



(주) 디에스아이

(KOSDAQ 039840)

---

현금젓소 임플란트의 날개를 달다

SMIC Research Team 1

김주영 장재원 심민규 김근영 김한슬

투자의견: **매수**

(목표가: 6200원/ 현주가: 4300원 11월 9일 증가)

## #0. 들어가며

10년 전만 해도 대부분의 사람들의 머리 속엔 틀니를 끼고 우물거리는 노인의 이미지가 있었다. 그러나 임플란트가 본격적으로 시술된 지 10년여가 지난 오늘날 노인과 틀니의 이미지는 서서히 부식되고 임플란트 수술의 이미지가 끼어들기 시작한다. 점차 많은 사람들이 자신의 임플란트 시술 경험을 가족과 친구들에게 이야기 할 것이고 그 효능에 대한 믿음으로 치과를 찾는 사람들은 더욱 늘어날 것이다. 그리고 임플란트의 수요가 증가할수록 보다 나은 질(quality)의 무결점에 가까운 안전한 시술을 하는 곳으로 관심이 몰릴 것은 자명하다.

임플란트의 성공은 유능한 치과의사와 좋은 재료에 의해 결정된다. 그럼 좋은 재료는 누가 공급하느냐? 여기서 오늘 우리가 주목하는 DSI라는 기업이 명함을 내밀게 된다. DSI는 국산 임플란트 제조업체로서 국내 시장에서의 위치는 2위이지만 1위 못지 않은 자부심과 비전을 가지고 있다. 단적으로 본격적으로 영업을 시작한지 채 2년도 되지 않았음에도 임플란트 사업부문의 매출 규모를 반기 기준 39억 원까지 늘렸다. 이는 2006년 반기 총 매출의 24%에 해당하는 금액이다. 설립 시부터 포장기 및 주차설비 사업을 해오던 제조업의 강자 DSI가 의료기기 시장에서 얼마나 잘 할 수 있는지 분석해본다.

## #1. 든든한 버팀목: 기존 사업

DSI가 의료기기라는 신규 사업에 뛰어 들 수 있었던 배경에는 안정적인 기존사업의 역할이 중요했다. 의료기기 사업에 진출하려면 제조, 연구 분야의 고급인력이 필요하고 소비자의 신뢰를 얻기 위한 품질 수준까지 끌어 올리기 위한 초반 투자금액이 필요하다. DSI의 경우 2005년 10월 임플란트 사업을 영위하고 있던 (주) 디오를 영업양수하면서 이 부문에 대해 자금, 영업망 측면에서 전적인 지원을 시행했고 이는 기존의 포장기 사업과 주차설비 사업의 시장지배력에서 나온 것이다.

### 누워서 떡 먹기, 포장기 사업 (Strapping Machine)

상품을 포장한 것이나 박스 등이 있으면 마지막에 끈으로 묶는 과정을 대신해 주는 기계가 포장결속기이다. 88년 동서기계로 법인을 설립할 때부터 DSI가 가지고 있던 사업으로 현재 국내시장규모는 연간 4,500대, 세계 시장규모는 연간 100,000대 규모이다. DSI의 국내 시장 점유율은 95%이고 내수 대 수출 비중은 60 대 40 정도이다. 즉 국내 시장에서는 축적된 기술력과 가격경쟁력을 바탕으로 시장을 독점하고 있는 상태이며 경기에 따라 매출액 변동이 심하지 않고 원가율도 일정하여 DSI의 Cash Cow 역할을 하고 있다. 해외 시장의 경우 2000년 중국 상해에 현지법인을 설립하여 운영 중이고 동남아시아 등 저개발국가에서 포장인력을 대체하는 수단으로 앞으로도 꾸준히 수요가 있을 것으로 보인다.



〈표1〉 포장기 부문 수익추이

|       | 2002      | 2003      | 2004      | 2005      |
|-------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 매출액   | 8,622,133 | 7,981,126 | 7,276,182 | 6,187,948 |
| 매출총이익 | 1,872,425 | 2,032,326 | 1,418,141 | 1,386,229 |
| 매출원가율 | 78%       | 75%       | 81%       | 78%       |

(자료 : DSI 감사보고서, 단위: 천원)

주차설비 사업 (Self Car Parking System)

주차설비 사업부문에는 1992년 리라이언스와의 기술제휴로 사업 진출하였다. 2005년까지 DSI의 매출액 50% 이상이 주차설비 부분에서 발생하고 있었으며 임플란트 사업에 진출하기 전까지 회사의 주력사업 역할을 하였다. 수주금액이 큰 것은 80억, 작은 것은 3억 정도이며 경남지방 기반 기업이점을 활용하여 부산지방을 중심으로 관공서 등의 수주가 활발히 이루어졌다.

