

SK COMPANY Analysis



SK 중소성장기업분석팀



Analyst
이소중

sojoong@sks.co.kr
02-3773-9953

Company Data	
자본금	78 억원
발행주식수	1,552 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	4,323 억원
주요주주	
디오홀딩스(외8)	31.72%
디오우리사주	6.54%
외국인지분률	17.70%
배당수익률	0.00%

Stock Data	
주가(20/07/29)	27,500 원
KOSDAQ	808.63 pt
52주 Beta	1.22
52주 최고가	46,600 원
52주 최저가	18,250 원
60일 평균 거래대금	26 억원

이 보고서는

『코스닥 시장 활성화를 통한
자본시장 혁신 방안』의
일환으로 작성된 보고서입니다.

디오 (039840/KQ | Not Rated)

초기 국면에 진입한 중국 임플란트 시장에서 각광 받을 전망

- 치과용 의료기기 전문업체로 임플란트 시술에 필요한 디지털 솔루션 제공
- 2019년 기준 국가별 매출 비중은 국내 29%, 중국 18%, 미국 14%, 기타 39%
- 중국 치과 의사 10만명 중 임플란트 시술이 가능한 의사는 아직 약 6,000여명에 불과
- 디오의 디지털 솔루션은 시술 방법까지 제공해주기 때문에 중국에서 각광 받을 전망
- 2Q20부터 강도 높은 비용절감으로 수익성은 전년 대비 크게 악화되지 않을 것

디지털 임플란트 전문업체

디오는 치과용 의료기기 전문업체로 임플란트 시술에 필요한 디지털 솔루션을 제공 중이다. 동사는 임플란트, 수술용 가이드, 영구치아 소재와 스캔 데이터 기반의 수술 시물 레이션을 제공 중이다. 주요 경쟁사는 글로벌 업체인 스트라우만, 덴츠플라이, 지머와 국내 업체인 오스템임플란트와 덴티움 등이다. 2019년 기준으로 국가별 매출 비중은 국내 29%, 중국 18%, 미국 14%, 기타 39%다. 동사의 국내 고객사 중 10%가 디지털 솔루션을 채택 중이며, 미국과 중국 고객사 대상으로는 디지털 솔루션만 납품 중이다. 2Q20 국내와 중국 매출은 회복세를 나타낼 것으로 예상하지만 미국 매출은 코로나 19 여파로 부진할 전망이다. 단 2Q20부터 강도 높은 비용절감으로 수익성은 전년 대비 크게 악화되지 않을 것으로 판단한다.

초기 국면에 진입한 중국 임플란트 시장에서 각광 받을 전망

디오는 임플란트 수술이 가능한 의사 비중이 현저히 낮은 중국 시장에서 디지털 임플란트 솔루션을 통해 높은 매출 성장률을 기록할 것으로 전망한다. 중국 인구 수는 미국의 4배인 반면에 임플란트 시장은 미국의 1/3 수준에 불과하며, 중국 임플란트 시장은 연간 약 20% 성장할 것으로 판단한다. 중국 치과 의사 10만명 중 임플란트 시술이 가능한 의사는 아직 약 6,000여명에 불과하기 때문에 디오의 수술용 가이드(surgical guide)와 교육 프로그램에 대한 수요가 높아질 것으로 판단한다. 수술용 가이드는 환자의 구강상태에 맞게 3D 프린팅을 통해 제작되어 특정한 부위들을 시각적으로 표시해주기 때문에 임플란트 시술에 대한 진입장벽을 낮출 수 있다. 디오의 디지털 솔루션은 시술 방법까지 제공해주기 때문에 습득기간이 3~4개월로 솔루션에 대한 오더가 발생하는 기간이 매우 짧아 임플란트 수술이 가능한 의사 비중이 낮은 중국에서 각광 받을 것으로 판단한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	억원	616	719	880	919	910	1,272
yoy	%	-1.9	16.8	22.4	4.4	-1.0	39.7
영업이익	억원	34	201	266	220	81	348
yoy	%	흑전	495.1	32.4	-17.1	-63.3	330.0
EBITDA	억원	57	223	295	261	139	436
세전이익	억원	-40	130	256	135	63	354
순이익(지배주주)	억원	-36	93	205	86	55	217
영업이익률%	%	5.5	27.9	30.2	24.0	8.9	27.3
EBITDA%	%	9.3	31.0	33.5	28.4	15.3	34.3
순이익률	%	-6.0	12.6	23.8	10.5	7.9	20.1
EPS	원	-303	639	1,352	564	360	1,400
PER	배	N/A	46.9	29.3	62.8	80.0	30.0
PBR	배	1.9	5.3	5.0	4.2	3.3	4.0
EV/EBITDA	배	24.7	21.0	20.6	21.6	33.8	16.3
ROE	%	-9.3	15.8	22.2	7.9	4.9	17.0
순차입금	억원	539	141	26	204	283	555
부채비율	%	199.5	57.8	36.4	54.1	88.9	90.2

