

# 오스템임플란트 (048260.KQ)

## 커져가는 중국 자신감

5월 14일 오스템임플란트 북경법인과 현지 대형 치과병원 직접 방문. 중국 임플란트 시장의 고급화 전략으로 동사의 미국법인 제조 브랜드 ‘하이오센’의 성장성 확인. 경쟁사 대비 확실한 차별화. 목표주가 84,000원으로 상향

### 중국 노인인구 소득 수준 향상으로 고급 치과 병원 등장

이번 현지 탐방을 통해 중국 임플란트 시장의 성장을 확인할 수 있었음. 지난 5년간 중국 의료비 지출 평균 37.9% 증가, 병원 수 6.2% 증가. 특히 중국 정부는 2012년 의료보건산업 5개년 계획, 2013년 민영병원 육성 정책을 통해 외국계 자본 유치, 민영병원 활성화 정책을 펼침. 이번에 방문한 북경의 대형 치과병원도 독일 대학과 업무 제휴를 통해 직접 독일인 치과 의사가 방문 및 시술을 함. CAD/CAM, 3D 프린터 등 최첨단 장비를 갖추

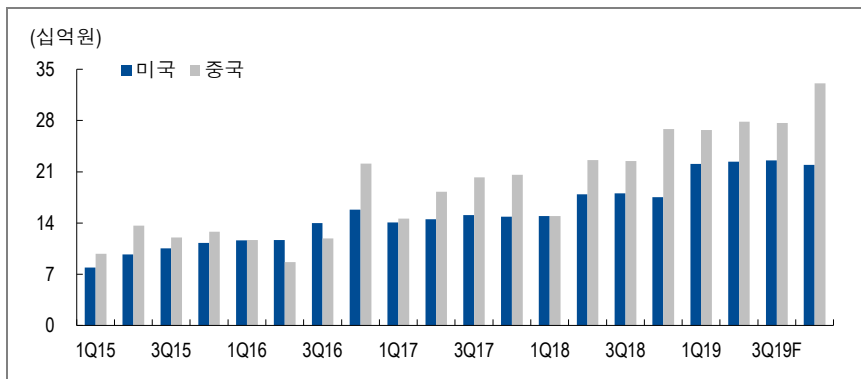
### made in Korea가 아니라 made in USA이다!

중국 대형 치과병원의 고급화 전략에 따라 동사의 품목군에도 변화. 중국 내 기존 브랜드는 밸류 세그먼트인 ‘한국산’으로 포지셔닝. 유럽산 대비 저렴한 가격에 동일한 퀄리티. 국내 업체 간 경쟁 심화로 지속적인 가격 인하. 오히려 프리미엄 세그먼트로 포지셔닝 가능한 ‘하이오센’의 매출 비중 증가 긍정적. 미국 현지에 제조 설비를 보유한 동사만이 구사 가능한 전략으로 판단

### 2019년 중국, 미국 법인 실적 각각 33%, 30% 성장 전망

1분기 중국, 미국 법인 매출액 각각 전년대비 78.6%, 47.5% 신장. ‘하이오센’ 중국 매출 비중 2018년 8%에서 2019년 1분기 15%로 확대. 중국 법인의 매출 성장이 미국 법인의 매출 성장으로 이어짐. 2019년 연간 매출액 5,331억원(+ 15.9% y-y), 영업이익 554억원(+ 78.78% y-y, 영업이익률 10.4) 추정. Target PER 26.3배(스트라우만 PER 대비 30% 할인) 적용한 목표주가는 84,000원(기존 7만 3천원)으로 상향. 투자 의견 BUY 유지

### 오스템임플란트 중국, 미국 분기 매출 추이 및 전망



자료: 오스템임플란트, NH투자증권 리서치본부 전망

## Buy (유지)

목표주가	84,000원 (상향)
현재가 ('19/05/21)	71,800원
업종	의료, 정밀기기
KOSPI / KOSDAQ	2,061.25 / 703.98
시가총액(보통주)	1,025.7십억원
발행주식수(보통주)	14.3백만주
52주 최고가 ('19/05/21)	71,800원
최저가 ('18/10/23)	41,700원
평균거래대금(60일)	3,819백만원
배당수익률(2019E)	0.00%
외국인지분율	51.0%

