유진투자증권

The 4th Industrial Revolution

2018. 06. 04

2018 하반기 산업전망
미드스몰캡

글로벌 경쟁력을 갖춘 치과 영상기기 업체에 주목


미드스몰캡 팀장 박종선
Tel. 02)368-6076
jongsun.park@eugenefn.com


미드스몰캡 한병화
Tel. 02)368-6171
bhh1026@eugenefn.com


미드스몰캡 한상웅
Tel. 02)368-6139
sangwoung@eugenefn.com

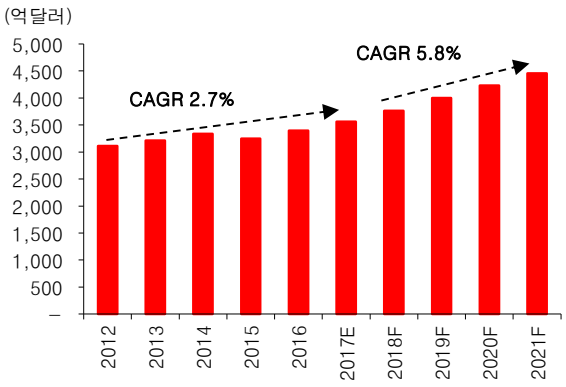
Summary

의료 선진화에 따른 X-Ray 영상기기에 주목

1) 의료기기 시장, 안정적 성장 지속: 전세계 의료기기 시장은 지난 5년간 연평균 2.7%(2012-2017)의 성장률을 기록했지만, 시장조사기관 자료에 따르면 향후 2021년까지는 연평균 5.8%(2018-2021)의 성장세를 기록할 것으로 예상된다. 의료기기 시장의 높은 성장은 인구구조 변화에 따른 고령화, 신흥국의 경제 성장에 따른 의료비 지출 증가, 각국 정부의 보건지원 정책 변화에 따른 수요증가 때문이다.

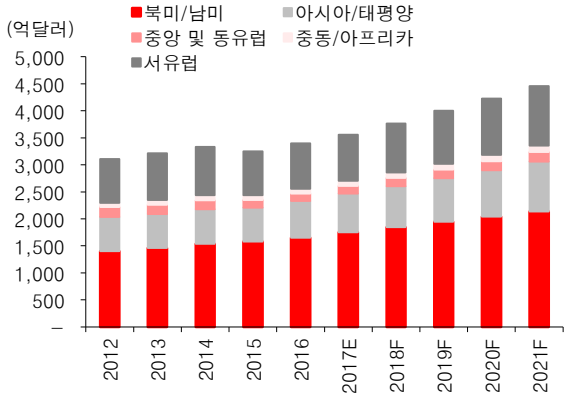
2) 의료기기 시장 내 영상진단기기 최대 비중 차지: 전 세계 의료기기 시장에서 가장 큰 비중을 차지하고 있는 제품은 진단영상기기이다. 의료기술의 발전에 따라 치료보다는 질병이 완전히 발현되기 전 조기 진단을 통한 예방이 현대 의학에서 중요한 흐름이 되고 있기 때문이다. 또한 고령화 사회 진입에 따른 의료비 부담 가중을 경감하기 위해서 정부차원에서 영상진단 및 측정장치를 통한 질병 예방에 역량을 강화하고 있는 점도 향후 시장 성장에 긍정적으로 작용할 것으로 전망한다.

전세계 의료기기 시장 전망



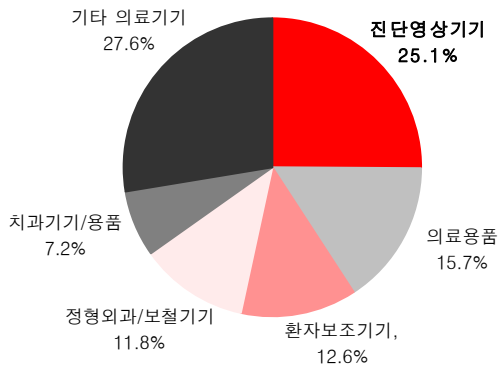
자료: BMI Espicom, 유진투자증권

지역별 의료기기 시장 전망



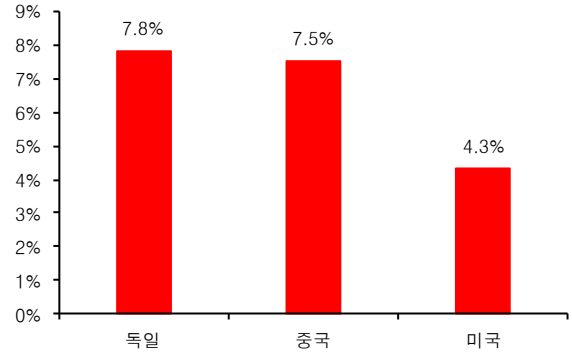
자료: BMI Espicom, 유진투자증권

세계 의료기기 제품군별 시장 비중



자료: BMI Espicom, 유진투자증권

주요국 진단영상기기 연평균성장률('18~'21)

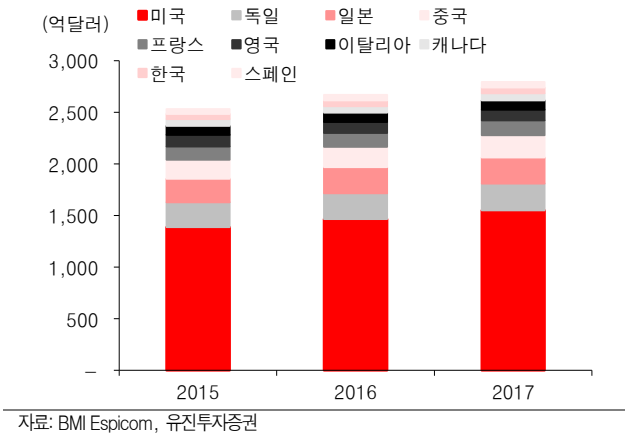


자료: BMI Espicom, 유진투자증권

3) 중국을 비롯한 신흥국의 치과기기/용품 시장 성장에 주목: 한국 의료기기 시장에서 주목하고 있는 시장은 중국시장이다. 브릭스(BRICs: 브라질, 러시아, 인도, 중국) 국가 중 상대적으로 지리적으로 가까운 곳에 위치한 중국 의료기기 시장은 중국의 높은 경제성장과 더불어 고성장을 거듭하고 있다. 여전히 전세계 의료기기 시장에서 미국의 비중이 40%를 상회하는 가장 큰 시장을 차지하고 있지만, 중국 시장은 연평균 9.3%의 고성장과 더불어 전세계 의료기기 시장 내 비중 확대가 지속될 것으로 예상된다.

