



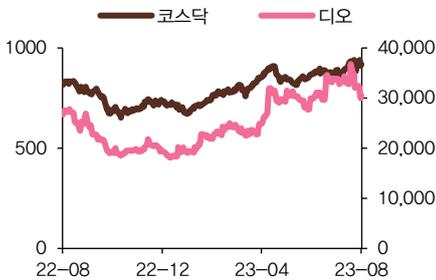
S.T.A.R Research
Company Report 23.08.07

Researcher's Opinion

Conviction Buy

목표주가	49,000
현재주가	30,450
상승여력	60.9%

Stock Price



Key Information

KOSPI 지수	2,605.39
52주 최고/최저(원)	36,800 / 18,150
시가총액(억 원)	4,836
발행주식수(주)	15,881,755
20년 배당수익률(%)	0
주요주주 지분율(%)	29.65

ESG Grade

ESG평가 등급	A+	A	B+	B	C	D
환경(E)	A+	A	B+	B	C	D
사회(S)	A+	A	B+	B	C	D
지배구조(G)	A+	A	B+	B	C	D

Consensus

	2023F	2024F
매출액(억 원)	1,748	2,136
영업이익(억 원)	410	553
영업이익률(%)	23.45	25.89
순이익(억 원)	290	393
EPS(원)	1,932	2,582
PER(배)	16.77	12.55

S.T.A.R Research

김수민
paulkim1243@naver.com
47th member



디오 (KQ.039840)

디오, 디지털 솔루션으로 주가 오르자

목표주가 49,000원으로 강력 매수 제시

본 리서치 팀은 Historical P/E Valuation에 따라 목표주가 49,000원으로 매수를 주장한다. 동사의 23년도 매출액과 영업이익은 각각 1,742억 원(YoY +32.7%), 400억 원으로 전망하며, 24년도 매출액과 영업이익은 각각 2,166억 원(YoY +24.3%), 590억 원(YoY +47.5%)으로 전망한다.

투자포인트: 24년 실적 성장 苦待해라

23년, 24년 동사의 매출액은 각각 1,742억 원(YoY +32.7%), 2,166억 원(YoY +24.3%)으로 탐 라인 성장이 전망된다. 이는 동사의 Q 증가 수혜에 기반한 1)24년 미국向 실적 성장과 2)영업망 개선을 통한 내수, 중국 실적 성장도 기대되기 때문이다.

특히 24년 동사의 미국向 매출액은 306억 원(YoY + 59.4%)으로 실적 성장이 전망된다. 이는 1)지속적인 DSO 체결 및 유통망 확보로 점진적인 매출 성장 가시화가 기대되는 점과 2)디지털 임플란트 솔루션에서 동사가 세계적 선두주자인 점에 기인한다. 동사의 주가 상승 KEY FACTOR가 실적이기때, 24년 동사의 탐 라인 성장은 주가 상승을 견인할 것으로 판단된다.

체크포인트. 지속적 채권조정 우려 및 이란&미국 갈등 우려

23년, 24년 실적에 22년과 같은 대규모 채권 조정의 반영은 제한적일 것으로 판단된다. 이는 채권 회수가 안되는 매출처 위주로 공급망을 정리하며 동사의 재무 건전성을 높이는 일시적 현상임에 기인한다.

또한, 3Q19, 4Q19, 20년과 같이 중동向 매출이 전혀 잡히지 않는 현상은 당분간 없을 것으로 판단된다. 이는 동사가 대리상을 통해 제품을 판매하고 있음에 기인한다.

투자지표	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액(억 원)	1,201	1,500	1,313	1,742	2,166
영업이익(억 원)	300	348	(44)	400	590
영업이익률(%)	24.99	23.19	(3.36)	22.9	27.2
순이익(억 원)	114	281	(201)	243	381
순이익률(%)	9.5	18.74	(15.31)	13.9	17.6
EPS(원)	718	1,806	(1,292)	1,503	2,399
PER	44.05	20.68	(15.25)	19.9	12.7

CONTENTS

산업분석

3

기업분석

8

주가분석

10

투자포인트

12

투자포인트, 24년 실적 성장 기대해라

체크포인트, 지속적 채권조정 우려 및 이란&미국 갈등 우려

매출액가정

17

비용가정

20

밸류에이션

22

Historical Valuation, 목표주가 49,000원으로 강력 매수의견 제시

Appendix – 추정재무제표

23

산업분석

글로벌 Dental 산업의 구조적 성장

덴탈 산업 성장성은 보장

- 1) 글로벌 고령화 현상
- 2) 개인 소득 증가

글로벌 덴탈 산업은 21년 363억 2000만 달러에서 25년 388억 4000만 달러로 연평균 7.4% 성장할 것으로 전망된다. 이는 1)글로벌 고령화 현상 심화, 2)개인 소득 수준 증가함에 기인한다. 65세 이상 인 노인인구의 결손치아 개수는 약 18.3개로 고령화 현상이 심해지는 상황에서 치아 치료 환자 수는 절대적으로 증가할 것으로 판단된다. **[도표1]** 또한 덴탈 산업은 1인당 GDP 1만 달러 돌파 전후로 폭발적인 성장을 했고 글로벌 실질 가처분소득도 높아지는 상황에서 기존 비싸서 쉽게 이행하지 못하던 치과 치료의 신규 침투 수요도 증가하는 상황이다.

임플란트, 이젠 필수소비재

덴탈 산업은 치과에서 수행되는 치료 제반에 대한 장비/소모품을 제조 및 유통하는 산업을 일컫는다. 주요 제품으로 임플란트, 치과용 영상진단 장비(X-ray, CT), 치과용 기자재, 교정 재료, 밀링 머신 등 여러 장비들이 존재하지만 본 리서치원은 덴탈 산업 분야 중 임플란트 산업에 주목할 것을 강조한다. 이는 임플란트가 1)덴탈 산업의 핵심 제품이며 2)높은 마진율로 수익성을 확보할 수 있고 3) 상대적으로 글로벌 경기에 둔화하는 필수소비재 항목이기 때문이다.

덴탈 장비 말고 임플란트 산업에 주목해라

- 1) 낮은 침투율
- 2) 덴탈 산업 핵심

글로벌 임플란트 산업은 22년 46억달러에서 30년 97억달러로 연평균 9.8% 성장할 것으로 전망된다. 이는 1) 높은 성장성과 마진율 2) 임플란트를 중심으로 덴탈 산업이 성장하고 있음에 기인한다

글로벌 임플란트, 침투율 1.6%

임플란트 산업은 아직까지 낮은 침투율로 성장성이 매우 높을 것으로 전망된다. 스트라우만의 21년 자료에 따르면, 1만명 당 임플란트 식립 개수는 미국 83개, 중국 10개 수준으로 현저히 낮은 수치이다. **[도표2]** 글로벌 인구 결손 치아 개수로 선정한 임플란트 시술 가능 개수는 약 20억개인데, 21년 기준 시술된 임플란트 3,200만개에 불과한 것으로 파악된다. 즉, **글로벌 임플란트 침투율은 1.6%** 매우 낮은 수준이며 임플란트 보편화 및 대중화로 더 침투할 여지가 충분히 크다고 판단된다.

높은 마진 보장

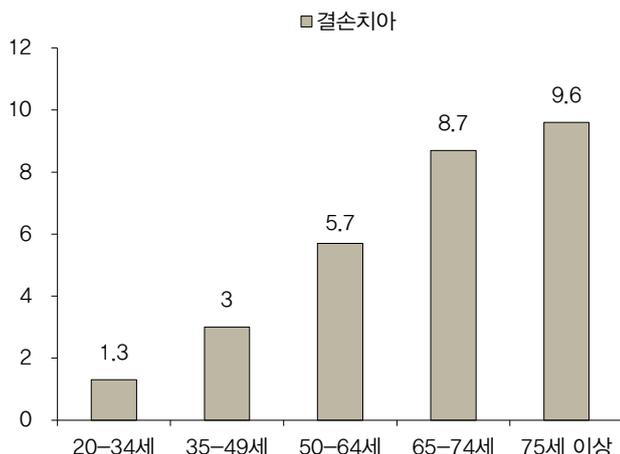
임플란트는 덴탈 산업 내에서 가장 높은 수익성을 보이는 산업이다. 임플란트는 원재료비, 노무비 등 원가율 30% 내외인 고부가가치 제품으로 높은 마진율을 보이는 제품이다. 핵심 원재료인 티타늄, 금 외에도 여러 원재료가 사용되기 때문에 단일 원재료 품목의 시세 변화로 큰 영향을 받지 않는 특성을 가져 국내 임플란트 제조사들의 높은 GPM을 보장해준다.

임상 데이터가 임플란트 경쟁력

한편, 덴탈 산업 성장의 핵심은 임플란트 산업이며 관련 덴탈 장비들은 임플란트의 성장에 함께 따라오는 종속물이라고 판단된다. 이는 임플란트 산업의 강력한 레퍼런스에 기인한다. 임플란트 산업의 진입장벽 요인은 표면 처리 기술, 임상 데이터, 레퍼런스이다. 즉, 임플란트의 기술적 해자는 낮으나 임상 데이터 등 오랜 연구 결과들이 쌓이며 고객들의 신뢰를 얻고 있는 것이 강력한 해자로 여겨지는 산업이다.

도표 1. 연령대별 결손 치아 수

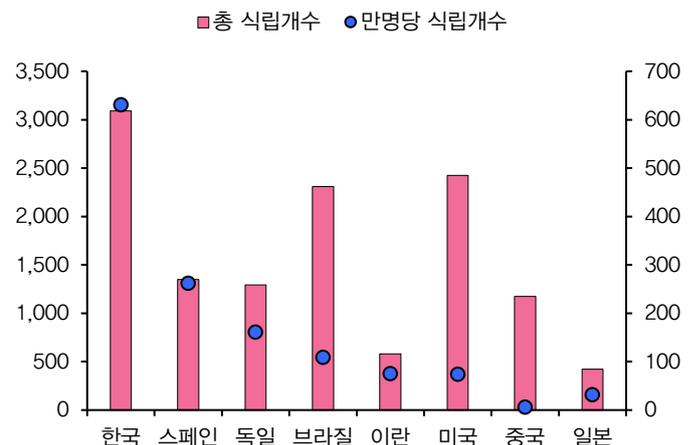
(단위: 개)



자료: 미국국립보건원, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 2. 국가별 1만명당 임플란트 식립개수

(단위: 개)



자료: 산업 자료, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

산업분석

덴탈 장비,
1회성 구매 多

반면, 덴탈 장비인 스캐너, CT의 경우 기술력을 결과로 정확히 측정할 수 있어 중국의 값싼 제품 및 기술력으로 만들어진 제품의 침투 시 언제든지 점유율이 바뀔 수 있는 구조이다. 또한, 1회성 구매가 많아 장비 보급이 완료되면 매출이 여성장할 리스크도 많은 산업이기에 **덴탈 산업에선 임플란트 산업에 주목해야 한다고 판단된다.**

K-임플란트 성장 overview

국내 임플란트 업계의 해외 침투 방법은?

