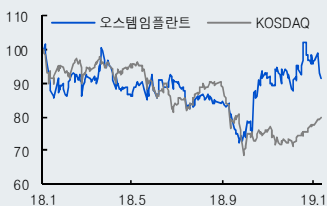


건강관리장비
Results comment
2019.12

투자의견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	74,000원
현재주가(19/02/11)	53,000원
상승여력	40%

영업이익(18F, 십억원)	27
Consensus 영업이익(18F, 십억원)	36
EPS 성장률(18F, %)	-7.9
MKT EPS 성장률(18F, %)	5.1
P/E(18F, x)	82.1
MKT P/E(18F, x)	9.1
KOSDAQ	733.47
시가총액(십억원)	757
발행주식수(백만주)	14
유동주식비율(%)	75.9
외국인 보유비중(%)	47.2
베타(12M) 일간수익률	0.45
52주 최저가(원)	41,700
52주 최고가(원)	59,100

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.6	6.2	4.7
상대주가	-8.8	13.6	20.3



[첨단의료기기/헬스케어솔루션]

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

오스템임플란트 (048260)

또 다시 Big Bath? 일단 재무제표를 살펴보자

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 11.9% 이상(국내제외시 22.3% YoY)의 성장이 기대된다. 성숙시장인 국내시장에서도 자기 부담금 축소정책의 가장 큰 수혜를 받고 있는 점도 긍정적이다. 아시아시장을 비롯한 해외 시장(21.0% YoY)을 중심으로 한 견조한 외형성장은 2019년에도 이어질 것으로 전망된다.

2) 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 안정화시 해외시장까지 확대될 것으로 예상된다.

3) 영업 레버리지 효과: 고정비 투자가 큰 동사의 사업전략을 고려할 때, 영업 레버리지 효과가 중요하다. 동사는 지속적으로 외형성장을 달성해왔으나, 고질적으로 일회성 비용들이 발목을 잡았다. 그러나 이 과정에서 총당금(대손충당금, 반품충당부채 등) 규모가 확대되어, 향후 대규모 일회성 비용에 대한 부담은 상당히 축소된 것으로 보인다.

투자의견 매수 및 목표주가 74,000원 유지

동사에 대한 매수의견과 목표주가 74,000원을 유지한다. 동사의 현재주는 12개월 FWD PER 기준 25.2배로 글로벌 Peer(24.7배) 대비 고평가되고 있다.

자산가치가 밸류에이션에 반영되지 않는 의료기기업체의 특성상 주가상승은 결국 실적개선이 중요하다. 실적개선은 결국 외형성장과 비용관리이다. 동사의 외형성장에는 큰 문제가 없다. 해외법인 성장세가 견조하며, 국내시장에서는 임플란트 자기부담금 축소정책의 가장 큰 수혜를 받고 있다.

문제는 계속해서 발생하는 비용부담이었다. 2018년말 기준 동사의 총당금 규모를 고려할 때, 향후 대규모 일회성 비용이 발생할 가능성은 낮아진 것으로 판단된다. 이제는 영업레버리지 효과를 기대해도 될 시점이다. 다만, 본격적인 주가 상승은 시장의 신뢰를 얼마나 빠르게 회복할 것인가가 관건으로 보인다.

결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	278	345	398	454	516	586
영업이익 (십억원)	33	34	22	27	46	56
영업이익률 (%)	11.9	9.9	5.5	5.9	8.9	9.6
순이익 (십억원)	18	24	10	9	29	36
EPS (원)	1,259	1,645	708	652	2,046	2,526
ROE (%)	18.1	22.1	9.3	8.0	21.7	21.6
P/E (배)	64.4	36.9	83.5	82.1	25.9	21.0
P/B (배)	10.6	6.7	6.1	5.3	4.3	3.6
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

4Q18 Review: 영업이익 기준 어닝쇼크 기록

동사의 4Q18 매출액은 1,186억원(14.4% YoY)으로 시장기대치에 부합했다. 내수 매출은 임플란트(328억원, 27.4% YoY)를 중심으로 20.8% YoY 상승했다. 해외매출은 지역별로 중국 30.4% YoY, 북미 22.6% YoY, 유럽 20.3% YoY, 아시아 -21.2% YoY(인도 반품 영향)를 기록했다. 영업이익은 3억원(흑자전환, OPM 0.2%)으로 시장 기대치를 크게 하회하였다.

시장 기대치보다 약 100억원의 비용이 추가로 발생하였는데, 제품 매출원가 74억원, 임상용역 매출원가 10억원 등 매출원가 상승이 주원인이다. 제품 매출원가 상승은 회계기준 변경에 의한 반품 충당금 상승, 용역 매출원가 상승은 디지털 덴티스트리 확산을 위한 교육비용 상승이 주 원인이다.

표 1. 4Q18 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	4Q17	3Q18	4Q18P			성장률	
			잠정치	미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	103.7	114.0	118.6	117.8	118.9	14.4	4.0
영업이익	-0.3	12.2	0.3	10.6	10.0	흑전	-97.7
영업이익률 (%)	-0.3	10.7	0.2	9.0	8.4	0.5	-10.4
세전이익	3.3	0.6	-0.6	8.2	7.2	적전	적전
순이익	-3.2	-0.9	0.5	6.0	5.8	흑전	흑전

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	19F	20F	19F	20F	19F	20F	
매출액	520.2	591.4	515.9	585.9	-0.8	-0.9	4Q18 실적 반영
영업이익	54.4	64.6	46.1	55.6	-15.3	-13.8	
세전이익	50.2	60.6	41.7	51.5	-16.8	-14.9	
순이익	35.1	42.4	29.2	36.1	-16.8	-14.9	
EPS (KRW)	2,457.4	2,967.9	2,045.7	2,525.9	-16.8	-14.9	

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 분기별 실적 전망표

(십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018P	2019F	2020F
매출액	108.5	112.7	114.0	118.6	124.5	128.6	127.4	135.4	453.8	515.9	585.9
내수	56.3	51.7	52.4	60.0	58.1	57.2	55.6	62.1	220.5	233.0	245.8
중국	14.9	22.6	22.4	26.9	23.2	26.4	27.0	30.1	86.9	106.7	129.9
북미	15.9	19.1	19.2	18.6	18.9	22.8	22.2	21.8	72.9	85.7	101.4
기타	21.3	19.2	20.0	13.1	24.3	22.2	22.6	21.4	73.6	90.5	108.8
영업이익	6.9	7.2	12.2	0.3	10.8	11.8	11.4	12.1	26.6	46.1	55.6
내수	10.7	12.1	13.9	6.1	10.8	11.0	11.2	11.2	42.9	44.3	46.9
중국	-2.6	-2.3	-0.5	0.3	-0.2	0.2	0.3	0.3	-5.1	0.6	2.3
북미	-0.3	0.6	0.4	-1.2	-0.2	0.3	0.2	0.2	-0.4	0.4	2.4
기타	-0.9	-3.2	-1.6	-5.0	0.4	0.3	-0.2	0.3	-10.8	0.8	3.9
세전이익	6.3	7.3	0.6	-0.6	9.7	10.7	10.4	11.0	13.6	41.7	51.5
순이익(지배)	5.4	4.3	-0.9	0.5	6.8	7.5	7.3	7.7	9.3	29.2	36.1
영업이익률 (%)	6.4	6.4	10.7	0.2	8.7	9.1	9.0	8.9	5.9	8.9	9.5
세전순이익률 (%)	5.8	6.5	0.6	-0.5	7.8	8.3	8.1	8.1	3.0	8.1	8.8
순이익률 (지배, %)	3.7	2.7	-2.0	-2.3	5.5	5.8	5.7	5.7	2.1	5.7	6.2

