

두번의 어닝 서프라이즈는 우연이 아니다

매수
(유지)

목표가: 62,000원
상승여력: 52.7%

김충현, CFA choonghyun.kim@miraeeasset.com

3Q20 Review

매출액 시장 기대치 부합, 영업이익 시장 기대치 크게 상회하는 실적 달성

- 매출액 12% YoY, 영업이익 118% YoY(OPM 14.4%)
- 중국 28.4% YoY, 북미 5.3% YoY 등 수출회복에 의한 영업레버리지효과 발생
- 세무 추정금 환급으로 인해 순이익 크게 증가

밸류에이션 및 투자전략

목표주가 62,000원 및 투자의견 매수 유지

- 비용통제가 적절하게 이루어지는 상황에서 해외수출 회복이 실적개선에 큰 역할
- 4Q20은 시장회복에 따른 마케팅비용 집행 등 비용 증가 가능성 고려하여 보수적으로 추정하였으나, 전반적인 실적 개선 분위기는 긍정적.
- 부채비율 1Q20 931.9% → 3Q20 552.4%(예상치)로 낮아진 것으로 추정
- 전환사채 발행이 계상되는 4Q20에도 개선되고 있는 영업현금흐름을 고려할 때 부채비율의 지속적인 하락은 충분히 가능함(회사 목표 500% 이하)
- 최근 발행한 전환사채의 용도는 현재 동사의 영업현금흐름 상태를 고려할 때 운전자본으로 활용되기 보다는 디지털 덴티스트리를 강화하는데 사용할 것으로 추정됨.
- 현재 주가는 12개월 FWD P/E 기준 10.5배로 Peer(24.9배) 대비 상당히 저평가 상태
- 여전히 코로나 팬데믹의 불확실성은 남아 있으나, 글로벌 치과 기업들과 비교해봐도 지나치게 저평가되고 있음. 현재 밸류에이션은 한국 1위 의료기기업체에 어울리지 않음

Key data



현재주가(20/10/29,원)	40,600	시가총액(십억원)	580
영업이익(20F,십억원)	69	발행주식수(백만주)	14
Consensus 영업이익(20F,십억원)	63	유동주식비율(%)	74.5
EPS 성장률(20F,x)	-	외국인 보유비중(%)	30.8
P/E(20F,x)	7.2	베타(12M) 일간수익률	0.82
MKT P/E(20F,x)	16.0	52주 최저가(원)	22,800
KOSDAQ	813.93	52주 최고가(원)	45,700

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.5	23.4	6.4
상대주가	8.9	-2.2	-13.9

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액 (십억원)	398	460	565	610	703	815
영업이익 (십억원)	22	31	43	69	75	94
영업이익률 (%)	5.5	6.7	7.6	11.3	10.7	11.5
순이익 (십억원)	10	13	-16	80	50	64
EPS (원)	708	888	-1,138	5,611	3,531	4,451
ROE (%)	9.3	11.5	-17.2	67.1	27.4	26.4
P/E (배)	83.5	60.2	-	7.2	11.5	9.1
P/B (배)	6.1	5.5	5.0	2.9	2.3	1.9
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 1. 3Q20 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	3Q19	2Q20	3Q20			성장률	
			확정실적	미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	147.8	141.2	165.0	168.7	166.2	11.6	16.9
영업이익	10.9	23.7	23.7	16.4	17.9	118.3	0.1
영업이익률 (%)	7.3	16.8	14.4	9.7	10.7	7.0	-2.4
세전이익	0.9	26.0	34.4	15.2	15.7	3,864.1	32.3
순이익	-35.2	21.3	47.4	11.7	12.4	흑전	121.9

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	20F	21F	20F	21F	20F	21F	
매출액	613.4	703.0	609.8	702.9	-0.6	0.0	3Q20 실적 반영
영업이익	61.1	74.8	68.6	75.2	12.3	0.5	
세전이익	55.5	70.7	78.3	73.6	41.2	4.1	
순이익	41.7	54.4	80.2	56.7	92.4	4.1	
EPS (KRW)	2,917.5	3,810.6	5,611.8	3,968.1	92.4	4.1	