결국 디지털 임플란트 방식으로 바뀔 것

디지털 임플란트 방식은 환자와 의사 입장에서 유리하다. 디지털 방식은 무절개 시술로 통증이 적은 편이고, 내원 횟수는 3 회(상담/CT-→시술-→최종보철)로 기존 방식인 7 회보다 적은 편이다. 한편 의사는 CT 및 스캔촬영을 통해 얻은 구강데이터 기반의 수술용 가이드(Surgical Guide)로 시술정밀도를 높이고 시술시간을 단축시킬 수 있다. 동사의 '디오나비' 시스템은 CT 및 3D 스캔촬영 데이터 기반으로 환자의 구강상태에 맞는 정밀한 수술용 가이드를 제작한다. 수술용 가이드는 환자의 구강상태에 맞게 3D 프린팅을 통해 제작되어 시술 시 특정한 부위들을 표시해주는 역할을 한다.

글로벌 임플란트 시장의 디지털 전환 비중은 10% 내외이며 디오가 시장의 선두주자로 진입한 것으로 판단한다. 대형병원들은 대부분 글로벌 업체들의 임플란트 솔루션을 활용했는데, 일부 병원들이 디오의 디지털 솔루션으로 전환하기 시작한 상황이다. 디지털 임플란트 솔루션이 기존 방식보다 환자와 의사 입장에서 유리하지만, 아직 환자와 의사들은 이미 경험해본 기존 방식을 선호하고 있다. 하지만 디지털 전환 비중이 증가하고 인지도가 높아지면 디지털 전환율이 이전보다 더 빠르게 확대될 것으로 전망한다.

실적

2019 년 매출액은 1,272 억원(+39.7% YoY), 영업이익은 348 억원(+330.0% YoY)을 기록했다. 국내 대비 제품 단가가 높은 중국, 미국 등 해외 매출이 증가하면서 이익 레버리지 효과가 나타난 것으로 판단한다. 2020 년 실적은 전년도와 비슷한 수준을 기록할 것으로 전망한다. 분기 실적은 코로나19 여파로 상저하고가 예상되며, 전 세계적으로 감염 우려가 제일 높았던 2분기가 연중 저점이 될 것으로 판단한다.

a) 미국 현황 - 임플란트 시장의 중심

1Q20 미국향 매출은 73 억원으로 전년대비 144.9% 증가했다. 2019 년 8 월 치과네트 워크 그룹인 DSO 와 2,000 억원 규모의 디지털 임플란트 솔루션 '디오나비' 공급 계약을 체결했다. DSO 그룹의 40 개 치과 대상으로 납품 예정이며, 현재 9 곳에 솔루션을 납품 중이다. 기존에 사용했던 임플란트 업체의 솔루션을 대체하기 위해 probation period 가 적용됨에 따라 매출은 2020 년 4 월부터 발생하고 있다. 단 코로나 19 감염 우려로 DSO 그룹 내 치과 수는 올해가 아닌 2021 년부터 증가할 것으로 판단한다. 한편 2019 년 8 월 인수된 미국 임플란트 시술 전문 교육기관인 화이트캡 홀딩스의 실적도 3Q19 부터 연결로 반영되고 있다.

