

오스템
임플란트
(048260)

이민영 minyoung.lee01@daishin.com

투자 의견 BUY

매수, 신규

6개월 목표주가 57,700

신규

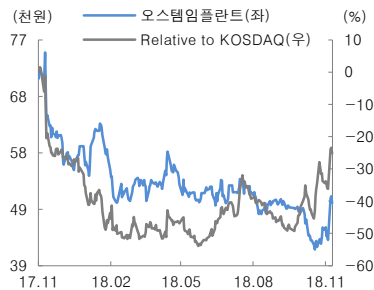
현재주가 49,550
(18.11.14)

스몰캡업종

4차 산업혁명/안전등급 Sky Blue

KOSDAQ	671.56
시가총액	708십억원
시가총액비중	0.32%
자본금(보통주)	7십억원
52주 최고/최저	74,900원 / 41,700원
120일 평균거래대금	31억원
외국인지분율	42.82%
주요주주	최규욱 외 5 인 20.76% The Capital Group Companies, Inc. 외 2 인 10.85%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.0	2.7	-3.0	-33.8
상대수익률	15.4	16.5	24.0	-25.5



Initiation

안팎으로 지속 성장 중

투자 의견 매수, 목표주가 57,700원 제시

- 목표주가 57,700원은 2019F EPS에 Target PER 24.0배(글로벌 경쟁사 그룹의 2019F PER 평균을 20% 할증)를 적용해서 산출
- 글로벌 기업인 스트라우만을 제치고 중국과 한국에서 시장점유율 1위를 점하고 있고, 2019년에 매출액과 영업이익 모두 10% 이상 증가할 것으로 전망되어 글로벌 경쟁 그룹 대비 높은 밸류에이션 적용
- 잔여이익평가모형(RIM)을 이용해 산정한 적정주가는 76,083 원

보험정책 효과로 국내 영업 호황 지속 및 해외 법인은 실적 개선 예상

- 2014년 7월 1일부터 시행된 어르신 임플란트 보험은 이미 포화상태인 국내 치과용 임플란트 시장의 추가 성장을 도모
- 이는 독보적인 고객 기반을 확보한 동사에게 실적 모멘텀으로 작용. 국내 매출액은 2014년부터 2017년까지 연평균 15% 증가했고, 2018년부터 2020년까지 연평균 8%씩 안정적으로 늘어날 전망
- 지난 2년간 추가 법인 설립과 영업인력 채용 등 대규모 투자가 진행된 미국과 중국에서 지속적인 외형 확대가 이뤄지고 있음. 2018년에는 적자 폭 축소로 영업이익이 개선되고 있는 점 긍정적
- 2018년 미국과 중국 매출액은 각각 633억원(+20% YoY), 790억원(+14% YoY)으로 추정

3분기에 호실적 달성, 4분기에도 영업 호조

- 2018년 3분기 실적은 매출액 1,140억원(+15% YoY, +1% QoQ), 영업이익 122억원(+174% YoY, +68% QoQ)으로 발표됨. 전년동기대비 큰 폭의 영업이익 개선은 국내 매출 호조 및 해외법인의 비용 관리에 기인
- 4분기에 성수기 효과로 인해 전년동기대비 실적 개선세 이어질 전망

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	345	398	452	513	564
영업이익	34	22	39	53	54
세전순이익	32	19	25	45	45
총당기순이익	20	6	13	36	36
지배지분순이익	24	10	16	33	39
EPS	1,689	726	1,184	2,407	2,840
PER	35.9	81.4	41.9	20.6	17.4
BPS	7,305	7,909	8,329	10,621	13,350
PBR	8.3	7.5	5.9	4.7	3.7
ROE	22.1	9.3	14.1	24.6	23.0

환율민감도(원달러)분석

2019F 2020F

환율 100원 상승시 EPS(주당순이익) 변동율

1.6%(↑) 1.4%(↑)

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 오스템임플란트, 대신증권 Research&Strategy본부

