



BUY(Maintain)

목표주가: 42,000원

주가(4/3): 32,100원

시가총액: 4,870억원

헬스케어

Analyst 이지현

02) 3787-4776 geehyun@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (4/3)	628.52pt
52주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	59,700원
등락률	-46.23%
수익률	절대
1W	14.2%
1M	-37.7%
1Y	-40.1%
	상대
	9.2%
	-32.4%
	-34.2%

Company Data

발행주식수	15,171천주
일평균 거래량(3M)	164천주
외국인 지분율	19.84%
배당수익률(17E)	0.00%
BPS(17E)	8,637원
주요 주주	김진철 외 6인
	DENTSPLY
	13.85%
	12.74%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	735	884	1,152	1,421
보고영업이익	219	259	287	389
핵심영업이익	219	259	287	389
EBITDA	241	287	314	418
세전이익	148	248	279	375
순이익	108	202	224	300
자체주지분순이익	110	198	219	294
EPS(원)	762	1,304	1,443	1,935
증감률(%YoY)	N/A	71.1	10.7	34.1
PER(배)	39.4	30.3	27.4	20.4
PBR(배)	5.6	5.5	4.6	3.7
EV/EBITDA(배)	19.0	21.3	19.6	14.6
보고영업이익률(%)	29.8	29.2	24.9	27.3
핵심영업이익률(%)	29.8	29.2	24.9	27.3
ROE(%)	17.1	20.8	18.0	19.9
순부채비율(%)	13.0	0.7	2.8	-1.8

Price Trend



☑ 기업 분석

디오 (039840)

미래 혁명을 위한 과거 청산 마무리



임플란트 업계의 뜨거운 회계 이슈도 마무리 되며 지난달 주주총회 이후로 주가 하락의 바닥을 잡아가는 것으로 보입니다. 올해 2월 교정 신제품 런칭으로 디지털 임플란트에서의 기술력을 보여주었습니다. 수출 확대로 인한 성장 가능성도 아직 유효합니다. 판관비 증가는 사업성 확장을 위한 준비 과정으로 해석됩니다. 기술력과 영업력을 바탕으로 한 시장 쟁탈전이 격해지는 와중에 성장성 있는 동사에 투자의견 'BUY' 유지합니다.

>>> 목표가 42,000원으로 하향하나 투자의견 'BUY' 유지

글로벌 업체들의 주가 조정과 추정 변경으로 목표가 42,000원으로 하향하나 투자의견 'BUY'를 유지하는 이유는 1) 회계 이슈는 일단락된 것으로 판단하고, 2) 교정관련 제품 출시로 치과용 디지털 플랫폼 구축 실현을 확인하였으며 3) 해외에서의 매출 성장이 계속될 것이기 때문이다. 골고루 성장하는 글로벌 치과 임플란트 업체들 가운데 외형 증가가 돋보이고 영업이익률이 높다는 점은 동사의 높은 성장성과 수익성을 시사하는 바, 글로벌 치과용 임플란트 업체들 대비 적정 PER를 적용하여 산정한 목표주가는 합당하다고 판단한다.

>>> 회계논란 일단락 속 교정 신제품 출시로 모터 달기

지난 4분기 실적 발표 이후 공매도와 회계 처리 이슈, 루머 등의 홍역을 치렀지만 이러한 문제들은 마무리 될 것으로 보인다. 각 회사들이 재무제표를 재 작성한 결과 문제가 되었던 '반품충당부채' 이슈 설정이 손익에 미친 영향은 제한적일 것으로 추정된다. 제재 근거가 된 규정은 2018년부터 도입되는 기준서였는데 '교환'규정이 세분화 되며 기준 적용 시 기존 '교환'이 '반품'으로 인식될 수 있다. 조기 적용할 수는 있지만 의무는 아니었고 덴티움의 상장으로 일단락 되었다고 판단한다.

2월 교정솔루션 출시로 디오의 치과 진료의 콘텐츠화 선두를 증명하였다. 최근 글로벌 업체들 사이에서 치과의 디지털화가 진행되고 있다. 교정은 임플란트와 달리 안면 전체의 변화를 가져올 수 있어 기술적 접근이 어렵지만 더 넓은 연령층을 타깃으로 하기 때문에 시장 잠재력이 높다. 동사는 교정과 임플란트 솔루션을 제공하며 디지털 기술적 우위를 입증하는 동시에 성장을 위한 또 다른 모터를 달았다고 판단한다.