주요주주	
최규옥 외 5인	20.8%
The Capital Group Companies, Inc 외 2인.	10.9%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	34.5	35.5	40.0
상대수익률 (%)	42.7	33.9	73.6

	2018	2019E	2020F	2021F
매출액	460.1	533.1	596.4	657.2
증감률	15.7	15.9	11.9	10.2
영업이익	31.0	55.4	75.4	93.1
증감률	42.7	78.7	36.2	23.5
영업이익률	6.7	10.4	12.6	14.2
(지배지분)순이익	12.7	42.1	49.3	59.6
EPS	888	2,948	3,452	4,169
증감률	25.6	231.8	17.1	20.8
PER	60.2	24.4	20.8	17.2
PBR	7.0	6.8	5.1	4.0
EV/EBITDA	20.0	16.1	12.1	9.7
ROE	11.5	32.5	28.1	25.9
부채비율	459.6	397.2	325.3	264.1
순차입금	59.6	51.9	15.9	-31.5

단위: 십억원, %, 원, 배  
주: IFRS 연결기준  
자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 구완성  
02)768-7977, william.ku@nhqv.com

RA 나관준  
02)768-7581, ryan.ra@nhqv.com

### 1. 중국 현지 임플란트 시장 동향

중국의 면적은 한국의 약 100배, 인구는 약 30배이다. 그럼에도 불구하고 중국 임플란트 시장은 아직 국내와 유사한 약 3,000억원 규모로 여전히 성장 잠재력이 풍부하다. 2015년 당사에서 중국 현지 대형 치과병원을 방문했을 당시 월 평균 임플란트 식립 건수는 10건 미만으로 아직 시장 형성 초기 단계였으나, 이번에 방문한 대형 치과병원의 경우 월 평균 임플란트 식립 건수가 80~100건으로 4년 전과 확연히 달라진 현지 분위기를 확인했다. 특히 이제 웬만한 대형 병원은 세그먼트 별 임플란트 브랜드를 다 갖추었기 때문에 1, 2선 도시에서 신규 거래처 확보가 쉽지 않은 상황이다.

동사는 2016년 싸드 영향으로 북경법인의 영업권 갱신에 어려움을 겪었으며, 그 사이에 같은 한국산 브랜드인 경쟁사가 중국에서 급성장 했다. 그러나 **최근 2~3 곳의 한국 업체가 추가로 중국 시장에 침투하고 있어 국내 업체간 경쟁은 심화될 것으로 전망한다.** 반면, 소득 수준을 갖춘 중국 소비자가 로컬 임플란트 업체의 저가 세그먼트 임플란트 제품을 이용하진 않고 있어 아직까지 이 산업에서 중국 로컬 업체의 침투에 의한 위협도는 크지 않은 상황이다.

그러나 이러한 한국 업체간 경쟁 심화에도 불구하고 최근 동사의 **중국 실적의 급격한 성장이 나타나는 이유는 크게 다섯 가지로 요약할 수 있다.** 1) 미국 법인의 필라델피아 제조 설비에서 생산한 ‘하이오센’ 브랜드의 중국 내 프리미엄 마켓에서 성장, 2) 체어 등 기자재 매출의 성장, 3) 교육프로그램 AIC의 마스터 과정 신설, 4) 지불 방식의 변화, 5) 국내에서 중국으로 이전 가격의 인하 등이다.

