osteon 등	7%

덴티움은 Implantium, Super Line 등의 임플란트 제품, Rainbow CT, Bright CT, CAD/CAM 등의 디지털 장비 제품, 그리고 치과용합성골, 크라운, 치과 시술용 기자재 등의 기타 상품을 취급한다. 그중 임플란트 제품은 동사의 주력 상품으로 전체 매출의 87% 비중을 차지하고 있다.

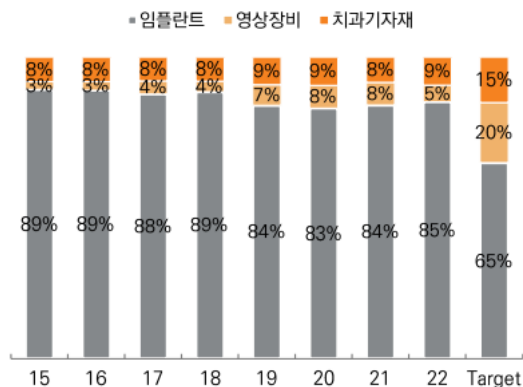
1)-3 기타 활동

덴티움은 활발한 연구개발 시행과 교육 프로그램 개최를 통해, 임플란트 분야 내 전문성 신장을 위해 끊임없는 자기 계발을 이루고 있다. 동사는 '덴티움 R&D Center'를 기반으로 첨단 설비 시스템을 구축하여 세계의 명문대학과 전문 연구 기관과의 협력하에 연구개발을 지속하고 있다. 이를 통해, 동사는 20 년 장기 임상 데이터를 축적하고 디지털 제품 자체 개발 기술을 보유하여 시장 경쟁력 확보에 성공했다. 또한, 동사는 교육 프로그램 'DENTIUM IMPLANT INSTITUTE'를 통해 세계 각국에서의 현지 및 방한 세미나와 국제 규모의 심포지엄과 케이스 발표를 개최하여 임상의학 및 의료산업의 발전에 기여하고 있다.

2) 자세한 매출 경로와 실적

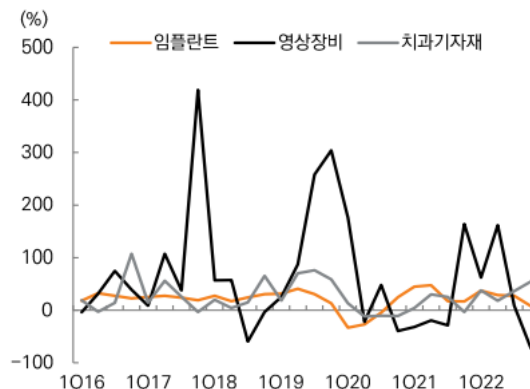
2)-1 제품별, 지역별 매출 현황

그림 6. 품목별 매출 비중



자료: 미래에셋증권 리서치센터

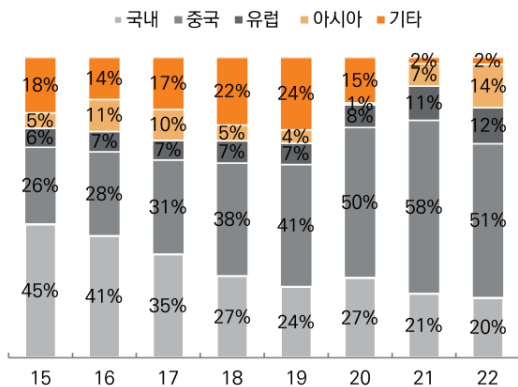
그림 7. 품목별 매출 성장률 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

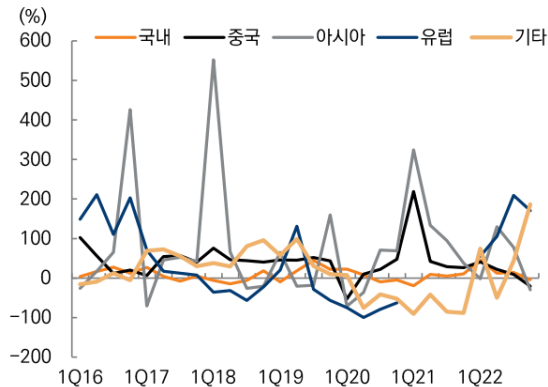
덴티움의 제품별 매출 비중은 임플란트 제품 87%, 디지털장비 제품 6%, 기타상품 7%이다.

