

2017/08/28

오스템임플란트(048260)

누구도 따라올 수 없는 매출 1등

■ 향후 매출증가에 의한 레버리지 효과로 수익성 개선 될 듯

동사는 올해 K-IFRS 연결기준으로 매출액 4,060억원(YoY+17.8%), 영업이익 440억원(YoY+28.6%)으로 추정되면서 지난해 부진에서 탈피할 것으로 예상된다. 여기서 주목할 점은 지난해부터 영업력 강화 목적으로 인력 등이 늘어남에 따라 고정비가 대폭 증가되는 환경이었기 때문에 매출 증가에 비하여 수익성 개선이 더디게 일어났다. 그러나 향후 해외 및 내수부문 매출상승으로 인한 레버리지 효과로 수익성이 개선될 수 있을 것이다.

특히 해외부문의 경우 중국 및 북미법인이 매출상승을 이끌 것으로 예상된다. 중국법인의 경우 올해와 내년 매출이 각각 650억원(YoY+19.7%), 820억원(YoY+26.1%)으로 예상되면서 적자폭이 상당부분 줄어들 것으로 기대된다. 북미법인의 경우도 올해와 내년 매출이 각각 600억원(YoY+27.7%), 750억원(YoY+25.0%)으로 이익이 늘어날 것이다. 또한 러시아 및 인도법인의 매출의 경우도 고성장하고 있다. 결국에는 내년에 중국 및 북미법인의 매출상승 본격화로 레버리지 효과가 발생하면서 해외법인 수익성 개선에 지대한 영향을 미칠 것이다.

내수부문의 경우도 치과용 임플란트 건강보험 요양급여 적용 연령이 지난해 7월 1일부터 65세 이상으로 대상 확대 및 노령화로 인한 적용인구 증가로 인하여 견조한 성장 등이 예상된다.

한편, 동사는 디지털임플란트 및 덴탈CT를 출시함에 따라 이를 통하여 시장 지배력 확대 뿐만 아니라 종합 치과의료기기 업체로 거듭나는 계기를 마련할 것으로 예상된다.

■ 이제부터 매출 1등에 프리미엄을 주자

동사에 대하여 실적추정치를 상향 조정을 반영하여 목표주가를 90,000원으로 상향한다. 목표주가는 2018년 예상기준 EPS 2,803원에 Target PER 32.3배(글로벌 경쟁사 Straumann 2018 예상기준 PER)를 적용하여 산출하였다.

동사의 경우 국내 및 중국시장에서 시장점유율 1위를 하고 있을 뿐만 아니라, 국내 치과용 의료기기 어느 업체와 비교해도 당분간 동사 매출수준을 따라오기가 어려울 것이다. 그 동안 고정비 상승으로 수익성이 저조하였지만 향후에는 매출 상승에 의한 레버리지 효과가 발생으로 수익성 개선이 가시화 되면서 동사 주가상승에 일조를 할 것이다.

지주/ Mid-Small Cap

이상현 (2122-9198) value3@hi-ib.com

조경진 (2122-9209) kjcho@hi-ib.com

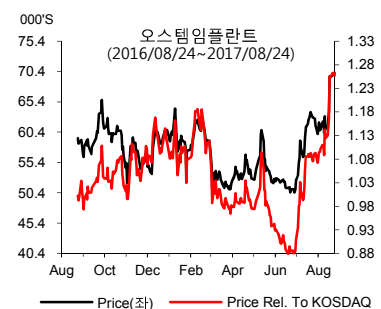
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	90,000원
종가(2017/08/24)	70,200원

Stock Indicator

자본금	7십억원
발행주식수	1,429만주
시가총액	1,003십억원
외국인지분율	51.3%
배당금(2016)	-
EPS(2017E)	2,053원
BPS(2017E)	9,221원
ROE(2017E)	24.9%
52주 주가	50,500~70,200원
60일평균거래량	118,794주
60일평균거래대금	7.0십억원

