

오스템임플란트(048260)

1Q18 Preview: 시간이 필요해

돌발비용만 없다면 1분기 실적은 컨센서스에 부합할 전망

오스템임플란트(오스템)의 1분기 실적은 컨센서스(매출액 1,047억원, 영업이익 88억원)에 부합할 전망이다. 한국무역통계진흥원 수출 데이터에 따르면 임플란트를 포함한 의료기기 및 기타 제품들의 1분기 수출은 전년 대비 41% 늘어난 것으로 집계됐다. 국내 수출 1위 오스템의 해외 매출액이 해당 데이터와 유사한 흐름을 보여왔다는 점, 오스템의 수출국가가 2017년 1분기 21개국에서 2018년 1분기 26개국으로 늘어났다는 점을 감안하면 1분기 매출증가는 수출이 주도했을 것으로 추정된다. 그러나 대규모 채용 등에 따른 판관비 확대로 영업이익 증가율은 9%에 그칠 것으로 예상한다. 지난 3년간 회사가 1분기에 연간 가장 높은 분기 영업이익률을 시현해왔다는 점을 고려하면 이번 1분기 돌발적인 비용발생 가능성은 제한적일 것으로 예상한다.

실적은 최악의 국면을 벗어났으나...

올해 하반기 새로운 보험정책(임플란트 자기부담금 50%에서 30%로 축소) 도입에 따른 내수성장과 지속적인 수출증가로 실적은 2017년 이후로 최악의 국면을 벗어난 것으로 보인다. 그러나 통제되지 않는 비용과 연속적으로 발생하는 회계적 손실(대손상각, 재고자산평가손 등)로 실적에 대한 불확실성도 커졌다. 올해 매출액과 영업이익을 4,617억원(+16% YoY), 370억원(+71% YoY, OPM 8.0%)으로 추정하나 연내 언제든 발생할 수 있는 돌발적 비용발생 가능성은 존재한다.

시장 내 신뢰를 회복하기까지 시간이 필요하다

Valuation 부담과 실적의 불확실성에 따라 오스템에 대해 투자의견을 매수에서 중립으로 하향한다. 2017년 기저효과로 올해 EPS 증가율은 129%에 달해 2018년 PER 34배인 현 주가가 성장성 대비 매력적으로 보여질 수는 있으나 2016년 대비 2018년 EPS 증가율은 15%에 불과하여 valuation 착시효과가 있다. 또한 향후 실적이 기대치를 하회할 수 있어 실질적으로 2018F PER은 34배 이상일 가능성도 있다. 1분기 호실적을 달성한다 하더라도 시장 내 신뢰를 회복하기 위해서는 시간이 소요될 것으로 판단하여 당분간 보수적인 접근을 권고한다.

중립(하향)

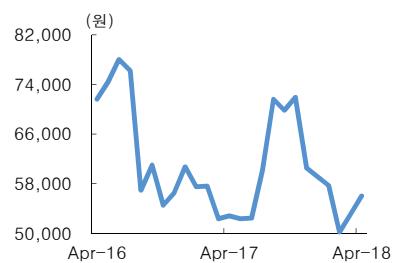
Stock Data

KOSPI(4/23)	2,474
주가(4/23)	56,000
시가총액(십억원)	800
발행주식수(백만)	14
52주 최고/최저가(원)	74,900/49,600
일평균거래대금(6개월, 백만원)	6,400
유동주식비율/외국인지분율(%)	76.6/41.7
주요주주(%)	최규옥 외 6 인 The Capital Group Companies, Inc. 외 2 인
	20.8 9.8

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	12.2	(16.9)	0.4
KOSDAQ 대비(%p)	6.3	(47.0)	(38.1)