국내 임플란트 업계,
수출 데이터 호조

23년 6월 기준 국내 임플란트 수출액은 8,102만 달러로 월별 수출액 최고치를 달성했다. [도표3] 특히 최대 수출국인 중국의 4월 시행된 VBP 효과로 수출액이 정상화되면서 더 높은 수치를 보였다. 국내 임플란트 산업의 경우 14년 임플란트 건강 보험 적용을 계기로 외형 성장을 시작했으며 현재는 임플란트 공급과잉으로 인해 치과에서 시술하는 수가가 낮아지고 있는 상황이다. **이에 국내 임플란트 업계는 포화된 국내 시장을 극복하기 위해 미국, 중국, 중동 등 해외로 침투 여력을 늘리는 중이다.**

밸류 세그먼트로
글로벌 임플란트 침투

현재 글로벌 임플란트 업체는 브랜드력과 오랜 임상 데이터들을 내세워 점유율을 유지 중이지만 최근 프리미엄 브랜드와 밸류 브랜드간의 품질 차별화 요소가 사라지면서 밸류 세그먼트의 고성장도 지속될 것으로 전망된다. [도표4] 또한, 디지털 덴티스트리가 등장하며 국내 임플란트 업체들의 발전된 기술력으로 서구권에 진입할 수 있는 기회를 가지게 되었고 중국 또한 VBP정책이 맞물리며 국내 업체들의 수혜가 예상되는 바이다. **즉, 국내 임플란트 업계는 강점인 밸류 세그먼트의 성장, 장기적으로는 디지털 치료 솔루션 구축 및 신흥국 내 지속적 침투로 그 성장성을 이어갈 것으로 판단된다.**

밸류 세그먼트, 중국 국공립 병원으로 확장

국공립 입찰로 Q 증가

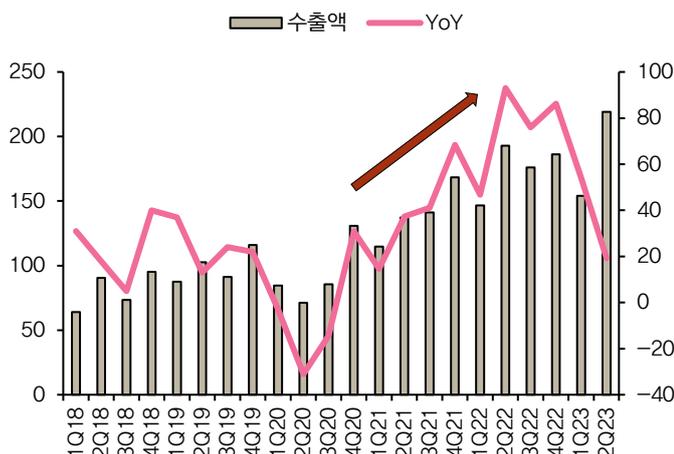
중국 VBP 효과의 수혜로 국내 임플란트 업체의 강점인 밸류 세그먼트 라인의 수혜는 더욱 커질 것으로 전망된다. 이는 국공립 입찰 참여로 Q 증가 수혜가 발생함에 기인한다.

프리미엄 라인을 선호하는 국공립 병원도 많다

VBP정책 수혜로
밸류 세그먼트,
국립병원 침투 가능

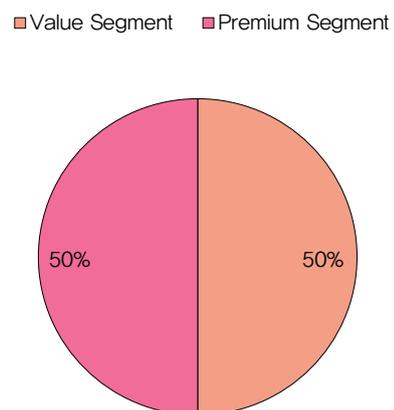
현재 시행되고 있는 중국 VBP정책으로 **밸류 세그먼트 분야는 프리미엄 세그먼트에 비해 중국 시장 내에서 큰 경쟁력을 지닐 것으로 판단된다.** VBP 정책의 목표는 의료 소모품의 중앙 집중식 구매를 통해 임플란트 전체 시술 비용을 낮추고 공급을 안정화하는 것이다. 현재 국공립 병원이나 공공 의료기관을 중심으로 제도가 시행되고 있으며 향후 민간병원은 자율적으로 참여할 것으로 판단된다. 사실 중국 치과병원은 80%이상이 민간 병원이고 국내 임플란트 업체들은 밸류 세그먼트를 내세우며 민간 병원 중심으로 성공적인 침투를 한 상황이다. 더불어 VBP효과로 프리미엄 라인을 선호하는 국공립병원에도 침투를 성공하며 Q 증가는 보장된 것으로 판단된다.

도표 3. 분기별 국내 임플란트 수출 데이터 (단위: (좌): 백만 달러, (우): %)



자료: 수출입 무역통계, HS CODE = 9021.29, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 4. 글로벌 임플란트 시장 Segment별 분류 (단위: %)



자료: Straumann, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

산업분석

P 하락 우려,
Q 증가로 상쇄

또한 VBP효과로 인한 **밸류 세그먼트 P 하락** 우려는 Q 증가 수혜로 상쇄될 것으로 전망된다. **쓰촨성 의료보장국의 임플란트 입찰 개요**를 보면, 프리미엄 라인의 P는 35~40% 하락했고 Q는 25~30% 증가한 수치를 보여 전체 시장 크기는 20~30%로 감소할 것으로 전망된다. 반면, **밸류 세그먼트의 경우 P는 20%이내로 하락했지만 Q는 오히려 30~40% 증가해** 전체 시장 크기는 10%이상 성장할 것으로 판단된다. **[도표5]**

프리미엄 세그먼트 업체,
밸류 라인 진입 제한적

한편, 글로벌 프리미엄 세그먼트 업체들의 중국 내 점유율 확대를 목표로 밸류 라인의 M&A가 발생할 우려도 존재하지만 중국 내 적절한 인수 대상 부족, 부족한 자금으로 이는 제한적일 것으로 판단된다. 결론적으로 올해 하반기로 갈수록 VBP 제도의 본격적 시행으로 국내 업체들의 전반적인 중국 실적 개선세가 이뤄질 것으로 전망된다.

K-임플란트, 디지털 치료 솔루션 구축으로 더 성장한다

Digital Dentistry?

디지털 덴티스트리,
국내 임플란트 업계 성장 동력

디지털 덴티스트리는 임플란트 수술, 교정, 보철 등의 워크플로우를 진단장비 및 소프트웨어(CBCT, CAD/CAM, 3D스캐너)로 치료 전과정을 디지털 데이터로 전환해 신속하고 정확한 진료를 수행하는 진료 방식이다. **[도표6]** 기존엔 인상체 획득, 석고 모델 제작, 기공소 배달 및 제작 등 수작업 위주의 아날로그 방식으로 진행됐었는데, 진단장비들을 이용한 간소화된 디지털 방식 도입으로 환자 및 의사의 시간과 (3~6개월 -> 1개월 단축) 비용 절약, 정밀도 높은 치료가 가능해져 DSO 치과 위주로 보급이 확장되고 있다. **이에 국내 임플란트 업체들은 디지털 덴티스트리 활용 장비 및 소프트웨어를 자체 개발하거나 M&A를 통해 확보하는 등 성장 동력을 키우고 있다.**

디지털 덴티스트리 開化 FACTOR: DSO

글로벌 임플란트
식립개수 증가를 위해
디지털 치료 솔루션의
선행 필요

본 리서치원은 글로벌 임플란트 식립 개수 증가를 위해 디지털 치료 솔루션 보급이 선행될 것으로 판단된다. 이는 비숙련 의사도 짧은 교육 기간을 통해 정밀도 높은 치료가 가능함에 기인한다. 기존 임플란트 기술은 의사 개개인의 역량이 중요해 평균 10~15년의 숙련 기간이 필요하고 20% 미만의 전문의만 기술이 가능했지만 디지털 솔루션을 통해 기술 숙련 기간을 반으로 단축시킬 수 있다. **[도표7]** 즉, 디지털 치료 솔루션이 보급될수록 기술이 가능한 의사 수가 증가할 것으로 전망한다.

- 1) 규모의 경제
- 2) 진료 수준 평준화
- 3) DSO 치과 위주로 도입

더불어 디지털 덴티스트리는 1) 규모의 경제를 통한 수익성 개선, 2) 진료 수준 평준화, 3) 환자와 의사의 만족도 증가 등의 장점을 가져 DSO 치과를 위주로 신속히 도입될 것으로 판단된다. 우선, DSO란 기업형 네트워크 치과병원으로, 치과 내 진료를 제외한 모든 업무(행정, 영업, 운영, 구매 등)를 관리해주는 체계로 치과 의사가 오로지 진료에만 집중할 수 있게 도와준다. 즉, DSO를 통한 규모의 경제로 원가절감을 이루면서 고부가치 기술인 임플란트, 교정 등을 합리적인 가격으로 시장에 공급할 수 있어 상류층으로만 제한되던 기술이 중저가 시장으로 확장할 수 있는 이점이 있다. **[도표8]**

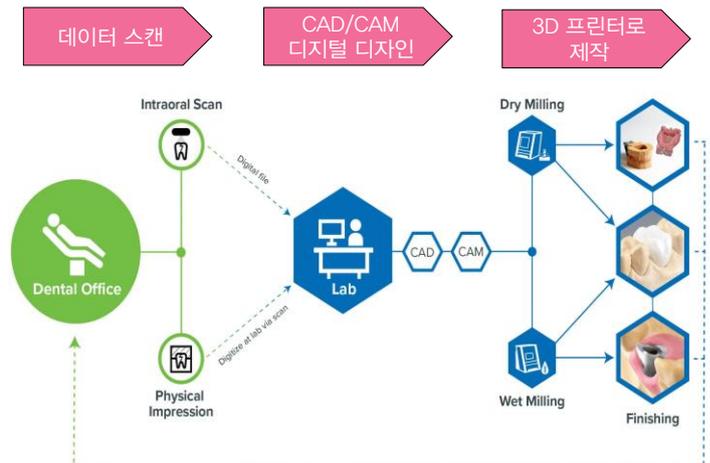
도표 5. 1차 중국 VBP 입찰 업계 ASP 하락률

(단위: 위안, %)

기업	국가	벤치마크 가격(위안)	입찰 가격 상한(위안)	최소 ASP 하락(%)	
프리미엄 세그먼트	스트리우만	스위스	3,373	2,294	-32%
	노벨 바이오케어	스위스	3,373	2,294	-32%
	덴츠플로이 시로나	미국	3,373	2,294	-32%
밸류 세그먼트	오스템 임플란트	한국	957	794	-17%
	덴티움	한국	957	794	-17%
	디오	한국	1,120	914	-17%

자료: 쓰촨성 의료보장국, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

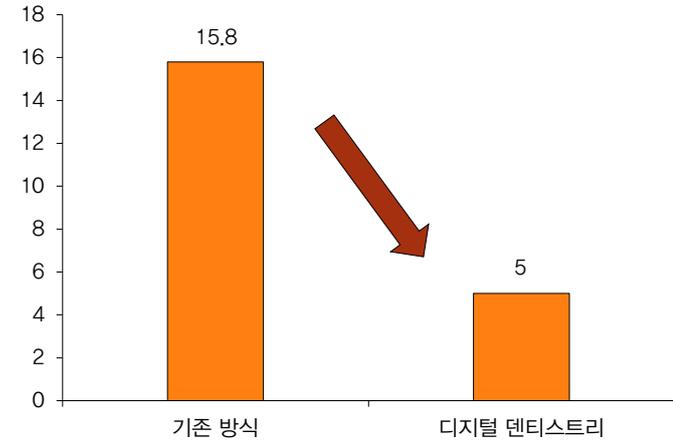
도표 6. 디지털 덴티스트리 워크플로우



자료: 산업 자료, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

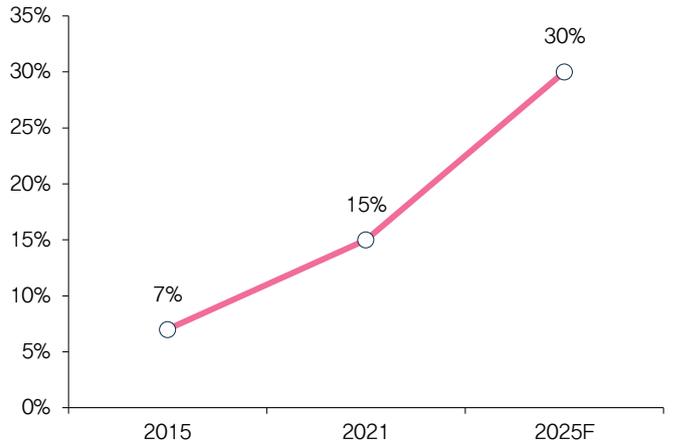
산업분석

도표 7. 치과 진료 방식 변화로 숙련 단축 기간 (단위: 년)



자료: 업계 자료, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 8. 주요국 임플란트 시술 중 DSO로 시행 비율 추이 (단위: %)



자료: Straumann, MRG 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

미국 임플란트 시장: 글로벌 업사이드 가능

DSO 확장세가 가파른 미국 시장 주목

DSO의 주도로 디지털 덴티스트리가 점차 확장되고 있으며 특히 DSO로 시장 재편을 이루고 있는 미국, 임플란트 시술 가능 의사 수가 부족한 중국을 위주로 성장할 것으로 판단된다. 한편, 본 리서치원은 지속적으로 DSO의 확장세가 가파르게 나타나고 있는 **미국 시장**에도 주목할 것을 주장한다. 이는 1) 치과 단독 개원 수 감소세, 2) 중산층 타겟 밸류 시장 성장, 3) 글로벌 업사이드가 가능한 시장 입에 기인한다.