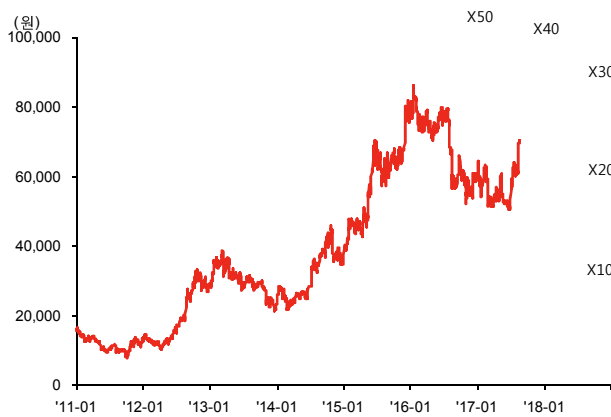
Price Trend



FY	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS(원)	PER(배)	EV/EBITDA (배)	BPS(원)	PBR(배)	ROE(%)	부채비율 (%)
2015	278	33	18	1,259	64.4	29.3	7,615	10.6	16.5	250.9
2016	345	34	24	1,645	36.9	21.9	7,305	8.3	22.1	325.4
2017E	406	44	29	2,053	34.2	18.8	9,221	7.6	24.9	267.9
2018E	475	58	40	2,803	25.0	15.5	11,886	5.9	26.6	215.5
2019E	555	70	49	3,398	20.7	13.5	15,145	4.6	25.1	174.0

