

건강관리장비  
 Results comment  
 2018.11.12

| 투자 의견(유지)      | 매수      |
|----------------|---------|
| 목표주가(12M, 유지)  | 64,000원 |
| 현재주가(18/11/09) | 43,350원 |
| 상승여력           | 48%     |

|                          |        |
|--------------------------|--------|
| 영업이익(18F, 십억원)           | 39     |
| Consensus 영업이익(18F, 십억원) | 33     |
| EPS 성장률(18F, %)          | 76.3   |
| MKT EPS 성장률(18F, %)      | 11.3   |
| P/E(18F, x)              | 34.8   |
| MKT P/E(18F, x)          | 8.4    |
| KOSDAQ                   | 687.29 |

|               |        |
|---------------|--------|
| 시가총액(십억원)     | 619    |
| 발행주식수(백만주)    | 14     |
| 유동주식비율(%)     | 76.4   |
| 외국인 보유비중(%)   | 42.2   |
| 베타(12M) 일간수익률 | 0.43   |
| 52주 최저가(원)    | 41,700 |
| 52주 최고가(원)    | 74,900 |

| 주가상승률(%) | 1개월   | 6개월   | 12개월  |
|----------|-------|-------|-------|
| 절대주가     | -11.0 | -19.0 | -39.4 |
| 상대주가     | -0.6  | 0.3   | -37.4 |



[첨단의료기기/헬스케어솔루션]

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

# 오스템임플란트 (048260)

## 얼마만의 어닝 서프라이즈인가!

### 3Q18 Review: 영업이익 기준 어닝 서프라이즈 기록

동사의 3Q18 매출액은 1,140억원(14.5% YoY)으로 시장기대치에 부합했다. 해외매출은 16.2% YoY 상승하며 외형 성장을 이끌었다. 지역별로 중국 10.9% YoY, 북미 20.4% YoY, 아시아 -0.3% YoY, 유럽 48.1% YoY를 기록했다. 내수 매출은 10.1% YoY 상승했다.

영업이익은 122억원(173.7% YoY, OPM 10.7%)으로 어닝 서프라이즈를 기록하며, 3Q16 이후 8분기만에 10% 이상의 영업이익률을 달성했다. 재무건전성강화 및 판관비 절감 노력으로 해외법인 수익성이 크게 개선되었기 때문이다. 다만, 22억원의 순손실을 기록했는데, 리라, 루블화 등의 영향으로 외화관련 손실이 81억원, 본사 이익 증가로 인한 법인세 증가가 주 원인으로 크게 우려할 사안은 아니다.

### 아시아 1등 임플란트 기업, 영업 레버리지 효과 기대

**1) 아시아 시장 지배력 확대:** 동사는 아시아시장에서 2006년부터 줄곧 글로벌 1위인 Straumann보다 1.1~2.5배 이상 많은 매출액을 기록해 왔다. 2019년에도 아시아지역에서 13.1% 이상(국내제외시 23.5% YoY)의 성장이 기대된다. 성숙시장인 국내시장에서도 자기 부담금 축소정책의 가장 큰 수혜를 받고 있는 점도 긍정적이다. 아시아시장을 비롯한 해외 시장(21.6% YoY)을 중심으로 한 견조한 외형성장은 2019년에도 이어질 것으로 전망된다.

**2) 영업 레버리지 효과:** 고정비 투자가 큰 동사의 사업전략을 고려할 때, 영업 레버리지 효과가 중요하다. 그러나 지속적인 외형성장에도 동사의 비용 문제는 불안요소였다. 동사는 지난 4Q17 어닝쇼크 이후, 내부적으로 총당금설정과 영업통제를 보수적으로 실행해왔다. 이제 일회성 비용에 대한 부담은 상당히 해소된 것으로 판단된다.

**3) Total Solution Provider의 가능성:** 글로벌 치과용 의료기기 업체의 트렌드는 치과 진료관련 Total solution을 제공하는 것이다. 동사는 이미 매출의 28~30%가 임플란트 외에서 발생하고 있다. 동사가 치과용 체어사업을 국내에서 해외시장까지 확대한 것처럼, 디지털 이미징 장비도 국내사업 안정화(4Q18)시 해외시장까지 확대될 것으로 예상된다.

### 투자의견 매수 및 목표주가 64,000원 유지

동사에 대한 매수의견과 목표주가 64,000원을 유지한다. 해외법인 성장세가 견조하며, 국내 시장에서는 임플란트 자기부담금 축소정책의 가장 큰 수혜를 받고 있다. 더불어 해외법인 관련 비용 안정화로 영업 레버리지 효과가 본격화될 것으로 기대된다.

동사의 현재가는 12개월 FWD PER 기준 17.9배로 역사적 저점 수준임과 동시에 글로벌 Peer(22.1배) 대비 저평가 받고 있다.

| 결산기 (12월)  | 12/15 | 12/16 | 12/17 | 12/18F | 12/19F | 12/20F |
|------------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 매출액 (십억원)  | 278   | 345   | 398   | 453    | 520    | 591    |
| 영업이익 (십억원) | 33    | 34    | 22    | 39     | 58     | 71     |
| 영업이익률 (%)  | 11.9  | 9.9   | 5.5   | 8.6    | 11.2   | 12.0   |
| 순이익 (십억원)  | 18    | 24    | 10    | 18     | 37     | 47     |
| EPS (원)    | 1,259 | 1,645 | 708   | 1,247  | 2,609  | 3,271  |
| ROE (%)    | 18.1  | 22.1  | 9.3   | 14.8   | 25.5   | 24.8   |
| P/E (배)    | 64.4  | 36.9  | 83.5  | 34.8   | 16.6   | 13.3   |
| P/B (배)    | 10.6  | 6.7   | 6.1   | 4.1    | 3.3    | 2.6    |
| 배당수익률 (%)  | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0    | 0.0    | 0.0    |

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

표 1. 3Q18 실적 비교표

(십억원, %, %p)

|           | 3Q17 | 2Q18  | 3Q18P |        |       | 성장률   |       |
|-----------|------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
|           |      |       | 잠정치   | 미래에셋대우 | 컨센서스  | YoY   | QoQ   |
| 매출액       | 99.6 | 112.7 | 114.0 | 114.3  | 115.7 | 14.5  | 1.2   |
| 영업이익      | 4.4  | 7.2   | 12.2  | 8.1    | 9.2   | 173.7 | 67.9  |
| 영업이익률 (%) | 4.5  | 6.4   | 10.7  | 7.1    | 7.9   | 6.2   | 4.2   |
| 세전이익      | 4.3  | 7.3   | 0.6   | 7.0    | 7.2   | -84.9 | -91.2 |
| 순이익       | 5.3  | 4.3   | -0.9  | 5.6    | 6.0   | 적전    | 적전    |

주: K-IFRS 기준  
자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

|           | 변경전     |         | 변경후     |         | 변경률   |      | 변경 이유     |
|-----------|---------|---------|---------|---------|-------|------|-----------|
|           | 18F     | 19F     | 18F     | 19F     | 18F   | 19F  |           |
| 매출액       | 451.4   | 518.7   | 453.0   | 520.2   | 0.3   | 0.3  | 3Q18 실적반영 |
| 영업이익      | 31.9    | 49.8    | 38.7    | 57.6    | 21.5  | 15.5 |           |
| 세전이익      | 29.2    | 45.6    | 25.5    | 53.3    | -12.5 | 16.7 |           |
| 순이익       | 22.1    | 32.0    | 17.8    | 37.3    | -19.4 | 16.7 |           |
| EPS (KRW) | 1,548.1 | 2,236.6 | 1,247.4 | 2,609.3 | -19.4 | 16.7 |           |