미국 DSO 증가세 어쩌면 필연적인 현상

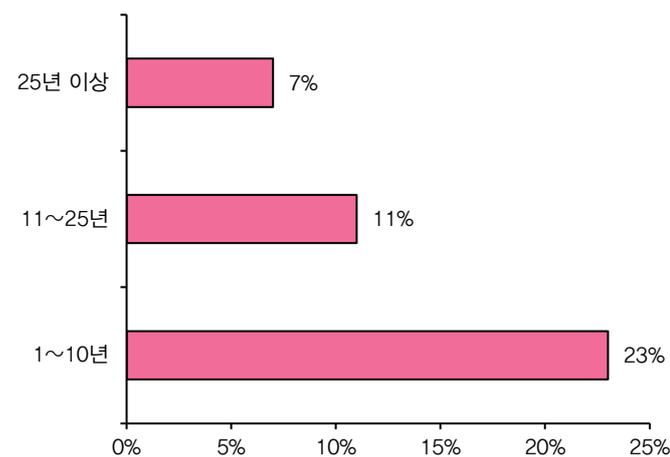
미국 젊은 세대 치의, DSO 선호

현재 미국에선 개원이 감소하고 있으며 미국 시장 내 DSO 비중은 13%로 지속적인 증가 추세를 보이고 있다. 여기서 주목할 점은 치과 대학을 졸업한 지 10년 미만인 젊은 세대인 치과 의사의 경우 23%로 높은 수치를 보이고 있다는 것이다. [도표9] 미국 개인 치과 개원 비용은 보통 3~4억 원으로 추정된다. 또한, 일반적인 미국 치과대학원생들은 졸업 시까지 큰 액수의 학비를 대출받기까지 해 졸업 이후 단독 개원은 부담스러운 일로 작용한다. 즉, DSO 소속으로 얻을 수 있는 원가절감 및 수익성 개선 등의 장점으로 젊은 치과 의사들의 DSO 채택 지속적으로 증가할 것으로 판단된다.

미국 임플란트, 신생 브랜드 M/S 증가

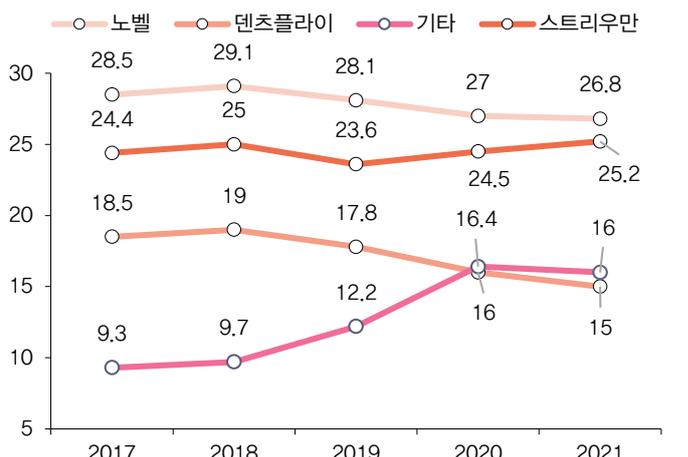
또한, DSO를 통한 취약계층 파이낸싱 전략으로 중산층 이하 환자 수요가 확장될 것으로 전망된다. 사실 미국은 기존 프리미엄 시장 치과소재부터 병원들까지 과점화로 이뤄진 폐쇄적 환경이었다. 하지만 점차 입증된 밸류 세그먼트 기술력, 가성비 높은 신규 치과장비 등의 수요가 높아지며 점유율의 변동성이 생기기 시작했고 이에 따라 중산층의 진료 수요도 증가할 것으로 전망된다. [도표10]

도표 9. 연차별 미국 DSO 소속 치과 의사 비율 (단위: %)



자료: ADA(American Dental Association), 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 10. 미국 임플란트 업계 시장 점유율 변화 추이 (단위: %)



자료: 산업 자료, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

산업분석

미국 레퍼런스만 확보하면 중국 M/S 확장은 시간 문제

미국 임플란트 시장, 글로벌 업사이드 가능

서구권 내 국내 임플란트 업체의 침투가 매우 어렵기 때문에 서구권에서의 성공적인 자리잡음으로 중국 및 기타 신흥국 시장을 뚫는 것은 자연스럽게 이어질 것으로 전망된다. 이는 글로벌 임플란트 시장에서 미국이 차지하는 규모가 가장 큼에 기인한다. 미국은 글로벌 임플란트 시장에서 20%의 높은 점유율을 가지고 있으며 글로벌 임플란트 업체인 Straumann, Dentsply 같은 프리미엄 라인 업체들이 큰 점유율을 보이고 있다. 하지만, 앞서 언급한 것처럼 오히려 신규 브랜드들의 점유율이 높아지고 있으며 업체별 임플란트 기술력 차이가 있지 않아 미국 내 의료 기자재 유통사와 협업을 맺는 등 미국 내 레퍼런스만 점차 확보한다면 타국 시장 진입은 훨씬 쉬울 것으로 판단된다.

자체 치과 치료 솔루션 지닌 업체를 공략해라

자체 디지털 치과 솔루션 지닌 업체 주목

이에 본 리서치원은 자체 디지털 치과 치료 솔루션을 지닌 업체들은 DSO가 선도하는 덴탈 산업 성장에서 가장 강력한 협상력을 가질 것으로 전망된다. DSO업체들은 솔루션 업체와의 장기 계약을 통한 인프라 기반을 안정적으로 마련하며 경쟁 우위를 지니고 싶어할 것이다. 즉, DSO와의 협업을 통해 Captive 채널을 확보한 업체의 점진적인 매출 성장이 기대가 되며, 디지털 치료 솔루션의 임상 데이터들이 쌓일수록 정확도를 높일 수 있기 때문에 이 분야에 선점한 업체에 주목할 것을 주장한다. 또한 솔루션을 기반으로 브랜드 레퍼런스를 확보해 더 많은 수요처로 침투할 가능성도 존재한다.

Top – pick: 디오

Top-Pick: 디오

본 리서치원은 글로벌 임플란트 산업 내 성장 동력인 1) 디지털 임플란트 솔루션 분야에서 'DIO Navi'로 국내 디지털 덴티스트리 솔루션 시장의 선두주자이며 2) 침투가 어려운 서구권 내 DSO와의 계약으로 여러 수요처를 확보해 24년 외형적 실적 성장이 기대되고 3) 밸류 세그먼트 특성을 기반으로 한 판매 채널 다변화로 시장 추가 침투 여력이 존재하는 디오를 탑픽으로 제시한다.

편집상 공백

기업분석

기업개요

기업 개요 및
국내 M/S 3위

동사는 치과용 임플란트 및 시술 솔루션을 설계·제조, 판매하는 기반사업과 치과용 기자재 및 기타 의료기기 등의 상품을 판매하는 유통사업을 영위하고 있으며, 00년 6월 코스닥시장에 상장되었다. 동사는 고유의 표면처리기술인 HSA기술(Hybrid SLA)을 바탕으로 기존 대비 골융합도 및 안정성이 향상된 치과용 임플란트 및 이를 활용한 디지털 솔루션을 판매하여 주요매출을 시현하고 있고 축적된 임상 데이터와 연구개발기술력을 기반으로 **국내 M/S 3위**를 달성했다. 또한, 국내·외 폭넓은 영업망을 구축하여 시장수요에 부합하는 다각화된 임플란트 제품을 글로벌 60여개 국가에 판매하며 매출처를 확대하고 있다.

골고루 분포된 매출처

23년 1분기 기준 동사는 사상 최대 분기 매출을 달성했으며 지역별 매출은 한국 30%, 중국 9.5%, 미국 7.6%, 중동 17.9%를 차지하며 다양한 매출처에서 수익을 내고 있다. **[도표11]** 동사의 주력 시장은 특정대 있진 않지만 향후 중국, 미국 내 매출 성장을 기반으로 국내, 미국, 중국 각각 25%의 매출 비중을 담당하는 것을 목표로 동사는 꾸준한 제품 판매 침투를 이어갈 것으로 판단된다.

사업부 소개

임플란트 사업부

주력 제품
디오 UV 임플란트로
기술력 입증

23년 1분기 기준 동사의 치과용 임플란트 사업부 매출은 372억 원을 기록했고 90.1%의 매출 비중을 차지했다. 동사가 공급하는 주력 제품군은 임플란트, DIO Navi, Digital 교정장치, 디지털 보철솔루션 등 총 4개 부문이다. 임플란트는 가격대별로 Premium, Value, Low-end 라인으로 나뉘는데, 동사의 임플란트는 Value 라인으로 인식되고 있다. 특히 동사의 주력 임플란트 제품인 디오 UV 임플란트는 임플란트 표면의 친수성을 극대화한 동사만의 기술력으로 누적 판매량 90만 개를 돌파해 제품 우수성을 입증해주고 있다.

디지털 덴티스트리 大家

디지털 임플란트 솔루션
원조

동사는 14년 **국내 최초로** 치과용 **디지털 임플란트 솔루션**인 DIO Navi를 출시해 정밀도 높은 수술 가이드를 제공 중이며 현재 누적 식립 80만 홀을 앞두고 있다. 동사는 UV 임플란트, 디지털 임플란트 시술 가이드를 중심으로 원 데이(1Day) 임플란트 보철을 완성할 수 있는 체어사이드 솔루션까지 개발해 시술자와 환자의 니즈를 충족하는 기술력을 갖추고 있다. 동사가 개발한 디지털 임플란트 솔루션은 3차원 컴퓨터 시뮬레이션 기술과 최소 절개 기술로 환자의 통증을 최소화하고, 무치악, 발치 후 즉시 식립, 상악동 거상술 등 광범위한 분야에서 적용할 수 있는 범용성을 갖추고 있어 그 성장성이 기대된다. **[도표12]**

도표 11. 동사 1Q23 국가별 매출 비중

(단위: (좌): 억 원 (우): %)



자료: 디오, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 12. 동사의 DIO Navi 솔루션 워크플로우



자료: 디오, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

기업분석

의료용 기자재 사업부

견조한 수익성

23년 1분기 기준 동사의 의료용 기자재 사업부 매출은 41억 원을 기록했고 9.9%의 적은 매출 비중을 차지하고 있다. 이는 동사의 디지털 덴티스트리 라인업에 포함된 의료용 기기 및 기타 치과용 의료 소재들을 유통시키며 발생하는 상품 매출로 견조한 수익성을 보여줄 것으로 판단된다.

재무 분석

안정된 재무구조

동사는 최근 5개년간 평균 유동비율 142.4%, 부채비율 92.1%로 안정적인 재무 구조를 유지하고 있다. 또한 동사는 올해 전환사채가 모두 상환됐으며, 동사의 자본유보율은 22년 기준 2282%로 과거의 성과로 벌어들인 이익을 사내에 축적하며 경기침체 등 외부 환경적 리스크에 대한 리스크가 적어 동사의 재무구조가 탄탄함을 입증해준다. [도표13]

대손충당금 & 재고자산회전율

경쟁사 대비 낮은 대손충당금 설정

동사는 22년 부실한 매출채권 조정을 단행하며 대손충당금 설정률이 22년 17.2%에서 23년 1분기 16.8%로 감소하는 추이를 보였다. 이는 경쟁사가 31%를 유지하고 있는 대손충당금 설정률 대비 낮은 수치이며 동사가 부실한 거래처 정리를 통해 투명한 회계 처리를 진행하고 있음을 보여준다. [도표14]

체계적인 재고 관리

또한 동사의 재고자산회전율은 22년 5.02에서 23년 1분기 6.16으로 증가하는 추세를 보였는데 이는 동사의 재고자산이 매출로 빠르게 이어지고 있어 재고자산의 관리가 효율적으로 진행되고 있음을 입증해준다. 한편, 경쟁사의 재고자산회전율은 1.1에서 0.6으로 하락했다. [도표14] 이는 경쟁사의 재고자산이 매출로 이어지기까지 시간이 오래 걸리며, 재고 손실의 발생 가능성이 높아 부실 재고 발생 가능성이 크다는 우려가 존재한다. 이처럼 경쟁사와 대비되는 재무 구조는 투자자들의 신뢰를 얻는 요소로 작용할 것으로 판단된다.