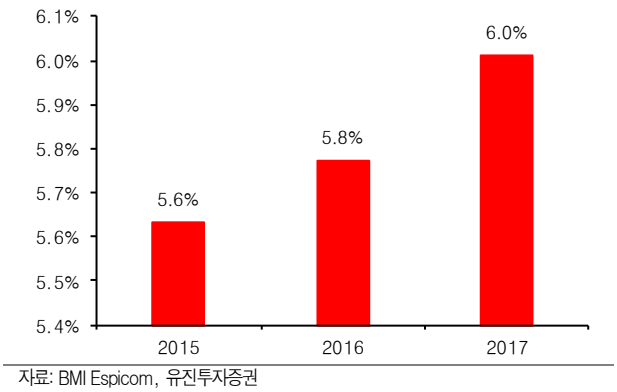
4) 임플란트 및 성형 시장 성장에 따른 동반성장: 치과용 영상기기 시장은 임플란트 시장과 매우 높은 상관관계를 보이고 있다. 지난 2010년 이후의 통계청 수출입 데이터를 살펴보면 치과용 영상기기(HS코드 9022.13 기준)와 임플란트(HS 코드 9021.29 기준)의 수출 금액은 비슷한 흐름을 보이고 있다. 따라서 국내 임플란트 업체들의 수출 증가로 인한 치과용 영상기기 업체들의 수출 증가도 기대된다. 이는 임플란트 시술의 안전성과 정밀성 확보를 위해서 시술 이전에 구강구조 및 골조직, 신경 등을 정확하게 분석하는 기술이 중요해지고 있기 때문이다.

상위 10개국 의료기기 시장 규모



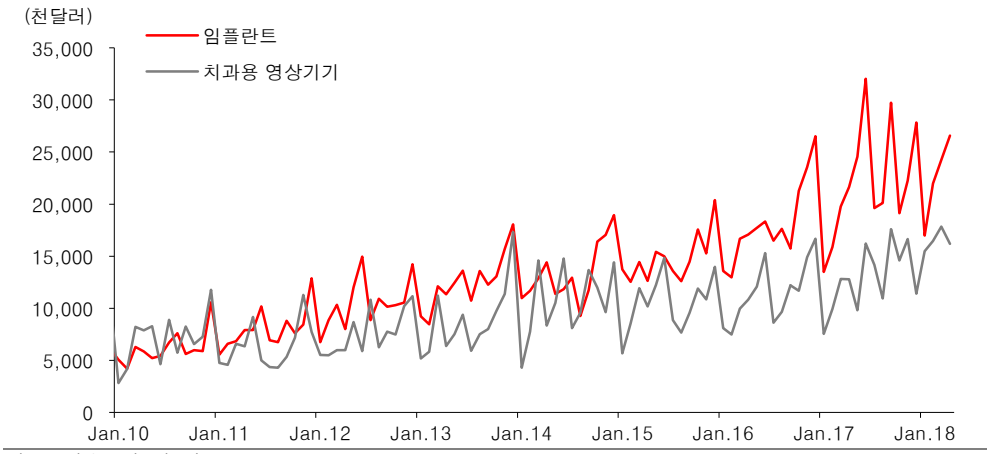
자료: BMI Espicom, 유진투자증권

글로벌 의료기기 시장 내 중국 시장 비중



자료: BMI Espicom, 유진투자증권

임플란트 및 치과용 영상기기 수출액의 상관도 매우 높아



자료: 통계청, 유진투자증권

X-Ray 영상기기의 기술발전 추세(1)

- X-Ray시장은 기존 아날로그 중심에서 디지털로, CR방식에서 DR방식으로 진화하고 있으며, 점차 시장을 확대할 것으로 판단한다.
- X-Ray의 원리를 단순하게 보면 방출된 X-선이 물체의 투과성 차이에 따라 검출기에서 검출되는 상이한 X-선의 양을 이미지로 구현하는 기술이다. 따라서 X-Ray 제품은 X-Ray를 발생시키는 제너레이터(Generator)와 X-Ray를 인식하고 시각적인 자료로 변환하는 역할의 디텍터(Detector)로 구성된다.
- X-Ray는 필름으로 인화해서 확인하는 아날로그방식과 디지털 방식으로 구분할 수 있으며, 디지털 방식은 CR(Computed Radiography)와 DR(Digital Radiography)로 구분해 볼 수 있다. 디지털 방식에서 디텍터 시장은 'CR → DR(CCD → FP)'의 형태로 변화하고 있다. CR은 아날로그와 디지털의 중간방식이라고 생각하면 이해가 빠르다.

