

투자 의견(하향) **Trading Buy**

목표주가(12M,상향) **▲ 41,000원**

현재주가(19/03/12) 36,000원

상승여력 14%

영업이익(18F,십억원)	9
Consensus 영업이익(18F,십억원)	19
EPS 성장률(18F,%)	-32.1
MKT EPS 성장률(18F,%)	4.7
P/E(18F,x)	64.4
MKT P/E(18F,x)	8.9
KOSDAQ	754.76

시가총액(십억원)	546
발행주식수(백만주)	15
유동주식비율(%)	68.6
외국인 보유비중(%)	20.6
베타(12M) 일간수익률	0.50
52주 최저가(원)	25,500
52주 최고가(원)	44,950

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	35.3	9.3	-13.1
상대주가	31.0	19.6	1.8



[첨단의료기기/헬스케어솔루션]

김충현, CFA
 02-3774-1740
 choonghyun.kim@miraeasset.com

디오 (039840)

2018년의 Big Bath는 2019년의 기저효과로

4Q18 Review: 어닝 쇼크 기록

동사의 4Q18 실적은 매출액 196억원(-22.3% YoY)로 시장기대치를 크게 하회하였다. 덴탈 IT부문도 -18.7% YoY로 크게 부진하였는데, 작년 동기 매출이 51억원으로 역대 최대 수준이었기 때문이다. 임플란트 매출도 -9.2% YoY로 부진하였다. 대손충당금 및 환불부채 등 일회성 비용이 대거 반영되며 69억원의 영업적자를 기록했다.

Digital 치료 포트폴리오 확대 지속

1) Digital 치료 Full-line up 구축: 동사는 장비부문(Lab-side → Chair-side)강화를 통해 치료 포트폴리오를 다각화(보철, 임플란트, 교정)하며, 경쟁사대비 기술격차를 벌려나가고 있다. Chair-side solution이 적용되면 환자의 구강상태에 따라 2시간 임플란트 시술이 가능하다. 다만, 국내시장에서 장비사업이 지연되고 있는데 2Q19이후 부터 본격화될 것으로 전망된다.

2) 해외시장 중심 성장 지속: 동사는 2019년 해외시장(2019F 25.9% YoY)에서의 고성장이 기대된다. 핵심시장인 이란에서는 JV전략을 바탕으로 고성장과 고마진을 동시에 달성하고 있으며, 최근 미국 시장 침투 확대를 위해 대형병원 중심으로 영업을 강화하고 있다. 더불어 영업전략을 선회(딜러 → 직판)한 중국과 최근 고성장하는 인도도 기대할만하다.

투자 의견 41,000원으로 상향하나, 투자 의견은 Trading Buy로 하향

동사의 목표주가는 목표주가 산정에 반영하는 12개월 선행 EPS 변경으로 41,000원(기존 33,000원)으로 상향한다. 다만 최근 주가 상승에 의해 상승여력이 14%인 점을 고려하여 투자 의견은 Trading Buy로 하향한다. 동사의 주가는 12개월 FWD PER 기준 26.5배로 Peer(26.2배) 대비 고평가되고 있다.

동사는 Chair-side solution 및 디지털 교정 등 디지털 덴티스트리에서 경쟁사와의 기술격차를 점점 벌려나가고 있다. 그러나 2018년에는 당초 기대와 달리 임플란트 보험정책 변경효과로 수혜를 선도기업이 대부분 차지하면서, 동사의 내수 실적이 상당히 부진하였다. 2019년에는 국내시장은 신제품 효과(UV임플란트)와 해외시장은 최대시장인 북미시장 영업강화 효과로 실적개선이 기대된다. 다만 본격적인 실적 개선은 북미시장 영업 실적이 가시화되는 하반기 이후일 것으로 판단된다.