자료: 미래에셋대우 리서치센터

영업이익률 개선 가능성 분석

1. 왜 항상 4분기 실적은 좋지 않나?: 일회성이 아니었던 일회성 비용

지난 3년간 동사의 실적을 영업이익률 기준으로 살펴보면 항상 4분기가 크게 안 좋았다. 3개년 4분기의 평균 영업이익률은 2.0%이다. 가장 큰 원인은 일회성비용(반품충당금, 대손상각비, 재고자산 평가손실 등)이었다. 일회성 비용을 고려한 수정 영업이익률은 10%로 크게 상승할 정도로 대규모 일회성 비용이 실적을 악화시켰다.

보통 일회성 비용은 말그대로 정상적이지 않은 비용이기 때문에, 기업의 Fundamental을 계산할 때 크게 고려되지 않는다. 그러나 동사의 문제는 이러한 일회성 비용이 매우 빈번하게 발생했고, 그 규모가 작지 않았다는 것이었다.

동사가 그동안 발생시켜온 일회성비용은 애널리스트 입장에서 추정이 거의 불가능하다. 이로 인해 동사는 4분기 실적의 불확실성에 확대되는 상황이 반복되어 왔다.

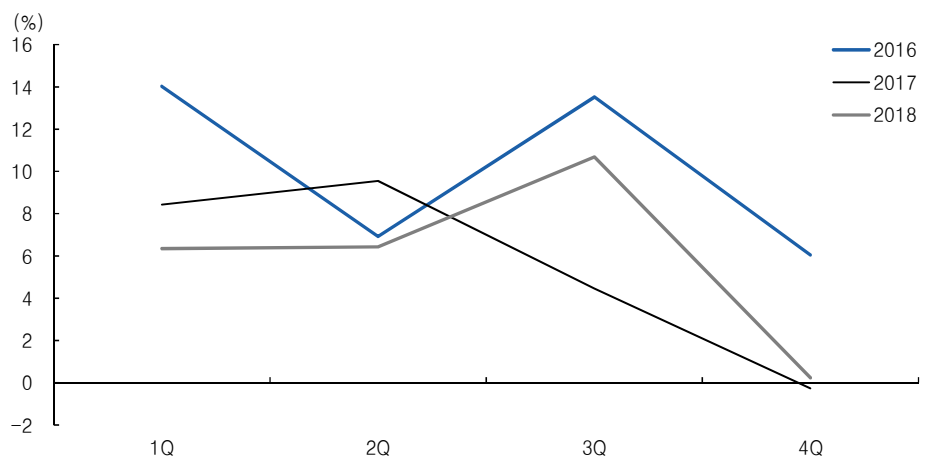
표 4. 지난 3년간 4분기 영업이익률과 수정 영업이익률

(십억원)

	4Q16	4Q17	4Q18
매출액	102.9	103.7	118.6
영업이익	6.2	-0.3	0.3
영업이익률	6.0%	-0.3%	0.3%
일회성 비용	- 대손상각비 87억원	- 재고자산 평가손실 40억원 - 대손 상각비 33억원	- 반품충당금 100억원
수정 영업이익	14.9	7	10.3
수정 영업이익률	14.5%	6.8%	8.7%

자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 오스템임플란트 지난 3년간의 OPM 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

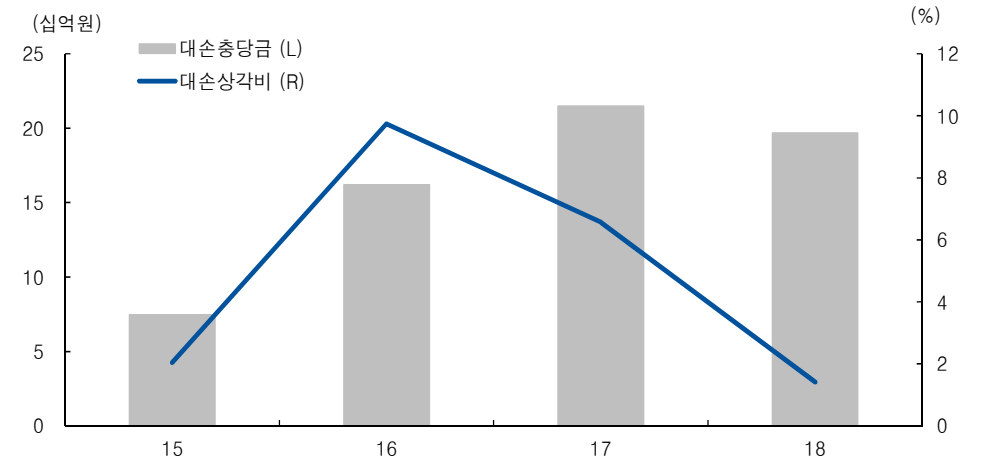
2. 추가 일회성 비용 발생 가능성

동사는 향후 대규모 일회성 비용 발생가능성이 상당히 축소되었을 것으로 예상된다. 동사의 일회성 비용에서 규모가 큰 것이 바로 반품총당금과 대손상각비였다. 임플란트 업계는 반품과 교환이 빈번한 업계 특성을 고려하여, 리스크 관리를 목적으로 총당금을 쌓는 회계처리를 하고 있다. 어느 정도가 적절한 총당금인가가 정해져 있는 것은 아니지만, 동사의 총당금 규모는 과거에 비해 대폭 상승하였다.

대손총당금은 2015년말 75억원이었으나 2018년말기준 197억원으로 2.6배 상승하였다. 이 과정에서 97억원까지 크게 상승했던 동사의 대손상각비는 2017년 66억원에서 2018년 14억원까지 감소되었다. 반품총당부채는 2015년말 167억원이었으나 2018년말기준 382억원으로 2.3배 증가하였다. 382억원은 연간 임플란트 매출의 12% 수준으로 역대 최고 수준이다.

