LEADING

Mid-Cap Research

오스템임플란트 (048260 KQ)

임플란트 업계의 메가스터디

2012년 4월 9일

Analyst: 송보금

bksong@leading.co.kr

82-2-2009-7193

Leading Traffic Light: Green

오스템임플란트는...

- ✓ 세계시장 10 위권의 위치와 국내시장 점유율 45%인 국내 최대 치과용 임플란트 업체
- ✓ 치과의사 대상 교육 프로그램을 마케팅 전략으로 삼아 성공한 케이스

Green light because:

- ✓ 2011 년을 기점으로 실적 턴어라운드
- ✓ 성장기에 들어선 중국 및 아시아 시장에서 임플란트 시술 교육을 무기로 시장 확보

성장 잠재력:

- ➢ 고품질 제품과 의사교육 전략을 통한 경쟁우위를 기반으로 국내 시장점유율 회복 진행 중
- ➢ 연간 30%의 성장이 예상되는 중국시장에서 그 동안의 투자 (의사교육 프로그램)가 결실을 맺으며 본격적인 중국 매출 성장기에 돌입

경영진과 주주가치:

- ➢ 독자적 치과의사 교육 전략을 통해 국내 임플란트 시장을 개척한 경영진
- ➢ 배당급 지급은 당분간 예정에 없음

가치창출 회복 중:

- ➢ 2008 년 이후 부진했던 사업이 2011 년 회복세에 들어가며 ROE 가 개선 중, 2013 년에 15% 대까지 회복 예상

Valuation:

- ➢ 목표주가는 PER 16.3x 를 적용한 13,600 원
- ➢ 현재주가 10,600 원에서 28.3%의 상승여력

BUY

목표주가	13,600 원
현재주가	10,600 원
목표수익률	28.3%

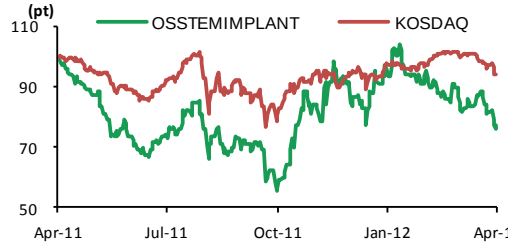
Key Data	2012 년 4 월 6 일
산업분류	의료 장비 및 서비스
코스닥	503.38
시가총액 (십억원)	150.5
발행주식수 (백만주)	14.2
외국인 지분율 (%)	8.0
52 주 고가 (원)	14,300
저가 (원)	7,590
60 일 일평균거래대금 (십억원)	3.0
주요주주	(%)
최규옥 외 특수관계자	25.23
자사주 펀드	3.72

주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	(6.2)	37.8	(21.5)
상대주가	(0.7)	24.1	(15.6)

CAVEAT EMPTOR!!! – Watch out for…

- ➢ 미래 주요 임플란트 시장인 중국에서 국내, 해외 경쟁사 진입 및 저가 경쟁사 증가 가능성이 높음
- ➢ 그러나 고품질과 안전성이 중요시되는 업계 특성이 저가 경쟁사 대항의 진입장벽 역할을 하고 있으며, 교육 프로그램을 통해 초기 영업 인프라를 직접 구축함에 따라 타사 대비 시장선점효과가 탁월

Relative Performance



Valuation Forecast

FY	Sales (Wbn)	% chg yoy	OP (Wbn)	OPM (%)	NP (Wbn)	EPS (W)	EPS Growth (%)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	ROE (%)	P/B (x)
2008	133.2	(12.3)	12.3	9.2	1.8	125.6	(80.6)	84.4	8.6	1.9	1.7
2009	131.4	(1.3)	10.7	8.2	1.7	120.2	(4.3)	88.2	10.0	1.9	1.6
2010	170.4	29.7	16.4	9.6	4.2	310.7	158.5	34.1	7.3	5.4	2.3
2011E	196.0	15.1	19.2	9.8	11.3	829.7	167.0	12.8	6.4	15.0	1.8
2012E	227.9	16.2	23.0	10.1	14.8	1,080.1	30.2	9.8	5.5	15.7	1.5
2013E	266.2	16.8	27.4	10.3	18.7	1,368.0	26.6	7.7	4.7	16.5	1.2

목차

핵심 투자포인트 3

Section 1-1: Valuation – 목표주가 4

Section 1-2: Valuation – Peer Valuation 비교..... 5

Section 2: 기업 **snapshot?** 6

Section 3: 가치를 창출하는 기업인가**?** 8

Section 4: 잉여현금창출 능력과 배당정책은**?** 9

Section 5: 부채와 이자의 관리능력은**?** 10

Section 6: 증자**, CB, BW** 로 자금을 요구하는 회사인가**?** 11

Section 7: CEO 의 경영철학은**?** 12

Section 8: 환율에 대한 노출과 민감도 13

Section 9: 영업현황과 실적전망 14

핵심 투자포인트

✓ 국내 임플란트 시장의 프론티어 - 가격 경쟁에서 살아남아 국내 최대 M/S 회복 중

오스템임플란트는 최근 몇 년 간 진행된 국내 임플란트 업계 내 경쟁심화를 뚫고 시장점유율 회복하며 국내 부동의 1위를 고수하고 있다. 경쟁사들이 그 동안 경쟁심화로 인해 수익성과 재무적인 면에서 경쟁력이 크게 떨어진 반면 오스템임플란트는 타사 대비 안정적인 재무와 강한 성장성을 보여주고 있으며, 경쟁심화 시에도 적극적인 마케팅과 홍보를 통해 고급 임플란트 업체로써 브랜드 인지도를 강화하는 등 경쟁력 우위의 기반을 마련하고 국내 시장 점유율을 45%까지 회복하며 임플란트 업계 치킨게임의 최대 승리자가 되었다 (Page 17~18).

✓ 독자적 교육 프로그램을 통한 매출처 창출 전략

오스템임플란트는 국내 시장의 확보와 매출처 창출을 위해 독자적으로 치과의사를 대상으로 임플란트 시술 교육 프로그램을 진행하여 국내 1 위의 시장점유율을 고수하고 있다. 의사들이 실습 중 손에 익은 기기와 제품 브랜드를 자연스럽게 선호하게 되는 점에 착안한 전략으로, 국내 치과의사들을 초청하여 실습 교육 프로그램을 진행하고 동사 제품을 실습용으로 제공하여 결과적으로 직접 매출처를 창출하는 방식이다. 동사는 이 전략을 통해 임플란트 시술 자체가 미미하던 사업 초반부터 적극적으로 임플란트 시장 자체를 확대, 확보하여 최고 60%, 최저 40%의 국내 최고의 시장점유율을 줄곧 유지하고 있었다. 새로이 진입한 중국시장에서도 동일한 전략으로 중국 교육시장의 70%를 장악하여 매출 성장을 도모하고 있는 중이다 (Page 15~16).

✓ 중국 시장에서의 외형 성장이 기대되는 2012 년

2012 년부터 동사의 중국시장 매출 성장이 가속화 될 것으로 예상된다. 2007 년경부터 진행해왔던 투자(교육 프로그램)가 2011 년에 일단락 되어 매출 신장이 시작되는 시점에 다다른 것으로 보인다. 즉 capex 투자가 끝나고 공장 가동이 시작되는 때라고 보면 된다. 교육 시작 3~4 년 후부터 연평균 40% 이상의 급격한 매출 성장을 보였던 국내 시장의 선례를 감안하면 중국 시장 또한 매출 성장이 기대되는 상황이다. 특히 중국의 경우 고령화 사회 문제, 소비자들의 소득 증대, 임플란트를 비롯한 심미 치료의 인식 개선 덕에 치아 임플란트 수요가 나날이 증가하고 있는데다 국가적으로 진행된 의료시장 지원 또한 플러스 요인으로 작용해 향후 임플란트 시장 자체의 성장성이 매우 커 2015 년까지 적어도 연평균 30%의 시장 성장이 있을 것으로 예상되고 있다. 2011 년 기준으로 동사의 중국 매출은 전체 매출 대비 약 10%를 차지하며, 2013 년에는 최소 15% 이상이 될 것으로 예상된다 (Page 16~17).

✓ 목표주가 13,600 원은 28.3%의 상승여력

동사의 사업 성격이 제약과 기계 업종의 교차점에 있다고 판단하여 제약 업종의 2012 PER 19.3x 와 기계 업종 PER 13.2x 의 평균인 16.3x 가 동사의 적정 Valuation 이라고 판단한다. 따라서 동사의 2012 년 예상 EPS 830 원에 적정 PER 16.3x 를 적용한 13,600 원을 적정주가로 산정한다. 이는 현재 주가인 10,600 원에서 28.3%의 상승여력을 나타낸다 (Page 4).

Section 1-1: Valuation – 목표주가 13,600 원

오스템임플란트: 세계 10위 권 이내의 치과용 임플란트 생산 업체

오스템임플란트의 주요 사업은 치과용 임플란트 제조로 외국 상품이 주류이던 1990 년대 후반 국내에서 최초로 임플란트를 자체 개발하여 불과 수년 만에 해외 대형 경쟁사와 동일한 수준의 고품질 제품을 생산하며 세계 10 위권 이내의 임플란트 업체로 발전했다.

50여개의 국내 임플란트 업체 중 국내 M/S 45%, 사업 초반부터 1위 유지, 해외에서 강세인 외국 대형업체 경우 국내 M/S 는 20% 이하

현재 국내시장에는 약 50 여개의 임플란트 업체가 존재하고 외국의 대형업체 또한 들어와 있으나, 동사는 2011 년 기준 약 40%~45%의 M/S 를 보유하며 사업초반부터 국내 1 위 M/S 를 유지하고 있다. 유럽 및 미국에서 주류인 외국 대형업체들의 경우 동사의 초반전략 (치과의사 교육 프로그램을 통한 영업인프라 구축)에 밀려 2000 년 85%를 넘어섰던 국내 M/S 가 현재는 20% 이하로 축소된 채 몰리고 있는 상황이다.

미국, 유럽 대비 성장잠재력이 큰 중국시장에서 M/S 40% 보유

임플란트 시장 성장 잠재력이 커 주목을 받고 있는 아시아-태평양 지역 또한 동사의 교육 전략이 진행되고 있다. 특히 향후 임플란트 시장 성장이 촉진될 것으로 예상되는 중국의 경우 동사가 이미 40%~50%의 M/S 를 보유하고 있어 우위를 점하고 있다.

제품 품질, 시장장악 전략, 브랜드 인지도 등 근본적인 경쟁력이 높아 시장대비 Valuation 프리미엄 받을 여지 충분

따라서 국내시장내 독보적 1 위 위치는 물론 중국시장을 성공적으로 선점하여 향후 중국의 성장성의 최대 수혜기업이 될 것으로 예상되는 점을 감안하면 오스템임플란트는 시장 Valuation 대비 프리미엄도 받을 수 있다고 판단된다.

목표주가 13,600원 28.3%의 상승여력

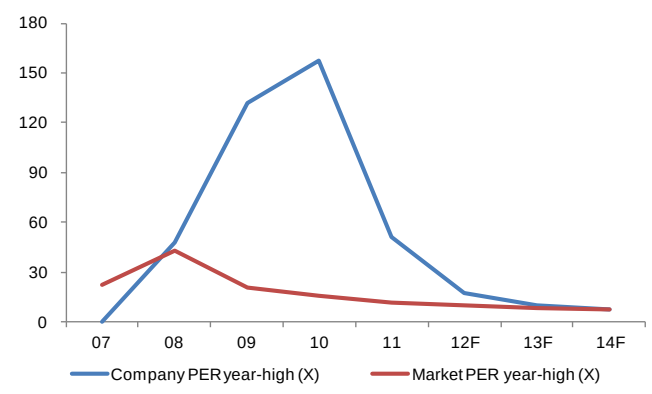
오스템임플란트의 사업 성격이 제약과 기계 업종의 교차점에 있다고 판단하여 제약 업종의 2012 PER 19.3x 와 기계 업종 PER 13.2x 의 평균인 16.3x 가 동사의 적정 Valuation 이라고 판단한다. 따라서 동사의 2012 년 예상 EPS 830 원에 적정 PER 16.3x 를 적용한 13,600 원을 적정주가로 산정한다. 이는 현재 주가인 10,600 원에서 28.3%의 상승여력을 나타낸다.