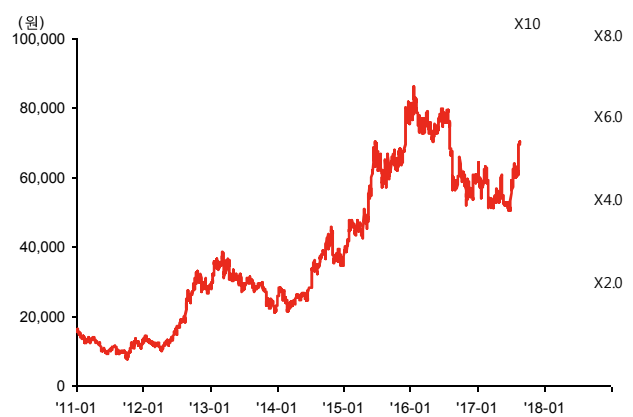
자료 : 오스템임플란트, 하이투자증권 리서치센터

<그림 15> 오스템임플란트 PER 밴드



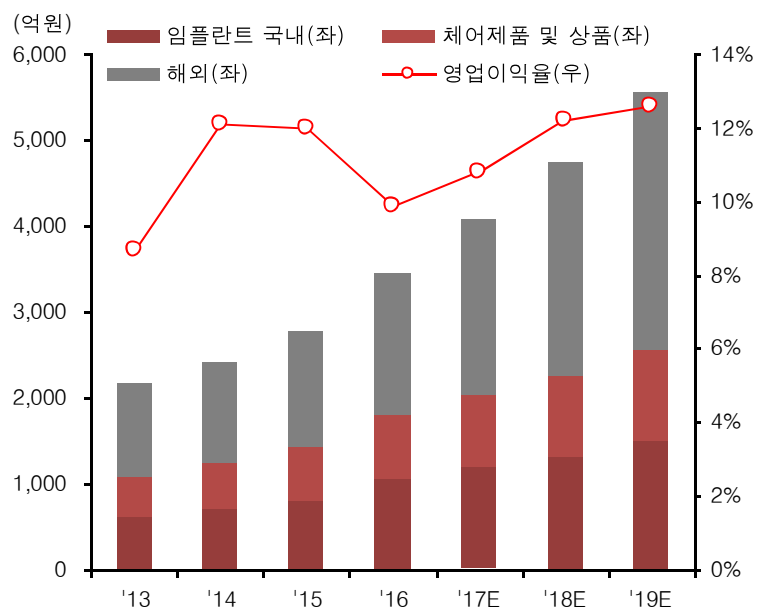
자료: 오스템임플란트, 하이투자증권

<그림 16> 오스템임플란트 PBR 밴드



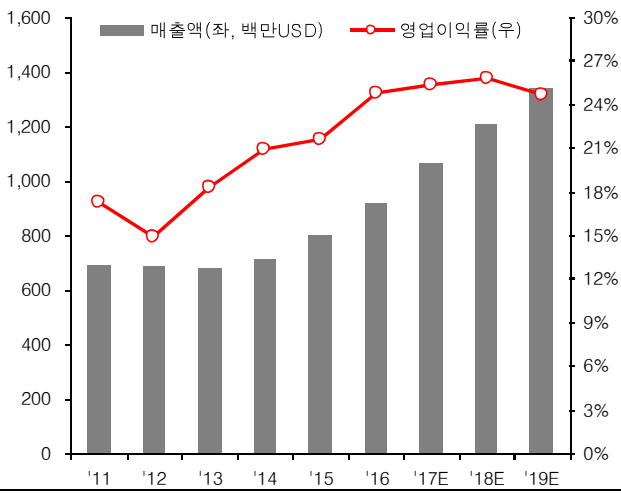
자료: 오스템임플란트, 하이투자증권

<그림 17> 오스템임플란트 실적 추이



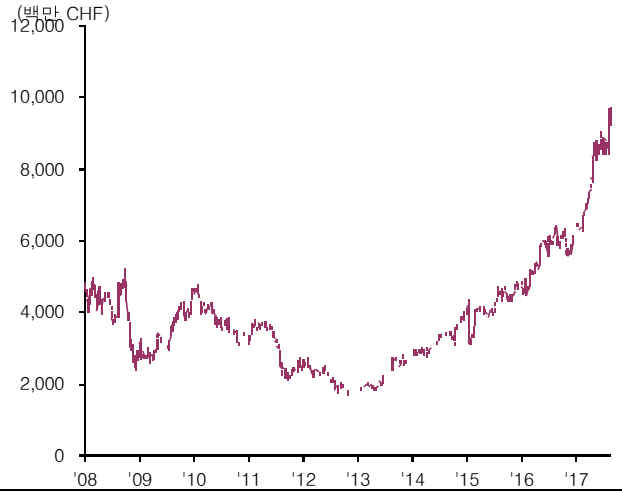
자료: 오스템임플란트, 하이투자증권

<그림 18> Straumann 실적 추이



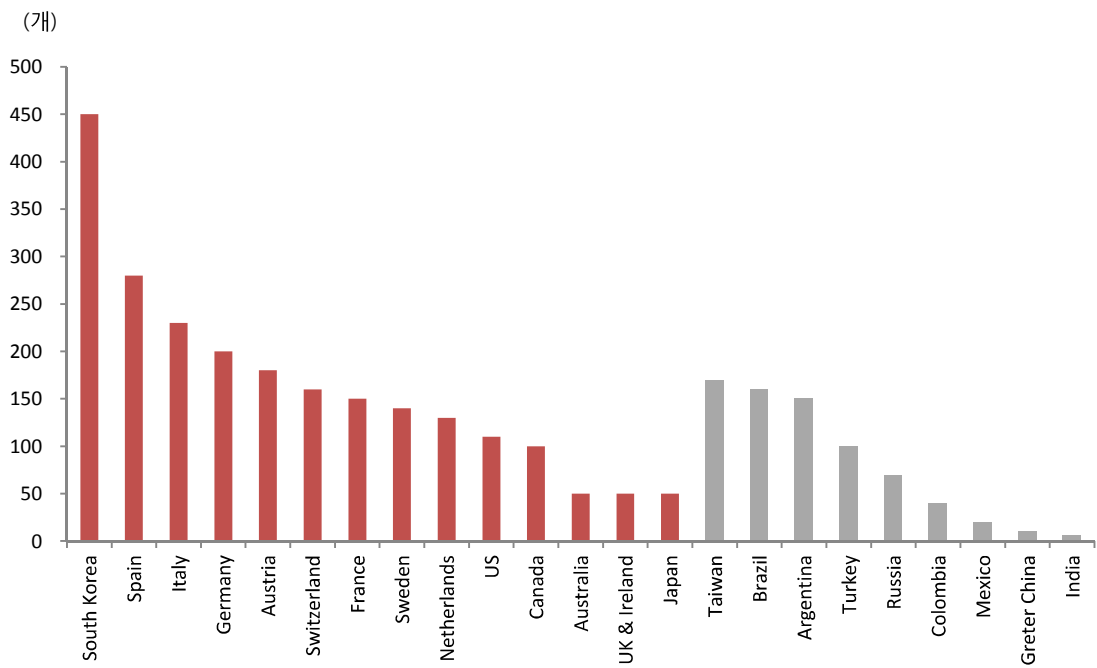
자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림 19> Straumann 시가총액 추이