주: K-IFRS 기준  
자료: 미래에셋대우 리서치센터

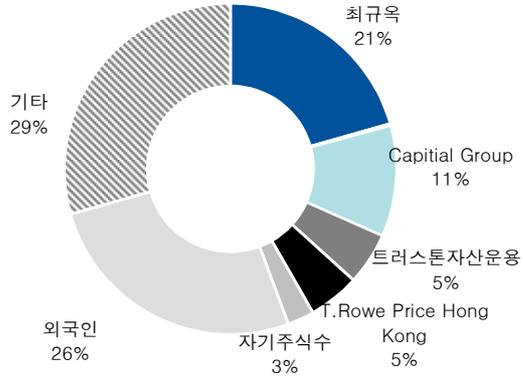
표 3. 분기별 실적 전망표

(십억원, %)

|             | 1Q17        | 2Q17         | 3Q17        | 4Q17         | 1Q18         | 2Q18         | 3Q18P        | 4Q18F        | 2017         | 2018F        | 2019F        |
|-------------|-------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>  | <b>93.5</b> | <b>101.0</b> | <b>99.6</b> | <b>103.7</b> | <b>108.5</b> | <b>112.7</b> | <b>114.0</b> | <b>117.8</b> | <b>397.8</b> | <b>453.0</b> | <b>520.2</b> |
| 내수          | 46.4        | 48.1         | 47.6        | 49.7         | 56.3         | 51.7         | 52.4         | 53.6         | 191.8        | 214.1        | 228.1        |
| 중국          | 14.6        | 18.3         | 20.2        | 20.6         | 14.9         | 22.6         | 22.4         | 25.2         | 73.7         | 85.2         | 109.2        |
| 북미          | 14.9        | 15.1         | 15.9        | 15.2         | 15.9         | 19.1         | 19.2         | 17.6         | 61.2         | 71.9         | 84.3         |
| 기타          | 17.5        | 19.5         | 15.8        | 18.3         | 21.3         | 19.2         | 20.0         | 21.3         | 71.2         | 81.8         | 98.6         |
| <b>영업이익</b> | <b>7.9</b>  | <b>9.6</b>   | <b>4.4</b>  | <b>-0.3</b>  | <b>6.9</b>   | <b>7.2</b>   | <b>12.2</b>  | <b>12.4</b>  | <b>21.7</b>  | <b>38.7</b>  | <b>57.6</b>  |
| 내수          | 9.6         | 11.0         | 9.1         | 11.8         | 10.7         | 12.1         | 13.9         | 11.7         | 41.5         | 48.4         | 52.0         |
| 중국          | -2.3        | -3.1         | -2.0        | -9.0         | -2.6         | -2.3         | -0.5         | -0.7         | -16.3        | -6.1         | -1.8         |
| 북미          | 0.4         | 1.3          | 1.2         | -1.2         | -0.3         | 0.6          | 0.4          | 0.7          | 1.7          | 1.4          | 4.9          |
| 기타          | 0.1         | 0.5          | -3.8        | -2.0         | -0.9         | -3.2         | -1.6         | 0.7          | -5.2         | -5.0         | 2.5          |
| <b>세전이익</b> | <b>-0.7</b> | <b>12.6</b>  | <b>4.3</b>  | <b>3.3</b>   | <b>6.3</b>   | <b>7.3</b>   | <b>0.6</b>   | <b>11.3</b>  | <b>19.4</b>  | <b>25.5</b>  | <b>53.3</b>  |
| <b>순이익</b>  | <b>0.0</b>  | <b>8.0</b>   | <b>5.3</b>  | <b>-3.2</b>  | <b>5.4</b>   | <b>4.3</b>   | <b>-0.9</b>  | <b>9.0</b>   | <b>10.1</b>  | <b>17.8</b>  | <b>37.3</b>  |
| 영업이익률 (%)   | 8.4         | 9.6          | 4.5         | -0.3         | 6.4          | 6.4          | 10.7         | 10.5         | 5.5          | 8.5          | 11.1         |
| 세전순이익률 (%)  | -0.8        | 12.4         | 4.3         | 3.2          | 5.8          | 6.5          | 0.6          | 9.6          | 4.9          | 5.6          | 10.2         |
| 순이익률 (%)    | -0.3        | 7.8          | 4.4         | -6.1         | 3.7          | 2.7          | -1.9         | 7.7          | 2.5          | 3.9          | 7.2          |

자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 자본율

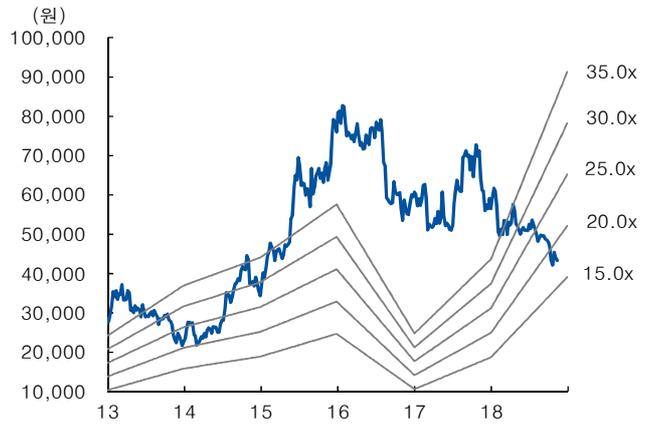


자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 기관 및 외국인 순매수량 vs. 주가 추이      그림 3. 12개월 선행 PER 밴드 차트



자료: 미래에셋대우 리서치센터



자료: 미래에셋대우 리서치센터

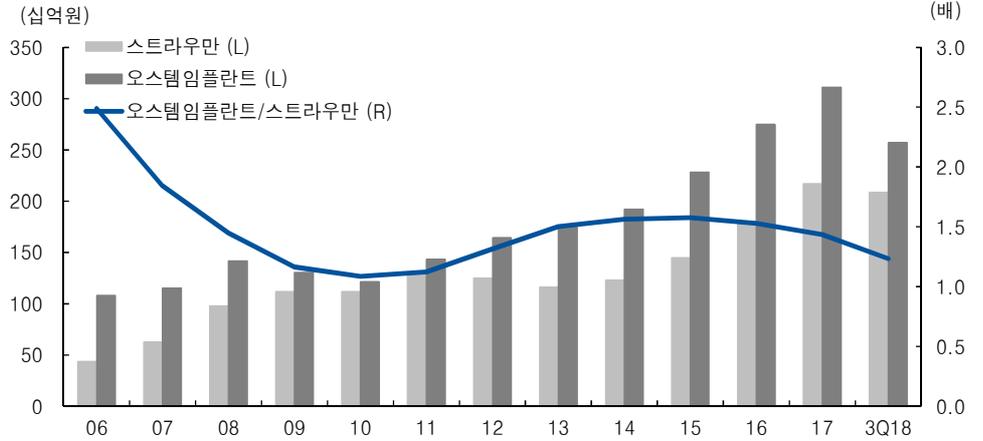
표 4. Global peer valuation

(십억원)