Exhibit 1. 오스템임플란트 Valuation VS. 시장 Valuation

(X, %)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Company year-high PER	N/A	N/A	N/A	N/A	47.9	132.1	157.6	50.7	17.2	9.8	7.7
Market year-high PER	9.9	13.9	17.9	22.3	42.4	20.4	16.0	11.2	9.5	8.6	7.2
Premium/(Discount) to market (%)	**N/A**	**N/A**	**N/A**	**N/A**	**13.1**	**548.6**	**886.8**	**352.6**	**81.4**	**14.1**	**7.6**
Company year-low PER (X)	N/A	N/A	N/A	N/A	13.3	62.4	72.9	24.4	12.5	9.8	7.7
Market year-low PER (X)	5.7	7.2	11.0	10.9	16.2	9.8	9.6	7.8	9.5	8.6	7.2
Premium/(Discount) to market (%)	**N/A**	**N/A**	**N/A**	**N/A**	(17.8)	539.0	655.6	213.2	31.9	14.1	7.6

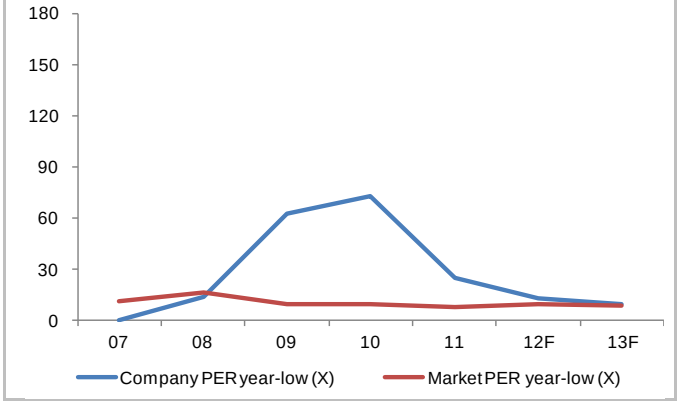
Source: Company data, Leading Research Center
**Market = KOSPI + KOSDAQ,*

Exhibit 2. 동사 PER high vs. 시장 PER high



Source:Fnguide, Leading Research Center

Exhibit 3. 동사 PER low vs. 시장 PER low



Source: Fnguide, Leading Research Center

Section 1-2: Valuation – Peer Valuation 비교

국내 상장한 임플란트 업체는 동사 포함 두 곳뿐이므로 외국 Peer와 비교

동사의 경쟁업체로 국내에서는 덴티움, 디오, 메가젠을, 해외에서는 Straumann, Dentsply, Zimmer, Nobel Biocare 등을 들 수 있다. 국내에 상장된 임플란트 업체는 동사와 디오(039480 KQ) 뿐이다.

동사는 매출액 기준 세계 7위 업체

상위 10 위권의 임플란트 업체들이 세계 임플란트 시장의 70% 이상을 장악하고 있는 업계 상황 상 위에 언급된 해외 경쟁사들은 대부분 시장에서 유명한 대형업체들이며, 오스템임플란트의 경우 경쟁업체 대비 소규모인데도 불구하고 임플란트 업계에서 매출액 기준 세계 7 위이다.

2012년부터 업계 평균 수익률 유지 예상, 해외법인 성장성이 기대되는 상태

2011 년부터의 실적개선으로 수익성이 회복되어 2012 년부터는 업계 평균 수준을 유지할 것으로 보인다. 현재 동사는 큰 폭의 성장이 예상되는 중국 시장에서 여타 거대경쟁사를 제치고 약 40%를 점유 중이고 미국에서도 매출이 본격화 되는 등 세계 임플란트 시장을 상대로 경쟁력을 증명하고 있다.

동종업체 단순평균 대비 PER 디스카운트 45%

그러나 동사는 2012 년 예상 PER Valuation 면에서 동종업체 단순평균 대비 45%의 디스카운트를 받고 있고 EV/EBITDA 면에서도 약 30%~40%의 디스카운트를 받고 있는 것으로 추정되며, 따라서 업체 간의 규모 차이를 감안하더라도 프리미엄을 받을 여지가 있다고 판단된다.

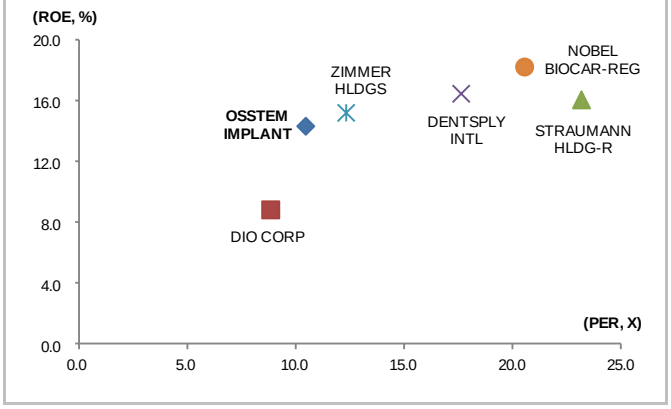
Exhibit 4. 동종업체 Valuation 비교

회사	종목코드	국가	시가총액 (백만 US$)	매출액 (백만 US$)				OPM (%)			
				10	11P	12E	13E	10	11P	12E	13E
OSSTEM IMPLANT	048260 KS	한국	130.7	98.5	119.1	117.6	127.3	11.7	16.0	15.3	15.9
DIO CORP	039830 KS	한국	113.5	44.3	45.3	46.8	59.9	2.2	18.2	21.0	29.0
STRAUMANN HLDG-R	STMN SW	스위스	2,671.5	709.7	785.3	756.9	796.6	22.2	11.5	15.4	18.2
DENTSPLY INTL	XRAY US	미국	5,744.1	2,221.0	2,537.7	2,522.7	2,970.9	17.6	13.3	16.1	15.9
ZIMMER HLDGS	ZMH US	미국	11,622.5	4,220.2	4,451.8	4,446.8	4,540.6	29.2	28.2	28.7	29.4
NOBEL BIOCAR-REG	NOBN VX	스위스	1,556.6	764.9	792.5	750.1	793.4	14.7	12.7	12.8	13.3

회사	PER (X)				EV/EBITDA (X)				P/B (X)				ROE (%)			
	10	11P	12E	13E	10	11P	12E	13E	10	11P	12E	13E	10	11P	12E	13E
OSSTEM IMPLANT	69.3	16.9	10.5	10.4	14.6	8.0	N/A	6.6	2.5	2.3	1.5	1.5	5.0	12.9	14.4	14.7
DIO CORP	N/A	162.1	23.8	8.8	54.8	10.7	N/A	NA	1.8	1.5	2.0	1.6	-10.9	1.4	8.9	20.6
STRAUMANN HLDG-R	25.6	35.7	23.5	21.4	14.2	18.3	12.4	11.7	4.8	3.7	3.4	3.4	10.4	10.4	16.1	17.5
DENTSPLY INTL	18.2	17.6	19.9	18.0	10.9	15.9	15.6	12.1	2.6	2.7	2.9	2.6	15.5	15.5	16.5	15.2
ZIMMER HLDGS	12.4	11.0	13.7	12.4	6.8	6.2	7.0	7.0	1.8	1.7	2.3	2.0	16.3	16.3	15.3	15.8
NOBEL BIOCAR-REG	38.3	28.1	23.2	21.5	15.2	10.7	11.2	10.6	5.4	3.9	3.5	3.6	13.2	13.2	18.3	20.2

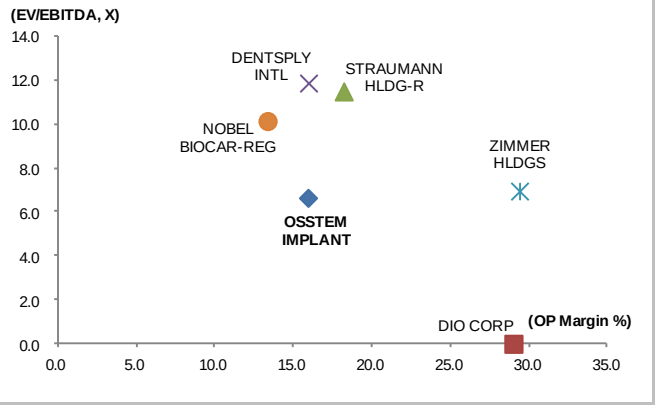
Source: Company data, Bloomberg, Leading Research Center (2012 년 4 월 5 일 기준)

Exhibit 5. 동종업체 PER vs. ROE



Source: Bloomberg, Leading Research Center

Exhibit 6. 동종업체 EV/EBITDA vs. 영업이익률



Source: Bloomberg, Leading Research Center

Section 2: 기업 Snapshot

치과용 임플란트 제조 업체

오스템임플란트: 국내 최초 치과용 임플란트 자체 개발 생산 업체

오스템임플란트는 2007년 상장한 치과용 임플란트 제조 업체로, 임플란트 시술 시 필요한 나사와 드릴의 제조와 함께 덴탈체어 등의 수입 치과용 기자재를 유통하고 있다.

사업 초기, 외산품이 주류이던 국내 임플란트 시장을 개척

1990년대 후반 동사가 막 사업을 시작했을 당시 한국 임플란트 시장은 아직 초기 단계로, 임플란트 시술이 가능한 치과의사 자체가 매우 소수였으며 그들이 사용하는 임플란트 제품은 외국 대형업체의 수입품이 주류인 때였다.

사업 초반에 기술력이 다소 미진했을 무렵에는 특허 규제가 풀린 외국 기업의 제품을 그대로 복사하여 저가에 납품하였으나, 의료기기인데다 시술이 실패할 시 피해가 큰 임플란트 시술 특성 상 동사의 제품 수요는 낮을 수 밖에 없었다.

치과의사 대상으로 임플란트 시술 교육: 독특한 비즈니스 모델

동사는 적극적으로 R&D 에 주력해 고품질 제품의 자체 생산을 시도하고 독자적인 교육 프로그램을 진행하여 한국 치과의사들에게 임플란트 시술 교육을 제공하고 그를 통해 매출처를 직접 창출하며 시장을 확보하였다 (Page 15).

국내 부동의 M/S 1위, 세계 10위권 이내의 임플란트 업체

현재 동사는 안전성이 높은 고급 임플란트 제품을 생산하는 업체로써 사업 초반부터 국내 최대 M/S(40%~60%)를 유지하며 국내 1위 임플란트 업체로써 자리매김 하고 있으며, 업계에서는 해외 대형업체와 어깨를 나란히 하는 기술력을 보유하고 있는 세계 10위 권 이내의 임플란트 업체로써 경쟁력을 인정받고 있다.

성숙기인 국내시장 벗어나 미국, 중국 및 신흥시장에 진입… 현재 해외매출 40%

동사는 2000년대 중반부터 국내시장뿐 아니라 주요 임플란트 시장인 미국과 향후 시장 성장성이 크다고 전망되는 신흥시장(중국 등)에 주력하여 2011년 기준 수출이 전체 매출의 40%를 차지하고 있다.

Exhibit 7. 사업부별 제품별 매출 비중

(Wbn)	사업부	2011	매출비중
	치과용 임플란트	123.7	72.6%
	치과용 기자재	43.0	25.2%
	교육 및 A/S 용역	2.8	1.6%
	기타	0.9	0.6%
	총 합계	170.4	100.0%

Source: Company data, Leading Research Center

2000년대 후반 국내시장 경쟁심화로 한동안 매출 하락… 2011년에 턴어라운드

동사는 2008년~2010년에 걸쳐 국내 저가 임플란트 업체들의 난립으로 인해 매출이 하락세에 있었으나, 고품질 유지와 적극적인 홍보를 통해 동사 제품의 고급 브랜드 인지도를 높여 국내 시장 최대점유율을 사수한 후 2011년부터 재차 회복세에 들어서기 시작했다.

2012년, 미국법인 흑자원년과 중국법인 매출신장 시작 전망

경쟁심화 시기 동안 수익성과 재무적인 면에서 부진함을 보이며 경쟁력이 하락한 타사 대비 우위를 점하여 매출과 함께 M/S 또한 회복 중이며, 성장기에 들어선 중국 임플란트 시장의 확대와 더불어 미국 법인도 2012년이 흑자 원년이 될 것으로 예상되는 등 해외 매출의 지속적인 성장이 전망되고 있다.

2014년까지 매출 성장률 15%~16%대 유지, 영업이익률 10%대로 회복 예상

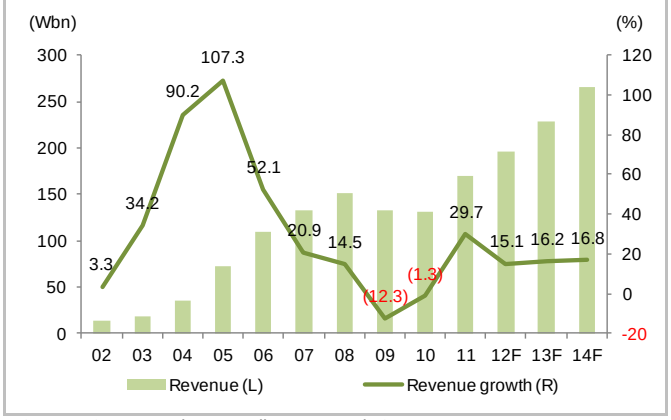
국내시장에서의 회복과 해외시장에서의 성장을 바탕으로 2012 년과 2013 년에는 각각 15%~16% YoY 증가한 1,960 억원과 2,279 억원의 매출을 보일 것으로 예상된다. 영업이익률 또한 2014 년까지 10% 대로 회복될 것으로 보이며, 중국을 비롯한 해외 매출이 순조롭게 성장할 경우 추가적인 매출 성장과 함께 영업이익은 12% 대까지 회복 가능할 것으로 예상된다.

