오스템임플란트(048260.KQ)



바이오/스몰캡 담당 한병화
Tel. 02)368-6171 / bhh1026@eugenefn.com
스몰캡 담당 한상웅
Tel. 02)368-6139 / sangwoung@eugenefn.com

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지)	82,000원
현재주가(08/18)	69,500원

Key Data	(기준일: 2017.08.18)
KOSPI(pt)	2,358.4
KOSDAQ(pt)	643.6
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	992.9
52주 최고/최저(원)	70,700 / 50,100
52주 일간 Beta	1.20
발행주식수(천주)	14,286
평균거래량(3M,천주)	119
평균거래대금(3M,백만원)	6,924
배당수익률(17F, %)	0.0
외국인 지분율(%)	50.3
주요주주 지분율(%)	
최규옥외 6인	20.8
PROA PARTNERS···외 15인	5.1

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	11.4	28.7	10.8	14.9
KOSPI 대비상대수익률	14.5	27.8	6.8	22.5

Financial Data

결산기(12 월)	2016A	2017F	2018F
매출액(십억원)	344.6	395.5	435.2
영업이익(십억원)	34.2	42.0	53.0
세전계속사업손익(십억원)	32.5	39.2	49.9
당기순이익(십억원)	20.3	28.9	38.9
EPS(원)	1,645	2,087	2,780
증감률(%)	30.7	26.9	33.2
PER(배)	36.9	33.3	25.0
ROE(%)	22.1	25.0	25.8
PBR(배)	8.3	7.4	5.7
EV/EBITDA(배)	21.9	19.8	16.1

자료: 유진투자증권

해외 현지 매출액 급증해 글로벌 위상 강화

상반기 해외 법인 매출액 전년대비 40% 급증

- 오스템임플란트의 상반기 해외 현지법인들의 매출 누계액은 8,841만달러로 전년 상반기 6,336만달러 대비 40% 급증했다(도표 1번 참조). 인증 이슈가 해결되면서 중국 매출액이 57% 급증한 것이 가장 큰 이유였지만, 지속적으로 성장하면서 제 2의 성장거점으로 부상하고 있는 국가들에 주목할 필요가 있다. 첫 번째 주목할 국가는 미국이다. 상반기 미국 매출액은 전년대비 약 31% 증가했고, 손익도 37만달러 영업적자에서 153만달러 흑자로 전환했다. 현지 일부 은행에서 팩토링(할부구매) 서비스를 제공하기로 합의하면서, 영업이 활성화된 것으로 추정된다. 러시아 법인의 매출액도 올 상반기에 전년대비 약 60% 급증했다. 동사는 2014~2015년 러시아의 경제위기로 인한 루블화의 폭락에도 불구하고 현지의 임플란트 제품 가격을 그대로 유지해 치과의사들의 신뢰를 확보한 상태이다. 마지막으로 인도시장이다. 인도법인의 상반기 매출액은 525만달러로 전년 동기 357만달러 대비 147% 급증했다. 인도는 아시아에서 중국에 이은 두 번째 규모의 시장으로 성장할 것이 확실하기 때문에, 동사의 글로벌 점유율 확대에 중장기적으로 기여할 것으로 예상된다.

