

BUY

## Valuation

Target Price: 36,474  
Price: 23,950  
기대수익률 : 52%

MktCap.(100mn): 3,366

ROE: -4.81%

Op.Magin: 16.53%

PER: -

PBR: 4.49

Dividend Yield: 0%

Major Sh.Holder:

최규옥 외 16인

(26.10%)

## 오스템임플란트 주가 차트



기업분석 3팀  
엄희승, 정우식  
이지연, 김민준

## ◆ 과도한 주가하락??

2007년 2월 7일, 코스닥 시장에서 공모가 1만 5000원으로 처음 거래를 시작한 오스템임플란트는 상장 4개월여 만에 주가가 두 배 이상 상승하여 시총 10위를 달성했다. 그러나 2007년의 당기순손실은 투자자들에 큰 실망을 안겨주었으며 이후 급락한 주가는 현재까지도 이전 수준을 회복하지 못하고 있다. 기업성과에 대한 비관적인 전망들... 과연?

## ◆ 국내 1위, 세계 5~6위의 오스템임플란트!

오스템임플란트는 경쟁력을 갖춘 기업이다. 경쟁이 치열해지고 있지만 국내에서는 시장선점, 영업력, 압도적 교육시스템을 통한 거래처 확보 등을 앞세워 1위 자리를 굳건히 고수할 것이다. 또한 우려했던 해외매출의 급격한 증가와 해외법인의 성장가능성으로 인해 세계적인 기업으로 발돋움할 것으로 판단되며 이러한 점들을 고려하여 세 가지 투자포인트를 제시한다.

1. 임플란트 기술은 치의료업계의 패러다임을 바꿔줄 수 있는 동력이다. 따라서 향후 임플란트 산업의 발전은 필연적이며, 고성장이 예상된다.
2. 국내 시장에서 영업력과 교육시스템을 통한 진입장벽 구축으로 독보적 위치를 계속 유지할 수 있을 것으로 판단된다.
3. 대만법인에서 손익분기점을 넘어선 것을 시작으로 해외 13개 법인이 2~3년 내 연차적인 매출 증대를 가시화할 것으로 판단된다.

## ◆ 시장의 우려는 과도하다 TP 36,474원, 52%의 기대수익률로 매수를 추천

오스템임플란트가 지닌 내재가치는 충분히 매력적이며, 시장의 우려는 단기적이거나 기업의 펀더멘탈을 크게 저해하지 않는 수준이라고 판단된다. 본 보고서의 리서치 과정을 근거로 TP36,474원, 52%의 기대수익률로 매수의견을 시장에 제시한다.

## I. 급락한 주가, 회복 가능한가?

2007.02.07 코스닥  
시장에서의 힘찬 출발

2007년 2월 7일, 코스닥 시장에서 처음으로 거래를 시작한 오스템임플란트는 공모가 1만5000원에 시초가 1만 6400원으로 힘찬 첫발을 내딛었다. 향후 임플란트 시장에 대한 성장가능성, 그리고 이 시장을 국내에서 주도해 나가고, 해외시장에서 파이를 키워나갈 오스템임플란트에 대한 기대감 때문에 동사의 주가는 한달 만에 두 배가 상승한 3만1100원에 거래되었으며, 두 달째에는 공모가의 세 배에 육박하는 주가 상승률을 보였다. 그리고 오스템임플란트는 이러한 주가 급등으로 코스닥에 상장한지 불과 4개월여 만에 코스닥 시총 10위를 달성할 수 있었다.

2007년의 당기순손실,  
그리고 우려..

하지만 이러한 기대감과 다르게 2007년 동사는 당기순손실을 기록했고, 주가는 급락하여 2만원 대 초반으로 떨어졌다. 또한 현재에도 23,000~25,000원 사이를 횡보 중이다. 영업이익률의 큰 차이가 없음에도 불구하고(06년 18%, 17년 16.5%) 국내 경쟁이 심화되고 있으며, 해외 법인 성과가 미흡할 것이라는 시장의 컨센서스가 생겼고, 투자자들은 오스템임플란트의 전망에 대한 의문을 품기 시작했다.

## II. 투자 포인트

시장의 우려는 과도함  
세 가지 투자포인트를  
제시

그러나 본 Research 3 Team의 조사 결과 이러한 시장의 컨센서스는 과도하게 부정적인 면만을 반영했기 때문이며, 따라서 현재의 주가는 오스템임플란트의 가치를 제대로 반영하지 못한 저평가 상태라고 판단할 수 있었다. 그리고 이에 오스템임플란트에 대한 투자포인트를 제시하고자 한다.

### ● 투자포인트 1

임플란트 기술은 치의료업계의 패러다임을 바꿔줄 수 있는 동력이다. 따라서 향후 임플란트 산업의 발전은 필연적이며, 고성장이 예상된다.

### ● 투자포인트 2

오스템임플란트는 시장의 우려와 달리 국내 시장에서 영업력과 교육시스템을 통한 진입장벽 구축으로 독보적 위치를 계속 유지할 수 있을 것으로 판단된다.

### ● 투자포인트 3

대만법인에서 손익분기점을 넘어선 것을 시작으로 해외 13개 법인이 2~3년 내 연차적인 매출 증대를 가시화할 것으로 판단된다.



### Ⅲ. 치아 혁명! 임플란트(Implant)란?

대체 이의 새로운 패러다임, 임플란트

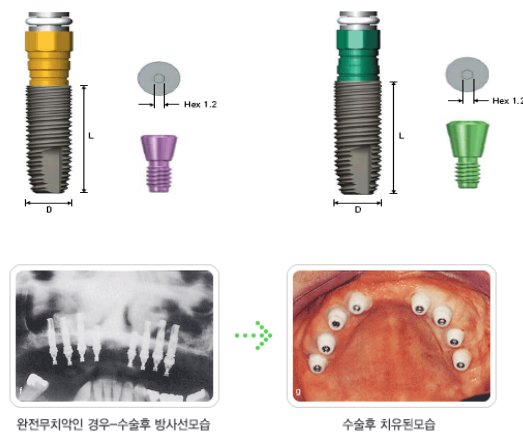
임플란트는 치아가 빠진 부위의 잇몸 뼈에 상실된 치아의 뿌리 역할을 하는 특수금속(주로 타이타늄)으로 만든 인공치근(ROOT)을 턱뼈에 이식하여 고정시킨 후 그 위에 인공치관(Crown)을 올려 본래의 자기치아와 같은 기능을 하는 것이다. 즉, 치아가 없는 부분에 타이타늄으로 특수 제작한 치아 뿌리를 심는 것이다. 대체 재료는 틀이나 직접 심지 않는 보철 시술인 브리지가 있지만 임플란트에 비해 지속기간이 짧은 편이며 음식을 씹을 때 힘이 약하다는 단점이 있다. 세계적으로 임플란트의 보급률은 기존 제품에 비해 매우 낮으며, 안정성, 지속성, 편리성, 심미성 등을 고루 갖추었다는 점을 미루어볼 때 임플란트의 등장과 시술은 치의료계의 새로운 패러다임으로 작용할 것이다.

