



## BUY(Maintain)

목표주가: 45,000원

주가(5/15): 35,350원

시가총액: 5,363억원

헬스케어

Analyst 이지현

02) 3787-4776 geehyun@kiwoom.com

## Stock Data

KOSDAQ (5/15)		645.38pt
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	58,600원	27,500원
등락률	-39.68%	28.55%
수익률	절대	상대
1W	7.3%	2.8%
1M	-16.0%	-19.7%
1Y	-30.4%	-24.1%

## Company Data

발행주식수	15,171천주
일평균 거래량(3M)	182천주
외국인 지분율	20.38%
배당수익률(17E)	0.00%
BPS(17E)	8,741원
주요 주주	김진철 외 6인 DENTSPLY
	13.55% 12.74%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	735	884	1,148	1,411
보고영업이익	219	259	321	379
핵심영업이익	219	259	321	379
EBITDA	241	287	347	409
세전이익	148	248	293	351
순이익	108	202	234	281
자배주주지분순이익	110	198	229	275
EPS(원)	762	1,304	1,512	1,814
증감률(%YoY)	N/A	71.1	16.0	20.0
PER(배)	39.4	30.3	26.2	21.8
PBR(배)	5.6	5.5	4.5	3.7
EV/EBITDA(배)	19.0	21.3	15.9	12.9
보고영업이익률(%)	29.8	29.2	28.0	26.9
핵심영업이익률(%)	29.8	29.2	28.0	26.9
ROE(%)	17.1	20.8	18.8	18.7
순부채비율(%)	13.0	0.7	-43.9	-51.9

## Price Trend

 실적 리뷰

## 디오 (039840)

성장할 여력 충분하고 능력도 충분하다!



동사는 어제 장 중에 실적을 발표했습니다. 매출액과 영업이익 전부 예상치를 부합하는 실적이었습니다. 영업이익의 경우 작년 스텐트 사업 정리로 인해 전망 대비 20.1%를 상회하는 실적을 보였습니다. 매출 인식의 변경으로 우려했던 내수 임플란트 또한 성장하는 모습을 보이며 우려를 불식시키는 실적이었다고 판단합니다. 특히 현지 법인의 매출 성장율이 55.85%에 달하며 해외 현지화 전략의 순항을 확인시켜 주었습니다. 연초까지 과도한 주가 조정을 적극 매수의 기회로 삼아야 할 것입니다.

## &gt;&gt;&gt; 목표가 45,000원으로 상향, 투자의견 'BUY' 의견 유지

기존 목표가 45,000원으로 상향하고 투자의견 'BUY'를 유지하는 이유는 1) 매출 인식 변경으로 우려했던 내수 임플란트 매출의 성장을 보여주었고, 2) 해외 조인트벤처를 통한 매출이 본격화 될 것이며 3) 수익성 낮은 사업을 정리하여 이익률이 좋아질 것으로 기대하기 때문이다. 골고루 성장하는 글로벌 치과 임플란트 업체들 가운데 외형 증가가 돋보인다는 점은 동사의 높은 성장성을 시사하는 바, 글로벌 치과용 임플란트 업체들의 평균 PER 대비 점유율과 성장율을 고려한 적정PER 29.8배를 적용하여 산정한 목표주가는 합당하다고 판단한다.

## &gt;&gt;&gt; 원가는 낮추고 수익성은 높여서 이익률은 여전히 상위권

1분기 매출액은 전년동기대비 약 1.2% 감소한 208.8억원을 달성하였다. 내수 임플란트 매출은 예상외로 성장하였으나 스텐트, 치약 상품 등 약 매출 비중 15%에 달하는, 임플란트 대비 수익성이 낮은 사업 축소를 감안하면 실질적으로 성장했다고 판단한다. 해외 임플란트 매출의 경우 이란 법인이 정상화되며 현지 법인의 매출 실적은 55.85%의 성장을 보여주었다. 원가율이 높은 사업군 정리로 확보했기 때문에 인건비 등이 41%정도 증가했음에도 불구하고 영업이익의 훼손은 없었다.