2007 년에 추징금 55 억원으로 인해 순이익 적자가 난 것에 이어 '09~'10 년은 경쟁심화로 인한 매출 부진과 홍보비, 인건비 등의 고정비 유지로 인해 EPS 성장률이 마이너스를 보였다.

2011년 매출 회복 이후 EPS 또한 급속히 회복… 2014년까지 25% 내외의 성장 지속 예상

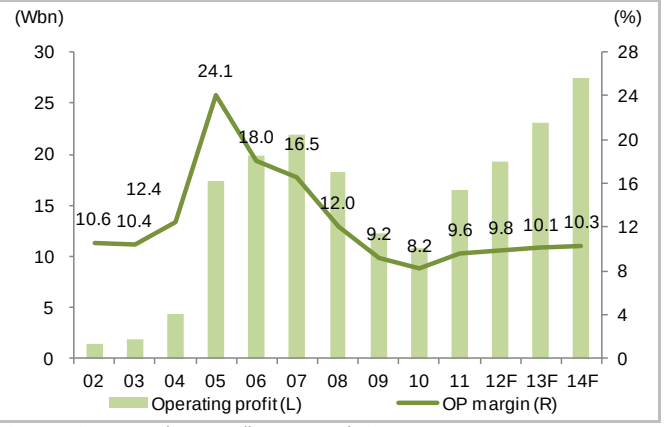
그러나 2011 년에 매출 및 영업이익이 개선되며 추징금 31 억원에도 불구 다시 회복세, 2012 년에는 2011 년 추징금에 대한 반사효과로 EPS 가 수치 상 158.5%의 큰 성장을 보일 것으로 예상된다. 이후 2014 년까지 25% 내외의 꾸준한 성장을 지속할 것으로 보인다.

Exhibit 8. 매출액 및 매출증가율 추이



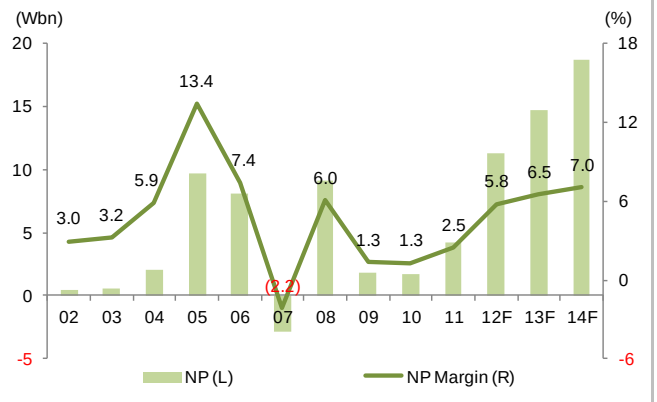
Source: Company data, Leading Research Center
**2010 년 K-GAAP 연결 기준, 2011 년 K-IFRS 연결 기준*

Exhibit 9. 조정영업이익 및 영업이익률 추이



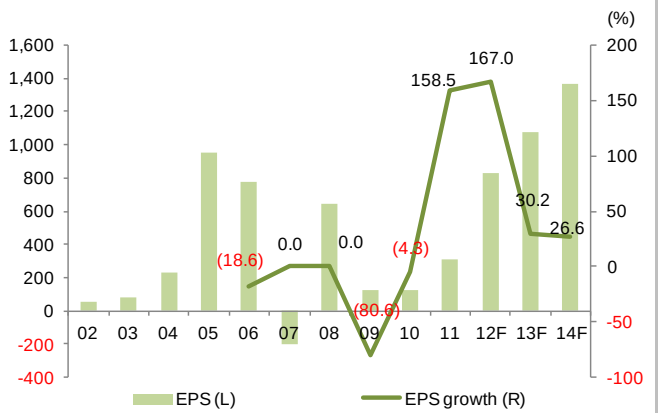
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 10. 순이익 및 순이익률 추이



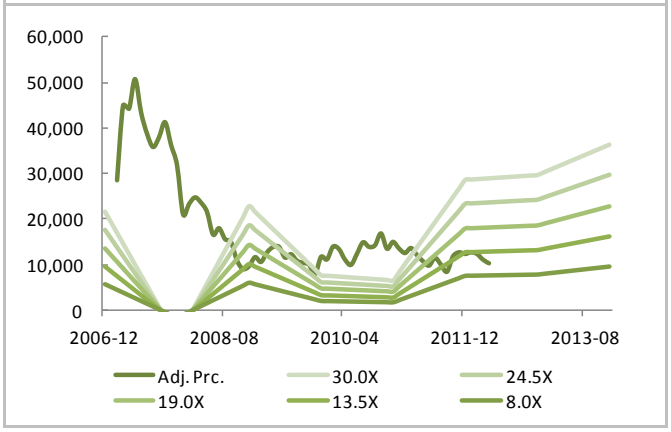
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 11. EPS 및 EPS 성장률 추이



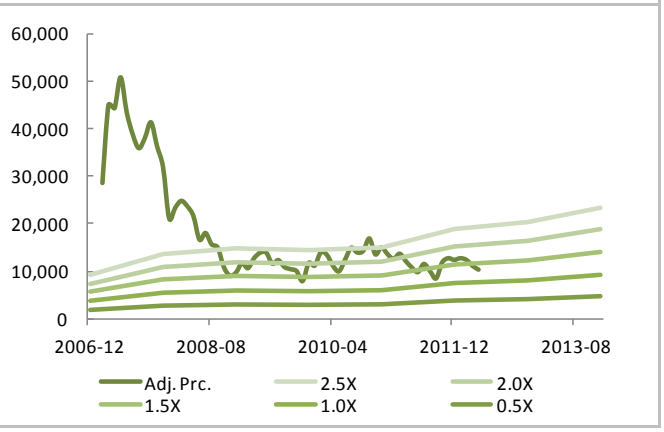
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 12. PER Band



Source: FnGuide

Exhibit 13. PBR Band



Source: FnGuide

Section 3: 가치를 창출하는 기업인가?

2011 년부터 ROE 회복세

2006년까지 순조로운 성장, 2007년에는 투자와 추징금으로 마이너스 ROE

동사는 2002 년부터 2006 년까지 순조롭게 성장하며 ROE 역시 높은 수준을 유지하고 있었다. 그러나 2007 년 해외법인으로의 투자와 55 억원의 추징금 ('03 년~'05 년까지 의사들에게 임상치료 목적으로 제공한 임플란트에 대한 과세) 때문에 29 억원의 적자를 기록하며 ROE 또한 마이너스 대로 하락한 바 있다.

추징금은 일회성이어서 '08 년에는 순이익을 회복했으나 2007 년 상장 시의 주식 발행으로 자본금과 자본잉여금이 각각 24.6%와 231.0% 증가하며 순이익 증가 대비 ROE 는 큰 폭으로 증가하진 못하였다.

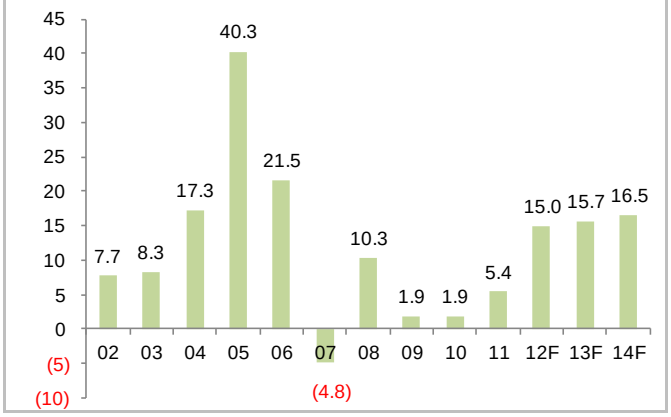
2008년 이후 영업실적 하락으로 인해 2%대의 ROE 유지했으나 2011년에 턴어라운드

'09 년~'10 년에는 영업부진과 매출 하락으로 인해 순이익이 각각 -81% YoY, -4% YoY 의 마이너스 성장률을 보이며 ROE 또한 약 2%까지 대폭 하락했다. 그러나 2011 년에 턴어라운드하여 실적을 회복하고 순이익이 62.8% YoY 증가하며 ROE 또한 5.4%로 회복세에 들어섰다. 일회성 추징금 31 억원을 제한다면 순이익은 약 74 억원으로 전년대비 300% 이상의 증가율을 보였을 것이다.

2012년은 해외법인의 매출신장 및 이익회수 시작 시점, 2014년까지 ROE 16%대로 성장 전망

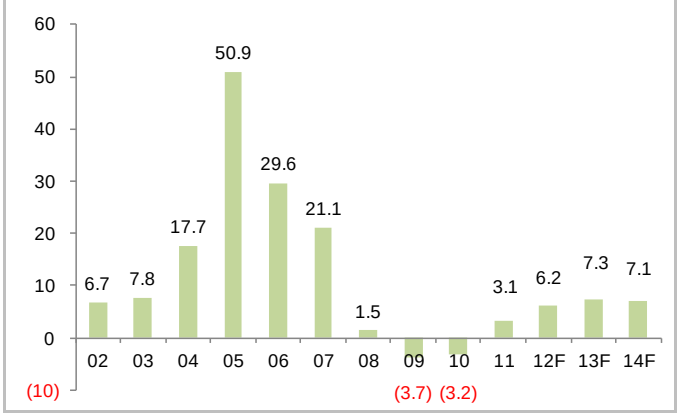
2012 년부터는 국내 영업의 회복세에 더불어 해외법인의 성장이 기대되며, 특히 중국에서는 교육마케팅 투자를 완료함에 따라 이익 회수 시기에 진입하게 되고 미국에서는 흑자원년이 될 것으로 전망된다. 최소 15% 대의 안정적 매출 증가와 평균 25%~30%의 순이익 증가로 2014 년에는 ROE 가 약 16%까지 성장할 것으로 예상된다.

Exhibit 14. ROE (%)



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 15. EVA: ROIC less WACC (%)



Source: Company data, Leading Research Center

2008년 이후 영업이익 하락으로 인한 마이너스 EVA 기록

동사의 EVA 는 2007 년까지 플러스 권내의 양호한 상태를 유지하고 있었다. 그러나 2008 년 이후에는 매출 부진에 의한 영업이익 하락으로 인해 EVA 는 마이너스 대를 유지했다.

2012년부터 영업이익 회복을 통해 EVA 는 6%대 예상

2012 년부터는 그 동안 중국시장에서 이루어졌던 투자가 (치과의사 교육) 본격적으로 매출로 이어지고 국내시장에서는 시장점유율이 회복하여 영업이익이 다시 증가하며 EVA 가 6%~7% 수준에 오를 것으로 판단된다.

Section 4: 잉여현금창출능력과 배당정책은?

2010 년부터 안정적으로 현금창출 중

2009년까지 마이너스 FCF 창출, 2010년부터 플러스 FCF 창출 시작

동사는 사업 초반부터 기술력 확보와 교육 마케팅을 위한 투자에 2005 년부터 해외법인 설립 투자까지 이어져 2008 년까지 마이너스 잉여현금을 창출하였고, 2009 년에도 매출 하락으로 인해 마이너스 대를 기록했다.

그러나 2010 년부터 플러스 현금 창출이 시작되어 2011 년에는 40 억원 규모의 capex 에도 불구하고 사업 회복세에 힘입어 플러스 대를 유지하였다.

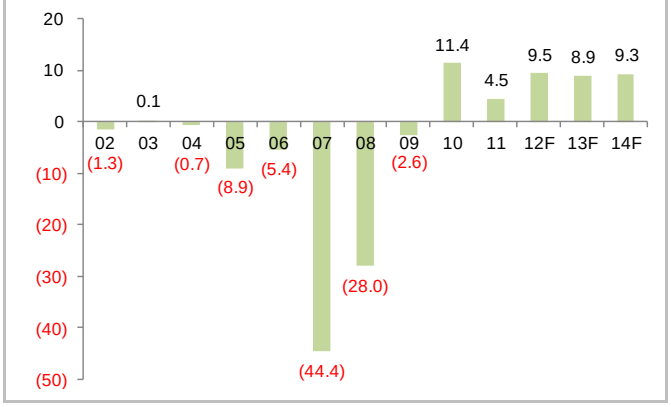
향후 대규모 capex 가 흔히 발생할 가능성은 낮음

동사가 영위하는 사업의 특성상, 임플란트 제조 관련 기계 및 설비 투자와 일차적인 해외법인 투자가 일단락된 지금부터는 대규모의 capex 가 흔히 발생할 가능성은 높지 않을 것으로 예상된다.