연평균 17~20%의 고성장이 예상되는 산업

전 세계적으로 치과용 임플란트 시장은 2007년 기준으로 약 2조 2천억 수준으로 추산되며 2010년 3조 5천억 원까지 성장할 전망이다(연평균 17~20%). 또한 현재 약 1800~2000억 원으로 추산되고 있는 국내 시장은 현재 세계시장 대비 9%수준에서 2010년 15%수준에 도달할 것으로 예상된다. 동사의 사업보고서에 따르면 국내 및 세계 치과용 임플란트 시장은 각 회사들의 다양한 교육프로그램과 홍보를 통해 확대 추세에 있으며 노령화 추세와 건강한 삶에 대한 관심 증대 등이 의료서비스 향상에 맞물려 수요가 크게 늘어날 것으로 전망하고 있다.

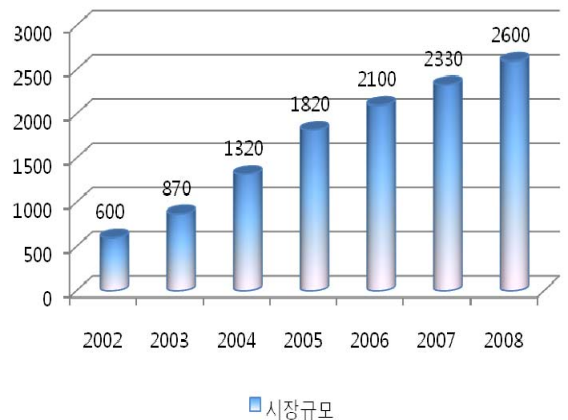
따라서 오스템임플란트가 영위하는 치과용 임플란트 시장의 높은 성장성은 거시적인 측면에서 의심할 여지가 없을 것으로 판단된다.

그림 1. 임플란트 제품들



자료: 오스템임플란트 홈페이지

그림 2. 국내 임플란트 시장 규모(단위: 억원)



자료: 각 사, 대우증권 추정자료

### IV. 오스템임플란트는?

국내 1위, 세계 5~6위의  
선도적 기업

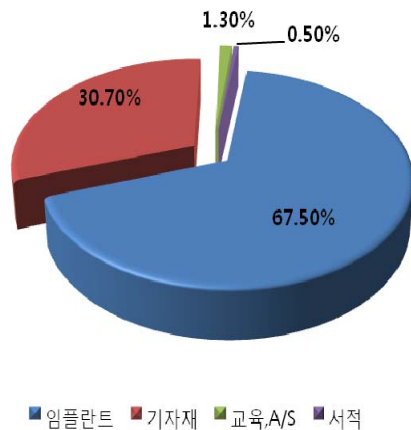
오스템임플란트는 치과 의료산업에서 치아 임플란트 및 임플란트 시술도구 등을 개발, 제조, 판매하는 업체이다. 또한 치과용 기자재를 상품형태로 구입, 판매하기도 한다. 매출액 기준으로 '국내시장 1위, 세계시장 5~6위'에 올라있다. 국내 매출 중 치과용 임플란트의 판매가 67.5%를 차지하고 있으며, 치과용 기자재 등의 상품 판매가 30.7%, 그 밖에 교육 매출 등이 1.8% 정도이다. 따라서 주제품인 임플란트와 치과용 기자재가 매출 성과를 좌우한다고 볼 수 있다.

수출의 성장,  
내수외 해외 시장 구분의  
필요성

2007년 동사의 총 매출은 1300억 원 규모이며, 이중 20%인 230억 원은 해외 수출이다. 전년도의 해외 수출이 약 37억 원 정도로 미미했던 점을 감안할 때 국내 시장과 별개로 최근의 오스템임플란트는 해외시장 공략에 힘쓰고 있음을 짐작할 수 있다. 국내 매출은 대부분 임플란트의 판매와 치과용 기자재 상품판매로 구성되어 있으며 해외 시장의 매출은 해외 13개 법인에 수출해 현지에서 직접 판매하게 하는 방식으로 임플란트가 주요 수출품이다.

국내에서 처음으로 임플란트를 개발, 보급하기 시작한 동사는 국내 뿐 아니라 세계적으로도 임플란트 임상의학의 발전을 주도해나가고 있는 세계적인 선도기업이다. 국내에서의 성장을 현재까지 이끌며 임플란트 산업을 어느 정도의 궤도에 올려놓았고 세계시장 개척에 있어서도 매우 공격적이다. 하지만 동사의 입장에서 국내시장과 해외시장은 그 성격이 판이하게 다르며, 시장 성숙단계도 차이가 나기 때문에 본 보고서에서는 두 가지 시장을 구분하여 다뤄보고자 한다.

그림 3. 오스템임플란트의 매출 구성



자료: 사업보고서

그림 4. 오스템임플란트의 해외 법인 현황



자료: 오스템임플란트

## V. 국내에서의 오스템임플란트

동사의 매출 중 약 70%가 임플란트 제품, 약 30%가 기자재 상품관련 매출이기 때문에 두 영역을 독립적으로 고려하였다.

### 1. 임플란트 영역

#### (1) 국내 시장의 이해

임플란트 국산화와  
대중화의 일등 공신,  
오스템 임플란트

국내 임플란트 시장에는 90년대 중반까지 고가의 수입 제품만 존재했다. 97년 동사가 국내 최초로 임플란트를 개발, 보급하여 대중화에 성공했고, 곧 수입재와 대등한 품질의 제품을 40% 저렴한 가격으로 공급하게 되었다. 이를 시발점으로 국내 업체들이 뒤따라 시장에 뛰어들어 현재 국내산 제품이 국내 시장의 70% 이상을 점유하고 있다. 이 중 동사는 시장 개척자로서 40% 안팎의 시장 점유율을 꾸준히 유지해 왔었다.

하지만 최근 40여 개  
국내사의 난립

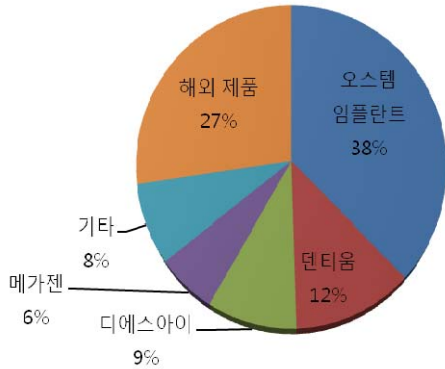
하지만 최근 신생 진입자가 증가해 현재 국내 임플란트 시장에는 40여 개의 국내 업체가 있는 것으로 파악된다. 임플란트가 고수익 제품이라는 점, 임플란트의 가격 저렴화로 일반인의 접근성이 높아지고 있다는 점, 고령화에 따라 임플란트의 수요는 꾸준히 늘어날 것이라는 점들이 임플란트 시장의 성장을 담보해 주고 있어 시장이 상당히 매력적으로 평가되고 있기 때문이다. 게다가 현재는 제품간의 기술력 차이도 줄어든 상태이기 때문에 더욱 진입자가 늘어나고 있는 것으로 판단된다. 이 때문에 2007년에는 동사의 점유율은 37% 정도로 소폭 하락하였고, 매출 성장 역시 다소 둔화된 것으로 관찰되었다.