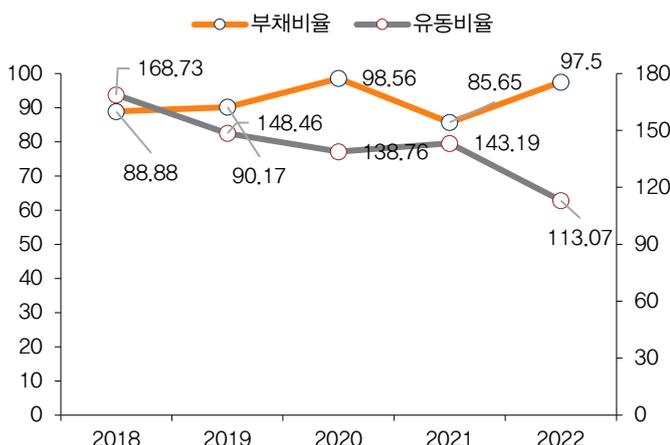
연구개발비 및 특허

꾸준한 R&D 진행

동사는 22년 매출액 대비 6.9%를 R&D 투자에 사용했고 최근 5년간 치과용 임플란트 소재 및 디지털 플랫폼 구축 관련 신규 개발 49건, 성능 개선 19건 등 끊임없는 연구 개발 실적을 보이고 있다. 또한 동사가 영위하는 의료기기사업과 관련해 총 985건 (특허 474건, 실용신안 8건, 디자인 215건, 상표 288건)의 지적재산권을 보유하고 있어 국내 임플란트 업계 후발주자임에도 꾸준한 연구를 진행 중이다.

도표 13. 동사의 부채 비율, 유동비율

(단위: %)



자료: 디오, 성균관대학교 금융투자학회 S.TAR

도표 14. 대손충당금 설정률, 재고자산 회전율 비교

(단위: %, 회)

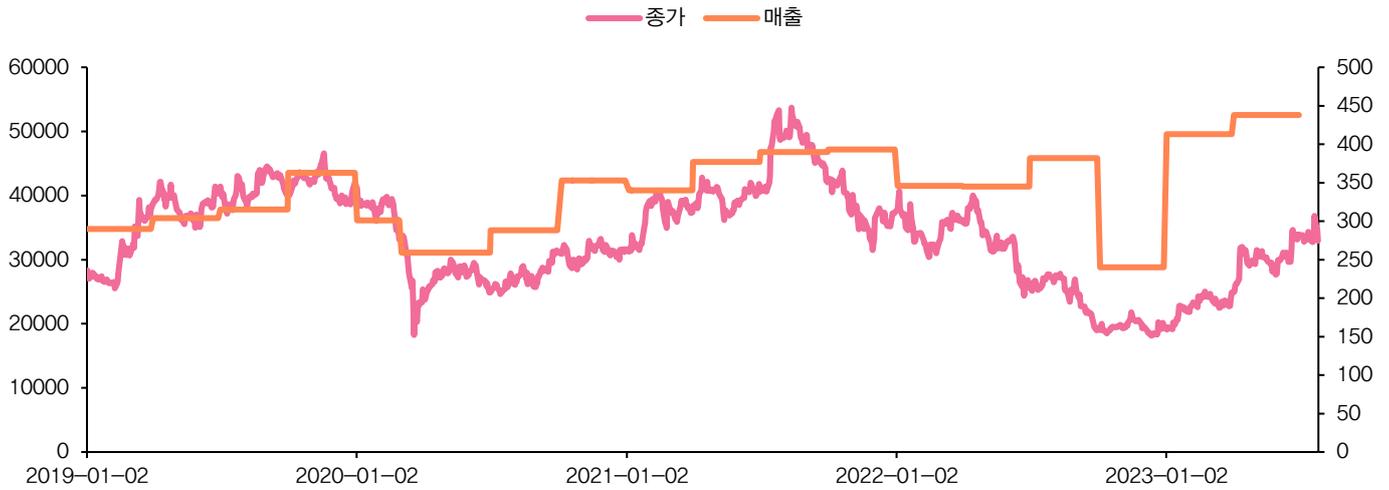
항목	기업	2019	2020	2021	2022	1Q23
대손충당금 설정률	디오	13.8%	15.6%	12.8%	17.2%	16.5%
	덴티움	16.1%	24.8%	31.5%	31.3%	31%
재고자산 회전율	디오	5.3회	4.9회	6.36회	5.02회	6.16회
	덴티움	1.5회	1.4회	1.5회	1.1회	0.6회

자료: 디오, 덴티움, 성균관대학교 금융투자학회 S.TAR

주가분석

도표 15. 디오 수정 주가 및 분기별 매출

(단위: (좌): 원, (우): 억 원)



자료: 한국거래소, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

주가 변동 KEY FACTOR: 실적

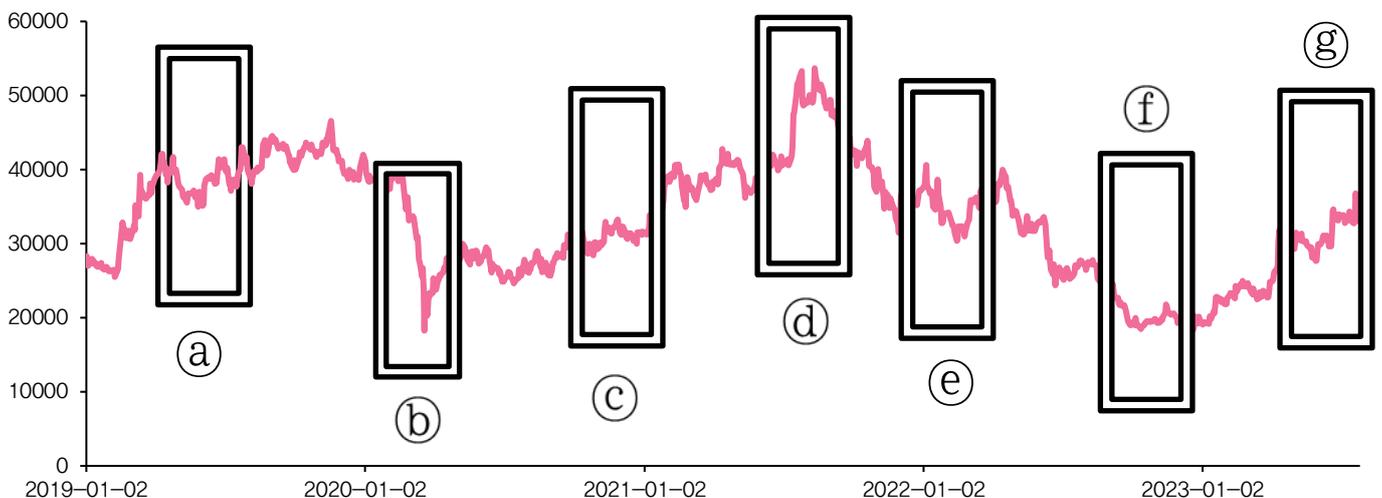
디오의 주가는 **분기별 실적 추이**를 정직하게 따라가는 흐름을 보인다. 21년 팬데믹 시기에도 1,2분기 30%가 넘는 영업이익률을 보이며 주가 최고치를 찍었으나 3Q22, 4Q22 동사의 거래처 채권 재고조정으로 영업이익률이 한자리수로 내려오며 시장 기대감에 못 미치는 실적을 보이자 주가가 하락세를 이어갔고 최근 1Q23 어닝 서프라이즈로 최고 분기 실적을 보이며 주가가 상승한 모습을 보여준다. 이외에도 임플란트 수출 데이터 호조, 국내 임플란트 업계 동반 주가 상승 등 기타 거시적 지표에 영향을 받아 주가가 변동하는 모습을 보이기도 했지만 [도표15]에 나타나듯 확실한 지표는 실적이라고 판단된다.

주가 변동 SUB FACTOR: M&A 이슈

디오의 주가는 **분기별 실적 상승**과 더불어 **매각 이슈**로 상한가를 간 적도 존재한다. 21년 최대주주인 디오 홀딩스, 김진백 디오 대표이사 등이 보유한 지분 30%를 매각하기 위해 매각 주간사인 크레디트스위스(CS)가 티저 레터를 발송한 소식이 있었으며 원매자로 전 세계 임플란트 1위 기업인 스위스의 Straumann 을 포함한 미국의 Dentsply 등 글로벌 기업들이 대거 포진된 경로 알려져 큰 매각 기대감을 받았었다. 하지만 22년 8월 이후 매각이 결렬되면서 주가는 다시 하락세를 보였다.

도표 16. 디오 수정 주가

(단위: 원)



자료: 한국거래소, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

주가분석

주가 변동 KEY FACTOR: 실적

㉠ 2019.1월 ~ 2019.11월	디지털 임플란트 솔루션인 'DIO Navi'의 성장 본격화 + 미국 대형 치과업체 화이트 캡 인수로 -> 실적 상승 기대감
㉡ 2019.11월 ~ 2020.3월	이란/미국 갈등으로 이란 내 매출 부재 우려 반영 + 헬스케어 업종 동반 하락세 -> 코로나로 실적 부진 우려
㉢ 2020.3월 ~ 2021.4월	매각 이슈 + 4Q20 어닝 서프라이즈 실적 + 디지털 임플란트 관련 동사 제품 성장 입증
㉣ 2021.4월 ~ 2021.7월	매각 이슈로 상한가 + 무치악 솔루션으로 외형 성장 + 중소기업과 500억 규모 디지털 임플란트 공급 계약 -> 매각 이슈 및 실적 성장 기대
㉤ 2021.7월 ~ 2022.2월	영업사원 채용 관련 관관비 이슈로 3Q21 영업이익 하락 -> 실적 부진 우려
㉦ 2022.4월 ~ 2022.12월	미국 1위 DSO 계약 등 호재 있었음에도 주가 큰 영향 없음 + 매각 결렬 + 22년 실적 부진 -> 주가 하락세
㉧ 2022.12월 ~ 현재	22년 기저효과로 1Q23, 2Q23 실적 개선 + 추가 실적 성장 모멘텀 -> 실적 성장 기대

국내 임플란트 업계 공통 KEY FACTOR: 실적

국내 임플란트 3사 주가를 움직인 요인은 역시 '실적'이다. 여러 매크로 상황들이 주식 시장의 변동성을 확대하는 가운데 임플란트 주식들은 실적에 따라 비례적으로 움직여 국내 임플란트 업체들을 실적 팔로우업으로 투자 전략을 세워 장기적인 이득을 취하면 좋을 것으로 판단된다.

국내 경쟁사인 덴티움의 경우도 3Q22 역대 최고 OPM을 달성하며 주가 반등을 이끄는 실적 개선 및 성장 기대감이 국내 임플란트 업계 주가를 결정한다고 판단된다. 상장폐지된 오스템임플란트의 경우도 4Q21부터 연속으로 OPM 20%를 달성하며 주가가 긍정적으로 반응했다, 이후 3Q22엔 매출액과 영업이익 모두 역대 분기 최고치를 기록해 주가 또한 상승해 절대적인 실적 수치에 따라 주가가 변동함을 나타낸다.[도표17]

도표 17. 덴티움 및 오스템임플란트 주가

(단위: (좌): 원, (우): 원)



자료: 한국거래소, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

투자포인트. 24년 실적 성장 期待해라

23년, 24년 동사의 매출액은 각각 1,742억 원(YoY +32.7%), 2,166억 원(YoY +24.3%)으로 탐 라인 성장이 전망된다. 이는 동사의 Q 증가 수혜에 기반한 1)24년 미국向 실적 성장과 2)영업망 개선을 통한 내수, 중국 실적 성장도 기대되기 때문이다.

미국 실적 성장, 이제는 보여줄 때

동사 24년 미국 매출 YoY +59.4% 상승 전망

24년 동사의 미국向 매출액은 306억 원(YoY + 59.4%)으로 전망된다. 이는 1)지속적인 DSO 체결 및 유통망 확보로 점진적인 매출 성장 가시화가 기대되는 점과 2)디지털 임플란트 솔루션에서 동사가 세계적 선두주자인 점에 기인한다.

미국 1위 DSO와 계약 성사, 대형 유통망도 확보

1) 미국 DSO 1위 업체와 계약 체결

동사는 미국 내 DSO 1위인 Heartland Dental과 계약을 체결했으며 이후 3위, 5위인 업체, 캐나다 DSO 1위 업체와 지속적으로 계약을 체결해 수요처를 확보하고 있으며, 이는 점진적인 매출 성장을 견인할 것으로 판단된다. [도표18] 동사의 고객사인 Heartland Dental는 현재 제휴를 맺은 치과 병원이 1,700개가 넘으며 향후 소속된 치과 병원을 M&A로 약 2만개까지 늘릴 것으로 파악된다. 최근 글로벌 투명교정 기업 Align Tech이 고객사인 H사에 7,500 만 달러 규모 지분투자를 단행한 점을 보면, 이는 최신 치과 기술 보급에 있어서 DSO가 중요해짐을 입증해준다.