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋대우 리서치센터

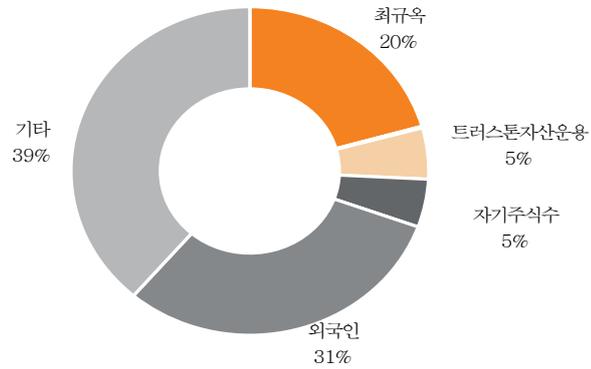
표 3. 분기별 실적 전망표

(십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20F	2019P	2020F	2021F
매출액	129.0	140.9	147.8	147.4	130.6	141.2	165.0	173.0	565.0	609.8	702.9
내수	55.1	60.3	63.1	62.9	60.8	62.6	65.8	64.0	241.4	253.2	263.4
중국	26.7	31.6	33.8	33.9	12.9	41.0	43.4	50.9	126.0	148.2	189.9
북미	23.5	22.5	22.9	22.7	23.0	15.7	24.1	25.7	91.6	88.5	103.3
기타	23.6	26.5	28.0	28.0	34.0	21.8	31.6	32.4	106.1	119.8	146.3
영업이익	12.6	7.7	10.9	11.7	4.1	23.7	23.7	17.1	42.9	68.6	75.2
내수	7.1	8.9	11.5	13.8	8.0	17.1	19.0	9.6	41.3	53.7	47.9
중국	2.8	2.3	3.4	1.0	-2.1	9.6	5.6	8.3	9.6	21.3	28.4
북미	2.1	-0.3	-0.9	0.3	-0.9	-0.8	0.6	0.3	1.2	-0.8	2.0
기타	0.6	-3.3	-3.2	-3.3	-0.9	-2.2	-1.5	-1.1	-9.1	-5.7	-3.0
세전이익	13.4	6.0	0.9	9.1	-1.5	26.0	34.4	19.5	29.3	78.3	73.6
순이익(지배)	11.1	4.5	-35.2	3.4	-3.6	21.3	47.4	15.0	-16.3	80.2	56.7
영업이익률 (%)	9.8	5.4	7.3	8.0	3.1	16.8	14.4	9.9	7.6	11.2	10.7
세전순이익률 (%)	10.4	4.3	0.6	6.2	-1.2	18.4	20.8	11.3	5.2	12.8	10.5
순이익률 (지배,%)	7.2	2.2	-25.0	1.8	-3.9	14.2	28.3	7.9	-2.9	13.1	8.1

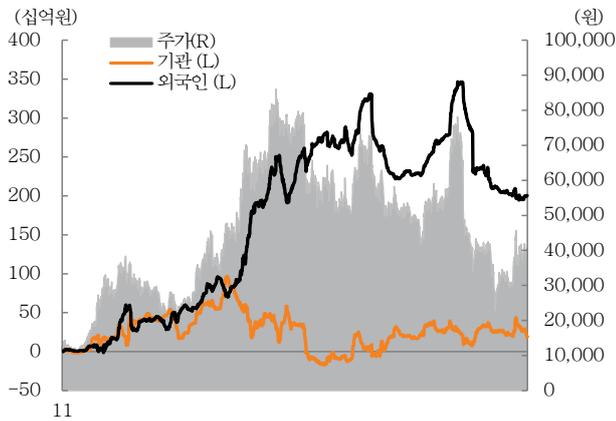
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 지분율

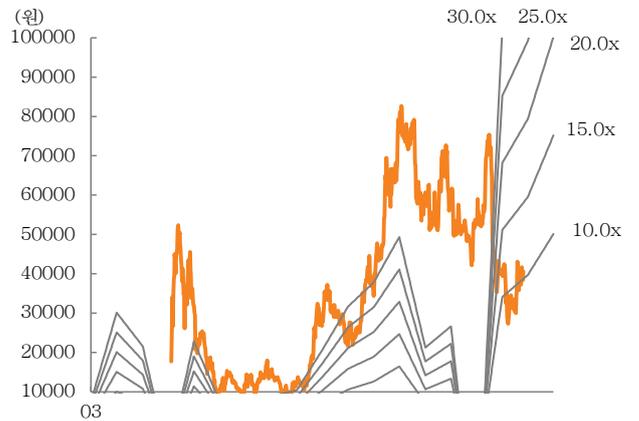


자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 기관 및 외국인 순매수량 vs. 주가 추이 그림 3. 12개월 선행 PER 밴드 차트



자료: 미래에셋대우 리서치센터



자료: 미래에셋대우 리서치센터

표4. Global peer valuation

(십억원)