>>> 해외 현지화 전략은 순항 중

작년 해외에 조인트 벤처의 성공적인 유치로 올해부터 해외 매출 신장을 기대할 수 있을 것이다. 특히 수요는 높지만 기술력의 부족으로 확산이 더딘 신흥국 시장의 경우 정형화된 디오의 디지털 임플란트 시술에 대한 선호도가 높을 것으로 보인다. 지난해 이란, 일본, 중국 조인트 벤처 설립에 이어 올해는 인도, 미국 등 신시장 개척 및 시장 확대를 위한 영업활동을 지속할 것이다. 해외 매출이 70% 수준까지 높아질 수 있을 것으로 기대한다.

시장 성장의 단계에서 점유율은 매출 규모로 판단한다. 작년까지 이익률에 집중했다면 올해는 적극적인 판관비 사용으로 규모를 확대할 계획이다.

분기별 매출실적 전망

	2016				2017E				증감률(YoY)			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
매출액	211	238	241	210	206	262	311	374	-2.8	9.9	28.7	78.4
영업이익	70	83	82	26	54	53	74	107	-23.5	-36.6	-10.7	315.8
세전이익	62	74	56	59	46	44	61	72	-26.7	-41.0	7.9	23.7
순이익	33	67	51	54	36	35	49	58	10.5	-48.0	-4.1	8.1
매출액 영업이익률	33.3	34.9	34.1	12.3	26.2	20.1	23.7	28.7	-	-	-	-
매출액 세전이익률	29.4	31.2	23.4	27.9	22.2	16.7	19.6	19.4	-	-	-	-

*K-IFRS 연결 기준

자료: 키움증권 리서치센터

2월에 런칭한 교정솔루션으로 디오가 제공할 수 있는 콘텐츠 다양화



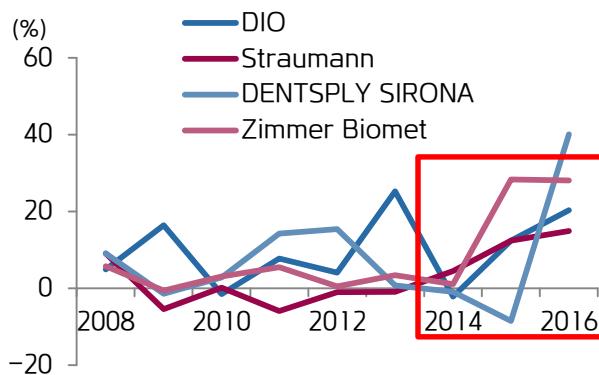
자료: 디오, 키움증권 리서치센터

타사와 디오 디지털 교정솔루션 제품 비교

구분	DIO ORTHOnavi	Tube 형 부분교정장치	맞춤형 부분 설측 교정장치
Bracket 특성	개인 맞춤형	기성 생产业	개인 맞춤형
Bonding 방법	매우 정확하고 쉬움	직접 부착시 부정확함	정확하나 상당한 숙련 요함
치아 이동 속도	매우 빠름	비교적 빠름	상대적으로 느림
정교한 조절	매우 정확	불가능	비교적 정확
Wire Bending	필요 없음	반드시 필요	상황에 따라 필요
유지장치 여부	포함	불포함	불포함
치료 비용	저렴	비교적 저렴	고가

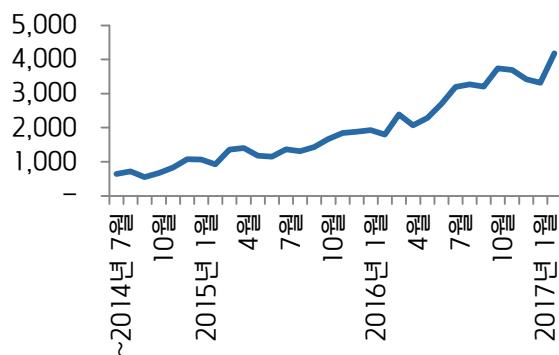
자료: 디오, 키움증권 리서치센터

임플란트 후발 업체로 높은 성장을 보이는 디오



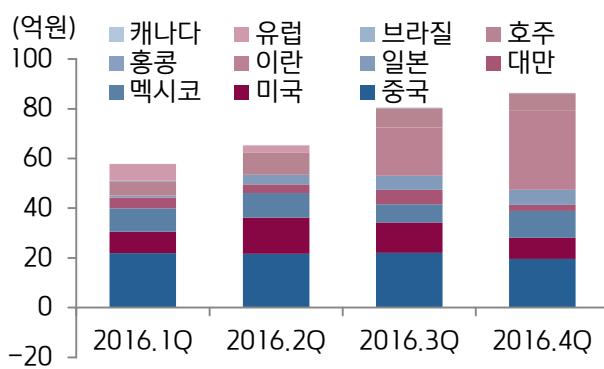
자료: 블룸버그, 키움증권 리서치센터 / 주1 : Dentsply는 작년 치과용 기업체인 Sirona와 합병을 통해 높은 성장을 보이는 것으로 추정. 임플란트 뿐 아니라 치과용 체어 등 여러 제품 판매./ 주2 : ZimmerBiomet 임플란트 매출 점유율은 5.6%에 불과