**그림1. 중국 병원의 대형 치과병원 방문: 이곳 체어의 90%를 오스템임플란트에서 공급**



자료: NH투자증권 리서치본부

**그림2. 구매력 있는 노령층 소비자들 증가로 복직**



자료: NH투자증권 리서치본부

우선 동사는 **한국의 부산과 미국 필라델피아에 제조 설비를 보유하고 있다.** 최근 중국 프리미엄 마켓의 성장으로 미국 제조 브랜드인 ‘하이오센(HIOSSEN)’의 중국 매출 비중이 증가하고 있다. 2018년 기준 중국 매출의 8%를 차지했지만 이제는 15%로 확대되었다. 구매력 있는 중국 소비자가 고급 치과병원을 방문하고, 고급 외산 브랜드를 찾는 경향이 강해지고 있어 당분간 이러한 트렌드는 유지될 것으로 전망된다. 또한 하이오센의 원가가 한국산 대비 현저히 높은 것도 아니어서 수익성 악화 우려도 없다.

이번에 방문한 중국 대형 치과병원에는 동사의 체어가 90% 설치되어 있다. 경쟁사가 체어 설치에 일주일 걸리는 반면, 동사는 단 이틀만에 설치를 끝마칠 수 있다. 이는 고객만족과 더불어 현지 직관 시스템을 갖춘 동사만의 장점이기도 하다. 딜러 방식으론 구현할 수 없는 사후관리 서비스(A/S)도 제공 가능하다. 이렇게 체어 설치를 통해 확보한 고객사는 임플란트 주문으로 이어진다. 중국 법인의 직관 고집은 의미 없는 투자가 아니다.

또한 동사는 중국 내 가장 규모가 크고, 오랜 역사를 갖춘 교육프로그램(AIC)을 운영하고 있다. 지난 3년간 평균적으로 기본코스는 약 1,300명, 고급코스는 약 600명 수강하고 있다. 2019년부터 마스터코스 신설을 통해 추가적인 550명의 수강생을 확보하는 것이 목표이다. 최근 이러한 교육생 증가가 중국 실적 성장으로 나타나고 있다.

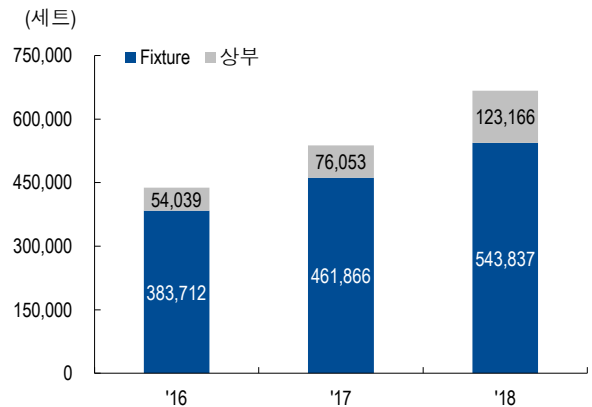
마지막으로 국내에서 공급하는 이전 가격(transfer price)의 인하로 프로모션 방식의 유연성을 갖추게 되었다. 동사는 작년부터 지불방식의 변화를 주었다. 기존엔 선수금 30%, 나머진 할부로 1.5~ 2년 내로 갚는 방식이었으나, 선불 방식으로 전환하면 물량을 20~30% 더 주는 방식으로 전환하여 제품 판매 증진 효과 및 매출채권 회전을 개선과 같은 재무구조 개선 효과를 동시에 달성하고 있다.

그림3. 오스템임플란트의 미국 설비 제조 브랜드 ‘하이오센’



자료: 오스템임플란트, NH투자증권 리서치본부

그림4. 오스템임플란트 미국 법인 생산실적



자료: 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

## 2. 해외 법인의 실적 성장을 더 높게 반영하여 목표주가 상향

이번 중국 현지 탐방을 통해 동사의 해외 법인 실적 추정치 상향의 확신을 갖게 되었다. 2019년 1분기 이미 중국, 미국 법인의 매출액 성장률은 각각 전년대비 78.6%, 47.5%를 시현했다. 위에 열거한 이유들 때문에 중국 법인의 매출 성장이 미국 법인의 매출 성장으로 이어질 수 있다는 것을 파악했다. 따라서 2019년 중국, 미국 법인의 연간 매출액 성장률을 각각 33%, 30%로 상향 조정했다(기존 30%, 22%로 추정).