회사명	시가총액	영업이익률 (%)			PER (배)			PBR (배)			ROE (%)			EV/EBITDA (배)		
		19	20F	21F	19	20F	21F	19	20F	21F	19	20F	21F	19	20F	21F
짐머 바이오멧 홀딩스	32,426.6	14.3	20.6	26.1	40.2	28.6	17.5	4.1	4.2	3.5	0.3	8.5	12.9	31.9	19.1	13.7
얼라인 테크놀로지	40,514.8	22.5	18.8	25.0	135.4	-	-	15.7	14.8	11.1	80.1	51.7	20.3	58.4	74.3	41.8
슈트라우만 홀딩	19,476.9	24.3	13.3	25.0	232.8	-	-	11.0	11.0	9.4	5.8	12.7	21.1	57.4	41.2	30.8
텐츠플레이 시로나	11,737.3	9.0	11.1	17.9	1,039.5	41.7	21.5	3.1	3.2	2.8	-1.0	3.3	8.6	29.9	23.4	14.4
헨리 셰인	10,584.3	7.2	5.6	6.8	23.3	24.9	18.1	1.0	1.0	0.9	20.3	10.4	14.7	12.1	15.6	12.3
Envista Holdings Corp	4,691.8	10.1	5.5	12.5	16.0	-	-	1.3	2.0	1.7	5.2	2.0	6.0	13.5	36.0	14.6
SmileDirectClub Inc	4,304.7	-65.3	-35.6	-5.1	-	-	-	1.3	6.0	4.3	-	-72.3	-74.4	-	-	78.9
오스탬임플란트	532.9	7.6	10.3	11.2	-	13.6	10.4	0.9	0.9	0.7	-12.8	41.4	36.2	7.6	8.1	6.8
덴타움	417.3	17.7	15.4	18.4	127.4	16.3	13.2	1.5	1.8	1.4	1.2	11.5	15.1	12.9	12.8	9.4
디오	459.5	27.3	24.0	27.6	30.5	23.4	15.1	3.5	3.7	2.9	9.6	12.8	17.0	10.9	13.5	9.9
레이	268.5	17.6	20.6	25.7	29.5	15.1	8.2	4.3	2.8	1.7	-	26.9	33.9	26.0	11.2	5.1
전체 평균		8.4	10.0	17.4	186.1	23.4	14.9	4.3	4.7	3.7	12.1	9.9	10.1	26.1	25.5	21.6

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

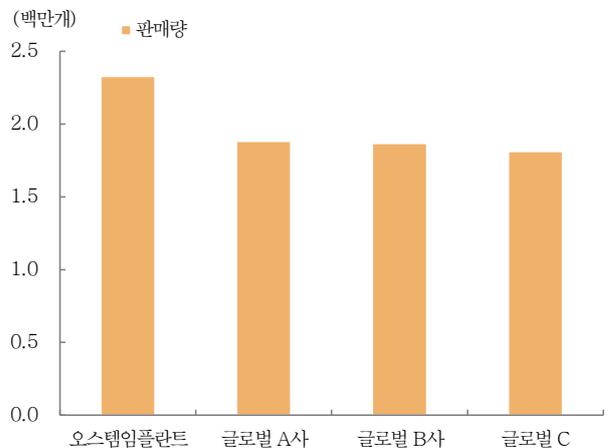
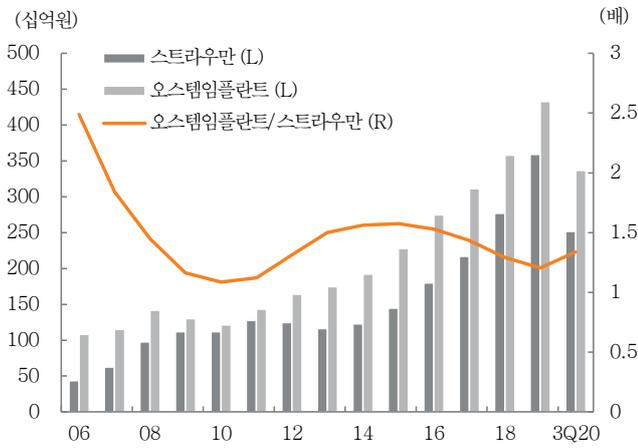
표 5. 65세 이상 노인환자에 식립된 임플란트의 장기적 안정성 연구

Brand	Failed Implants	Total Implants	성공률	실패율
Nobel Biocare(Branemark)	20	345	94.2%	5.8%
Nobel Biocare(Replace)	2	35	94.3%	5.7%
Straumann	5	352	98.6%	1.4%
Osstem Implant	2	139	98.6%	1.4%
기타	0	31	100.0%	0.0%
Total	29	902	96.8%	3.2%