2014년까지 90억원 대 FCF 창출 지속 예상

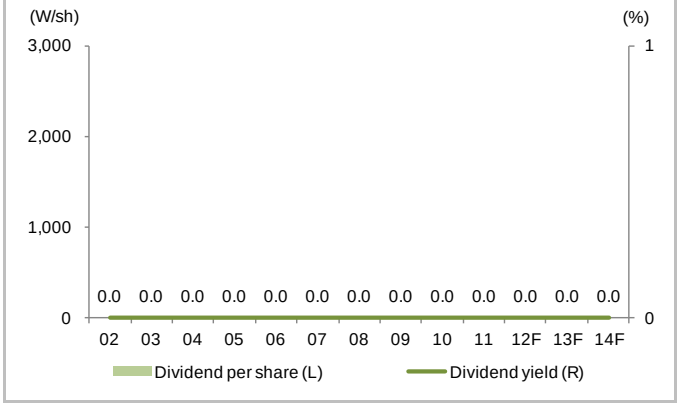
동사의 향후 잉여현금흐름은 매출 성장과 순이익 성장의 기여로 인해 그리 크게 변동하지 않을 것으로 보이며, 2014 년까지 90 억원 대의 현금을 창출 지속할 것으로 예상한다.

Exhibit 16. 잉여현금흐름 추이



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 17. 주당 배당금 및 배당수익률 추이



Source: Company data, Leading Research Center

배당금 지급은 생각하지 않고 있음

동사는 현재까지 배당금 지급이 없었다. 해외사업의 성장과 수익성이 확실시 될 때까지 배당금 지급은 생각하고 있지 않는 상태이다.

Exhibit 18. 주당 배당금 및 배당수익률 추이

(Wbn)	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11E	12F	13F
영업활동에 의한 현금	(0.2)	0.7	3.6	7.9	1.9	(23.7)	(15.8)	(0.6)	12.5	8.5	12.0	10.9	11.1
CAPEX	1.1	0.6	4.3	16.8	7.3	20.7	12.2	2.0	1.1	4.0	2.5	2.0	1.8
잉여현금흐름	(1.3)	0.1	(0.7)	(8.9)	(5.4)	(44.4)	(28.0)	(2.6)	11.4	4.5	9.5	8.9	9.3
총 배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당 배당금	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
배당 수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Note: 배당 수익률은 해당연도 종가기준

Source: Company data, Leading Research Center

Section 5: 부채와 이자의 관리능력은?

2008 년부터 증가한 부채, 2010 년부터는 다시 하락세

2008년부터 영업부진, 투자지출 증가로 순차입금비율 대폭 증가, 2009년 75.6%

동사는 2007 년까지 최고 35% 대의 비교적 양호한 순차입금비율을 보였다. 그러나 '08 년~'09 년에 걸쳐 영업부진 및 투자 지출 증가의 여파로 인해 단기차입금이 290 억원에서 840 억원으로 증가하며 2009 년 순차입금비율이 75.6%에 육박하게 되었다.

2010년부터 창출된 플러스 FCF 로 꾸준히 부채 상환 중

동사는 2010 년 플러스 잉여현금 창출이 시작되며 부채를 꾸준히 상환 중에 있다. 2011 년에 차입금이 하락했음에도 순차입금비율이 상승한 것은 68 억원 규모의 자사주 매입 때문에 자본 총계가 감소하였기 때문이다.

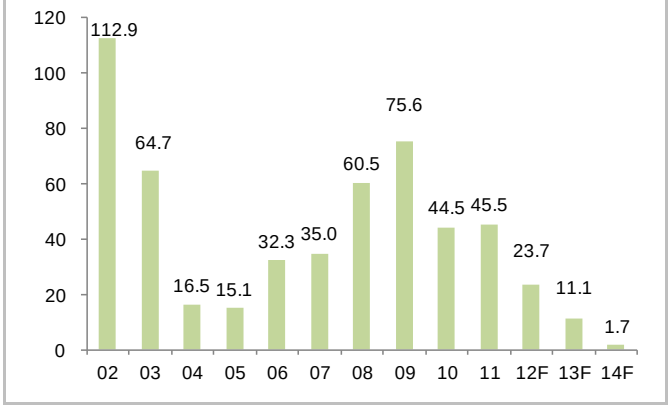
2013년까지 순차입금비율 하락 지속할 예정

동사는 당분간 부채를 꾸준히 상환할 의지를 보이고 있으며 2012 년부터는 지속적인 잉여현금 창출로 대부분의 투자를 충당할 수 있을 것으로 보여 2014 년까지 10% 대 이하로 순차입금비율을 낮출 수 있을 것으로 예상된다. 따라서 2015 년에는 순현금 포지션도 기대할 수 있을 것으로 예상된다.

2014년까지 영업이익 증가, 금융비용 하락으로 이자보상배율은 꾸준히 개선될 것

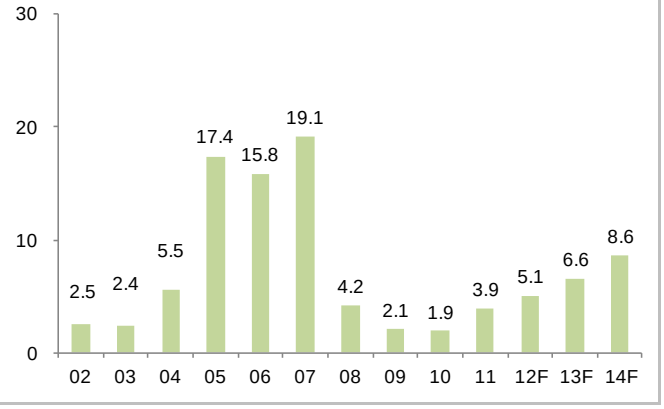
한편 동사의 이자보상배율은 2011 년부터의 영업이익 증가와 금융비용의 점진적인 하락으로 인해 다시 상승 중이며, 2014 년까지 꾸준히 개선될 것으로 예상된다.

Exhibit 19. 순차입금비율 (%)



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 20. 이자보상배율 (배)



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 21. 차입금과 이자보상비율

(Wbn)	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12F	13F	14F
차입금	9.8	8.9	10.8	15.2	25.6	39.7	75.6	89.5	70.8	62.3	57.8	53.0	48.3
현금과 현금성 자산	3.0	3.5	8.3	10.3	11.9	12.5	15.0	20.5	29.9	32.4	37.5	41.6	46.2
순차입금	6.8	5.4	2.5	4.9	13.7	27.1	60.7	69.0	40.9	30.0	20.3	11.4	2.1
순차입금/총자본 (%)	112.9	64.7	16.5	15.1	32.3	35.0	60.5	75.6	44.5	45.5	23.7	11.1	1.7
이자비용	0.6	0.8	0.8	1.0	1.3	1.1	4.4	5.9	5.6	4.2	3.8	3.5	3.2
이자보상배율 (배)	2.5	2.4	5.5	17.4	15.8	19.1	4.2	2.1	1.9	3.9	5.1	6.6	8.6

Source: Company data, Leading Research Center

Section 6: 증자, CB, BW 로 자금을 요구하는 회사인가?

상장 이후 증자 없음

상장 후 증자 없음

동사는 2007 년 2 월 자본금 71 억원으로 코스닥 시장에 상장한 이후 별다른 증자 없이 현재까지 동일한 자본금액을 보유하고 있다.

2005 년부터 해외법인 관련 투자가 활발해지고 '07 년~'10 년 동안은 영업 부진으로 인해 수익저하를 지속하였으나 대부분 부채로 충당, 플러스 잉여현금이 창출되기 시작한 2010 년부터는 부채 또한 상환 중에 있다.

주식을 통한 자금 조달 가능성 낮음

향후 2012 년부터는 영업에서 안정적인 FCF 창출이 예상되는 바, 향후에도 주식을 통한 자금조달의 가능성은 크지 않을 것으로 판단된다.

Exhibit 22. 주식 발행으로 인한 조달금 추이

(Wbn)	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	증가분 '2001-2011
	비상장						상장					
납입자본금	3.2	3.6	3.8	4.4	5.6	5.7	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	3.9
주식발행초과금	1.0	1.7	3.1	7.4	13.9	15.6	52.1	52.1	52.1	52.1	52.1	51.1
주식발행으로 인한 조달금	4.2	1.1	1.6	4.9	7.7	1.8	37.9	0.0	0.0	0.0	0.0	59.2

Source: Company data, Leading Research Center

Overhang 이슈 없음

동사는 CB 나 BW 등의 발행 계획 역시 없다.

Section 7: CEO 의 경영철학은?

국내 임플란트 시장의 개척자
- **국내 최초로 임플란트 자체 개발**
- **수 년 만에 세계 7위 업체로 부상**

오스템임플란트의 최규옥 대표이사는 국내 임플란트 시장의 개척자로, 수입품만이 통용되던 1990 년 대 후반 국내 최초로 치아 임플란트를 자체 개발하여 국내 임플란트 시장의 막을 열었다. 적극적으로 기술력을 확보해 제품의 품질을 높이고 독특한 교육 전략을 입안하여 현재 동사는 매출액 세계 7 위의 업체로써 경쟁력을 인정받고 있다.

독자적인 임플란트 시술 교육 마케팅으로 국내 임플란트 시장 확대와 매출처 확보를 동시에 달성

독자적인 교육 프로그램 전략을 통해 당시 국내에서는 매우 미진했던 임플란트 임상시술 정보를 축적하여 아직 초기 단계에 불과했던 국내 임플란트 시장을 형성시키고 확대하는데 큰 역할을 하였다. 이를 통해 한국 임플란트 시장은 전체 치과의사 중 약 80%가 임플란트 시술이 가능한, 세계시장에서도 드문 임플란트 선진국 반열에 오르게 되었다.

성장성 높은 태평양-아시아 시장에 한발 앞서 진입

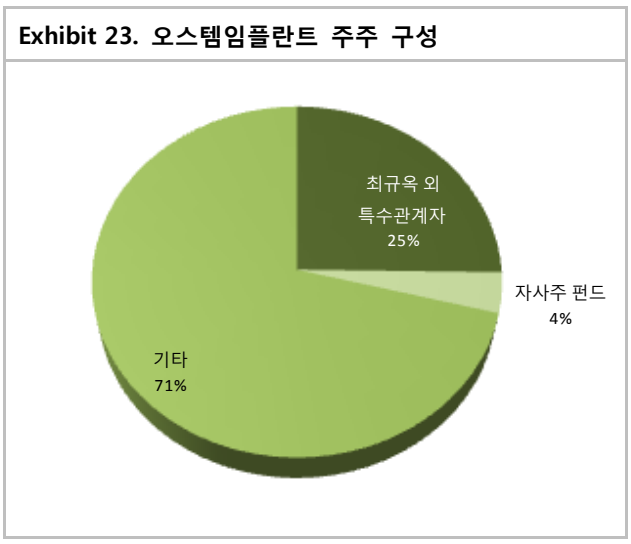
교육 전략은 유럽의 거대 경쟁업체 Straumann 에서 카피할 정도로 효과가 입증되었으며, 동사는 이제까지의 경험과 노하우를 바탕으로 대만, 인도, 베트남, 중국 등 성장성이 높은 아시아 시장에 진입해 교육 시장을 선점하며 해외매출의 성장 기반을 다지는 중이다.

2000년대 후반 국내 임플란트 시장의 치열한 경쟁심화에서 M/S 1위 유지하며 해외로 발돋움

2000 년대 후반 국내시장에 저가의 후발업체들이 난립하며 가격경쟁이 심화되어 한때 부진함을 보였으나, 제품의 안정성과 고품질을 유지하고 적극적인 홍보를 통해 꾸준히 브랜드 인지도를 강화하였다. 결국 많은 후발업체들이 서로간의 경쟁에서 비롯된 수익성 및 재무 불안정으로 탈락하는 와중에도 국내 1 위의 고급 임플란트 업체로써 최대 시장점유율 유지, 2011 년을 기점으로 다시 회복하여 중국 등 해외 매출을 통한 제 2 의 성장기를 바라보고 있다.