1) **CR 방식**은 형광물질이 도포된 Image Plate를 이용해 형광물질이 X선을 흡수해 저장하고, 이를 판독해 디지털로 구현
2) **CCD-DR 방식**은 'X선 → 가시광선 → *CCD카메라(센서)* → 디지털영상'을 통해 구현된다. CR방식과 유사하게 X선이 형광물질을 지나가면서 가시광선이 된 영상을 디지털카메라로 촬영하는 방식
3) **FP(D)-DR 방식**은 'X선 → 변환 → *센서* →디지털영상'을 통해 구현되며 가장 큰 시장을 형성하고 있다. FP-DR방식은 또다시 직접방식과 간접방식으로 구분된다. 현재 전체 시장에서 직접방식은 약 10% 수준으로 대부분인 90%가 간접방식으로 구현
직접방식은 'X선 → 전자 → *TFT* →디지털영상', **간접방식은** 'X선 → 가시광선 → *전자* → *ROIC* → 디지털영상'으로 구현

X-Ray 기술 변화



자료: 유진투자증권

의료용 정지화상 장비의 디텍터 종류별 차이

영상형태	방식	디텍터 종류		차이점
정지화상	아날로그	GR		방출된 가시광선이 필름에 영상을 남김
	디지털	CR		GR를 디지털화하기 위해 특수형광판 사용
	디지털	DR	CCD 방식	가시광선의 영상을 특수 디지털 카메라로 포착
			FPD 방식	가시광선의 영상을 특수처리된 TFT Pannel로 포착

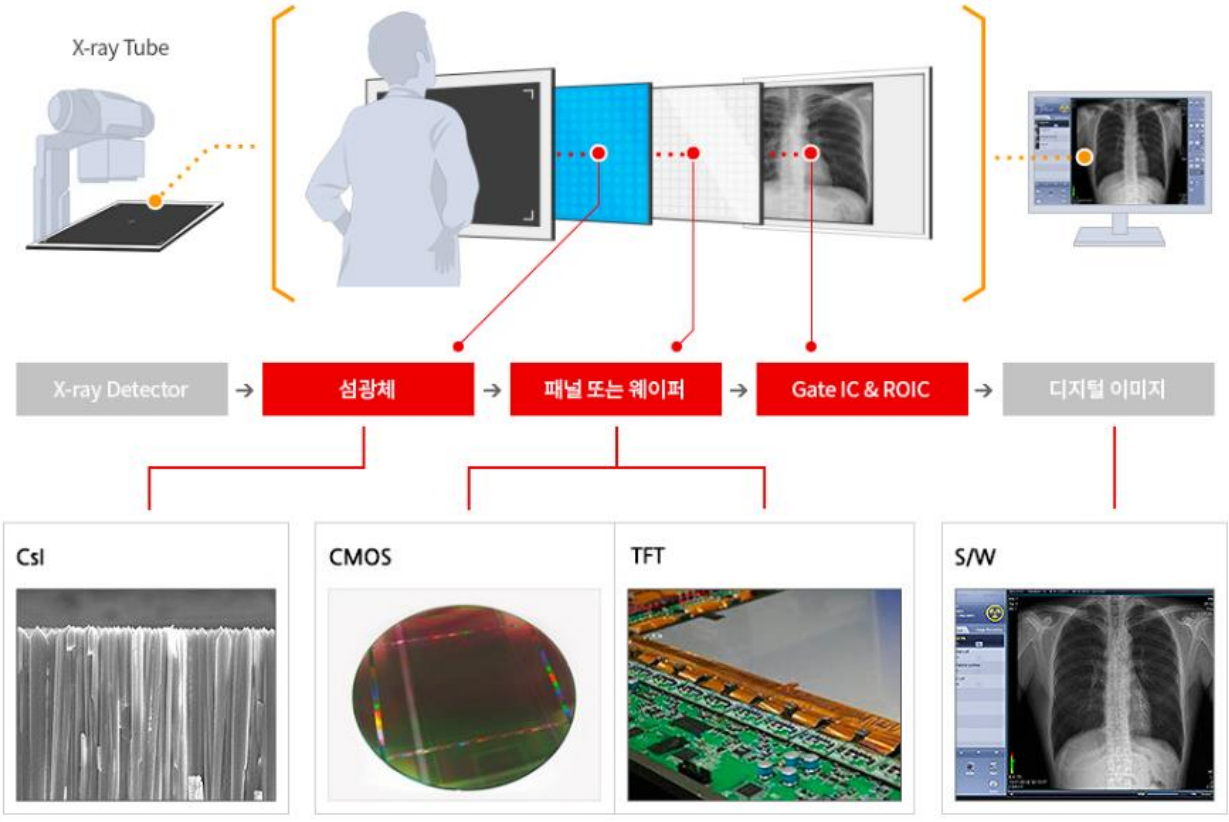
자료: 뷰웍스, 유진투자증권

X-Ray 영상기기의 기술발전 추세(2)

- 디지털 디텍터 시장의 가장 큰 비중을 차지하고 있는 것은 FPD(Flat Panel Detector)이며, 점차 시장을 확대할 것으로 전망되며, TFT(패널)와 CMOS(웨이퍼) 디텍터 시장이 각자의 장단점을 보완하여 시장을 형성할 것으로 판단한다.
  1) **TFT방식**은 CMOS 방식 대비 면적당 원가가 저렴해 대면적 촬영에 적합하고, TFT의 특성상 반도체가 부도체로 사용되어 X선에 대한 내구성이 뛰어나 화질과 수명이 길다. 이러한 특성으로 의료용, 동물용, 치과용, 산업용 등 다양한 분야에서 사용한다.
  2) **CMOS 방식**은 해상도가 높아 화질이 우수하며, TFT 방식 대비 상대적으로 작은 면적의 촬영에 적합하다. 또한 전력 소비량이 낮고 재촬영 속도가 빨라 동영상 구현에 적합한 형태이다. 적은 피폭과 고해상도의 영상을 구현하는 CMOS방식은 치과용, 의료용, 산업용 등에서 사용되고 있으며, 특히 구강 내 삽입하여 촬영하는 I/O(Intra Oral) Sensor 제품이 전 세계 치과에서 환자의 진단용으로 사용한다.

- **치과용 영상기기는 2D에서 3D방식으로 진화**하고 있다. 일반적으로 2D 방식은 파노라마 방식과 세팔로 방식이 대표적이며, 파노라마 방식은 치아 전체를 한번에 볼 수 있고, 세팔로 방식은 안면의 측면 촬영을 통해 구강구조를 확인하게 된다. 3D 방식은 일반병, 의원에서 촬영하는 CT를 생각하면 이해가 쉽다. 입체구조를 확인할 수 있는 특징을 갖고 있는 3D 방식의 치과용 의료기기는 CT와 차이점을 갖고 있다. 일반적으로 CT촬영 시 피폭되는 양이 10mSv 인것과 비교해서 구강외촬영장치의 피폭양은 현저히 낮다. 이는 구강외촬영장치가 특정 면적의 센서를 통해 1회 회전만으로 빠르게 촬영을 할 수 있기 때문이다. 3D방식은 노령화에 따른 임플란트 시술 증가 및 성형을 위한 치아교정 등에 필수적이어서 점차 시장비중이 확대될 것으로 전망한다.