주차설비 시장은 대기업이 진출하기에는 규모가 작고 소기업이 진출하기에는 기술력, 인력, 자본력에 한계가 있는 경우가 많아 DSI가 틈새시장을 잘 파고들었다고 생각된다. 현재 국내시장규모는 약 500억 원으로 추산되고 DSI의 국내시장점유율은 35%으로 국내 1위이다. 수요자가 수주여부를 결정할 때 기술력과 신뢰도에 대한 주요 척도로서 지난 수주실적을 참고하기 때문에 시장선도자로서의 효과를 앞으로도 충분히 누릴 것으로 예상된다. 또한 정부의 신도시 개발정책과 맞물려 대규모 주택단지가 건설되면 주변에 들어서는 쇼핑몰, 백화점, 관공서 등을 중심으로 신규수요가 창출될 것이다.

〈표2〉 주차설비 수주추이

|       | 2004  | 2005                                       | 2006 반기                          |
|-------|---|--|----------------------------------|
| 수주 건수 | 11건   | 5  | 3                                |
| 수주 총액 | 10,191,636  | 9,641,673                                  | 1,660,000                        |
| 비고    | 영도구청, 동구청, 과천 시, 동대문, 부산대역, 시흥시, 호평(제뉴), 부산 교육청, 해운대구청, 아우디(송파, 인천) | 포스코(양산), 센텀필, 한국주차(동구), 흥국(사 상구), 서울건설안전본부 | 네오(서구청), 한국주차 (동대신2동), 미래(진해육 교) |

(자료 : DSI 감사보고서, 단위: 천원)

## #2. 커 가는 파이, 임플란트 시장

### 왜 임플란트인가?

임플란트는 턱뼈에 나사 모양에 구멍을 뚫어 티타늄 소재로 된 인공적인 치아의 뿌리를 심고 그 위에 인공치아를 고정시키는 시술법이다. 임시적으로 잇몸에 고정을 시키는 틀니와는 달리 외관상으로 거의 자연치아와 유사하다. 또한 기능적인 측면에서도, 기존의 틀니가 이물감과 불편함을 느끼게 되는 것과 달리 자연 치아와 유사할 정도의 편리함을 제공하고, 자연치아와 비슷한 정도의 씹는 힘을 가지는 것뿐만 아니라 자연치아를 가졌을 때와 마찬가지로 “씹는 맛” 을 느낄 수 있다. 틀니의 경우 단지 인공치아를 잇몸 위에 올려두는 것이기 때문에 씹는 맛을 느낄 수 없을 뿐만 아니라 씹는 힘도 훨씬 약하다. 또한 틀니를 사용할 경우 매일매일 세정액에 세척을 하는 등의 지속적인 관리가 필요한 것을 생각하면 거의 자연 치아처럼 사용할 수 있는 임플란트의 편리함이 어느 정도인지 상상할 수 있다.



### 쑥쑥 자라나고 있는 임플란트 산업

임플란트 산업은 전형적으로 성장기에 있는 산업이다. NobelBiocare社에 의하면 세계 임플란트 산업은 연 18~20%의 성장세를 보이고 있다. 이렇게 빠르고 지속적인 성장은, 앞서 살펴본 임플란트의 실용적 기능에 가장 크게 기인한다. 이로 인해 소비자들의 인지도가 꾸준히 증가하고 있다. 실제로 치아가 손상되어 인공치아를 식립해야 하는 상황이 되었을 때 선택할 수 있는 것은 임플란트, 틀니, 금관(금니) 세가지 뿐인데 가격이 비싼 것을 제외하면 임플란트가 압도적인 장점을 가지고 있기 때문에 소비자들의 임플란트에 대한 인지도와 수요는 점점 증가할 것이다. 이 외에도 전세계적으로 동시에 일어나고 있는 평균수명의 연장, 노령인구의 증가, 실버세대의 의료비 지출 증가 등의 사회경제학적 요인으로 인해 세계시장이 같이 커지고 있다. 이에 따라 현재 치과계에서도 가장 큰 화두는 단연 임플란트이고 이러한 수요를 충족하기 위해 임플란트 기술을 시행하는 치과도 대폭 확대되는 추세이다.