2) 미국 대형 덴탈 유통망, 수요처로 확보

또한, 동사는 미국 내 10만여개 치과 거래선과 60여개 판매거점을 확보한 대형 덴탈 유통사인 Patterson Dental(추정)과 DIO Navi 및 임플란트 제품 공급계약을 맺어 판매 채널을 다변화하고 있다. 동사는 19년도부터 임플란트 시술 전문 교육기관인 화이트 캡을 인수하며 미국 내 임플란트 업계 침투를 위한 치과 네트워크를 확보 중이며 이후 판매처를 더 늘릴 것으로 전망된다.

보여줄게, 19년과 달라진 나 ~

19년, 디지털 덴티스트리 인식 저조

동사의 24년 미국 실적은 19년도 이후 미국 실적 추이와 다르게 점진적으로 성장할 것으로 전망된다. 동사는 19년부터 미국 9개 대형 치과그룹과 디지털 임플란트 솔루션인 DIO Navi 공급계약을 2차에 걸쳐 체결해 미국向 매출이 18년 50억에서 19년 150억으로 급속히 성장했지만, 이후 21년, 22년 미국向 매출은 예상과 달리 부진했다. [도표19] 이는 당시 임플란트 업계의 디지털 덴티스트리에 대한 인식이 저조로 디지털 솔루션의 필요성을 느끼지 못해 발생한 결과로 판단된다.

24년도부터 본격적 DSO향 매출 인식

또한 동사가 일일기준 식립량이 100개 이상인 DSO를 중점적으로 타겟하고 있어 매출 증가가 더딘 근거로 작용한다고 본다. 즉, 동사가 공략하는 대상의 규모가 큰 만큼, 관련 인프라가 확충되고 DSO를 활용한 교육이 매출 선순환으로 연결되는 시간이 필요한 것이다. 하지만, 최근 글로벌 임플란트 업체들이 Straumann Falcon 등 디지털 임플란트 치료 솔루션을 유럽에 출시하며 디지털 분야 개척을 시작하고 있어 디지털 덴티스트리에 대한 수요도 더욱 커질 것으로 판단되며, DSO와 계약 3년 차인 24년도에 동사의 DSO 매출이 점차 인식돼 미국向 매출이 증가할 것으로 전망된다. [도표19]

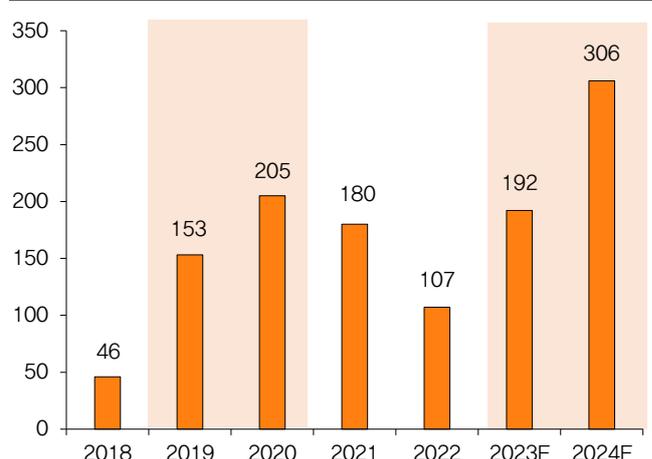
도표 18. 미국 내 상위 10개 DSO

DSO	총 네트워크 수(개)	위치(주)	순위
Heartland Dental	1,700+	38	1
TAG	1,100	45	2
Pacific Dental Services	1,000	25	3
Smile Brands	700	30	4
Sonrava Health	560	20	5
MB2 Dental	550	38	6
Affordable Care	425+	42	7
Dental Care Alliance	400+	22	8
Smile Doctors	390+	28	9
Freedom Dental	350	42	10

자료: DrBicuspid.com, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 19. 동사 미국 매출 변화 추이

(단위: 억 원)



자료: 디오, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

투자포인트. 24년 실적 성장 期待해라

미국 1위 DSO를 사로잡은 동사의 DIO Navi

DIO Navi, 3~6개월
과정으로 임플란트 식립
가능한 SW시스템

동사의 DIO Navi는 미국 임플란트 식립 의사들의 실력 평준화에 기여해 추가 DSO의 공급 업체로 채택될 것으로 판단된다. 미국은 국내와 달리 임플란트 식립 의사들의 실력 편차가 매우 심하며 심지어 발치를 못하는 의사도 존재한다. 이에 동사의 DIO Navi는 3~6개월의 교육 과정만 거치면 충분히 임플란트 식립이 가능한 SW시스템이라는 점에서 미국 1위 DSO 업체의 신뢰를 얻을 수 있었다.

동사, 임플란트&디지털
솔루션으로 경쟁 우위

사실 동사와 H사의 관계를 비유하자면, 중소형 IT회사를 애플이 만나주는 격으로, 대형 DSO의 공급 업체로 채택되기 어렵지만 고객사가 동사의 자체 솔루션 기술력을 좋게 보았고 동사가 초도 물량도 잘 공급한 점이 채택을 견인했다고 판단된다. 또한, 당시 [임플란트 + 디지털 치료 솔루션] 패키지를 구축한 업체는 동사가 유일했기에 타사 대비 경쟁우위를 가졌던 점도 이점으로 작용했다고 본다.

무치악 환자가 많은
미국 시장

이외에도 동사는 세계 최초로 무치악 환자를 위한 DIO Navi. Full Arch 솔루션도 제공하며 미국 내 경쟁력을 이어갈 것으로 전망된다. 이는 무치악 환자가 많은 미국 시장 특성에 기인한다.

22년, 미국 DIO Navi,
Full Arch 계약 병원 수
전년 대비 431% 상승

Dentaly.org에 따르면, 미국 인구의 약 12%인 약 4,000만 명이 치아를 모두 상실한 무치악 환자라고 한다. 미국은 치과 비용 부담과 내원 횟수를 줄이고자 환자들이 성한 치아까지 모두 제거한 무치악 상태에서 임플란트 치료를 받는 경우가 상대적으로 많은 것이다. 실제 동사의 DIO Navi. Full Arch 계약 병원 수는 22년 기준 미국 내에서만 431% 상승해 높은 수요를 보였다. [도표20] 즉, 미국 내 지속적 수요로 단순 임플란트 제품 대비 높은 ASP를 가진 DIO Navi. Full Arch 솔루션의 누적 계약 수가 증가해 외형성장과 수익성 개선이 동시에 일어날 것으로 기대된다.

DIA 교육으로 Lock In 효과 발생

지속적인 DIA 교육으로
전방 고객사 Lock - in

동사는 미국 내 DIA(DIO Implant Academy) 교육 센터를 4개에서 추후 10개로 확장하며 락인 효과를 얻을 것으로 전망된다. 이는 DSO 대응을 위한 센터 확장이 필요함에 기인한다. 동사의 교육 센터에선 현재 여러 DSO업체 산하 치과 의사들에게 임플란트 교육 및 실습을 제공하고 있다. [도표21] 앞서 언급했듯, DSO와 계약을 체결한다고 바로 매출로 이어지지 않는다. 이들에게 교육을 시켜, 자신들의 치과에서 실제 시술을 50~100번을 하며 숙련의로 거듭난 후 임플란트 매출이 발생하는 구조이다. 즉, 의사 교육을 통한 Q 증가에 더불어 계약한 DSO에서 병원을 늘린다면, Q가 증가할 여력이 더욱 커지게 된다.

미국 치과 의사 수준
상향 평준화로 동사
매출 폭발적 상승 기대

장기적으로 동사의 디지털 솔루션 확대로 미국 치과 의사 수준이 상향 평준화되며 식립률이 올라가면, 디오의 매출이 크게 우상향할 것으로 전망된다. 현재 동사는 지속적인 DIA교육으로 임플란트 식립이 가능한 의사 수를 늘리는 중이며, 이는 계약 3년차인 24년 매출 실적 성장을 견인할 것으로 판단된다. 또한 미국 DSO에서 쌓은 레퍼런스와 디지털 임상 데이터들은 디지털 가이드 후발주들과 격차를 벌릴 것으로 판단된다.

도표 20. DIO Navi, Full Arch 계약 병원 수

(단위: 개)



자료: 디오, 성균관대학교 금융투자학회 S.TAR

도표 21. 미국 내 DIA 네트워크 지도



자료: 디오 USA, 성균관대학교 금융투자학회 S.TAR

투자포인트. 24년 실적 성장 期待해라

디지털 임플란트 솔루션 선두주자, 디오

디지털 임플란트 솔루션 선두주자로 선점 효과

디지털 솔루션 분야에서 동사의 경쟁력은 지속될 것으로 판단된다. 이는 동사가 14년부터 국내 최초 디지털 임플란트 솔루션을 개발해 **선점효과**를 누리고 있음에 기인한다.

높은 정밀도로 경쟁력

동사는 타사 대비 임플란트 업계 후발주자로서 경쟁력을 갖고자 신속히 디지털 솔루션을 개발했다. 이에 동사의 DIO Navi는 기존 방식과 달리 절개 기술이 필요 없고, 출혈량도 적으며, 환자의 회복 속도도 빠르고, 높은 정밀도로 기술이 가능한 점에서 레퍼런스를 얻고 있다. 특히, 의료 소송 건수가 많은 임플란트 기술 특성상 디지털 솔루션을 이용할 경우 높은 정확도로 기술이 실패할 가능성이 현저히 떨어지게 되는 이점도 갖고 있어 초기 개원의를 중심으로 수요가 증가하고 있다.

DIO Navi 기반 임플란트 누적 식립률 수 임상데이터 多

동사의 **DIO Navi에 기반한 임플란트 누적 식립률 수 임상데이터**는 국내 임플란트 업계 대비 경쟁 우위로 작용할 것으로 판단된다. 이는 레퍼런스가 중요한 임플란트 산업에 기인한다. 22년 말 기준 동사의 DIO Navi는 누적 70만 흡을 돌파했으며 이는 전년대비 17% 상승한 수치로 추정된다. **[도표22]**

국내 경쟁사, 디지털 솔루션 임상데이터 동사 대비 적은 편

반면, 경쟁사의 디지털 솔루션 임상데이터는 동사 대비 적은 편이다. 경쟁사인 오스템 임플란트의 경우 16년 'ONE GUIDE'라는 디지털 가이드를 출시했지만 21년 2월 20만 흡 식립을 공개한 후 공식적인 성과 발표가 없었다. 이는 동사가 21년 7월 기준 2.5배인 50만 흡 식립을 달성한 점과 비교하면 동사가 국내 디지털 솔루션 1위인 점을 입증할 수 있다. 또한, 덴티움의 경우도 21년 'DIGITAL GUIDE'를 출시했지만 현재까지 공개된 식립률 수가 없는 점을 봤을 때 동사가 임상데이터를 지속적으로 확보하며 환자 및 치과의사들에게 신뢰를 얻어 추후 큰 레퍼런스로 작용할 것으로 판단된다.

동사는 디지털 솔루션이 차별화 포인트

특히, 미국 시장 내에서 국내 타경쟁사의 진입은 제한적일 것으로 판단된다. 이는 업체별 겨냥하는 시장이 상이함에 기인한다. 덴티움의 경우 중국 시장을 포커싱했고, 오스템 임플란트의 경우 규모의 경제로 차별화했고, 동사는 디지털로 그 차별화를 갖고 있다. 사실, 오스템 임플란트도 미국 시장에 진출했지만 임플란트만 제공한다는 점에서 [임플란트 + 디지털 치료 솔루션]을 모두 제공하는 동사가 더 경쟁력이 존재한다고 판단된다.