결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	72	88	95	91	104	129
영업이익 (십억원)	20	27	24	9	24	31
영업이익률 (%)	27.8	30.7	25.3	9.9	23.1	24.0
순이익 (십억원)	9	21	10	7	19	25
EPS (원)	706	1,352	658	447	1,283	1,633
ROE (%)	15.8	22.2	8.9	5.7	14.7	16.0
P/E (배)	42.5	29.3	53.9	64.4	28.1	22.0
P/B (배)	5.3	5.0	4.0	3.1	3.4	2.9
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 디오, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 4Q18 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	4Q17	3Q18	4Q18P			성장률	
			잠정치	미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	25.2	24.0	19.6	26.1	0.0	-22.3	-18.2
영업이익	3.8	4.3	-6.9	4.8	0.0	적전	적전
영업이익률 (%)	15.0	17.9	-35.0	18.4	N/A	-50.1	-53.0
세전이익	-3.4	2.2	-7.6	4.1	0.0	적지	적전
순이익	-4.3	2.0	-5.9	2.8	0.0	적지	적전

주: K-IFRS 기준
자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	19F	20F	19F	20F	19F	20F	
매출액	113.1	135.7	104.2	129.3	-7.8	-4.7	4Q18 실적 반영
영업이익	24.1	30.6	24.3	30.7	1.2	0.4	
세전이익	21.0	27.5	24.0	30.5	14.3	10.8	
순이익	17.0	22.4	19.5	24.8	14.3	10.8	
EPS (KRW)	1,122	1,474	1,283	1,633	14.3	10.8	

주: K-IFRS 기준
자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 분기별 실적 전망표

(십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018P	2019F	2020F
매출액	24.2	23.2	24.0	19.6	25.6	25.0	27.7	25.8	91.0	104.2	129.3
내수	10.2	9.6	9.6	6.9	8.0	9.1	10.5	7.6	36.2	35.2	37.1
이란	3.9	3.9	4.5	5.9	5.5	5.5	5.4	5.6	18.3	22.0	26.4
중국	2.1	4.1	3.2	2.0	3.1	3.7	3.8	2.4	11.3	13.1	15.8
미국	2.1	1.1	1.6	0.7	1.0	1.0	2.0	5.0	5.4	9.0	21.0
기타	5.9	4.6	5.1	4.2	8.1	5.7	5.9	5.3	19.8	24.9	29.0
영업이익	7.2	4.0	4.3	-6.9	5.6	5.2	7.2	6.4	8.7	24.3	30.7
세전이익	8.0	4.1	2.2	-7.6	5.5	5.1	7.1	6.3	6.7	24.0	30.5
순이익	6.9	3.7	2.0	-5.9	4.4	4.1	5.8	5.1	6.8	19.5	24.8
영업이익률 (%)	29.9	17.2	17.9	-35.0	21.7	20.8	26.0	24.7	9.5	23.4	23.8
세전순이익률 (%)	32.9	17.8	9.3	-38.7	21.3	20.3	25.6	24.5	7.4	23.0	23.6
순이익률 (%)	29.0	16.4	9.9	-30.1	17.5	16.7	21.0	20.1	7.4	18.7	19.2

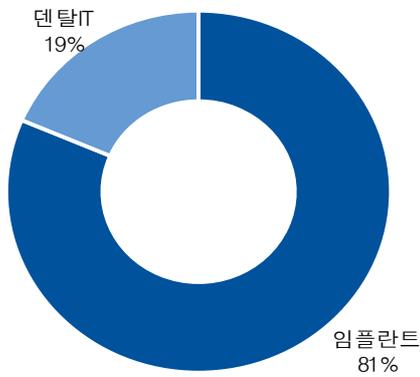
자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 5. 디지털 임플란트 세대별 비교

방식	세대	구강외 촬영	인상채득	구강내 촬영	CAD/CAM	가공	써지컬 가이드	비고
Analog	1세대	2D 파노라마	O	X	X	수작업	2D 스텐트	- 구강외 촬영사진은 참고용으로 활용 - 석고 모형을 토대로 아날로그 스텐트 제작
	2세대	3D CBCT	O	X	X	수작업	2D 스텐트	- 1세대와 동일
	3세대	3D CBCT	O	X	O	밀링머신/ 3D프린터	3D 스텐트	- 석고모형으로 방사선가이드를 만들어 입에 물고 CBCT 촬영 - 석고모형만 다시 CBCT 촬영하여 합성함
Half-Digital	4세대	3D CBCT	O	O (임프레션 스캐너)	O	밀링머신/ 3D프린터	3D 스텐트	- 석고모형을 임프레션 스캐너로 스캔 - CBCT로 구강외 촬영한 데이터를 CAD/CAM으로 작업
Digital	5세대	3D CBCT	X	O (오랄 스캐너)	O	밀링머신/ 3D프린터	3D 스텐트	- 구강스캐너로 구강내 스캔 - CBCT로 구강외 촬영한 데이터를 CAD/CAM으로 작업