### #3. 수익구조의 질적 개선과 양적 성장

#### 매출이 줄어도 이익은 는다: 수익의 질 개선

임플란트 사업부문으로 진출하면서 DSI에 가장 고무적인 현상은 평균 매출원가율이 급격히 낮아졌다는 사실이다. 원가율이 80%에 달하는 기존사업부문과는 달리 임플란트 사업부문은 품질과 기술로 승부하는 고부가가치 산업이기 때문에 원재료비가 차지하는 비중이 매우 낮다. 2006년 반기의 경우 19.73%의 매출원가율을 나타냈는데 이는 단위매출 1원당 순이익에 기여하는 정도가 기존사업부에 비하여 3~4배에 달한다는 것을 말해준다. 즉, 임플란트 1개로 매출을 올리는 것이 포장기나 주차설비 3~4개 매출을 올리는 것과 마찬가지로 지인 것이다. 기업의 한정된 경제적 자원을 가장 수익성이 높은 사업에 투자할수록 주주가치가 높아지는 것을 생각해 본다면 임플란트 사업에서의 선전이 DSI 주주들에게 보내는 메시지의 힘을 알 수 있다.

〈표3〉 임플란트 사업부문의 매출원가율

|       | 2005          | 2006년 반기      |
|-------|---------------|---------------|
| 매출액   | 1,831,260,772 | 3,914,037,456 |
| 매출원가  | 549,352,426   | 772,234,317   |
| 매출원가율 | 30.00%        | 19.73         |

(자료 : DSI 감사보고서, 단위: 원)

11월 7일에 공시된 3분기 실적자료는 임플란트 사업부문의 선전으로 인한 수익구조 개선효과를 다시 한 번 확인시켜 주었다. 포장기 매출 안정 및 주차설비 수주액이 감소하여 총매출액은 전년 동기대비 4.1% 증가한 반면 당기순이익은 157.2%가 증가하였다.

〈표4〉 2006년 3분기 영업실적공시

|       | 2006년 3분기 누적 | 2005년 3분기 누적 | 전년동기대비(%) |
|-------|--------------|--------------|-----------|
| 매출액   | 23,909       | 22,395       | 4.1       |
| 영업이익  | 4,342        | 928          | 367.9     |
| 경상이익  | 4,179        | 1,523        | 174.4     |
| 당기순이익 | 3,357        | 1,305        | 157.2     |

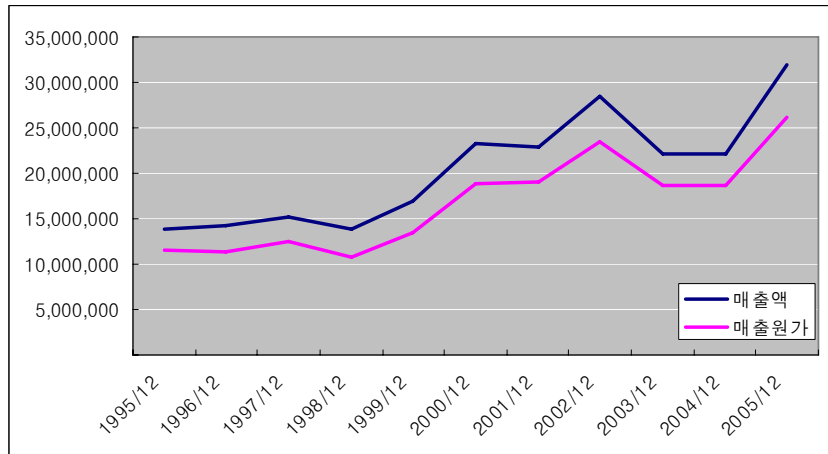
(자료 : 금융감독원 공시자료, 단위: 백만원)

#### 안정적인 매출증가 전망

최근 5개년 추세를 볼 때 기존의 포장기 및 주차설비 사업은 안정적인 시장점유로 매출

이 꾸준히 그러나 서서히 증가하고 있는데 특히 주차설비 분야는 활발한 영업활동으로 10년 사이 매출액 규모가 2배 이상 신장되었다. 이들 기존 사업부문은 임플란트의 사업부문의 성공여부와 관계없이 한동안은 독점적인 시장지위를 바탕으로 안정적인 매출액을 발생시켜 DSI 전체 사업부 포트폴리오 전략 관점에서 볼 때 신규 육성사업인 임플란트 사업의 리스크를 완충해주는 역할을 할 것이다. 또한 앞서 살핀 대로 임플란트 부문은 향후 5개년 간은 최소 연 10% 이상의 성장이 확실시 되며 DSI 매출 성장의 주력이 될 것이다.