디지털 디텍터 기술 구분

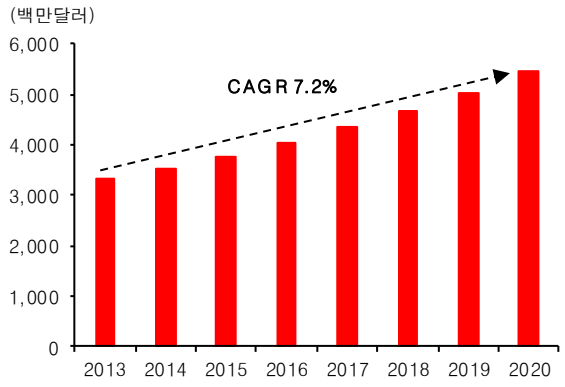


자료: 레이언스, 유진투자증권

시장 전망

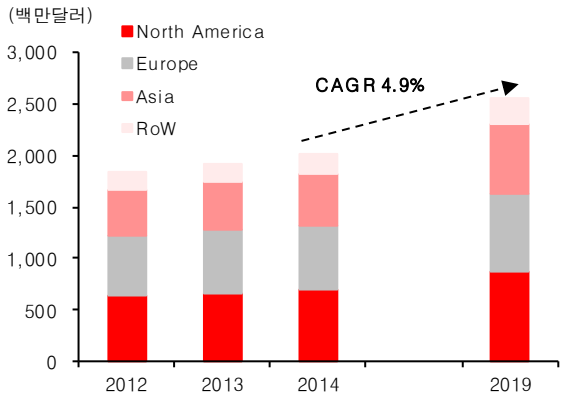
- **X-Ray 시장은 의료기기 디지털화로 꾸준한 증가세 지속**: X-Ray가 속해있는 진단영상기기 시장은 전 세계 의료기기 시장에서 25.1%의 비중을 차지하고 있으며, 2020년에는 약 54.5억달로 규모로 연평균 7.2%의 성장률을 기록할 것으로 전망한다. 의료기기의 디지털화가 빠르게 이뤄지고 있으며, 고화질의 영상 획득 및 기타 소프트웨어와의 연동이 가능한 개방성으로 수요 증가로 이어질 것으로 예상한다.
- **디텍터 시장은 아시아 및 신흥국에서 수요 증가**: 시장조사기관에 따르면 세계 X-Ray 디텍터 시장은 2019년까지 연평균 4.9%의 성장이 예상된다. 지역별로는 신흥국이 많은 아시아의 성장률이 6.3%로 북미, 유럽보다 높은 성장률을 기록할 것으로 전망한다. 디텍터의 사용처가 확대됨에도 불구하고, 신흥국 소득수준의 증가 및 의료기술의 발달로 동 분야에 대한 수요가 높아질 것으로 예상되기 때문이다.
- **평판형 디텍터 시장**: 시장 조사기관 자료를 통해 시장을 좀더 세분하게 살펴보면, Flat Panel 디텍터 시장이 연평균 6.2%(2016-2020년)의 성장을 보일 것으로 예상한다. 앞서 디텍터 시장의 기술 변화에 따라 디지털방식에 대한 기술 발전 및 가격 하락이 수요 증가로 이어지기 때문이다. 또한 현재의 FP-DR 방식에서 직/간접방식 비중은 향후에도 유지될 것으로 전망인데, 직접방식의 높은 해상도에도 불구하고, 수율의 개선에 다소 어려움을 겪을 것으로 예상되기 때문이다.
- **치과용 및 Intra-Oral 시장**: 구강센서(Intra-Oral Sensor)는 소형제품으로 구강 내 삽입해 특정 치아(2~4개)를 촬영할 수 있는 X-Ray 시스템이다. 파노라마와 비교해서 국소부위를 고해상도로 촬영할 수 있는 장점으로 인해 치아에 대한 정밀진단을 위해서 사용한다. I/O 센서시장에서는 국내 기업인 바텍이 2016년 기준 23.1%의 시장점유율로 전세계 1위를 기록 중이다.

글로벌 X-ray 장비 시장 전망



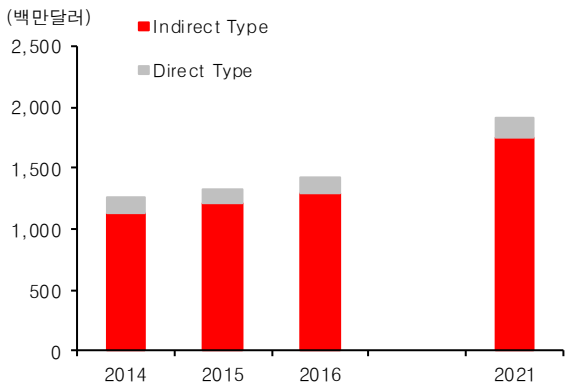
자료: Global Data, Medical Equipment Market Size & Growth, 유진투자증권