동사의 연결 기준 2019년 연간 매출액은 5,331억원(+ 15.9% y-y), 영업이익은 554억원(+ 78.78% y-y, 영업이익률 10.4)으로 추정하며 Target PER 26.3배(스트라우만 PER 대비 30% 할인)를 적용한 목표주가는 84,000원(기존 7만 3천원)이다.

표1. 오스텍임플란트 연간 실적 전망

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2018	2019E	2020F	2021F
매출액	- 수정 후	460.1	533.1	596.4	657.2
	- 수정 전	-	525.5	582.9	639.0
	- 변동률	-	1.4	2.3	2.8
영업이익	- 수정 후	31.0	55.4	75.4	93.1
	- 수정 전	-	51.0	67.7	82.5
	- 변동률	-	8.5	11.4	12.8
영업이익률(수정 후)		6.7	10.4	12.6	14.2
EBITDA		41.5	66.6	85.7	102.5
지배지분순이익		12.7	42.1	49.3	59.6
EPS	- 수정 후	888	2,948	3,452	4,169
	- 수정 전	-	2,694	3,054	3,650
	- 변동률	-	9.4	13.0	14.2
PER		60.2	24.4	20.8	17.2
PBR		7.0	6.8	5.1	4.0
EV/EBITDA		20.0	16.1	12.1	9.7
ROE		11.5	32.5	28.1	25.9

주: IFRS 연결 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 오스템임플란트 분기별 실적 추정