그림 8. 지역별 매출 비중



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 지역별 매출 성장률 추이



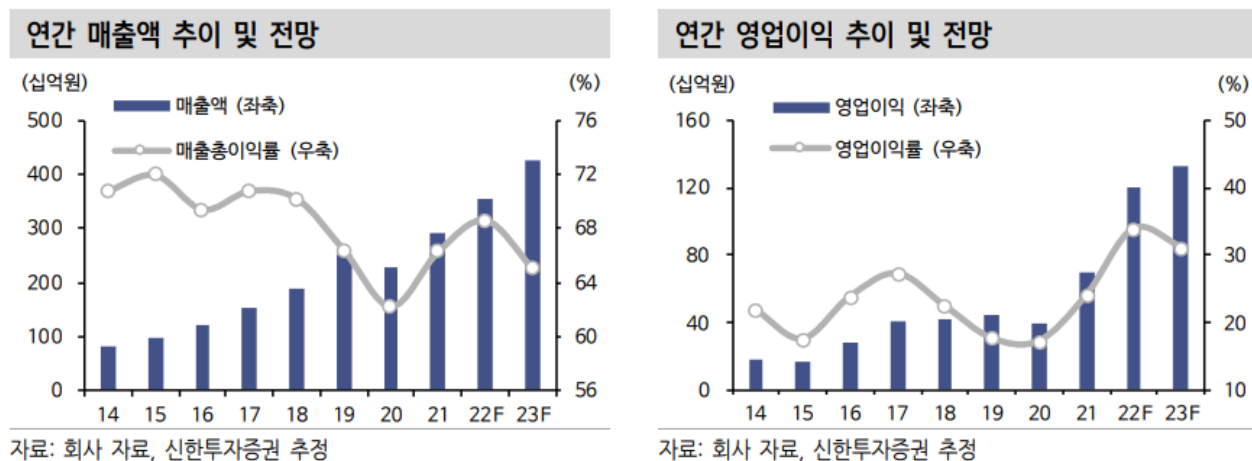
자료: 미래에셋증권 리서치센터

동사의 지역별 매출 비중은 2022년 기준으로 국내 20%, 해외 80%이다. 해외 지역에서는 중국, 유럽, 아시아 순으로 높은 비중을 차지한다. 즉, 동사는 중국향 매출에 의존도가 높은 수출형 기업에 해당한다.

2)-2 매출 경로

덴티움의 매출 경로는 국내와 해외로 구분된다. 우선, 국내에는 17 개의 지점, 2 개의 영업소, 1 개의 종합병원팀이 존재한다. 직판 영업을 원칙으로 하나, 구매대행업체 및 MSO 사업자를 통한 공급도 간혹 발생한다. 다음으로, 해외에는 18 개의 판매법인, 3 개의 제조법인, 3 개의 Milling Center, 그리고 70 여개의 딜러 유통망이 있다. 주로 해외 법인을 통한 직접 영업 방식을 활용하여 마진율을 높이지만, 새로운 시장 진출 시에는 거래선을 통한 간접 영업 방식을 활용하여 초기 투자 비용을 감축시킨다.

2)-3 최근 5 개년 매출액, 영업이익



2020 년을 제외한 덴티움의 매출액 및 영업이익은 상승 추세를 보인다. 2020 년에는 1Q20 코로나 19 의 영향으로 불가피한 역성장이 존재했다. 팬데믹 발생으로 인해, 재고물량 정리 및 광고공장 가동률 감소 등으로 고정비 부담이 증가했고 인도와 기타 지역에서의 매출 부진이 심화된 것이 원인이다. 그러나, 이후 2021 년 코로나 19 완화 및 인구 고령화에 따른 기저효과와 함께 신흥국 시장 수출이 성장궤도에 오르며 실적은 점차 회복되기 시작했다. 실제로, 지난 2022 년도에는 매출액 3,558 억 원, 영업이익 1,257 억 원으로 사상 최대 실적을 달성했다.

향후에도 매출액과 영업이익의 상승 추세는 계속될 전망이다. 1) 중국, 인도 등의 신흥국 내 임플란트 산업이 현재 성장기 단계로 진입하면서 시장 규모의 지속적인 증대가 예측되고, 2) 매출의 약 55%를 차지하는 중국의 리오프닝, 고령화 추세, 국민 소득 수준 증가 등으로 중국향 매출에서 호실적이 기대되며, 3) 당사는 최근 중국의 VBP 입찰에서 큰 규모의 물량을 얻어냄으로써 중국 내 시장 지배력을 입증해냈기 때문이다. 이와 같은 내용에 근거하여, 당사는 앞으로도 좋은 성장세를 유지할 것이다.

3) 연혁, 지배 구조, 최근 이슈

3)-1 주주 현황 및 지분율

주주명	소유주식 수(주)	지분율
정성민	1,919,820	17.34%
자기주식	2,444,939	22.09%
기타주주	6,704,071	60.57%
합 계	11,068,830	100.00%

덴티움의 지분율 현황에서 최대 주주의 비중은 17.34% 그리고 자기주식 비중은 22.09%이다. 최대 주주의 보유지분이 낮은 편에 속한다는 점에서 오너의 기업 지배력이 다소 취약함을 알 수 있다. 이때, 높은 비중을 차지하는 자사주는 단지 경영권 방어 목적으로 활용된다. 현재 자사주 소각 계획이 없어 추가적인 주당 가치 제고는 없을 것으로 판단된다.