꾸준히 증가하는 디오나비 월별 사용 흘수



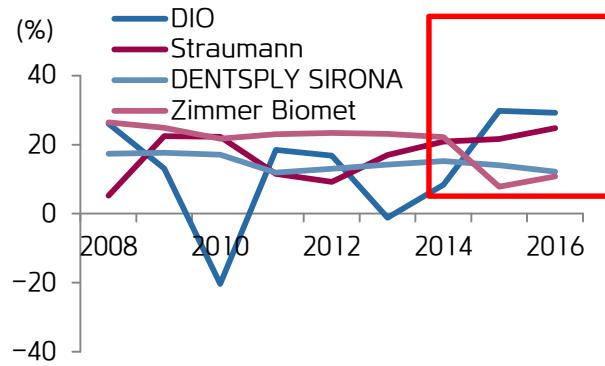
자료: 디오, 키움증권 리서치센터

골고루 분포된 디오 임플란트 해외 매출 상승세



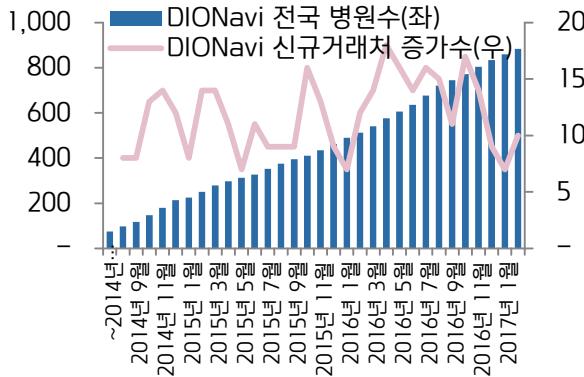
자료: 디오, 키움증권 리서치센터

글로벌 업체들 못지않은 영업이익률을 자랑하는 디오



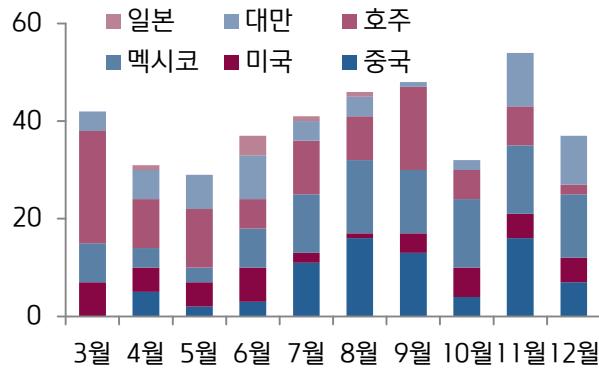
자료: 블룸버그, 키움증권 리서치센터 / 주1 : Dentsply는 작년 치과용 기업체인 Sirona와 합병을 통해 높은 성장을 보이는 것으로 추정. 임플란트 뿐 아니라 치과용 체어 등 여러 제품 판매./ 주2 : ZimmerBiomet 임플란트 매출 점유율은 5.6%에 불과

여전히 디오나비 신규 거래처 증가세



자료: 디오, 키움증권 리서치센터

해외 DIO Navi 국가별 월별 User수 증가



자료: 디오, 키움증권 리서치센터

목표주가 산정내역

항목	단위	값	비고
당기순이익	천원	22,353,427	
주식수	천주	15,171	
EPS	원	1,473.39	2017년 추정치
Target P/E	배	29	2017F 성장성 고려한 글로벌 PEER 대비 적정 PER
주당가치	원	42,728	
현재 주가	원	32,100	
상승여력	%	33.1	

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	735	884	1,152	1,421	1,753
매출원가	305	308	380	507	625
매출총이익	430	575	772	914	1,128
판매비 및 일반관리비	211	317	485	526	649
영업이익(보고)	219	259	287	389	479
영업이익(핵심)	219	259	287	389	479
영업외손익	-71	-10	-8	-14	-16
이자수익	1	1	1	1	2
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	26	29	0	0	0
이자비용	56	7	7	7	7
외환손실	30	26	0	0	0
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	1	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-8	0	0	0	0
기타	-5	-8	-2	-9	-11
법인세차감전이익	148	248	279	375	464
법인세비용	40	46	56	75	112
유효법인세율 (%)	26.8%	18.6%	20.0%	20.0%	24.2%
당기순이익	108	202	224	300	351
지배주주지분순이익(억원)	110	198	219	294	344
EBITDA	241	287	314	418	512
현금순이익(Cash Earnings)	131	231	250	329	384
수정당기순이익	114	202	224	300	351
증감율(% YoY)					
매출액	12.4	20.3	30.3	23.4	23.4
영업이익(보고)	299.6	18.2	11.2	35.2	23.4
영업이익(핵심)	299.6	18.2	11.2	35.2	23.4
EBITDA	209.2	19.3	9.2	33.2	22.5
지배주주지분 당기순이익	N/A	79.4	10.7	34.1	17.3
EPS	N/A	71.1	10.7	34.1	17.3
수정순이익	N/A	77.6	10.7	34.1	17.3