주요 경영진 프로필

Exhibit 23. 오스템임플란트 주주 구성



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 24. 주요 경영진 프로필

최규옥 대표이사		경력 / 학력
경력	1997~	오스템임플란트 대표이사
	2001~	앞선치과병원 대표원장
학력	~2010	고려대학교 의과대학 치의학 박사
	~1991	서울대 치의학 학사

Source: Company data, Leading Research Center

Section 8: 환율에 대한 노출과 민감도

환율 민감도: 수출 비중 40% - 환율 노출 큰 편

매출 중 수출비중은 40%이나 수입분은 미미해 환율 민감도 큰 편

2011 년 기준 동사의 전체 매출 중 수출은 40% 내외로 상당히 큰 편이며 대부분이 달러로 결제되고 있다. 주요원자재인 티타늄의 경우 비용이 매출원가 대비 3~5%에 지나지 않아 거의 영향을 주지 않는다고 볼 수 있으며 대부분의 비용이 인건비와 홍보비에서 기인한다.

동사의 제조법인은 한국과 미국 두 곳에 있으며, 전체 수출 매출의 약 25%에 해당하는 미국법인의 경우 제품 제조, 원자재 구입, 판매가 현지에서 이루어지는데다 2011 년에 BE 를 냈으므로 현재 시점에서 환율에 의한 영향이 크다고 보기는 어렵다.

5% 환율 변동 시 영업이익 18% 변동

따라서 전체 매출의 30% 정도가 환율 변동에 노출되어 있다고 볼 수 있다. 5% 환율 변동 시 2012 년 기준 영업이익은 약 18%, 순이익은 약 30% 변동한다.

Exhibit 25. 2012 년 환율 민감도

환율 변동	-5%	-1%	Base	1%	5%
연평균 기준 환율(KRW/US$)	1,026	1,069	1,080.0	1,091	1,134
매출액(십억원)	192.4	195.3	196.0	196.8	199.7
영업이익(십억원)	15.8	18.5	19.2	19.9	22.6
순이익(십억원)	8.0	10.7	11.3	12.0	14.7
주당순이익(원)	561	751	799	846	1,037
PER	18.5	13.8	13.0	12.3	10.0
매출 변화 (%)	(1.9)	(0.4)		0.4	1.9
매출원가 변화 (%)	(0.4)	(0.1)		0.1	0.4
영업이익 변화 (%)	(17.6)	(3.5)		3.5	17.6
순이익 변화 (%)	(29.8)	(6.0)		6.0	29.8

Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 26. 2013 년 환율 민감도

환율 변동	-5%	-1%	Base	1%	5%
연평균 기준 환율(KRW/US$)	998	1,040	1,050.0	1,061	1,103
매출액(십억원)	222.7	226.8	227.9	228.9	233.0
영업이익(십억원)	18.2	22.1	23.0	24.0	27.8
순이익(십억원)	10.0	13.8	14.8	15.7	19.5
주당순이익(원)	703	973	1,040	1,107	1,377
PER	14.8	10.7	10.0	9.4	7.6
매출 변화 (%)	(2.3)	(0.4)		0.5	2.3
매출원가 변화 (%)	(0.4)	(0.1)		0.1	0.4
영업이익 변화 (%)	(20.8)	(4.2)		4.2	20.8
순이익 변화 (%)	(32.4)	(6.5)		6.5	32.4

Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 27. 2014 년 환율 민감도

환율 변동	-5%	-1%	Base	1%	5%
연평균 기준 환율(KRW/US$)	998	1,040	1,050.0	1,061	1,103
매출액(십억원)	259.3	264.9	266.2	267.6	273.2
영업이익(십억원)	110.4	110.7	110.8	110.8	111.2
순이익(십억원)	128.1	128.1	128.1	128.1	128.1
주당순이익(원)	20.9	26.1	27.4	28.7	33.9
PER	12.2	17.4	18.7	20.0	25.2
매출 변화 (%)	(2.6)	(0.5)	0.0	0.5	2.6
매출원가 변화 (%)	(0.4)	(0.1)	0.0	0.1	0.4
영업이익 변화 (%)	(23.8)	(4.8)	0.0	4.8	23.8
순이익 변화 (%)	(34.8)	(7.0)	0.0	7.0	34.8

Source: Company data, Leading Research Center

Section 9: 영업현황 및 실적전망

한국 임플란트 시장의 프론티어

오스템임플란트:
국내 최초 치과용 임플란트 자체생산 업체

오스템임플란트는 2007년 상장한 국내 최초 치과용 임플란트 제조 업체로 임플란트 시술 시 필요한 나사와 드릴의 제조와 함께 뼈 이식재, 보조기구, 덴탈체어 등의 치과용 기자재를 유통하고 있다.

1990년대 후반 동사 설립 당시, 외산품이 주류이던 국내시장

동사는 원래 병원 관련의 시스템 소프트웨어 업체였으나 1990년대 후반 임플란트 제조로 주업종을 변경했다. 오스템임플란트가 막 사업을 시작했을 당시 한국 임플란트 시장 또한 아직 초기 단계로, 임플란트 시술이 가능한 치과의사 자체가 매우 적었으며 그 얼마 안 되는 의사들 또한 외국 임플란트 업체에서 제품을 직접 수입해 사용하는 상황이었다.

적극적 R&D 로 고품질 제품 자체 생산, 독자적인 교육 프로그램 통해 직접 매출처 창출

사업 초반 기술력이 미진했던 동사는 특허 규제가 풀린 외국 기업의 제품을 그대로 복사하여 저가에 납품하였으나, 의료기기인데다 시술이 실패할 시 피해가 큰 임플란트 시술 특성 상 저품질 제품 수요는 낮을 수 밖에 없었다. 이를 보완하기 위해 동사는 적극적인 R&D 를 통해 제품의 품질을 크게 개선하고 고품질 제품의 자체 개발 생산을 시도하였으며, 독자적인 교육 프로그램을 통해 한국 치과의사들에게 임플란트 시술 교육을 제공하고 그를 통해 매출처를 창출하며 시장을 확보하였다.

국내 최대 M/S(45%) 보유 중, 한때 부진했으나 2011년부터 다시 회복세

현재 동사는 디오(039840 KQ)만이 국내에 상장한 임플란트 업체이며 이 중 동사는 국내 최대의 시장점유율(45%)을 보유 중이다. '08년~'10년에 걸쳐 저가 임플란트 업체들의 난립으로 인한 경쟁심화 때문에 매출이 하락세에 있었으나, 고품질을 앞세운 동사 제품의 고급 브랜드 화를 통해 시장 최대점유율을 사수한 후 2011년부터 재차 회복세에 들어서기 시작했다.

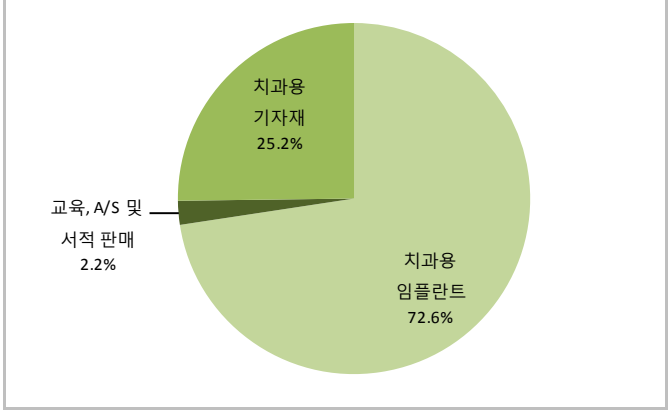
현재 해외매출 비중 확대에 주력 중, 2014년까지 5:5 비중 계획 중

동사는 2000년대 중반까지는 국내시장 위주로 사업을 하였으나 이후 보다 성장성이 높은 해외시장으로 영역을 넓히기 시작해, 2006년 기준 약 2% 비중만을 차지했던 해외 매출이 2011년 기준 40%까지 확대되었다.

2012년, 중국과 미국에서 매출 성장 예상

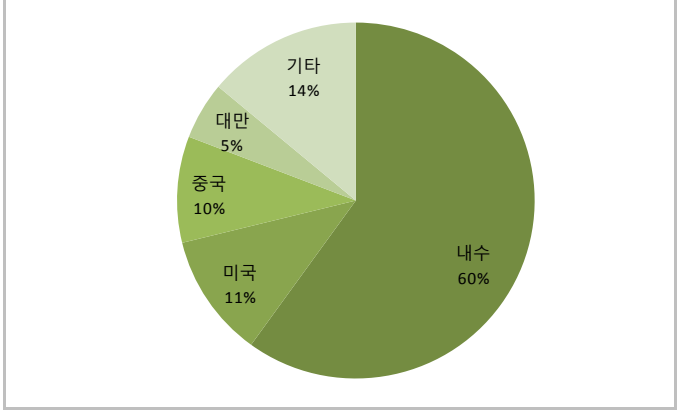
동사는 연평균 30%의 임플란트 시장 성장률이 예상되는 중국에서 기본 영업 인프라를 구축하는 투자를 일단락 지음으로써 2012년부터 매출신장이 일어날 것을 기대하고 있으며 세계 임플란트 시장의 40% 비중을 차지하고 있는 미국에서는 흑자원년을 맞이하는 등 향후 해외매출 비중 확대에 무게를 둘 생각이다.

Exhibit 28. 제품별 매출비중 (2011 년)



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 29. 지역별 매출비중 (2011 년)



Source: Company data, Leading Research Center

독자적 교육 전략을 통한 시장 확보 경쟁력 우위

동사 사업 초반, 국내 임플란트 시장 인프라는 미미하고 외산품만이 주류

동사가 임플란트 사업을 시작한 90년대 후반은 국내 임플란트 시장 또한 초기에 지나지 않을 때로, 임플란트 시술이 가능한 의사의 비율은 전체 치과의사 대비 약 3% 정도에 불과했다. 그 소수의 의사들은 대부분이 Straumann 이나 Biomet 등 외국 대형 업체에서 임플란트 제품을 직수입해 사용하고 있는 상태였다.

치과에서 Straumann 등 유명업체 제품만을 선호했던 이유는 첫째로 국내에는 마땅한 임플란트 제조업체가 없었고, 둘째로는 대부분의 의사들이 임플란트 시술 교육을 받을 때 이미 대형업체의 제품을 사용해 실습을 했었기 때문이다.

임플란트 시술 특성 상 품질과 안전성이 관건… 검증된 외산품만이 선호받았던 이유

당시 한국 의사들이 임플란트 시술 교육을 받을 수 있는 방법은 미국이나 유럽 등 임플란트 기술이 선진화된 국가의 학회 등에 참여하는 것이었다. Straumann 등의 대형업체는 이러한 학회나 교육회에 기부를 하고 자사 제품을 실습용 임플란트로 제공하였다. 임플란트는 잇몸과 뼈에 직접 시술해야 하므로 의료 안전 문제와 임상결과의 축적에 민감할 수 밖에 없고, 따라서 의사들은 이미 안전성의 검증이 충분히 이뤄진데다 실습을 통해 자연스럽게 익숙해진 제품의 브랜드를 선호하게 된 것이다.

결국 동사가 사업 초반에 적용했던, 특허가 풀린 대형업체 제품을 카피해 저가로 납품하는 방식은 성장이 더딜 수 밖에 없었다. 안전성 검증 및 실제 시술 후의 피드백이 부족할 뿐 아니라 품질 또한 뒤떨어질 수 밖에 없었기 때문이다.

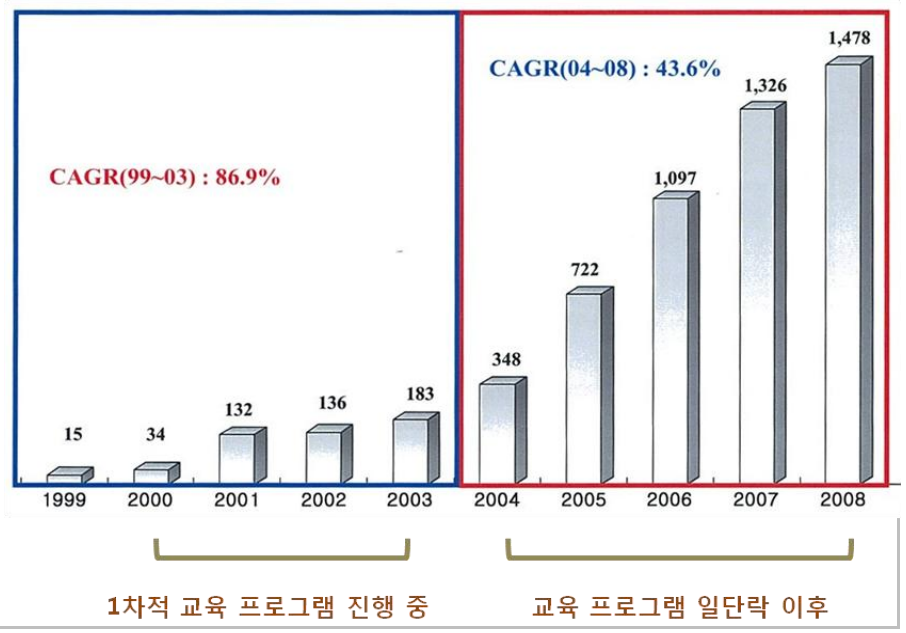
적극적인 R&D 로 고품질 제품의 자체 개발 생산 시도

이러한 문제점을 해결하고 국내 임플란트 시장을 확보하기 위해 동사는 두가지 전략을 사용했다. 첫번째는 적극적으로 R&D 에 투자해 동사만의 기술력을 확보하여 고품질 제품을 생산하는 것이고, 두번째는 독자적인 치과의사 대상 교육 프로그램을 통해 직접 매출처를 창출하는 것이었다.