| 회사명          | 시가총액   | 영업이익률 (%)   |             |             | PER (배)     |             |             | PBR (배)    |            |            | ROE (%)     |             |             | EV/EBITDA (배) |             |             |
|--------------|--------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|---------------|-------------|-------------|
|              |        | 17          | 18F         | 19F         | 17          | 18F         | 19F         | 17         | 18F        | 19F        | 17          | 18F         | 19F         | 17            | 18F         | 19F         |
| 스트라우만        | 12,136 | 25.5        | 25.6        | 26.3        | 40.9        | 37.7        | 31.0        | 9.9        | 8.5        | 7.1        | 30.1        | 24.1        | 24.6        | 33.2          | 27.3        | 23.3        |
| 짐머 바이오메트 홀딩스 | 27,410 | 10.3        | 26.7        | 27.0        | 23.0        | 15.6        | 15.2        | 2.0        | 1.9        | 1.8        | 15.5        | 13.5        | 12.3        | 19.3          | 12.2        | 12.0        |
| 덴츠플라이 시로나    | 9,231  | -39.1       | 15.6        | 16.9        | 23.3        | 17.9        | 16.0        | 1.6        | 1.5        | 1.4        | -25.8       | 8.2         | 9.1         | -             | 13.1        | 11.4        |
| 헨리 셰인        | 14,943 | 6.9         | 6.7         | 6.9         | 22.4        | 21.1        | 19.5        | 4.5        | 3.7        | 3.7        | 13.2        | 20.1        | 19.2        | 15.4          | 14.5        | 13.7        |
| 얼라인 테크놀로지    | 22,148 | 24.0        | 24.6        | 24.5        | 50.2        | 50.4        | 41.8        | 16.5       | 15.4       | 12.7       | 26.4        | 31.4        | 29.6        | 60.8          | 36.8        | 28.8        |
| 다나허          | 82,743 | 16.5        | 20.9        | 21.5        | 28.3        | 23.2        | 21.8        | 2.7        | 2.6        | 2.3        | 10.4        | 11.0        | 10.7        | 18.4          | 17.3        | 16.2        |
| 오스템임플란트      | 619    | 5.5         | 8.6         | 11.2        | 83.5        | 34.8        | 16.6        | 6.1        | 4.1        | 3.3        | 9.3         | 14.8        | 25.5        | 28.5          | 13.4        | 8.9         |
| 디오           | 416    | 25.3        | 25.7        | 27.4        | 53.9        | 18.9        | 15.6        | 4.0        | 3.3        | 2.8        | 8.9         | 17.1        | 17.5        | 20.2          | 17.6        | 13.9        |
| 덴티움          | 807    | 27.2        | 25.3        | 26.1        | 22.9        | 21.7        | 17.9        | 3.8        | 4.1        | 3.4        | 26.0        | 20.5        | 20.4        | 15.9          | 18.5        | 14.4        |
| <b>전체 평균</b> |        | <b>11.3</b> | <b>20.0</b> | <b>20.9</b> | <b>38.7</b> | <b>26.8</b> | <b>21.7</b> | <b>5.7</b> | <b>5.0</b> | <b>4.3</b> | <b>12.7</b> | <b>17.9</b> | <b>18.8</b> | <b>26.5</b>   | <b>19.0</b> | <b>15.9</b> |

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 오스템임플란트 vs. 스트라우만 아시아지역 매출 추이



자료: 각사, 미래에셋대우 리서치센터

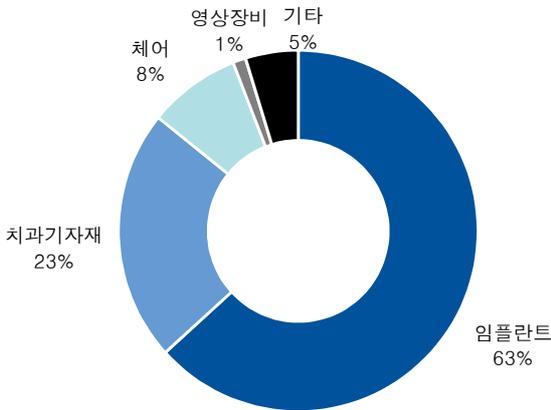
표 5. 오스템임플란트 비용 구조

(십억원, %, %p)

| 항목     | 2015   | 2016   | 2017   | 2018F  | 2019F | 2016  | 2017  | 2018F  | 2019F |
|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|
| 매출     | 277.7  | 344.6  | 397.8  | 453.0  | 520.2 | 24.1% | 15.4% | 13.9%  | 14.8% |
| 내수     | 146.1  | 179.0  | 191.8  | 214.1  | 228.1 | 22.6% | 7.1%  | 11.6%  | 6.5%  |
| 해외     | 131.7  | 165.6  | 206.0  | 238.9  | 292.1 | 25.8% | 24.4% | 15.9%  | 22.3% |
| 중국     | 51.4   | 58.4   | 73.7   | 85.2   | 109.2 | 13.7% | 26.2% | 15.7%  | 28.1% |
| 북미     | 39.4   | 53.2   | 61.2   | 71.9   | 84.3  | 34.8% | 15.1% | 17.5%  | 17.3% |
| 기타     | 40.8   | 54.0   | 71.2   | 81.8   | 98.6  | 32.3% | 31.7% | 14.9%  | 20.6% |
| 매출원가율  | 41.8%  | 41.0%  | 41.7%  | 43.2%  | 43.6% | -0.8% | 0.7%  | 1.5%   | 0.4%  |
| 내수     | 24.6%  | 26.9%  | 21.2%  | 21.5%  | 22.9% | 2.3%  | -5.7% | 0.3%   | 1.4%  |
| 해외     | 60.8%  | 56.1%  | 60.7%  | 62.6%  | 59.7% | -4.6% | 4.5%  | 2.0%   | -2.9% |
| 중국     | 64.7%  | 65.5%  | 73.9%  | 72.9%  | 69.6% | 0.8%  | 8.5%  | -1.0%  | -3.3% |
| 북미     | 41.7%  | 37.5%  | 37.0%  | 40.3%  | 37.9% | -4.2% | -0.5% | 3.3%   | -2.4% |
| 기타     | 74.2%  | 64.3%  | 67.2%  | 71.6%  | 67.4% | -9.9% | 2.9%  | 4.3%   | -4.2% |
| 판매비/매출 | 46.2%  | 49.1%  | 52.9%  | 48.2%  | 45.4% | 2.9%  | 3.8%  | -4.6%  | -2.9% |
| 내수     | 40.9%  | 44.3%  | 54.3%  | 53.0%  | 51.6% | 3.4%  | 10.0% | -1.4%  | -1.3% |
| 해외     | 52.2%  | 54.3%  | 51.6%  | 44.0%  | 40.5% | 2.1%  | -2.7% | -7.5%  | -3.5% |
| 중국     | 43.8%  | 49.9%  | 48.2%  | 34.2%  | 32.1% | 6.1%  | -1.7% | -14.0% | -2.1% |
| 북미     | 67.7%  | 61.6%  | 60.3%  | 57.7%  | 56.3% | -6.1% | -1.3% | -2.5%  | -1.5% |
| 기타     | 47.8%  | 51.9%  | 47.5%  | 42.2%  | 36.3% | 4.0%  | -4.3% | -5.3%  | -5.9% |
| OPM    | 12.0%  | 9.9%   | 5.5%   | 8.5%   | 11.1% | -2.1% | -4.5% | 3.1%   | 2.5%  |
| 내수     | 34.5%  | 28.8%  | 24.4%  | 25.5%  | 25.5% | -5.7% | -4.3% | 1.1%   | 0.0%  |
| 해외     | -13.0% | -10.4% | -12.2% | -6.7%  | -0.2% | 2.6%  | -1.8% | 5.6%   | 6.5%  |
| 중국     | -8.5%  | -15.3% | -22.2% | -7.1%  | -1.7% | -6.9% | -6.8% | 15.0%  | 5.5%  |
| 북미     | -9.4%  | 0.9%   | 2.7%   | 2.0%   | 5.8%  | 10.3% | 1.9%  | -0.8%  | 3.8%  |
| 기타     | -22.1% | -16.2% | -14.8% | -13.8% | -3.7% | 5.9%  | 1.4%  | 1.0%   | 10.1% |