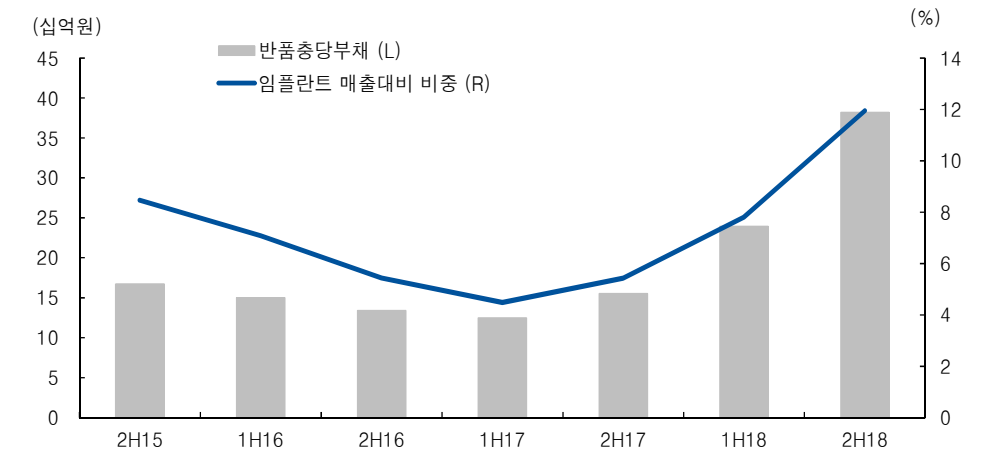
대규모 총당금을 쌓았다는 것은 그동안 리스크 관리가 좋지 않았다는 의미지만, 반대로 보수적인 회계처리를 위해 노력하고 있다는 뜻이다. 앞으로를 생각할 때 긍정적으로 해석할 수 있다.

그림 2. 2015년말 대비 2.6배 상승한 대손총당금



자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 임플란트 매출의 12%수준까지 상승한 반품총당부채



주: 임플란트 매출은 (1)연결기준 제품 매출 - 별도기준 영상장비+케어 매출, (2)직전 4분기 합산 임플란트 매출을 이용하여 계산
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

3. 레버리지효과는 언제쯤?

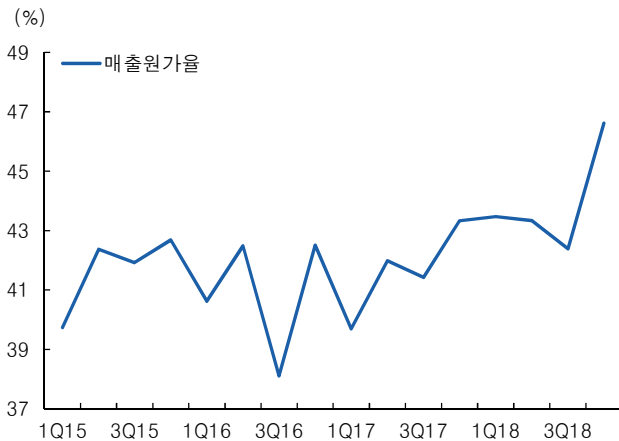
동사의 반품충당부채와 대손충당금 규모를 고려하면, 향후 대규모 일회성 비용 발생 가능성이 낮아졌다고 판단된다. 추정이 거의 불가능한 대규모 일회성 비용 발생가능성이 낮아졌다면, 동사의 Fundamental에 주목할수 있다.

동사의 영업 전략의 가장 큰 특징은 직접영업이다. 동사는 3,000명이 넘는 인력을 고용하면서 경쟁사대비 고정비가 상당히 높다. 연간 1,000억원이 넘는 비용이 인건비로 사용된다. 따라서 **동사의 실적개선의 핵심은 외형성장을 통한 영업레버리지 효과를 발생시키는 것이다.** 영업레버리지 효과란 매출이 증가하면서, 단위 고정비가 낮아지며 이익률을 개선되는 효과를 의미한다.

동사의 영업 레버리지효과는 하반기에 본격화될 것으로 기대된다. 최근 동사의 매출원가가 상승하고 있다. 반품충당부채와 같은 일회성 요인도 있지만, 제품 Mix에서 기타(상품+용역) 매출 비중이 증가하고 있기 때문이다. 제품의 경우 GPM이 77~79%에 달하지만, 기타(상품+용역)은 5~11%에 불과하다.

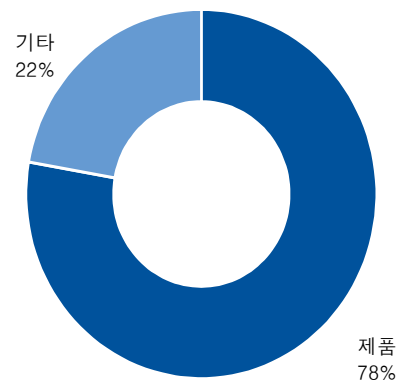
기타 매출이 증가하는 이유는 디지털 덴티스트리 보급을 위해 용역매출(사용자 교육)이 증가하고 있기 때문이다. 용역매출은 원가가 매출보다 높다. 이는 미래 외형 성장을 위한 투자의 개념으로 해석할 수 있지만 단기적으로 이익률에 부정적일 수 밖에 없다. 디지털 덴티스트리 보급 확대와 해외법인 성장에 의한 영업레버리지효과는 하반기로 갈수록 본격화될 것으로 예상된다.

그림 4. 매출원가율 추이



자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

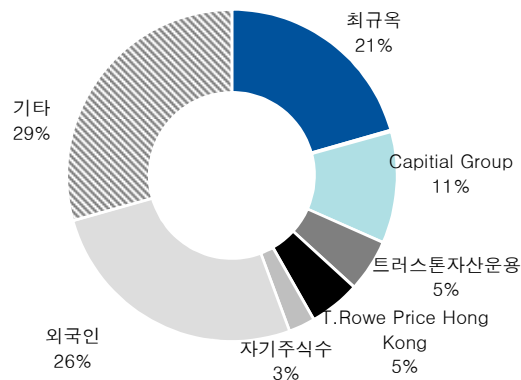
그림 5. 제품과 상품의 매출 비중(2018년 기준)



자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

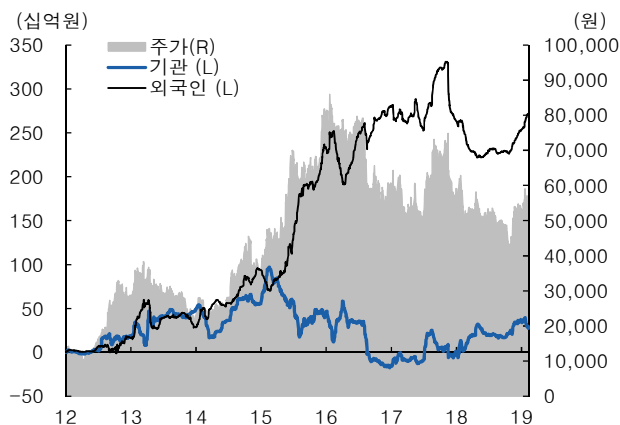
주요 차트

그림 6. 자본율



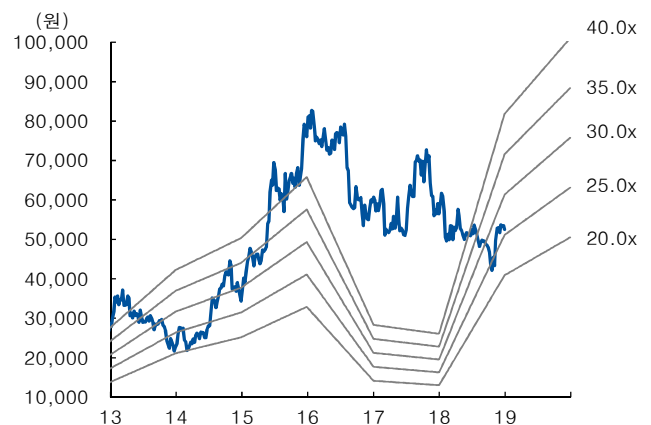
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 기관 및 외국인 순매수량 vs. 주가 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 12개월 선행 PER 밴드 차트