독자적 교육 프로그램을 통해 국내 임플란트 시장 개척 시도

동사는 당시 임플란트 시술이 가능하던 소수의 치과의사를 교사로써 초청하고, 금전과 시간 문제 상 외국으로 시술 교육을 받으러 가지 못한 국내 의사들을 위한 장기 교육 프로그램을 시행해 실습용으로 동사의 제품을 제공하였다. 해외 학회의 경우와 마찬가지로 오스템임플란트의 교육 프로그램을 거친 의사들은 대부분 동사의 제품에 신뢰를 가지게 되었으며 이는 그대로 매출처 창출로 이어지게 되었다.

Exhibit 30. 국내 교육 프로그램 진행도와 매출 추이



Source: Company data, Leading Research Center

임플란트 시술 교육을 진행하며 동사 제품을 실습용으로 제공
- **시술이 가능한 국내 치과의사를 양산 = 기본적인 시장 인프라 구축**
- **의사들은 실습 시 사용한 제품을 선호 = 매출처 창출**

이러한 교육 전략을 통해 동사는 임플란트 시술이 가능한 의사를 적극적으로 양산하여 아직 미미했던 국내 임플란트 시장 자체를 확대함과 동시에 고객처를 직접 창출했던 것으로, 이는 시장 점유라기 보다는 시장 개척 및 확보에 가깝다고 볼 수 있다. 실제로 2000년 기준 국내 약 15,000명의 치과의사 중 임플란트 시술이 가능한 의사는 약 300명 가량(3%) 이었으나, 2010년 기준 약 18,000명의 치과의사 중 시술이 가능한 의사는 약 15,000명 가량(83%)이며 이 중 만여명이 동사의 교육 프로그램을 거친 적이 있는 것으로 추정되고 있다.

2004년부터 연평균 44%의 가파른 매출 성장률 달성, 국내 임플란트 시장을 장악

R&D 와 교육 프로그램은 양쪽 다 효과가 장기간에 걸쳐 나타나는 전략이었으나 동사는 꾸준히 투자를 지속했고, 그 결과 교육 프로그램의 시행 3~4년 후인 2004년경부터 가파른 매출 성장과 시장점유율 확대를 보였다. 2004년~2008년 사이 동사의 연평균 성장률은 약 44%를 기록하였으며 시장점유율은 60%로 국내시장 내 외국 대형업체의 점유율을 가볍게 넘어섰다.

교육 프로그램은 신흥시장에서도 여전히 유효

동사는 이처럼 임플란트 시술에 있어 비교적 후진적인 지역에 적극적으로 진입해 직접 시장 기반을 창출해내는 전략을 통해 내수시장뿐만 아니라 대만, 중국 등의 아시아 지역에도 사업 기반을 마련하였으며, 특히 중국은 향후 시장 자체의 외형 성장이 예상됨에 따라 기대가 높은 상황이다.

중국 매출 신장이 시작되는 2012년

2012년부터 해외 매출액이 국내 매출액 뛰어넘을 것으로 예상

동사는 미국을 비롯해 대만, 중국, 러시아 등 세계 각지 해외법인을 통한 수출 확장에 주력하고 있다. 2006년에는 전체 매출의 약 2% 였던 해외 매출 비중이 2011년에는 40%까지 확대되었으며, 2012년부터는 해외 매출액이 국내 매출액을 뛰어넘고 주요 해외 법인의 수익성이 본격화될 것으로 예상되고 있다.

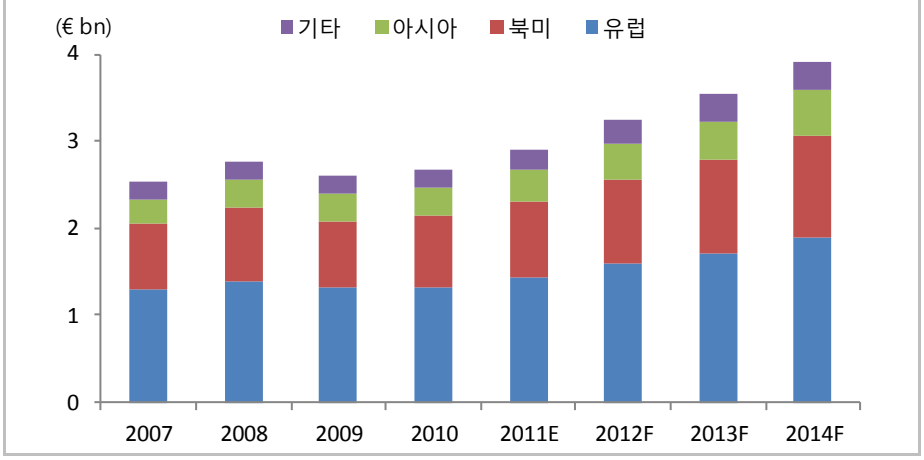
중국 임플란트 시장, 연평균 30% 이상의 성장 예상

전체 수출 매출 중 약 25%를 차지하는 중국의 경우, 임플란트 시장 자체가 성장기 초반에 불과한 상태이며 앞으로 외형 성장이 빠르게 일어날 것으로 전망되는 중이다. 전체 치과의사 중 임플란트 시술 가능한 의사의 비율이 80% 가량인 한국과 달리 중국은 아직 5% 밖에는 되지 않는 상태인데, 인구적으로 잠재시장이 큰데다 최근 소득 수준이 늘어나는 추세여서 전체적인 의료시장 규모의 확대가 예상되고 있으므로 임플란트 시장 자체의 확대와 함께 동사의 매출 성장도 기대할 만 하다.

2011년을 기점으로 1차적 영업 인프라 구축 완료

동사는 2007년경부터 교육 프로그램을 시작해 2011년에는 교육을 받은 중국 치과의사 누적수가 약 3,500명이 되었다. 이렇듯 일차적인 인프라 구축이 마무리 단계에 들어감에 따라 2012년부터는 매출 신장의 시기가 될 것으로 예상하고 있다.

Exhibit 31. 지역별 해외 매출 추이



Source: Company data, Leading Research Center

2012년부터 매출신장 시기… 연평균 40%의 매출 성장률 예상

이전 국내의 선례를 보면 일차적 교육 진행이 끝난 2004년부터 연간 매출 성장률이 44%에 달할 정도로 급성장 하였으므로 중국도 비슷한 양상을 보일 것으로 기대된다.

독자적 교육 프로그램 통해 시장선점효과 누릴 듯

거대 경쟁업체인 Straumann 이 동사의 전략을 카피해 중국 내에서 독자적인 교육을 진행하고 있으나 교육 전략의 노하우와 경험은 동사 쪽이 우위를 점하여 실제로 중국 임플란트 교육시장의 약 70% 이상을 동사가 장악하고 있는 것으로 추정된다. 한국 후발업체들 또한 중국 및 대만 공략을 시작했으나 교육 전략의 특성 상 시장 선점 효과를 충분히 볼 수 있을 것으로 판단된다.

2014년까지 전체 해외매출 대비 30% 비중 예상

2011년 기준으로 전체 수출 대비 약 25%인 중국 매출비중은 2014년에 30%까지 확대될 것으로 전망되며, 중국 시장이 현재 전망 이상으로 성장한다면 그 이상으로 확대될 수도 있을 것으로 보인다.

미국법인은 2012년에 흑자원년을 맞을 예정

마찬가지로 전체 수출 매출 중 약 25%를 차지하는 미국 법인의 경우, 2011년 BE 를 보이고 2012년은 흑자원년이 될 것으로 예상되고 있다. 미국과 유럽 등 주요 임플란트 시장에서는 현지의 대형 경쟁사가 주류이나, 동사의 제품은 대형사들과 비교해도 질적인 면에서 손색이 없다고 인정받고 있는데다 상대적인 가격 경쟁력이 있는 상황이다. 기본적인 시장규모가 큰 미국의 특성 상 동사의 현재 점유율은 작아도 향후 전체 매출 성장에 견조한 뒷받침이 될 것으로 예상되고 있다.

국내 시장 혼란기를 극복하고 회복세에 돌입

2007년까지 국내시장에서 연평균 44% 성장률 유지

사업이 본격화된 2003년부터 2007년까지 동사는 국내 1위의 시장점유율(60%)을 유지하며 연평균 44%의 매출 성장을 보이고 있었으나, 2008년을 기점으로 매출이 하락하기 시작했다.

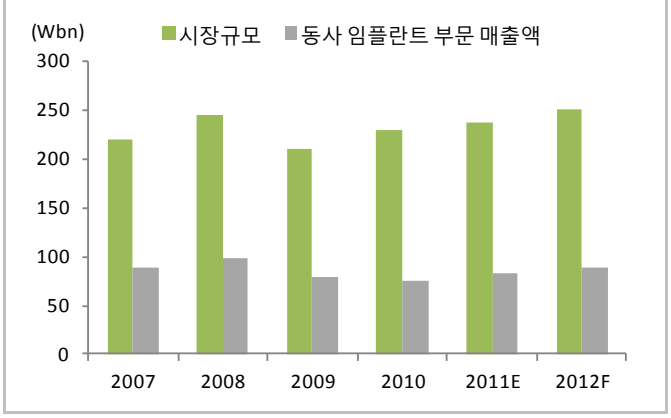
국내시장 내 난립한 저가 경쟁사들로 인해 경쟁심화에 돌입, 2010년까지 매출 하락세

주요 요인은 당시 국내 임플란트 시장 내 난립한 저가 후발업체들로 인한 경쟁심화로, 2007년에는 국내시장의 약 20%만을 차지하던 국내 경쟁사들의 시장점유율이 2008년 이후에는 약 40%까지 확대되어 가격경쟁 또한 치열해졌다. 동사는 점유율 40%를 유지하며 국내 1위의 자리를 지켰으나 경쟁심화에 더해 2008년 시작된 세계금융위기까지 겹쳐 임플란트 시장 자체의 성장이 둔화세를 보였고, 결과적으로 '09년과 '10년에는 매출이 각각 -12.3% YoY, -1.3% YoY 하락하였다.

2011년에 턴어라운드, 다시 실적 회복세

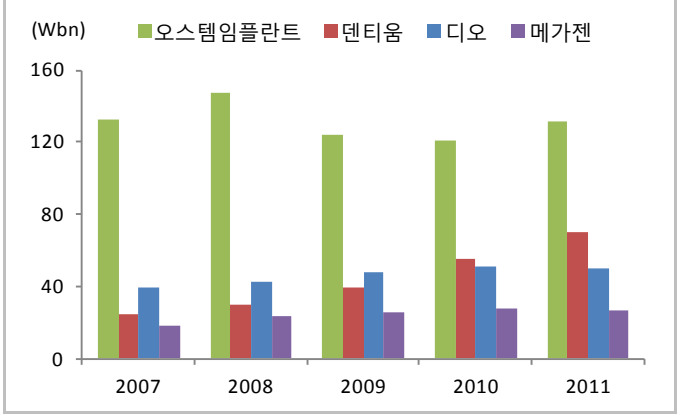
이러한 매출 하락세는 2010년 2분기를 저점으로 다시 회복되기 시작해 2011년에는 확실히 턴어라운드를 하였다.

Exhibit 32. 국내 임플란트 시장규모와 동사 매출 추이



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 33. 국내 상위 임플란트 업체 매출 추이



Source: Company data, Leading Research Center

회복 요인:
- **경쟁에서 탈락한 후발업체들의 자체정리**
- **고급 임플란트 업체로써 브랜드 인지도 강화**

동사가 다시 회복세에 들어선 요인으로는 1) 업계 내 치킨게임 끝에 수익성 및 재무가 부실해져 자체 정리되기 시작한 후발업체들과 2) 가격경쟁 속에서도 제품의 고품질을 유지하고 홍보 활동을 통해 높아진 동사의 브랜드 인지도를 들 수 있다.

임플란트 제품과 기자재는 의료기기에 가깝고, 일회성으로 사용되는 것이 아니라 직접 인체 안에 심어져 오랜 기간 사용되는 것이므로 무엇보다 품질과 안전성이 우선시 된다.