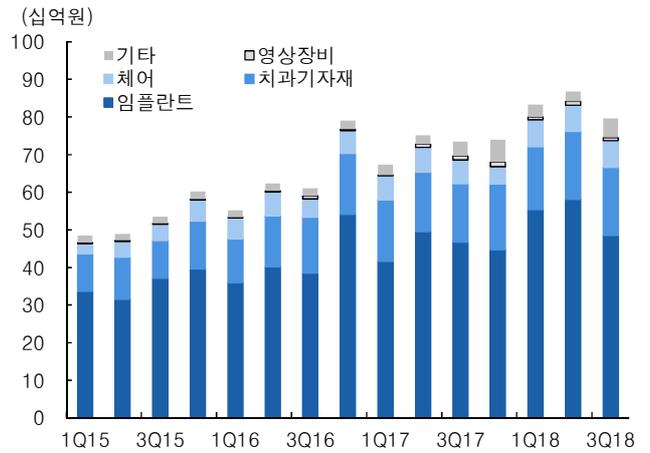
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 품목별 매출 비중(2017년 기준)



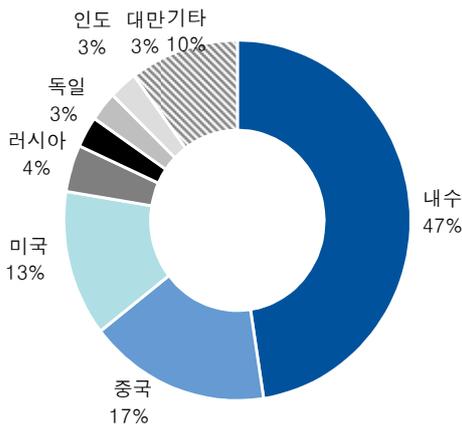
주: 별도기준  
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 품목별 매출 추이



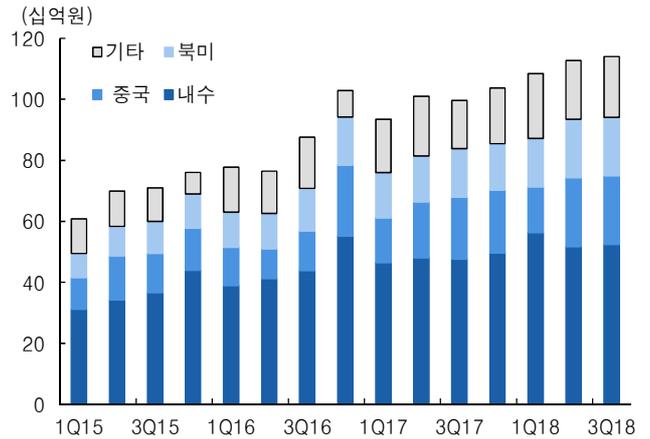
주: 별도기준  
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 지역별 매출 비중(2017년 기준)



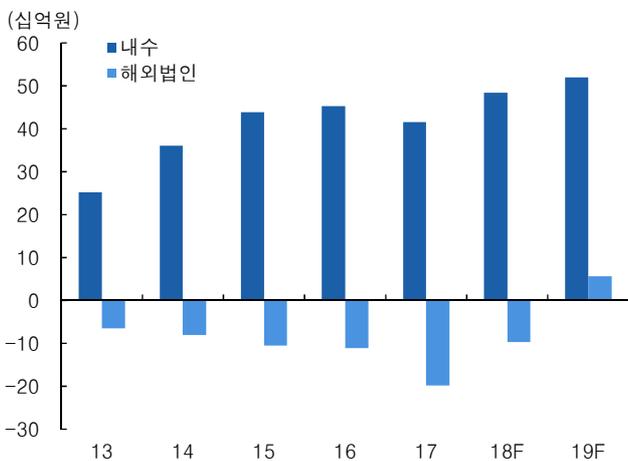
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 지역별 매출 추이



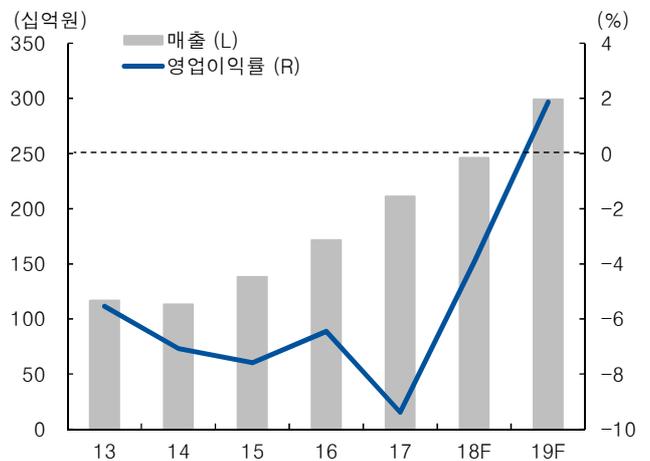
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 국내 영업이익 vs. 해외법인 영업이익



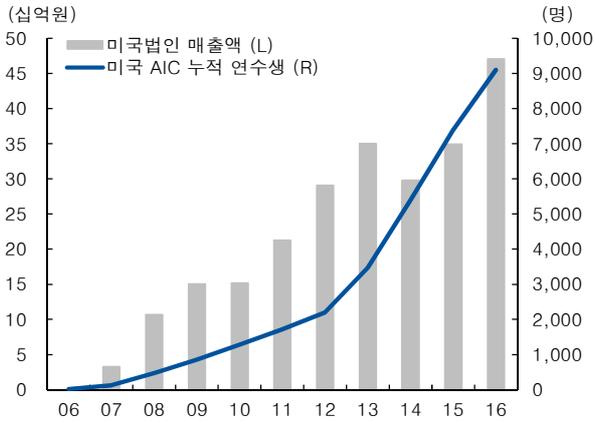
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 해외법인 매출 vs. 영업이익률