b) 중국 현황 - 임플란트 시장 초기국면

1Q20 중국향 매출은 37 억원으로 전년대비 21.6% 증가했다. 2019 년부터 다수의 대리점을 통한 매출 확대와 중국 치과의사 대상으로 진행한 교육에 참여한 의사 수가 증가하면서 매출이 증가했다. 각 성 별로 규모가 1~2 위인 대리점들을 통해 제품 판매가 이뤄지고 있으며 동사는 대리점 확장을 추진 중이다. 또한 2H18 교육에 참여한 중국 의사는 30 여명에 불과했지만 2019 년에는 300 여명으로 증가했다. 한편 2019 년 말부터 기존 납품하던 병원 대비 규모가 큰 병원 대상으로 영업 본격화되는 모습도 나타나고 있다.

중국 인구 수는 미국의 4 배인 반면에 임플란트 시장은 미국의 1/3 수준에 불과하다. 중국 임플란트 시장규모는 4,000~5,000 억원으로 초기국면에 진입한 것으로 판단되며 연간 약 20% 성장할 것으로 판단한다. 중국 치과의사 10 만명 중 임플란트 시술이 가능한 의사는 아직 약 6,000 여명에 불과하기 때문에 디오의 수술용 가이드와 교육 프로그램에 대한 수요가 높아질 것으로 판단한다. 수술용 가이드는 환자의 구강상태에 맞게 3D 프린팅을 통해 제작되어 시술 시 특정한 부위들을 시각적으로 표시해주기 때문에 임플란트 시술에 대한 진입장벽을 낮출 수 있다. 디오의 디지털 솔루션은 시술 방법까지 제공해주기 때문에 습득기간이 3~4 개월로 솔루션에 대한 오더가 발생하는 기간이 매우 짧다.

c) 국내 현황

1Q20 국내 매출은 66 억원으로 전년대비 30.6% 감소했다. 동사는 2019 년 7 월 국내에서 출시한 UV Active 임플란트 장비로 국내 임플란트 시장 점유율을 확대할 계획이다. 통상 임플란트 제조 후 표면에 산화막이 생겨 피 흡수를 방해하며 이에 따라 인접면과 뼈가 붙는 시간이 길어진다. UV Activator 장비는 수술 전에 임플란트의 산화막을 제거해 골유착 기간을 절반으로 감소시키는 효과를 나타낸다. 프리미엄 브랜드(스트라우만, 오스팀임플란트 등) 대비 임플란트 품질 차별성이 크지 않기 때문에 임플란트 외 UV Activator 장비, 디지털 솔루션(수술용 가이드 제품, 수술 플랜)등을 패키지 형태로 제공해 점유율을 확대 할 수 있을 것으로 판단한다.

디오의 경쟁력은?

임플란트 품질 차이는 크지 않기 때문에 차별 점을 두는 것이 핵심 포인트이며, 현재 트렌드는 디지털 임플란트 솔루션이다. 디지털 솔루션 외 원가가 낮은 보철(영구치아) 소재와 UV Active 임플란트 장비를 패키지 형태로 제공하는 전략도 경쟁력을 높이는 데 유효하다.

디오의 디지털 임플란트 솔루션 ‘디오나비’는 2014년 출시됐으며 확보된 클리닉 데이터가 방대하기 때문에 경쟁사 대비 난이도가 높은 수술에 대한 설계가 가능하며, 정확도도 높을 수 밖에 없다. 경쟁사 대비 디지털 임플란트 솔루션 출시 시점이 더 앞서 있기 때문에 디지털 임플란트 수요가 있는 병원들에 대한 선점이 가능하다. 디지털 임플란트 솔루션으로 임플란트 시장 점유율 확대뿐만 아니라 디지털 솔루션에 포함된 수술 용가이드와 수술 설계에 대한 사용료가 임플란트 비용에 추가적으로 발생하기 때문에 수익성도 높아질 것으로 판단한다.