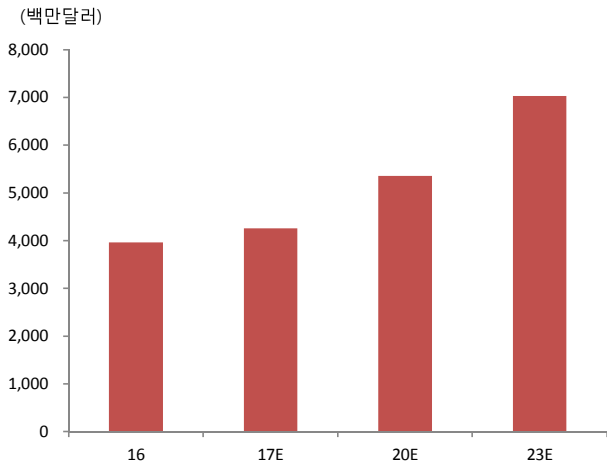
자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림 20> 각국 10,000 명당 임플란트 사용 개수



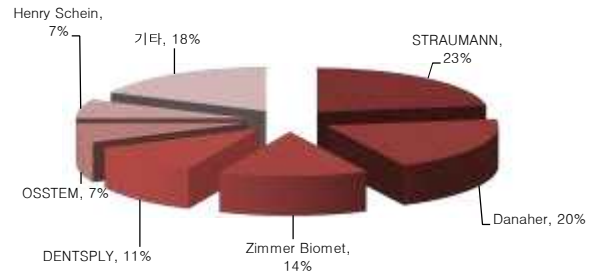
자료: Straumann annual report 2016, 하이투자증권

<그림 21> 임플란트 전세계 시장규모 추이



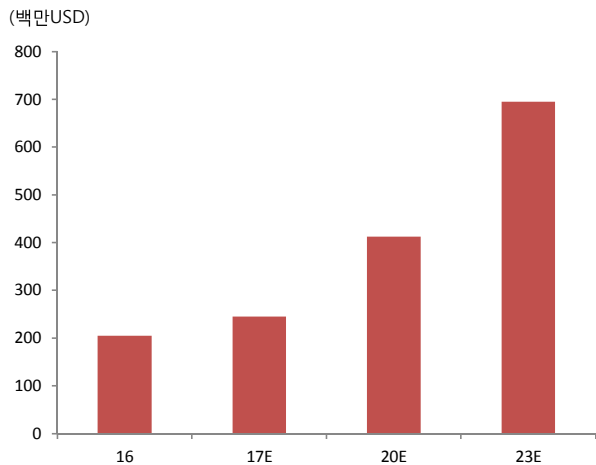
자료: MRG, 하이투자증권

<그림 22> 전세계 임플란트 시장점유율(2016년 기준)



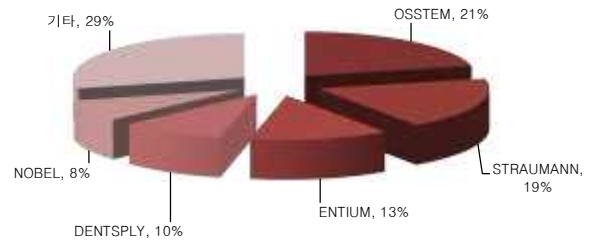
자료: 오스템임플란트, 하이투자증권

<그림 23> 임플란트 중국 시장규모 추이



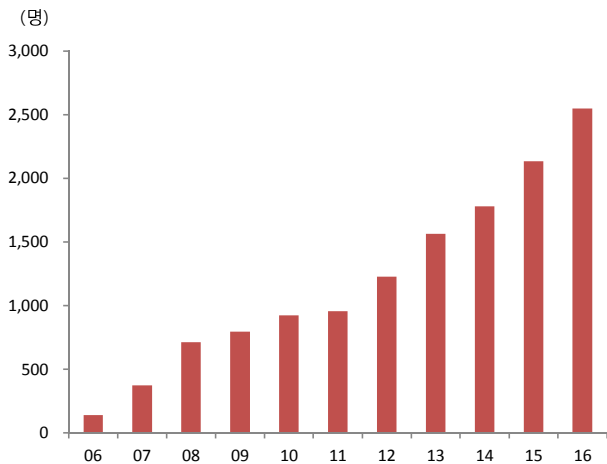
자료: MRG, 오스템임플란트, 하이투자증권

<그림 24> 중국 임플란트 시장점유율(2016년 기준)