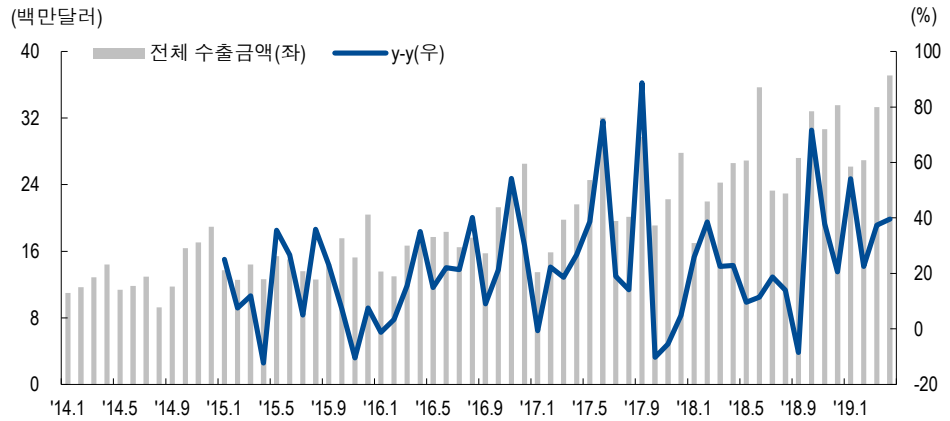
(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19E	3Q19F	4Q19F	2018	2019E	2020F
<b>매출액</b>	<b>108.5</b>	<b>112.7</b>	<b>114.0</b>	<b>125.0</b>	<b>129.0</b>	<b>128.8</b>	<b>130.1</b>	<b>145.3</b>	<b>460.1</b>	<b>533.1</b>	<b>596.4</b>
증감률(% y-y)	16.0	11.6	14.5	20.5	18.9	14.3	14.1	16.3	15.7	15.9	11.9
<b>내수</b>	<b>56.3</b>	<b>51.7</b>	<b>52.4</b>	<b>60.0</b>	<b>55.1</b>	<b>55.0</b>	<b>55.7</b>	<b>63.8</b>	<b>220.5</b>	<b>229.7</b>	<b>240.5</b>
증감률(% y-y)	21.3	7.7	10.1	20.8	-2.1	6.4	6.3	6.4	15.0	4.2	4.7
임플란트	33.4	28.9	27.9	32.8	29.6	30.9	29.9	35.1	123.0	125.4	131.7
증감률(% y-y)	33.9	10.5	11.1	27.4	-11.6	7.0	7.0	7.0	20.6	2.0	5.0
치과용 기자재	14.8	15.1	15.0	18.0	17.0	16.1	16.1	19.2	62.8	68.4	71.9
증감률(% y-y)	2.6	9.0	12.5	18.0	15.5	7.0	7.0	7.0	10.6	9.0	5.0
덴탈케어	5.3	4.4	4.2	4.8	4.8	4.5	4.3	4.9	18.7	18.4	18.6
증감률(% y-y)	27.3	-9.8	-1.6	0.5	-8.8	1.0	1.0	1.0	3.3	-1.7	1.0
기타	2.9	3.4	5.3	4.5	3.7	3.5	5.5	4.7	16.0	17.5	18.4
증감률(% y-y)	-2.5	5.0	8.7	13.5	28.7	5.0	5.0	5.0	6.9	9.3	5.0
<b>수출</b>	<b>53.6</b>	<b>63.4</b>	<b>63.1</b>	<b>64.4</b>	<b>78.6</b>	<b>76.2</b>	<b>75.8</b>	<b>80.9</b>	<b>244.6</b>	<b>311.6</b>	<b>364.1</b>
증감률(% y-y)	11.5	19.0	16.2	15.8	46.6	20.1	20.2	25.7	15.7	27.4	16.8
북아메리카	15.0	17.9	18.0	17.5	22.1	22.4	22.6	21.9	68.5	89.0	102.8
증감률(% y-y)	6.4	23.5	19.5	18.1	47.5	25.0	25.0	25.0	17.0	29.9	15.5
유럽	7.9	7.6	7.8	8.4	10.3	8.3	8.6	9.3	31.7	36.4	39.2
증감률(% y-y)	11.8	0.3	20.3	19.6	29.6	10.1	10.1	10.1	12.6	15.0	7.7
중국	15.0	22.6	22.4	26.9	26.7	27.9	27.7	33.1	86.9	115.3	143.9
증감률(% y-y)	2.4	23.8	10.9	30.4	78.6	23.2	23.2	23.2	17.9	32.7	24.8
아시아	15.8	15.3	14.8	11.6	19.5	17.6	17.0	16.7	57.5	70.9	78.2
증감률(% y-y)	28.1	17.9	18.4	-11.7	23.9	14.9	14.9	43.7	12.9	23.2	10.3
<b>영업이익</b>	<b>6.9</b>	<b>7.2</b>	<b>12.2</b>	<b>4.7</b>	<b>12.6</b>	<b>11.5</b>	<b>13.5</b>	<b>16.2</b>	<b>31.0</b>	<b>55.4</b>	<b>75.4</b>
증감률(% y-y)	-12.6	-24.8	173.8	흑전	83.6	58.0	10.8	246.4	42.7	78.7	36.2
영업이익률(%)	6.4	6.4	10.7	3.7	9.8	8.9	10.4	11.1	6.7	10.4	12.6
<b>세전순이익</b>	<b>6.3</b>	<b>7.3</b>	<b>0.6</b>	<b>3.8</b>	<b>13.4</b>	<b>10.9</b>	<b>4.6</b>	<b>21.2</b>	<b>18.0</b>	<b>50.1</b>	<b>67.1</b>
증감률(% y-y)	-971.9	-41.7	-84.9	14.0	113.0	49.1	617.7	460.5	-7.2	178.1	33.8
세전순이익률(%)	5.8	6.5	0.6	3.0	10.4	8.5	3.6	14.6	3.9	9.4	11.3
<b>지배지분순이익</b>	<b>5.4</b>	<b>4.3</b>	<b>-0.9</b>	<b>3.9</b>	<b>11.1</b>	<b>6.5</b>	<b>1.2</b>	<b>23.9</b>	<b>12.7</b>	<b>42.1</b>	<b>49.3</b>
증감률(% y-y)	20,904.3	-46.2	적전	흑전	106.8	50.0	흑전	510.3	25.6	231.8	17.1
순이익률(%)	4.9	3.8	-0.8	3.1	8.6	5.0	0.9	16.4	2.8	7.9	8.3