독자적 기술력에 바탕한 안정성 높은 고품질 제품, 홍보를 통한 브랜드 인지도 강화를 통해 하락세 탈출

따라서 기술력이 받쳐주지 못한 채 저가만을 표방한 후발업체들은 시장에서 오래 버티지 못하고 탈락하였으며, 독자적인 기술력을 확보한 소수의 주요 경쟁사들 또한 경쟁심화의 지속과 세계금융위기로 인한 시장 전체의 둔화로 인해 타격을 받을 수 밖에 없었다.

실제로 국내 3위 임플란트 업체로 인식되고 있는 디오의 경우 2010년에 134억원의 순이익 적자를 내었으며, 2011년에 턴어라운드 하였으나 매출 성장률은 7.7% 정도였다.

가격경쟁 지속으로 경쟁력 하락한 타사 대비 견고한 사업기반 증명

동사 또한 2008년 이후 매출과 재무 면에서 부진함을 보일 수 밖에 없었으나 그런 와중에도 고품질을 우선시하며 적극적인 홍보를 통해 치과의사만이 아닌 일반인(최종소비자)에게도 브랜드 인지도를 강화하였고, 그 결과 국내 시장점유율을 회복하기 시작해 2011년 말 기준 45%(+5%p YoY)의 점유율을 보이며 타사 대비 경쟁력 우위를 확인하게 되었다.

2012년에는 국내시장에서의 회복에 더해 해외시장에서의 성장을 발판으로 2011년에 보인 회복세를 이어갈 것으로 예상하고 있다.

치과용 임플란트 시장 현황

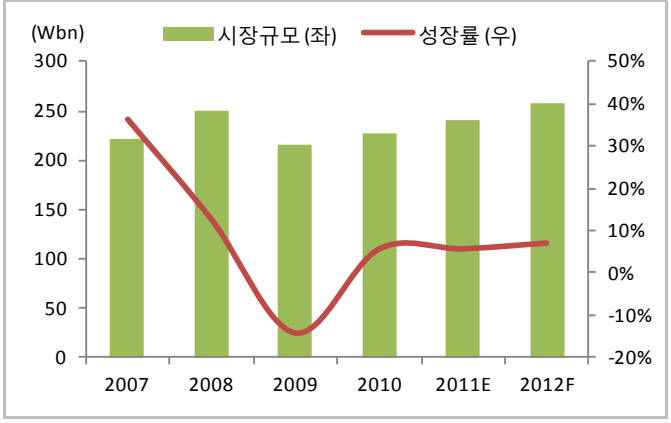
국내 임플란트 시장규모: 약 2,400억원, 향후 연평균 10% 내외의 꾸준한 성장 예상

국내 임플란트 시장은 2011년 기준 약 2,400억원 규모로 이미 성숙기에 들어서 있다. 다만 사회적 고령화 문제, 치아 심미치료에 대한 인식의 개선, 임플란트 비용의 전체적인 인하 및 시술 기간 축소를 통한 임플란트 시술의 일반화로 인해 쇠퇴기가 빠르게 올 가능성은 적으며, 향후 10년 정도는 수요가 지속되어 연평균 5%~10% 내외의 꾸준한 성장을 할 것으로 예상된다.

세계 임플란트 시장규모: 약 4조원, 미국 및 서유럽은 성숙기이나 신흥시장은 성장기 진입

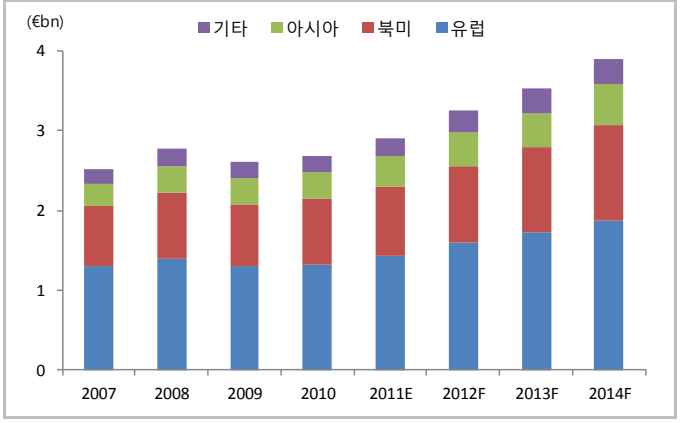
세계 임플란트 시장은 2011년 기준 약 4조원 규모로 이 중 대부분이 미국과 서유럽 등 선진시장에 치중되어 있다. 선진시장의 경우 이미 성숙기이므로 저성장이 예상되지만 그 외 BRICs 를 비롯하여 베트남 등 아시아-태평양 지역과 중동, 동유럽 등 신흥시장은 이제 막 성장기에 들어선 시점이라고 볼 수 있다.

Exhibit 34. 국내 임플란트 시장 규모 및 성장률



Source: 식품의약품안전청, Leading Research Center

Exhibit 35. 세계 임플란트 시장 규모 추이



Source: Thomson, Leading Research Center

세계 임플란트 시장 성장 전망 양호:
- **인구 고령화**
- **소비자 소득수준 증대**
- **심미 치료의 인식 개선**

실제로 세계 전체 치과의사 중 임플란트 시술이 가능한 의사의 비중은 약 10%로 추정되고 있고 그 중 20~25%가 미국의 비중일 정도로 임플란트 시장 자체가 세계 인구 대비 작은 수준에 머물러 있다.

반면 세계적으로 고질적인 사회문제로써 꼽히고 있는 인구 고령화, 신흥시장을 포함한 소비자의 소득수준 증대에 따라 의료 및 의료기기 시장이 꾸준한 성장세를 보이고 있으며 특히 치과의 경우 단순히 치료뿐만 아니라 교정이나 치아 복원 등 미용적인 부분에서도 선호도가 크게 오르는 중이므로 이와 밀접하게 연관된 임플란트 업계는 성장성이 높다고 볼 수 있다.

세계 임플란트 시장: 연 20% 성장률 전망

현재 세계 임플란트 시장은 연 20% 증가 추세로 2015년경에는 약 5조원 규모가 예상되며, 신흥시장의 성장에 따라 더 큰 폭으로 확대될 가능성도 있다.

BRICs 임플란트 시장의 비중 확대 전망, 2009년 10% → 2014년 15%

BRICs 임플란트 시장은 지속적 성장 및 고속성장이 예상되고 있어 향후 세계시장에서의 비중이 확대될 것으로 전망되고 있다. '09년 기준 약 10% 비중에서 '14년에는 15% 이상의 비중이 될 것으로 예상된다.

중국 임플란트 시장은 연간 30% 성장률 전망

특히 중국은 국가 차원에서 의료 시장의 전반적인 지원을 진행해 왔고, 최근에는 국가가 경영하는 거대병원뿐 아니라 중소규모 병원의 임플란트 수요가 높아지는 경향을 보여 임플란트 시장의 성장 가속화가 기대된다.

중국 임플란트 시장은 2014년까지 연간 30% 이상의 성장률을 보일 것으로 예상되며 동사는 현재 중국 임플란트 시장의 약 40%를 점유하고 있다.

실적현황 및 전망

2010년까지의 하락세에서 벗어나 2011년 영업이익 27% YoY 성장

동사는 2008년까지의 가파른 매출성장에 비해 2009년에는 -12.3% YoY, 2010년에는 -1.3% YoY 의 마이너스 성장률을 보였다 (K-GAAP 연결 기준). 그러나 2010년 2분기를 저점으로 2011년에는 턴어라운드 하여 매출 1,704억원 (+15.5% YoY), 조정영업이익 164억원 (+26.8% YoY), 순이익 42억원 (+295.7% YoY)을 기록하며 회복세에 들어섰다 (K-IFRS 연결 기준).

국내 매출의 회복, 해외 매출의 지속적 성장 전망

2012년에는 국내 시장에서의 점유율 회복과 미국법인의 흑자전환을 기반으로 중국법인의 성장 가속화 또한 기대됨에 따라 지속적인 성장이 전망되며, 매출 1,960억원(+15.1% YoY)과 조정영업이익 19.2억원(+16.9% YoY)이 예상된다.

2014년까지 연평균 16%대의 매출 성장률 예상

2014년까지 연평균 16% 대의 매출 성장을 전망하고 있으며, 중국법인의 성장에 따라 이보다 성장률이 확대될 가능성도 있다고 보인다.

Exhibit 36. 연간 및 분기별 실적

(Wbn,%)	3Q11P	4Q11P	1Q12E	2Q12 E	3Q12 E	4Q12 E	2011	2012F	2013F	2014F
매출	41.9	44.1	47.9	48.8	49.1	50.2	170.4	196.0	227.9	266.2
조정영업이익	4.7	4.0	4.1	4.3	5.6	5.2	16.4	19.2	23.0	27.4
세전이익	5.3	2.1	2.9	3.2	4.7	4.3	11.4	15.1	19.7	24.9
순이익	3.0	(1.8)	2.3	2.4	3.5	3.1	4.2	11.3	14.8	18.7
이익률 (%)										
영업이익률	11.1%	9.0%	8.6%	8.8%	11.4%	10.4%	9.6%	9.8%	10.1%	10.3%
순이익률	7.2%	-4.0%	4.8%	4.9%	7.1%	6.3%	2.5%	5.8%	6.5%	7.0%
성장률 (%, YoY)										
매출액	N/A	N/A	12.0%	17.4%	17.1%	13.9%	29.7%	15.1%	16.2%	16.8%
영업이익	N/A	N/A	1.7%	14.8%	20.0%	30.6%	53.3%	16.9%	19.8%	19.2%
순이익	N/A	N/A	100.0%	29.7%	16.7%	N/A	148.9%	167.0%	30.2%	26.6%

Source: Company data, Leading Research Center

재무제표

손익계산서

(Wbn)	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12F	13F	14F
매출액	**13.6**	**18.3**	**34.8**	**72.2**	**109.7**	**132.6**	**151.9**	**133.2**	**131.4**	**170.4**	**196.0**	**227.9**	**266.2**
매출액 증가율 (%)	3.3	34.2	90.2	107.3	52.1	20.9	14.5	(12.3)	(1.3)	29.7	15.1	16.2	16.8
매출원가	6.2	7.0	13.8	27.9	46.7	60.4	70.8	65.8	64.5	69.9	80.8	94.3	110.8
매출총이익	**7.4**	**11.3**	**21.0**	**44.3**	**63.0**	**72.3**	**81.1**	**67.4**	**66.9**	**100.5**	**115.3**	**133.5**	**155.5**
매출총이익율 (%)	54.4	61.9	60.3	61.4	57.4	54.5	53.4	50.6	50.9	59.0	58.8	58.6	58.4
판매관리비	**6.0**	**9.4**	**16.7**	**26.9**	**43.2**	**50.4**	**62.9**	**55.1**	**56.1**	**84.0**	**96.1**	**110.5**	**128.1**
조정영업이익	**1.4**	**1.9**	**4.3**	**17.4**	**19.8**	**21.9**	**18.3**	**12.3**	**10.7**	**16.4**	**19.2**	**23.0**	**27.4**
조정영업이익률 (%)	**10.6**	**10.4**	**12.4**	**24.1**	**18.0**	**16.5**	**12.0**	**9.2**	**8.2**	**9.6**	**9.8**	**10.1**	**10.3**
순 기타수익	(0.4)	(0.4)	0.2	(0.7)	0.4	(1.1)	10.9	0.9	0.4	(3.6)	(1.5)	(1.4)	(1.1)
발표영업이익	**1.4**	**1.9**	**4.3**	**17.4**	**19.8**	**21.9**	**18.3**	**12.3**	**10.7**	**12.8**	**17.7**	**21.6**	**26.3**
순 지분법 이익	0.0	0.0	0.0	(0.1)	(1.5)	(6.7)	(1.6)	(3.4)	(0.8)	0.0	0.0	0.0	0.0
금융수익	0.1	0.1	0.1	0.2	0.7	0.7	0.7	0.6	1.0	7.6	3.7	4.0	4.2
금융비용	0.7	1.1	2.1	5.8	9.5	10.3	15.0	13.1	11.6	9.0	6.3	5.9	5.6
법인세비용차감전 순이익	0.4	0.6	2.5	10.9	10.0	4.6	13.2	(2.7)	(0.3)	11.4	15.1	19.7	24.9
법인세 비용	0.0	(0.0)	0.4	1.3	1.9	7.4	4.0	(4.5)	(2.0)	7.2	3.8	4.9	6.2
법인세율	0.1	(0.0)	0.2	0.1	0.2	1.6	0.3	0.0	0.0	0.6	0.3	0.3	0.3
당기순이익	**0.4**	**0.6**	**2.0**	**9.7**	**8.1**	**(2.9)**	**9.2**	**1.8**	**1.7**	**4.2**	**11.3**	**14.8**	**18.7**
지배주주	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	12.0	3.6	3.2	5.5	12.8	16.3	20.2
비지배주주	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	(2.9)	(1.8)	(1.5)	(1.2)	(1.5)	(1.5)	(1.5)
기타포괄손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	(0.5)	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	0.4	0.6	2.0	9.7	8.1	(2.9)	9.2	1.8	1.7	3.7	11.3	14.8	18.7

