

오스템임플란트 (048260)

미워도 다시 한 번

첨단의료기기

투자의견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	74,000원
현재주가(19/04/12)	57,500원
상승여력	29%
영업이익(19F, 십억원)	42
Consensus 영업이익(19F, 십억원)	40
EPS 성장률(19F, %)	120.1
MKT EPS 성장률(19F, %)	-14.3
P/E(19F, x)	29.4
MKT P/E(19F, x)	11.8
KOSDAQ	767.85
시가총액(십억원)	821
발행주식수(백만주)	14
유동주식비율(%)	75.9
외국인 보유비중(%)	47.8
베타(12M) 일간수익률	0.31
52주 최저가(원)	41,700
52주 최고가(원)	59,100
주가상승률(%)	1개월 6.1 6개월 23.0 12개월 10.8
절대주가	상대주가 4.3 17.2 27.2



[첨단의료기기/헬스케어슬루션]

김충현, CFA

02-3774-1740

choonghyun.kim@miraeeasset.com

1Q19 Preview: 영업이익 기준 시장기대치 상회하는 실적 예상

동사의 1Q19 매출액은 1,229억원(13.3% YoY)을 기록할 것으로 예상된다. 해외 매출(28.9% YoY)이 외형성장을 견인할 것으로 보인다. 내수 매출은 3.2%YoY 성장에 그칠 것으로 보인다. 영업이익은 98억원(42.4% YoY, OPM 8.0%)으로 시장기대치를 상회할 것으로 보인다.

아시아 1등 임플란트 기업, 영업 레버리지 효과 기대

1) 아시아 시장 지배력 확대: 동사는 아시아 시장에서 2006년부터 출금 글로벌 1위인 Straumann보다 1.1~2.5배 이상 많은 매출액을 기록해 왔다. 2019년에도 아시아지역에서 11.9% 이상(국내제외 시 22.3% YoY)의 성장이 기대된다. 성숙시장인 국내시장에서도 자기부담금 축소정책의 가장 큰 수혜를 받고 있는 점도 긍정적이다. 아시아 시장을 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 체어 사업을 국내에서 해외시장까지 확대한 것처럼, 디지털 이미징 장비도 국내사업 안정화 시 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 현재주가는 12개월 FWD P/E기준 27.8배로 글로벌 피어 27.3배 대비 유사한 수준이다. 동사의 경영전략상 실적개선은 영업레버리지 효과가 발생해야 한다. 문제는 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 것인지가 관건으로 보인다.

결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액 (십억원)	345	398	460	515	588	674
영업이익 (십억원)	34	22	31	42	52	65
영업이익률 (%)	9.9	5.5	6.7	8.2	8.8	9.6
순이익 (십억원)	24	10	13	28	34	43
EPS (원)	1,645	708	888	1,955	2,371	3,018
ROE (%)	22.1	9.3	11.5	22.8	22.1	22.5
P/E (배)	36.9	83.5	60.2	29.4	24.2	19.1
P/B (배)	6.7	6.1	5.5	4.9	4.1	3.4
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 5. 1Q19 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	1Q18	4Q18	1Q19F		성장률	
			미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	108.5	125.0	122.9	121.1	13.3	-1.7
영업이익	6.9	4.7	9.8	9.1	42.4	110.2
영업이익률 (%)	6.4	3.7	8.0	7.5	1.6	4.2
세전이익	6.3	3.8	10.6	8.3	68.9	179.9
순이익	5.4	3.9	7.4	6.3	38.6	89.5

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 6. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	19F	20F	19F	20F	19F	20F	
매출액	515.9	585.9	515.0	587.6	-0.2	0.3	
영업이익	46.1	55.6	42.2	52.3	-8.4	-6.1	
세전이익	41.7	51.5	39.9	48.4	-4.4	-6.1	
순이익	29.2	36.1	27.9	33.9	-4.4	-6.1	
EPS (KRW)	2,045.7	2,525.9	1,955.0	2,371.4	-4.4	-6.1	