표 16. 오스템임플란트 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	2017				2018				2016	2017	2018F	2019F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QF				
매출액	93.5	101.0	99.6	103.7	108.5	112.7	114.0	117.0	344.6	397.8	452.2	513.2
증가율(%YoY)	20.2	32.2	13.8	0.8	16.0	11.6	14.5	12.8	24.1	15.4	13.7	13.5
임플란트	72.9	79.6	78.7	81.5	86.8	88.8	90.0	92.3	269.7	312.8	357.9	410.3
치과용기자재	17.1	17.9	17.0	16.9	18.0	19.0	18.1	18.6	61.6	68.9	73.6	80.9
교육, A/S	2.1	1.8	2.4	-1.3	1.9	3.1	4.6	3.2	6.6	5.0	12.8	13.7
IT, 기타	1.3	1.6	1.5	6.6	1.8	1.8	1.4	2.9	6.7	11.1	7.9	8.3
영업이익	7.9	9.6	4.4	-0.3	6.9	7.2	12.2	12.6	34.2	21.7	38.9	53.3
영업이익률(%)	8.4	9.6	4.5	-0.3	6.4	6.4	10.7	10.8	9.9	5.5	8.6	10.4
증가율(%YoY)	-27.8	82.6	-62.4	적전	-12.6	-24.8	173.8	흑전	2.8	-36.6	79.4	36.8
지배주주지분순이익	0.0	8.0	5.3	-3.2	5.4	4.3	-0.9	7.7	23.5	10.1	16.5	33.2
지배주주지분순이익률(%)	0.0	7.9	5.3	-3.1	4.9	3.8	-0.8	6.6	6.8	2.5	3.7	6.5
증가율(%YoY)	적전	156.9	33.1	적전	흑전	-61.9	적전	흑전	30.9	-57.0	63.5	100.9

자료: 오스템임플란트, 대신증권 Research&Strategy본부

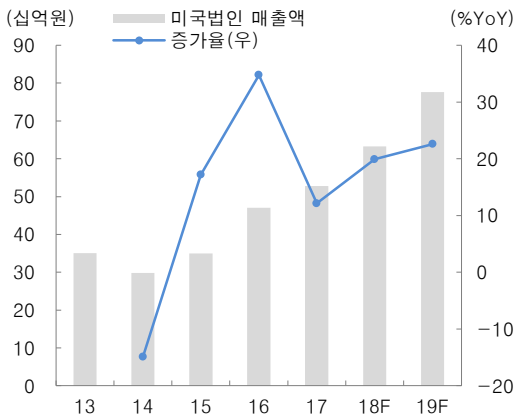
표 17. 오스템임플란트 주요 지역 분기 및 연간 매출액 추이

(단위: 십억원, %)

	2017				2018				2016	2017	2018F	2019F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QF				
매출액	93.5	101.0	99.6	103.7	108.5	112.7	114.0	117.0	344.6	397.8	452.2	513.2
증가율(%YoY)	20.2	32.2	13.8	0.8	16.0	11.6	14.5	12.8	24.1	15.4	13.7	13.5
국내	45.4	47.7	45.3	48.1	54.8	49.3	51.0	52.1	172.8	186.5	207.2	234.4
미국	12.6	13.2	13.7	13.3	13.5	16.3	16.3	17.2	47.1	52.8	63.3	77.6
중국	13.5	17.2	19.0	19.4	13.9	21.4	21.2	22.5	54.3	69.1	79.0	99.1
기타	22.0	22.9	21.6	22.9	26.3	25.7	25.5	25.2	70.4	89.4	102.7	102.1
증가율(%YoY)												
국내	15.9	19.9	-0.9	-0.2	20.8	3.3	12.5	8.4	23.9	7.9	11.1	13.1
미국	22.9	29.8	10.6	-6.8	7.2	23.6	19.1	29.2	34.7	12.1	20.0	22.5
중국	15.7	98.4	59.7	-12.1	3.0	24.6	11.4	15.8	12.5	27.2	14.3	25.5
기타	32.1	28.8	23.2	25.0	19.5	12.2	18.1	10.0	27.8	27.1	14.9	-0.6