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	141	115	56	138	148
당기순이익	108	202	224	300	351
감가상각비	19	26	25	29	32
무형자산상각비	4	3	2	1	1
외환손익	-15	-17	0	0	0
자산처분손익	2	4	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-55	-152	-194	-191	-236
기타	79	49	0	0	0
투자활동현금흐름	-5	-90	-111	-111	-112
투자자산의 처분	12	13	-8	-8	-10
유형자산의 처분	1	1	0	0	0
유형자산의 취득	-17	-103	-103	-103	-103
무형자산의 처분	0	-2	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
재무활동현금흐름	-132	24	18	34	61
단기차입금의 증가	-49	64	0	0	0
장기차입금의 증가	-269	-126	0	0	0
자본의 증가	218	5	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-33	80	18	34	61
현금및현금성자산의순증가	2	48	-36	61	97
기초현금및현금성자산	20	21	69	33	95
기말현금및현금성자산	21	69	33	95	191
Gross Cash Flow	196	266	250	329	384
Op Free Cash Flow	110	-17	-40	46	57

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	737	923	1,146	1,467	1,885
현금및현금성자산	21	69	33	95	191
유동금융자산	36	21	27	34	42
매출채권및유동채권	571	718	936	1,154	1,424
재고자산	108	107	139	172	212
기타유동비금융자산	0	8	10	13	16
비유동자산	522	608	703	795	888
장기매출채권및기타비유동채권	68	57	74	91	113
투자자산	7	5	7	8	10
유형자산	440	515	593	667	738
무형자산	6	5	3	2	1
기타비유동자산	0	27	27	27	27
자산총계	1,258	1,531	1,849	2,262	2,773
유동부채	260	338	414	493	591
매입채무및기타유동채무	124	114	149	183	226
단기차입금	5	70	70	70	70
유동성장기차입금	11	3	3	3	3
기타유동부채	119	151	192	237	292
비유동부채	188	63	82	116	177
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	146	25	25	25	25
기타비유동부채	42	38	56	90	151
부채총계	447	401	496	609	768
자본금	76	76	76	76	76
주식발행초과금	558	558	558	558	558
이익잉여금	74	271	490	783	1,127
기타자본	105	191	191	191	191
지배주주지분자본총계	813	1,096	1,315	1,608	1,952
비지배주주지분자본총계	-2	34	39	45	52
자본총계	811	1,130	1,354	1,653	2,005
순차입금	105	8	37	-30	-135
총차입금	163	98	98	98	98

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	762	1,304	1,443	1,935	2,269
BPS	5,356	7,222	8,665	10,600	12,868
주당EBITDA	1,665	1,894	2,069	2,756	3,375
CFPS	902	1,521	1,648	2,170	2,532
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	39.4	30.3	27.4	20.4	17.4
PBR	5.6	5.5	4.6	3.7	3.1
EV/EBITDA	19.0	21.3	19.6	14.6	11.7
PCFR	33.3	26.0	24.0	18.2	15.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	29.8	29.2	24.9	27.3	27.3
영업이익률(핵심)	29.8	29.2	24.9	27.3	27.3
EBITDA margin	32.8	32.5	27.2	29.4	29.2
순이익률	14.7	22.8	19.4	21.1	20.0
자기자본이익률(ROE)	17.1	20.8	18.0	19.9	19.2
투하자본이익률(ROIC)	16.7	20.1	18.0	20.1	19.8
안정성(%)					
부채비율	55.2	35.5	36.6	36.8	38.3
순차입금비율	13.0	0.7	2.8	-1.8	-6.7
이자보상배율(배)	3.9	38.8	43.2	58.4	72.0
활동성(배)					
매출채권회전율	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
재고자산회전율	6.0	8.2	9.4	9.1	9.1
매입채무회전율	6.0	7.4	8.8	8.6	8.6

- 당사는 4월 3일 현재 '디오' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 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 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
디오 (039840)	2016/05/02	BUY(Initiate)	65,000원
	2016/07/20	BUY(Maintain)	65,000원
	2016/11/21	BUY(Maintain)	65,000원
	2017/01/17	BUY(Maintain)	52,000원
	2017/02/14	BUY(Maintain)	52,000원
	2017/04/04	BUY(Maintain)	42,000원

목표주가 추이



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2016/01/01~2016/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	175	95.15%
중립	7	3.85%
매도	0	0.00%