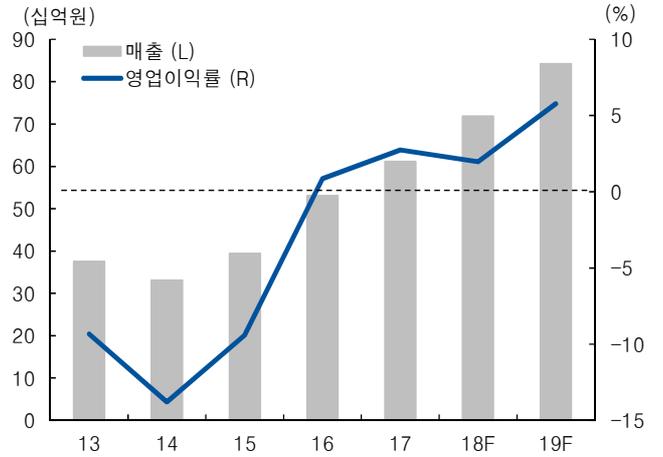
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. 미국 매출 vs. AIC 연수생



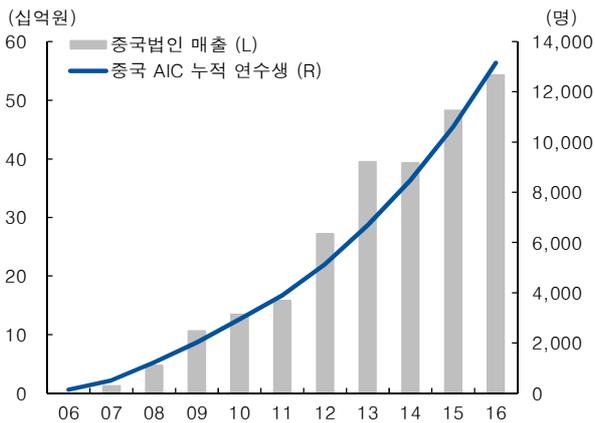
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. 북미 매출 vs. 영업이익률 추이



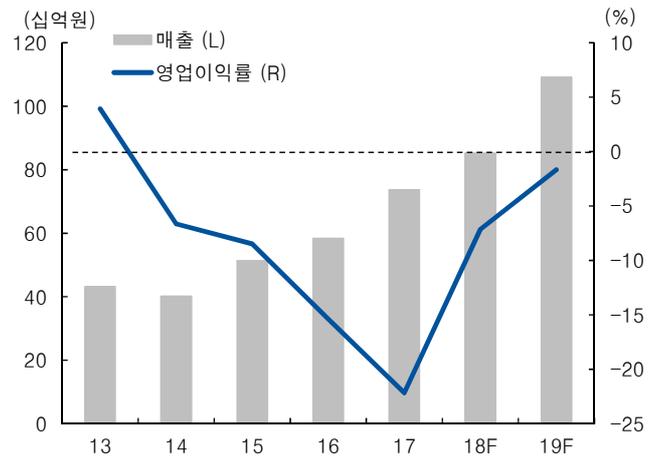
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 13. 중국 매출 vs. AIC 연수생



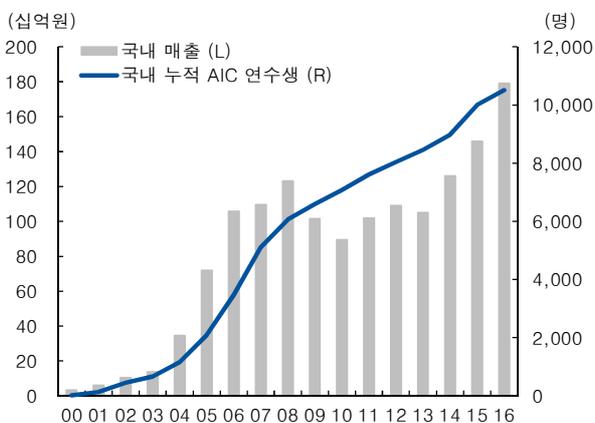
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 14. 중국 매출 vs. 영업이익률 추이



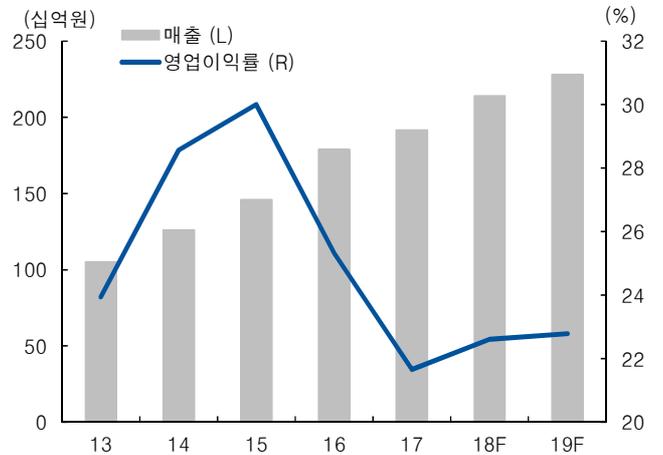
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. 국내 매출 vs. AIC 연수생



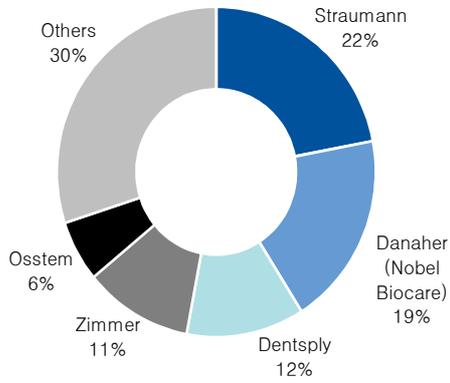
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 16. 국내 매출 vs. 영업이익률 추이



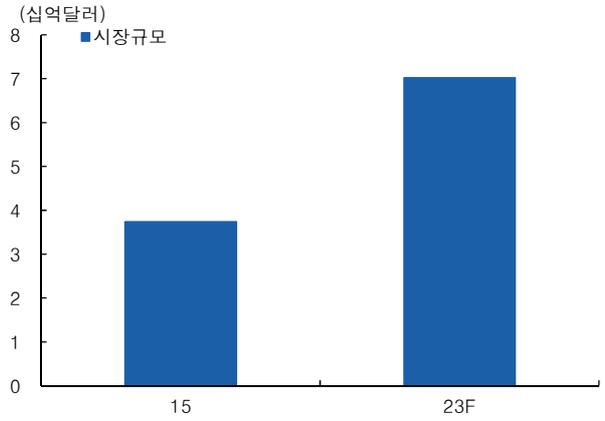
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 17. 세계 시장 점유율



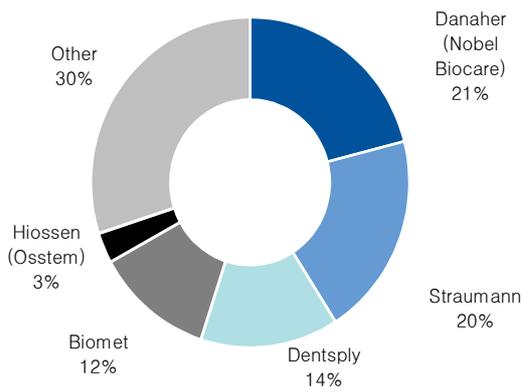
자료: Straumann, 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 18. 세계 임플란트 시장(CAGR 8.2%)



