



Outperform (Downgrade)

목표주가: 62,000원

주가(02/07): 54,000원

시가총액: 7,714억원

헬스케어

Analyst 이지현

02) 3787-4776

geehyun@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (02/07)		829.96pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	74,900원	50,500원
등락률	-27.90%	6.93%
수익률	절대	상대
1W	-4.4%	-4.6%
1M	-12.9%	-32.0%
1Y	-12.9%	-36.1%

Company Data

발행주식수	14,286천주
일평균 거래량(3M)	140천주
외국인 지분율	45.43%
배당수익률(17E)	0.00%
BPS(17E)	7,880원
주요 주주	최규옥 외 5인 20.83%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017P	2018E	2019E
매출액	3,446	3,978	4,507	5,014
보고영업이익	342	221	461	605
핵심영업이익	342	221	461	605
EBITDA	411	286	551	693
세전이익	325	209	376	531
순이익	203	71	239	345
지배주주지분순이익	235	82	276	399
EPS(원)	1,645	575	1,931	2,795
증감률(%YoY)	30.9	-65.0	235.8	44.7
PER(배)	36.9	105.6	31.4	21.7
PBR(배)	8.3	7.7	6.2	4.8
EV/EBITDA(배)	19.0	28.0	13.8	10.4
보고영업이익률(%)	9.9	5.6	10.2	12.1
핵심영업이익률(%)	9.9	5.6	10.2	12.1
ROE(%)	18.2	6.2	18.2	21.6
순부채비율(%)	28.4	40.5	9.5	-17.9

Price Trend



실적 리뷰

오스템임플란트(048260)

설상가상 비용 증가에 환율조건 악화



작년 외형은 전년대비 15.4%증가한 3,978억, 영업이익은 35.4% 감소한 221억원을 기록하였습니다. 신규 인력 채용으로 인건비 증가는 계속되고 특히 4분기 해외 법인의 예상외 비용 발생에 기인했다고 추정됩니다. 글로벌 업체들의 활발한 신시장 침투와 기자재 개발과 생산으로 인한 제품 포트폴리오를 다각화하는 임플란트 시장 확대에 긍정적입니다. 확대되는 시장에서 글로벌 점유율이 손꼽히는 동사의 성장성은 유효하나 비용 통제를 눈 여겨 봐야 할 시점이라고 판단합니다.

>>> 목표가 62,000원, 투자의견 'Outperform' 으로 하향

목표가를 62,000원, 투자의견 'Outperform' 으로 하향한다. 목표가와 투자의견을 하향하는 이유는 1) 국내 시장의 임플란트 시장 성장율이 감소할 것으로 판단함에 따른 추정치 변경과, 2) 임플란트를 벗어나 치과용 의료기기 전반을 제품 라인업 강화함에 따른 R&D 비용 증가가 불가피할 것으로 보이기 때문이다. 목표가는 매출 성장성은 높지만 시장 지배력을 감안하여 2018년 EPS 1,931원에 글로벌 치과 의료기기 선두 업체 Straumann의 PER를 적용 할인한 32.1x를 적용하여 산출하였다.

특히 4분기의 실적이 부진했던 것은 환율에 의한 것으로 경쟁력 훼손과는 무관하다고 판단한다. 올해 하반기부터 디지털 덴티스트리 등 신성장 동력의 치과 관련기기 제품 라인업 지속적인 추가로 회사의 커버 영역이 넓어지고 있다는 점은 긍정적이다. 글로벌 선두업체도 지속적으로 시장 확대에 적극적이라는 점에서 임플란트 시장의 성장성을 긍정적으로 판단하지만 시장 내부 경쟁이 심화되는 상황이니 만큼 경쟁력 있는 업체를 선별하는 것이 중요한 시점이다.