주: Long-term outcomes of dental implants placed in elderly patients
 자료: Clinical Oral Implants Research, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 오스템임플란트 vs. 스트라우만 아시아지역 매출 추이

그림 5. 글로벌 Fixture 판매량 1위

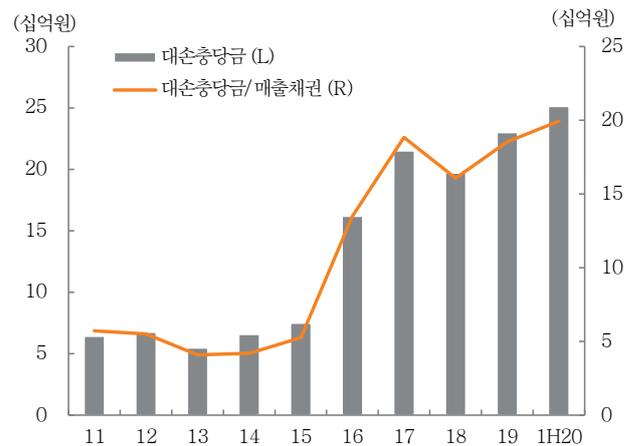
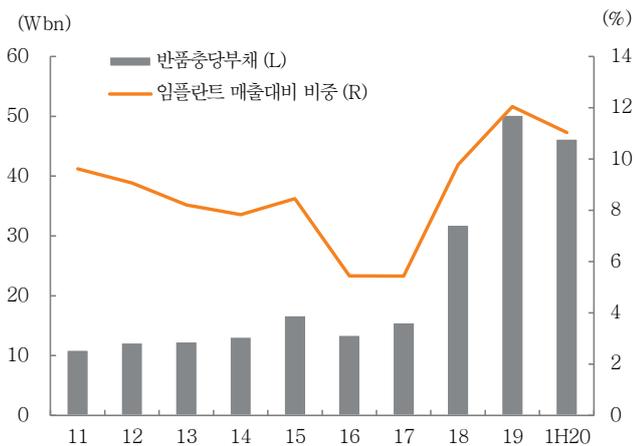


자료: 각사, 미래에셋대우 리서치센터

주: 2017년 기준
 자료: MRG, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 임플란트 매출 대비 반품충당부채 비율 추이