임플란트, 보철, 교정 솔루션까지 모두 겸비 중

디지털 임플란트, 보철, 교정, 투명 교정 솔루션 모두 보유

동사는 디지털 임플란트 솔루션과 더불어 **보철, 교정, 투명교정 솔루션까지 모두 구축해** 국내 디지털 치료 솔루션 1위 자리를 유지할 것으로 판단된다. 동사는 현재 디지털 임플란트 솔루션인 DIO Navi, 교정/투명교정 솔루션인 DIO Ortho navi, DIO Ortho navi. Clear Aligner, 보철 솔루션인 DIO Ecosystem을 개발로 제품 커버리지를 확대하며 디지털 솔루션 경쟁력을 유지하고 있다. **[도표23]** 특히, 교정은 메디컬 목적이 더 큰 특성상 디지털 솔루션 보급이 필연적으로 확대될 것으로 전망된다. 이외에 디지털 덴티스트리 라인업 중 동사가 상품으로 사용 중인 CBCT 기기의 자체 개발도 고려 중으로, 턴키 방식으로 개원의에게 공급이 가능하도록 향후 풀 라인업을 구축할 것으로 전망된다.

도표 22. 동사 DIO Navi 임플란트 식립률 (단위: (좌): 연, (우): 누적)



자료: 디오, 언론자료 종합, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 23. 국내외 덴탈 업체 디지털 덴티스트리 라인업 현황

	스캔		디자인 및 제작			임플란트	교정	
	CBCT	구강 스캐너	CAD/CAM	밀링 머신	3D 프린터	수술가이드	전통	투명교정
Straumann	○(상품)	○	○	○	○	○		○
Dentsply Sirona	○	○	○	○	○	○		○
Envista	○	○	○	○	○	○	○	○
오스템 임플란트	○	○(상품)	○	○	○	○		○
덴티움	○	○(상품)	○	○	○	○	○	
디오	○(예정)	○(상품)	○	○	○	○	○	○

자료: 각 사, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

투자포인트. 24년 실적 성장 苦待해라

성장성 중심의 경영 전략으로 실적 성장하자!

Q 확보로 외형 성장을 하자

Q 확보로 전략 변화

동사는 기존 수익성 위주에서 외형 성장으로 경영 전략을 바꾸며 매출 성장을 이어갈 것으로 전망된다. 이는 임플란트 업계는 레퍼런스가 중요해 보수적인 소비자들의 인식을 바꾸기 위한 영업인력이 확충이 필수적임에 기인한다. 기존 동사는 매출이 폭발적으로 늘진 않더라도 DIO Navi로 고마진 전략을 유지했지만, 오스템 임플란트의 사례를 통해 Q를 늘리면 수익성과 마진도 개선된다는 점을 벤치마킹해 외형 성장을 이루고자 경영 전략을 바꿨다. 즉, 기존엔 영업 인력을 그저 수요에 따라 뽑았다면 이젠 미리 뽑아서 교육시키고 영업 능력을 길러 Q를 증대해 탑 라인 성장을 도모하는 것이다.

23년, 24년 판관비율 각각 51.8%, 45.3%로 전년대비 하락 전망

이로 인해 판관비율 또한 23년, 24년 각각 51.8%, 45.3%로 개선될 것으로 전망된다. 현재 판관비율에서 인건비가 50%를 차지하며, 인건비의 60%는 영업인력이 차지한다. 영업인력을 미리 뽑거나 맞춰서 뽑는가에 따라 마진이 달라지는데 동사는 21년 하반기부터 외형 성장을 위해 영업인력을 중국 중심으로 충원했다. 또한 22년엔 미국 인력을 주로 충원했는데 이는 23년, 24년 매출 증대 효과로 이어져 판관비율이 개선될 것으로 전망된다. 더불어 실적 성장으로 추후 OPM 30% 수익성 개선이 가능해질 것으로 판단된다.

글로벌 DIA 교육으로 꾸준한 마케팅

글로벌 DIA 교육으로 마케팅 지속

또한, 동사는 지속적인 DIA 교육을 임플란트 임상 세미나 마케팅 전략으로 활용해 동사 제품 익스포저를 늘릴 것으로 전망된다. 동사는 DIA 교육을 꾸준히 해왔으며 올해 총 855회를 개최해 만 명의 수강생을 확보할 예정이다.[도표24] 특히 해외 세미나를 늘리며 소수 전문의 중심의 마케팅보단 일반 치과의사를 상대로 하는 임상 세미나 마케팅으로 DIO Navi 전문가 육성에 박차를 가할 것으로 판단된다. 동사가 추후 페루, 콜롬비아, 칠레, 파나마, 아르헨티나, 에콰도르 등 추가 신흥국 침투 계획도 고려 중이기에 DIA 교육은 시장 내에 동사 브랜드를 알리는 과정으로 작용될 것으로 판단된다.

중국, 국내 시장 실적 성장 모멘텀도 존재

24년 동사의 중국향, 국내향 매출액은 각각 268억 원(YoY +28.8%), 514억 원(YoY +7.8%)으로 전망된다. 이는 영업 방식 개선에 기인한다.

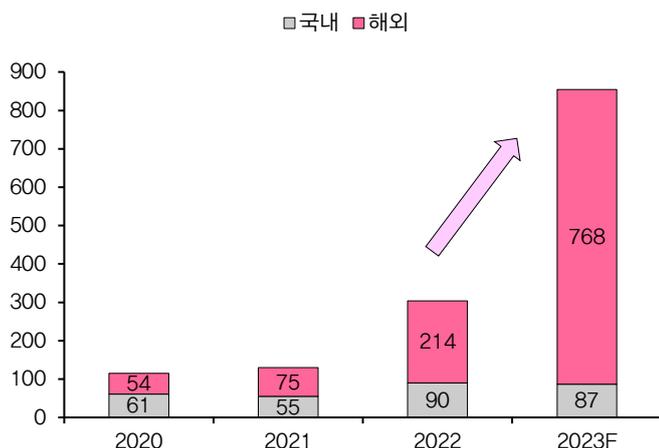
중국 실적 점차 회복

동사 추정 수출 데이터 호조 전망

동사는 중국 내 영업 방식을 직접판매와 대리상 모두 이용하는 하이브리드 방식으로 레퍼런스를 늘려갈 것으로 판단된다. 동사는 중국 내 자체 영업망인 5개의 법인과 추가 대리상 확보로 영업 능력을 기르고 있다. 현재 동사의 임플란트 수출 데이터는 점차 회복세를 보이고 있는데 중국 실적이 회복됨에 따라 더욱 높은 수출 금액을 보일 것으로 판단된다.[도표25]

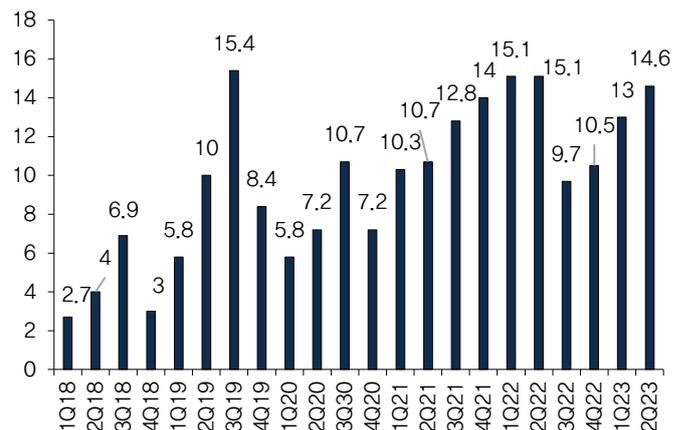
도표 24. 동사 연간 DIA 교육 횟수 추이

(단위: 회)



자료: 디오, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

도표 25. 부산시 해운대구 분기 임플란트 수출 데이터 (단위:백만 달러)



*부산시 해운대구, 동사 임플란트 제조 공장 위치해 디오로 추정

자료: 수출입 무역통계, HS CODE = 9021.29, 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R

투자포인트. 24년 실적 성장 期待해라

VBP로 Q 수혜?

민간 병원, 국립 병원
모두 침투 기대

동사는 VBP 효과로 Q 수혜도 가능하다. 이는 실제 VBP 효과로 오히려 동사에게 영업 오퍼가 왔음에 기인한다. 동사는 적은 물량이지만 쓰촨성 의료보장국의 1차 임플란트 입찰 기업에 채택됐으며, 이는 중국 내 수요 조사로 이뤄진 만큼 동사의 제품 레퍼런스가 존재함을 확인할 수 있다. 현재 동사는 1급 대도시 위주의 직접영업망과 DIO Navi를 다루는 디지털 대리상도 40개 확보한다는 점에서 추가 침투 여력이 있다고 판단된다. 또한, 상해 교육 센터로 인프라 구축, 디지털 신제품들의 신규 인허가 승인으로 제품 또한 침투할 여지가 존재할 것으로 기대된다.

국내, 턴키 방식으로 개원의 공략 본격화

수도권 중심 영업망
개편

동사는 수도권을 중심으로 영업망을 개편하고 개원 사업을 확장해 고객사들을 확보할 것으로 판단된다. 국내 임플란트 수요의 40%가 수도권인 점, 수도권 영업이 타사 대비 상대적 열세인 점을 고려해 동사는 27개의 국내 영업망을 수도권 중심으로 개편했다.

턴키 방식으로 개원의
대상 영업 본격적 추진

또한 지속적인 DIA교육과 가격 경쟁력을 내세우며 개원의를 대상으로 한 영업을 본격적으로 추진할 것으로 전망된다. 기존 동사는 임플란트와 치료 솔루션 패키지만으로 영업을 해 국내 수요처는 30%로 제한돼 있었다. 이에 동사는 전체 디지털 덴티스트리를 구축했고 턴키 방식으로 나머지 70% 고객사에게도 영업을 하며 수요처를 확보할 것으로 판단된다. 이외에도 국내 무치약 환자들에게 틀니를 대신할 수 있는 DIO Navi, Full Arch 솔루션도 영업하며 국내 점유율 및 실적 상승을 견인할 것으로 판단된다.

체크포인트. 지속적 채권조정 우려 및 이란&미국 갈등 우려

22년 대규모 채권 조정, 일시적 현상

대규모 채권 조정은
앞으로 제한적

본 리서치원은 23년, 24년 실적에 22년과 같은 대규모 채권 조정의 반영은 제한적일 것으로 판단된다. 이는 채권 회수가 안되는 매출처 위주로 공급망을 정리하며 동사의 재무 건전성을 높이는 일시적 현상임에 기인한다. 이러한 채권 조정은 국내 임플란트 업계에서 흔히 보이는 현상이다. 오스텍 임플란트의 경우도 17년 4분기 해외법인의 재무 건전성을 확보하기 위해 강도 높은 재고 실사와 대규모 매출 채권 조정으로 영업이익 적자를 기록하는 어닝 쇼크를 기록했었다. 이후엔 매출채권 및 재고자산 회전율이 상승세를 유지하며 수익성 개선으로 이어졌다. 마찬가지로 동사에게도 22년은 매출 기회를 상실하더라도 재정비하는 한 해였으며 이로 인해 타사 대비 대손충당금 비율도 낮게 설정할 수 있었다. 앞선 현상을 차용해 동사의 23년, 24년 매출은 실적 상승을 견인할 것으로 판단된다.

이란 미국 갈등 심화로 동사 실적 저하 우려?

이란, 대리상 유통으로
실적 개선 기여

이란과 미국간의 갈등이 동사에게 악재인 것은 맞지만, 3Q19, 4Q19, 20년과 같이 중동향 매출이 전혀 잡히지 않는 현상은 당분간 없을 것으로 판단된다. 이는 동사가 대리상을 통해 제품을 판매하고 있음에 기인한다. 중동 시장은 19년도 2분기까지 동사에게 견조한 수요를 견인하는 매출처였다. 동사는 19년 5월까지 합작 법인 형태로 직접 영업을 했고 6월부터 미국이 이란 송금 루트를 막으며 영업을 잠정 중단했었다. 하지만 22년 하반기부터 대리상을 통해 제품 공급을 개시하며 실적 성장에 기여할 것으로 판단된다. 실제, 23년 1분기 중동향 매출액은 73억으로 전분기 대비 274% 상승해 올해 실적 성장에 이바지할 것으로 기대된다. 또한, 동사가 이란 내에서 임플란트 점유율 1위인만큼, 지정학적 리스크가 완전히 해소된다면 연 400억 정도의 높은 실적을 보장해주는 매력적인 수요처로 작용할 것으로 판단된다.