3)-2 최대주주 및 기업 지배구조

성명	직책	겸직회사				
		회사명	직책	근무연수	담당업무	선임시기
서승우	대표이사	유한회사 더브라이트	대표이사	2년 4개월	경영총괄	2020.06.01
정성민	사내이사	(주)제노스	대표이사	5년 6개월	경영총괄	2017.03.30

- 덴티움의 최대주주이자 창업자는 경희대학교 치의학 대학원 박사 학위를 취득한 정성민 원장이다. 그는 2000 년도에 동사를 설립한 이후, 2001 년부터 서울에 위치한 '웰치과의원'의 원장으로 그리고 2004 년부터 치과용 의료기기 업체 '제노스'의 대표이사로 활동해왔다. 기업 제노스는 임플란트 시술 시에 사용되는 치과용 골이식재 '오스테온'을 주요 제품으로 취급하는데, 연구 및 개발에 투입되는 비용이 상당하여 수익성은 낮은 편이다.

- 덴티움은 본래 경영의 독립성 및 투명성 강화의 목적으로 2017 년 증시 상장 이후 전문경영인 체제를 유지해왔다. 그러나, 지난 2022 년 정성민 원장이 무려 7 년 만에 사내이사로 이사회에 복귀하면서 동사의 오너 책임 경영이 일정 부분 강화되었다.

3)-3 최근 이슈

- 경쟁사인 오스템임플란트가 상장폐지 수순을 밟을 가능성이 있다. 오스템임플란트는 2021 년 횡령 사건 이후 상장 적격성 실질심사에 따라 거래 정지 처분을 받고, 국내 사모투자펀드 운용사 MBK 파트너스와 유니스캐피탈코리아에 의해 대략 88.7%의 지분율로 공개 매수되었다. 그리고 현재 한국거래소가 오스템임플란트를 심사 대상에서 제외함에 따라, 주식 매매거래는 3 월 22 일부터 재개되었다. 동시에, 오스템임플란트는 자발적 상장폐지 신청을 목적으로 잔여 주식에 대한 2 차 공개매수를 진행한다고 공시했다. 이를 통해, 오스템임플란트의 대주주인 덴티스트리 인베스트먼트가 최종적으로 90% 이상의 지분을 확보할 예정이다. 오스템임플란트의 상장 폐지가 진행되는 경우, 덴티움은 수급상 유리함을 차지할 수 있다.

- 지난 3 월 16 일, 덴티움의 기타회사로 분류되는 '인공장기연구소'가 의료기기법 위반으로 제조업무정지 처분을 받았다. 기업 인공장기연구소는 임플란트 시술 기구를 개발하는 사업을 영위하며 정성민 창업주가 대표이사로, 서승우 대표가 개발팀장으로 위치해 있는 중소기업이다. 식품의약품안전처는 인공장기연구소의 의료기기 중 19 개의 품목에 대해 15 일 업무정지 행정처분을 내렸다. 처분 사유는 검교정 미실시와 완제품 시험성적서 미작성이다. 그동안 인공장기연구소는 덴티움의 연구 및 개발을 촉진하는 '싱크탱크(think tank)' 역할을 수행해왔기에, 이와 같은 처분은 덴티움의 R&D 활동에 일시적으로 악영향을 미칠 것으로 보인다.

4) 재무 분석

4)-1 최근 재무실적 (단위: 천 원)

	(2022.1.1~2022.12.31)	(2021.1.1~2021.12.31)	(2020.1.1~2020.12.31)
매출액	355,865,975	291,529,687	229,749,431
영업이익	125,702,600	69,882,395	39,595,641
연결당기순이익	86,143,818	55,499,403	22,219,520
지배기업지분순이익	86,066,136	55,484,057	22,544,714
비지배지분순이익	77,681	15,346	(325,194)

덴티움은 지난 2022 년 동안 대략 매출액 3,558 억원(YoY+22.0%), 영업이익 1,257 억원(YoY+79.8%), 당기순이익 615 억원을 기록했다. 직전 4 분기에는 코로나 재확산 및 락다운의 영향으로 중국 매출이

다소 부진하였으나, 러시아 중심의 유럽 매출이 호조를 보이며 중국 매출 감소분의 일부를 만회하였다.

4)-2 주요 재무지표

재무연월	매출액 (억원)	YoY (%)	영업이익 (억원)	당기순이익 (억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	EW/EBITDA (배)	주재무제표
2018.12(A)	1,863.2	23.68	419.6	342.5	3,095	22,506	18.58	2.55	19.25	17.17	IFRS연결
2019.12(A)	2,525.9	35.57	446.6	147.9	1,336	23,996	40.28	2.24	7.37	14.45	IFRS연결
2020.12(A)	2,297.5	-9.04	396.0	225.4	2,037	26,588	20.18	1.55	10.34	11.70	IFRS연결
2021.12(A)	2,915.3	26.89	698.8	554.8	5,013	33,841	13.92	2.06	21.29	10.83	IFRS연결
2022.12(E)	3,552.7	21.86	1,215.5	995.4	8,993	45,070	13.03	2.60	29.25	9.75	IFRS연결
2023.12(E)	4,254.6	19.76	1,455.3	1,082.6	9,780	56,803	12.46	2.15	24.64	8.29	IFRS연결
2024.12(E)	4,957.0	16.51	1,739.4	1,301.9	11,761	71,464	10.36	1.71	23.54	6.54	IFRS연결

21 년 이후 덴티움의 EPS 와 BPS 는 증가 추세를, PER 과 PBR 은 감소 추세를 보인다.