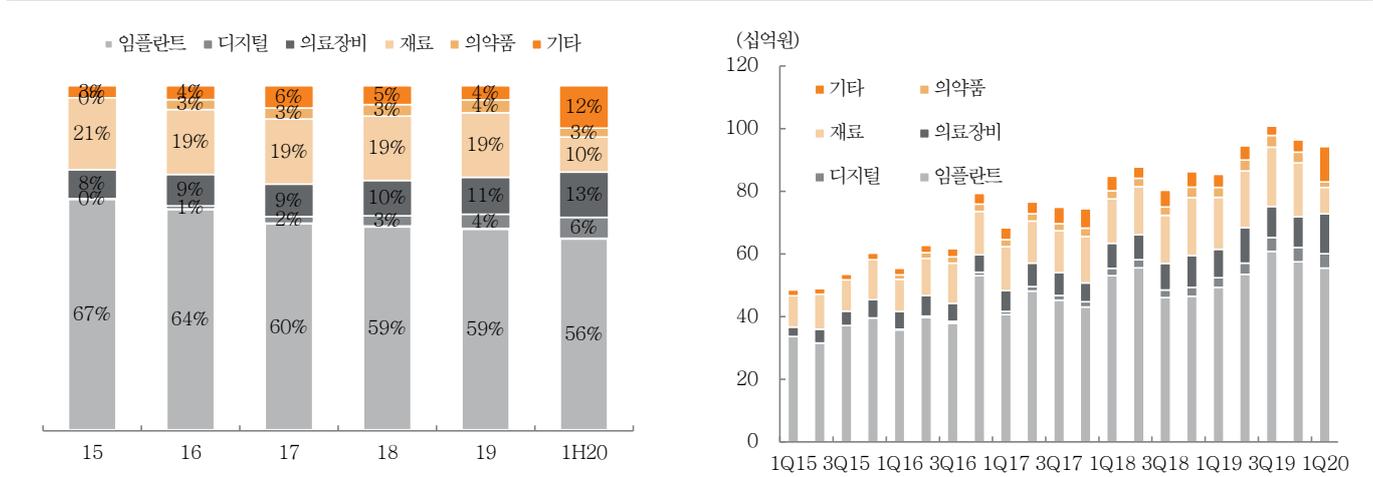
그림 7. 매출채권 대비 대손충당금 비율 추이



자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

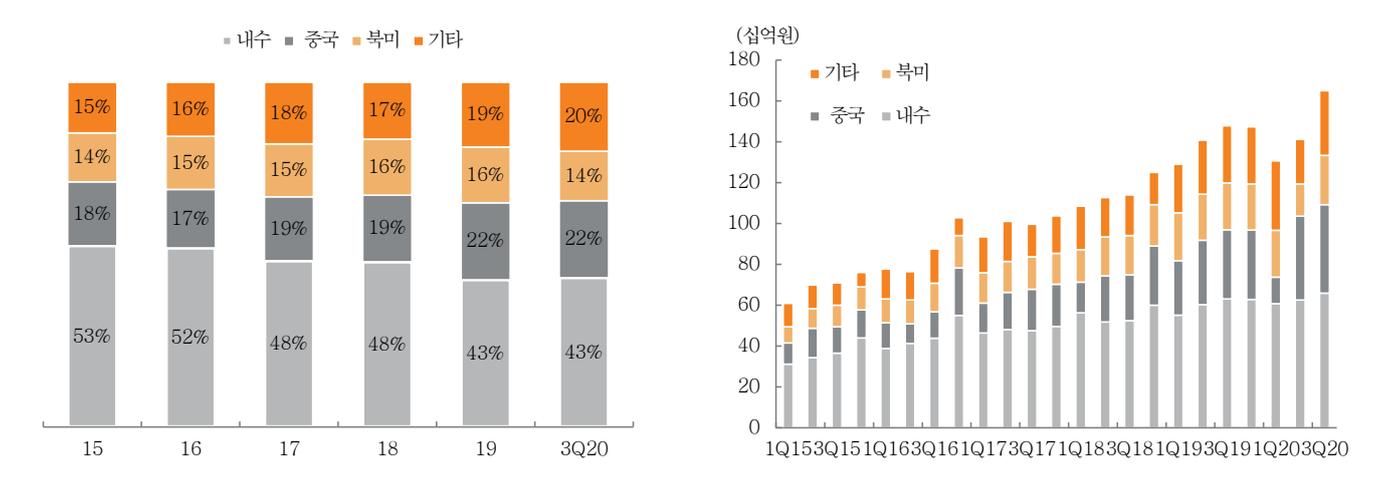
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 품목별 매출 비중 그림 9. 품목별 매출 추이



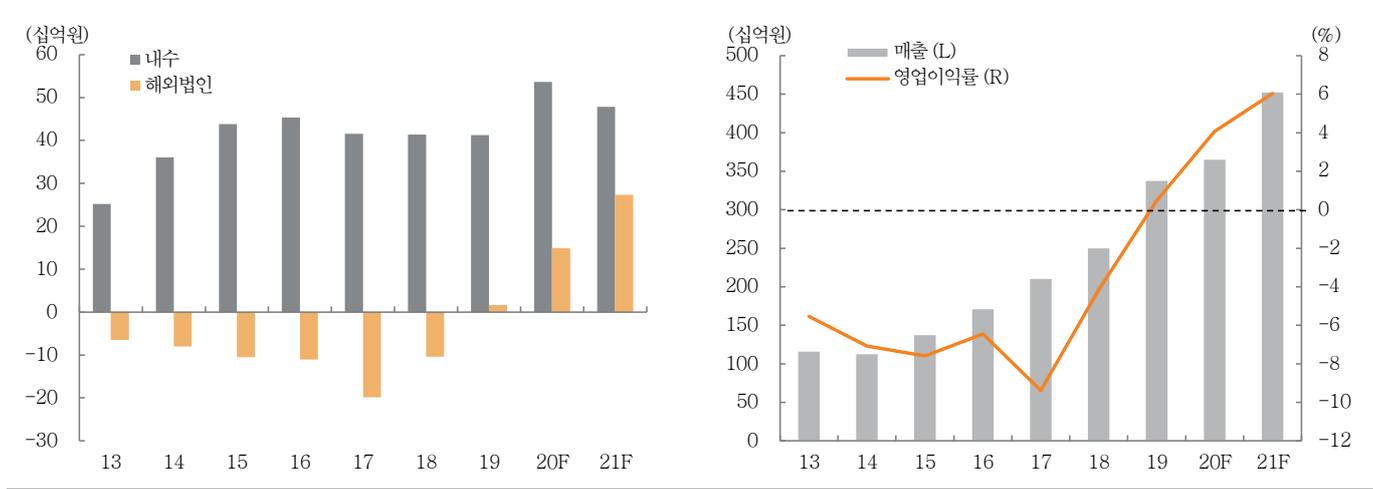
주: 별도기준
 자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 지역별 매출 비중 그림 11. 지역별 매출 추이