한편 디오는 2020년 7월 3D 프린터로 제작이 가능한 레진 소재 기반의 보철¹ 인허가가 국내와 미국에서 완료됐다. 기존의 보편적인 보철(지르코니아 블록을 밀링기로 깎은 소재 기반) 대비 강도가 높고 자체 3D 프린터로 제작되기 때문에 단가가 대폭 감소한다는 점에서 시장 점유율이 빠르게 확대될 것으로 예상된다. 글로벌 보철 시장 규모는 50조원으로 디오가 최초로 개발한 보철에 대한 성장 가치는 높게 평가 받을 것으로 판단한다. 2024년 매출 5,000억원에 매출총이익률 90%를 목표 중이다.

¹ 간단하게 보철이 치아를 대체하고, 임플란트가 치근을 대체한다고 볼 수 있다.

주요 제품

디지털 임플란트	디지털 교정	디지털 지원시스템	New Dental Solution
 <ul style="list-style-type: none"> ▪ 디지털 임플란트 디오나비 ▪ UV 임플란트 	 <ul style="list-style-type: none"> ▪ 디지털 교정 디오오쏘 	 <ul style="list-style-type: none"> ▪ 디오 프로보 ▪ 트리오스 	 <ul style="list-style-type: none"> ▪ Auto Merge & Planning ▪ Robot Dentist

임플란트에서 보철 및 교정 솔루션까지 Digital Dentistry Full Line-up 구축

자료 : 디오, SK 증권

디오 디지털 지원 시스템

DIO 디지털 브랜드	워크 플로우	핵심업무	지원 시스템 및 장비
	<p>환자 방문</p>  <p>치료 완료</p>	환자 구강스캔	 <p>DIO 3 Shape Trios 디지털 구강 스캐너</p>
		치료 가이드 제공	 <p>Auto Merge & Planning 스캔데이터 통해 치료 시뮬레이션 제공</p>
		임플란트 등의 가이드스 제작	 <p>DIO Probo 임플란트 및 보철 3D Printer</p>
		신기술 임플란트 적용	 <p>UV Implant 혈액 및 골 친화성 임플란트</p>
		영구 보철물 제작	 <p>DIO Digital Milling Machine 영구 보철물 제작</p>