실질적인 경쟁자

그러나 난립하는 40여개의 업체 가운데 동사의 실질적인 경쟁사로 판단되는 업체는 덴티움, 디에스아이, 메가젠 등 소수에 불과하다. 이들의 시장 점유율은 덴티움 12%, 디에스아이 9%, 메가젠 8%이고, 나머지 업체는 영세한 수준이다. 덴티움은 2000년 설립된 임플란트 생산 전문 업체로서, 동사보다 늦게 출발했지만 점유율 2위로서 현재 동사와 가장 유사한 사업 구조를 갖고 있다. 디에스아이는 주차 철조물 생산에서 시작하여 05년에 임플란트 생산에 뛰어든 업체다. 메가젠은 02년 설립되어 임플란트와 관련 의료기구를 생산하는 업체이다. 동사를 비롯한 이들 업체간의 기술력 차이는 크게 두드러지지 않는다고 판단된다.

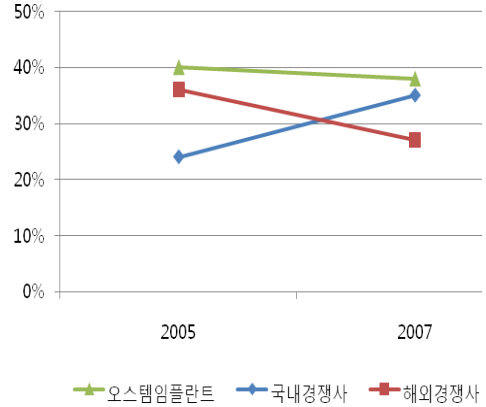


그림 5. 국내 임플란트 시장점유율



자료: 디에스아이 사업보고서, 대우증권

그림 6. 국내 임플란트 시장 점유율 변화추이



자료: 오스템임플란트, 삼성증권

## (2) 오스템임플란트의 경쟁력

이러한 경쟁구도는 동사에게 일시적으로 점유율 하락이라는 부정적인 영향을 끼친 것은 분명하다. 그러나 본 리서치팀은 오스템임플란트만의 경쟁력이 이러한 위험요소를 충분히 극복할 수 있을 것이라고 판단한다. 그리고 본 팀이 판단하는 현재까지의 오스템임플란트가 Top Tier의 위치를 유지할 수 있었던 경쟁력, 앞으로 치열한 경쟁상황을 극복할 수 있는 경쟁력은 다음과 같다.

### a. 시장개척자로서의 우위

#### 선점효과의 진입장벽

동사는 국내 최초로 임플란트 개발, 보급한 업체로서 전국적인 판매망 및 영업망을 구축함으로써 블루오션이었던 국내 임플란트 시장 초기를 선점했다. 치과업계에서 이러한 선점 효과는 다른 산업과는 다르게 매우 큰 진입장벽으로 작용한다.

#### 첫째, 치과업계의 보수성

우선 첫째로, 업계의 보수성을 큰 원인으로 언급할 수 있다. 치과 의사들은 일반적으로 매우 보수적인 성향을 지닌다. 즉, 한 번 사용한 기자재와 제품, 한 번 사용하기 시작한 시술법 등을 쉽게 바꾸지 않는다. 따라서 치과의사들에게 판매가 이루어지는 B2B시장의 특성을 고려해볼 때 거래처와의 초기 관계 구축은 후발주자들이 쉽게 뚫을 수 없는 진입장벽이 된다.

#### 둘째, 보수성과 결부된 치과의사들의 숙련도

둘째로, 이러한 보수성은 치과의사들의 시술 숙련도와 결부된다는 점이다. 임플란트 제품들 간의 기술력 차이가 많이 좁혀져서 업체들간 대동소이한 제품을 내놓

고 있다고는 하나, 기업별로 생산하는 제품들은 각기 다른 시술도구를 요구하고, 다른 시술법을 요구한다. 따라서 초기에 오스템임플란트의 제품을 사용하기 시작한 치과의사들은 제품의 사용과 수술법 등이 이미 손에 익숙해졌기 때문에 쉽게 다른 제품을 사용할 수 없다.

셋째, 경쟁사 대비 월등한 임상실험 데이터 확보

셋째, 임플란트 시술은 특히 매 시술 시 100% 성공이 중요하므로, 환자에 맞는 장기의 국내 데이터 확보가 중요하다. 따라서 동사가 여타 경쟁사에 비해 수년 이상 일찍 시장에 진입하여 확보한 임상실험 데이터의 확보는 치과의사들에게 신뢰를 얻는데 큰 역할을 하였다고 볼 수 있다.

**b. 굴지의 영업력**

오스템임플란트의 영업력은 자타가 공인하는 경쟁력이다. 이러한 영업력을 평가할 수 있는 네 가지 잣대를 파악해 보았다.

경쟁사 대비 월등한 국내 판매망

첫째, 효과적인 국내 판매망을 갖추고 있다. 앞에서 언급했듯 임플란트 시장은 전형적인 B2B 시장이므로 치과의사와의 관계 형성을 통한 판매망 형성이 중요하다. 시장 진입 초기 1:1 판촉망 형성으로 시작한 이후, 교육기관인 AIC가 판매망으로 연계되어 큰 규모를 바탕으로 그물망식의 영업 효과를 창출하고 있다. 나아가 경쟁사뿐만 아니라 여타 어떠한 집단과 비교해서도 수준 높고 다양한 세미나, 학술대회, 강연회를 성공적으로 개최함으로써 임플란트 시술에 대한 정보를 제공하고 치과 의사와의 교류의 장을 끊임없이 마련해 판매망의 강화에 기여하고 있다.

**그림 7. 오스템임플란트의 전국 동시 화상 세미나**



자료: 오스템임플란트



수요를 직접 창출하는 마케팅력

둘째, 수요를 직접 창출하는 마케팅력이다. 임플란트 전문 생산 업체로서는 최초로 상장을 했고, 이는 임플란트에 대한 일반의 관심을 이끌어내, 임플란트 시장 자체를 확대시키는 데 크게 기여했다. 임플란트에 대한 지식이 없었던 일반 대중에게 임플란트를 인식시켰으며, 고가의 무서운 사치 시술이라는 인식에서 탈피시킴으로써 시장 자체의 파이를 키우는 데 기여했다. 임플란트 시장의 성장성을 파악하고 대중에게 직접 다가감으로써 소규모의 고객확보가 아닌 산업전체의 파이를 키울 수 있었던 것이다.