대차대조표

(Wbn)	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12F	13F	14F
유동자산	**10.6**	**15.7**	**26.1**	**49.4**	**79.8**	**126.7**	**160.4**	**157.2**	**164.4**	**161.2**	**184.2**	**211.1**	**244.0**
현금및 현금성 자산	1.3	2.7	6.3	6.7	4.9	4.4	9.5	10.4	12.1	17.7	20.5	23.2	25.2
단기금융자산	1.7	0.8	2.0	3.5	7.0	8.2	5.5	10.1	17.7	14.7	17.0	18.4	21.0
매출채권	6.2	7.4	9.4	16.8	27.6	54.8	77.5	79.1	84.3	73.2	84.5	98.2	115.0
재고자산	2.3	4.3	8.0	19.5	40.2	59.5	68.8	57.7	49.3	56.0	62.6	71.7	83.1
기타유동자산	(0.8)	0.5	0.4	2.8	0.2	(0.2)	(0.8)	(0.2)	0.9	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.3)
비유동자산	**7.6**	**7.1**	**10.5**	**25.1**	**32.8**	**49.3**	**76.4**	**73.6**	**55.7**	**73.4**	**72.2**	**69.5**	67.3
유형자산	5.9	5.3	8.4	22.7	26.4	43.1	55.9	52.5	33.5	37.4	36.4	34.8	33.0
장기금융자산	0.4	0.5	0.6	0.5	0.6	0.2	5.5	1.8	0.7	0.0	0.5	0.0	0.0
관계기업투자	0.0	0.0	0.0	0.3	3.2	0.6	0.0	2.8	2.4	2.2	2.0	2.0	2.0
공동지배기업투자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동자산	1.4	1.2	1.5	1.6	2.7	5.3	15.0	16.4	19.0	33.9	33.3	32.7	32.3
자산총계	**18.3**	**22.8**	**36.6**	**74.5**	**112.7**	**175.9**	**236.9**	**230.7**	**220.0**	**234.7**	**256.4**	**280.6**	**311.3**
유동부채	**5.1**	**11.1**	**18.6**	**38.6**	**63.8**	**85.9**	**123.8**	**132.9**	**124.1**	**161.9**	**163.1**	**168.6**	**176.9**
매입채무	0.3	1.6	2.0	5.1	10.0	11.4	13.8	5.0	3.8	4.5	6.1	7.7	10.9
단기금융부채	3.4	6.3	8.6	12.6	21.2	29.0	65.7	84.0	69.2	58.8	55.3	51.3	47.1
기타유동부채	1.5	3.2	7.9	20.8	32.6	45.5	44.3	43.8	51.2	98.6	101.7	109.5	118.9
비유동부채	**7.2**	**3.3**	**2.7**	**3.2**	**6.3**	**12.5**	**12.8**	**6.7**	**3.9**	**6.9**	**7.5**	**9.3**	**9.8**
장기매입/기타채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기금융부채	6.4	2.6	2.2	2.6	4.4	10.7	10.0	5.4	1.6	3.5	2.5	1.7	1.2
기타비유동부채	0.8	0.7	0.6	0.7	1.9	1.8	2.8	1.3	2.3	3.4	5.0	7.6	8.6
부채총계	**12.3**	**14.4**	**21.3**	**41.8**	**70.1**	**98.4**	**136.5**	**139.6**	**128.0**	**168.8**	**170.6**	**177.9**	**186.7**
자본금	3.6	3.8	4.4	5.6	5.7	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1
자본잉여금	1.7	3.3	7.5	14.1	15.8	52.3	52.3	52.3	52.3	52.3	52.3	52.3	52.3
기타포괄손익	0.0	0.0	0.0	(0.0)	(0.1)	(0.1)	1.9	1.0	1.2	0.0	1.5	1.5	1.5
기타자본구성요소	0.0	0.0	0.0	0.0	(0.0)	0.0	0.0	(10.8)	(10.8)	(17.1)	(10.8)	(9.5)	(8.0)
이익잉여금	0.7	1.3	3.3	13.0	21.1	18.2	28.8	32.6	34.8	16.9	28.2	43.0	61.7
비지배주주	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	10.2	8.9	7.4	6.6	7.5	8.3	10.0
자본총계	**6.0**	**8.4**	**15.3**	**32.7**	**42.5**	**77.5**	**100.3**	**91.2**	**92.0**	**65.8**	**85.8**	**102.7**	**124.6**

현금흐름표

(Wbn)	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12F	13F	14F
당기순이익	**0.4**	**0.6**	**2.0**	**9.7**	**8.1**	**(2.9)**	**9.2**	**1.8**	**1.7**	**4.2**	**11.3**	**14.8**	**18.7**
비현금성 비용/수익 조정	**2.4**	**3.4**	**5.6**	**10.9**	**15.9**	**25.4**	**16.8**	**18.3**	**16.5**	**14.5**	**17.0**	**17.3**	**17.5**
유형/무형자산	0.6	1.1	1.2	2.4	3.6	4.0	4.8	4.4	3.6	3.5	3.5	3.6	3.6
충당부채전입금	0.2	0.3	0.5	0.9	1.5	2.3	3.1	2.6	2.8	2.8	2.8	2.8	3.0
순 외화평가차익	(0.0)	(0.2)	(0.0)	(0.0)	0.2	(0.2)	(0.0)	(0.3)	(0.1)	0.0	(0.1)	(0.1)	0.0
순 지분법투자이익	0.0	0.0	0.0	(0.1)	(1.5)	(6.7)	(1.6)	(3.4)	(0.8)	0.0	(1.0)	(1.1)	(1.0)
기타	1.3	1.5	3.5	7.1	9.3	11.9	6.7	6.8	8.5	7.4	7.3	7.2	7.2
영업자산과 부채의 가산	**(3.0)**	**(3.2)**	**(4.0)**	**(12.7)**	**(22.1)**	**(46.2)**	**(41.8)**	**(20.7)**	**(5.7)**	**(10.2)**	**(16.3)**	**(21.1)**	**(25.1)**
운전자금의 증가(감소)	3.6	1.9	5.3	15.9	26.5	45.0	29.7	(0.6)	(2.0)	(5.2)	16.3	21.1	25.1
기타	(0.6)	1.3	(1.3)	(3.2)	(4.4)	1.2	12.1	21.4	7.7	15.4	0.0	0.0	0.0
영업활동현금흐름	**(0.2)**	**0.7**	**3.6**	**7.9**	**1.9**	**(23.7)**	**(15.8)**	**(0.6)**	**12.5**	**8.5**	**12.0**	**10.9**	**11.1**
설비투자	1.1	0.6	4.3	16.8	7.3	20.7	12.2	2.0	1.1	4.0	2.5	2.0	1.8
잉여현금흐름	**(1.3)**	**0.1**	**(0.7)**	**(8.9)**	**(5.4)**	**(44.4)**	**(28.0)**	**(2.6)**	**11.4**	**4.5**	**9.5**	**8.9**	**9.3**
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산증가	0.0	0.0	0.0	0.0	4.4	4.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
신주발행	0.0	1.6	4.9	7.7	1.8	37.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채증가	4.3	(0.8)	1.9	4.4	10.4	14.0	36.0	13.8	(18.7)	(8.4)	(4.5)	(4.8)	(4.7)
기타	2.8	0.4	1.1	1.2	0.2	3.2	(4.5)	10.3	5.2	1.5	0.0	0.0	0.0
순현금흐름	**0.2**	**1.4**	**3.5**	**0.5**	**(1.9)**	**(0.5)**	**5.2**	**0.9**	**1.7**	**5.5**	**2.8**	**2.7**	**2.0**
기초현금	1.1	1.3	2.7	6.3	6.7	4.9	4.4	9.5	10.4	12.1	17.7	20.5	23.2
기말현금	1.3	2.7	6.3	6.7	4.9	4.4	9.5	10.4	12.1	17.7	20.5	23.2	25.2

재무안정성지표

(Wbn)	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12F	13F	14F
유동비율 (%)	208.4	141.1	140.6	128.1	125.1	147.4	129.6	118.3	132.4	99.6	112.9	125.2	137.9
당좌비율 (%)	12.4	17.3	24.0	13.6	6.1	3.4	5.9	6.6	7.4	10.9	11.1	11.0	10.3
재고보유기간 (일)	191.7	320.7	363.4	391.5	389.3	387.8	326.2	297.2	297.7	309.5	303.4	299.4	136.9
매출채권회수기간(일)	181.5	167.9	137.7	112.2	137.0	182.0	188.1	223.9	218.7	169.0	170.1	170.8	78.8
매입채무지급기간(일)	54.7	39.1	38.1	33.1	40.8	49.1	57.5	62.7	28.5	19.7	22.0	24.3	27.8
차입금 (십억원)	9.8	8.9	10.8	15.2	25.6	39.7	75.6	89.5	70.8	62.3	57.8	53.0	48.3
현금과 현금등가물	3.0	3.5	8.3	10.3	11.9	12.5	15.0	20.5	29.9	32.4	37.5	41.6	46.2
순차입금 (십억원)	6.8	5.4	2.5	4.9	13.7	27.1	60.7	69.0	40.9	30.0	20.3	11.4	2.1
순차입금/자기자본	112.9	64.7	16.5	15.1	32.3	35.0	60.5	75.6	44.5	45.5	23.7	11.1	1.7
부채비율 (%)	204.7	172.5	139.4	127.7	164.8	127.0	136.1	153.1	139.1	256.5	198.8	173.2	149.8
이자보상배율 (배)	2.5	2.4	5.5	17.4	15.8	19.1	4.2	2.1	1.9	3.9	5.1	6.6	8.6

Valuations and margins

(Wbn)	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12F	13F	14F
EV/EBITDA (배)	37.0	26.3	16.4	5.6	5.3	5.8	6.4	8.6	10.0	7.3	6.4	5.5	4.7
EPS (원)	56	78	231	951	774	(203)	647	126	120	311	830	1,080	1,368
EPS 변동률 (%)	-67.1	39.7	196.9	311.0	-18.6	N/A	N/A	-80.6	-4.3	158.5	167.0	30.2	26.6
PER (배)	189.9	135.9	45.8	11.1	13.7	N/A	16.4	84.4	88.2	34.1	12.8	9.8	7.7
BVPS (원)	881	1,129	1,859	3,444	4,126	6,285	7,065	6,419	6,479	4,636	6,042	7,230	8,773
P/BVPS (배)	12.0	9.4	5.7	3.1	2.6	1.7	1.5	1.7	1.6	2.3	1.8	1.5	1.2
주당배당금 (원)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE (%)	7.7	8.3	17.3	40.3	21.5	(4.8)	10.3	1.9	1.9	5.4	15.0	15.7	16.5
ROA (%)	2.6	2.9	6.9	17.4	8.7	(2.0)	4.4	0.8	0.8	1.9	4.6	5.5	6.3
매출총이익률 (%)	54.4	61.9	60.3	61.4	57.4	54.5	53.4	50.6	50.9	59.0	58.8	58.6	58.4
영업이익률 (%)	10.6	10.4	12.4	24.1	18.0	16.5	12.0	9.2	8.2	9.6	9.8	10.1	10.3
순이익률 (%)	3.0	3.2	5.9	13.4	7.4	(2.2)	6.0	1.3	1.3	2.5	5.8	6.5	7.0
EBITDA 이익률 (%)	16.5	17.9	16.9	28.0	21.5	19.8	15.6	13.2	11.5	12.2	12.0	12.1	12.0
ROIC (%)	13.2	14.7	22.6	55.4	34.1	22.9	9.6	5.4	5.1	10.1	14.3	15.7	17.1
WACC (%)	6.5	6.9	4.9	4.5	4.6	1.7	8.1	9.0	8.3	7.0	8.0	8.4	10.0
ROIC less WACC	6.7	7.8	17.7	50.9	29.6	21.1	1.5	(3.7)	(3.2)	3.1	6.2	7.3	7.1

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- *당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.*
- *본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.*
- *당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.*
- *본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.*
- *당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.*
- *본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.*
- *본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.*

▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

오스템임플란트 (048260 KQ)	
일자	2012-04-09
투자의견	BUY
목표주가	13,600

▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이

▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

*©. 2012 **Leading Investment & Securities Co**. All rights reserved*