



## Outperform (Downgrade)

목표주가: 57,500원  
주가(03/08): 54,000원

시가총액: 7,714억원



헬스케어  
Analyst 이지현  
02) 3787-4776  
geehyun@kiwoom.com

## Stock Data

KOSDAQ (03/08)		
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	79,700원	51,100원
등락률	-32.25%	5.68%
수익률	절대	상대
1W	-12.9%	-12.5%
1M	-7.1%	2.4%
1Y	-25.6%	-17.2%

## Company Data

발행주식수		
일평균 거래량(3M)	14,286천주	
외국인 지분율	103천주	47.04%
배당수익률(16E)	0.00%	
BPS(16E)	10,089원	
주요 주주	최규옥 외 6인	20.8%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	2,829	3,446	3,845	4,179
보고영업이익	369	342	400	496
핵심영업이익	369	342	400	496
EBITDA	419	389	446	543
세전이익	304	321	366	465
순이익	191	201	238	302
자체주주지분이익	208	220	261	331
EPS(원)	1,454	1,542	1,824	2,317
증감률(%YoY)	32.2	6.0	18.3	27.0
PER(배)	55.7	52.5	44.4	35.0
PBR(배)	9.5	8.0	6.8	5.7
EV/EBITDA(배)	24.6	25.8	21.9	17.4
보고영업이익률(%)	13.1	9.9	10.3	11.9
핵심영업이익률(%)	13.1	9.9	10.4	11.9
ROE(%)	17.0	14.9	15.1	16.4
순부채비율(%)	-28.0	-38.0	-46.8	-55.7

## Price Trend


 실적 리뷰

## 오스템임플란트(048260)

## 외형 확대 지속, 이익은 보수적 회계처리 때문



오스템임플란트는 전일 장마감 후 실적을 발표했습니다. 4분기 외형은 예상치를 부합하며 전년동기 26.6% 증가한 1,028억을 발표했지만 영업이익은 부진한 모습이었습니다. 이는 최근 업계의 회계 기준에 따른 보수적 비용처리로 인해 판관비가 증가했기 때문으로 추정됩니다. 유럽과 북미 같은 선진국에서의 매출 성장세는 회사의 제품 경쟁력을 보여준다고 판단합니다. 대외적인 이슈가 있지만 임플란트 시장 확장이 지속되는 시점에서 올해의 외형과 이익을 지속적으로 눈여겨 봐야 한다고 판단합니다.

## &gt;&gt;&gt; 목표가 57,500원, 투자의견 'Outperform'으로 하향

목표가를 57,500원, 투자의견 'Outperform'으로 하향합니다. 목표가를 하향한 이유는 글로벌 임플란트 업체들 대비 이익율에 따른 배수 할인 조정에 의한 것이며 투자의견을 'Outperform'으로 하향하는 이유는 1) 정치적 사드 이슈에서 민감한 중국시장 리스크에서 자유로울 수 없다는 점, 2) 보수적 회계처리로 인한 비용 발생, 3) 올해부터 국내 매출에 대한 뚜렷한 실적 호조를 보수적으로 지켜봐야 한다는 점 때문이다. 다음주 덴티움 상장으로 인한 수급적 요인도 고려해야 한다. 다만 체어와 치과용 소프트웨어, 덴쳐 시스템 등 치과 관련기기 제품 라인업 지속적인 추가로 회사의 커버 영역이 넓어지고 있다는 점, 임플란트 시장에서의 매출이 업체마다 골고루 두 자리수 성장을 하면서 아직도 시장의 규모가 커지고 있다는 점은 매력적이다.

## &gt;&gt;&gt; 4분기 이익 부진은 보수적 회계처리에 의한 것

4분기 매출액은 전년동기대비 26.6% 증가하며 컨센서스를 상회했으나 이익은 52.9% 감소한 62억을 기록하며 기대치를 하회하였다. 이익이 감소한 이유는 해외 법인에 대한 대손상각비 과거분까지 발생하게 된 것과 최근 국내 엄격한 회계 기준에 따라 국내 매출에 대해서도 더욱 보수적으로 상각비를 설정하면서 판관비가 증가했기 때문으로 보인다. 향후에도 보수적인 회계 기준을 적용할 예정이지만 작년 말에는 기발생분에 대해서도 일시 인식해야 했던 부분이 있기 때문에 이익 훼손이 커던 것으로 판단한다. 최근 여러 산업 내에서 중국간 교역 문제가 대두되고 있는 가운데 동사는 작년 말 영업권 갱신에 성공했다. 지역별로 국내 매출이 전년비 25.0% 성장했고 해외 법인의 매출 성장세도 두 자리수 세를 유지할 것으로 판단된다. 중국의 경우 사드 문제와 더불어 허가권 갱신 후 사업 정상화까지 당장의 폭발적 매출은 힘들겠지만 올해는 작년보다 개선되는 모습을 기대한다.