개별 소비자의 니즈 확대

셋째, 상장은 시장 자체를 키우는 효과 외에도, 오스템임플란트를 임플란트의 대표 제품으로 일반의 인식에 각인시키는 데 기여했다. 과거에는 임플란트 종류의 선택자는 오직 치과의사였지만 이제는 상장과 광고를 통해 동사 제품을 인지하고 있는 환자 스스로 오스템임플란트를 요구하는 비율이 높아지고 있다. 즉, B2B 제품임에도 불구하고 제품에 대한 인식이 높아져 소비자 스스로가 해당 제품을 요구하게 된 것이다. 결론적으로 동사의 주식 상장은 임플란트 시장 전체뿐만 아니라 동사 제품에 스스로 수요를 창출하는 효과를 내고 있다.

치대출신 CEO 의 경영 마인드 + α

그리고 마지막으로, 치대출신 현직 치과 의사이자 교수인 CEO가 동사의 영업력에 플러스 효과를 낼 것이라고 판단된다. 이러한 점은 치과산업이라는 전문화된 영역에서 기존의 경영자에게 필요한 역량이었던 리더쉽 등과 같은 경영 마인드 이외에 꼭 필요한 전문성을 갖춘 지도자라는 것을 의미한다. 동시에, 다양한 대학에 기반을 둬으로써 기존의 치과의사나, 미래의 치과의사들에게 상당한 영향력을 미치고 관계를 맺을 수 있다는 점을 시사해준다.(표1. 참고) 이와 같은 CEO역량은 동사의 영업력에 + α 요인이 될 수 있다고 판단된다.

표 1. CEO 최규옥 대표의 약력

주요 학력	<ul style="list-style-type: none"> <li>●서울대학교 치의학과 졸업</li> <li>●단국대학교 치의학과 대학원 졸업 (치의학 석사)</li> </ul>
현재 직위	<ul style="list-style-type: none"> <li>●오스템임플란트(주) 대표이사</li> <li>●앞선치과병원 병원장</li> <li>●고려대학교 임플란트연구소 객원교수</li> <li>●고려대학교 임상치의학대학원 외래교수</li> <li>●사단법인 벤처기업협회 부회장</li> <li>●한국생체재료학회 부회장</li> </ul>
수상 경력	<ul style="list-style-type: none"> <li>●"2003 대한민국 경영인상" 수상 (2003. 8월)</li> <li>●"2004 부산 중소기업인대상 우수상" 수상 (2004. 7월)</li> <li>●"2006 벤처기업대상 산업포장" 수훈 (2006. 10월)</li> </ul>

자료: 오스템임플란트 홈페이지





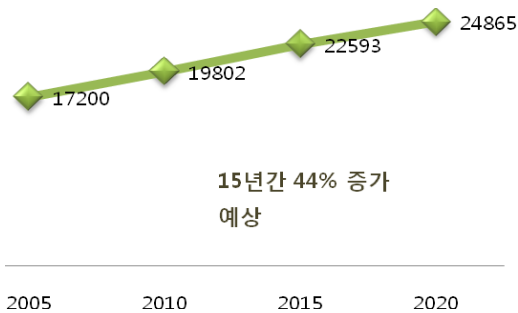
전문적 교육과 동시에  
고객으로...강력한  
선순환 구조 구축

**c. AIC연수 시스템 : 교육을 통한 선순환 구조 매출**

오스템임플란트의 고객 확보에 가장 중요한 역할을 하는 것은 바로 AIG라는 세계 최고 수준의 임플란트 임상교육기관이다.

AIC는 오스템임플란트에서 개원의의 임상능력 향상을 위해 2000년부터 운영하고 있는 전문적이고 체계적인 교육시스템을 갖춘 기관이다. 현재 치의대의 교육과 정상 치과의사들이 학교에서 임상 경험을 비롯한 실질적인 임플란트 교육을 받지 못하고 있다. 때문에 10년 여에 걸친 동사의 임플란트 시술 노하우를 전달해주는 AIC는 현재까지 무려 8천 여명 이상의 AIC연수회원을 배출해냈다.. 국내 치과의사의 수가 현재 약 2만여 명임을 감안해볼 때 8천 명의 연수생 규모는 기록적인 수치이다. 게다가 현재 AIC연수회원의 증가추세는 매년 치과의사 수의 증가 비율을 훨씬 상회하는 것으로 판단된다.

**그림 8. 국내 치과의사 수 증가 현황**



자료: 대한치과의사협회

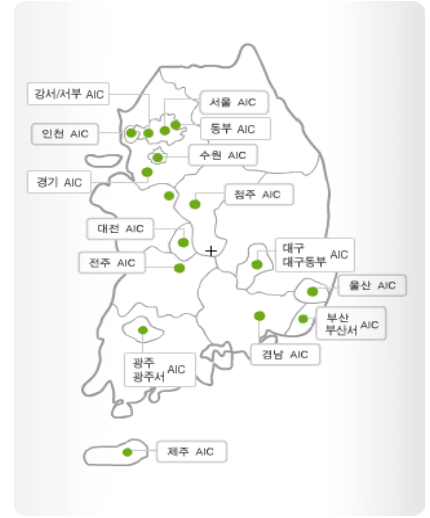
이 교육과정을 통해서 각지의 치과의사들은 실질적인 임플란트 시술 기법이나, 장비사용법 등을 교육 받을 수 있으며, 갖가지 연수 과정을 통해 본인의 임상 능력에 대한 계발을 할 수 있다. 중요한 점은 이러한 연수시스템이 강력한 영업망으로 작용한다는 점이다. 치과의사들은 연수 과정을 거치면서 자연스럽게 오스템임플란트의 시술 기법과 제품 사용에 익숙해지고 연수받은 의사들의 동사제품 구매율은 무려 90%에 이를 정도다. 또한 신제품이 출시될 때마다 새로운 커리큘럼을 개발해 교육의 수요 또한 재생산 되기 때문에 지속적인 고객관리도 가능하다. 즉, 제품의 매출과 교육의 매출이 서로 강한 선순환 구조를 이루게 되는 것이다.

이러한 교육시스템은 오스템임플란트가 최초로 실행해 초기 시장선점에 중요한 역할을 담당 했으며 현재도 타사의 교육시스템보다 그 규모와 강의의 질적 측면에서 한 발짝 앞서 나가있는 상태다. 현재 동사는 전국에 걸친 16개의 AIC를 운영하고 있으며 AIC연수회를 당당히 사업의 한 영역으로 분류하고 있는 실정이다.