4)-3 재무제표 항목 분석

주요재무정보	연간							
	2017/12 (IFRS연결)	2018/12 (IFRS연결)	2019/12 (IFRS연결)	2020/12 (IFRS연결)	2021/12 (IFRS연결)	2022/12(E) (IFRS연결)	2023/12(E) (IFRS연결)	2024/12(E) (IFRS연결)
매출액	1,506	1,863	2,526	2,297	2,915	3,553	4,255	4,957
영업이익	411	420	447	396	699	1,216	1,455	1,739
영업이익(발표기준)	411	420	447	396	699			
세전계속사업이익	359	420	336	261	747	1,324	1,434	1,725
당기순이익	303	343	137	222	555	1,000	1,088	1,310
당기순이익(지배)	301	343	148	225	555	995	1,083	1,302
당기순이익(비지배)	2	0	-11	-3	0			
자산총계	3,109	4,368	5,471	5,102	5,702	6,659	7,630	8,918
부채총계	1,484	2,421	3,406	2,816	2,791	2,785	2,779	2,822
자본총계	1,625	1,947	2,065	2,286	2,911	3,874	4,851	6,096
자본총계(지배)	1,619	1,941	2,069	2,293	2,918	3,887	4,899	6,163
자본총계(비지배)	6		-4	-7	-7			
자본금	62	62	62	62	62	62	61	61

- 덴티움의 실적은 글로벌 팬데믹의 영향으로 2019 년과 2020 년에 다소 부진했으나, 그 이후로 연속적인 실적 회복과 성장을 보여주고 있다. 2020 년에는 코로나 19 로 인해 중국 및 러시아 등 주요 수출 지역을 중심으로 업황에 타격을 입었던 것으로 추정된다. 그러나, 2021 년부터 현재까지 매출액, 영업이익, 당기순이익은 지속적으로 상승하는 추세를 보인다. 더욱이, 최근 동사는 영업이익 기준 5 연속 어닝 서프라이즈를 달성했다.

- 2022 년 기준 총자산 6,659 억원은 현금 및 현금성 자산 20%, 매출채권 15%, 재고자산 10%, 유형자산 43%로 구성된다. 해당 계정과목의 소계는 총자산의 약 88%로, 자산의 대부분이 영업의 성격을 가진다. 그 중, 유형자산은 토지 및 건물 70%, 기계장치 15% 정도로 구성된다. 즉, 동사의 유형자산 대부분은 토지임을 알 수 있다.

영업활동현금흐름	217	-6	-116	758	741	1,015	1,113	1,410
투자활동현금흐름	-739	-1,118	-560	-93	-218	-408	-421	-415
재무활동현금흐름	964	802	746	-500	-241	-111	-88	-86
CAPEX	723	1,074	513	86	282	389	401	371
FCF	-507	-1,080	-629	671	459	616	720	992
이자발생부채	974	1,933	2,721	2,189	1,930			
영업이익률	27.27	22.52	17.68	17.23	23.97	34.21	34.21	35.09
순이익률	20.11	18.39	5.43	9.67	19.04	28.14	25.58	26.43
ROE(%)	26.05	19.25	7.37	10.34	21.29	29.25	24.64	23.54
ROA(%)	12.16	9.16	2.79	4.20	10.27	16.18	15.23	15.83
부채비율	91.35	124.32	164.90	123.20	95.88	71.90	57.29	46.28
자본유보율	2,854.73	3,378.88	3,579.39	3,949.55	4,802.49			

- 2019 년 악화된 영업활동현금흐름이 눈에 띈다. 3Q19 판관비, 광고선전비, 인건비 등의 비용 증가와 4Q19 세무 추정금 103 억원의 영업외손실 인식으로 순이익이 대폭 감소했기 때문이다. 그리고 현재 동사는 오프라인 행사 병행 등을 통해 분기당 40 억원 대의 비교적 낮은 광고선전비 유지에 힘쓸 계획이다.

- 최근 부채 총계의 증가가 있었지만, 자본 총계의 더욱 높은 증가로 부채비율은 급격히 감소하는 추세이다. 실제로 동사의 부채비율은 3Q21 의 109.38%에서 3Q22 의 78.58%까지 감소하였다. 따라서 동사는 안정성이 높은 기업에 해당한다고 볼 수 있다.

(단위 : 천 원)

구분	제23기	제22기	제21기
	(2022년 12월말)	(2021년 12월말)	(2020년 12월말)
[유동부채]	229,276,664	180,228,840	193,288,225
[비유동부채]	72,143,572	96,875,177	88,346,739
부채총계	301,420,236	279,104,017	281,634,964
[지배기업소유주에게귀속되는지분]	373,880,915	291,840,006	229,294,227
자본금	6,184,415	6,184,415	6,184,415
기타불입자본	30,225,872	30,225,872	30,241,475
연결이익잉여금	331,416,083	247,732,879	194,967,841
기타자본구성요소	6,054,545	7,696,841	(2,099,504)
[비지배지분]	(717,187)	(741,590)	(693,333)
자본총계	373,163,728	291,098,416	228,600,894