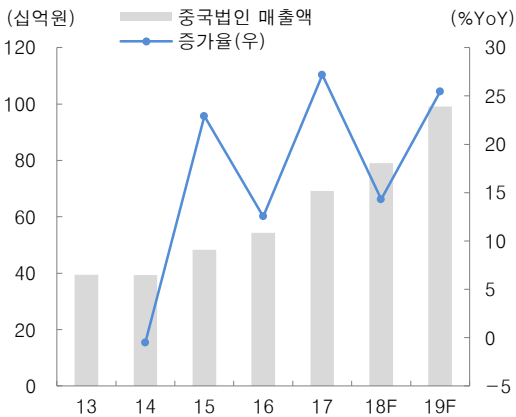
자료: 오스템임플란트, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 18. 미국법인 매출액 및 증가율



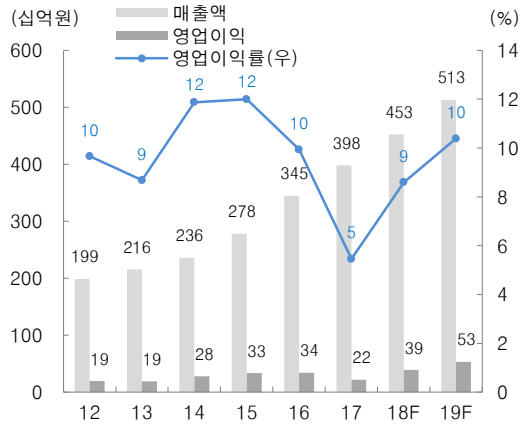
자료: 오스템임플란트, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 19. 중국법인 매출액 및 증가율



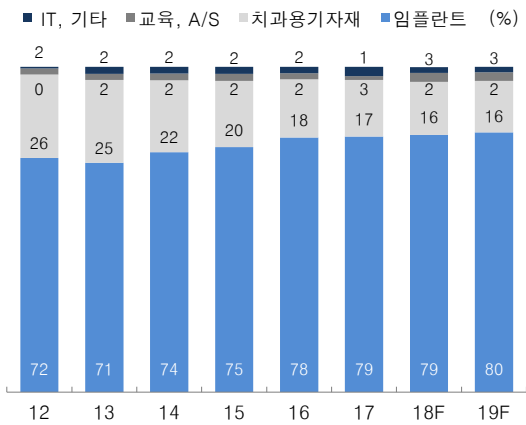
자료: 오스템임플란트, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 20. 연간 실적 추이



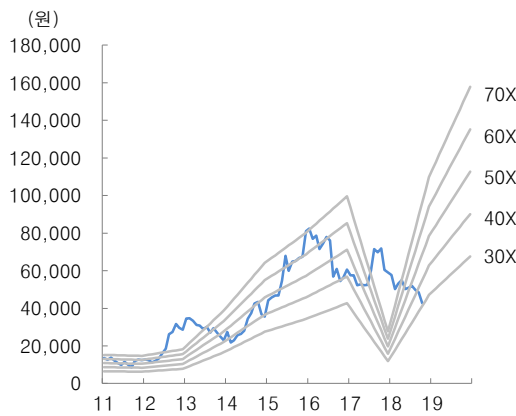
자료: 오스템임플란트, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 21. 사업부별 매출 비중



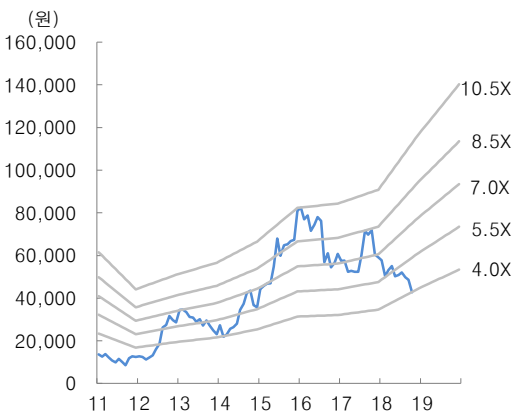
자료: 오스템임플란트, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 22. 오스템임플란트 PER 밴드