세계 지역별 디텍터 시장 전망



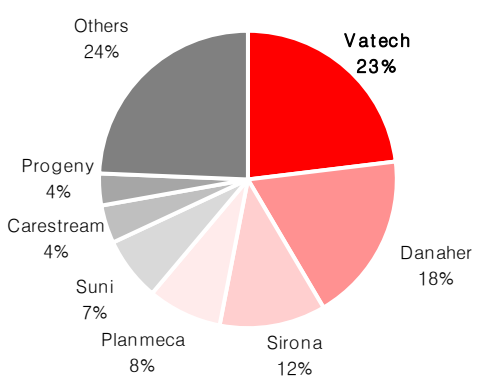
자료: Markets and Markets, 유진투자증권

평판형 디텍터 유형별 시장 전망



자료: Markets and Markets, 유진투자증권

치과용 Intra-Oral X-Ray 시장점유율



자료: Markets and Markets, 유진투자증권

추천주: 바텍, 레이언스, 뷰웍스, 아이쓰리시스템, 제노레이

- 의료영상기기 시장에서 국내 기업에서 관심을 가질 만한 종목은 치과영상기기 국내 1위업체인 바텍(043150.KQ), I/O센서(Intra Oral Sensor) 부문에서 세계 시장점유율 1위를 차지하고 있는 레이언스(228850.KQ), TFT 디텍터 부문에서 해외 고객을 넓혀가고 있는 뷰웍스(100120, KQ), 직접방식 디텍터 시장에 진출하여 꾸준히 시장을 확대하고 있는 아이쓰리시스템(214430.KQ), 그리고 최근 IPO에 성공한 제노레이(122310.KQ) 등 5개 종목을 추천주로 선정하였다.

바텍(043150.KQ): 목표주가 47,500원, 투자의견 BUY

- 치과영상기기 국내 1위, 글로벌 5위권의 시장점유율 차지
- 북미, 유럽, 아시아 및 신흥국을 중심으로 해외매출비중 73.5%(2017년 기준)
- 북미, 중국, 신흥국 중심의 수출 증가세 지속으로 실적 성장 지속 전망

레이언스(228850.KQ): 목표주가 27,000원, 투자의견 BUY

- 구강내 검사장비인 I/O 센서 글로벌 1위 시장점유율 차지
- TFT, CMOS 디텍터의 안정적인 성장과 I/O 센서의 높은 성장 모멘텀 보유

뷰웍스(100120.KQ): 투자의견 NR

- TFT 디텍터의 강자로 글로벌 영상진단기기 완성업체를 고객으로 보유
- 의료용 및 산업용으로의 전방시장 다각화 성공 기업

아이쓰리시스템(214430.KQ): 목표주가 33,000원, 투자의견 BUY

- 적외선 센서 국내 유일 제조업체, 직접방식 디텍터 제조업체
- 시장확대를 위한 신제품을 개발, 하반기 일부 가시화 예상

제노레이(122310.KQ): 투자의견 NR

- X-Ray 영상진단장비 제조업체로 올해 IPO 성공
- 의료용과 치과용 영상장비를 생산
- 중국, 미국, 유럽 등을 중심으로 수출 확대 중. 수출비중 69.2%(2017년 기준)

미드스몰캡 팀장 박종선
Tel. 02)368-6076
Jongsun.park@eugenefn.com

Contents

Summary 2

I. 의료 선진화에 따른 X-Ray 영상기기에 주목 10
1. 의료기기 시장, 안정적 성장 지속
2. 의료기기 시장 내 영상진단기기 최대 비중 차지
3. 중국을 비롯한 신흥국의 치과기기/용품 시장 성장에 주목
4. 임플란트 및 성형 시장 성장에 따른 동반성장

II. X-Ray 영상기기의 기술발전 추세 17
1. X-Ray 의 이해
2. 디지털 디텍터 시장의 변화
3. 치과용 영상기기 2D → 3D 로 진화: 임플란트, 미용 수술 확대

III. 시장 전망 23
1. X-Ray 시장
2. 디텍터 시장
3. 평판형 디텍터 시장
4. 치과용 및 Intra-Oral 시장

IV. 관련주 분석 27
1. 관련업체 현황
2. 추천주: 바텍, 레이언스, 뷰웍스, 아이쓰리시스템, 제노레이
3. 관련기업 Valuation Table

기업분석 31
바텍(043150.KQ)
레이언스(228850.KQ)
뷰웍스(100120.KQ)
아이쓰리시스템(214430.KQ)
제노레이(122310.KQ)

I. 의료 선진화에 따른 X-Ray 영상기기에 주목

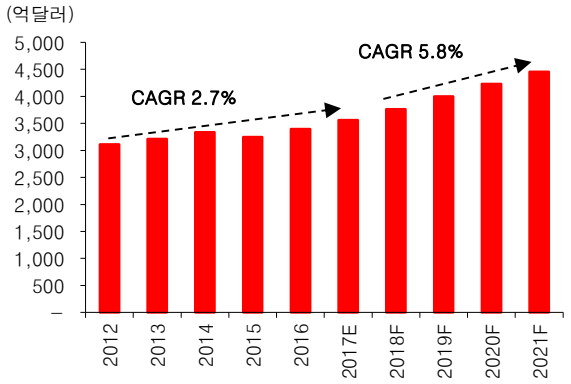
1. 의료기기 시장, 안정적 성장 지속

전세계 의료기기 시장은 지난 5년간 연평균 2.7%(2012-2017)의 성장률을 기록했지만, 시장조사기관 자료에 따르면 향후 2021년까지는 연평균 5.8%(2018-2021)의 성장세를 기록할 것으로 예상된다.

의료기기 시장의 높은 성장은 **인구구조 변화에 따른 고령화**, **신흥국의 경제 성장에 따른 의료비 지출 증가**, **각국 정부의 보건지원 정책 변화에 따른 수요증가 때문**이다.

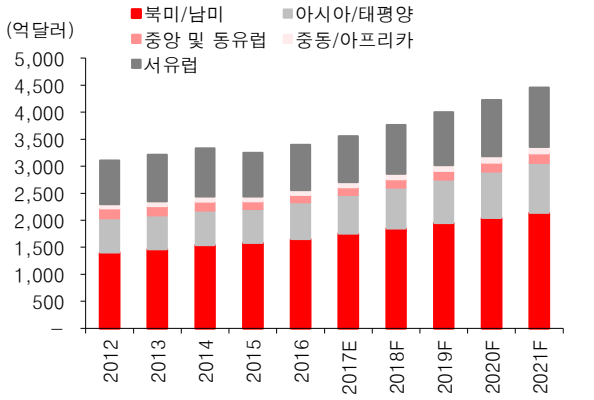
지역별로 살펴보면 중동/아프리카 지역의 성장률이 7.1%로 전망되지만, 전세계 의료기기 시장에서 차지하는 비중이 적어 상대적으로 다른 지역의 성장이 시장 성장은 견인할 것으로 예상된다.