>>> 4분기 외형 0.8% 증가했으나 이익은 감소

4분기 연결기준 매출액은 전년동기대비 0.8% 증가한 1,037억으로 예상치를 하회했으며 이익은 97.8% 감소한 1.4억원을 기록하였다. 임플란트 시장 확대가 본격화됨에 따라 대규모 인력 채용을 한다는 점은 향후 매출 증가로 이루어질 수 있기 때문에 연구개발비 증가와 함께 회사에 긍정적이라고 판단한다. 다만 4분기 해외 법인의 손실 확대에 따른 이익 감소폭이 더욱 늘어났는데 중국 법인의 재고자산 실사 결과 평가 손실이 반영된 것으로 추정된다. 인도나 중국, 캐나다 법인에서 대손상각비가 크게 증가했으나 그 외 법인들은 정상 수준을 유지했다는 점에서 단기적 현상으로 판단한다.

>>> 해외에서 성장은 지속될 것이며 하반기 신성장동력 출시

올해에도 시장 성장에 따른 외형 확대는 계속될 것이다. 이미 동사의 경우 국내 의사들 사이에서 브랜드력이 생겼기 때문에 치열한 내수 시장에서의 점유율 급감의 문제는 없다고 판단한다. 올해부터는 적극적인 비용 통제 전략을 수립한다면 외형 성장에 따른 이익 증가가 기대된다. 글로벌 업체들이 단순 임플란트 제품보다 장비를 공급하고 있다는 점에서 동사는 자체 기술을 통해 계속해서 추가되는 디지털 덴티스트리 등 라인업을 통해 패키지 침투를 할 수 있다는 점도 강점으로 작용할 것이다.

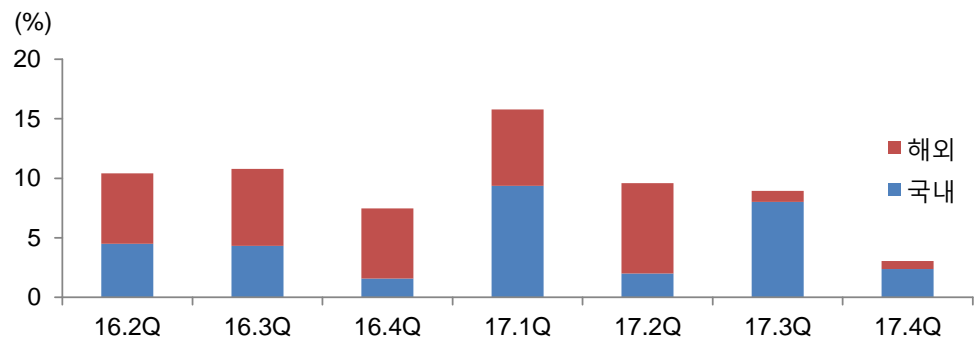
사업부별 매출실적

(억원, %)

사업부	4Q16	3Q17	4Q17	QoQ	YoY
내수	552	476	497	4.3	-10.0
치과기자재	139	133	152	14.0	9.7
임플란트	340	251	257	2.4	-24.4
체어	47	43	48	11.4	1.9
기타	26	48	39	-18.7	52.4
수출	232	258	231	-10.6	-0.6
치과기자재	18	22	22	-0.2	25.8
임플란트	201	216	190	-12.2	-5.8
체어	12	20	17	-14.6	45.4
기타	2	0	2		
합계	784	734	727	-0.9	-7.2

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

작년 인력 증가는 향후 성장 엔진 될 것



자료: 오스템임플란트, 키움증권 리서치센터

분기별 매출실적

(단위 : 억원, %)

	2016				2017P				증감률 (YoY)			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
매출액	778	764	875	1,029	935	1,010	996	1,037	20.2	32.2	13.8	0.8
영업이익	109	53	118	62	79	96	44	1	-27.8	82.6	-62.4	-97.8
세전이익	115	49	42	119	-7	126	43	48	적전	154.1	2.1	-59.8
순이익	81	31	33	59	-3	79	44	-48	적전	156.9	33.1	적전
매출액영업이익률	14.0	6.9	13.5	6.0	8.4	9.6	4.5	0.1	-	-	-	-
매출액세전이익률	14.8	6.5	4.8	11.5	-0.8	12.4	4.3	4.6	-	-	-	-