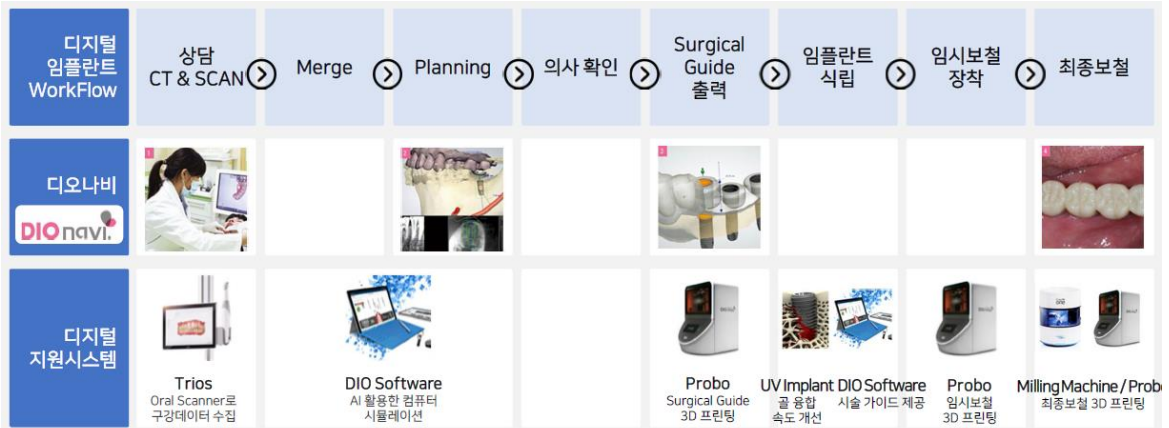
자료 : 디오, SK 증권

디지털 임플란트 솔루션과 기존 방식 비교



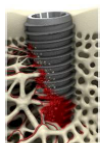
자료 : 디오, SK 증권

디지털 임플란트 방식



자료 : 디오, SK 증권

UV Active 임플란트

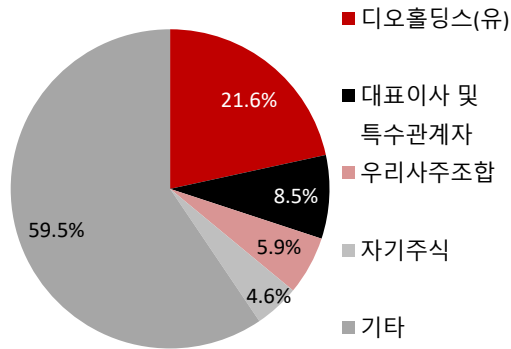


UV Active 임플란트란?
 임플란트 식립 전 UV(자외선)를 쬐어주어 표면에 부착된 유기물을 제거하고 임플란트와 뼈가 빠르고 안정되게 유착될 수 있도록 UV 광촉매 기술을 적용한 임플란트

- 임플란트 표면의 노화방지
- 높은 혈액 젖음성
- 뛰어난 생체활성도
- 높은 골유착
- 즉시 보철 가능
- 안정적인 임플란트 식립

자료 : 디오, SK 증권

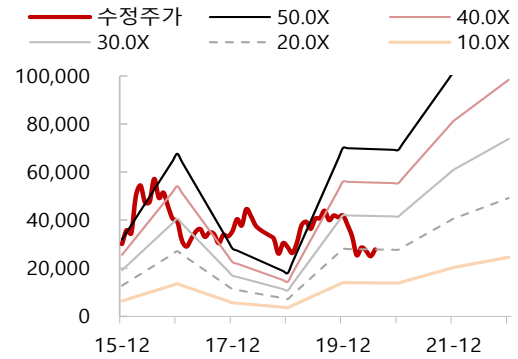
디오 주주현황



자료 : 디오, SK 증권

디오 PER 밴드차트

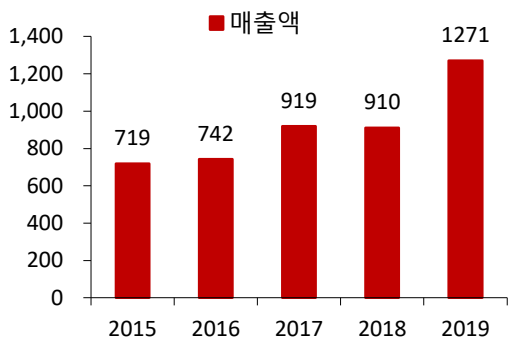
(단위: 원)



자료 : 데이터가이드, SK 증권

디오 매출액 추이

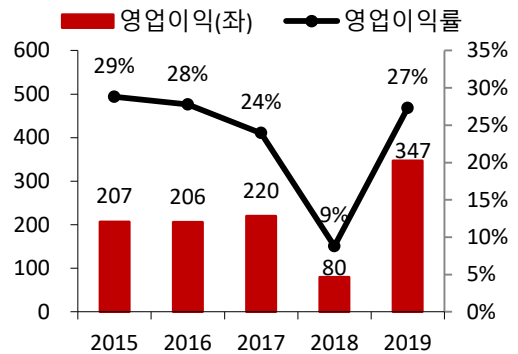
(단위: 억원)



자료 : 디오, SK 증권

디오 영업이익 추이

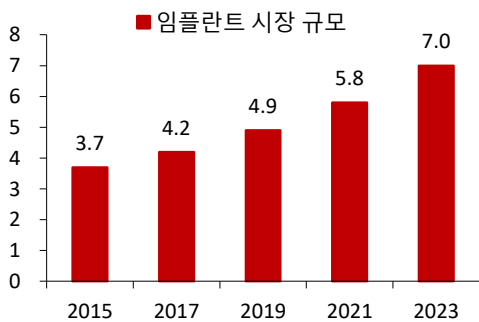
(단위: 억원 %)



