



BUY(Maintain)

목표주가: 53,000원

주가(3/30): 44,600원

시가총액: 6,766억원

헬스케어

Analyst 이지현

02) 3787-4776 geehyun@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (3/30)		871.09pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	44,950원	29,200원
등락률	-0.78%	52.74%
수익률	절대	상대
1W	17.1%	15.6%
1M	47.0%	10.1%
1Y	53.8%	8.5%

Company Data

발행주식수	15,171천주
일평균 거래량(3M)	119천주
외국인 지분율	23.82%
배당수익률(18E)	0.00%
BPS(18E)	9,153원
주요 주주	디오홀딩스 외 4
	27.19%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	880	945	1,110	1,321
보고영업이익	266	238	317	476
핵심영업이익	266	238	317	476
EBITDA	295	278	356	514
세전이익	256	152	311	466
순이익	209	111	247	371
지배주주지분순이익	205	100	222	334
EPS(원)	1,352	658	1,464	2,204
증감률(%YoY)	111.5	-51.4	122.6	50.5
PER(배)	29.3	53.9	24.2	16.1
PBR(배)	5.6	4.6	3.9	3.1
EV/EBITDA(배)	20.8	22.2	17.2	11.5
보고영업이익률(%)	30.2	25.1	28.6	36.0
핵심영업이익률(%)	30.2	25.1	28.6	36.0
ROE(%)	22.3	9.6	18.5	22.6
순부채비율(%)	0.7	16.7	9.3	-2.7

Price Trend



디오 (039840)

내부 정비 완료로 외형 성장 올해 다시!



작년 한해 수익성 높은 임플란트 중심으로 사업 구조를 재편함에 따라 성장성은 저조한 듯 보이지만 실질적 임플란트 전체 매출은 증가했습니다. 글로벌 시장 침투가 순항하고 글로벌 업체들의 성장을 대비 매출 성장율이나 영업이익률이 높다는 점을 주목해야 합니다. 해외 시장의 치과 산업이 성장을 하고 있기 때문에 내수 시장에서 보험 수가 관련 기저효과가 발생하지 않는다는 점을 우려할 필요는 없다고 판단합니다. 홀딩스로 회사의 지배력을 공고히하고 경영 안정성을 확보했다는 점도 주목해야 합니다.

>>> 목표가 53,000원으로 상향, 투자 의견 'BUY' 의견 유지

기존 목표가 53,000원으로 상향하고 투자 의견 'BUY'를 유지하는 이유는 1) 이익률이 높은 임플란트 위주로 사업 재편이 완료되었고, 2) 교정 등 새로운 치과 진료의 플랫폼화로 성장하는 글로벌 시장의 수혜를 입을 것이며, 3) JV설립 국가들의 본격적인 성과가 올해부터 두각을 나타낼 것이기 때문이다. 여전히 임플란트 시장의 성장세는 두자리수를 지속하고 있으며 골고루 성장하는 글로벌 치과 임플란트 업체들 가운데 이익률이 높고 제일 먼저 디지털 임플란트를 시작했으며 특히 교정용 시장에도 진입한다는 점에 주목해야 한다. 최대주주를 홀딩스로 변경하면서 경영 지배력을 강화하여 기존 낮은 지분율로 인한 불안정성이 해소되었고 경영 안정성을 확보하였다는 호재도 작용할 것입니다. 목표주가는 글로벌 치과용 기기 판매 업체들의 평균 대비 성장율과 사업적 특성을 고려하여 프리미엄을 부여한 적정PER 36배를 적용하여 산정하였다.