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 7. 분기별 실적 전망표

(십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018P	2019F	2020F
매출액	108.5	112.7	114.0	125.0	122.9	126.6	124.9	140.6	460.1	515.0	587.6
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	29.0	23.2	26.4	27.0	32.5	89.0	109.1	133.5
북미	15.9	19.1	19.2	20.3	18.9	22.8	22.2	24.1	74.5	88.1	104.6
기타	21.3	19.2	20.0	15.7	22.7	20.2	20.1	21.9	76.2	84.9	103.7
영업이익	6.9	7.2	12.2	4.7	9.8	10.4	9.7	12.3	31.0	42.2	52.3
내수	10.7	12.1	13.9	0.3	10.3	9.5	8.9	8.9	37.0	37.5	39.9
중국	-2.6	-2.3	-0.5	0.0	-0.3	0.1	0.1	0.3	-5.4	0.2	1.8
북미	-0.3	0.6	0.4	0.0	-0.1	0.5	0.4	0.7	0.7	1.5	3.9
기타	-0.9	-3.2	-1.6	4.4	-0.1	0.4	0.3	2.4	-1.3	3.0	6.6
세전이익	6.3	7.3	0.6	3.8	10.6	9.4	8.6	11.3	18.0	39.9	48.4
순이익(지배)	5.4	4.3	-0.9	3.9	7.4	6.6	6.0	7.9	12.7	27.9	33.9
영업이익률 (%)	6.4	6.4	10.7	3.7	8.0	8.2	7.7	8.8	6.7	8.2	8.9
세전순이익률 (%)	5.8	6.5	0.6	3.0	8.6	7.4	6.9	8.0	3.9	7.7	8.2
순이익률 (지배, %)	3.7	2.7	-2.0	1.2	6.0	5.2	4.8	5.6	2.8	5.4	5.8

자료: 미래에셋대우 리서치센터

오스템임플란트 (048260)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액	460	515	588	674
매출원가	202	228	266	313
매출총이익	258	287	322	361
판매비와관리비	228	245	269	296
조정영업이익	31	42	52	65
영업이익	31	42	52	65
비영업손익	-13	-2	-4	-3
금융손익	-4	-4	-4	-4
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	18	40	48	62
계속사업법인세비용	12	12	15	18
계속사업이익	6	28	34	43
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	6	28	34	43
지배주주	13	28	34	43
비지배주주	-6	0	0	0
총포괄이익	4	28	34	43
지배주주	11	197	239	304
비지배주주	-7	-169	-205	-261
EBITDA	41	53	62	73
FCF	8	51	62	72
EBITDA 마진율 (%)	8.9	10.3	10.5	10.8
영업이익률 (%)	6.7	8.2	8.8	9.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.8	5.4	5.8	6.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
유동자산	363	444	551	674
현금 및 현금성자산	111	162	222	292
매출채권 및 기타채권	91	102	119	138
재고자산	95	107	125	145
기타유동자산	66	73	85	99
비유동자산	275	264	255	247
관계기업투자등	2	2	2	2
유형자산	223	214	206	199
무형자산	12	10	8	7
자산총계	638	709	806	921
유동부채	480	521	583	653
매입채무 및 기타채무	28	31	36	42
단기금융부채	148	149	149	149
기타유동부채	304	341	398	462
비유동부채	44	45	47	49
장기금융부채	35	35	35	35
기타비유동부채	9	10	12	14
부채총계	524	567	630	702
지배주주지분	109	137	171	214
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	56	56	56	56
이익잉여금	84	112	146	189
비지배주주지분	5	5	5	5
자본총계	114	142	176	219

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
영업활동으로 인한 현금흐름	41	51	62	72
당기순이익	6	28	34	43
비현금수익비용가감	43	27	28	30
유형자산감가상각비	9	9	8	7
무형자산상각비	2	2	1	1
기타	32	16	19	22
영업활동으로인한자산및부채의변동	0	13	19	21
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-11	-11	-17	-19
재고자산 감소(증가)	-11	-12	-18	-20
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-3	2	3	3
법인세납부	-14	-12	-15	-18
투자활동으로 인한 현금흐름	-57	-2	-2	-3
유형자산처분(취득)	-33	0	0	0
무형자산감소(증가)	-2	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	17	-2	-2	-3
기타투자활동	-39	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	17	0	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	15	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	2	0	0	0
현금의 증가	0	50	60	70
기초현금	111	111	162	222
기말현금	111	162	222	292

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
P/E (x)	60.2	29.4	24.2	19.1
P/CF (x)	15.6	15.0	13.3	11.2
P/B (x)	5.5	4.9	4.1	3.4
EV/EBITDA (x)	20.0	15.8	12.6	9.6
EPS (원)	888	1,955	2,371	3,018
CFPS (원)	3,425	3,826	4,312	5,134
BPS (원)	9,727	11,682	14,054	17,072
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 (%)	15.6	12.0	14.2	14.6
EBITDA증가율 (%)	32.3	29.3	17.0	17.7
조정영업이익증가율 (%)	40.9	35.5	23.8	25.0
EPS증가율 (%)	25.4	120.2	21.3	27.3
매출채권 회전율 (회)	5.4	5.4	5.4	5.3
재고자산 회전율 (회)	5.0	5.1	5.1	5.0
매입채무 회전율 (회)	16.1	15.5	15.7	15.9
ROA (%)	1.0	4.1	4.5	5.0
ROE (%)	11.5	22.8	22.1	22.5
ROIC (%)	6.6	16.8	23.3	33.3
부채비율 (%)	459.6	399.3	358.3	320.6
유동비율 (%)	75.6	85.3	94.5	103.2
순차입금/자기자본 (%)	53.3	6.5	-29.9	-57.0
조정영업이익/금융비용 (x)	6.2	8.5	10.6	13.1

자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터