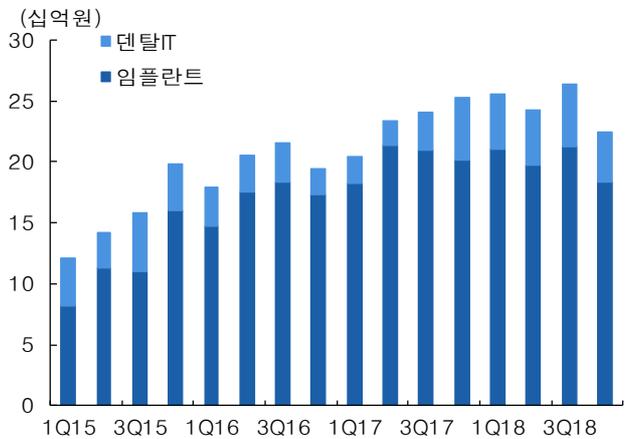
자료: 미래셋대우 리서치센터

그림 4. 품목별 매출 비중(2018)



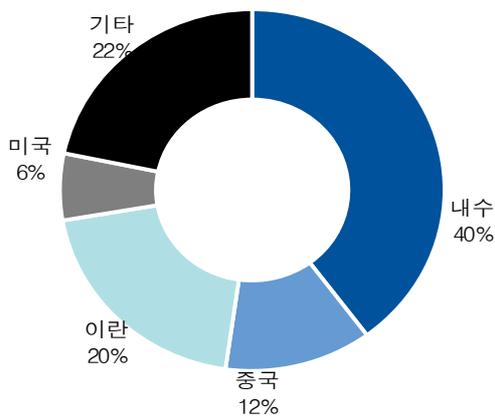
자료: 디오, 미래셋대우 리서치센터

그림 5. 품목별 매출 추이



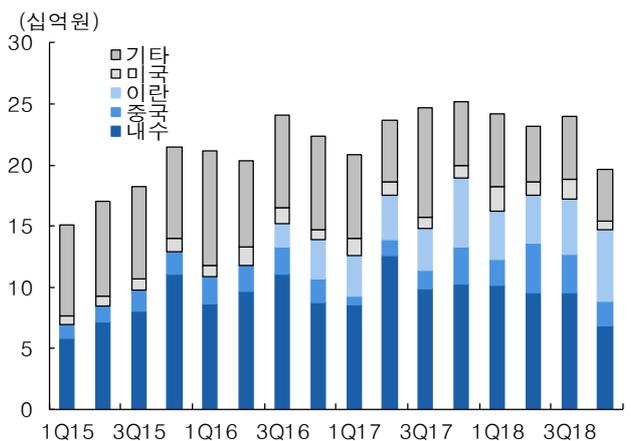
자료: 디오, 미래셋대우 리서치센터

그림 6. 지역별 매출 비중(2018)