## &gt;&gt;&gt; 올해에도 새로운 먹거리가 가득

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. 또한 지난 2월 교정 솔루션 출시로 치과 진료의 콘텐츠화를 실현시키고 있다. CAD/CAM 등의 장비 우수성도 중요하지만 결국 최근에는 데이터 축적을 통해 얼마나 정확한 알고리즘을 제공할 수 있는가도 헬스케어 업체들에게 관건이 되고 있기 때문에 동사의 기술적 우위를 증명하는 것으로 판단한다.

## 잠정실적과 예상치 비교

(단위 : 억원, %)

	1Q17(P)			증감률		
	기준전망	컨센서스	잠정실적	컨센서스대비	기준전망대비	전년동기대비
매출액	206	217	209	-3.8	1.6	-1.2
영업이익	54	70	65	-8.2	20.1	-8.2
세전이익	46	52	40	-23.0	-12.3	-35.7
순이익	36	40	32	-20.0	-12.8	-3.6

자료: 디오, 키움증권 리서치센터

## 분기별 매출실적 전망

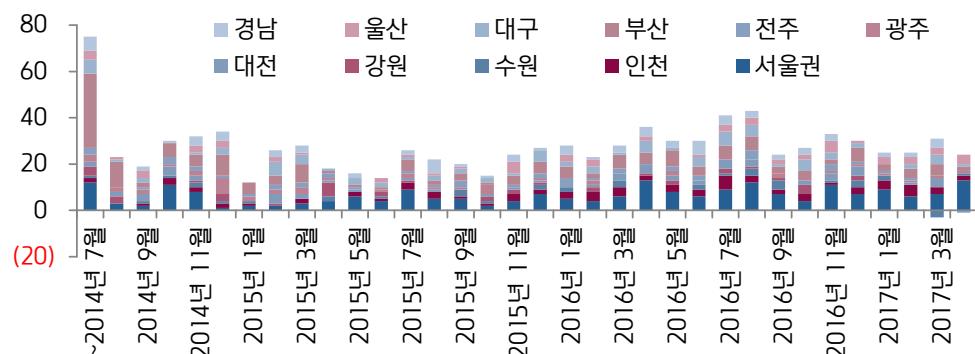
(단위 : 억원, %)

	2016				2017				증감률(YoY)			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
매출액	211	238	241	210	209	253	312	375	-1.2	6.1	29.1	78.9
영업이익	70	83	82	26	65	61	85	110	-8.2	-26.2	2.7	328.2
세전이익	62	74	56	59	40	52	72	162	-35.7	-29.4	27.4	176.0
순이익	33	67	51	54	32	42	58	129	-3.6	-37.7	13.2	141.2
매출액 영업이익률	33.3	34.9	34.1	12.3	31.0	24.3	27.1	29.4	-	-	-	-
매출액 세전이익률	29.4	31.2	23.4	27.9	19.1	20.7	23.1	43.1	-	-	-	-