*K-IFRS 연결 기준

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
매출액	2,777	3,446	3,978	4,507	5,014
매출원가	1,160	1,411	1,658	1,753	1,975
매출총이익	1,617	2,034	2,320	2,754	3,039
판매비및일반관리비	1,284	1,692	2,099	2,293	2,433
영업이익(보고)	333	342	221	461	605
영업이익(핵심)	333	342	221	461	605
영업외손익	-65	-18	-12	-85	-74
이자수익	7	9	5	6	6
배당금수익	1	0	0	0	1
외환이익	126	111	58	51	48
이자비용	39	40	48	40	40
외환손실	161	97	149	97	85
관계기업지분손익	3	5	-18	1	1
투자및기타자산처분손익	28	2	152	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-14	-5	-7	-2	0
기타	-17	-4	-6	-5	-5
법인세차감전이익	268	325	209	376	531
법인세비용	105	122	138	137	186
유효법인세율 (%)	39.0%	37.4%	66.0%	36.5%	35.0%
당기순이익	163	203	71	239	345
지배주주지분순이익(억원)	179	235	82	276	399
EBITDA	383	411	286	551	693
현금순이익(Cash Earnings)	213	272	136	329	433
수정당기순이익	155	205	22	240	345
증감률(% YoY)					
매출액	16.4	24.1	15.4	13.3	11.2
영업이익(보고)	15.7	2.8	-35.4	108.5	31.3
영업이익(핵심)	15.7	2.8	-35.4	108.5	31.3
EBITDA	14.3	7.2	-30.5	93.1	25.7
지배주주지분 당기순이익	14.9	30.9	-65.0	235.8	44.7
EPS	14.2	30.9	-65.0	235.8	44.7
수정순이익	10.3	32.3	-89.4	1,001.9	44.0

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
영업활동현금흐름	369	401	373	394	506
당기순이익	268	325	71	239	345
감가상각비	42	57	54	81	80
무형자산상각비	8	12	10	9	8
외환손익	-41	-25	91	46	37
자산처분손익	5	8	-152	0	0
지분법손익	-3	-5	18	-1	-1
영업활동자산부채 증감	147	60	372	69	69
기타	-56	-31	-91	-49	-33
투자활동현금흐름	-85	-738	-566	-86	-85
투자자산의 처분	-40	-15	-22	-41	-40
유형자산의 처분	38	12	0	0	0
유형자산의 취득	-59	-676	-676	-45	-45
무형자산의 처분	-21	-15	0	0	0
기타	-3	-44	132	0	0
재무활동현금흐름	-117	219	-11	-2	0
단기차입금의 증가	-313	207	0	1	0
장기차입금의 증가	142	267	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	54	-255	-11	-3	0
현금및현금성자산의순증가	169	-116	-203	306	421
기초현금및현금성자산	703	872	756	552	858
기말현금및현금성자산	872	756	552	858	1,279
Gross Cash Flow	223	341	1	325	437
Op Free Cash Flow	320	-348	-164	407	506