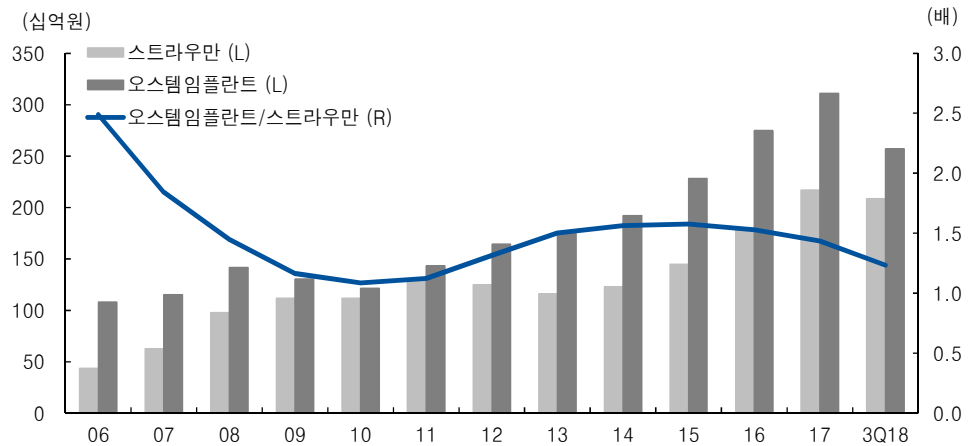
자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 5. Global peer valuation

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	12,627	25.5	25.7	26.3	42.4	39.1	32.0	8.9	8.3	7.2	30.1	24.5	25.1	33.2	28.1	24.1
짐머 바이오메트 홀딩스	27,642	0.4	27.4	28.2	22.7	15.4	14.5	3.1	3.1	3.0	15.5	13.4	12.5	27.5	11.9	11.4
덴츠플라이 시로나	10,658	-39.1	15.2	16.7	27.0	21.7	19.5	2.4	2.4	2.4	-26.4	7.8	9.7	-	14.3	13.1
얼라인 테크놀로지	21,683	23.7	22.6	24.8	49.1	47.1	34.9	9.8	8.0	6.6	33.3	29.0	32.0	60.8	30.0	22.8
다나허	85,530	17.1	21.3	22.0	28.9	22.7	21.0	3.8	3.7	3.6	9.7	11.0	10.7	17.3	17.0	16.0
덴티움	771	27.3	25.0	25.7	18.2	21.0	17.4	3.5	4.3	3.6	19.1	20.8	20.9	20.0	17.2	14.4
오스템임플란트	769	5.9	8.7	9.3	135.2	24.1	20.2	1.7	1.5	1.4	4.7	22.2	21.3	19.5	14.3	12.3
디오	387	25.1	20.4	21.2	44.5	25.0	22.7	3.8	3.9	3.4	6.7	14.6	14.8	19.7	16.2	14.0
전체 평균		10.7	20.8	21.8	46.0	27.0	22.8	4.6	4.4	3.9	11.6	17.9	18.4	28.3	18.6	16.0

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 오스템임플란트 vs. 스트라우만 아시아지역 매출 추이



자료: 각사, 미래에셋대우 리서치센터

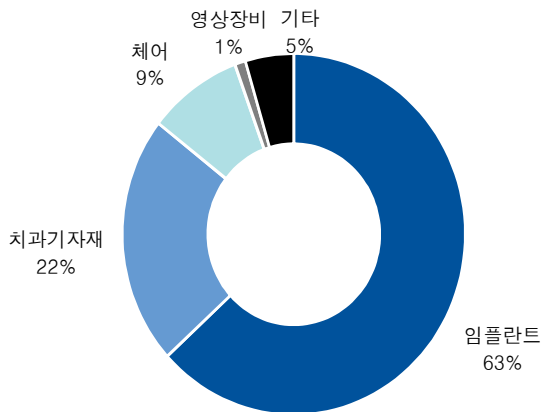
표 6. 오스템임플란트 비용 구조

(십억원, %, %p)

항목	2016	2017	2018	2019F	2020F	2017	2018F	2019F	2020F
매출	344.6	397.8	453.8	515.9	585.9	15.4%	14.1%	13.7%	13.6%
내수	179.0	191.8	220.5	233.0	245.8	7.1%	15.0%	5.7%	5.5%
해외	165.6	206.0	233.3	282.9	340.1	24.4%	13.2%	21.3%	20.2%
중국	58.4	73.7	86.9	106.7	129.9	26.2%	17.9%	22.9%	21.7%
북미	53.2	61.2	72.9	85.7	101.4	15.1%	19.1%	17.7%	18.3%
기타	54.0	71.2	73.6	90.5	108.8	31.7%	3.4%	23.0%	20.3%
매출원가율	41.0%	41.7%	44.0%	43.6%	44.7%	0.7%	2.3%	-0.4%	1.1%
내수	26.9%	21.2%	22.2%	24.3%	24.0%	-5.7%	1.0%	2.0%	-0.2%
해외	56.1%	60.7%	64.6%	59.5%	59.6%	4.5%	3.9%	-5.0%	0.0%
중국	65.5%	73.9%	70.5%	66.4%	67.3%	8.5%	-3.4%	-4.1%	0.9%
북미	37.5%	37.0%	42.3%	38.1%	37.7%	-0.5%	5.4%	-4.3%	-0.4%
기타	64.3%	67.2%	79.5%	71.7%	70.8%	2.9%	12.2%	-7.7%	-1.0%
판매비/매출	49.1%	52.9%	50.2%	47.5%	45.8%	3.8%	-2.7%	-2.7%	-1.6%
내수	44.3%	54.3%	53.9%	51.7%	51.9%	10.0%	-0.5%	-2.1%	0.2%
해외	54.3%	51.6%	46.6%	44.0%	41.4%	-2.7%	-4.9%	-2.7%	-2.5%
중국	49.9%	48.2%	35.3%	33.0%	30.9%	-1.7%	-12.9%	-2.3%	-2.1%
북미	61.6%	60.3%	58.2%	61.5%	59.9%	-1.3%	-2.0%	3.2%	-1.6%
기타	51.9%	47.5%	48.5%	40.3%	36.8%	-4.3%	1.0%	-8.2%	-3.6%
OPM	9.9%	5.5%	5.9%	8.9%	9.5%	-4.5%	0.4%	3.1%	0.6%
내수	28.8%	24.4%	23.9%	24.0%	24.0%	-4.3%	-0.5%	0.1%	0.0%
해외	-10.4%	-12.2%	-11.2%	-3.5%	-1.0%	-1.8%	1.0%	7.7%	2.5%
중국	-15.3%	-22.2%	-5.9%	0.6%	1.8%	-6.8%	16.3%	6.5%	1.2%
북미	0.9%	2.7%	-0.6%	0.4%	2.4%	1.9%	-3.3%	1.0%	2.0%
기타	-16.2%	-14.8%	-28.0%	-12.1%	-7.5%	1.4%	-13.2%	15.9%	4.5%