\*K-IFRS 연결 기준

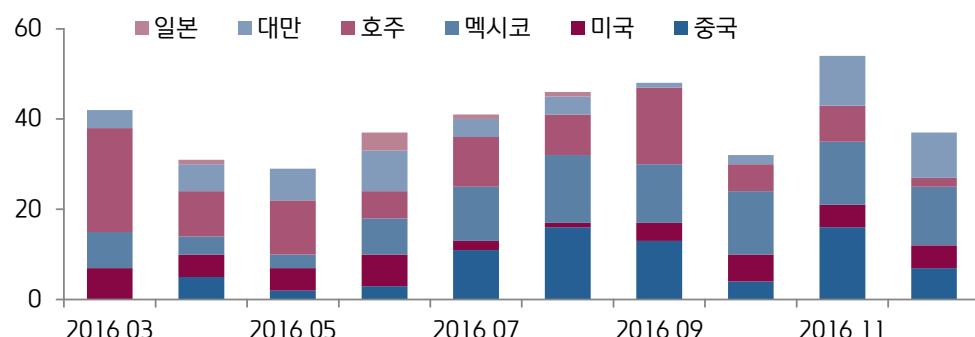
자료: 디오, 키움증권 리서치센터

## DIO Navi 시술 거래처 지역별 증가 수



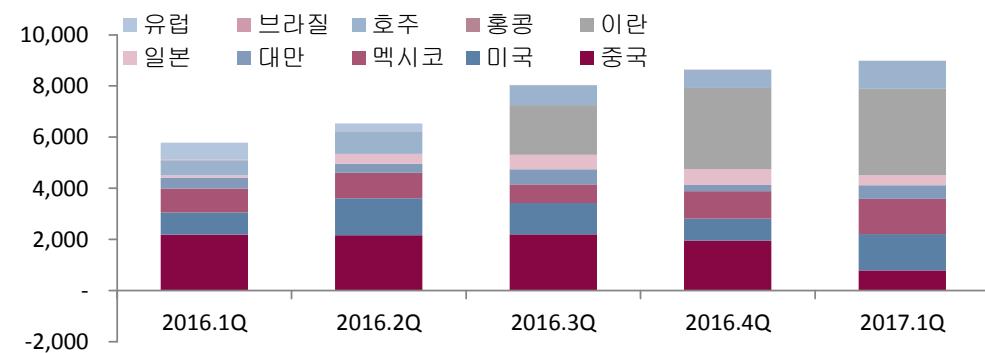
자료: 디오, 키움증권 리서치센터

## 국가별 Dio Navi 유저 수



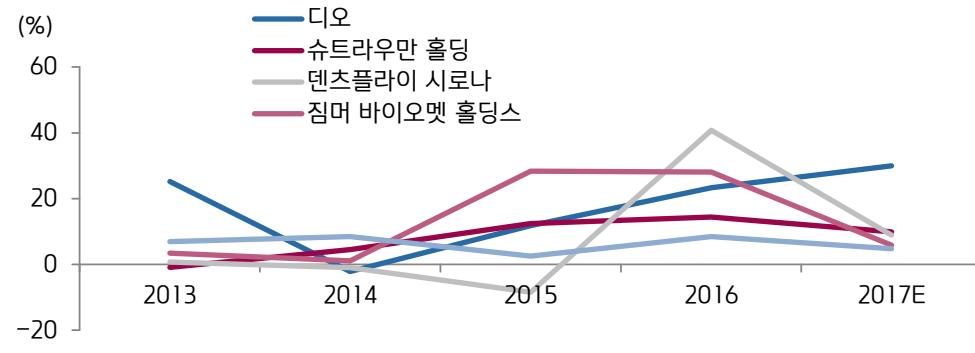
자료: 디오, 키움증권 리서치센터

## 골고루 분포된 디오 임플란트 해외 매출 상승세



자료: 디오, 키움증권 리서치센터

## 글로벌 기업들 임플란트 매출 성장을 비교



자료: 블룸버그, 키움증권 리서치센터

## 목표주가 산정내역

항목	단위	값	비고
당기순이익	천원	22,942,890	
주식수	천주	15,171	
EPS	원	1,512.25	2017년 추정치
Target P/E	배	29.8	2017F 성장성 고려한 글로벌 PEER 대비 적정 PER
주당가치	원	45,065	
현재 주가	원	35,350	
상승여력	%	27.5	

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	735	884	1,148	1,411	1,734
매출원가	305	308	367	505	621
매출총이익	430	575	781	906	1,113
판매비 및 일반관리비	211	317	460	527	406
영업이익(보고)	219	259	321	379	456
영업이익(핵심)	219	259	321	379	707
영업외손익	-71	-10	-28	-28	-27
이자수익	1	1	2	2	3
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	26	29	37	37	37
이자비용	56	7	7	7	7
외환손실	30	26	60	60	60
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자 및 기타자산처분손익	1	0	0	0	0
금융상품평가 및 기타금융이익	-8	0	0	0	0
기타	-5	-8	0	0	0
법인세차감전이익	148	248	293	351	680
법인세비용	40	46	59	70	136
유효법인세율 (%)	26.8%	18.6%	20.0%	20.0%	20.0%
당기순이익	108	202	234	281	544
지배주주지분순이익(억원)	110	198	229	275	533
EBITDA	241	287	347	409	737
현금순이익(Cash Earnings)	131	231	261	311	574
수정당기순이익	114	202	234	281	544
증감율(% YoY)					
매출액	12.4	20.3	29.9	22.9	22.9
영업이익(보고)	299.6	18.2	24.2	18.1	20.3
영업이익(핵심)	299.6	18.2	24.2	18.1	86.5
EBITDA	209.2	19.3	20.9	17.6	80.4
지배주주지분 당기순이익	N/A	79.4	16.0	20.0	93.5
EPS	N/A	71.1	16.0	20.0	93.5
수정순이익	N/A	77.6	16.0	20.0	93.5