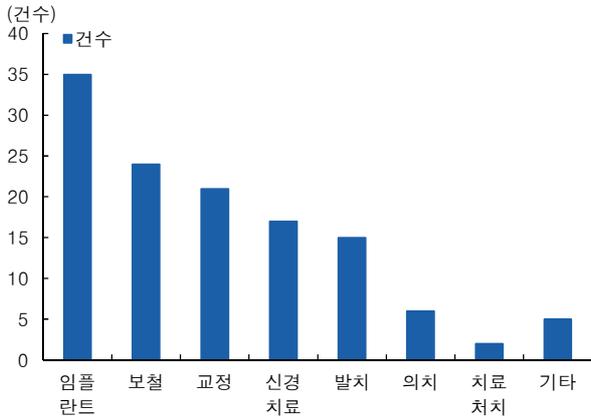
자료: 디오, 미래셋대우 리서치센터

그림 7. 지역별 매출 추이



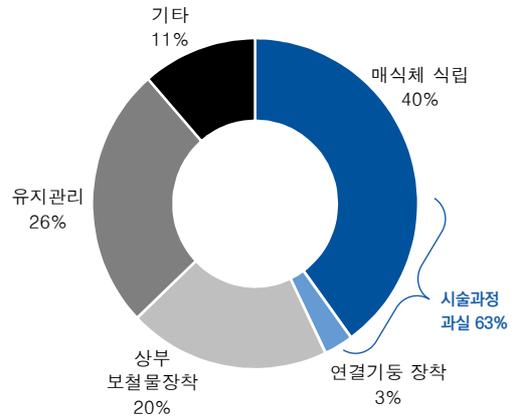
자료: 디오, 미래셋대우 리서치센터

그림 8. 치과 분쟁 중 가장 많은 임플란트



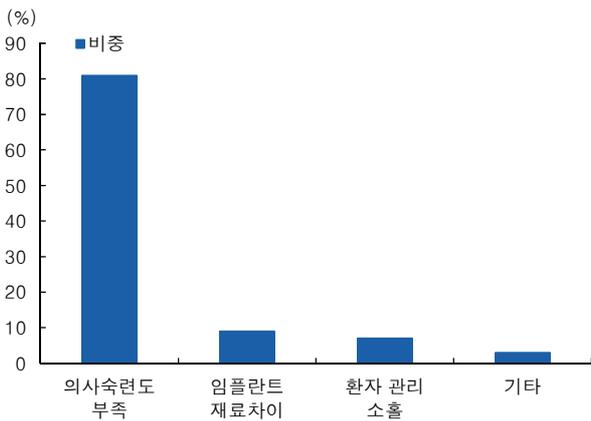
자료: 한국소비자원, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 임플란트 분쟁의 가장 큰 원인은 시술 과정



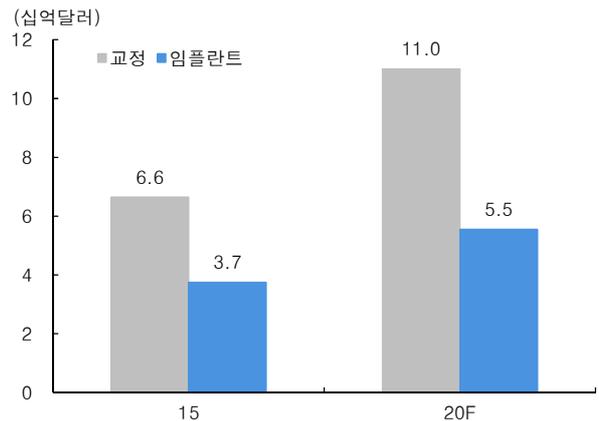
자료: 한국소비자원, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 임플란트 성공에 미치는 중요도



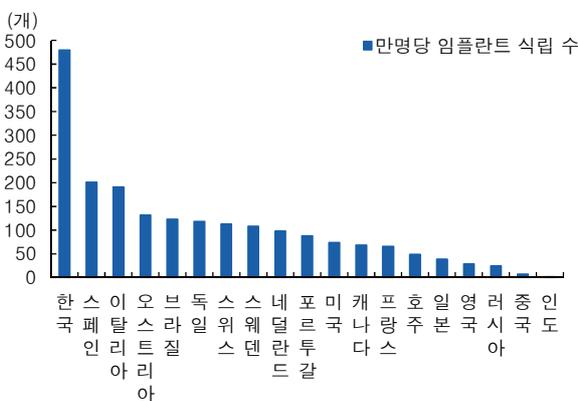
자료: 한국소비자원, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. 임플란트 시장대비 1.8배 더 큰 교정시장