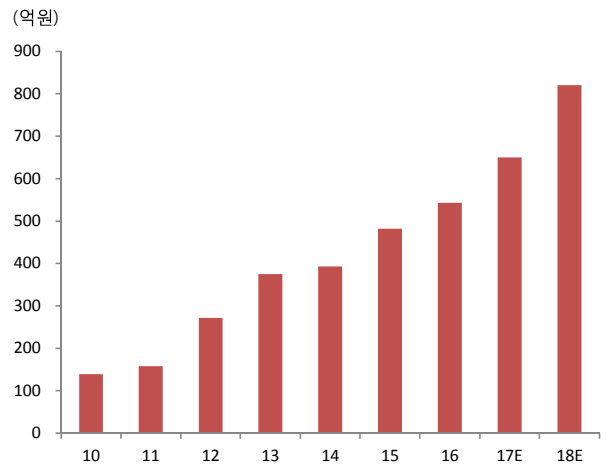
자료: 오스템임플란트, 하이투자증권

<그림 25> 연도별 중국 AIC 연수생 수 추이



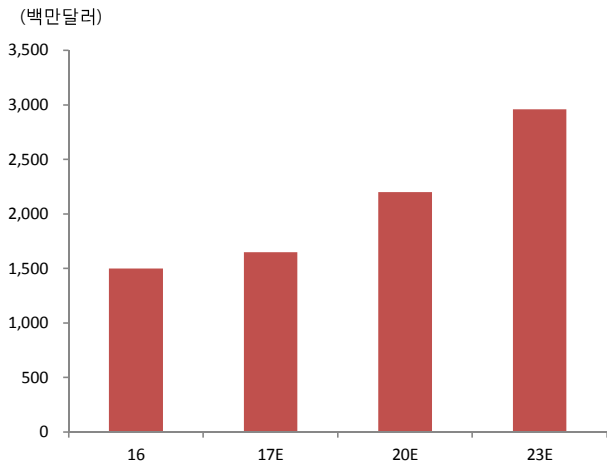
자료: 오스템임플란트, 하이투자증권

<그림 26> 중국법인 매출액 추이



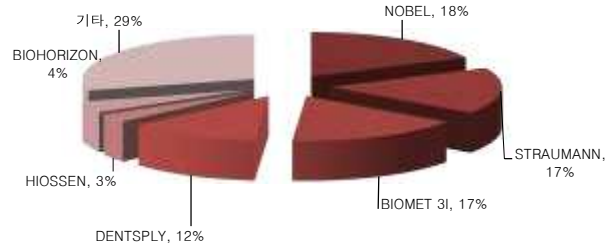
자료: 오스템임플란트, 하이투자증권

<그림 27> 임플란트 미국 시장규모 추이



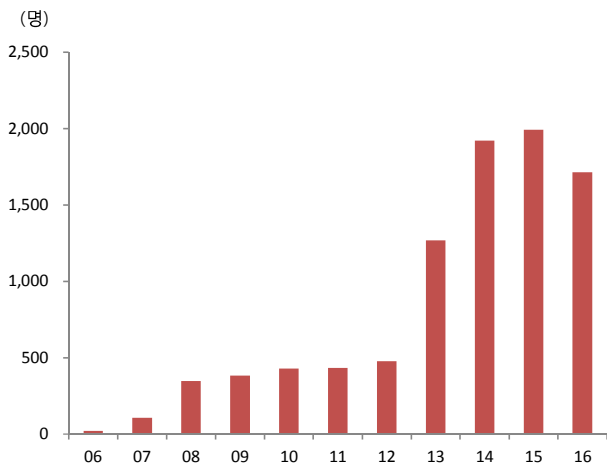
자료: MRG, 하이투자증권

<그림 28> 미국 임플란트 시장점유율(2016년 기준)