도표 1 전세계 의료기기 시장 전망



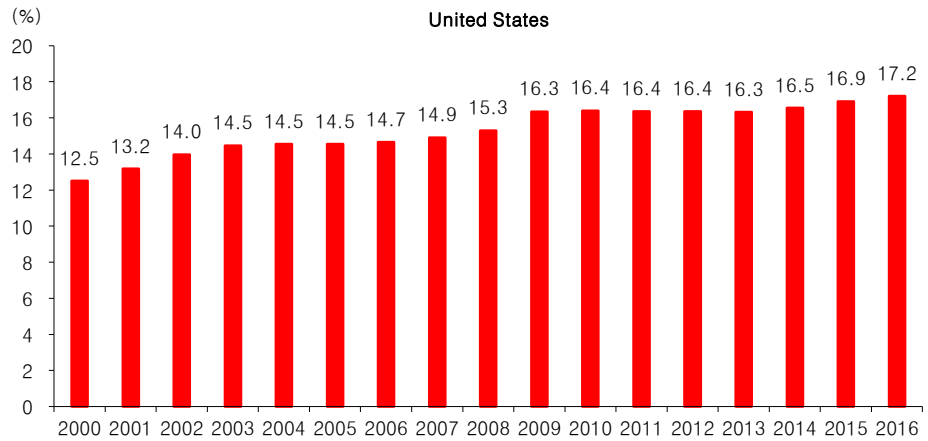
자료: BMI Espicom, 유진투자증권

도표 2 지역별 의료기기 시장 전망



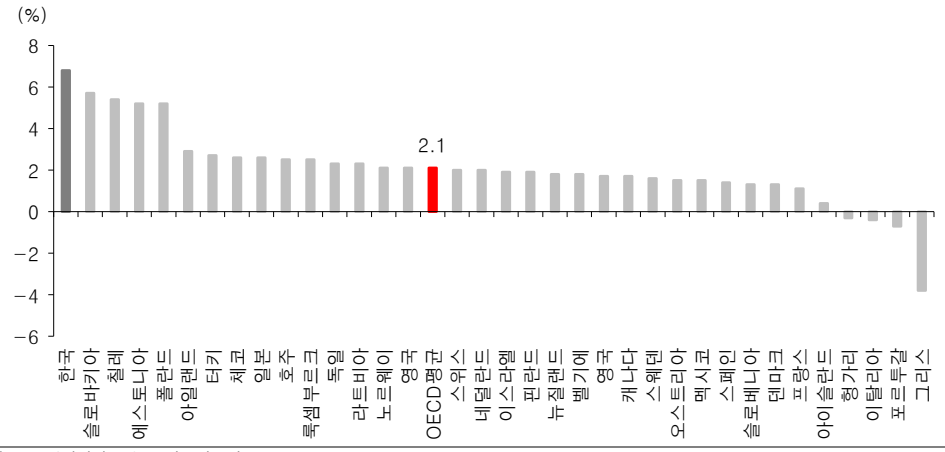
자료: BMI Espicom, 유진투자증권

도표 3 세계 최대 의료시장인 미국의 GDP 대비 의료비 지출도 꾸준히 증가



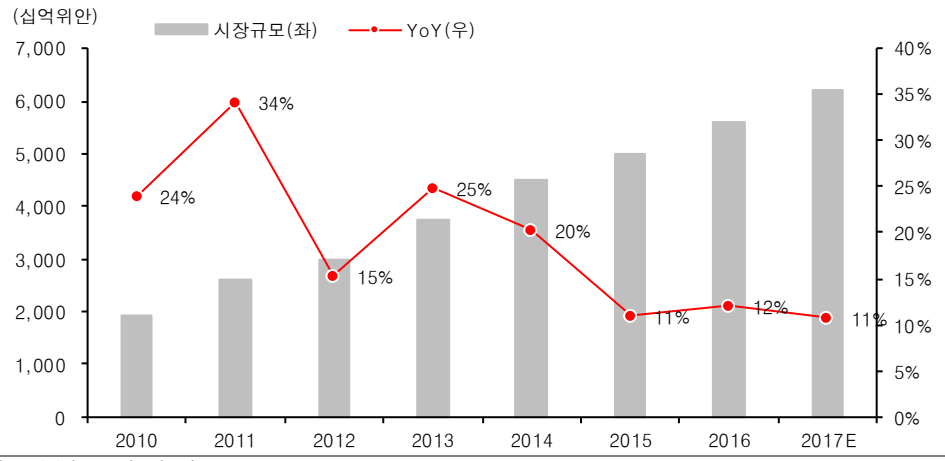
자료: OECD, 유진투자증권

도표 4 주요 국가의 경상의료비 연평균 증가율(2005-2015)은 신흥국 중심으로 높음



자료: 보건사회연구원, 유진투자증권

도표 5 중국 헬스케어 시장 고성장으로 글로벌 시장 성장 견인



자료: 산업자료, 유진투자증권

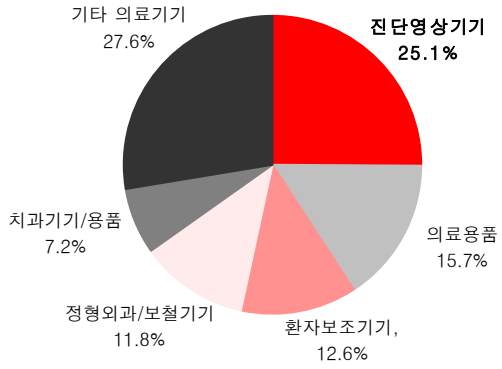
2. 의료기기 시장 내 영상진단기기 최대 비중 차지

전 세계 의료기기 시장에서 가장 큰 비중을 차지하고 있는 제품은 진단영상기기이다. 의료기술의 발전에 따라 치료보다는 질병이 완전히 발현되기 전 조기 진단을 통한 예방이 현대 의학에서 중요한 흐름이 되고 있기 때문이다.