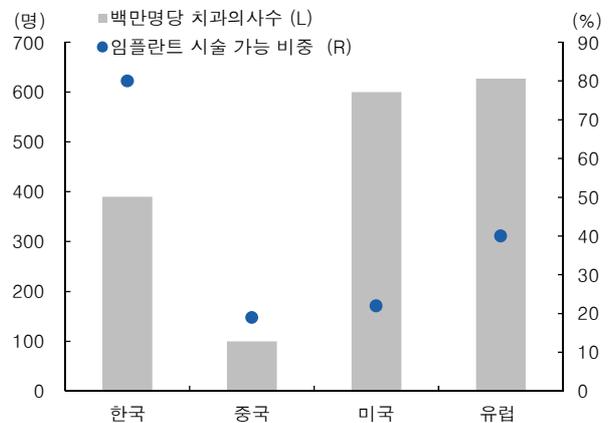
자료: marketsandmarket, Transparency market research, 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. 인구 만명당 임플란트 식립수



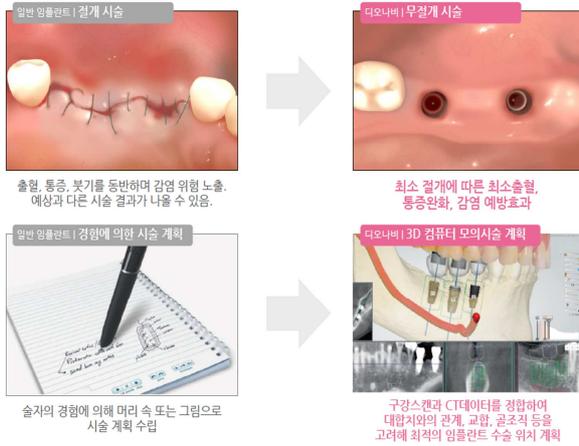
자료: MRG, Straumann, 미래에셋대우 리서치센터

그림 13. 글로벌 치과 의사수 vs. 임플란트 시술 가능 비중



자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 14. 아날로그 방식대비 빠르고 간편한 디지털 임플란트 기술



자료: 디오, 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. 디오의 디지털 임플란트의 높은 정확도

	DIONavi	Megagen	Nobel Biocare
Accuracy of Installed Guide			
Method	Full Digital	Half Digital	Model Base
Height of Guide	9mm	12~13.5mm	9mm
Drilling RPM	50 RPM No Irrigation	1,000~1,200 RPM Irrigation	1,000~1,200 RPM Irrigation
Deviation values before and after	0.1~1.9 degree Average of 0.4 degree	0.1~5 degree Average 2.5 degree	0.1~15.3 degree Average 4.9 degree

자료: 디오, 미래에셋대우 리서치센터

그림 16. Digital Chair-side Solution



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 17. Chair-side Solution: 3D 구강 스캐너



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 18. Chair-side Solution: 3D 프린터

Printing
DIO Dental 3D Printer



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 19. Chair-side Solution: CAD/CAM

Milling
Ivoclar PrograMill One



자료: 미래에셋대우 리서치센터

디오 (039840)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액	95	91	104	129
매출원가	30	28	31	39
매출총이익	65	63	73	90
판매비와관리비	41	54	49	60
조정영업이익	24	9	24	31
영업이익	24	9	24	31
비영업손익	-9	-2	0	0
금융손익	-1	-1	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	15	7	24	31
계속사업법인세비용	4	-1	4	5
계속사업이익	11	7	20	25
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	11	7	20	25
지배주주	10	7	19	25
비지배주주	1	1	0	0
총포괄이익	16	6	20	25
지배주주	16	7	17	21
비지배주주	0	-1	3	4
EBITDA	28	14	30	36
FCF	-9	12	10	21
EBITDA 마진율 (%)	29.5	15.4	28.8	27.9
영업이익률 (%)	25.3	9.9	23.1	24.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	10.5	7.7	18.3	19.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
유동자산	97	98	130	163
현금 및 현금성자산	8	29	39	59
매출채권 및 기타채권	69	53	70	81
재고자산	16	13	17	19
기타유동자산	4	3	4	4
비유동자산	79	89	83	78
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	74	80	74	70
무형자산	1	4	4	4
자산총계	176	187	213	242
유동부채	39	34	39	43
매입채무 및 기타채무	8	7	9	10
단기금융부채	16	16	16	16
기타유동부채	15	11	14	17
비유동부채	16	26	27	27
장기금융부채	13	23	23	23
기타비유동부채	3	3	4	4
부채총계	55	59	66	70
지배주주지분	117	122	142	167
자본금	8	8	8	8
자본잉여금	80	80	80	80
이익잉여금	34	40	59	84
비지배주주지분	4	5	5	5
자본총계	121	127	147	172