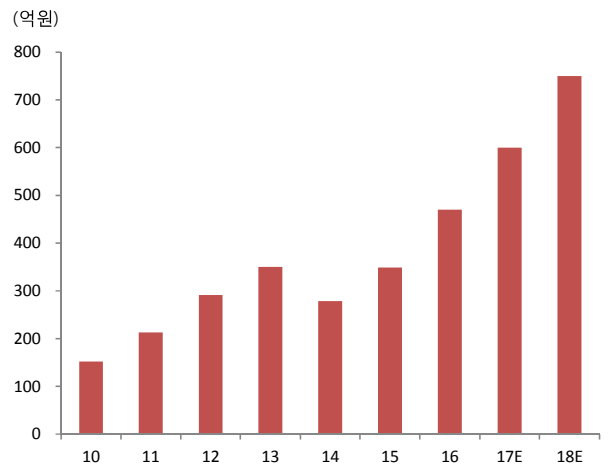
자료: 오스템임플란트, 하이투자증권

<그림 29> 연도별 미국 AIC 연수생 수 추이



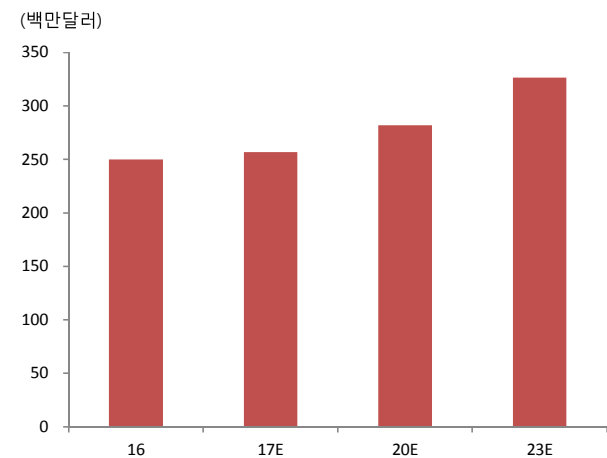
자료: 오스템임플란트, 하이투자증권

<그림 30> 미국법인 매출액 추이



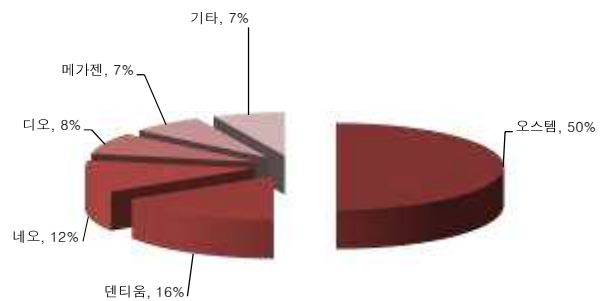
자료: 오스템임플란트, 하이투자증권

<그림 31> 임플란트 국내 시장규모 추이



자료: MRG, 하이투자증권

<그림 32> 국내 임플란트 시장점유율(2016년 기준)



자료: 오스템임플란트, 하이투자증권

<표 5> 국민건강보험 적용시 효과

적용일자	연령대	보험적용인원
2014.07.01	75세이상	8만명
2015.07.01	70세이상	10만명
2016.07.01	65세이상	15만명

* 총비용 = 110만원 ~ 128만원/개당 X 50%

재료비 (9만원~27만원) + 수술비 (101만원)

* Market Size 추정 (평균단가 18만원 적용)

14.7.1 8만명 X 180,000원(1~2개) = 144억~288억

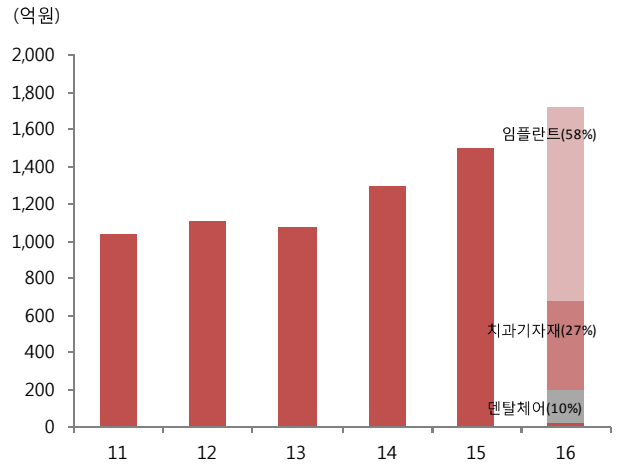
15.7.1 10만명 X 180,000원(1~2개) = 180억~360억