주: IFRS 연결 기준

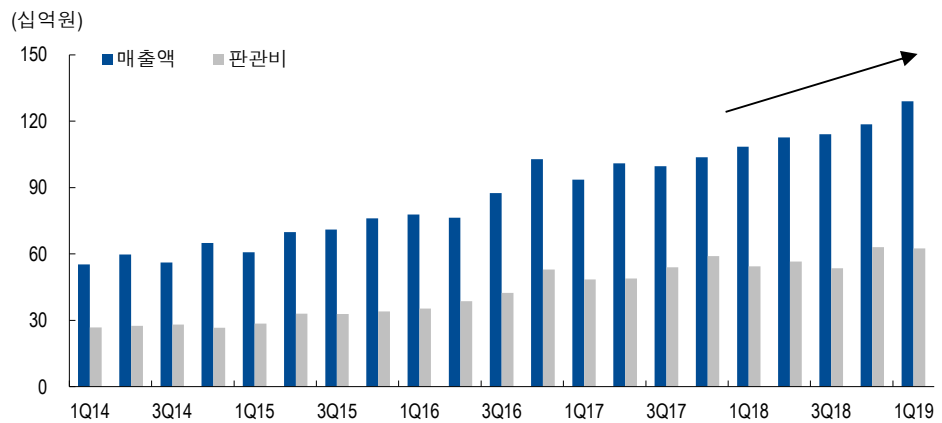
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림5. 관세청 임플란트 통관데이터(추정치)