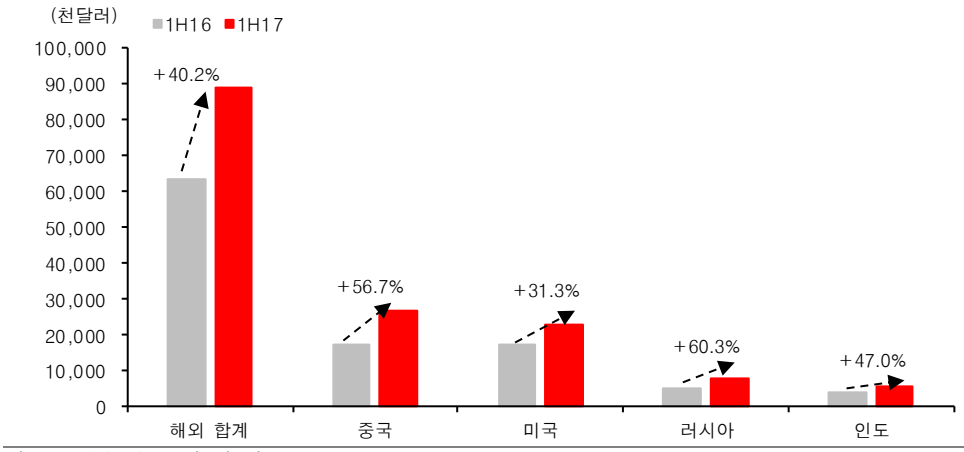
글로벌 임플란트 시장은 봄날

- 해외 주식시장에 상장된 순수 치과용 임플란트업체는 Straumann 하나뿐이다. 따라서 이 업체의 주가 추이를 보면 치과용 임플란트 산업의 현재를 알 수 있다. 지난 1년간 Straumann의 주가는 약 49% 급등했다. 주력시장인 유럽과 미국의 경기가 호전되면서 임플란트의 수요가 살아났기 때문이다. 특히, 최근 글로벌 경기의 회복국면에서 주택 등 자산가격의 상승으로 고소득자들의 상황이 상대적으로 더욱 호전된 것이 치과용 임플란트 수요 확대에 기여한 것으로 보인다. 이 밖에 중국, 인도, 러시아 등 이머징 국가들의 임플란트 저변 확대도 빠른 속도로 이루어지고 있어 임플란트 업체들의 재평가 상황은 지속될 것으로 판단된다.

수익성 확대에 조금만 더 신경 쓰면 금상첨화 될 것, 목표주가 82,000원 유지

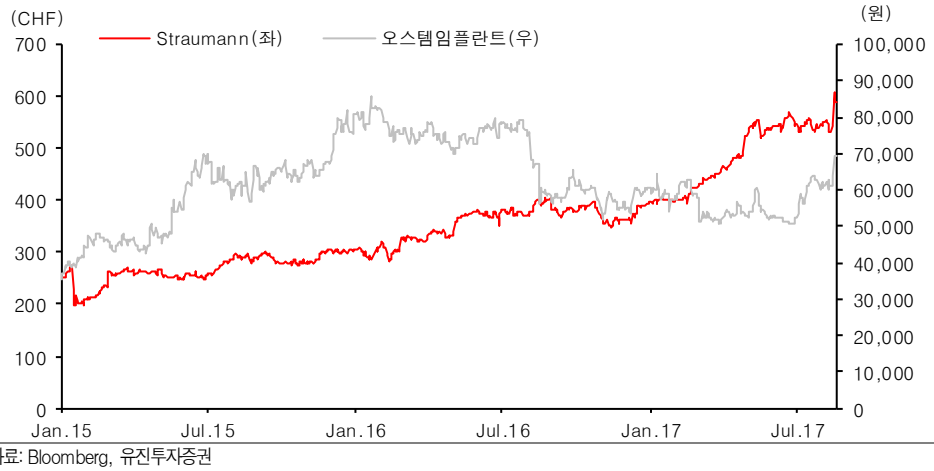
- 오스템임플란트는 창사이래 한번도 공격적인 성장목표를 거둔 적이 없다. 현재 해외에 24개법인을 보유하고 있고, 2015년말 대비 올 상반기말 직원수는 41% 급증했다. 판관비 비중이 매출액의 약 50%에 육박하는 사업구조이기 때문에 해외진출 확대와 인원 수 보강은 이익률의 저하로 나타난다. 글로벌 치과용 임플란트 산업은 M&A가 활발하고 가치 평가 시 글로벌 점유율이 가장 큰 요소임을 감안하면 중장기적으로 동사의 전략이 유효하다. 하지만, 최근의 성장전략은 감속이 필요해 보인다. 판관비 증가 속도를 조금만 낮추어도 투자자들이 원하는 마진율 상승이 가능하기 때문이다. 더군다나, 국내의 임플란트 보험부담률 확대로 캐쉬카우인 국내 시장에서 추가적인 이익창출이 예상되는 시점이다. 동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 82,000원을 유지한다. 목표주가는 2018년 예상 EPS 기준 PER 29.5배 수준이다. 글로벌 1위인 Straumann의 2018년 실적기준 PER은 35배이다.

도표 1 오스템임플란트 해외 법인 매출 증가율



자료: 오스템임플란트, 유진투자증권

도표 2 Straumann 및 오스템임플란트의 주가 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 3 오스템임플란트 실적추정