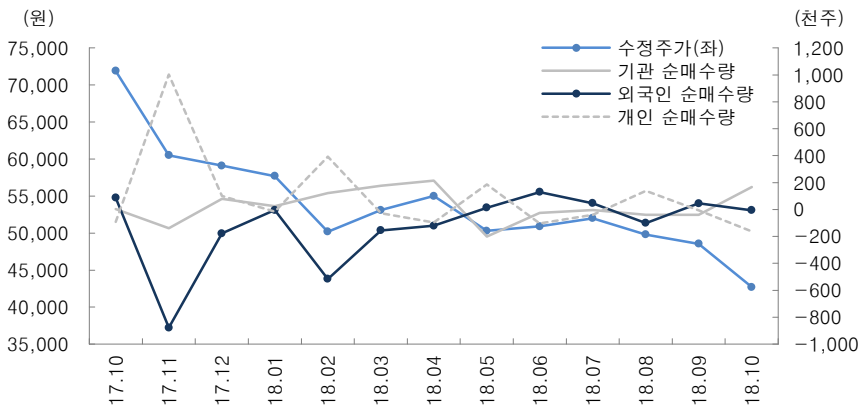
자료: 오스템임플란트, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 23. 오스템임플란트 PBR 밴드



자료: 오스템임플란트, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 24. 월간 매매주체별 수급 동향



자료: 오스템임플란트, 대신증권 Research&Strategy본부

표 18. 오스템임플란트 Global Peer Group

회사명		Straumann Holding	Zimmer Biomet	Dentsply Sirona	Danaher	덴티움
국가		스위스	미국	미국	미국	한국
주가(18.11.14)	(USD)	658	113	37	100	58
시가총액	(USDmn)	10,455	23,031	8,170	70,423	638
매출액 (USDmn)	2017A	1,130	7,824	3,993	18,330	133
	2018F	1,339	7,930	3,972	19,835	162
	2019F	1,533	7,979	4,048	20,603	200
영업이익 (USDmn)	2017A	288	808	- 1,562	3,021	36
	2018F	342	2,108	600	4,145	42
	2019F	403	2,147	666	4,430	52
OPM (%)	2017A	25.5	10.3	- 39.1	16.5	27.3
	2018F	25.6	26.6	15.1	20.9	25.8
	2019F	26.3	26.9	16.5	21.5	26.2
순이익 (USDmn)	2017A	277	1,814	-1,550	2,490	27
	2018F	281	1,565	448	3,159	35
	2019F	343	1,619	492	3,391	43
NPM (%)	2017A	24.5	23.2	- 38.8	13.6	20.0
	2018F	21.0	19.7	11.3	15.9	21.7
	2019F	22.4	20.3	12.2	16.5	21.4
PER (배)	2017A	39.1	21.6	NA	28.2	16.9
	2018F	36.6	14.8	18.5	22.3	18.5
	2019F	30.1	14.4	16.5	20.9	15.2
PBR (배)	2017A	10.2	2.1	2.3	2.5	3.3
	2018F	8.3	1.8	1.5	2.5	3.5
	2019F	6.9	1.7	1.4	2.2	2.9
EV/EBITDA (배)	2017A	33.4	12.1	17.7	17.2	12.6
	2018F	26.5	11.7	13.2	16.7	15.2
	2019F	22.6	11.6	11.5	15.6	12.5
ROE (%)	2017A	32.0	16.9	- 21.0	10.1	26.0
	2018F	24.1	13.5	8.1	11.0	21.9
	2019F	24.6	12.3	8.1	10.7	21.0
EPS (USD)	2017A	14.4	5.6	2.2	3.3	3.3
	2018F	18.0	7.6	2.0	4.5	3.2
	2019F	21.8	7.8	2.2	4.8	3.9
FY.M		12	12	12	12	12