자료: 수출입무역통계, NH투자증권 리서치본부

그림6. 오스템임플란트 분기별 매출액, 판관비 추이



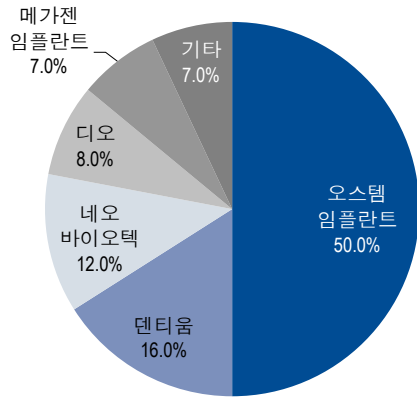
자료: 오스템임플란트, NH투자증권 리서치본부 전망

그림7. 오스템임플란트 Digital Dentistry 로드맵



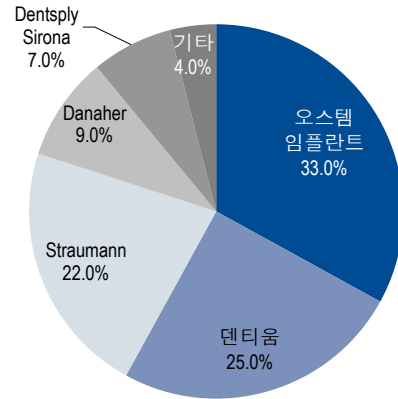
자료: 오스템임플란트, NH투자증권 리서치본부

그림8. 국내 임플란트 시장점유율



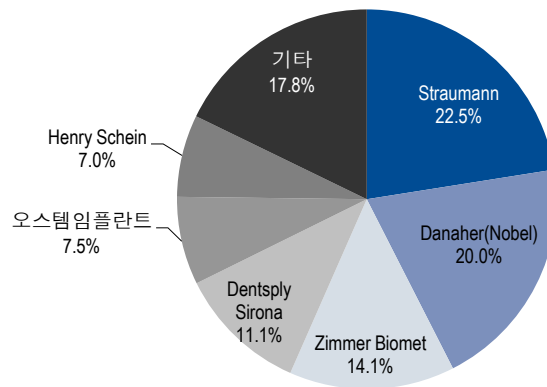
자료: 오스템임플란트, NH투자증권 리서치본부

그림9. 중국 임플란트 시장점유율



자료: 오스템임플란트, NH투자증권 리서치본부

그림10. 글로벌 임플란트 시장점유율



자료: 오스템임플란트, NH투자증권 리서치본부

그림11. 오스템임플란트 제품 및 상품 포트폴리오



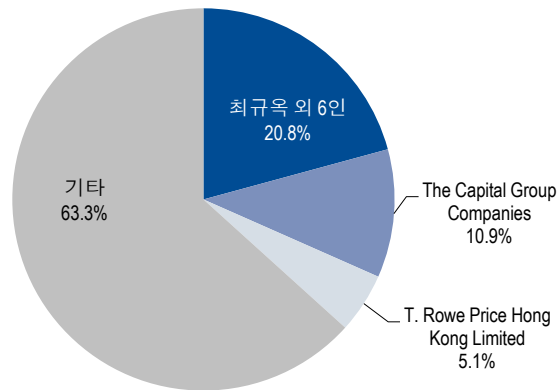
자료: 오스템임플란트, NH투자증권 리서치본부

그림12. 오스템임플란트 고유의 임플란트 교육시스템: AIC



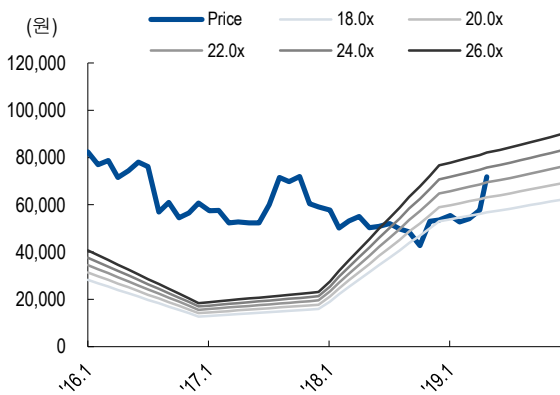
자료: 오스템임플란트, NH투자증권 리서치본부

그림13. 오스템임플란트 주요주주 현황



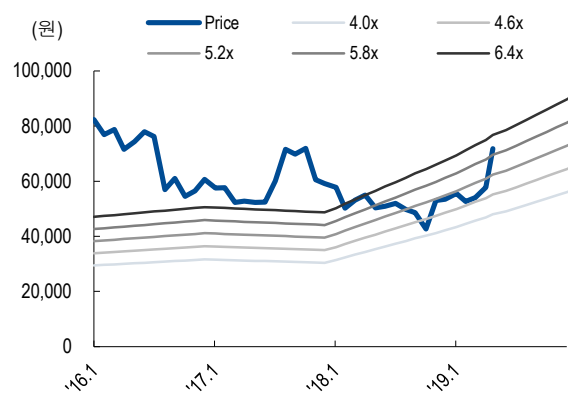
자료: 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

그림14. 오스템임플란트 PER Chart



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

그림15. 오스템임플란트 PBR Chart



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부



STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2018/12A	2019/12E	2020/12F	2021/12F
매출액	460.1	533.1	596.4	657.2
증감률 (%)	15.7	15.9	11.9	10.2
매출원가	201.6	227.3	251.7	274.6
매출총이익	258.5	305.8	344.7	382.6
Gross 마진 (%)	56.2	57.4	57.8	58.2
판매비와 일반관리비	227.6	250.5	269.3	289.5
영업이익	31.0	55.4	75.4	93.1
증감률 (%)	42.7	78.7	36.2	23.5
OP 마진 (%)	6.7	10.4	12.6	14.2
EBITDA	41.5	66.6	85.7	102.5
영업외손익	-13.0	-5.2	-8.3	-8.0
금융수익(비용)	-11.0	-5.2	-8.3	-8.0
기타영업외손익	-2.0	0.0	0.0	0.0
종속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	18.0	50.1	67.1	85.1
법인세비용	11.8	15.0	20.1	25.5
계속사업이익	6.3	35.1	47.0	59.6
당기순이익	6.3	35.1	47.0	59.6
증감률 (%)	10.5	461.0	33.8	26.8
Net 마진 (%)	1.4	6.6	7.9	9.1
지배주주지분 순이익	12.7	42.1	49.3	59.6
비지배주주지분 순이익	-6.4	-7.0	-2.3	0.0
기타포괄이익	-1.9	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	4.4	35.1	47.0	59.6