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
유동자산	2,768	2,777	2,498	3,065	3,729
현금및현금성자산	872	756	552	861	1,277
유동금융자산	297	252	291	330	367
매출채권및유동채권	985	974	737	835	928
재고자산	614	795	918	1,040	1,157
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,164	1,976	2,585	2,555	2,528
장기매출채권및기타비유동채권	32	77	89	100	112
투자자산	186	188	174	178	182
유형자산	570	1,230	1,852	1,815	1,780
무형자산	49	158	148	139	131
기타비유동자산	328	323	323	323	323
자산총계	3,933	4,753	5,083	5,620	6,257
유동부채	2,441	3,249	3,512	3,807	4,092
매입채무및기타유동채무	1,590	1,996	2,305	2,611	2,905
단기차입금	509	754	754	755	755
유동성장기차입금	25	278	278	278	278
기타유동부채	317	221	176	163	155
비유동부채	370	387	382	386	393
장기매입채무및비유동채무	3	45	52	59	65
사채및장기차입금	283	293	293	293	293
기타비유동부채	84	48	37	34	34
부채총계	2,812	3,635	3,894	4,193	4,484
자본금	71	71	71	71	71
주식발행초과금	541	541	541	541	541
이익잉여금	534	746	828	1,104	1,503
기타자본	-58	-314	-314	-314	-314
지배주주지분자본총계	1,088	1,044	1,126	1,402	1,801
비지배주주지분자본총계	33	74	63	25	-28
자본총계	1,121	1,117	1,188	1,427	1,772
순차입금	-352	317	481	135	-318
총차입금	817	1,325	1,325	1,326	1,326

투자지표

(단위: 원, %, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	1,256	1,645	575	1,931	2,795
BPS	7,615	7,305	7,880	9,811	12,606
주당EBITDA	2,683	2,877	1,999	3,860	4,852
CFPS	1,494	1,903	949	2,304	3,032
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	64.5	36.9	105.6	31.4	21.7
PBR	10.6	8.3	7.7	6.2	4.8
EV/EBITDA	26.5	19.0	28.0	13.8	10.4
PCFR	54.2	31.9	64.0	26.3	20.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	12.0	9.9	5.6	10.2	12.1
영업이익률(핵심)	12.0	9.9	5.6	10.2	12.1
EBITDA margin	13.8	11.9	7.2	12.2	13.8
순이익률	5.9	5.9	1.8	5.3	6.9
자기자본이익률(ROE)	15.4	18.2	6.2	18.2	21.6
투자자본이익률(ROIC)	35.7	34.8	7.4	27.2	40.9
안정성(%)					
부채비율	250.9	325.4	327.7	293.9	253.0
순차입금비율	-31.4	28.4	40.5	9.5	-17.9
이자보상배율(배)	8.6	8.5	4.6	11.6	15.2
활동성(배)					
매출채권회전율	2.9	3.5	4.7	5.7	5.7
재고자산회전율	4.6	4.9	4.6	4.6	4.6
매입채무회전율	1.9	1.9	1.8	1.8	1.8

Compliance Notice

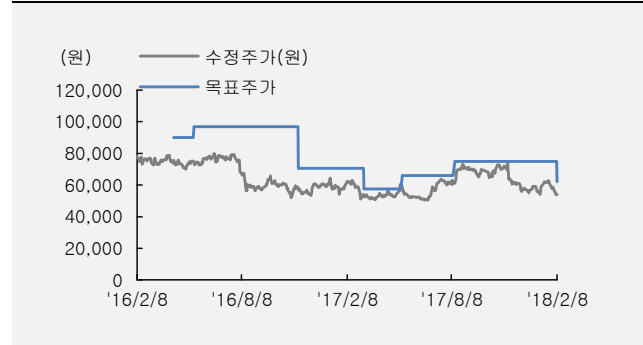
- 당사는 2월 7일 현재 '오스템임플란트' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표 주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
오스템 임플란트 (048260)	2016/05/02	BUY(Initiate)	90,000원	6개월	-18.76	-16.44
	2016/05/17	BUY(Maintain)	97,000원	6개월	-30.83	-17.84
	2016/11/15	BUY(Maintain)	70,600원	6개월	-17.42	-8.92
	2017/03/09	Outperform (Downgrade)	57,500원	6개월	-6.49	5.57
	2017/05/16	Outperform (Maintain)	66,000원	6개월	-14.66	-3.48
	2017/08/16	BUY(Upgrade)	75,000원	6개월	-13.96	-0.13
	2018/02/08	Outperform (Downgrade)	62,000원	6개월		

* 주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표 주가 추이(2개년)



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(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	적용 기준(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 (2017/01/01~2017/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	95.21%
중립	7	4.19%
매도	1	0.61%