자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

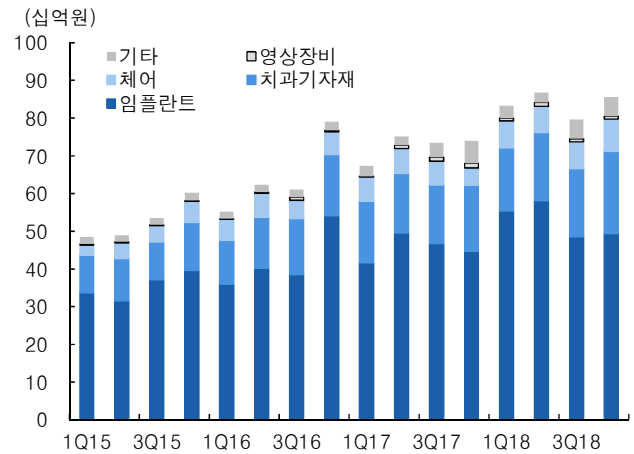
그림 10. 품목별 매출 비중(2017년 기준)



주: 별도기준

자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

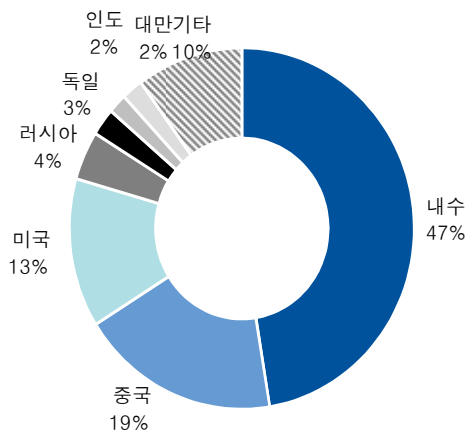
그림 11. 품목별 매출 추이



주: 별도기준

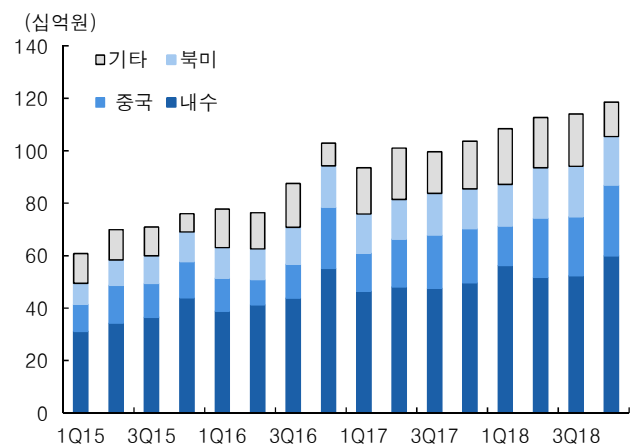
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. 지역별 매출 비중(2018년 기준)



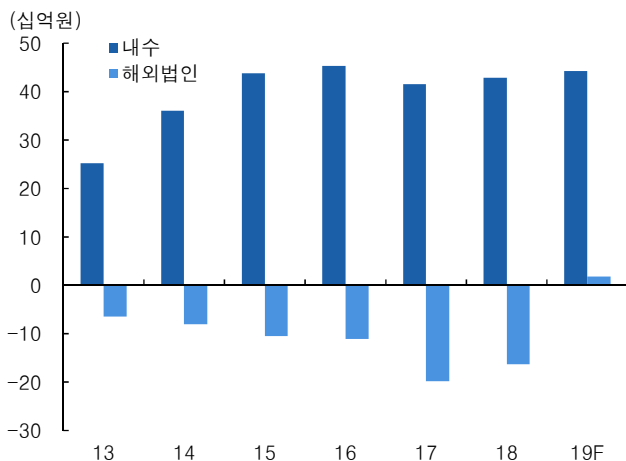
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 13. 지역별 매출 추이



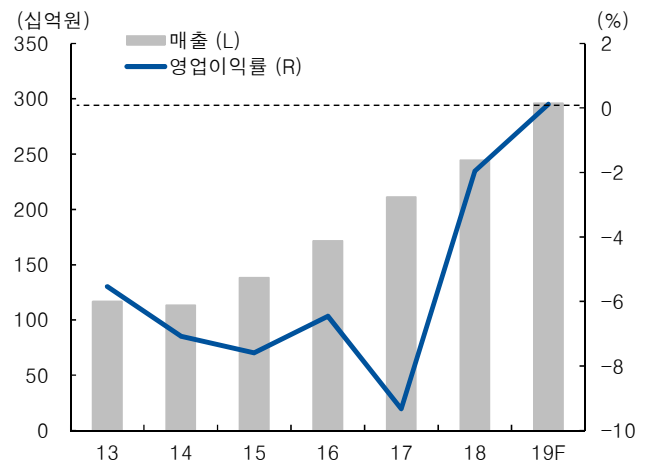
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 14. 국내 영업이익 vs. 해외법인 영업이익



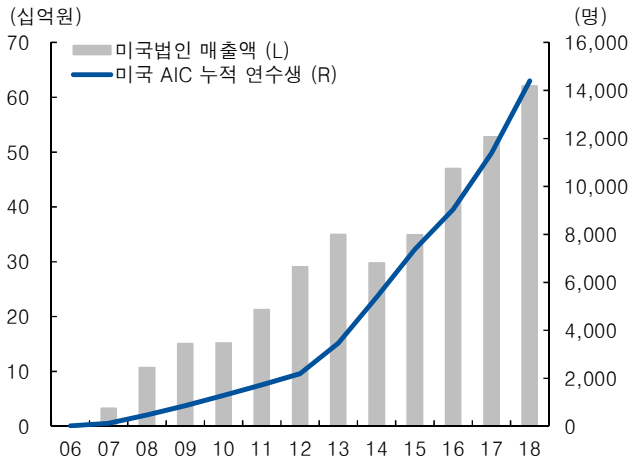
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. 해외법인 매출 vs. 영업이익률



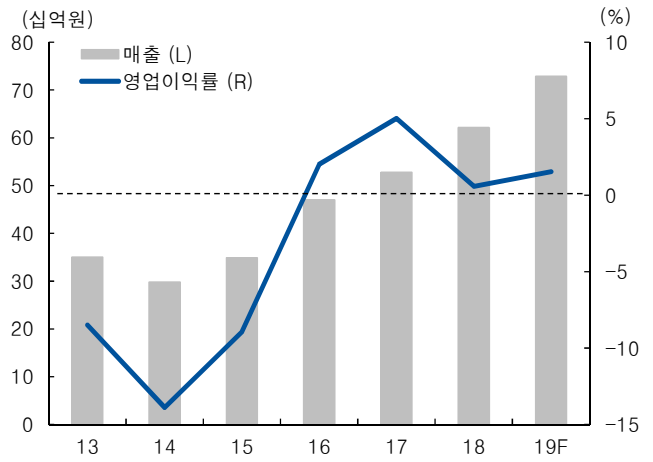
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 16. 미국 매출 vs. AIC 연수생