자료 : 디오, SK 증권

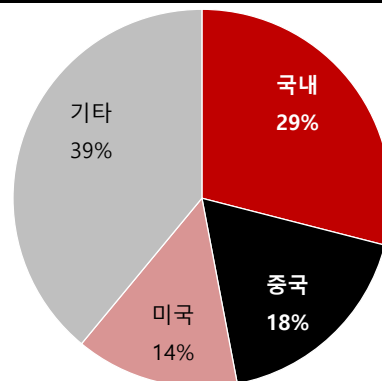
글로벌 임플란트 시장 추이

(단위: 십억 달러)



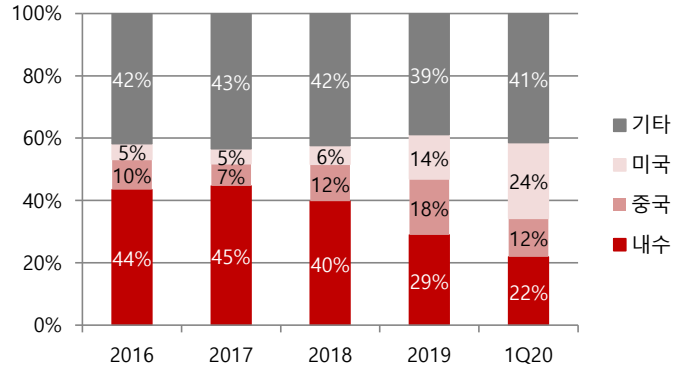
자료 : 디오, Management Research Group, SK 증권

지역별 매출 비중 (2019년 기준)



자료 : 디오, SK 증권

지역별 매출 비중 추이



자료 : 디오, SK 증권

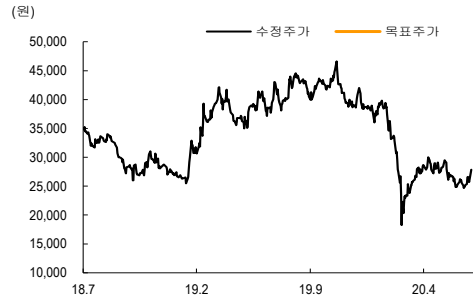
미상환 전환사채 발행 현황

구분	발행일	전환청구가능기간	만기일	전화가액(원)	전환가능 주식수(주)	권면총액(억원)
제 8회 무기명식 무보증 사모 전환사채	2019-06-17	2020-06-17 ~2024-05-17	2024-06-17	27,921	358,153	100

자료 : 다트공시, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격		괴리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 주가대비	

2020.07.30 Not Rated



Compliance Notice

- 작성자(이소중)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020년 7월 30일 기준)

매수	85.11%	중립	14.89%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	702	895	971	1,265	1,511
현금및현금성자산	21	69	83	203	115
매출채권및기타채권	498	616	687	657	932
재고자산	116	127	163	206	267
비유동자산	522	608	797	988	1,221
장기금융자산	7	5	6	12	42
유형자산	440	515	742	854	981
무형자산	6	5	15	40	138
자산총계	1,223	1,503	1,768	2,253	2,732
유동부채	260	338	460	750	1,018
단기금융부채	52	91	160	226	519
매입채무 및 기타채무	84	67	84	99	106
단기충당부채	50	61	127		
비유동부채	188	63	160	311	277
장기금융부채	146	25	130	265	205
장기매입채무 및 기타채무		0	1	16	38
장기충당부채					
부채총계	448	401	620	1,060	1,295
지배주주지분	777	1,068	1,104	1,137	1,424
자본금	76	76	76	76	78
자본잉여금	658	791	797	802	905
기타자본구성요소	-88	-135	-188	-182	-202
자기주식	-80	-133	-188	-182	-203
이익잉여금	39	243	275	303	511
비지배주주지분	-2	34	44	56	12
자본총계	776	1,102	1,148	1,193	1,437
부채외자본총계	1,223	1,503	1,768	2,253	2,732