세계 의료기기 시장에서 큰 비중을 차지하고 잇는 미국은 선진화 시장임에도 불구하고 2021년까지 연평균 4.3%의 성장이 예상되고, 경제성장을 거듭하고 있는 중국은 연평균 7.5%의 성장이 예상된다.

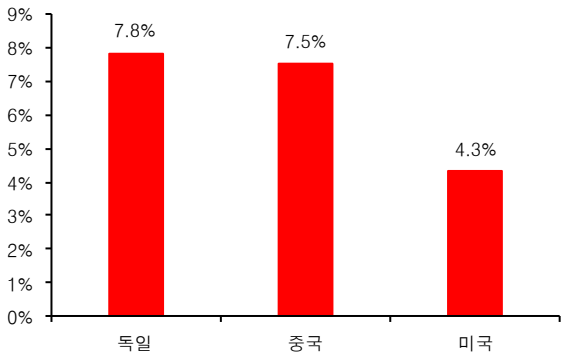
또한 고령화 사회 진입에 따른 의료비 부담 가중을 경감하기 위해서 정부차원에서 영상진단 및 측정장치를 통한 질병 예방에 역량을 강화하고 있는 점도 향후 시장 성장에 긍정적으로 작용할 것으로 전망한다.

도표 6 세계 의료기기 제품군별 시장 비중



자료: BMI Espicom, 유진투자증권

도표 7 주요국 진단영상기기 연평균성장률('18~'21)



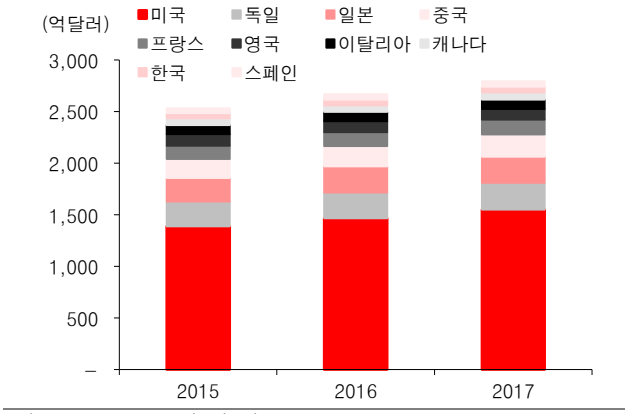
자료: BMI Espicom, 유진투자증권

3. 중국을 비롯한 신흥국의 치과기기/용품 시장 성장에 주목

한국 의료기기 시장에서 주목하고 있는 시장은 중국시장이다. 브릭스(BRICs: 브라질, 러시아, 인도, 중국) 국가 중 상대적으로 지리적으로 가까운 곳에 위치한 중국 의료기기 시장은 중국의 높은 경제성장과 더불어 고성장을 거듭하고 있다.

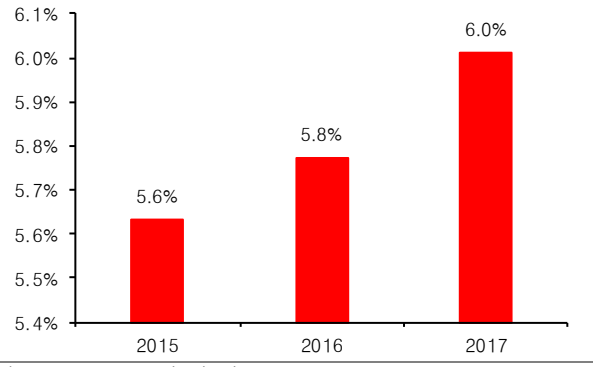
여전히 전세계 의료기기 시장에서 미국의 비중이 40%를 상회하는 가장 큰 시장을 차지하고 있지만, 중국 시장은 연평균 9.3%의 고성장과 더불어 전세계 의료기기 시장 내 비중 확대가 지속될 것으로 예상된다.

도표 8 상위 10개국 의료기기 시장 규모



자료: BMI Espicom, 유진투자증권

도표 9 글로벌 의료기기 시장 내 중국 시장 비중



자료: BMI Espicom, 유진투자증권

도표 10 전세계 상위 10개 국가 의료기기 시장 규모

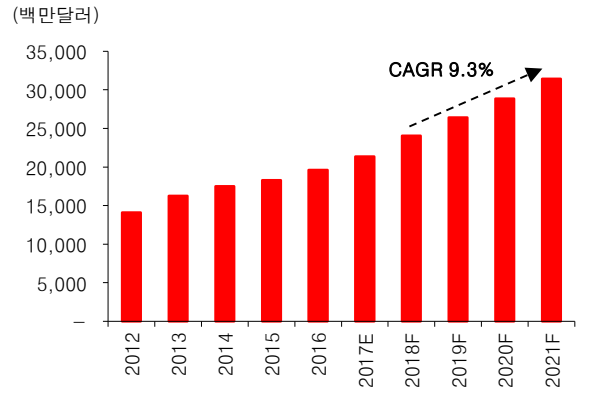
(억달러)	2015	비중	2016	비중	2017	비중
미국	1,387	42.7	1,466	43.2	1,549	43.5
독일	242	7.4	251	7.4	259	7.3
일본	228	7.0	252	7.4	255	7.2
중국	**183**	**5.6**	**196**	**5.8**	**214**	**6.0**
프랑스	129	4.0	136	4.0	146	4.1
영국	111	3.4	105	3.1	103	2.9
이탈리아	88	2.7	91	2.7	89	2.5
캐나다	65	2.0	63	1.9	68	1.9
한국	50	1.5	54	1.6	58	1.6
스페인	49	1.5	53	1.6	52	1.4
세계시장	3,249		3,395		3,560	

자료: 유진투자증권

이미 중국 의료기기 시장은 연평균 8.7%의 성장률을 보여왔으며, 2021년까지도 9.3%의 성장이 기대된다. 특히 중국 의료기기 시장을 제품군별로 살펴보면, 치과기기/용품 시장이 향후 11.7%로 가장 높은 성장률을 기록할 것으로 전망되는 점에 주목할 필요가 있다.