4)-4 동종업계와의 실적 비교

항목		덴티움 145720 (IFRS연결)	이오플로우 294090 (IFRS연결)	오스템임플란트 048260 (IFRS연결)	디오 039840 (IFRS연결)
주가데이터	전일증가(원)	121,900	25,750	187,100	23,600
	시가총액(억원)	13,492.9	7,818.3	29,143.6	3,748.1
재무상태표	자산총계(억원)	5,702.0	626.6	13,723.2	3,303.2
	부채총계(억원)	2,791.0	437.4	10,097.8	1,630.7
포괄손익계산서	매출액(억원)	2,915.3	6.9	10,534.7	1,313.1
	영업이익(억원)	698.8	-268.9	2,345.7	-44.1
	당기순이익(억원)	555.0	-299.9	1,442.0	-201.1
	당기순이익(지배)...	554.8	-297.5	1,381.4	-204.6
수익성지표	영업이익률(%)	23.97	-3,878.98	22.27	-3.36
	순이익률(%)	19.04	-4,325.59	13.69	-15.31
	ROE(%)	21.29	-138.10	50.20	-11.60
안정성지표	부채비율(%)	95.88	231.23	278.52	97.50
가치지표	PER	13.92	N/A	14.38	N/A
	PBR	2.06	33.17	5.62	1.75
투자의견		4.00		4.00	4.00
목표주가(원)		149,286		212,667	33,000
재무연월		2021/12	2021/12	2022/12	2022/12

- 덴티움의 시가총액과 매출액은 국내 업체 중 두 번째로 높다. 우선, 시가총액의 규모는 오스템임플란트, 덴티움, 이오플로우, 디오 순으로 크다. 자산과 부채의 총계는 오스템임플란트, 덴티움, 디오, 이오플로우 순으로 높다. 포괄손익계산서 항목 역시 유사한 순서를 보이고 있지만, 이오플로우와 디오는 영업이익 및 당기순이익에서 적자를 기록한 것으로 보아 덴티움이나 오스템임플란트에 비해 재무 건전성이 약함을 알 수 있다.
- 덴티움은 경쟁사 대비 월등히 높은 영업이익률과 순이익률을 자랑한다. 동사의 현지 딜러망을 활용한 간접판매 전략은 불필요한 인건비 지출을 감소시키며 비교적 높은 영업이익의 창출을 가능하게 했다. 즉, 이는 일시적 요인이 아닌 고정적인 판매 방식에 기인하기 때문에 동사는 향후에도 높은 이익률을 유지할 것으로 예측된다.
- 덴티움은 경쟁사 대비 상당히 낮은 수준의 부채 비율을 유지하고 있다. 반대로 경쟁사인 오스템임플란트는 비교적 높은 부채 비율을 보여주는 만큼, 상대적으로 높은 ROE(%) 역시 그리 양호한 수익성을 의미해주지는 못한다.
- 덴티움의 PER 는 동종업계 기업 대비 상당히 낮은 편에 속한다. 최근 주가 상승세가 높았던 것은 사실이나, 20%대의 매출 성장성과 30%대의 영업이익률을 감안하면 밸류에이션 부담은 제한적이다. 무엇보다 현재 및 향후 PER는 동사의 지난 5년 평균인 22배와 비교할 시에도 낮다는 점에서 아직도 저평가 매력도는 충분한 것으로 판단된다.

IV. 투자 포인트

1. 잠재성 높은 중국 임플란트 시장, 덴티움의 맞춤 공략

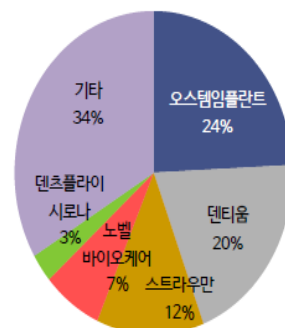
중국 임플란트 잠재 시장 규모는 연간 약 33 조 7 천억 원이다. 2022 년 기준 중국의 65 세 이상 인구는 전체 인구의 14.9%로 이미 고령화 사회에 진입했으며, 2033 년에는 20%를 초과한 초고령화 사회에 진입할 전망이다. 현재 CBCT 보급률은 약 20% 수준이며, 인구 대비 치과 의사 수도 부족한 상황이다. 1) 위드 코로나 이후 치과 방문자 수 회복, 2) 중국 정부의 임플란트 기술 비용 감소 정책, 3) 인구 고령화 및 소득 수준 증가로 중국 내 임플란트 수요가 증가할 것으로 판단된다. 중국 임플란트 시장은 아직 수입 의존도가 높고, 지난 VBP 결과, 당사의 중저가 밸류 임플란트를 앞세워 시장 지배력과 가격 경쟁력을 입증하며 불확실성이 해소되었다. 이 과정에서 새로운 고객층인 국공립 병원 매출도 확보했다. 또한, 하반기 자체 개발 디텍터를 탑재한 'Bright CT'의 중국 출시에 따라 Package 영업 역량이 강화될 것으로 예상된다.