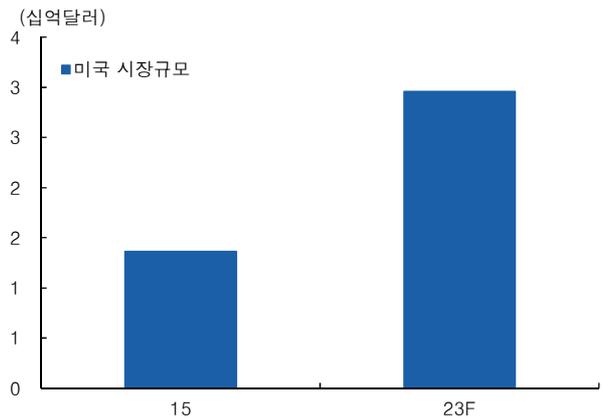
자료: MRG, 미래에셋대우 리서치센터

그림 19. 미국시장 점유율



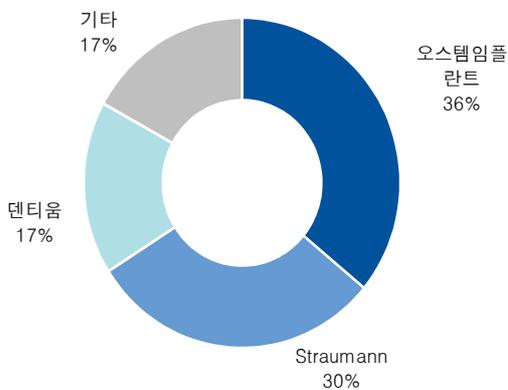
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 20. 미국 임플란트 시장(CAGR 10.2%)



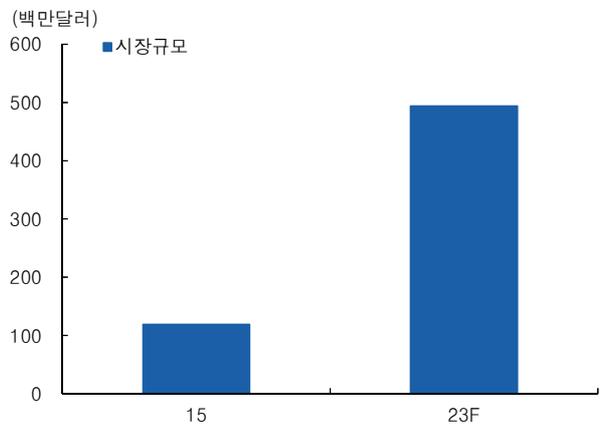
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 21. 중국 시장 점유율



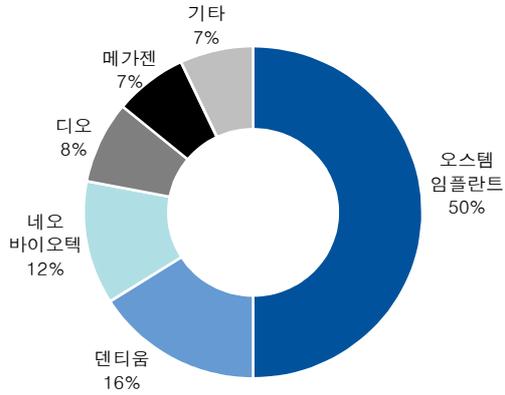
자료: 오스템임플란트, 덴티움, 미래에셋대우 리서치센터

그림 22. 중국 임플란트 시장(CAGR 19.5%)



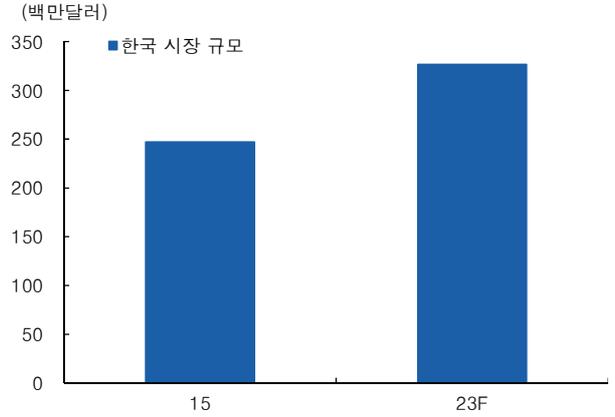
자료: MRG, 미래에셋대우 리서치센터

그림 23. 국내 임플란트 시장 점유율



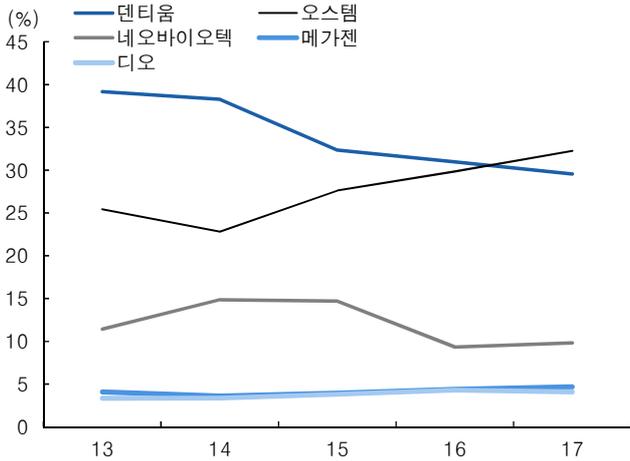
자료: 한국보건산업진흥원, 미래에셋대우 리서치센터

그림 24. 국내임플란트 시장 규모 추이 (CAGR 3.5%)



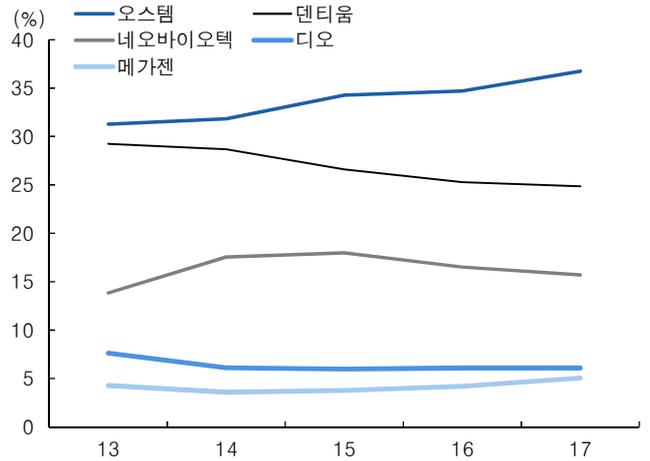
자료: MRG, 미래에셋대우 리서치센터

그림 25. 치과의사들이 가장 선호하는 브랜드



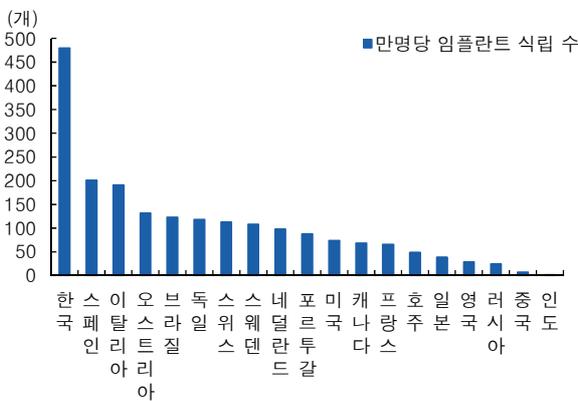
자료: 덴트포도, 미래에셋대우 리서치센터

그림 26. 치과의사들이 가장 많이 사용하는 브랜드



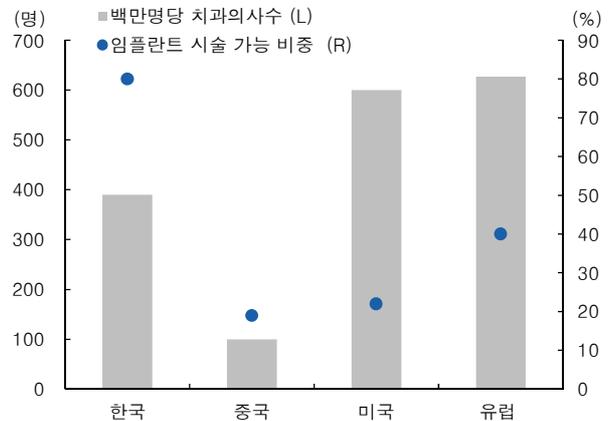
자료: 덴트포도, 미래에셋대우 리서치센터

그림 27. 인구 만명당 임플란트 식립수



자료: MRG, Straumann, 미래에셋대우 리서치센터

그림 28. 글로벌 치과의사수 vs. 임플란트 시술 가능 비중



자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 29. 오스템 임플란트 디자인: 주력 모델 TSET타입