주가추이



자료: WISEfn

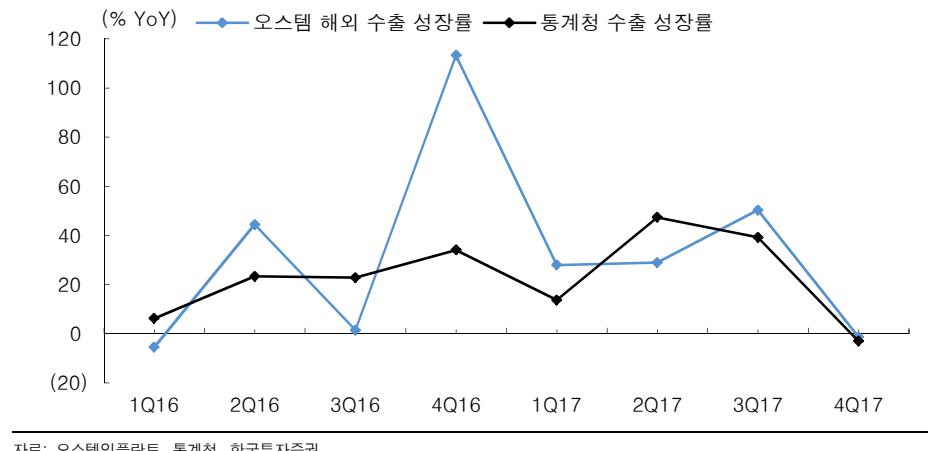
진홍국

hg.jin@truefriend.com

정은영

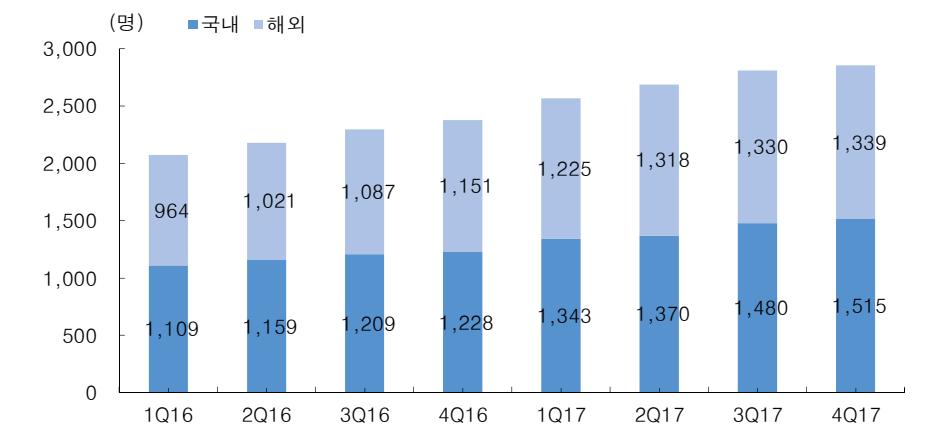
eunice.jung@truefriend.com

[그림 1] 임플란트 해외 수출 성장률



자료: 오스템임플란트, 통계청, 한국투자증권

[그림 2] 인력 현황



자료: 오스템임플란트, 한국투자증권

<표 1> 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	93	101	100	104	106	113	118	124	398	462	543
YoY	20.2	32.2	13.8	0.8	13.8	12.2	18.8	19.3	15.4	16.1	17.6
국내	46	48	47	50	45	46	51	55	191	197	205
중국	14	17	19	19	16	20	22	23	68	81	96
미국	13	13	14	13	15	16	17	16	53	65	78
독일	3	3	3	3	3	3	3	3	11	12	14
러시아	4	4	4	4	7	7	6	7	17	26	39
기타	14	15	14	15	21	20	20	20	57	81	110
영업이익	8	10	4	(0)	9	8	9	11	22	37	48
YoY	(27.8)	82.6	(62.4)	NM	8.8	(13.6)	109.4	NM	(36.6)	70.5	29.2
OPM	8.4	9.6	4.5	(0.3)	8.1	7.4	7.9	8.7	5.5	8.0	8.8
당기순이익	0	8	5	(3)	5	5	6	7	10	23	30
YoY	NM	114.4	82.4	NM	NM	(36.5)	8.5	NM	(57.0)	128.4	27.9
NPM	0.0	7.9	5.3	(3.1)	4.9	4.5	4.9	5.6	2.5	5.0	5.4

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 Dental 관련 업체들 peer group

(단위: 백만달러, 십억원)