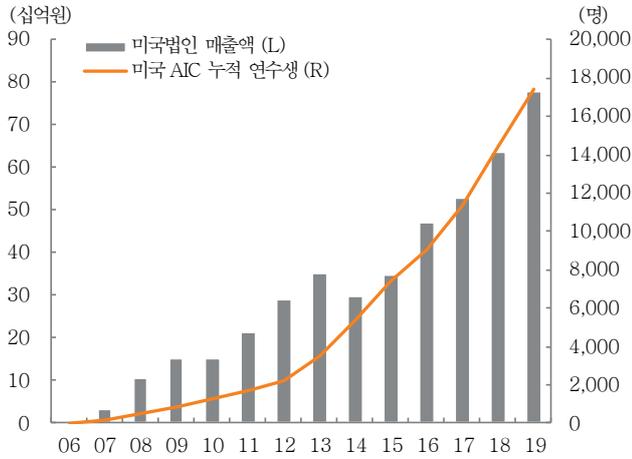
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. 국내 영업이익 vs. 해외법인 영업이익 그림 13. 해외법인 매출 vs. 영업이익률



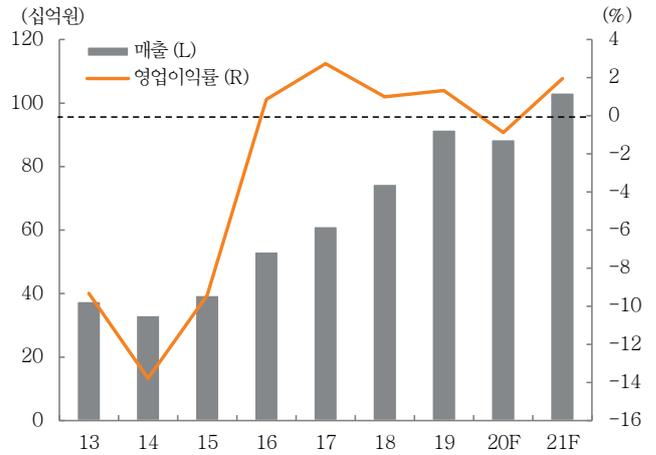
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 14. 미국 매출 vs. AIC 연수생



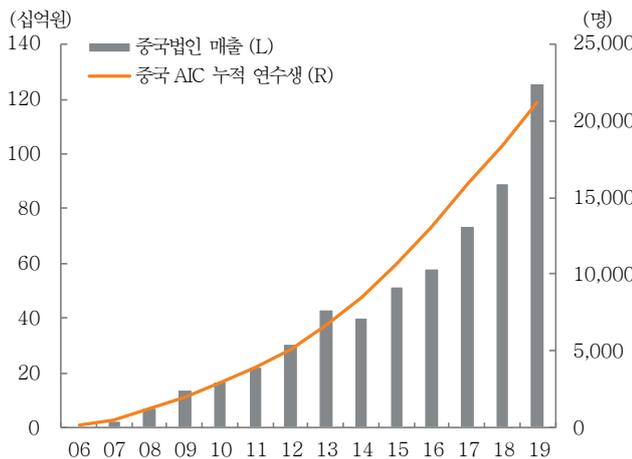
자료: 오스텝입플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. 북미 매출 vs. 영업이익률 추이



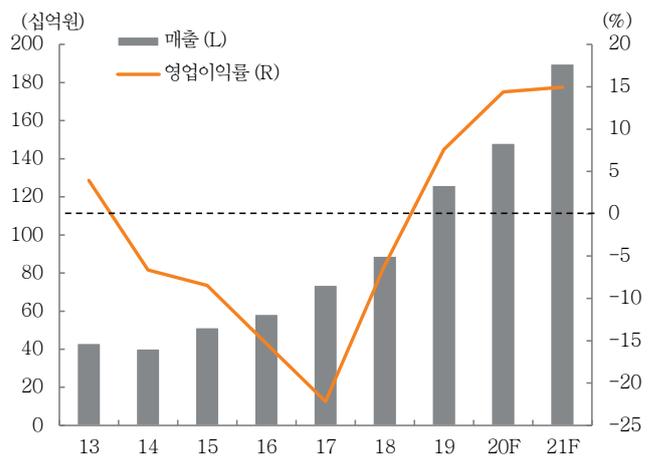
자료: 오스텝입플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 16. 중국 매출 vs. AIC 연수생