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	77.8	76.4	87.5	102.9	93.5	101.0	96.5	104.6	344.6	395.5	435.2
%YoY	27.8	9.3	23.4	26.6	20.2	32.2	10.2	1.7	21.8	14.8	10.9
국내 임플란트 및 제품	**27.5**	**27.5**	**29.3**	**38.3**	**29.3**	**31.8**	**33.0**	**38.0**	**122.7**	**132.2**	**149.6**
해외 임플란트	38.3	34.6	41.0	52.0	45.8	51.9	49.0	50.6	166.0	197.3	225.5
상품 및 기타	12.0	14.3	17.2	12.5	18.4	17.2	14.5	16.0	56.0	66.1	60.1
매출원가	31.6	32.5	33.4	43.7	37.1	42.4	38.7	40.8	141.1	159.0	175.1
매출원가율	40.6%	42.5%	38.1%	42.5%	39.7%	41.0%	40.1%	39.0%	41.0%	40.5%	40.2%
판관비	35.3	38.7	42.4	52.9	48.5	49.0	46.4	50.7	169.2	194.6	207.0
영업이익	10.9	5.3	11.8	6.2	7.9	9.6	11.4	13.1	34.2	42.0	53.0
%YoY	34.3	-27.5	42.3	-52.9	-27.8	82.6	-3.9	110.4	-7.3	22.6	26.3
영업이익률	14.0%	6.9%	13.5%	6.1%	8.4%	9.6%	11.8%	12.5%	9.9%	10.7%	12.2%
영업외손익	0.6	-0.3	-7.6	5.6	-8.6	2.9	2.4	0.5	-1.766	-2.8	-3.1
세전이익	11.5	4.9	4.2	11.9	-0.7	12.6	13.8	13.6	32.5	39.2	49.9
법인세	3.4	1.9	0.9	5.9	-0.4	4.7	3.0	3.0	12.2	10.3	11.0
당기순이익	8.1	3.1	3.3	5.9	(0.3)	7.9	10.7	10.6	20.3	28.9	38.9
해외법인 매출액($mn)	31.9	31.5	37.3	47.3	41.6	47.2	44.5	46.0	148.0	179.3	205.0
%YoY	17.6	-2.8	21.4	42.8	30.6	49.9	19.3	-2.7	20.0	21.2	14.3

자료: 오스템임플란트, 유진투자증권

오스템임플란트(048260.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
자산총계	**393.3**	**475.3**	**534.6**	**578.8**	**629.1**
유동자산	276.8	277.7	287.3	295.6	312.1
현금성자산	116.7	100.8	92.0	79.9	78.9
매출채권	92.7	88.7	96.0	106.4	115.4
재고자산	61.4	79.5	90.6	100.5	108.9
비유동자산	116.4	197.6	247.2	283.1	317.1
투자자산	54.5	58.8	61.3	63.8	66.4
유형자산	57.0	123.0	165.3	193.6	220.1
기타	4.9	15.8	20.6	25.8	30.5
부채총계	**281.2**	**363.5**	**393.1**	**397.6**	**401.8**
유동부채	244.1	324.9	337.6	341.7	345.5
매입채무	15.7	15.3	18.4	20.4	22.2
유동성이자부채	53.4	103.2	110.8	110.8	110.8
기타	175.1	206.4	208.4	210.5	212.6
비유동부채	37.0	38.7	55.4	55.8	56.3
비유동이자부채	28.3	29.3	45.3	45.3	45.3
기타	8.8	9.3	10.2	10.6	11.0
자본총계	**112.1**	**111.7**	**141.5**	**181.2**	**227.3**
지배지분	108.8	104.4	134.0	173.7	219.8
자본금	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1
자본잉여금	56.2	56.2	56.2	56.2	56.2
이익잉여금	53.4	74.6	104.4	144.1	190.2
기타	(8.0)	(33.5)	(33.7)	(33.7)	(33.7)
비지배지분	3.3	7.4	7.5	7.5	7.5
자본총계	**112.1**	**111.7**	**141.5**	**181.2**	**227.3**
총차입금	81.7	132.5	156.0	156.0	156.0
순차입금	(35.0)	31.8	64.0	76.1	77.2

손익계산서

(단위:십억원)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	**277.7**	**344.6**	**395.5**	**435.2**	**474.2**
증가율(%)	16.4	24.1	14.8	10.0	9.0
매출원가	116.0	141.1	159.0	175.1	189.1
매출총이익	161.7	203.4	236.6	260.1	285.1
판매 및 일반관리비	128.4	169.2	194.6	207.0	224.3
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	**33.3**	**34.2**	**42.0**	**53.0**	**60.8**
증가율(%)	15.7	2.8	22.6	26.3	14.6
EBITDA	38.3	41.1	53.5	66.6	76.4
증가율(%)	14.3	7.2	30.1	24.5	14.8
영업외손익	(6.5)	(1.8)	(2.8)	(3.1)	(2.9)
이자수익	0.8	0.9	0.9	1.1	1.3
이자비용	3.9	4.0	3.8	3.9	3.9
지분법손익	0.3	0.5	0.2	0.2	0.2
기타영업손익	(3.8)	0.8	(0.1)	(0.6)	(0.4)
세전순이익	26.8	32.5	39.2	49.9	57.9
증가율(%)	37.5	21.3	20.7	27.4	16.0
법인세비용	10.5	12.2	10.3	11.0	12.7
당기순이익	**16.3**	**20.3**	**28.9**	**38.9**	**45.2**
증가율 (%)	19.7	24.5	42.2	34.7	16.0
지배주주지분	17.9	23.5	29.8	39.7	46.1
증가율(%)	14.9	30.9	26.9	33.2	16.0
비지배지분	(1.6)	(3.2)	(0.9)	(0.8)	(0.9)
EPS	**1,259**	**1,645**	**2,087**	**2,780**	**3,226**
증가율 (%)	14.5	30.7	26.9	33.2	16.0
수정EPS	1,259	1,645	2,087	2,780	3,226
증가율 (%)	14.5	30.7	26.9	33.2	16.0