〈그림1〉 10년간 매출액 및 매출원가



#### #4. 임플란트 사업에서 DSI의 전략과 경쟁 역량

##### DSI의 2위 선점 전략, 자금력 & 영업력

의료계에는 리베이트라는 관습이 있다. 의료기기에서 약품에 이르기 까지 의사들을 상대하는 모든 영업에는 리베이트가 있는데, 현금을 돌려준다거나 하는 것이 아니라, 구매해주는 대가로 의사들이 필요로 하는 세미나, 학회, 해외 학술연구 방문 등에 대한 지원을 해주는 것이다. DSI의 영업 활동 역시 광고나 세미나, 전시회 등을 통해 이루어지며 특히 치과 의사들과 대량 구매 계약을 맺으면서 그에 따라 여행이나, 해외 학회 참가 등의 혜택을 옵션으로 제공한다. 임플란트 제품들 사이에서 시술 시 품질의 차이가 두드러지지 않는 현 상황에서 제품 자체에 대한 홍보 보다는 독점적 구매자인 치과 의사와의 관계를 두텁게 하는 것이 중요하기 때문에 이러한 영업전략이 바뀔 여지는 없어 보인다. 특히 임플란트 시술 시 한 번 사용하기 시작한 제품은 쉽게 바꾸지 않는 편인 현 치과업계의 현실을 비추어 보면 처음 구매 의사 결정시 경쟁사 대비 대규모의 영업비용을 써서라도 고객을 회유하고 확보하는 것이 더 중요하다.

문제는 이러한 영업 능력은 자금력이 뒷받침되지 못하면 실행되기 어렵다는 것이다. 현재 임플란트 업계에서는 이렇게 리베이트를 제공할 수 있는 업체들이 많지 않은데 특히

실질적으로 오스템과 비슷한 수준으로 경쟁할 수 있는 업체는 2nd Tier 중에서도 DSI 정도이다. 포장기 사업과 주차설비 사업에서 꾸준히 들어오는 현금흐름이 빛을 발한다. 특히 DSI의 경우 대리점 체제이기 때문에, 영업인력들이 자기 사업자이고, 따라서 직영점 체제의 직원일 때보다 모티베이션이 잘 되어 효율성이 높은 점을 긍정적으로 볼 수 있다. 이 외에도 DSI의 경우 경남 양산에 본사를 두어 경상도 지방에서는 오스템과 대등할 정도의 영업력을 갖추었다는 점도 강점이다. 후발 사업자임에도 불구하고 단기간 내에 꾸준히 시장점유율을 늘릴 수 있었던 원인을 이러한 자금력을 바탕으로 한 공격적인 영업 능력에서 찾을 수 있으며 지난 11월 중순부터는 DSI에서 치과의사들을 대상으로 한 사보를 발행하여 고객을 대상으로 다양한 정보를 제공하고 홍보하기 시작하였는데, 다른 2nd Tier의 경쟁자들보다는 한 발 앞서 나가고 있다고 볼 수 있다.

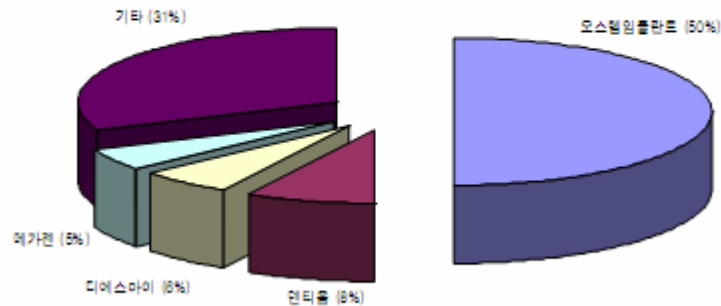
## #5. 획기적 성장 앞에 깔려있는 리스크

### 뜨거운 경쟁

불과 10년 전까지만 하더라도 일부 개원가에서만 임플란트 시술을 시행하였을 뿐 아니라 대부분의 제품을 수입에 의존하였다. 하지만 임플란트에 대한 수요가 확대되면서 임플란트 시술은 개원의들 사이에서 필수요소로 자리를 잡게 되었고 국내 임플란트 제조사들이 계속해서 경쟁에 뛰어들어 여러 개의 업체들이 경쟁을 벌이게 되었다. 이로 인해 국산 임플란트의 품질은 비약적으로 향상되었고, 외산 임플란트와 비교해서도 기능상 떨어지는 부분이 없게 되었다. 이렇게 품질이 확보된 국산 임플란트가 개업가에서 차지하는 비중은 점점 높아져 가는 추세이며 2003년 35%의 점유율을 가지던 국산 임플란트는 불과 2년만인 2005년에 60%의 점유율을 달성하였다. 또한 앞으로도 국산 임플란트의 점유율은 계속해서 높아져 갈 것으로 보인다.