그림 9. AIC 연수프로그램



그림.10 AIC 전국 분포 현황



자료: 오스템임플란트 홈페이지

## 2. 기자재 영역

임플란트 국산화와 대중화의 일등 공신, 오스템임플란트

현재 국내 치과 기자재 시장은 대부분 해외 제조업체로부터 수입하여 국내 업체가 판매하는 방식이다. 기자재 시장의 점유율 1위 업체는 신흥이지만(국내 약 70% 점유) 이 역시 수입 판매 위주의 영업을 하고 있으며 동사의 수입 제품과는 다르므로 동사의 기자재 판매는 꾸준히 현재의 점유율을 유지해 갈 것으로 판단된다. 동사는 독일의 세계 최고 수준의 치과기기 제조업체인 KaVo사, Hammacher사, Heraeus Kulaer, 피에조서저리, 스웨덴의 오스텔멘토, 이탈리아의 본 등으로부터 수입하고 있으며, 치과 기자재를 도입하여 패키지 형태, 혹은 단일 판매로 판매함으로써 임플란트 기술을 지원하고 약 400억 정도의 고정적인 수입을 창출하고 있다. 게다가 최근에는 치과 기공재료 시장에서 세계적 기업인 독일의 이보클라 비바덴트와 계약을 체결했다. 단순한 치과용 기자재뿐만 아니라 기공재료 시장으로도 진출함으로써 동사의 상품판매 절대액은 점차적으로 증가할 것으로 판단된다.

그림 11. 치과용 기자재



자료: 오스템임플란트 홈페이지

## VI. 해외에서의 오스텍임플란트

### 적극적인 해외시장 진출

오스텍임플란트는 2005년 대만, 러시아, 독일 현지법인 설립을 필두로 2006년에는 인도, 일본, 중국, 홍콩, 싱가포르, 미국, 영국, 태국, 말레이시아에 현지법인을 설립했으며, 2007년에는 호주법인을 설립함으로써 총 13개의 해외자회사를 운영하고 있다. 이 중 미국 법인만 현지 공장에서 직접 생산해 판매하며 나머지 해외법인은 국내에서 생산된 제품을 수입해 판매하는 역할을 수행한다.

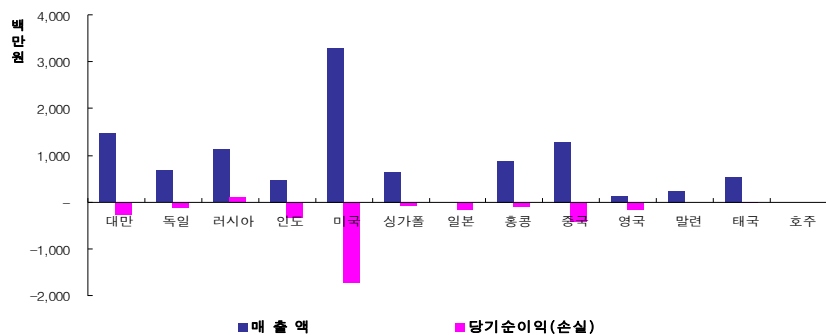
### 시장진출 초기에 부진했던 해외실적

가장 먼저 설립한 대만법인이 지난해 3분기에 손익분기점을 넘은 것을 제외하면 나머지 법인들의 2007년 말까지 적자를 기록 중이다. 그러나 본 리서치 결과 2008년 1분기에 독일, 중국, 말레이시아, 태국 등의 해외 법인체서 추가적으로 BEP를 넘어선 것이 확인되었다. 그리고 이러한 성과는 향후 1~2년 내에 다른 지역의 법인에도 해당될 것으로 판단된다. 해외 현지법인들의 실적이 오스텍임플란트의 지분법평가손익으로 연결된다는 측면에서 이들의 실적 개선 여부가 오스텍임플란트의 당기순이익에 많은 영향을 끼친다. 특히 가장 규모가 큰 미국법인의 실적 개선 여부가 관건이다.

### 수출은 시장진출을 위한 적정재고의 확보

2007년의 해외 법인의 총 매출액은 약 108억 원임에도 불구하고 오스텍임플란트의 수출액(해외법인 판매액)은 230억 원에 달한다. 해외법인 수출액은 오스텍임플란트의 매출액을 구성하고 있고 해외자회사는 연결재무제표 작성의무가 없다는 측면에서 일반적인 경우 Channel stuffing(밀어내기식 매출)을 의심해 볼 수도 있다. 하지만 이런 현상은 임플란트 시장의 특징에 따른 자연스러운 것으로 판단된다. 임플란트 시장에서는 3,000여 가지가 넘는 매우 다양한 제품군이 존재하기 때문에 신규시장에 진출하기에 앞서 제품 포트폴리오를 미리 구축해야 하기 때문이다. 즉, 사업초기에 발생한 수출액은 제품의 품목별 적정재고를 유지해야 한다는 측면에서 해외법인 판매액이 매출액보다 많은 이유는 단순히 적극적인 해외진출 노력의 일환인 것으로 판단된다.

그림 12. 해외법인별 매출액 및 당기순이익(손실)



자료: 사업보고서, Research 3 Team

해외실적의 개선

실제로 2007년까지 오스템임플란트의 수출액과 해외법인의 매출액 간의 괴리가 존재했으나, 2008년 1분기에 이르러 수출액이 대폭 늘어나면서 상당부분 감소했다. 미국법인의 비축된 재고 소진으로 주춤했던 수출액은 1분기 60.3억 원을 기록해 전년동기 및 전분기 대비 각각 96.9%, 27.0% 증가했다. 또한 1분기 해외법인들의 총 매출도 617만 달러로 전년동기 및 전 분기 대비 각각 112.8%, 35.2% 성장했다. 이는 해외법인은 오스템임플란트와 한 몸을 가진 판매매체라는 점에서 동사의 실질적인 수출이 성장하고 있음을 의미한다.

1. 해외시장 습격자, 오스템임플란트

가시적인 성과를 드러내기 시작한 이유는 어떠한 경쟁력을 확보했기 때문일까? Research 3 team은 오스템임플란트가 해외시장에서 성공할 수 있는 근거를 다음과 같은 측면에서 접근해 보았다.

(1) 제품 다양성과 호환성 구비

인체에 따른 정밀한 맞춤형 디자인

임플란트의 디자인은 정밀 가공 기술이 필요한 과정으로 Fixtures가 생체의 적합성을 확보하기 위해 피로도를 최소로 하도록 설계되어야 하고 환자의 상태에 맞는 다양한 각도와 형상의 제품을 만들어야 한다. 또한 임플란트 위에 부착되는 인공치아의 형태도 다양하기 때문에 각 형태별 호환성도 매우 중요하다. 현재 GS, US, SS 세 종류의 Fixture 타입을 기준으로 길이, 크기, 수술방법에 따라 약 400종류의 제품을 보유하고 있는데 이는 NobelBiocare나 Straumann의 100~150개 보다 더 다양한 종류의 제품을 갖추고 있는 것이다.