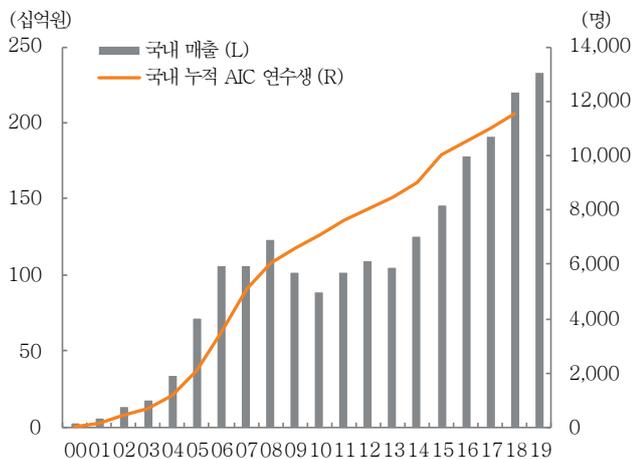
자료: 오스텝입플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 17. 중국 매출 vs. 영업이익률 추이



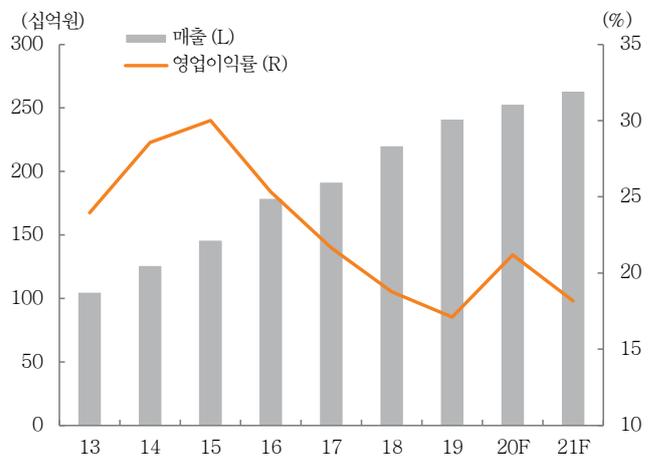
자료: 오스텝입플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 18. 국내 매출 vs. AIC 연수생



자료: 오스텝입플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 19. 국내 매출 vs. 영업이익률 추이



자료: 오스텝입플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 20. 오스템 임플란트 디자인: 주력 모델 TS타입



자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 21. 임플란트 표면 처리 기술



자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 22. 오스템 임플란트의 표면처리에 따른 분류



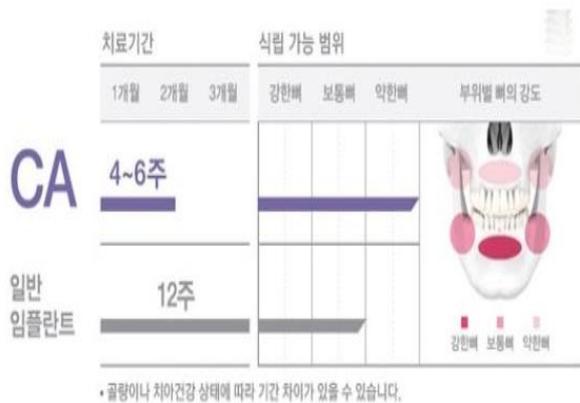
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 23. SA 방식: 표면적이 넓어지나 표면이 물과 분리되는 단점 (소수성)



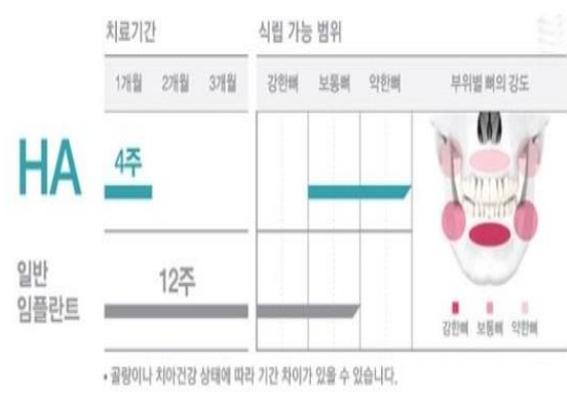
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 24. CA 방식: 칼슘이온이 부착된 SA방식의 업그레이드 버전



자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 25. HA 방식: 뼈가 약한 환자에 주로 사용됨