이렇게 국산 임플란트의 점유율과 시장 자체의 크기는 점점 커져 가고 있지만 그 내부에서의 경쟁은 어느 때보다 치열하다. 임플란트 제조 회사만 약 20여 곳이고 실질적으로 왕성한 판매 활동을 하고 있는 회사도 10곳 정도나 된다. 임플란트 업계의 선두 기업인 오스템이 국내 최초로 임플란트 생산에 뛰어든 것이 채 10년도 되지 않았다는 것을 감안하면 신규 업체들의 진출이 얼마나 활발했는지 알 수가 있다. 현재 국내 임플란트 산업의 시장 점유율은 다음과 같다.

**그림 2. 국내 임플란트 시장점유율**



전체적인 경쟁구도는 다음과 같다. 오스템 임플란트가 무려 50%에 달하는 시장점유율을 가지고 있고 DSI, 덴티움, 메가젠 등 2nd Tier 회사들은 오스템 임플란트의 기존 시장을 빼앗아오기 위한 영업전략을 펼치고 있다. 그리고 나머지 회사들이 남은 파이를 가지고 치열하게 경쟁하고 있다. DSI가 주로 대리점 체제로 영업을 하기 때문에 매출액 기준으로 한 시장점유율은 6%이지만 매출수량을 기준으로 하면 12~15%의 점유율을 차지하고 있어 업계 2위이다. 대등한 수준의 경쟁상대라 볼 수 있는 메가젠, 덴티움은 전국 영업소 개수로 보았을 때도, 전국 16개소 + 종합병원 전담 영업사무소를 갖춘 DSI의 절반 수준 밖에 되지 않으며 DSI가 디오 임플란트를 인수하기 전까지는 더 높은 점유율을 갖고 있다가, DSI가 본격적으로 전력을 집중한 이후 2위 자리를 빼앗긴 것이라는 점으로 보아 DSI 보다 영업력이 딸린다고 봐도 무방하다. 하지만 DSI가 메가젠, 덴티움의 고객을 회유한 것은 아니고 그들이 시장 점유를 지키고 있을 때 DSI는 오스템의 시장을 빼앗으면서 적극적으로 영업력을 확대해 온 것으로 역량을 인정해야 할 것이다.

또한 임플란트 시장이 유망할 경우, 제약회사나 대기업에서 쉽게 자금력과 영업력으로 진출할 수 있지 않을까 하는 경쟁 상황 악화에 대한 우려도 있다. 업계 관계자의 말에 따르면 임플란트의 경우 이미 시장에서 경쟁 구도가 명확해졌고, 제품뿐 아니라, 기술개발 인력 및 고객 관계 구축을 위한 다양한 선점 요소가 있기 때문에, 새로 진입해 들어오는 기업도 어느 정도 판매처를 확보해야 수익을 낼 수 있어 현실적인 제약이 따르며, 기존 메이저 업체들에는 규모의 경제 효과가 실현되므로 대기업이나 제약회사가 쉽게 신규 진출해서 시장 점유를 높일 수 있는 분야는 아니라고 판단된다.

**가격 경쟁으로 인한 수익성 악화?!**

이러한 경쟁은 기술적 경쟁을 넘어서 가격경쟁으로까지 치달고 있는데 치과업계에서는



진흙탕이라고 표현할 정도의 가격경쟁이 이루어지고 있는 곳도 있다. 오스팀이 40만원 정도에, DSI같은 2nd Tier 업체들이 30만원 정도의 가격에 판매하는데, 그 하위 경쟁그룹에서는 실제로 픽스쳐(턱 뼈에 삽입하는 부분)당 5~6만원에 판매하거나 심지어 1+1방식의 마케팅까지 이루어지는 등 경쟁이 치열하다. 현재는 빠르게 성장하고 있는 임플란트 시장이 이들을 받쳐주고 있지만 마이너 회사들의 이익률은 시간이 갈수록 낮아질 것이며 시장이 성숙기에 다다르면 경쟁력을 가지지 못한 많은 업체들이 시장에서 퇴출되고 몇 개의 업체가 과점을 하는 양상이 나타나게 될 것이라 예상된다.

DSI와 2nd Tier인 메가젠, 덴티움 등은 1위 오스팀 대비 75% 수준이 30만원대로 제품을 판매하며, 여기에는 의료계의 관행인 리베이트가 포함되어 있다. 향후 시장이 성숙하고 치과 간의 경쟁이 치열해지면서 가격인하에 대한 시장의 요구가 높아질 것이고 이에 따라 오스팀조차도 가격을 인하할 가능성은 있다. 1위인 오스팀이 가격을 인하하면 2nd tier 업체로서는 따라갈 수 밖에 없다. 하지만, 2nd tier 간에 2위 자리를 놓고 가격인하 경쟁을 펼쳐 서로 자멸하는 일은 거의 가능성이 없는 것으로 판단된다. 이들은 영업역량을 신규 고객 창출 및 오스팀의 기존 고객을 빼앗아오는 데에 집중하고 있기 때문이다. 결론적으로 경쟁이 치열해짐에 따라 3rd tier 이하의 경쟁자들은 점점 도태될 것이며, DSI 등의 2nd tier 업체들은 대 오스팀 영업전략을 펼칠 것이므로 2등 그룹 내의 과도 경쟁으로 자멸할 것이라는 우려는 지나친 것이다.