그림 1) 중국 임플란트 잠재 시장 크기 (VBP 시행 이후)

	35~54세	55~64세	65세 이상
연령대별 인구(억명) a.	4.4	1.6	1.6
1인당 평균 치아결핍 개수(개) b.	2.1	5.9	9.1
잠재된 치아결핍 개수(억개) c=a×b	9.2	9.4	14.6
의치 치료 비율 d.	11.6%	27.1%	42.6%
잠재 임플란트 필요 개수(억개) e=c×d	1.06	2.55	6.22
임플란트 침투율(가정)	5.0%	3.0%	2.0%
필요한 임플란트 수량(만개)	530	765	1,244
연간 임플란트 잠재 수요(만개)	2,539		
태국가와 비교	180개/만명(글로벌 선두권 수준)		
임플란트 치료비용	7천위안/1개		
연간 잠재 시장 규모(억위안)	1,773		

자료: 중국위생건강연감, 신한투자증권 추정

그림 2) VBP 업체별 수요 비중 현황

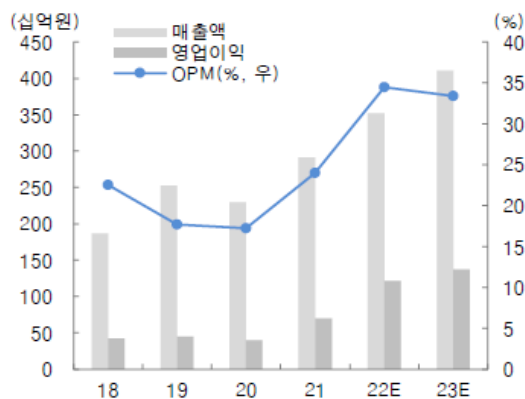


자료: 쓰촨성 의료보장국, 신한투자증권

2. Peer 대비 높은 매출 성장성과 영업이익율, 매력적인 밸류에이션

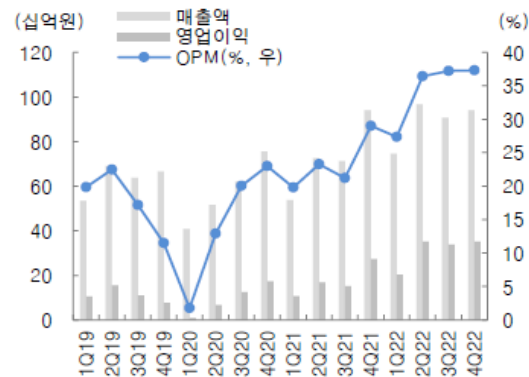
임플란트 산업은 소수 업체의 시장 점유율이 높은 과점적인 특성상 마진율이 높은 편에 속한다. 그럼에도 당사는 핵심 제품 내재화로 Peer 대비 높은 20%대 매출 성장성과 30%대 영업이익률을 기록하고 있다. 매출과 영업이익 측면에서 2020 년 코로나 19 영향으로 잠시 주춤했으나, 이후 모두 꾸준히 증가하는 추세이다. 최근 해외 Peer 기업 가치와 멀티플 상승도 긍정적으로 보이며, 현재 국내외 Peer 평균 P/E 약 16 배, 지난 5 년 평균 22 배 대비 저평가되어있다. 따라서 최근 주가 상승에도 밸류에이션 부담은 제한적으로 판단된다.

그림 1) 연간 매출, 영업이익, 영업이익률



자료: 덴티움, 대신증권 Research Center

그림 2) 분기 매출, 영업이익, 영업이익률



자료: 덴티움, 대신증권 Research Center

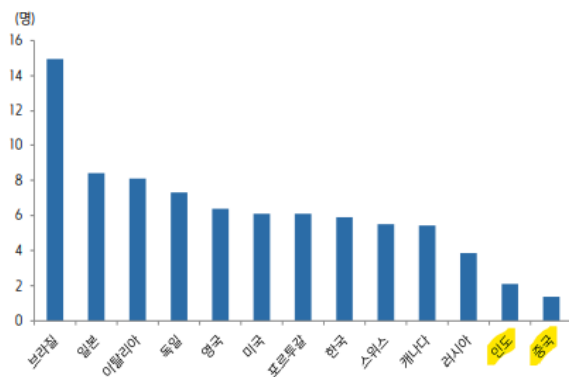
3. 신흥국 중심 글로벌 시장 추가 확장 기대

당사의 해외 매출 비중은 전체 매출의 약 80%를 차지하고 있다. 당사는 기존 24 개의 해외법인 및 70 여 개의 딜러 유통망을 기반으로 활발한 세미나 및 교육활동을 통해 해외 영업망을 확장하고 있다. 이에 2022 년 기준 전년 대비 중국을 제외한 아시아 지역에서 77%, 유럽에서 68% 매출 성장을 기록했다. 신흥국의 경우 아직 임플란트 보급률이 낮고, 숙련된 치과 전문의 숫자가 적다. 인도 치과 협회에 따르면 인도 인구의 약 90%가 잇몸 질환을 앓고 있으며, 이 중 2% 정도만 치과에 방문하는 것으로 조사되었다. 베트남에서도 임플란트는 고가의 치과 치료에 속해 아직 보편화되지 않은 상황이다. 따라서 앞선 중국을 중심으로 치아 건강 관련 지식, 치과 시술에 대해 높아진 관심과 함께 인도, 베트남 등 신흥국 시장에서 꾸준한 수요 증가와 실적 성장이 기대된다. 장기적인 관점에서 남미, 아프리카 등 미출시 지역 진출 가능성도 남아있다.