>>> 양질의 실질적 외형성장, 이익 감소는 성장 동력 준비물

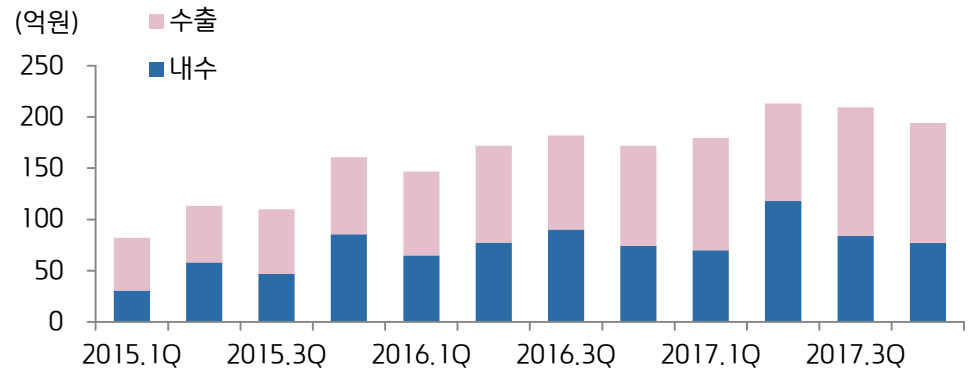
작년 한해 임플란트의 성장은 두자리수 지속이 되었으나 중국 내 합작법인 설립과 수익성 낮은 사업 정리로 예상보다 표면적인 성장이 낮았다. 해외 합작법인 설립으로 인건비가 전년 대비 65% 증가하며 영업이익도 저조하였다. 특히 기대가 높았던 중국 지역에 경우 합작법인 설립 후 영업 지연과 딜러망 정비 등의 영향으로 매출이 전년 대비 32% 감소하였다.

기존 스탠트 사업 정리 작업이 마무리되고 중국이나 이란 등 JV설립 국가들의 영업이 정상화 됨에 따라 해외 임플란트 매출이 본격적으로 증가할 것으로 기대된다. 특히 현지 법인 설립에 따른 기존 대리상 영업망의 정비로 실적 성장이 더뎠으나 올해부터 합작사를 통해 전역으로 확대된 영업망을 통해 디오나비 시스템 확산하고 2020년부터 현지 생산에도 들어갈 계획이다.

>>> 최대주주 변경으로 지배구조 강화, 안정된 성장가도

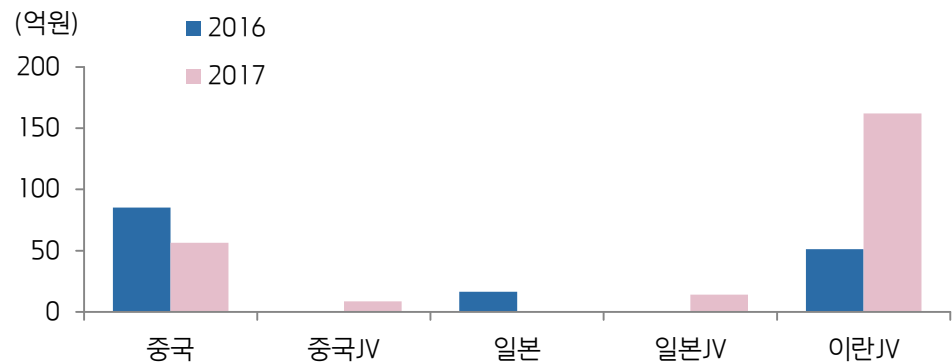
지난 12일 최대주주를 디오 홀딩스로 변경하는 계약을 체결했다. 이를 통해 2대 주주였던 Dentsply Sirona 지분 12.7%를 편입함으로써 경영 지배력을 강화하게 되었다. 기존 최대주주 지분율이 14.2%에 불과했던 불안정성이 해소되었다고 판단한다.