## &gt;&gt;&gt; 올해에도 외형과 이익 확대 지속될 것

올해에도 외형과 이익 확대는 지속될 것이다. 선진 시장에서 좋은 실적을 보여주었다는 점은 동사의 경쟁력을 보여준다. 계속해서 추가되는 임플란트 제품뿐 아니라 체어와 소프트웨어 등 치과 관련 기기 라인업을 통해 패키지 침투를 할 수 있다는 점도 강점으로 작용할 것이다.

## 지역별 매출실적

사업부	4Q15	3Q16	4Q16P	(억원, %)	
				QoQ	YoY
내수	440	439	550	25.4	25.0
치과기자재	114	126	144	14.1	26.4
임플란트	259	243	340	39.9	31.3
체어	44	41	47	14.5	6.0
기타	22	28	23	-20.2	0.5
수출	162	172	232	35.2	43.3
치과기자재	14	23	18	-20.9	24.9
임플란트	136	142	201	41.9	47.5
체어	11	7	13	89.3	16.1
기타	0	0	0		
합계	602	610	782	28.2	30.0

자료: 오스템임플란트, 키움증권 리서치센터 / 주 : 실적은 별도 기준

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	2,386	2,829	3,446	3,845	4,179
매출원가	1,010	1,176	1,411	1,594	1,712
매출총이익	1,376	1,653	2,034	2,251	2,467
판매비 및 일반관리비	1,088	1,284	1,692	1,851	1,971
영업이익(보고)	288	369	342	400	496
영업이익(핵심)	288	369	342	400	496
영업외손익	-93	-65	-21	-34	-31
이자수익	5	7	8	9	10
배당금수익	1	1	2	2	2
외환이익	65	126	77	83	67
이자비용	42	39	39	39	39
외환손실	76	161	76	85	67
관계기업지분법손익	1	3	0	0	0
투자및기타자산처분손익	11	28	21	12	12
금융상품평가및기타금융이익	-16	-14	0	0	0
기타	-40	-17	-15	-17	-17
법인세차감전이익	195	304	321	366	465
법인세비용	58	112	120	128	163
유효법인세율 (%)	30.0%	37.0%	37.4%	35.0%	35.0%
당기순이익	136	191	201	238	302
지배주주지분순이익(억원)	156	208	220	261	331
EBITDA	335	419	389	446	543
현금순이익(Cash Earnings)	184	242	247	284	349
수정당기순이익	140	183	188	230	294
증감율(% YoY)					
매출액	10.2	18.6	21.8	11.6	8.7
영업이익(보고)	52.6	28.2	-7.3	16.8	24.0
영업이익(핵심)	52.6	28.2	-7.3	16.8	24.0
EBITDA	42.5	25.0	-7.4	14.9	21.6
지배주주지분 당기순이익	57.5	32.9	6.0	18.3	27.0
EPS	57.5	32.2	6.0	18.3	27.0
수정순이익	51.3	30.2	2.8	22.4	27.9

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	521	369	244	285	347
당기순이익	195	304	201	238	302
감가상각비	40	42	39	40	42
무형자산상각비	8	8	7	6	5
외환손익	-31	-41	-1	2	0
자산처분손익	1	5	-21	-12	-12
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	319	110	22	14	12
기타	-11	-59	-3	-4	-2
투자활동현금흐름	-319	-85	-146	-137	-136
투자자산의 처분	-136	-40	-45	-31	-24
유형자산의 처분	3	38	35	53	44
유형자산의 취득	-160	-59	-59	-59	-59
무형자산의 처분	-23	-21	0	0	0
기타	-2	-3	-41	-46	-53
재무활동현금흐름	74	-117	36	50	71
단기차입금의 증가	42	-338	0	0	0
장기차입금의 증가	16	167	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	17	54	36	50	71
현금및현금성자산의순증가	278	169	135	198	282
기초현금및현금성자산	425	703	872	1,007	1,205
기말현금및현금성자산	703	872	1,007	1,205	1,487
Gross Cash Flow	202	259	222	270	335
Op Free Cash Flow	385	313	223	261	322