매출액 가정

본 리서치팀은 매출을 1)미국향, 2)중국향, 3)국내향, 4)중동향, 5)기타로 나눠 국가별로 추정했다. 동사는 임플란트 사업부의 매출 비중이 91%로 대부분을 차지하기에 상품을 파는 의료용 기자재 사업부와 나누지 않고 일괄적으로 추정했다. 동사는 1set의 임플란트를 단품 형식으로 대량 판매하는 것뿐 아니라 DIO Navi, DIO Ortho navi, DIO Navi. Full Arch 솔루션 등 여러가지 솔루션과 함께 판매하고 있다. 하지만, 각각의 제품은 제공되는 병원의 규모와 국가 등에 따라서 제공되는 구성과 가격이 매우 다양한 제품별로 나눠 추정하는 것은 불가능하다고 판단된다. 이에 본 리서치원은 P를 하나로 고정하고 이에 따른 Q값을 산출해 임의로 매출을 추정했다.

미국 DSO향 매출

미국향 매출은 1)DSO향과 2)기타로 나눠 추정했다. 동사는 현재 DIO USA 법인을 통한 직접판매와 미국 덴탈 유통 업체를 통한 하이브리드 형식으로 제품을 판매하고 있다. 또한 대형 DSO 1,3,5위와 연달아 계약을 체결해 교육을 진행 중인데 관련매출도 모두 임플란트 매출로 포함되지만 사업 보고서 상 매출은 하나로 공시가 돼 있어 각각 방식별로 매출을 추정하는 것은 어렵다고 판단했다. 이에 동사가 23년 본격적으로 DSO로부터 수혜를 얻는 매출을 우선적으로 추정하고 이외는 고정된 P값에 따라 Q를 임의로 설정해 매출을 추정했다.

동사 DSO 네트워크 침투율 23년 3%, 24년 5.4% 가정

본 리서치원은 동사의 23년, 24년 DSO 네트워크 침투율을 각각 3%, 5.4%로 가정해 총 51개, 176개의 업체에 동사의 [임플란트+ DIO Navi] 패키지가 침투할 것으로 추정했다. 23년 3%의 침투율은 아직 글로벌 시장에서 디지털 덴티스트리의 침투율이 5%미만인 점을 고려해 설정했다. 24년 5.4%의 침투율의 경우 1)동사의 DIA 교육 수 증가 추이와 2) 19년 동사가 DSO와 계약을 체결했을 당시 DIO Navi 누적 흡수 증가 추이를 고려해 설정했다. [도표21]과 같이 동사의 해외 DIA 교육은 22년 214회에서 23년 768회로 3.58배 증가 예정인데 그 중 미국 내 교육 비중을 50%로 가정해, 미국 내 교육이 1.7배 증가했다고 가정했다. 이를 23년 침투율인 3%에 가중해 24년 5.4%를 침투율을 산출했다. 동사가 19년 미국 DSO와 계약 체결로 미국 내에서만 DIO Navi 식립 흡수가 18년 대비 1.73배 증가했던 점을 고려하면 24년 침투율은 합리적이라고 판단된다.

[도표18]과 같이 동사가 현재 확보한 미국 DSO 네트워크는 총 3,260개다. 동사는 22년 6월 말 미국 DSO 1위 업체인 H사와 계약 체결해 현재 교육을 진행 중이며 3~6개월의 교육 과정을 거쳐 최종적으로 병원 네트워크에서 동사의 제품을 사용하는 리드 타임은 1년이라고 판단해 23년 하반기부터 DSO 매출을 인식했다. 23년 DSO 매출은 H사의 네트워크 개수인 1,500*3% = 51개로 추정했으며, 24년의 경우 H사 외 DSO 3,5위 업체에게도 교육을 실시한다는 점을 고려해 총 네트워크 개수인 3,260*5.4% = 176개로 추정했다. DSO향 ASP의 경우, 동사가 [임플란트 + 솔루션] 패키지로 1억원 단가를 받고 있음을 파악해 이를 바탕으로 매출을 추정했다.

도표 26. 미국 DSO 매출 추정

(단위: 억 원)

	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F
Q(개)	25.5	25.5	44	44	44	44	51	176
침투율(%)		3			5.4		3	5.4
DSO 네트워크(개)		1,500			3,260		1,500	3,260
ASP(억 원)			1					
매출액	25.5	25.5	44	44	44	44	51	176

미국 기타 매출

미국향 기타 매출은 ASP를 34만원으로 설정해 임의로 Q를 산출했다. ASP는 미국 내에서 동사의 국내 임플란트 1set 가격인 85,000원의 4배 가격으로 판매되는 것을 파악해 추정했다. 분기별 Q 증가율은 동사의 23년 DIO Navi 식립 흡수 증가율인 13% * 미국 매출 비중을 곱해 추정했다. 보수적으로 추정하기 위해 미국 매출 비중을 가장 낮았던 시기인 8%로 설정해 보수적으로 Q 증가율을 추정했다.

매출액 가정

도표 27. 미국 기타 매출 추정

(단위: 억 원)

	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F
Q(EA)	9,297	13,235	9,390	9,483	9,390	9,483	9,578	9,674	41,405	38,125
P(만 원)	34	34	34	34	34	34	34	34	34	34
매출액	32	45	32	32	32	32	33	33	141	130

중국 매출

중국 매출도 마찬가지로 고정된 P에 임의로 Q를 산출해 매출을 추정했다. 동사는 현재 중국 내 법인 5개와 대리상을 통해 임플란트를 판매하고 있으나 정확한 수치로 파악하기 어려워 Q 증가율을 설정해 매출을 추정했다. 중국 ASP는 동사가 VBP 채택 당시 가격인 165,000원으로 가정했다. 사실 동사는 이전에 국내 ASP 2배 값으로 제품을 판매해왔는데 VBP로 인한 가격 하락은 타사 대비 적은 편이다.

Q 추정

Q 증가율 추이는 중국 연간 임플란트 식립 개수*중국 VBP 입찰 당시 구매 수요 비중으로 추정했다. 22년 기준 중국 내 연간 임플란트 식립 개수는 6,026,447개인데 25년까지 10,728,830개로 증가가 예상돼, 식립 개수 연평균 증가율을 25%로 설정했다. 이 중 동사가 얻는 Q 증가율은 25%에 중국 VBP 입찰 당시 구매 수요 비중인 1.8%를 가중해 2.25%로 추정했고 이를 매출에 반영했다. 한편, 23년 중국 매출의 경우 22년만큼 규모는 아니지만 동사가 채권 조정을 더 단행할 수 있다는 점을 언급해 일부 대손충당금 설정 비율도 고려해 Q를 추정했다.

도표 28. 중국 매출 추정

(단위: 억 원)

	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F
Q(EA)	23,785	30,303	34,854	36,855	22,780	35,797	45,560	58,577	125,798	162,714
P(만 원)	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
매출액	39	50	58	61	38	60	75	97	208	268

국내 매출

국내 매출도 마찬가지로 고정된 P에 임의로 Q를 산출해 매출을 추정했다. 23년 매출은 3개년 분기별 매출 추이의 평균치 사용해 추정했다. 23년, 24년 개원의 대상으로 사업을 본격화하는 시기로 판단되고 동사가 영업망을 수도권 중심으로 재편해 국내 실적도 성장할 것으로 판단해 매출 감소 이슈는 발생하지 않을 것으로 본다. 특히 23년 7월 기준 치과병원 수 중 수도권 비중은 53%를 넘는 점을 볼 때 수도권 중심의 영업망 재편은 실적 증가 효과를 견인할 것으로 추정한다. 24년 매출은 국내 임플란트 성장률인 7.8%를 곱해 추정했으며 국내 ASP는 85,000원으로 일괄적으로 가정했다.

도표 29. 국내 매출 추정

(단위: 억 원)

	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F
Q(EA)	142,101	141,176	129,176	148,553	153,186	152,188	139,252	160,140	561,008	604,776
P(만 원)	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5
매출액	121	120	110	126	130	129	130	118	477	514

매출액 가정

중동 매출

중동 매출도 마찬가지로 고정된 P에 임의로 Q를 산출해 매출을 추정했다. 중동 ASP의 경우 국내와 같다고 간주했다. Q의 경우 23년은 지정학적 리스크로 정확히 매출을 추정하는 것은 어렵다고 판단돼 이동평균법으로 추정했다. 24년의 경우 연평균 임플란트 시장 성장률인 4%를 Q에 적용해 매출을 추정했다.

도표 30. 중동 매출 추정

(단위: 억 원)

	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F
Q(EA)	86,660	76,471	81,565	79,018	87,887	88,928	90,084	91,255	323,714	358,053
P(만 원)	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5
매출액	74	65	70	67	75	76	77	78	275	304

기타 국가 매출

기타 국가 매출도 마찬가지로 고정된 P에 임의로 Q를 산출해 매출을 추정했다. 기타 국가엔 포르투갈, 멕시코, 러시아, 일본, 브라질, 캐나다 등 여러 국가가 혼재돼 있어 지역별 매출 추정은 불가능하다고 판단했다. 이에 ASP를 국내와 똑같이 설정하고 Q의 경우 글로벌 임플란트 시장 성장률인 9.8%에 기타 국가가 차지하는 규모 비중(6/1)을 곱해 증가율을 산정했고 이를 23년 매출에 반영했다. 24년의 경우, 동사의 적극적인 DIA 교육 및 신규 시장 침투가 예상돼 22년 대비 23년 동사의 기타 국가 매출 비중 증가율을 적용해 추정했다. 23년, 24년 모두 분기별 나타나는 계절성도 반영해 추정했다.

도표 31. 기타 국가 매출 추정

(단위: 억 원)

	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F
매출액	147	158	174	111	193	207	228	146	590	773

도표 32. 디오 전체 매출 추정

(단위: 억 원)

	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F
미국	32	45	57	58	76	76	77	77	192	306
중국	39	50	58	61	38	60	75	97	208	268
국내	121	120	110	126	130	129	130	118	477	514
중동	74	65	70	67	75	76	77	78	275	304
기타	147	158	174	111	193	207	228	146	590	773
총 매출액	413	438	468	423	511	547	574	533	1,742	2,166

비용가정

매출원가

동사의 매출원가율은 최근 4개년 동안 평균 28% 정도로 유지되고 있다. 매출원가 중 가장 큰 비중인 53%를 차지하는 항목은 변동비 성격인 **원재료 및 상품매입액**이다. 이 항목은 매출액 대비 비중이 13~17% 수준으로 상장 이래 비슷한 수준을 유지하고 있어 평균값인 15%로 23년, 24년 비용을 추정했다. 임플란트의 주요 원재료는 티타늄과 스테인리스이며, 동사는 티타늄의 경우 전량 수입에 의존하고 있고 스테인리스는 일부 품목을 수입하고 있다. 이에 원재료의 수입으로 인해 가격변동에 민감할 수 있으나, 동사의 임플란트 제조원가에서 원재료가 차지하는 비율이 상당히 낮은 수준인 10% 정도이기에 원재료 조달엔 큰 지장이 없을 거라 판단돼 매출액 대비 평균 비중인 15%로 비용을 추정했다.

고정비성 매출원가인 **급여**의 경우, 일정한 추이가 없어 23년 비용을 3개년 평균치로 추정했다. 동사는 별다른 증설 소식이 없고 기존 갖고 있는 CAPA로 물량을 충분히 생산할 수 있다고 판단한다. 24년의 경우 인건비 상승률인 15%를 반영해 추정했다. 이외에도 **재고자산 변동, 감가상각비, 기타 비용** 또한 일정한 추이가 없어 3개년 이동평균법으로 비용을 추정했다. 특히 재고자산 변동의 경우, 코로나19 영향으로 4Q21 누적됐던 재고자산이 22년 동안 전반적으로 소진되는 추세를 보였기에 재고자산으로 인한 비용은 증가하지 않고 평균적으로 유지될 것으로 전망한다.

판매비와 관리비

동사의 판매관리비율은 19년 47.9%, 20년 46.5%, 21년 48.7%로 일정한 추이를 보였지만 22년 부실한 매출채권 조정을 하며 매출이 감소했고 이에 따라 대손상각비, 미국 영업 인력 확충에 따른 인건비 및 기타 관리비 증가로 22년 71.5%로 증가했다. 하지만 23년, 24년 실적 성장으로 수익성이 개선되면서 판매관리비율 또한 추후 안정적인 47%대로 회귀할 것으로 판단된다.