16.7.1 15만명 X 180,000원(1~2개) = 270억~540억

* 보험효과 반영시 향후 3년간 GAGR 10%~15% 시장사이즈 성장가능

자료: 보건복지부, 오스템임플란트, 하이투자증권

<그림 33> 내수 매출액 추이



자료: 오스템임플란트, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	278	304	338	380
현금 및 현금성자산	76	71	69	65
단기금융자산	25	21	18	15
매출채권	89	105	122	143
재고자산	80	94	110	128
비유동자산	198	200	205	211
유형자산	123	114	105	98
무형자산	16	14	12	11
자산총계	475	504	543	591
유동부채	325	328	332	337
매입채무	9	11	13	15
단기차입금	75	75	75	75
유동성장기부채	28	28	28	28
비유동부채	39	39	39	39
사채	-	-	-	-
장기차입금	29	29	29	29
부채총계	364	367	371	375
지배주주지분	104	132	170	216
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	56	56	56	56
이익잉여금	75	104	144	193
기타자본항목	-38	-38	-38	-38
비지배주주지분	7	5	2	-1
자본총계	112	137	172	216

포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	345	406	475	555
증가율(%)	24.1	17.8	17.0	16.8
매출원가	141	167	196	229
매출총이익	203	239	279	326
판매비와관리비	169	195	221	256
연구개발비	8	10	12	13
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	34	44	58	70
증가율(%)	2.8	28.4	31.9	20.7
영업이익률(%)	9.9	10.8	12.2	12.6
이자수익	1	1	1	1
이자비용	4	4	4	4
지분법이익(손실)	0	0	0	0
기타영업외손익	0	-1	-1	-1
세전계속사업이익	32	39	53	65
법인세비용	12	12	16	20
세전계속이익률(%)	9.4	9.6	11.2	11.7
당기순이익	20	27	37	46
순이익률(%)	5.9	6.7	7.8	8.2
지배주주귀속 순이익	24	29	40	49
기타포괄이익	-2	-2	-2	-2
총포괄이익	18	25	35	44
지배주주귀속총포괄이익	21	27	38	46

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	40	58	60	60
당기순이익	20	27	37	46
유형자산감가상각비	6	9	8	7
무형자산상각비	1	2	1	1
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	-74	-19	-20	-20
유형자산의 처분(취득)	1	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	1	-	-	-
금융상품의 증감	-16	-8	-6	-7
재무활동 현금흐름	22	-	0	-
단기금융부채의증감	50	-	0	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	-12	-4	-2	-4
기초현금및현금성자산	87	76	71	69
기말현금및현금성자산	76	71	69	65

주요투자지표				
	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	1,645	2,053	2,803	3,398
BPS	7,305	9,221	11,886	15,145
CFPS	2,124	2,852	3,481	3,974
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER	36.9	34.2	25.0	20.7
PBR	8.3	7.6	5.9	4.6
PCR	28.6	24.6	20.2	17.7
EV/EBITDA	21.9	18.8	15.5	13.5
Key Financial Ratio(%)				
ROE	22.1	24.9	26.6	25.1
EBITDA 이익률	11.9	13.6	14.2	14.1
부채비율	325.4	267.9	215.5	174.0
순부채비율	28.4	29.1	26.3	24.0
매출채권회전율(x)	3.8	4.2	4.2	4.2
재고자산회전율(x)	4.9	4.7	4.7	4.7

자료 : 오스템임플란트, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 추이



투자이견 변동 내역 및 목표주가 추이

의견제시일자	투자이견	목표주가
2017-08-28	Buy	90,000
2017-05-02	Buy	70,000
2016-01-04	Buy	103,500

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자: 이상현, 조경진\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2017년 7월 1일부터 적용)
 - Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
 - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2017-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이견 비율(%)	89.2%	10.8%	-