자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy 본부

주당 내재가치

R I M(잔여이익모델)										(단위: 십억원, 원, %)
	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
I 순이익(지배지분) ^(주2)	16	33	39	43	48	52	58	63	70	77
II 자기자본(지배지분) ^(주2)	119	152	191	215	249	292	350	414	483	568
추정ROE	14.1	24.6	23.0	20.2	19.1	17.9	16.5	15.3	14.4	13.5
III 필요수익률 ^(주3)	4.3									
무위험이자율 ^(주4)	2.1									
시장위험프리미엄 ^(주5)	4.0									
베타	0.54									
IV Spread(추정ROE-필요수익률)	9.9	20.4	18.7	15.9	14.9	13.7	12.2	11.1	10.2	9.2
V 필요수익	5	5	6	8	9	11	12	15	18	21
VI 잔여이익(I-V)	12	28	33	35	38	42	45	49	52	56
현가계수	1.00	0.96	0.92	0.88	0.84	0.81	0.78	0.74	0.71	0.68
잔여이익의 현가	12	27	30	31	32	34	35	36	37	38
VII 잔여이익의 합계	313									
VIII 추정기간 이후 잔여이익의 현가	629									
영구성장률(g) ^(주6)	0.0%									
IX 기초자기자본	113									
X 주주지분가치(VII+VIII+IX)	1,054									
총주식수(천주)	13,858									
XI 적정주당가치(원)	76,083									
현재가치(원)	49,550									
Potential (%)	53.5%									

주1: RIM(Residual Income Model)은 현시점에서의 자기자본 금액에 추정기간(10년)의 예상실적을 반영한 초과이익과 추정기간 이후의 잔여이익(R)을 합산하여 주주지분가치를 산출하는 Valuation 방식. 이론적으로 DDM, DCF, EVA 등의 방식과 같은 주주지분가치를 도출하게 되지만, 타 방식 대비 추정치 주관성을 최소화하면서 기업의 본질가치를 산출할 수 있는 방식으로 평가

주2: 연결대상 자회사가 존재하는 경우는 보유하고 있는 지분만큼의 가치를 반영하기 위해 비지배지분 가치를 차감하여 반영

주3: 필요수익률은 자기자본비용(Cost Of Equity)으로 리스크를 부담하는 주주 입장에서 기대수익률. CAPM(Capital Asset Pricing Model)을 통하여 산출하며, 산출방식은 자기자본비용 = 무위험이자율 + 베타 * 시장위험프리미엄

주4: 무위험이자율은 미래 장기 현금흐름에 대한 가치평가를 위해 5년만기 국고채수익률에 준하여 반영

주5: 시장위험프리미엄은 시장포트폴리오 기대수익률과 무위험이자율과의 차이. 일반적으로 6~8% 수준에서 반영되어 왔으나, 최근 저성장 국면에서의 낮아진 기대치를 반영하여 3~5% 수준에서 반영

주6: 영구성장률(g)은 추정기간(10년) 이후 잔여이익의 영구적인 성장률을 의미하며, 물가상승률을 감안하여 0%를 반영

기업개요

기업 및 경영진 현황

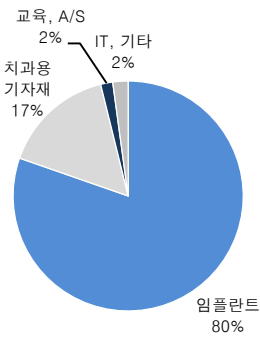
- 1997년에 설립된 치과용 임플란트 제조업체로 2007년 코스닥 상장
- 2018F 매출 비중: 임플란트 80%, 치과용 기자재 17%, 교육, A/S 2%, IT, 기타 2%
- 최규옥 대표이사는 치과 의사 출신으로 글로벌 경쟁사인 스위스업체 '스트라우만'과 미국업체 '지머 바이오텍' 및 '덴츠플라이 시로나'를 벤치마킹해서 종합 디지털 덴티스트리업체로 거듭나려고 함
- 자산 6,060억원, 부채 4,790억원, 자본 1,270억원(2018년 F 기준)
(발행주식수: 14,285,717 / 자기주식수: 369,461)