자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

오스텝임플란트 (048260)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	565	610	703	815
매출원가	246	256	313	371
매출총이익	319	354	390	444
판매비와관리비	276	285	315	350
조정영업이익	43	69	75	94
영업이익	43	69	75	94
비영업손익	-14	9	-1	-1
금융손익	-4	-3	-2	-2
관계기업등 투자손익	-1	0	0	0
세전계속사업손익	29	78	74	93
계속사업법인세비용	51	3	22	28
계속사업이익	-22	75	51	65
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-22	75	51	65
지배주주	-16	80	50	64
비지배주주	-6	-5	1	1
총포괄이익	-23	74	51	65
지배주주	-17	81	55	69
비지배주주	-6	-7	-3	-4
EBITDA	65	95	101	120
FCF	-35	80	56	98
EBITDA 마진율 (%)	11.5	15.6	14.4	14.7
영업이익률 (%)	7.6	11.3	10.7	11.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	-2.8	13.1	7.1	7.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	397	594	665	806
현금 및 현금성자산	123	289	345	443
매출채권 및 기타채권	93	115	120	138
재고자산	104	130	138	157
기타유동자산	77	60	62	68
비유동자산	400	425	432	435
관계기업투자등	1	1	1	1
유형자산	316	338	347	350
무형자산	9	7	6	4
자산총계	797	1,019	1,096	1,241
유동부채	532	627	652	730
매입채무 및 기타채무	39	45	48	55
단기금융부채	111	133	134	136
기타유동부채	382	449	470	539
비유동부채	183	236	236	238
장기금융부채	172	223	223	223
기타비유동부채	11	13	13	15
부채총계	715	862	889	968
지배주주지분	80	159	210	273
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	56	56	56	56
이익잉여금	66	145	195	259
비지배주주지분	2	-3	-2	0
자본총계	82	156	208	273

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로 인한 현금흐름	67	120	88	126
당기순이익	-22	75	51	65
비현금수익비용가감	71	28	49	55
유형자산감가상각비	20	24	24	24
무형자산상각비	2	2	2	1
기타	49	2	23	30
영업활동으로인한자산및부채의변동	2	36	11	35
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-7	-23	-4	-17
재고자산 감소(증가)	-14	-25	-8	-19
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	10	-7	1	3
법인세납부	-30	-28	-22	-28
투자활동으로 인한 현금흐름	-114	-15	-33	-30
유형자산처분(취득)	-102	-39	-32	-28
무형자산감소(증가)	-2	-1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	3	-2	-1	-2
기타투자활동	-13	27	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	58	62	1	2
장단기금융부채의 증가(감소)	100	72	1	2
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-42	-10	0	0
현금의 증가	11	166	56	98
기초현금	111	123	289	345
기말현금	123	289	345	443

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020F	2021F	2022F
P/E (x)	-	7.2	11.5	9.1
P/CF (x)	12.3	5.6	5.8	4.9
P/B (x)	5.0	2.9	2.3	1.9
EV/EBITDA (x)	11.8	6.6	5.6	3.9
EPS (원)	-1,138	5,611	3,531	4,451
CFPS (원)	3,443	7,246	7,048	8,367
BPS (원)	8,421	13,950	17,480	21,931
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 (%)	22.8	8.0	15.2	15.9
EBITDA증가율 (%)	58.5	46.2	6.3	18.8
조정영업이익증가율 (%)	38.7	60.5	8.7	25.3
EPS증가율 (%)	-	-	-37.1	26.1
매출채권 회전율 (회)	6.3	6.0	6.1	6.5
재고자산 회전율 (회)	5.7	5.2	5.3	5.5
매입채무 회전율 (회)	16.3	14.5	16.0	17.4
ROA (%)	-3.1	8.3	4.9	5.6
ROE (%)	-17.2	67.1	27.4	26.4
ROIC (%)	-17.0	28.2	22.8	29.8
부채비율 (%)	868.4	551.8	427.8	355.2
유동비율 (%)	74.7	94.7	101.9	110.5
순차입금/자기자본 (%)	188.7	28.8	-5.2	-39.5
조정영업이익/금융비용 (x)	8.9	15.8	17.8	22.1

자료: 오스텝임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
오스템임플란트 (048260)				
2020.08.13	매수	62,000	-	-
2020.04.16	매수	45,000	-26.29	1.56
2019.10.11	매수	60,000	-37.79	-27.83
2019.08.09	매수	77,000	-41.39	-32.47
2019.07.02	매수	94,000	-24.52	-16.81
2019.05.09	매수	84,000	-14.42	-9.40
2018.11.26	매수	74,000	-26.56	-20.14
2018.08.12	매수	64,000	-25.50	-15.63



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(←), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
73.62%	14.11%	11.04%	1.23%

* 2020년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 오스템임플란트의 자금조달 등에 관한 포괄금융자문계약 업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.