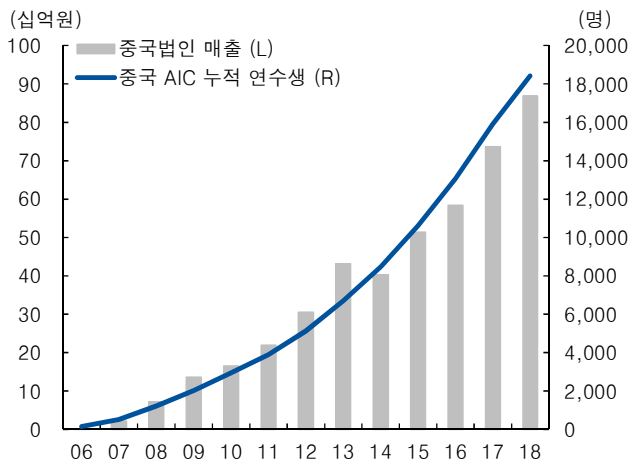
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 17. 북미 매출 vs. 영업이익률 추이



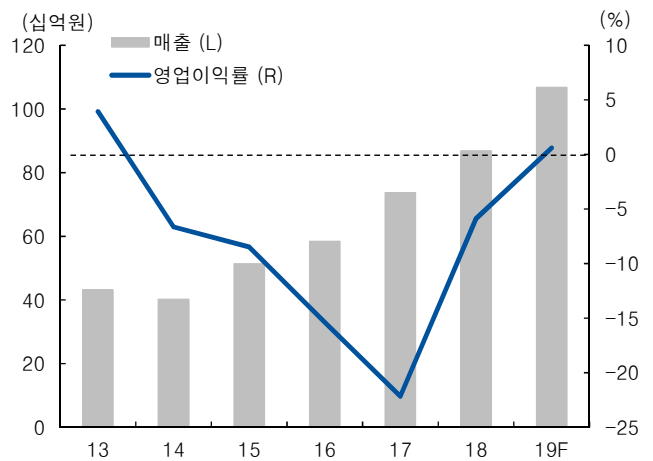
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 18. 중국 매출 vs. AIC 연수생



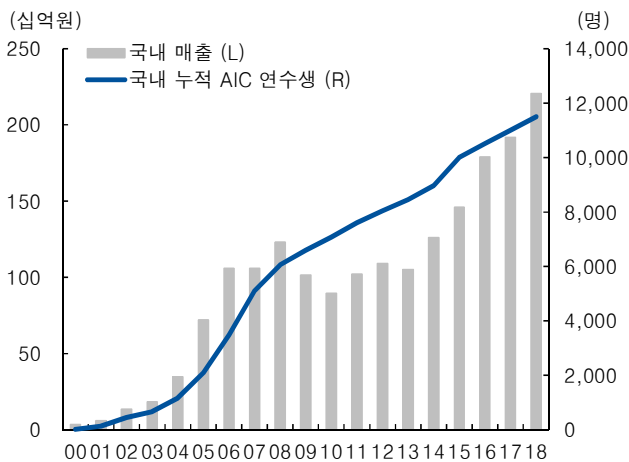
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 19. 중국 매출 vs. 영업이익률 추이



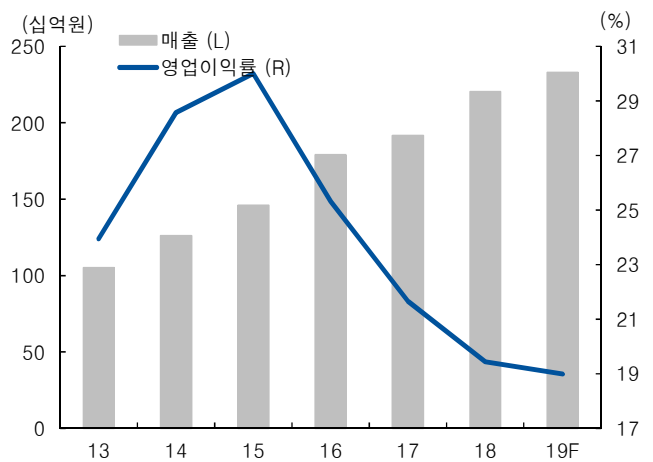
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 20. 국내 매출 vs. AIC 연수생



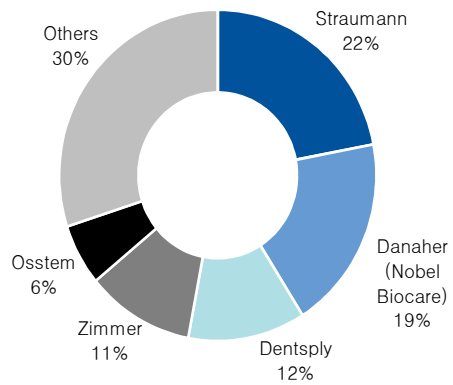
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 21. 국내 매출 vs. 영업이익률 추이



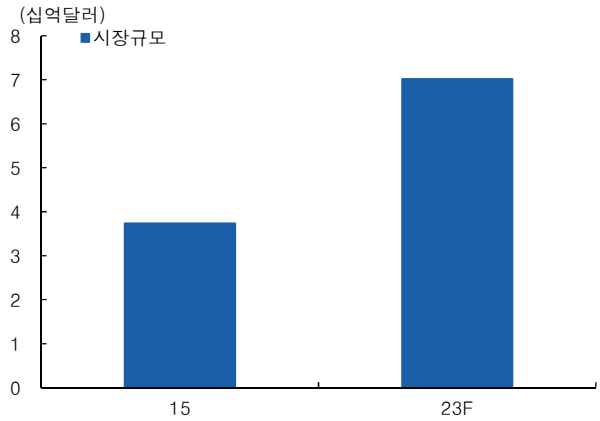
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 22. 세계 시장 점유율



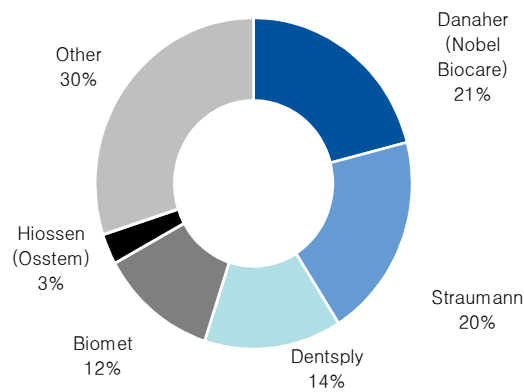
자료: Straumann, 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 23. 세계 임플란트 시장(CAGR 8.2%)