그림 1) 해외 시장 적극 공략 (출처: 덴티움)

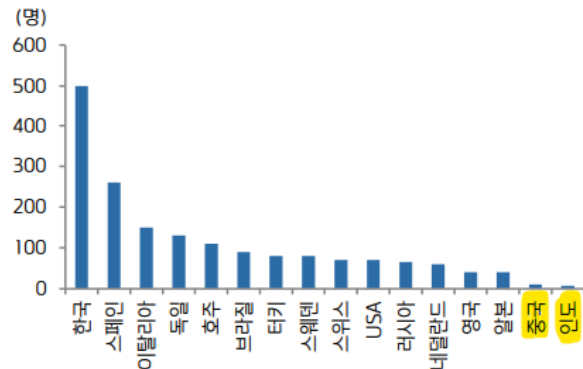


그림 2) 국가별 만 명당 평균 치과의사 수 환자 수



자료: OECD, 키움증권

그림 3) 인구 만 명당 임플란트 치료받은 환자 수



자료: Straumann, 키움증권

4. 임플란트 시장 내 굳건한 덴티움의 경쟁력

- 1) 트렌드에 맞는 디지털 덴티스트리 전반의 토탈 제품 및 서비스 라인업 구축, 2) 20 년간 축적된 임상 데이터 및 지속적인 R&D 개발, 3) 중저가 밸류 세그먼트 임플란트임에도 SLA 기술 개발을 통해 임플란트 표면 처리에 대한 핵심 기술력 보유로 진입 장벽이 높은 임플란트 산업 내에서 당사만의 강점으로 경쟁력을 확보했다. 이를 바탕으로 약 20%로 국내 시장점유율 2 위, 약 5%로 글로벌 시장점유율 6 위를 달성하며 성장 궤도에 올라선 상황이다.

VI. 리스크

1) 중국의 장기 경제 침체 및 섯다운 & 러우 전쟁

덴티움 매출의 과반이 중국에서 발생하다 보니 중국 경제의 향방과 환율변화, 대내외적인 국제정세, 천재지변 등에 따라 매출의 변동이 생길 수 있다. 예를 들어, 동사는 작년도 9 월~11 월 정도까지 주가가 별로 좋지 못했는데, 그 이유는 중국의 코로나 락다운 때문인 것으로 추정된다. 중국에서 코로나 봉쇄를 하다 보니 자연스럽게 치과도 영업을 하지 않고 임플란트 수출도 많이 되지 않은 것으로 보인다. 추가로, 러시아 우크라이나 전쟁 때문에 러시아로 판매되는 임플란트 수출액 자체도 크게 감소했다. 이와 같은 국제정세 또한 동사의 리스크로 작용할 것이다.



2) 중국 로컬 업체들의 성장과 이후의 치킨게임

중국의 VBP 정책은 결국 중국 정부가 자체적으로 나서서 의료기기의 수가를 낮추려는 정책이다. 임플란트 시술 확대를 염두해서 이런 정책을 펼쳤는데, 결국 중국 정부의 입장은 임플란트 가격을 떨어뜨려 시술 접근성을 확대하려는 데에 있다. 결국 시술 접근성이 확대가 된 이후, 소비자 수요가 증가하게 되고 결국에는 가격을 최대한 낮춘 업체가 승리하게 되는 치킨게임이 펼쳐질 수 있다.

실제로 디스플레이와 폴리실리콘, 철강 등이 이와 비슷하게 중국의 치킨게임에 당해 많은 피해를 보았다. 다만 임플란트는 인체에 주입하는 기구이다 보니, 단순히 가격이 싸다고 사람들이 선택하는 것이 아니라 의사들의 소견이나 과거 임상데이터, 심미성 등이 고려되기 때문에 진입장벽이 존재한다고 볼 수 있다. 지금 당장은 VBP 가 덴티움에게 긍정적으로 작용하긴 했지만, 장기적으로 생각해보면 중국업체들의 움직임도 유심히 지켜볼 필요가 있다.

3) 매출채권 증가에 따른 매출채권회전율 변화

(단위: 천원) ↵

덴티움 ↵	2022 년 9 월말 ↵	2021 년 12 월말 ↵	2020 년 12 월말 ↵
매출 ↵	201,512,923 ↵	225,242,076 ↵	178,843,414 ↵
매출채권 ↵	95,253,717 ↵	87,163,172 ↵	97,625,249 ↵
매출채권회전율 ↵	2.1 회 ↵	2.6 회 ↵	1.8 회 ↵

↵

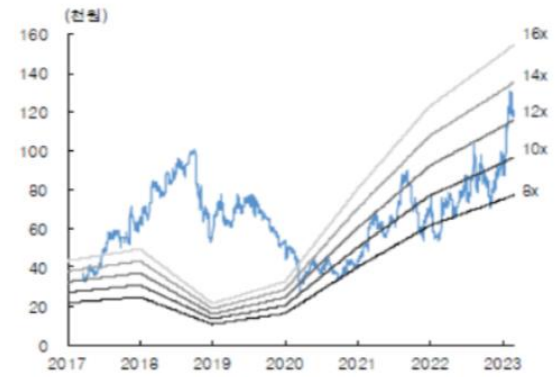
오스템임플란트 ↵	2022 년 9 월말 ↵	2021 년 12 월말 ↵	2020 년 12 월말 ↵
매출 ↵	530,931,931 ↵	568,133,369 ↵	429,271,833 ↵
매출채권 ↵	173,142,853 ↵	122,711,792 ↵	102,499,578 ↵
매출채권회전율 ↵	3.1 회 ↵	4.6 회 ↵	4.2 회 ↵