이렇게 가격이 인하된다 하더라도, 현재 30% 미만의 임플란트 제품 원가율로 볼 때, 기존 사업부에 비하면 여전히 월등히 높은 수익성 개선 효과가 있다. 앞으로 전기 대비 350%에 달하는 영업이익증가율에 비했을 때보다는 이익증가율의 폭이 줄어들겠지만, 여전히 절대 이익은 지금보다 훨씬 늘어나게 된다는 점이 중요하다.

#### 마켓 리더, '오스팀 임플란트' 라는 장벽

임플란트를 시술하는 치과가 한정되어 있는 이유는 임플란트 시술에 대한 교육이 치과대학에서 이루어지지 않고 있기 때문이다. 따라서 임플란트 시술을 위해서는 따로 교육을 받아야만 하는데, 현재 국내에서 치과의사를 대상으로 한 가장 활발한 임상 교육이 이루어지고 있는 곳은 AIC로, 국내 임플란트 제조 시장점유율 1위 기업인 오스팀에 의해 설립·운영되고 있다. AIC를 거쳐간 치과의사의 수는 2000여명에 달한다. 이러한 임상 교육은 공급자인 임플란트 제조회사와 수요자인 치과의사 사이에 네트워크를 형성하며 치과의사들의 구매의사결정에 중요한 고려요소가 될 수 밖에 없다. 또한 치과의사는 자신이 임상 교육 시 시술해 본 제품에 대해 가장 높은 친밀감을 느낄 것이고 시술 성공률에 있어서도 자신감을 보일 것이기 때문에 임상 교육은 제품 매출에 있어서 빼놓을 수 없는 존재이다. 따라서 앞으로도 오스팀이 국내 시장에서 우월한 위치를 확고히 해 나갈 것이라는 것에는 이견이 없어 보인다.

그렇지만 오스팀의 성장은 임플란트 시장을 키워가는 효과가 있다. 임상 교육을 받은 의사들이 늘어날수록 임플란트의 공급이 늘고 공급이 늘어 가격이 인하되면 수요는

언제든지 존재하기 때문이다. 이에 반응하여 DSI를 비롯한 시장 추종자들은 커 가는 파이의 나머지 부분을 보다 많이 차지하기 위한 영업 규모 확대에 대응할 수 있다. 임플란트 시장이 포화에 이르는 5, 6년 후에 오스팀이 어떠한 전략을 펼칠 지는 예상할 수 없다. 그러나 앞서 지적했듯이 과열화 되는 임플란트 제조시장에서 영세한 규모의 경쟁자들은 수익구조 악화를 견디지 못해 경쟁력을 상실하게 될 것이고 그럴수록 이미 안전 수준의 시장점유를 확보한 DSI가 기존 사업부로부터의 전략적인 자금지원과 그를 통한 생산 설비 투자로 인한 효율성 개선, 그리고 자금력을 등에 업은 영업력을 통해 시장 2위로서의 지위를 더욱 탄탄하게 할 수 있을 것으로 전망한다.

## #6. 기타 투자 포인트

### 오스팀임플란트 코스닥 상장 시 반사 이익도 기대

국내 임플란트 시장의 절대 강자 오스팀임플란트가 드디어 코스닥 상장을 추진하고 있다. 이미 지난 10월 2일 코스닥상장 예비심사 청구서를 접수한 상황으로, 빠르면 2007년 상반기 중으로 코스닥 상장이 이루어지게 된다. 급격히 성장하고 있는 분야에서 독보적인 위치로 절반의 점유율을 가진 선두 기업 오스팀임플란트에 시장이 거는 기대는 매우 높다. 현재 장외 시장 거래에서도 PER가 30 수준인 12,000원 선에서 거래되고 있는데, 장외 거래가가 투자 리스크 때문에 다소 할인되는 점을 감안한다면, 현재 오스팀임플란트에 거는 시장의 기대는 매우 높다고 볼 수 있다.