동사가 보유한 표면처리 기술의 빠른 발전 속도

품질을 결정짓는 두 번째 요소는 임플란트 표면처리 기술이다. 표면처리 기술은 임플란트와 환자 치조골과의 골 융합 속도를 높이기 위해 임플란트 표면을 가공하는 기술이다. 치과용 임플란트의 역사를 1세대에서 4세대까지 분류할 수 있는데 이런 분류의 기준이 되는 것이 표면처리 기술이 될 정도로 핵심 기술이다. 현재 오스템임플란트의 표면처리 기술은 2세대와 3세대의 중간쯤에 있다. 이는 Nobel Biocare와 Straumann 등 업계 선두와 비교하면 표면처리 기술에서 0.5 세대 정도 뒤쳐진 것으로 보이나 2007년 3세대 제품이 상용화되면 이 부분의 기술력 격차도 없어질 것으로 보인다. 또한 4세대 제품 개발은 정부와의 국책사업으로 진행하고 있으며 선두 업체들의 예정 개발 시기인 2010년과 비슷한 시점에 상용화가 이루어질 것으로 보인다.

강연회와  
연수시스템을 통한  
직간접적 홍보효과

(2) 해외에서의 오스템미팅과 AIC

현재 오스템임플란트는 국내에서 매년 성공적으로 오스템 미팅과 해외 AIC를 개최한 노하우를 바탕으로 해외에서도 유사한 성격의 학술강연회와 연수시스템을 성공적으로 도입 중에 있다.

최근에는 인도와 미국에서 각각 400여명의 치과 의사가 모인 가운데 강연회 및 학술 행사의 취지로 오스템 미팅을 개최했고 매우 좋은 반응을 불러일으켰다. 또한 국내에서도 AIC World Meeting을 얼마 전 개최하여 900여명의 국내외 치과 의사들이 참석했다. 이러한 행사는 한 기업이 추진하는 단순한 행사의 수준을 넘어선다. 동사가 진출해 있는 각국에서 미팅을 개최하면 라이브 서저리를 비롯하여, 수년간의 임상실험 발표, 신뢰성 연구 결과, 신제품의 사용법과 강의, 장단점 등 '종합학술대회'인 셈이다. 이러한 미팅의 개최는 세계 각국에 동사의 이미지뿐만 아니라 한국기업의 위상을 높여준다. 실제로 우리나라의 임플란트 수준은 세계 최고 수준으로 인정받고 있으며 그 중심에 오스템임플란트가 서 있는 것이다. 미팅을 개최하면 기대했던 예상 참가 인원을 대부분 넘어설 정도로 성황리에 열렸으며, 치과의사들의 반응도 매우 좋다. 이러한 오스템 미팅을 통해서 동사는 해외에서 인지도 확보의 구심점을 확보하고 리딩기업으로서의 입지를 구축하고 있는 것이다.

향후에도 막대한 마케팅 비용을 지출계획 중에 있어 오스템 미팅은 점점 더 확대되어 고객 확보 및 브랜드 이미지 재고에 큰 도움이 될 전망이다. 또 임플란트 시술이론과 실습경험이 부족한 해외 현지 치과의사들을 대상으로 한 AIC 연수 시스템을 세계 각지 법인에서 주관해 실시하고 있다. 이는 국내에서와 마찬가지로 동사 제품의 영업망을 구축하는 강력한 무기가 되고 있다.

그림 13. AIC Ostem World Meeting 모습



자료: 오스템임플란트

**(3) 가격 경쟁력**

타사대비 상대적으로 저렴한 가격에서 오는 경쟁력

이상 언급한 점들은 해외시장에서 오스템임플란트가 침투 경로를 충분히 확보할 수 있음을 의미한다. 하지만 여기에 그치지 않고 동사는 현지 시장에 진입하기 위해 가격을 낮춰 경쟁력을 확보하기까지 했다. 현재 시장을 선점하고 있는 Nobel Biocare와 Straumann에 비해 20%정도 저렴한 가격으로 현지 시장에 효과적으로 진입 중이다. 그러나 마진이 높은 임플란트 제품의 특성상 출혈경쟁이 아닌 안정된 마진확보가 가능한 상황이다. 제품의 품질이 비슷하고 마케팅을 통한 브랜드 인지도가 높아지고 있는데다가 가격경쟁력까지 갖추고 있는 것이다.

**VII. 최근의 주가하락, 그 원인 분석과 3 team의 판단**

**1. 주가 하락의 원인**

주가하락의 두 가지 원인

이처럼 오스템임플란트는 유망한 산업에서 품질과 가격 등 높은 경쟁력을 확보한 기업임에도 불구하고 최근 주가가 큰 폭으로 하락했다. 그 원인에 대해 크게 세 가지 들자면 첫째, 주주들의 큰 기대를 모으던 해외법인의 성과가 가시적인 지표로서는 미미한 수준으로 공시되었고, 둘째, 영업외손실의 급격한 증가로 인한 당기순손실이 발생한 점을 꼽을 수 있다. 그리고 마지막으로 이에 따라서 국내시장 경쟁 심화에 대한 우려 확산이 될 것이다.

**(1) 해외법인의 성과에 대한 가시적 지표 부재**

갓 진출한 해외법인과 가시적 성과의 부재

오스템임플란트는 2005년 대만, 러시아, 독일에 법인을 설립한 것을 시작으로 2006년에는 미국, 인도, 홍콩, 일본, 싱가포르, 중국, 영국, 태국에, 2007년에는 호주에 법인을 차례로 설립 하고 있다. 그러나 이들 법인들은 모두 설립한지 불과 1~3년에 지나지 않은 진출 초기의 시장 탐색 상태이기 때문에 아직 뚜렷한 사업성과를 기대하긴 현실적으로 어렵다. 때문에 가장 먼저 설립한 대만법인에서 처음으로 손익분기점을 넘어선 것을 제외하면 타 법인에서 모두 현재까지는 적자를 기록 중이다. 이러한 사실은 막대한 설비투자과 해외시장개척을 위한 비용이 그만큼의 성과를 거두지 못할지도 모른다는 불안감을 불러일으켰다.



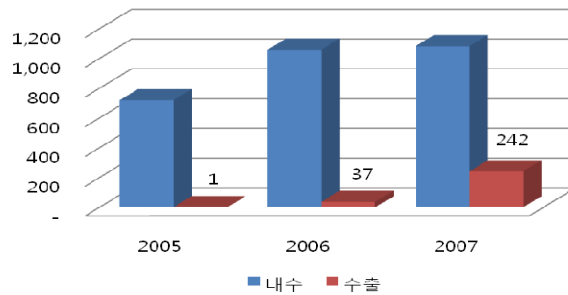
**BUT, 역시 긍정적인 시각 유지 가능**

하지만, 이러한 해외 진출 성과의 미미함 에서도 본 리포트는 긍정적인 시각을 유지한다.

**당사 제품의 해외시장의 수요 예측**

첫째, 당사의 해외 수출 규모는 최근 몇 년간 급격한 증가추세에 있으며(그림 14), 이러한 사실은 해외시장에서 오스템임플란트의 수요 증가 여력이 아직 충분히 많음을 예상 가능하게 해준다.(2006년 37배, 2007년 6.5배 성장). 현재 당사는 50여 개국에 제품을 수출하고 있으며 수출규모의 큰 성장이 기대된다는 사실은 12개국에 진출해있는 현지법인의 성과와도 연결이 가능할 것으로 판단된다. 게다가 실제로 2008년 1분기에 추가적으로 독일, 중국, 말레이시아, 태국의 해외법인에서 손익분기점을 넘어선 것으로 확인되었다.