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동현금흐름	141	115	56	122	96
당기순이익(손실)	91	209	101	72	256
비현금성항목등	118	122	193	193	222
유형자산감가상각비	19	26	40	54	80
무형자산상각비	4	3	0	4	8
기타	96	93	152	135	134
운전자본감소(증가)	-37	-159	-134	-121	-327
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-59	-94	-86	-33	-348
재고자산감소(증가)	32	-12	-43	-67	-88
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-14	-19	-48	-8	131
기타	-113	-222	-129	-78	-718
법인세납부	-16	-52	-92	-13	-41
투자활동현금흐름	-5	-90	-157	-204	-438
금융자산감소(증가)	12	-3	0	-6	-85
유형자산감소(증가)	-16	-101	-150	-181	-157
무형자산감소(증가)	0	-2	-10	-15	-22
기타		6	5	4	9
재무활동현금흐름	-132	24	113	203	249
단기금융부채증가(감소)	-49	64	77	46	137
장기금융부채증가(감소)	-269	-126	93	168	139
자본의증가(감소)	218	185	3		
배당금의 지급				11	
기타	0	100			0
현금의 증가(감소)	2	48	14	119	-88
기초현금	20	21	69	83	203
기말현금	21	69	83	203	115
FCF	134	30	-64	-142	-241

자료 : 디오, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	719	880	919	910	1,272
매출원가	307	297	288	284	315
매출총이익	412	583	631	626	957
매출총이익률 (%)	57.3	66.2	68.7	68.8	75.2
판매비외관리비	211	317	411	545	609
영업이익	201	266	220	81	348
영업이익률 (%)	27.9	30.2	24.0	8.9	27.3
비영업손익	-71	-10	-86	-18	6
순금융비용	55	6	11	17	20
외환관련손익	-4	3	-46	11	27
관계기업투자등 관련손익			-5	1	52
세전계속사업이익	130	256	135	63	354
세전계속사업이익률 (%)	18.1	29.0	14.7	6.9	27.8
계속사업법인세	40	46	38	-9	98
계속사업이익	91	209	97	72	256
중단사업이익					
*법인세효과					
당기순이익	91	209	97	72	256
순이익률 (%)	12.6	23.8	10.5	7.9	20.1
지배주주	93	205	86	55	217
지배주주귀속 순이익률(%)	12.86	23.31	9.31	5.99	17.09
비지배주주	-2	4	11	17	39
총포괄이익	89	207	153	58	244
지배주주	91	202	151	44	200
비지배주주	-2	4	2	13	44
EBITDA	223	295	261	139	436

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
성장성 (%)					
매출액	16.8	22.4	4.4	-1.0	39.7
영업이익	495.1	32.4	-17.1	-63.3	330.0
세전계속사업이익	흑전	96.0	-47.3	-53.3	463.7
EBITDA	291.8	32.1	-11.5	-46.6	213.1
EPS(계속사업)	흑전	111.5	-58.3	-36.3	289.4
수익성 (%)					
ROE	15.8	22.2	7.9	4.9	17.0
ROA	7.5	15.4	5.9	3.6	10.3
EBITDA마진	31.0	33.5	28.4	15.3	34.3
안정성 (%)					
유동비율	269.8	264.9	210.9	168.7	148.5
부채비율	57.8	36.4	54.1	88.9	90.2
순차입금/자기자본	18.1	2.4	17.7	23.7	38.6
EBITDA/이자비용(배)	4.0	44.3	21.6	7.5	18.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	639	1,352	564	360	1,400
BPS	5,647	7,913	8,517	8,691	10,481
CFPS	793	1,542	830	745	1,969
주당 현금배당금					
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	47.3	44.2	74.9	125.0	33.3
PER(최저)	11.4	23.7	48.8	72.3	18.2
PBR(최고)	5.4	7.5	5.0	5.2	4.5
PBR(최저)	1.3	4.0	3.2	3.0	2.4
PCR	37.9	25.7	42.7	38.6	21.3
EV/EBITDA(최고)	21.3	31.1	25.6	51.7	18.0
EV/EBITDA(최저)	4.6	16.8	17.1	31.1	10.3