DSI의 입장에서 보면, 신규 사업인 임플란트 부분에 대해서 시장의 주목을 크게 받지 못하고 있는 상황에서 상장을 통한 오스팀임플란트의 이슈화는, 시장이 DSI를 덩달아 주목하게 될 기회로 작용할 공산이 크다. 오스팀임플란트에게 쏠린 관심은 자연스럽게 임플란트 산업으로 확장될 것이고, 시장은 현재 유일하게 이미 상장되어 있는 임플란트 업체인 DSI에게도 주목하게 될 것이다. 오스팀 임플란트와 같은 회사가 상장되면 시장의 애널리스트들도 그 동안 관심 갖지 않았던 임플란트 사업에 대해 좀 더 대중적인 리포트를 내놓을 것이며 더 많은 투자자들이 좀 더 임플란트 산업의 유망성에 대해 인식을 잘 하게 될 수 있다고 본다. 따라서 굳이 종목의 '묻지마 식 테마화'까지는 아니더라도, 시장의 눈이 DSI를 과거의 기계, 설비 제조업체에서 임플란트 제조업체로 재주목할 가능성은 크다.

### 내부자 매수는 자신감의 표현

지난 11월 2일 최대주주 특수관계인(부사장 등 3명)이 지분 1.01%(10만6113주)를 추가 매입, 최대주주 지분율이 27.03%(284만8771주)로 높아졌다. 이번만이 아니라, 이 전에도 대표 이사를 비롯한 최대주주 특수관계인은 2005년부터 꾸준히 지분량을 늘려왔다. 신규 사업이며 주력사업이 될 임플란트 사업이 구체화가 될 시기부터 내부자 매수가 증가했다는 것은, 체질 개선으로 시작되는 회사의 미래에 대한 확신이 뒷받침 되었다는 사실을 유추할 수 있게 해준다.

## #6. Valuation

이 밸류에이션에는 해외 영업을 통한 성장과 새롭게 진출하는 의료기기 판매 사업에서의 기대 성과는 전혀 반영하지 않았다. 다만 국내 임플란트 산업이 성장함에 따라, 디에스아가 그 성장 속에 오스텍을 따라만 가도 수익구조가 바뀜으로 인해 현 주가보다 상당한 상승 가능성이 있다는 것을 확인하고 싶을 투자자를 위해 보수적인 몇 가지 시나리오로 하였다. 상당히 보수적인 가정 임에도 불구하고 매력적인 주가상승여력이 있음을 보고 나면 DSI가 고수익형 기업으로 성장할 것이라는 점을 확신하는데 참고가 될 것이다.

- 가정1: 기존 사업은 성장 없이 유지
- 가정2: 임플란트 부문은 국내 시장 성장률을 따르나 시장성숙으로 인한 판매가 하락 및 1위 업체의 견제로 인한 M/S 확대 한계로 이익증가율이 매년 반감
- 가정3: 해외진출 및 수출 등으로 인한 성장은 확실해지기 전엔 전혀 반영하지 않음

06년 3/4분기 실적 발표 자료를 보면, 임플란트 매출 증대에도 포장기기 부문의 안정 및 주차설비 부문 등의 수주 부진으로 전기 (05년 3/4분기) 대비 누적 매출은 그저 4% 증가 하는데 그쳤으나 영업이익은 367.9% 증가하였고 당기순이익은 같은 기간 동안 157.2% 증가했다. 당기순이익 증가 폭이 작은 것은 전기에 일시적인 영업외이익인 유형자산처분이익이 발생했기 때문이므로 엄밀히 영업이익 측면에서만 보면 상당한 실적개선이 이루어지고 있는 중임을 알 수 있다. 그럼에도 불구하고 당기순이익 증가율을 2006년 기준 157%로 잡고 이후는 일정비율로 증가율이 감소한다는 보수적인 가정을 세웠다. 앞으로도 기존 사업부는 이러한 수준으로 유지될 것으로 전망하며 아직 매출 비중이 낮은 임플란트 부문 (06년 반기 실적에서 24% 매출 비중)이 꾸준히 국내 시장 성장률에 근접하게 매출 증대를 보여준다고 가정한다. 또한 세계적으로 시장 성장 둔화기로 예측하는 2010년 이후의 초과이익지속계수를 0.4로 보수적으로 설정했다. 즉 시장성장이 둔화된 후 3년 간 초과이익이 감소하여 안정세로 접어든다는 가정이다. 지난 배당정책을 검토한 결과 성장기 동안 배당은 하지 않았기에 배당은 없다고 가정하였고 자기자본비용은 15%로 설정했다. 이를 토대로 산정한 현재 적정주가는 다음과 같다.