**그림 14. 오스템임플란트 매출의 내수와 수출 금액(단위: 억원)**

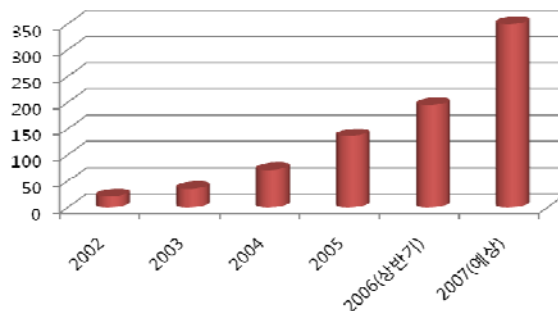


자료: 오스템임플란트 사업보고서

**공격적인 생산능력 확대 사실로 해외법인 성공여부 추정 가능**

둘째, 당사는 2007년 말 생산능력 증대를 위해 부산 공장의 기계장치를 신설했으며 2008년 초에 미국 현지 생산공장의 건설이 완료되었다. 이를 통해 생산력이 증가함과 동시에 현지에서 직접 생산 판매가 가능해 지면서 운송료 등의 수출원가 절감이 가능해질 것으로 예상된다. 투자규모는 총 100억 원 수준이며, 현재 운용되고 있는 기계장치의 장부가액과 비교하여 생산량을 예측해볼 때, 생산량은 2 배 가량 증가할 것으로 추정된다.

**그림 15. 오스템임플란트 연도별 생산실적(단위: 만,Unit)**



자료: 오스템임플란트, Research 3 team



셋째, 동사가 오랜 기간에 걸쳐 쌓아온 미국 FDA승인 등 해외 각국에서의 인증 내역과, 미국, 러시아, 대만, 인도 등 현지법인에서 실시중인 오스팀 미팅의 성공적인 개최는 현지 브랜드인지도를 고취하는데 긍정적인 효과를 가져올 수 있으리라 기대된다.

**본격적인 매출의 점화**

이러한 긍정적인 요소들로 인해 현재 최초의 해외 법인인 대만법인에서 손익분기점을 넘어섰고 올해 독일, 중국, 말레이시아, 태국의 해외법인에서도 손익분기점을 막 넘어섰으며 이는 본격적인 해외 매출 확대 신호탄이라고 받아들여야 하는 바이다.

**(2) 영업 외 손실의 급격한 증가 - 당기순손실**

**영업외손실은 단기적인 이슈일뿐**

급격한 성장세를 유지하던 오스팀임플란트는 2007년 약 30~40억 원(E) 규모의 당기순손실을 냈다. 이러한 갑작스러운 적자전환의 이유는 대만을 제외한 11개 신설된 해외법인에서 아직 손익분기점을 넘지 못했기 때문에 생기는 지분법평가손실(50억 원 이상 추정)과 55억 원에 달하는 국세청 세무조사로 인한 추징금 때문이다. 그러나 앞에서 언급한 대로 해외법인들은 향후 단기간 내에 손익분기점을 넘어설 것으로 기대되며, 국세청의 세무조사는 2002년 이후 이루어지지 않았기 때문에 그에 대한 법인세 추징금을 낸 것에 지나지 않는다. 따라서 당기순손실에 대한 원인은 매우 단기적이며, 당사의 펀더멘탈에 직접적으로 영향을 미치는 요인이 아니라고 판단된다.

**(3) 국내 시장의 경쟁 심화**

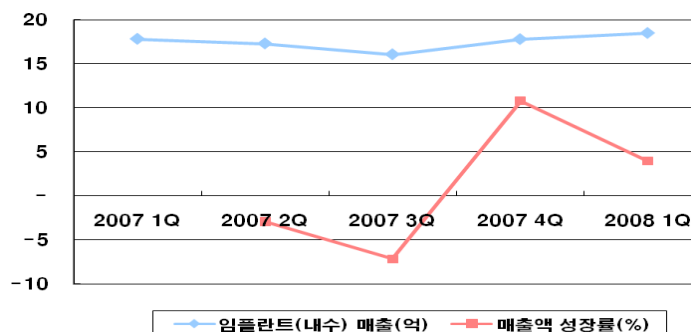
**시장이 재편될 것**

최근 국내 시장은 임플란트 업체들이 난립하고 있다. 그러나 이러한 난립은 곧 정리될 것이다. 최근 시장에 진입한 여러 소규모 업체들이 국내 시장에 정착하기는 힘들 것으로 보인다. 치의계, 특히 임플란트 시장은 신규 업체의 진입이 어려운 보수적인 시장이다. 임플란트 시술은 임상 실험이 거의 불가능한 데다가, 한 번 시술에서 실패할 시에는 원상태로의 회복이 불가능하고 별개의 시술이 필요하게 되므로, 매 시술 시 마다 100%의 성공이 요구된다. 따라서 임플란트 제품 선택에 있어 가장 중요한 요소는 그 제품이 검증된 제품인가 하는 것이다. 현재 신규 진입 업체들은 대개 기존에 관련 업계에서 실무 경험에서 쌓은 소규모의 인맥을 기반으로 진입을 꾀하고 있어 일시적으로 시장을 점유한 것으로 보인다. 동사의 임플란트 내수 분기별 성장률이 07년에 마이너스를 기록한 것이 이 때문이다.

그러나 제품의 장기 데이터 확보를 통한 검증력이 중요하다는 임플란트 시장

의 보수적인 특성상, 이들의 호재는 일시적일 것으로 판단된다. 실제로 2007년 4분기부터 동사의 임플란트 내수 매출 성장률이 다시 10%를 넘어섰으며, 올해 1분기 역시 플러스 성장률이 나타나고 있다. 한마디로 2007년의 부진은 난립한 중소기업체들의 반짝 등장이고 곧 시장은 재편될 것으로 판단된다. 따라서 향후 내수시장에서 동사의 행진은 계속될 것으로 보인다.

그림 16. 임플란트 국내 매출 증가 추이와 성장률



자료: 오스템임플란트, Research 3 team

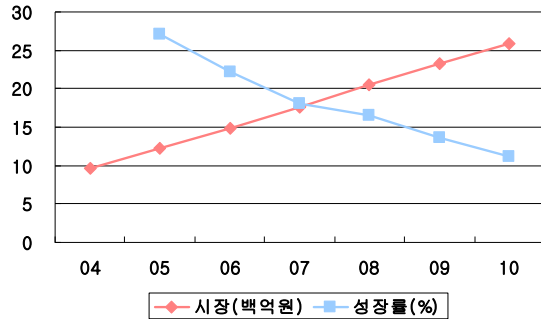
## VIII. Valuation

Research 3 team은 본 보고서의 리서치 내용을 바탕으로 valuation을 수행하였다. Discounted Cash Flow Method를 사용하여 valuation을 수행하였는데 적용한 가정들은 다음과 같다.