Valuation   Profitability   Stability				
	2018/12A	2019/12E	2020/12F	2021/12F
PER(X)	60.2	24.4	20.8	17.2
PBR(X)	7.0	6.8	5.1	4.0
PCR(X)	15.6	15.6	12.6	10.4
PSR(X)	1.7	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA(X)	20.0	16.1	12.1	9.7
EV/EBIT(X)	26.8	19.4	13.8	10.6
EPS(W)	888	2,948	3,452	4,169
BPS(W)	7,604	10,551	14,003	18,172
SPS(W)	32,210	37,318	41,745	46,001
자기자본이익률(ROE, %)	11.5	32.5	28.1	25.9
총자산이익률(ROA, %)	1.0	5.1	6.0	6.8
투자자본이익률 (ROIC, %)	3.7	24.3	34.0	45.8
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성장(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
총현금배당금(십억원)	0	0	0	0
보통주 주당배당금(W)	0	0	0	0
순부채(현금)/자기자본(%)	52.3	34.8	8.1	-12.3
총부채/ 자기자본(%)	459.6	397.2	325.3	264.1
이자발생부채	184	199	198	191
유동비율(%)	75.6	75.7	81.2	87.4
총발행주식수(mn)	14	14	14	14
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	53,500	71,800	71,800	71,800
시가총액(십억원)	764	1,026	1,026	1,026

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2018/12A	2019/12E	2020/12F	2021/12F
현금및현금성자산	111.5	133.1	166.3	204.6
매출채권	89.7	99.3	111.1	122.4
유동자산	362.7	413.4	478.7	547.5
유형자산	222.6	276.7	304.5	333.1
투자자산	3.8	3.8	4.2	4.7
비유동자산	275.2	327.9	355.1	383.1
자산총계	637.9	741.3	833.8	930.6
단기성부채	148.4	163.6	161.8	155.4
매입채무	13.9	14.5	16.2	17.9
유동부채	479.6	545.8	589.3	626.5
장기성부채	35.1	35.8	36.5	35.4
장기충당부채	8.1	9.4	10.5	11.6
비유동부채	44.3	46.4	48.4	48.5
부채총계	523.9	592.2	637.7	675.0
자본금	7.1	7.1	7.1	7.1
자본잉여금	56.2	56.2	56.2	56.2
이익잉여금	84.2	126.3	175.6	235.1
비지배주주지분	5.4	-1.6	-4.0	-4.0
자본총계	114.0	149.1	196.1	255.6

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2018/12A	2019/12E	2020/12F	2021/12F
영업활동 현금흐름	41.2	71.0	72.8	84.2
당기순이익	6.3	35.1	47.0	59.6
+ 유/무형자산상각비	10.5	11.3	10.3	9.4
+ 종속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 외화환산손실(이익)	4.6	0.0	0.0	0.0
Gross Cash Flow	48.9	65.6	81.7	98.5
- 운전자본의증가(감소)	0.0	25.1	16.1	15.7
투자활동 현금흐름	-57.3	-65.3	-38.5	-38.4
+ 유형자산 감소	0.4	0.0	0.0	0.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-33.1	-64.0	-37.0	-37.0
+ 투자자산의매각(취득)	0.2	0.0	-0.4	-0.4
Free Cash Flow	8.1	7.0	35.8	47.2
Net Cash Flow	-16.1	5.7	34.3	45.8
재무활동현금흐름	16.7	15.9	-1.1	-7.5
자기자본 증가	0.0	0.0	0.0	0.0
부채증감	16.7	15.9	-1.1	-7.5
현금의증가	0.4	21.5	33.2	38.2
기말현금 및 현금성자산	111.5	133.0	166.2	204.5
기말 순부채(순현금)	59.6	51.9	15.9	-31.5