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	141	115	692	268	520
당기순이익	108	202	234	281	544
감가상각비	19	26	25	29	29
무형자산상각비	4	3	2	1	1
외환손익	-15	-17	23	23	23
자산처분손익	2	4	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-55	-152	432	-43	-54
기타	79	49	-23	-23	-23
투자활동현금흐름	-5	-90	-110	-53	-55
투자자산의 처분	12	13	-8	-8	-10
유형자산의 처분	1	1	0	0	0
유형자산의 취득	-17	-103	-103	-45	-45
무형자산의 처분	0	-2	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
재무활동현금흐름	-132	24	18	35	61
단기차입금의 증가	-49	64	0	1	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	600	250	527
기초현금및현금성자산	20	21	69	670	919
기말현금및현금성자산	21	69	670	919	1,446
Gross Cash Flow	196	266	261	311	574
Op Free Cash Flow	110	-17	612	245	497

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	737	923	1,059	1,398	2,034
현금및현금성자산	21	69	670	919	1,446
유동금융자산	36	21	27	34	41
매출채권및유동채권	571	718	213	261	321
재고자산	108	107	139	171	210
기타유동비금융자산	0	8	10	13	16
비유동자산	522	608	703	737	774
장기매출채권및기타비유동채권	68	57	74	91	111
투자자산	7	5	7	8	10
유형자산	440	515	593	610	625
무형자산	6	5	3	2	1
기타비유동자산	0	27	27	27	27
자산총계	1,258	1,531	1,762	2,134	2,808
유동부채	260	338	316	373	442
매입채무및기타유동채무	124	114	148	183	225
단기차입금	5	70	70	71	71
유동성장기차입금	11	3	3	3	3
기타유동부채	119	151	95	116	143
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	398	489	619
자본금	76	76	76	76	76
주식발행초과금	558	558	558	558	558
이익잉여금	74	271	500	775	1,308
기타자본	105	191	191	191	191
지배주주지분자본총계	813	1,096	1,325	1,600	2,133
비지배주주지분자본총계	-2	34	39	45	56
자본총계	811	1,130	1,364	1,645	2,189
순차입금	105	8	-599	-854	-1,388
총차입금	163	98	98	99	99

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	762	1,304	1,512	1,814	3,511
BPS	5,356	7,222	8,734	10,548	14,059
주당EBITDA	1,665	1,894	2,290	2,694	4,858
CFPS	902	1,521	1,719	2,047	3,782
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	39.4	30.3	26.2	21.8	11.3
PBR	5.6	5.5	4.5	3.7	2.8
EV/EBITDA	19.0	21.3	15.9	12.9	6.4
PCFR	33.3	26.0	23.0	19.3	10.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	29.8	29.2	28.0	26.9	26.3
영업이익률(핵심)	29.8	29.2	28.0	26.9	40.8
EBITDA margin	32.8	32.5	30.3	29.0	42.5
순이익률	14.7	22.8	20.4	19.9	31.4
자기자본이익률(ROE)	17.1	20.8	18.8	18.7	28.4
투하자본이익률(ROIC)	16.7	20.1	26.6	37.1	64.2
안정성(%)					
부채비율	55.2	35.5	29.1	29.7	28.3
순차입금비율	13.0	0.7	-43.9	-51.9	-63.4
이자보상배율(배)	3.9	38.8	48.2	56.4	105.2
활동성(배)					
매출채권회전율	1.4	1.4	2.5	6.0	6.0
재고자산회전율	6.0	8.2	9.3	9.1	9.1
매입채무회전율	6.0	7.4	8.8	8.5	8.5

- 당사는 5월 15일 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
<b>디오</b> <b>(039840)</b>	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
	2017/05/16	BUY(Maintain)	45,000원

### 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%