### 1. 오스템임플란트와 해외법인은 하나의 실체

오스템임플란트가 100%의 지분을 보유하고 있는 해외법인(미국법인은 45% 보유함)은 궁극적으로 오스템임플란트의 해외영업을 잇는 단순한 가교역할만을 수행한다. 그러므로 valuation을 수행함에 있어 오스템임플란트와 해외법인을 하나의 실체로 가정하였다.

그림 17. 국내 임플란트 시장 및 기대성장률



자료: 대우증권리서치센터 자료

## 2. 매출액 성장률

오스템임플란트의 영업성과를 파악하기 위해 영업부문을 임플란트와 기자재, 그리고 기타매출로 나누어 추정하였다. 또한 각 재화별 매출액을 내수와 수출로 세분화하여 각 시장의 특성을 반영하여 매출액 성장률을 적용하였다.

오스템임플란트는 국내 임플란트 시장에서 이미 진입장벽을 형성하였고 영업력이 탁월하며 교육시스템을 구축했기 때문에 경쟁업체가 난립하고 있는 현 상황이 재편된다면 최소한 현재 시장점유율을 꾸준히 유지할 것이라고 가정하였다. 그러므로 임플란트 매출액의 내수부문은 국내 임플란트 시장의 성장률만큼 증가한다고 가정하였다. 또한, 기자재 시장의 경우 최근 추가적인 독점공급계약이 맺어짐에 따라 매출 증대가 기대된다고 가정하였다.

해외시장에서는 1분기에만 60억의 매출이 발생하는 등 급진적인 성장이 이루어지고 있다. 전기의 매출이 약 100억 원 가량이었고 점차 해외매출 물량이 증가하고 있다는 것을 감안할 때, 당기의 해외매출을 약 300억 원 정도(200%성장)를 달성할 것이라고 가정하였다. 역사적으로 볼 때 미국법인의 매출이 약 40% 가량을 차지하는데, 미국법인의 지분율이 45%임을 가정할 때, 향후 오스템임플란트에 귀속되는 해외법인의 매출액은 전체 해외매출의 약 80% 가량이 될 것으로 파악된다.

## 3. 영업이익률

해외판매를 통한 수익을 오스템임플란트와 해외법인이 나누어 가지기 때문에 수출물량의 판매가격은 내수시장의 판매가격보다 낮다. 이로 인해 2007년의 영업이익

익률이 역사적 수준을 밑도는 16.5%를 달성하였다. 하지만 Research 3 team은 전체를 하나의 실체로 파악하여 valuation을 수행하였고 현재 NobelBiocare, strauman 등의 경쟁사가 30%가 넘는 영업이익률을 달성하고 있다는 측면에서 향후 18%의 영업이익률을 유지할 것이라 판단하였다.

4. WACC

오스템임플란트는 투자자들의 해외영업활동의 불확실성에 대한 과민반응으로 인해 2007년 3분기 이후에 지나친 낙폭을 보였다. 이러한 주가의 지나친 변동으로 인해 오스템임플란트의 1년치 일별베타를 과대평가하는 결과를 낳았다. 해외의 실적이 점차 가시화되고 있는 현시점에서 오스템임플란트의 실적에 대한 불확실성은 상당부분 제거되었다고 보여진다. 디에스아이, 바텍 등의 의료기기제조업체들의 베타(각각 0.90088, 1.03028)를 참조하여 오스템임플란트의 베타를 1로 가정하였다.

표 2. 매출액성장률

성장률	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>&lt;국내시장&gt;</b>						
임플란트 성장률	16.5%	13.7%	11.2%	10.0%	8.0%	5.0%
기자재 성장률	15.0%	10.0%	8.0%	6.0%	5.0%	5.0%
<b>&lt;해외시장&gt;</b>						
임플란트 성장률		150.0%	100.0%	50.0%	30.0%	5.0%
기자재 성장률		20.0%	10.0%	8.0%	6.0%	5.0%
<b>&lt;기타&gt;</b>						
기타 성장률	16.5%	13.7%	11.2%	10.0%	8.0%	5.0%

표 3. 매출액대비 비율 및 WACC

매출액대비비율	2007	2008
영업이익률	16.53%	18.00%
유,무형자산 삼각비	3.26%	11.00%
영업용운전자본	43.56%	7.00%
순유형고정자산	32.52%	30.00%
기타영업용순자산	2.14%	6.57%

자기자본비용	11.90%
베타	1
한국시장프리미엄	7.00%
3년만기국채수익률	4.90%
WACC	11.32%
차입금가치(이자발생부채)	39,650,697
주주지분가치(시가총액)	340,137,900
한계조달금리	8.75%

자료: Research 3 team

표 4. Conclusion

WACC	11.32%
영구성장률	5.00%
예상 ROIC(2단계)	30.00%
FCFF추정(2단계)	45,370,546
Terminal Value	717,897,894

현재가치의 합	86,595,212
PV of TV	419,950,714
현금 + 시장성유가증권	50,263,727
비영업용자산	844,914
Value of the Firm	557,654,567
(-)Value of the Debt	39,650,697
Value of the Equity	518,003,870
발행주식수	14,202,000
목표주가	36,474
현재주가	23,950
기대수익률	52%

자료: Research 3 team

자료: Research 3 team

## IX. Conclusion

오스템임플란트에 대한 시장의 컨센서스는 크게 엇갈린다. 고부가가치 산업을 영위하며 높은 성장률, 높은 영업이익률, 급격한 매출 성장을 예측하기도 하며, 향후 경쟁의 심화를 내세워 밝지 못한 전망을 내놓기도 한다. 상장이 된지 1년이 조금 넘었기 때문에 기대감과 불안감이 혼재하며 기업가치에 대한 의견이 분분하다. 때마침 여기저기서 터진 악재성 기사들은 미국시장의 경기침체로 인한 국내 주식시장의 전반적인 하락 추세와 합류하여 오스템임플란트의 주가를 상당히 떨어뜨렸다.

하지만 본 기업분석 보고서에서는 이러한 전망이 단기적이거나, 기업의 펀더멘탈에 영향을 주는 것이 아니라고 판단하였다. 그 근거로는 치과용 임플란트의 늘어나는 수요와 해당 산업의 성장 가능성 / 영업력과 기술력, 그리고 CEO Power를 앞세운 국내시장에서의 차별화된 역량 / 해외 수출의 급격한 증가와 해외법인의 실적 가시화 단계 전망 / 등을 들 수 있었다. 이러한 분석을 바탕으로 밸류에이션은 수행하였고, 그 결과 본 보고서는 오스템임플란트에 대해 적정주가 36,474원, 현 주가 대비 기대수익률 52%로 매수를 추천한다.

이 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서이며 그 정확성과 완전성을 보증하지 않습니다. 서울대투자연구회에서는 본 보고서의 내용에 의거한 어떤 행위도 책임을 지지 않습니다.