	Straumann	Align Tech	Coltene	Danaher	Prodex	Dentsply	Zimmer Biomet	Henry Schein	덴티움 피어 평균	오스템
Ticker	STMN SW	ALGN US	CLTN SW	DHR US	PDEX US	Xray US	ZBH US	HSIC US		
17년 덴탈 매출 비중(%)	100.0	100.0	100.0	48.0	46.0	48.0	48.0	50.0	100.0	100.0
Sales	2017	1,130	1,473	171	18,330	22	3,993	7,824	12,462	151
	2018F	1,323	1,861	186	19,870	24	4,225	7,965	13,323	186
	2019F	1,496	2,255	192	20,808	26	4,420	8,159	13,994	232
OP	2017	288	354	26	3,021	3	(1,562)	808	859	41
	2018F	349	448	29	3,854	2	821	2,271	925	49
	2019F	406	568	32	4,195	2	893	2,394	980	62
OPM(%)	2017	25.5	24.0	15.2	16.5	12.5	(39.1)	10.3	6.9	27.3
	2018F	26.3	24.1	15.6	19.4	6.8	19.4	28.5	6.9	26.4
	2019F	27.2	25.2	16.5	20.2	6.9	20.2	29.3	7.0	26.9
NP	2017	277	231	19	2,492	5	(1,550)	1,814	406	29
	2018F	290	372	22	3,009	1	603	1,600	629	38
	2019F	337	462	23	3,295	2	662	1,726	675	50
EPS growth(%)	2017	20.0	21.4	10.3	(3.0)	530.0	—	486.9	(17.5)	(16.6)
	2018F	4.0	57.0	12.9	25.1	(75.4)	—	(13.1)	57.7	26.6
	2019F	16.9	24.6	5.2	7.9	12.9	10.6	7.3	9.2	31.6
ROE(%)	2017	32.0	21.6	16.3	10.1	45.0	(21.0)	16.9	14.5	26.0
	2018F	24.9	27.7	16.5	10.8	—	7.4	14.4	20.4	21.5
	2019F	23.5	27.7	16.0	10.7	—	8.7	14.2	19.2	23.9
PER(x)	2017	39.1	57.1	21.0	28.2	5.1	29.6	21.6	20.0	22.9
	2018F	34.3	54.5	18.2	22.6	22.1	18.1	14.1	16.9	22.2
	2019F	29.4	43.7	17.3	21.0	19.6	16.4	13.2	15.5	16.9
PBR(x)	2017	10.2	15.5	3.3	2.5	1.8	2.3	2.1	3.8	3.8
	2018F	7.7	13.8	2.9	2.4	—	1.7	1.9	3.0	4.0
	2019F	6.5	10.9	2.8	2.2	—	1.7	1.7	2.7	3.4
PEG(x)	2017	2.0	2.7	2.0	(9.3)	0.0	—	0.0	(1.1)	(1.4)
	2018F	8.5	1.0	1.4	0.9	(0.3)	—	(1.1)	0.3	0.8
	2019F	1.7	1.8	3.3	2.6	1.5	1.5	1.8	1.7	0.5
										1.8
										0.9

주: 2018년 4월 23일 종가 기준

자료: Bloomberg, 한국투자증권

기업개요

오스템임플란트는 치과용 임플란트 및 소프트프로그램 개발 등을 주 영업목적으로 1997년에 설립됐으며 2007년 코스닥에 상장했다. 2017년 2분기 국내 및 해외 매출비중은 각각 44%, 53%로 이루어져 있다. 국내와 중국에서 점유율 1위며 글로벌 시장에서는 5위로 추정된다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	278	318	292	295	297
현금성자산	76	111	81	78	85
매출채권및기타채권	89	83	86	91	89
재고자산	80	90	29	31	30
비유동자산	198	237	251	259	259
투자자산	5	4	5	5	6
유형자산	123	190	207	219	223
무형자산	16	14	12	11	11
자산총계	475	556	543	554	556
부채총계	325	352	340	325	310
매입채무및기타채무	35	38	24	30	33
단기차입금및단기기사채	75	82	80	78	77
유동성장기부채	28	8	7	6	5
비유동부채	39	83	82	80	79
사채	0	16	77	75	74
장기차입금및금융부채	29	62	62	62	62
부채총계	364	435	421	405	388
지배주주지분	104	113	114	140	158
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	56	56	56	56	56
기타자본	(38)	(38)	(7)	22	8
이익잉여금	75	85	55	52	84
비지배주주지분	7	7	8	9	10
자본총계	112	120	122	149	168