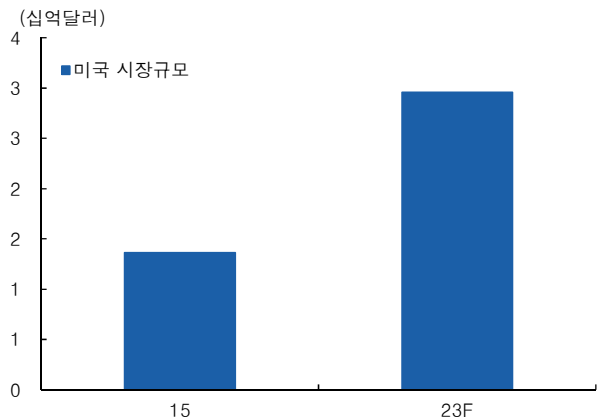
자료: MRG, 미래에셋대우 리서치센터

그림 24. 미국시장 점유율



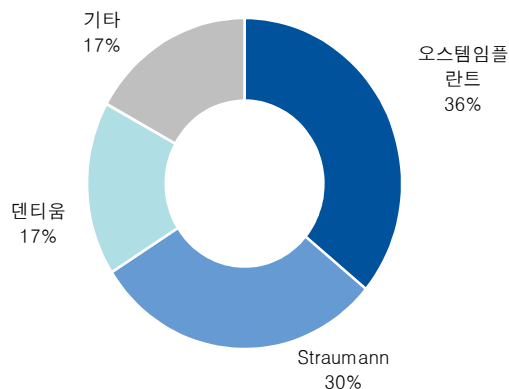
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 25. 미국 임플란트 시장(CAGR 10.2%)



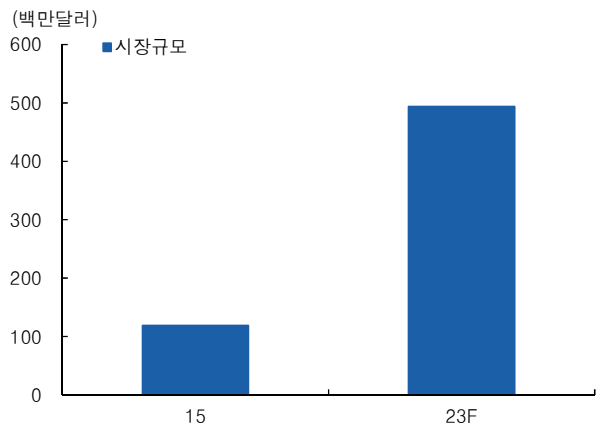
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 26. 중국 시장 점유율



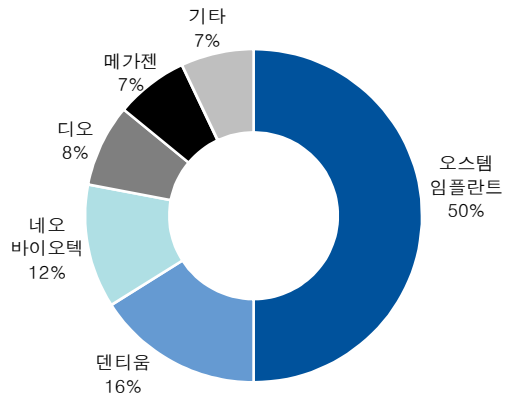
자료: 오스템임플란트, 덴티움, 미래에셋대우 리서치센터

그림 27. 중국 임플란트 시장(CAGR 19.5%)



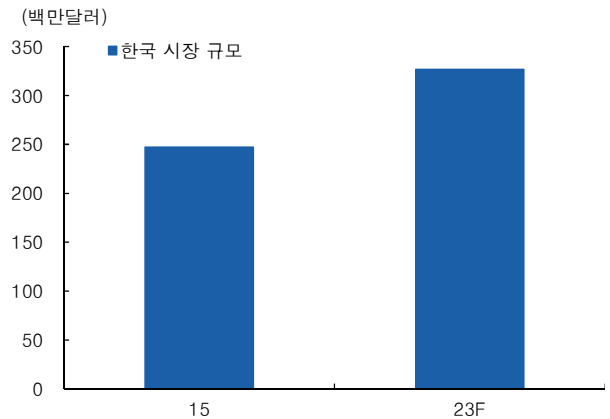
자료: MRG, 미래에셋대우 리서치센터

그림 28. 국내 임플란트 시장 점유율



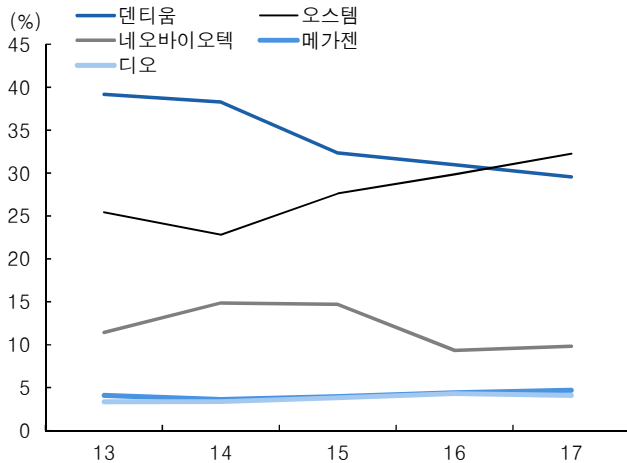
자료: 한국보건산업진흥원, 미래에셋대우 리서치센터

그림 29. 국내임플란트 시장 규모 추이 (CAGR 3.5%)