현금흐름표

(단위:십억원)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	**36.9**	**40.1**	**30.2**	**37.1**	**48.3**
당기순이익	26.8	32.5	28.5	38.9	45.2
자산상각비	5.0	6.8	11.5	13.5	15.6
기타비현금성손익	(4.0)	(2.8)	10.7	1.0	1.1
운전자본증감	14.7	6.0	(19.5)	(16.3)	(13.6)
매출채권감소(증가)	0.5	(1.3)	(15.1)	(10.5)	(8.9)
재고자산감소(증가)	(1.9)	(14.7)	(11.1)	(9.9)	(8.4)
매입채무증가(감소)	(4.1)	(1.3)	4.5	2.0	1.7
기타	20.1	23.3	2.2	2.0	2.0
투자활동현금흐름	**(8.5)**	**(73.8)**	**(62.8)**	**(50.3)**	**(50.4)**
단기투자자산감소	(1.3)	4.3	0.0	(1.0)	(1.1)
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)
설비투자	(5.9)	(67.6)	(53.8)	(40.0)	(40.0)
유형자산처분	3.8	1.2	0.5	0.0	0.0
무형자산처분	(2.1)	(1.5)	(7.0)	(7.0)	(7.0)
재무활동현금흐름	**(11.7)**	**21.9**	**25.0**	**0.0**	**0.0**
차입금증가	(17.1)	47.4	25.0	0.0	0.0
자본증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	**16.9**	**(11.6)**	**(8.5)**	**(13.1)**	**(2.1)**
기초현금	70.3	87.2	75.6	67.1	54.0
기말현금	87.2	75.6	67.1	54.0	51.9
Gross cash flow	32.0	52.3	50.7	53.5	62.0
Gross investment	(7.4)	72.1	82.4	65.6	63.0
Free cash flow	**39.4**	**(19.8)**	**(31.7)**	**(12.1)**	**(1.0)**

주요투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	1,259	1,645	2,087	2,780	3,226
BPS	7,615	7,305	9,377	12,158	15,383
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	64.3	36.9	33.3	25.0	21.5
PBR	10.6	8.3	7.4	5.7	4.5
EV/ EBITDA	29.3	21.9	19.8	16.1	14.0
배당수익율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	36.1	16.6	19.6	18.6	16.0
수익성 (%)					
영업이익율	12.0	9.9	10.6	12.2	12.8
EBITDA이익율	13.8	11.9	13.5	15.3	16.1
순이익율	5.9	5.9	7.3	8.9	9.5
ROE	17.2	22.1	25.0	25.8	23.4
ROIC	23.2	20.1	18.2	18.3	17.2
안정성(%,배)					
순차입금/자기자본	(31.2)	28.4	45.2	42.0	33.9
유동비율	113.4	85.5	85.1	86.5	90.3
이자보상배율	8.6	8.5	11.1	13.8	15.8
활동성 (회)					
총자산회전율	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
매출채권회전율	3.0	3.8	4.3	4.3	4.3
재고자산회전율	4.6	4.9	4.6	4.6	4.5
매입채무회전율	15.6	22.3	23.4	22.4	22.3

자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

		당사 투자의견 비율(%)
• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	2%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +20%이상 ~ +50%미만	87%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 0%이상 ~ +20%미만	10%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 0%미만	1%

(2017.06.30 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)
2014-10-01	BUY	41,000
2014-12-02	BUY	41,000
2014-12-09	BUY	41,000
2015-01-07	BUY	52,000
2015-01-23	BUY	52,000
2015-02-17	BUY	61,000
2015-03-02	BUY	61,000
2015-05-07	BUY	61,000
2015-05-11	BUY	61,000
2015-08-21	BUY	90,000
2015-09-23	BUY	90,000
2015-11-24	BUY	90,000
2015-12-03	BUY	90,000
2016-01-04	BUY	90,000
2016-02-12	BUY	90,000
2016-05-09	BUY	90,000
2016-11-08	BUY	82,000
2016-11-24	BUY	82,000
2016-12-05	BUY	82,000
2017-08-21	BUY	82,000

오스템임플란트(048260.KQ) 주가 및 목표주가 추이