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	345	398	462	543	591
매출원가	141	166	195	246	263
매출총이익	203	232	267	297	328
판매관리비	169	210	230	249	274
영업이익	34	22	37	48	54
금융수익	12	9	1	2	2
이자수익	1	0	1	2	2
금융비용	14	21	5	5	5
이자비용	4	5	5	5	5
기타영업외손익	(0)	9	1	(1)	0
관계기업관련손익	0	(0)	(0)	(0)	(0)
세전계속사업이익	32	19	34	43	51
법인세비용	12	14	12	15	17
연결당기순이익	20	6	22	28	34
지배주주지분순이익	24	10	23	30	32
기타포괄이익	(2)	0	0	0	0
총포괄이익	18	6	22	28	34
지배주주지분포괄이익	22	10	23	30	32
EBITDA	41	31	49	60	63

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	40	47	16	39	29
당기순이익	20	6	22	28	34
유형자산감가상각비	6	7	10	10	8
무형자산상각비	1	2	1	1	1
자산부채변동	3	14	(17)	(23)	(13)
기타	10	18	0	23	(1)
투자활동현금흐름	(74)	(47)	(35)	(28)	(14)
유형자산투자	(68)	(87)	(28)	(22)	(11)
유형자산매각	1	12	0	0	0
투자자산순증	(10)	(1)	(1)	(1)	(1)
무형자산순증	(1)	(3)	0	(0)	(1)
기타	4	32	(6)	(5)	(1)
재무활동현금흐름	22	36	(10)	(13)	(9)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	47	36	58	(5)	(4)
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	(25)	0	(68)	(8)	(5)
기타현금흐름	0	(1)	(1)	(1)	0
현금의증가	(12)	35	(30)	(3)	6

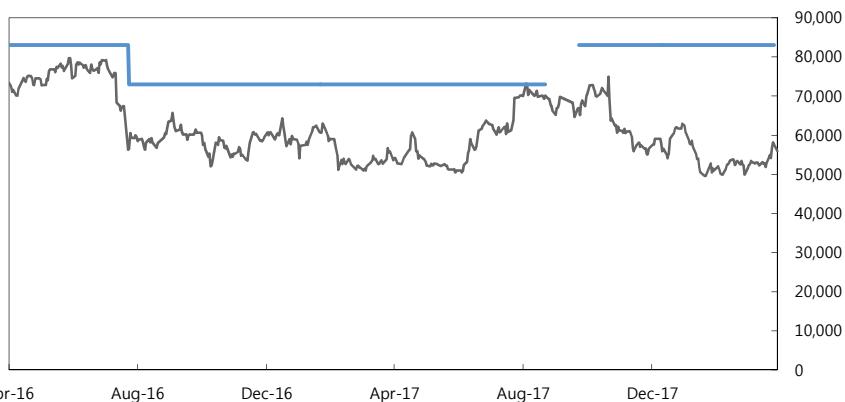
주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,445	726	1,659	2,121	2,292
BPS	9,088	9,691	9,768	11,588	12,863
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%), YoY					
매출증가율	24.1	15.4	16.1	17.6	8.9
영업이익증가율	2.8	(36.6)	70.5	29.2	12.7
순이익증가율	30.9	(57.0)	128.4	27.9	8.0
EPS증가율	14.8	(49.8)	128.5	27.9	8.0
EBITDA증가율	7.2	(24.8)	57.5	22.4	5.6
수익성(%)					
영업이익률	9.9	5.5	8.0	8.8	9.1
순이익률	6.8	2.5	5.0	5.4	5.4
EBITDA Margin	11.9	7.8	10.5	11.0	10.6
ROA	4.7	1.1	4.0	5.1	6.0
ROE	22.1	9.3	20.3	23.2	21.4
배당수익률	—	—	—	—	—
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	32	30	117	116	107
차입금/자본총계비율(%)	118.6	140.3	185.3	148.9	129.9
Valuation(X)					
PER	42.0	81.4	33.8	26.4	24.4
PBR	6.7	6.1	5.7	4.8	4.4
EV/EBITDA	21.5	27.6	18.4	15.0	14.2

주: K-IFRS (연결) 기준

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과거율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
오스템임플란트(048260)	2015.12.03	매수	83,000원	-8.3	3.6
	2016.08.17	매수	73,000원	-21.7	-10.0
	2017.08.17	1년경과		-3.5	0.3
	2017.09.18	NR	-	-	-
	2017.10.17	매수	83,000원	-29.6	-9.8
	2018.04.23	중립	-	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 4월 23일 현재 오스템임플란트 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	0.5%

* 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돋기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.