자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 30. 임플란트 표면 처리 기술

| SA  | HA  | CA  | BA   |
|---|---|---|--|
| 산 처리를 통한 최적의 표면형상   | 고결정성 HA 코팅 표면   | 칼슘 용액에 담지된 초친수성 SA 표면   | 저결정성 Nano-HA 코팅 표면   |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• 조글세프 분화 및 글라봉 RBM 대비 20% 향상</li> <li>• RBM 대비 초기 고정력 48% 향상</li> <li>• RBM 대비 신생골 형성 20% 향상</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 30~60µm 두께의 고결정성 HA 코팅</li> <li>• 뼈와 유사한 HA의 탁월한 생체적합성</li> <li>• 조글세프 초기글라봉 SA 대비 2배 향상</li> <li>• 초기 고정력 SA 대비 40% 향상</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 칼슘 수용액에 담지하여 표면 활성 극대화</li> <li>• 탁월한 활력 젖음성으로 신생골 형성면적 증대</li> <li>• SA 대비 초기 고정력 34% 향상</li> <li>• SA 대비 신생골 형성률 26% 향상</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• SA표면에 HA코팅 (Ra 2.5~3.0µm)</li> <li>• 10nm이하 두께의 초박막 HA 코팅</li> <li>• SA와 HA가 갖는 장점을 융화시킨 표면</li> <li>• SA 대비 신생골 형성 30% 향상</li> </ul> |

자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 31. 오스템 임플란트의 표면처리에 따른 분류

| SA   | HA                     | CA                    | BA                      |
|--|------------------------|-----------------------|-------------------------|
| Etched ligged with alumina and Acid etched | Hydroxyapatite coating | Calcium               | Bio HA                  |
|  |                        |                       |                         |
| 산 처리를 통한 최적의 표면형상 구현                       | 고결정성 HA 코팅된 Premium 표면 | 칼슘 용액에 담지된 초친수성 SA 표면 | SA에 저결정성 Nano-HA 코팅된 표면 |

자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 32. SA 방식: 표면적이 넓어지나 표면이 물과 분리되는 단점 (소수성)



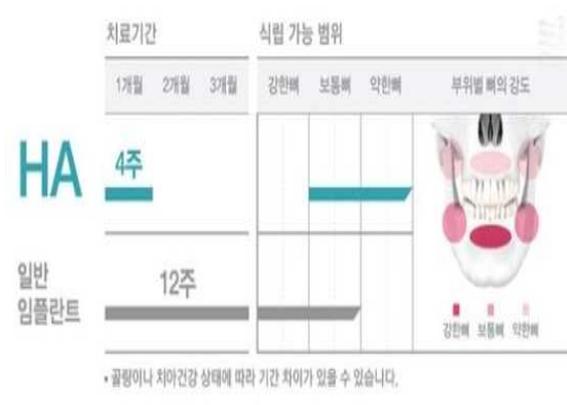
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 33. CA방식: 칼슘이온이 부착된 SA방식의 업그레이드 버전



자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 34. HA방식: 뼈가 약한 환자에 주로 사용됨



자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

오스템임플란트 (048260)

예상 포괄손익계산서 (요약)

| (십억원)           | 12/17      | 12/18F     | 12/19F     | 12/20F     |
|-----------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>매출액</b>      | <b>398</b> | <b>453</b> | <b>520</b> | <b>591</b> |
| 매출원가            | 166        | 196        | 227        | 264        |
| 매출총이익           | 232        | 257        | 293        | 327        |
| 판매비와관리비         | 210        | 219        | 236        | 256        |
| 조정영업이익          | 22         | 39         | 58         | 71         |
| 영업이익            | 22         | 39         | 58         | 71         |
| 비영업손익           | -3         | -13        | -5         | -4         |
| 금융손익            | -4         | -5         | -5         | -4         |
| 관계기업등 투자손익      | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 세전계속사업손익        | 19         | 26         | 53         | 67         |
| 계속사업법인세비용       | 14         | 12         | 16         | 20         |
| 계속사업이익          | 6          | 14         | 37         | 47         |
| 중단사업이익          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>당기순이익</b>    | <b>6</b>   | <b>14</b>  | <b>37</b>  | <b>47</b>  |
| 지배주주            | 10         | 18         | 37         | 47         |
| 비지배주주           | -4         | -4         | 0          | 0          |
| <b>총포괄이익</b>    | <b>6</b>   | <b>12</b>  | <b>37</b>  | <b>47</b>  |
| 지배주주            | 10         | 21         | 66         | 83         |
| 비지배주주           | -4         | -8         | -29        | -37        |
| EBITDA          | 31         | 49         | 66         | 79         |
| FCF             | -40        | 16         | 60         | 69         |
| EBITDA 마진율 (%)  | 7.8        | 10.8       | 12.7       | 13.4       |
| 영업이익률 (%)       | 5.5        | 8.6        | 11.2       | 12.0       |
| 지배주주귀속 순이익률 (%) | 2.5        | 4.0        | 7.1        | 8.0        |

예상 재무상태표 (요약)

| (십억원)          | 12/17      | 12/18F     | 12/19F     | 12/20F     |
|----------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>유동자산</b>    | <b>318</b> | <b>369</b> | <b>456</b> | <b>556</b> |
| 현금 및 현금성자산     | 111        | 133        | 189        | 253        |
| 매출채권 및 기타채권    | 82         | 94         | 107        | 121        |
| 재고자산           | 90         | 102        | 116        | 131        |
| 기타유동자산         | 35         | 40         | 44         | 51         |
| <b>비유동자산</b>   | <b>237</b> | <b>246</b> | <b>238</b> | <b>230</b> |
| 관계기업투자등        | 3          | 0          | 0          | 0          |
| 유형자산           | 190        | 201        | 194        | 187        |
| 무형자산           | 14         | 13         | 12         | 10         |
| <b>자산총계</b>    | <b>556</b> | <b>615</b> | <b>694</b> | <b>786</b> |
| <b>유동부채</b>    | <b>352</b> | <b>437</b> | <b>478</b> | <b>523</b> |
| 매입채무 및 기타채무    | 20         | 23         | 26         | 30         |
| 단기금융부채         | 91         | 140        | 140        | 140        |
| 기타유동부채         | 241        | 274        | 312        | 353        |
| <b>비유동부채</b>   | <b>83</b>  | <b>45</b>  | <b>46</b>  | <b>46</b>  |
| 장기금융부채         | 78         | 39         | 39         | 39         |
| 기타비유동부채        | 5          | 6          | 7          | 7          |
| <b>부채총계</b>    | <b>435</b> | <b>482</b> | <b>523</b> | <b>569</b> |
| <b>지배주주지분</b>  | <b>113</b> | <b>127</b> | <b>164</b> | <b>211</b> |
| 자본금            | 7          | 7          | 7          | 7          |
| 자본잉여금          | 56         | 56         | 56         | 56         |
| 이익잉여금          | 85         | 100        | 137        | 184        |
| <b>비지배주주지분</b> | <b>7</b>   | <b>6</b>   | <b>6</b>   | <b>6</b>   |
| <b>자본총계</b>    | <b>120</b> | <b>133</b> | <b>170</b> | <b>217</b> |