주가 변동요인

- 국내 임플란트 보험 확대 적용에 따른 추가 시장 형성
- 중국과 미국 영업 호조에 따른 실적 개선
- 원/달러 환율
- 원/위안화 환율

자료: 오스템임플란트, 대신증권 Research&Strategy본부

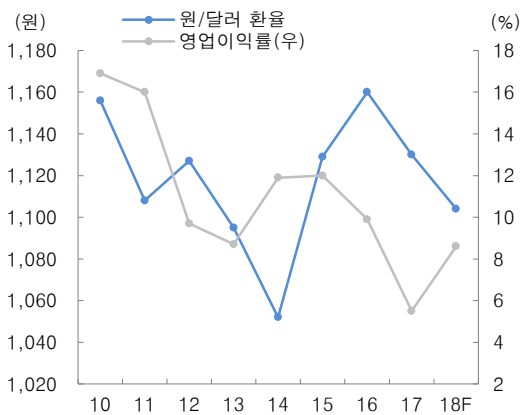
오스템임플란트 사업부문별 매출 비중



주: 2018년 전망치 기준
자료: 오스템임플란트, 대신증권 Research&Strategy본부

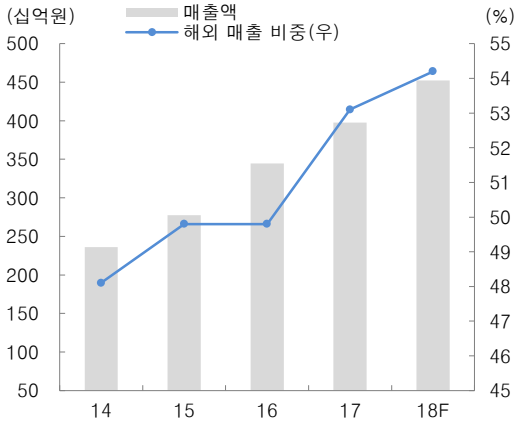
Earnings Driver

그림 25. 원/달러 vs. 영업이익률



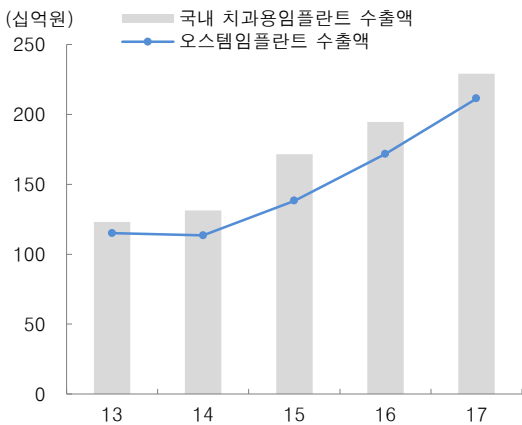
자료: 오스템임플란트, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 26. 해외 매출 비중 상승에 따른 전체 외형 확대



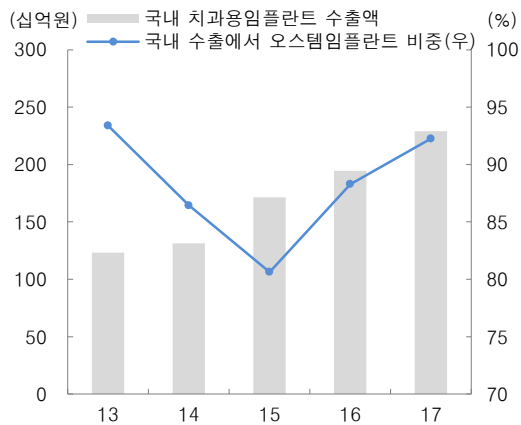
자료: 오스템임플란트, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 27. 수출을 통한 외형 성장



자료: 오스템임플란트, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 28. 국내 치과용임플란트 수출에서 동사의 비중