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	2,547	2,766	3,316	3,782	4,288
현금및현금성자산	703	870	1,007	1,205	1,487
유동금융자산	288	297	362	403	438
매출채권및유동채권	960	985	1,200	1,339	1,455
재고자산	595	614	748	835	907
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,056	1,127	1,192	1,258	1,330
장기매출채권및기타비유동채권	29	32	39	43	47
투자자산	24	186	189	192	195
유형자산	702	570	590	609	627
무형자산	45	49	42	36	31
기타비유동자산	255	291	331	378	430
자산총계	3,602	3,894	4,508	5,040	5,618
유동부채	2,392	2,272	2,649	2,894	3,098
매입채무및기타유동채무	1,401	1,588	1,934	2,158	2,346
단기차입금	861	509	509	509	509
유동성장기차입금	0	25	25	25	25
기타유동부채	131	150	181	201	218
비유동부채	208	370	407	457	528
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	148	283	283	283	283
기타비유동부채	60	88	124	174	245
부채총계	2,600	2,643	3,056	3,350	3,627
자본금	71	71	71	71	71
주식발행초과금	521	541	541	541	541
이익잉여금	471	665	885	1,145	1,476
기타자본	-69	-58	-58	-58	-58
지배주주지분자본총계	994	1,218	1,438	1,699	2,030
비지배주주지분자본총계	9	33	14	-9	-38
자본총계	1,002	1,251	1,452	1,690	1,992
순차입금	17	-350	-552	-792	-1,109
총차입금	1,009	817	817	817	817

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

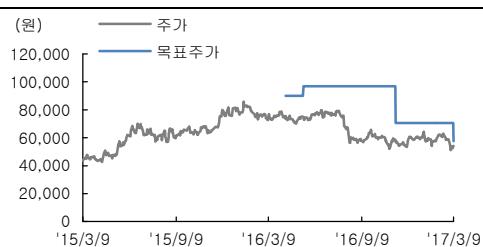
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	1,100	1,454	1,542	1,824	2,317
BPS	6,996	8,528	10,069	11,893	14,210
주당EBITDA	2,362	2,936	2,720	3,125	3,799
CFPS	1,295	1,691	1,729	1,989	2,442
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	32.4	55.7	52.5	44.4	35.0
PBR	5.1	9.5	8.0	6.8	5.7
EV/EBITDA	13.2	24.6	25.8	21.9	17.4
PCFR	27.5	47.9	46.8	40.7	33.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	12.1	13.1	9.9	10.4	11.9
영업이익률(핵심)	12.1	13.1	9.9	10.4	11.9
EBITDA margin	14.1	14.8	11.3	11.6	13.0
순이익률	5.7	6.8	5.8	6.2	7.2
자기자본이익률(ROE)	14.6	17.0	14.9	15.1	16.4
투하자본이익률(ROIC)	22.4	35.5	42.2	51.7	64.1
안정성(%)					
부채비율	259.5	211.2	210.5	198.3	182.1
순차입금비율	1.7	-28.0	-38.0	-46.8	-55.7
이자보상배율(배)	6.9	9.5	8.8	10.3	12.8
활동성(배)					
매출채권회전율	2.6	2.9	3.2	3.0	3.0
재고자산회전율	4.0	4.7	5.1	4.9	4.8
매입채무회전율	2.0	1.9	2.0	1.9	1.9

- 당사는 3월 8일 현재 '오스템임플란트' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

### 투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
오스템임플란트 (048260)	2016/05/02	BUY(Initiate)	90,000원
	2016/05/17	BUY(Maintain)	97,000원
	2016/11/15	BUY(Maintain)	70,600원
	2017/03/09	Outperform (Downgrade)	57,500원

### 목표주가 추이



### 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

### 투자등급 비율 통계 (2016/01/01~2016/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	175	95.15%
중립	7	3.85%
매도	0	0.00%