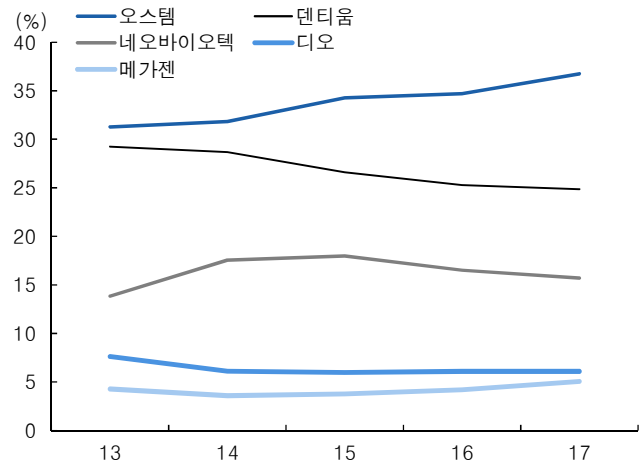
자료: MRG, 미래에셋대우 리서치센터

그림 30. 치과의사들이 가장 선호하는 브랜드



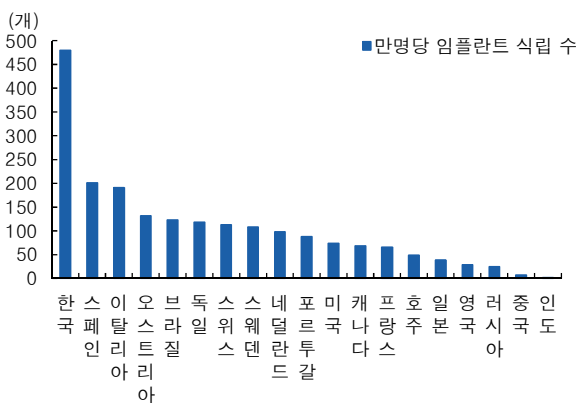
자료: 덴트포도, 미래에셋대우 리서치센터

그림 31. 치과의사들이 가장 많이 사용하는 브랜드



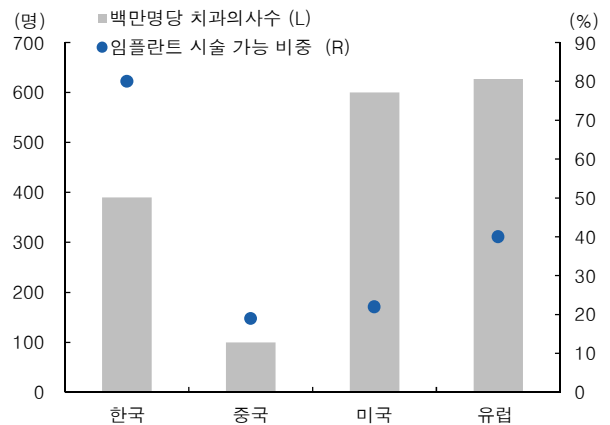
자료: 덴트포도, 미래에셋대우 리서치센터

그림 32. 인구 만명당 임플란트 식립수



자료: MRG, Straumann, 미래에셋대우 리서치센터

그림 33. 글로벌 치과의사수 vs. 임플란트 시술 가능 비중



자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

오스템임플란트

또 다시 Big Bath? 일단 재무제표를 살펴보자

그림 34. 오스템 임플란트 디자인: 주력 모델 TS타입



자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 35. 임플란트 표면 처리 기술



자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 36. 오스템 임플란트의 표면처리에 따른 분류



자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 37. SA 방식: 표면적이 넓어지나 표면이 물과 분리되는 단점 (소수성)



자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 38. CA방식: 칼슘이온이 부착된 SA방식의 업그레이드 버전



자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 39. HA방식: 뼈가 약한 환자에 주로 사용됨



자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

오스템임플란트 (048260)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액	398	454	516	586
매출원가	166	200	225	262
매출총이익	232	254	291	324
판매비와관리비	210	228	245	269
조정영업이익	22	27	46	56
영업이익	22	27	46	56
비영업손익	-3	-13	-4	-4
금융손익	-4	-4	-4	-4
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	19	14	42	52
계속사업법인세비용	14	12	13	15
계속사업이익	6	2	29	36
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	6	2	29	36
지배주주	10	9	29	36
비지배주주	-4	-7	0	0
총포괄이익	6	1	29	36
지배주주	10	8	5	6
비지배주주	-4	-6	24	30
EBITDA	31	37	56	64
FCF	-40	0	53	61
EBITDA 마진율 (%)	7.8	8.1	10.9	10.9
영업이익률 (%)	5.5	5.9	8.9	9.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.5	2.0	5.6	6.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
유동자산	318	355	437	531
현금 및 현금성자산	111	118	166	222
매출채권 및 기타채권	82	94	108	123
재고자산	90	103	117	134
기타유동자산	35	40	46	52
비유동자산	237	256	246	238
관계기업투자등	3	3	3	3
유형자산	190	209	201	193
무형자산	14	13	11	10
자산총계	556	611	684	770
유동부채	352	440	483	532
매입채무 및 기타채무	20	23	27	30
단기금융부채	91	141	141	141
기타유동부채	241	276	315	361
비유동부채	83	44	45	46
장기금융부채	78	39	39	39
기타비유동부채	5	5	6	7
부채총계	435	485	528	578
지배주주지분	113	119	149	185
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	56	56	56	56
이익잉여금	85	91	121	157
비지배주주지분	7	7	7	7
자본총계	120	126	156	192

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
영업활동으로 인한 현금흐름	47	26	53	61
당기순이익	6	2	29	36
비현금수익비용가감	23	37	26	28
유형자산감가상각비	7	8	8	7
무형자산상각비	2	2	2	1
기타	14	27	16	20
영업활동으로인한자산및부채의변동	14	-5	14	16
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-8	-12	-13	-15
재고자산 감소(증가)	-12	-14	-15	-17
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	6	-7	2	2
법인세납부	-5	-11	-13	-15
투자활동으로 인한 현금흐름	-47	-35	-5	-5
유형자산처분(취득)	-75	-25	0	0
무형자산감소(증가)	-3	-2	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-2	-4	-5	-5
기타투자활동	33	-4	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	36	17	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	36	11	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	0	6	0	0
현금의 증가	35	7	48	56
기초현금	76	111	118	166
기말현금	111	118	166	222

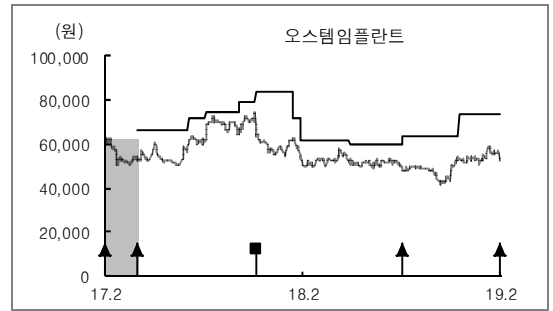
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
P/E (x)	83.5	82.1	25.9	21.0
P/CF (x)	29.3	19.8	13.6	11.8
P/B (x)	6.1	5.3	4.3	3.6
EV/EBITDA (x)	28.5	21.8	13.3	10.6
EPS (원)	708	652	2,046	2,526
CFPS (원)	2,015	2,697	3,894	4,488
BPS (원)	9,691	10,166	12,212	14,738
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	14.1	13.7	13.6
EBITDA증가율 (%)	-24.4	19.4	51.4	14.3
조정영업이익증가율 (%)	-35.3	22.7	70.4	21.7
EPS증가율 (%)	-57.0	-7.9	213.8	23.5
매출채권 회전율 (회)	4.7	5.2	5.2	5.1
재고자산 회전율 (회)	4.7	4.7	4.7	4.7
매입채무 회전율 (회)	16.2	16.7	16.5	16.8
ROA (%)	1.1	0.3	4.5	5.0
ROE (%)	9.3	8.0	21.7	21.6
ROIC (%)	4.9	2.4	23.0	32.5
부채비율 (%)	361.6	383.0	339.0	301.2
유동비율 (%)	90.3	80.7	90.5	99.9
순차입금/자기자본 (%)	25.0	23.7	-14.6	-43.5
조정영업이익/금융비용 (x)	4.4	5.3	9.1	11.0

자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
오스템임플란트(048260)				
2018.11.26	매수	74,000	-	-
2018.08.12	매수	64,000	-25.50	-15.63
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

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 악화
비중축소 : 향후 12개월 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 오스템임플란트 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다.
- 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.