임플란트 수출 비중 계속 증가하며 매출 성장 견인



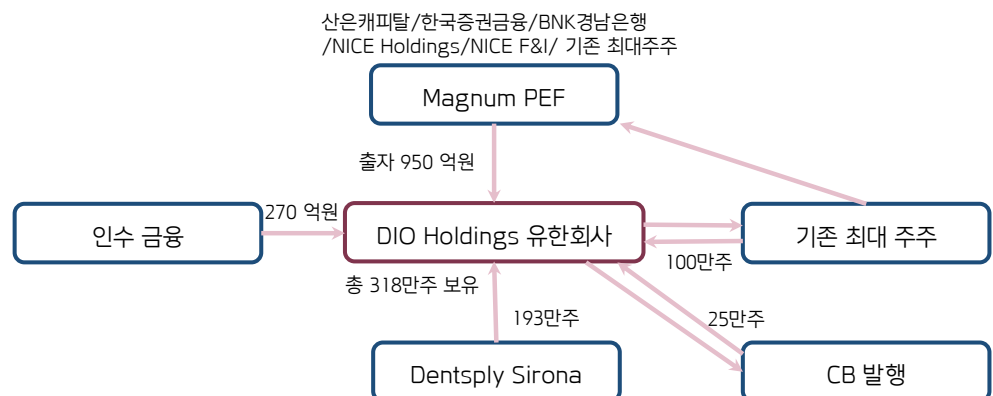
자료: 디오, 키움증권 리서치센터

작년 현지 법인 정상화 작업 완료로 올해 JV 성장 기대



자료: 디오, 키움증권 리서치센터

홀딩스로 지배구조 강화



자료: 디오, 키움증권 리서치센터

디오가 제공할 수 있는 콘텐츠 다양화는 기술적 우위 증명



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 생산품	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

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	880	945	1,110	1,321	1,571
매출원가	297	297	338	390	464
매출총이익	583	649	772	930	1,106
판매비및일반관리비	317	411	455	455	541
영업이익(보고)	266	238	317	476	566
영업이익(핵심)	266	238	317	476	566
영업외손익	-10	-86	-6	-10	-41
이자수익	1	1	1	1	1
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	29	26	26	26	0
이자비용	7	12	11	11	11
외환손실	26	72	0	0	0
관계기업지분법손익	0	-1	0	0	0
투자및기타자산처분손익	0	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	-8	-27	-22	-26	-31
법인세차감전이익	256	152	311	466	525
법인세비용	46	41	65	95	127
유효법인세율 (%)	18.1%	27.0%	20.8%	20.3%	24.2%
당기순이익	209	111	247	371	398
지배주주지분순이익(억원)	205	100	222	334	358
EBITDA	295	278	356	514	605
현금순이익(Cash Earnings)	238	151	285	410	437
수정당기순이익	209	111	247	371	398
증감율(% YoY)					
매출액	22.4	7.4	17.4	18.9	18.9
영업이익(보고)	32.3	-10.7	33.5	49.9	18.9
영업이익(핵심)	32.3	-10.7	33.5	49.9	18.9
EBITDA	32.1	-5.7	27.9	44.6	17.6
지배주주지분 당기순이익	121.7	-51.4	122.6	50.5	7.2
EPS	111.5	-51.4	122.6	50.5	7.2
수정순이익	118.7	-47.1	122.5	50.5	7.2

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	115	58	114	236	231
당기순이익	209	111	247	371	398
감가상각비	26	40	38	38	39
무형자산상각비	3	0	0	0	0
외환손익	-17	38	-26	-26	0
자산처분손익	4	20	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-159	-134	-171	-174	-205
기타	49	-17	26	26	0
투자활동현금흐름	-90	-158	-42	-46	-48
투자자산의 처분	13	1	-2	-2	-3
유형자산의 처분	1	1	0	0	0
유형자산의 취득	-103	-151	-45	-45	-45
무형자산의 처분	-2	-10	0	0	0
기타	0	0	5	1	0
재무활동현금흐름	24	113	-5	-5	-4
단기차입금의 증가	64	77	1	0	0
장기차입금의 증가	-126	93	0	0	0
자본의 증가	5	3	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	80	-60	-6	-5	-4
현금및현금성자산의순증가	48	14	66	184	180
기초현금및현금성자산	21	69	83	150	334
기말현금및현금성자산	69	83	150	334	514
Gross Cash Flow	274	192	285	410	437
Op Free Cash Flow	-16	-81	74	199	218