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
영업활동으로 인한 현금흐름	6	25	10	21
당기순이익	11	7	20	25
비현금수익비용가감	18	10	10	11
유형자산감가상각비	4	5	5	5
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	14	5	5	6
영업활동으로인한자산및부채의변동	-13	8	-15	-10
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-9	15	-16	-10
재고자산 감소(증가)	-4	3	-4	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-5	-3	1	1
법인세납부	-9	0	-4	-5
투자활동으로 인한 현금흐름	-16	-14	0	0
유형자산처분(취득)	-15	-13	0	0
무형자산감소(증가)	-1	-2	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	2	0	0	0
기타투자활동	-2	1	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	11	10	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	17	10	0	0
자본의 증가(감소)	1	1	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-7	-1	0	0
현금의 증가	1	21	10	20
기초현금	7	8	29	39
기말현금	8	29	39	59

예상 주당가치 및 valuation (요약)

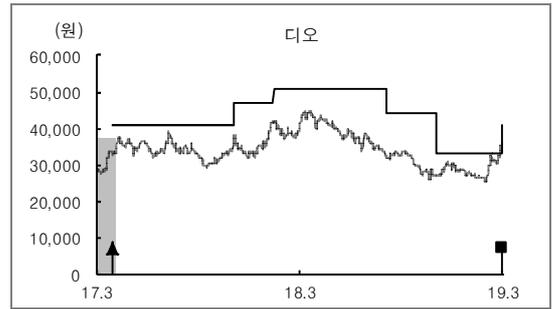
	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
P/E (x)	53.9	64.4	28.1	22.0
P/CF (x)	18.2	24.5	18.2	15.3
P/B (x)	4.0	3.1	3.4	2.9
EV/EBITDA (x)	20.2	31.4	18.3	14.9
EPS (원)	658	447	1,283	1,633
CFPS (원)	1,948	1,173	1,982	2,356
BPS (원)	8,924	9,319	10,602	12,234
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	8.0	-4.2	14.3	24.0
EBITDA증가율 (%)	-3.4	-50.0	114.3	20.0
조정영업이익증가율 (%)	-11.1	-62.5	166.7	29.2
EPS증가율 (%)	-51.3	-32.1	187.0	27.3
매출채권 회전을 (회)	1.6	1.6	1.8	1.9
재고자산 회전을 (회)	6.5	6.3	7.1	7.2
매입채무 회전을 (회)	6.6	6.5	7.0	7.1
ROA (%)	6.8	4.0	9.8	11.0
ROE (%)	8.9	5.7	14.7	16.0
ROIC (%)	12.9	5.2	13.6	16.2
부채비율 (%)	45.2	46.6	44.7	40.5
유동비율 (%)	250.8	291.3	330.0	382.4
순차입금/자기자본 (%)	16.8	7.9	0.2	-11.7
조정영업이익/금융비용 (x)	19.6	6.3	39.0	49.2

자료: 디오, 미래에셋대우 리서치센터

디오
2018년의 Big Bath는 2019년의 기저효과로

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
디오(039840)				
2019.03.12	Trading Buy	41,000	-	-
2018.11.14	매수	33,000	-12.57	6.67
2018.08.14	매수	44,000	-30.46	-22.73
2018.01.24	매수	51,000	-23.24	-11.86
2017.11.15	매수	47,000	-24.94	-10.11
2017.04.11	매수	41,000	-16.97	-4.88



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(□)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
81.28%	9.63%	9.09%	0.00%

* 2018년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
 - 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
 - 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.