매출채권회전율이 작년과 대비해 낮아졌는데, 중국의 섣다운 정책으로 인해 매출이 꺾인 것이 주요 원인으로 지목된다. 주요 경쟁사인 오스템임플란트의 매출채권회전율이 3~4 회 정도 되는 것을 고려할 때, 매출채권회전율이 낮은 것은 리스크로 작용한다.

VII. 밸류에이션

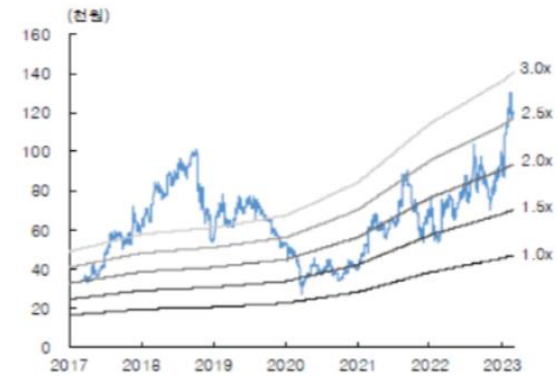
- 역대 기업의 멀티플

[그림 1] 덴티움 12MF PER



자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 2] 덴티움 12MF PBR



자료: Quantwise, 한국투자증권

Fig. 81: Valuation

(단위: 원, 배, %)

PER Valuation	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023E
EPS(원)	2,716	3,095	1,336	2,037	5,013	7,693	9,048
YOY	52%	14%	-57%	52%	146%	53%	18%
PER(고)	24.2	18.7	20.8	21.7	16.4		
PER(저)	20.9	16.8	14.4	18.7	14.9		
적정 PER(배)							18.2

최근에 주가가 All-Time-High 를 찍었고, 현재도 주가가 꽤나 상승해 있는 상태지만, 동사의 과거 PER 과 PBR 을 대상으로 비교했을 때 현재 밸류에이션 부담은 크지 않다고 판단된다.

- 해외기업 Peer Valuation

Fig. 91: Peer Valuation

(단위: 십억원, 배)

구분	기업	시가총액 (십억원)	PER(배)		PSR(배)		PBR(배)		EV/EBITDA(배)	
			23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E
해외	Align Tech	30,874	38.1	31.9	6.1	5.4	6.2	5.5	25.8	22.1
	Straumann	28,348	39.0	33.5	8.2	7.3	9.1	7.6	27.0	23.4
	Henry Shein	13,609	15.1	13.8	0.8	0.8	2.4	2.1	10.9	10.2
	Dentsply	9,823	18.8	16.0	1.9	1.9	1.9	1.8	12.9	11.4
	Envista Holdings	8,206	19.9	17.4	2.3	2.2	1.4	1.4	12.9	11.6
	Patterson	3,457	11.8	11.2	0.4	0.4	2.2	1.7	9.4	8.8
	Zimvie	377	8.5	6.6	0.5	0.5	0.8	0.5	5.6	5.0
	해외 평균		30.4	26.0	5.0	4.5	5.5	4.7	20.9	15.8

Source: Bloomberg, 다올투자증권

- 국내기업 Peer Valuation

덴탈 산업 Valuation Table												(십억원, 배, %)	
종목	시가총액	매출액		영업이익		순이익		PER		PBR		ROE	
		22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
덴티움	1,416.8	356.0	427.4	120.5	133.5	98.2	106.6	11.3	13.3	2.9	2.9	28.9	24.2
오스템임플란트	2,837.3	1,048.9	1,197.1	224.6	188.5	164.1	193.9	12.0	13.9	5.4	4.8	57.1	42.0
레이	391.1	129.0	162.6	16.3	31.2	7.4	24.0	46.7	15.6	3.2	2.8	7.1	20.0

자료: 신한투자증권 추정 / 주: 파란 음영은 Top Picks 의미

목표 주가 산정은 국내외 피어 기업들의 멀티플을 적용하였다. 2023E EPS 9773 원에 피어 대비 20% 할인한 (해외 Peer 대비 50%할인) Target P/E Multiple 15.2x 를 적용하여 산출하였다. 중국 VBP 불확실성 일부 해소로 할인율을 기존 30%에서 20%로 조정하여 목표주가를 150,000 원으로 산출하였다. 이는 2023 년 3 월 20 일 종가 116,500 원 기준 30%의 upside 가 있다고 판단된다.

Peer 대비 높고 꾸준한 매출 성장성과 영업이익률, 임플란트 주요 수요국으로 부상하고 있는 중국 내 견조한 실적 상승을 봤을 때 목표 주가를 충분히 달성 가능하다 사료된다.