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	895	971	1,192	1,574	1,988
현금및현금성자산	69	83	150	334	514
유동금융자산	21	4	5	6	7
매출채권및유동채권	670	715	840	999	1,188
재고자산	127	163	191	228	271
기타유동비금융자산	8	5	6	7	9
비유동자산	608	786	792	802	814
장기매출채권및기타비유동채권	57	15	18	21	26
투자자산	5	8	9	10	12
유형자산	515	742	749	756	762
무형자산	5	15	14	14	13
기타비유동자산	27	6	1	0	0
자산총계	1,503	1,757	1,984	2,376	2,802
유동부채	338	387	374	400	432
매입채무및기타유동채무	114	155	144	172	204
단기차입금	70	148	149	149	149
유동성장기차입금	3	12	12	12	12
기타유동부채	151	72	69	68	68
비유동부채	63	160	154	149	145
장기매입채무및비유동채무	0	1	1	1	1
사채및장기차입금	25	130	130	130	130
기타비유동부채	38	30	23	18	14
부채총계	401	547	528	549	577
자본금	76	76	76	76	76
주식발행초과금	558	558	558	558	558
이익잉여금	243	340	562	897	1,255
기타자본	191	192	192	192	192
지배주주지분자본총계	1,068	1,165	1,388	1,722	2,080
비지배주주지분자본총계	34	44	69	105	145
자본총계	1,102	1,210	1,456	1,827	2,225
순차입금	8	202	136	-50	-231
총차입금	98	289	290	290	290

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	1,352	658	1,464	2,204	2,362
BPS	7,037	7,682	9,146	11,350	13,711
주당EBITDA	1,943	1,832	2,343	3,389	3,985
CFPS	1,569	996	1,878	2,701	2,878
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	29.3	53.9	24.2	16.1	15.0
PBR	5.6	4.6	3.9	3.1	2.6
EV/EBITDA	20.8	22.2	17.2	11.5	9.5
PCFR	25.2	35.6	18.9	13.1	12.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	30.2	25.1	28.6	36.0	36.0
영업이익률(핵심)	30.2	25.1	28.6	36.0	36.0
EBITDA margin	33.5	29.4	32.0	38.9	38.5
순이익률	23.8	11.7	22.2	28.1	25.3
자기자본이익률(ROE)	22.3	9.6	18.5	22.6	19.6
투자자본이익률(ROIC)	21.4	13.7	16.6	22.4	22.7
안정성(%)					
부채비율	36.4	45.2	36.2	30.0	25.9
순차입금비율	0.7	16.7	9.3	-2.7	-10.4
이자보상배율(배)	40.0	19.6	29.0	43.5	51.8
활동성(배)					
매출채권회전율	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4
재고자산회전율	7.3	6.5	6.3	6.3	6.3
매입채무회전율	7.4	7.0	7.4	8.4	8.4

Compliance Notice

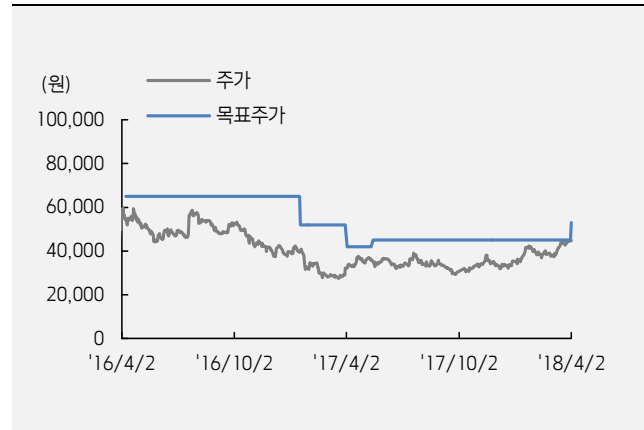
- 당사는 3월 30일 현재 '디오' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가 가격 대상 시점	과리율	
					평균 주가대비	최고 주가대비
디오 (039840)	2016/05/02	BUY(Initiate)	65,000원	6개월	-25.83	-19.08
	2016/07/20	BUY(Maintain)	65,000원	6개월	-23.01	-9.85
	2016/11/21	BUY(Maintain)	65,000원	6개월	-38.02	-34.69
	2017/01/17	BUY(Maintain)	52,000원	6개월	-32.50	-21.54
	2017/02/14	BUY(Maintain)	52,000원	6개월	-39.72	-21.54
	2017/04/04	BUY(Maintain)	42,000원	6개월	-16.11	-10.24
	2017/05/16	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-23.14	-18.44
	2017/07/20	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-22.75	-13.33
	2017/08/16	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-25.19	-13.33
	2017/11/15	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-24.60	-13.33
	2018/04/02	BUY(Maintain)	53,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



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 (2017/04/01~2018/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	158	95.18%
중립	7	4.22%
매도	1	0.60%