판매관리비 중 큰 비중을 차지하는 항목은 **지급수수료 및 광고선전비, 영업인력 급여, 대손상각비**이다. **지급수수료**의 경우, 22년 매각 진행 및 결렬 과정 중 수수료가 상당히 소요된 것으로 판단되며 이는 일시적 비용으로 판단해 3개년 평균치로 비용을 추정했다. 또한 **광고선전비**의 경우, LPGA 스폰서쉽과 세미나 및 각종 마케팅 활동 확대에 따른 광고선전으로 22년에 32억 증가했고 이러한 증가 추세는 유지될 것으로 판단돼 분기별 매출 증가율 추이를 반영해 비용을 추정했다.

판매관리비 중 가장 큰 비중을 차지하는 고정비인 영업 인력 **급여**의 경우, 최근 2개년 급여 항목 상승률인 11%를 적용해 비용을 추정했다. 3Q21 급여의 경우, 동사는 중국 및 국내 직원의 임금 인상 및 영업인력 추가 확충을 진행했고 이로 인해 2Q21 대비 10.6% 증가한 수치를 보였다. 또한 3Q22엔 미국내 영업인력 확충으로 전분기 대비 비용이 12.1% 증가했다. 동사가 경영 전략을 바꾼 만큼 23년, 24년에도 교육 및 홍보 관련 인력이 추가적으로 필요할 것으로 판단해 2개년 평균값 증가율인 11%를 적용해 비용을 추정했다. 이외에도 영업인력 확충에 따른 일비 및 영업활동 확대 등의 사유로 22년 여비교통비, 차량유지비가 총 19억 증가했지만 동사가 철저한 예산관리를 통해 인원, 경비통제를 강화할 것으로 판단돼 3개년 평균치를 적용했다. 마지막으로 **대손상각비**의 경우, 22년을 제외한 2개년치 평균으로 비용을 추정했다. 동사가 과감한 매출처 정리로 4Q22에만 대손상각비가 전분기 대비 200%이상 증가해 22년엔 62억 증가했다. 동사가 낮은 대손충당금을 설정하기 위해 채권 조정을 단행한만큼 이러한 큰 조정은 제한적일 것으로 판단되기에 22년을 제외한 평균치로 비용을 추정했다.

금융손익, 기타손익 및 법인세 비용

동사의 금융손익 및 기타 손익은 특정한 추이가 없어 3개년 평균으로 추정하였다. 동사의 금융비용은 전기대비 10억원 증가하였으며 이는 차입금의 증가와 금리 인상이 주요 원인이다. 또한 동사는 미국, 중국, 중동 등 해외 매출 비중이 70%로 높아 외환을 통한 거래를 진행하고 있어 이를 전부 고려하여 추정하는 것은 불가능하다고 판단해 3개년 이동평균으로 추이를 추정하였다. 법인세 비용의 경우 영업적자가 나온 22년을 제외하고 20년과 21년의 평균 세율인 23%를 적용해 비용을 산출하였다.

비용가정

도표 33. 디오 비용가정

(단위: 억 원)

	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,201	1,500	1,313	1,742	2,166
매출원가	343	422	418	439	595
매출총이익	858	1,078	895	1,303	1,571
판매비와관리비	558	730	940	903	991
영업이익	300	348	(44)	400	580
금융손익	(58)	(26)	(45)	(43)	(38)
기타손익	(77)	17	(122)	(41)	(48)
법인세비용차감전 순이익	165	338	(211)	316	494
법인세비용	51	57	(10)	73	113
당기순이익	114	281	(201)	243	381

밸류에이션

Historical P/E Valuation

목표주가 49,000원 제시, 상승 여력 60.9 %

본 리서치팀은 디오의 적정주가 산출을 위해 Historical P/E 밸류에이션을 사용하였다. Target P/E로는 19년 7월~19년 11월, 5개월간 평균 12m Fwd PER인 20.4배를 24F EPS 2,399원에 적용했고, 목표주가 49,000원, 상승여력 60.9%로 디오에 대한 강력 매수 의견을 제시한다.

Why not Peer PER Valuation?

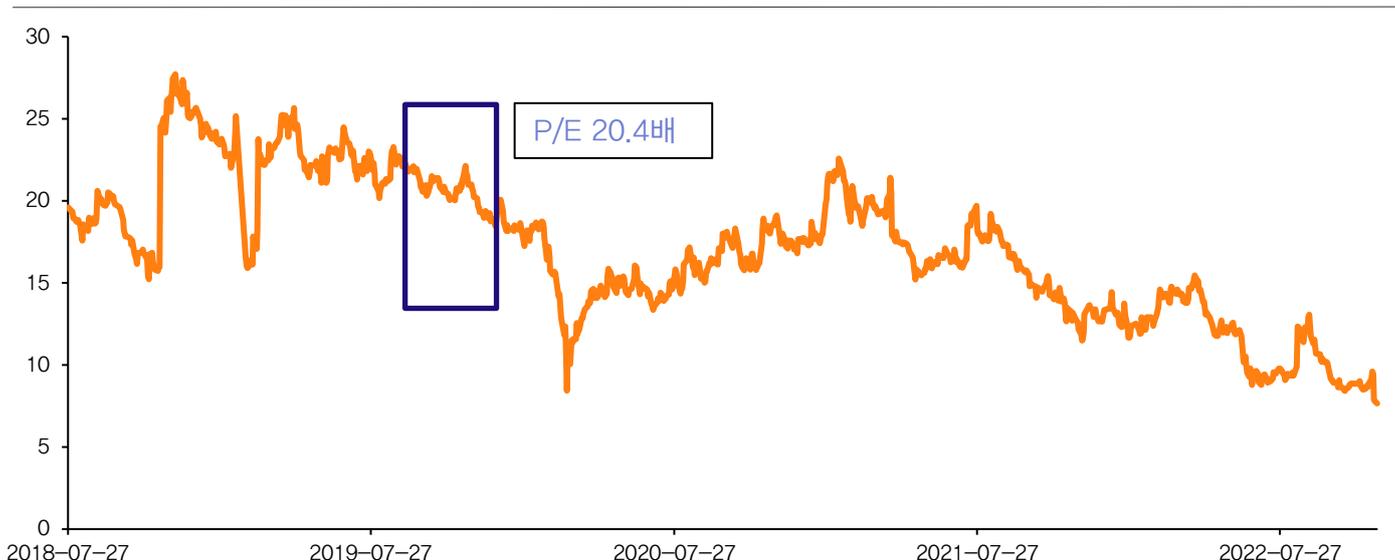
본 리서치팀은 현시점 동사와 적절히 비교가능한 Peer 상장사가 부재하다고 판단하였다. 임플란트 제품을 제공하는 기업은 국내에서는 오스템 임플란트, 덴티움, 해외에서는 Straumann, Dentsply 등이 있지만 동사와 사업 부문이 유사한 peer는 없다고 판단했다. 일단 국내 임플란트 업계 1위인 오스템 임플란트의 경우, 현재 코스닥 상장 폐지를 확정했고 2위인 덴티움의 경우, 주로 겨냥하는 해외시장이 중국, 러시아 등 동사가 집중적으로 영업을 하는 시장은 아니기에 적절한 peer가 아니라고 판단된다. 또한 동사가 주로 영위하는 사업인 디지털 임플란트 솔루션에 대한 [투자포인트]에서 언급한 것처럼 상대적으로 국내 업계들의 투자 및 영업이 이뤄지지 않고 있는 것을 고려하면 동사와 적절히 비교가능한 peer가 아니라고 판단된다. 이외에도 Straumann, Dentsply 등 글로벌 임플란트 업체들도 존재하지만 이들은 동사의 주력 임플란트 제품인 밸류 세그먼트 분야가 아닌 프리미엄 세그먼트 분야에서 강점을 띄고 있어 적절한 peer가 아니라고 생각된다. 또한, 이 업체들이 올해 처음으로 자체 디지털 치료 솔루션 등을 출시하는 등 이는 시작 단계라고 파악돼 동사가 이미 이 분야에서 선점하고 있는 것을 고려하면 괴리가 있을 거라 판단돼 Peer P/E Valuation을 사용하지 않았다.

적정주가 산출

동사의 19년 7월~19년 11월, 5개월간 평균 12m Fwd PER인 20.4배를 Target PER로 제시한다. 동사는 현재 1) 미국 DSO향 실적 23년 본격적 수혜 기대감 및 24년 실적 성장, 2) 25년 3월 전까지 매각 모멘텀 존재해 주가 상승 기대감을 받고 있다. 이는 19년 7월, 디지털 임플란트 솔루션인 'DIO Navi'의 성장 본격화 및 미국 대형 치과업체 화이트 캡 인수로 미국 진출 본격화로 실적 상승 기대감을 받았던 시기와 동일하다. 19년 당시 동사의 미국법인이 미국 대형 치과 네트워크 그룹에 디지털 바 홀더 시스템을 5년간 3,750만 달러를 독점 공급하는 계약을 체결했고 대형 치과 네트워크 그룹과 합작법인을 설립해 디오가 개발한 디지털 무치아 수술 솔루션과 디지털 보철 시스템을 공급하는 등 대규모 미국 실적 성장을 기대했던 상황이 현재 상황과 유사하다고 판단된다.

이에 본 리서치팀은 Target P/E 20.4배에 24F EPS를 곱해 적정주가를 산출하였다. 산출된 24F EPS 2,399원과 19년 7월~19년 11월, 5개월간 평균 12m Fwd PER 20.4를 Target PER로 설정해 목표주가 49,000원, 상승여력 60.9%를 산출했으며 강력 매수 의견을 제시한다.

도표 34. 디오 12m Fwd PER 추이



밸류에이션

도표 35. 디오 Historical P/E Valuation

Target P/E	2024F		
24F EPS(원)	2,399		
24F 당기순이익(억 원)	381		
발행주식 수	15,881,755		
Target P/E	20.4		
목표주가(원)	48,939		
수정주가(원)	49,000		
현재주가(원)	30,450	상승여력	60.9%

편집상 공백

Appendix – 추정재무제표

도표 36. 디오 추정재무제표

(단위: 억 원)

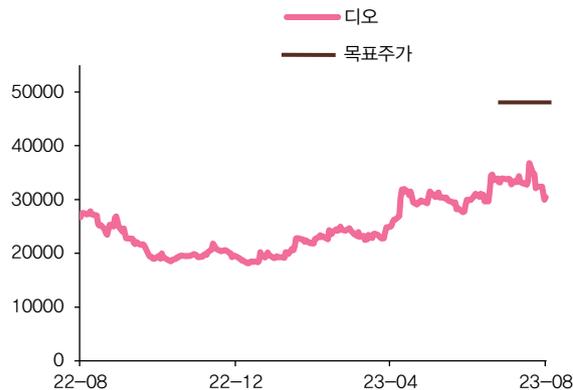
	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,201	1,500	1,313	1,742	2,166
매출원가	343	422	418	439	595
매출총이익	858	1,078	895	1,303	1,571
판매비와관리비	558	730	940	903	991
영업이익	300	348	(44)	400	590
금융손익	(58)	(26)	(45)	(43)	(38)
기타손익	(77)	17	(122)	(41)	(48)
법인세비용차감전 순이익	165	338	(211)	316	494
법인세비용	51	57	(10)	73	113
당기순이익	114	281	(201)	243	381
매출액 증가율(%)	(5.5)	24.9	(12.5)	32.7%	24.3%
영업이익 증가율(%)	(13.8)	16	(112.6)	1001%	47.5%
순이익 증가율(%)	(55.5)	246.5	(171.5)	221%	56.8%

투자 참고사항

투자의견 및 목표주가 변동내역

일자	투자의견	목표가(KRW)
2016.04.08	N/A	N/A
2019.08.01	BUY	60,600
2023.08.07	BUY	49,000

디오 (KQ. 039840) 주가 및 목표주가 추이



투자기간 및 투자등급/의견

종목추천 투자기간: 24개월

CONVICTION BUY(강력매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상 괴리율
BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만
HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 0%이상 ~ +15%미만
SELL(매도)	추천기준일 증가대비 0%미만

* 추천일 증가대비 추천종목의 예상 목표가격 및 수익률을 의미함

Compliance Note

본 자료는 성균관대학교 금융투자학회 S.T.A.R의 제작물로서 모든 저작권은 작성한 학회의 조사분석담당자 본인에게 있습니다.

본 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 부당한 간섭 및 압력없이 작성 하였습니다.

본 자료는 학회의 동의 없이 어떠한 경우에도 변형, 복제, 배포, 전송, 대여할 수 없습니다.

본 자료에 수록된 내용은 학회 및 조사분석담당자가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 본 학회는 그 정확성과 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 본 학회와 담당자는 투자의견을 제시한 것일 뿐 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용할 수 없습니다.