자료: 오스템임플란트, 대신증권 Research&Strategy본부

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	345	398	452	513	564
매출원가	141	166	194	219	241
매출총이익	203	232	258	294	323
판매비와관리비	169	210	219	241	269
영업이익	34	22	39	53	54
영업이익률	9.9	5.5	8.6	10.4	9.5
EBITDA	41	31	50	66	68
영업외손익	-2	-2	-14	-8	-8
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	12	9	10	6	6
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-14	-21	-26	-23	-23
외환관련손실	10	15	15	15	15
기타	0	9	1	9	9
법인세비용차감전순이익	32	19	25	45	45
법인세비용	-12	-14	-11	-9	-9
계속사업순이익	20	6	13	36	36
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	20	6	13	36	36
당기순이익률	5.9	1.4	2.9	7.0	6.4
비지배자분순이익	-3	-4	-3	3	-3
지배자분순이익	24	10	16	33	39
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	18	6	13	36	36
비지배자분포괄이익	-3	-4	-3	3	-3
지배자분포괄이익	22	10	17	34	40

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	1,689	726	1,184	2,407	2,840
PER	35.9	81.4	41.9	20.6	17.4
BPS	7,305	7,909	8,329	10,621	13,350
PBR	8.3	7.5	5.9	4.7	3.7
EBITDAPS	2,877	2,163	3,495	4,615	4,742
EV/EBITDA	22.1	28.5	14.6	10.9	10.6
SPS	24,121	27,845	31,652	35,926	39,501
PSR	2.5	2.1	1.6	1.4	1.3
CFPS	3,858	2,979	4,860	6,519	6,646
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성					
매출액 증가율	24.1	15.4	13.7	13.5	10.0
영업이익 증가율	2.8	-36.6	79.4	36.8	0.6
순이익 증가율	24.5	-72.2	131.5	174.9	0.3
수익성					
ROIC	25.3	4.8	14.4	27.6	23.2
ROA	7.9	4.2	6.6	8.3	7.9
ROE	22.1	9.3	14.1	24.6	23.0
안정성					
부채비율	325.4	361.6	391.1	307.8	245.6
순차입금비율	28.4	24.6	8.9	1.5	-1.9
이자보상배율	8.5	4.4	3.7	6.3	6.3

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	278	318	365	384	411
현금및현금성자산	76	111	116	125	131
매출채권 및 기타채권	89	83	102	103	113
재고자산	80	90	93	103	113
기타유동자산	34	35	54	54	54
비유동자산	198	237	258	275	291
유형자산	123	190	210	228	245
관계기업투자금	4	3	3	3	3
기타비유동자산	71	45	45	43	43
자산총계	475	556	623	659	702
유동부채	325	352	446	448	449
매입채무 및 기타채무	35	38	40	42	43
차입금	75	82	96	96	96
유동상채무	28	8	44	44	44
기타유동부채	187	224	266	266	266
비유동부채	39	83	50	50	50
차입금	29	78	39	39	39
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	9	5	11	11	11
부채총계	364	435	496	498	499
자배자본	104	113	119	152	191
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	56	56	56	56	56
이익잉여금	75	85	92	125	165
기타지분변동	-34	-35	-36	-37	-37
비지배자본	7	7	8	10	13
자본총계	112	120	127	162	203
순차입금	32	30	11	2	-4

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	40	47	59	99	90
당기순이익	20	6	13	36	36
비현금항목의 가감	35	37	56	57	59
감가상각비	7	9	11	13	14
외환손익	-2	4	9	13	13
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	31	24	36	31	32
자산부채의 증감	3	14	7	19	9
기타현금흐름	-18	-10	-18	-13	-13
투자활동 현금흐름	-74	-47	-48	-22	-23
투자자산	-15	-2	-1	1	0
유형자산	-66	-75	-29	-29	-29
기타	7	31	-18	7	7
재무활동 현금흐름	22	36	11	0	0
단기차입금	23	7	14	0	0
사채	-2	-6	1	0	0
장기차입금	29	41	-40	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-28	-6	36	0	0
현금의 증감	-12	35	5	9	6
기초 현금	87	76	111	116	125
기말 현금	76	111	116	125	131
NOPLAT	21	6	21	43	43
FCF	-41	-75	-10	13	15

자료: 오스템임플란트, 대신증권 Research&Strategy 본부