예상 현금흐름표 (요약)

| (십억원)                 | 12/17      | 12/18F     | 12/19F    | 12/20F    |
|-----------------------|------------|------------|-----------|-----------|
| <b>영업활동으로 인한 현금흐름</b> | <b>47</b>  | <b>34</b>  | <b>60</b> | <b>69</b> |
| 당기순이익                 | 6          | 14         | 37        | 47        |
| 비현금수익비용가감             | 23         | 21         | 29        | 32        |
| 유형자산감가상각비             | 7          | 8          | 7         | 7         |
| 무형자산상각비               | 2          | 2          | 1         | 1         |
| 기타                    | 14         | 11         | 21        | 24        |
| 영업활동으로인한자산및부채의변동      | 14         | 9          | 14        | 15        |
| 매출채권 및 기타채권의 감소(증가)   | -8         | -8         | -13       | -14       |
| 재고자산 감소(증가)           | -12        | -5         | -14       | -15       |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소)   | 6          | -3         | 2         | 2         |
| 법인세납부                 | -5         | -13        | -16       | -20       |
| <b>투자활동으로 인한 현금흐름</b> | <b>-47</b> | <b>-25</b> | <b>-4</b> | <b>-5</b> |
| 유형자산처분(취득)            | -75        | -18        | 0         | 0         |
| 무형자산감소(증가)            | -3         | -1         | 0         | 0         |
| 장단기금융자산의 감소(증가)       | -2         | -3         | -4        | -5        |
| 기타투자활동                | 33         | -3         | 0         | 0         |
| <b>재무활동으로 인한 현금흐름</b> | <b>36</b>  | <b>12</b>  | <b>0</b>  | <b>0</b>  |
| 장단기금융부채의 증가(감소)       | 36         | 10         | 0         | 0         |
| 자본의 증가(감소)            | 0          | 0          | 0         | 0         |
| 배당금의 지급               | 0          | 0          | 0         | 0         |
| 기타재무활동                | 0          | 2          | 0         | 0         |
| <b>현금의 증가</b>         | <b>35</b>  | <b>22</b>  | <b>55</b> | <b>65</b> |
| 기초현금                  | 76         | 111        | 133       | 188       |
| 기말현금                  | 111        | 133        | 188       | 253       |

예상 주당가치 및 valuation (요약)

|                 | 12/17 | 12/18F | 12/19F | 12/20F |
|-----------------|-------|--------|--------|--------|
| P/E (x)         | 83.5  | 34.8   | 16.6   | 13.3   |
| P/CF (x)        | 29.3  | 17.6   | 9.3    | 7.9    |
| P/B (x)         | 6.1   | 4.1    | 3.3    | 2.6    |
| EV/EBITDA (x)   | 28.5  | 13.2   | 8.7    | 6.5    |
| EPS (원)         | 708   | 1,247  | 2,609  | 3,271  |
| CFPS (원)        | 2,015 | 2,468  | 4,646  | 5,506  |
| BPS (원)         | 9,691 | 10,702 | 13,312 | 16,582 |
| 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 (%)      | 15.4  | 13.8   | 14.8   | 13.7   |
| EBITDA증가율 (%)   | -24.4 | 58.1   | 34.7   | 19.7   |
| 조정영업이익증가율 (%)   | -35.3 | 77.3   | 48.7   | 22.4   |
| EPS증가율 (%)      | -57.0 | 76.1   | 109.2  | 25.4   |
| 매출채권 회전을 (회)    | 4.7   | 5.2    | 5.2    | 5.3    |
| 재고자산 회전을 (회)    | 4.7   | 4.7    | 4.8    | 4.8    |
| 매입채무 회전을 (회)    | 16.2  | 16.5   | 16.8   | 17.2   |
| ROA (%)         | 1.1   | 2.4    | 5.7    | 6.3    |
| ROE (%)         | 9.3   | 14.8   | 25.5   | 24.8   |
| ROIC (%)        | 4.9   | 13.7   | 30.0   | 43.1   |
| 부채비율 (%)        | 361.6 | 362.1  | 307.2  | 262.1  |
| 유동비율 (%)        | 90.3  | 84.4   | 95.5   | 106.4  |
| 순차입금/자기자본 (%)   | 25.0  | 10.9   | -26.4  | -52.7  |
| 조정영업이익/금융비용 (x) | 4.4   | 7.6    | 11.0   | 13.5   |

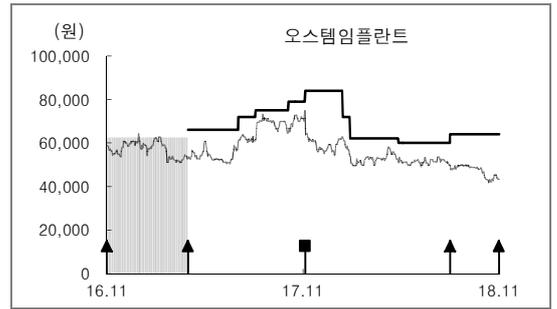
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

**오스템임플란트**

얼마만의 어닝 서프라이즈인가!

**투자 의견 및 목표주가 변동 추이**

| 제시일자            | 투자 의견       | 목표주가(원) | 과리율(%) |            |
|-----------------|-------------|---------|--------|------------|
|                 |             |         | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |
| 오스템임플란트(048260) |             |         |        |            |
| 2018.08.12      | 매수          | 64,000  | -      | -          |
| 2018.05.08      | Trading Buy | 60,000  | -14.43 | -10.67     |
| 2018.02.07      | Trading Buy | 62,000  | -14.73 | -6.13      |
| 2018.01.24      | Trading Buy | 72,000  | -19.37 | -13.33     |
| 2017.11.15      | Trading Buy | 84,000  | -29.54 | -23.45     |
| 2017.10.15      | 매수          | 79,000  | -11.09 | -5.19      |
| 2017.08.15      | 매수          | 75,000  | -7.83  | -2.40      |
| 2017.07.14      | 매수          | 72,000  | -13.97 | -11.53     |
| 2017.04.11      | 매수          | 66,000  | -18.32 | -8.03      |
| 2016.08.22      | 분석 대상 제외    |         | -      | -          |



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

**투자 의견 분류 및 적용 기준**

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

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

**투자 의견 비율**

| 매수(매수) | Trading Buy(매수) | 중립(중립) | 비중축소(매도) |
|--------|-----------------|--------|----------|
| 73.71% | 13.92%          | 12.37% | 0.00%    |

\* 2018년 9월 30일 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.