|                          | 2005       | 2006E      | 2007E      | 2008E      | 2009E      | 2010E       | 영속가치       |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|------------|
| 당기순이익                    | 2,336,921  | 6,005,887  | 11,663,432 | 18,255,605 | 24,446,445 | 29,420,612  |            |
| 당기순이익증가율                 |            | 157.00%    | 94.20%     | 56.52%     | 33.91%     | 20.35%      |            |
| 배당금                      |            | 0          | 0          | 0          | 0          | 0           |            |
| 자기자본의 잠부가치(A)            | 16,469,712 | 22,475,599 | 34,139,031 | 52,394,636 | 76,841,081 | 106,261,693 |            |
| ROCE                     | 17.09%     | 36.47%     | 51.89%     | 53.47%     | 46.66%     | 38.29%      |            |
| 할인율                      | 15%        | 15%        | 15%        | 15%        | 15%        | 15%         |            |
| <u>Residual Earnings</u> |            | 3,535,430  | 8,292,093  | 13,134,750 | 16,587,250 | 17,894,450  | 14,827,840 |
| <u>PV of RE(R)</u>       |            | 3,074,287  | 6,270,013  | 8,636,311  | 9,483,814  | 8,896,704   |            |
| <u>Total PV of RE(B)</u> | 36,361,130 |            |            |            |            |             |            |
| <u>PV of CV</u>          | 7,372,057  |            |            |            |            |             |            |
| <u>자기자본의 가치 (=A+B)</u>   | 60,202,899 |            |            |            |            |             |            |
| 주당 BV(9623474주)          | ₩6,256     |            |            |            |            |             |            |
| 할인율                      | 1.15       |            |            |            |            |             |            |
| 초과이익지속계수                 | 0.4        |            |            |            |            |             |            |

6256원, 현재 주가가 4300원(06.11.9 종가)이므로 시장이 관심을 갖고 거래가 활성화될 경우 약 50%의 상승여력이 남아있다. 사실 저 6200원이라는 목표주가에 큰 의미를 부여할 필요는 없다. DSI의 성장과 전망에 대해 좀 더 긍정적 기대를 갖는 투자자라면 가정을 좀 더 완화하여 1만원, 2만원을 넘어서는 목표주가를 얻을 수도 있다. 여기서는 의심이 많은 투자자라도 보수적으로 본 Valuation 결과를 통해 DSI의 충분한 내재가치를 확인할 수 있게 하는 것에 의미를 두었다. 자, 아직도 DSI가 매력적이라고 생각하지 않습니까?

### #7. 결론

사업다각화는 전혀 다른 업종들간의 포트폴리오로 인하여 회사 전체의 리스크를 낮춰주는 역할을 하기도 하지만 잘못된 업종 선택은 구멍 난 독에 물 붓듯 주주의 부를 축내기도 한다. DSI가 선택한 임플란트 산업은 성장성이 보장되고 매출총이익률이 70%에 달하는 황금알을 낳는 거위와 같은 업종이다. 이러한 예상 하에 시장을 일찍부터 선점하고 주도해온 오스템임플란트의 전망도 기대되지만 기존업종의 자금력과 영업력을 바탕으로 2위로서의 위치를 잡아가는 DSI 역시 시장 성장의 효과를 톡톡히 누릴 수 있다고 판단된다.

이러한 긍정적인 전망이 있지만 아직까지 시장은 DSI의 임플란트 사업부문 성장에 대해 의심이 많은 건지 관심이 적은 건지 크게 주목하고 있지 않은 듯 하다. 최대한 보수적으로 산정한 밸류에이션 결과를 보면 DSI가 아직 고성장하고 이익률 높은 임플란트 전문회사로 제 가치대로 평가 받고 있다고는 보이지 않는다. 우리는 임플란트의 날개를 단 DSI의 가능성을 믿기에 매수를 강력 추천한다.

〈추가정보〉 해외영업

DSI는 2006년 9월과 10월에 각각 호주와 태국에 현지법인을 설립하였다. 그러나 아직까지 영업망과 영업인력은 준비되지 않은 상태이고 실질적으로 매출이 발생하려면 1년 이상의 기간이 소요될 것으로 예상된다.

국내에서 가장 먼저 해외시장에 진출한 오스텨임플란트의 경우도 8개국에 해외현지 법인을 설립하였지만 실질적으로 매출이 발생하고 있는 나라는 대만과 러시아 밖에 없다.

따라서 준비단계에 불과한 해외시장으로부터의 매출에 대한 예측은 보고서에 언급하지 않았음을 밝힌다.

\* 본 리포트는 11월 9일 기준으로 작성되었으므로 내용 중 주가 관련 정보는 실제와 차이가 있을 수 있음