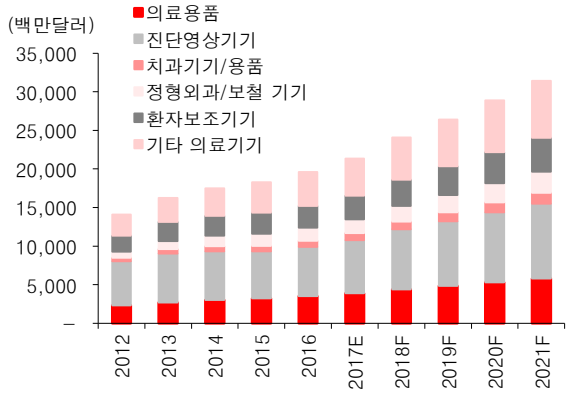
치과기기 및 용품 시장의 성장만을 주목한다면, 이미 중국 내 수출 비중이 큰 임플란트 시장만을 수혜산업으로 손꼽을 수 있다. 그러나 임플란트 시술을 위해서는 필수적으로 의료기기에 대한 수요가 발생한다는 점이, 당사에서 중국 시장의 성장 속 치과용 X-Ray 의료기기 시장을 수혜산업으로 평가하는 이유다.

도표 11 중국 의료기기 시장 전망



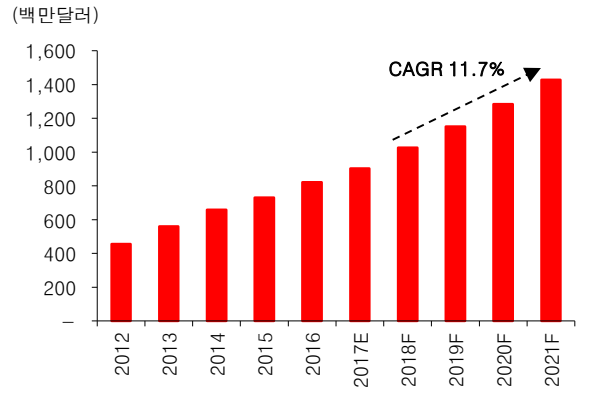
자료: BMI Espicom, 유진투자증권

도표 12 중국 의료기기 제품군별 시장 전망



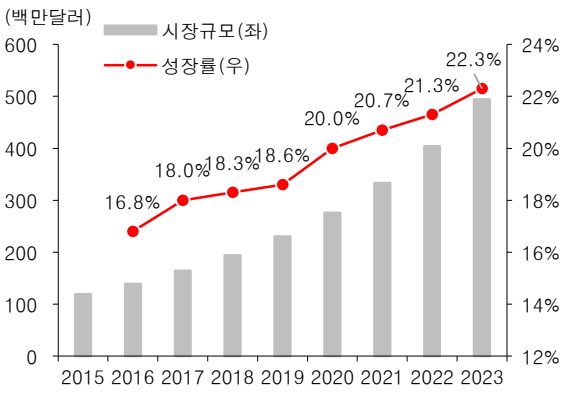
자료: BMI Espicom, 유진투자증권

도표 13 중국 치과기기/용품 시장 전망



자료: BMI Espicom, 유진투자증권

도표 14 중국 임플란트 시장 전망



자료: MRG, 유진투자증권

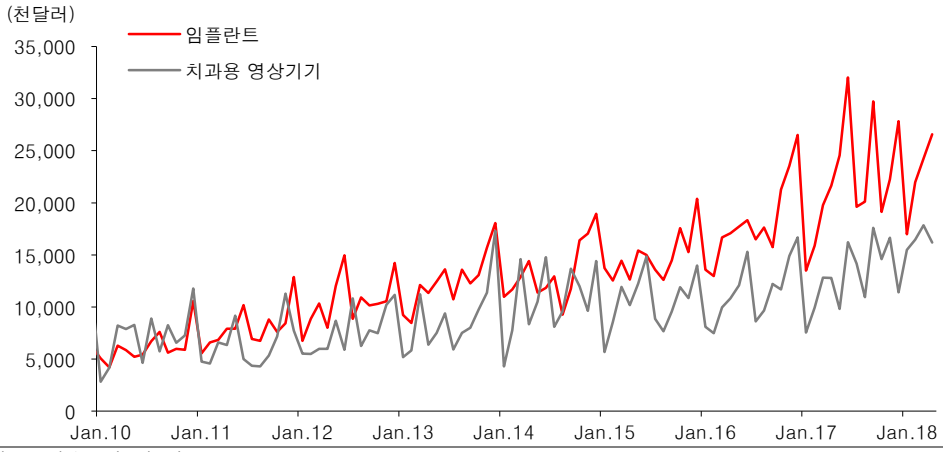
4. 임플란트 및 성형 시장 성장에 따른 동반성장

치과용 영상기기 시장은 임플란트 시장과 매우 높은 상관관계를 보이고 있다. 지난 2010년 이후의 통계청 수출입 데이터를 살펴보면 치과용 영상기기(HS코드 9022.13 기준)와 임플란트(HS 코드 9021.29 기준)의 수출 금액은 비슷한 흐름을 보이고 있다. 따라서 국내 임플란트 업체들의 수출 증가로 인한 치과용 영상기기 업체들의 수출 증가도 기대된다.

이는 임플란트 시술의 안전성과 정밀성 확보를 위해서 시술 이전에 구강구조 및 골조직, 신경 등을 정확하게 분석하는 기술이 중요해지고 있기 때문이다. 이미 임플란트 시술에 앞서 파노라마 촬영, 3D 구강(I/O) 스캐너, 3D 단층(CT) 촬영 등이 행해지고 있으며, 환자의 만족도를 높이기 위해 정확한 측정을 요구하고 있다.

따라서 임플란트 시술 증가 및 수출 증가는 궁긍적으로 치과용 영상기기에 대한 수요 증가로 이어질 것으로 판단한다.

도표 15 임플란트 및 치과용 영상기기 수출액의 상관도 매우 높아



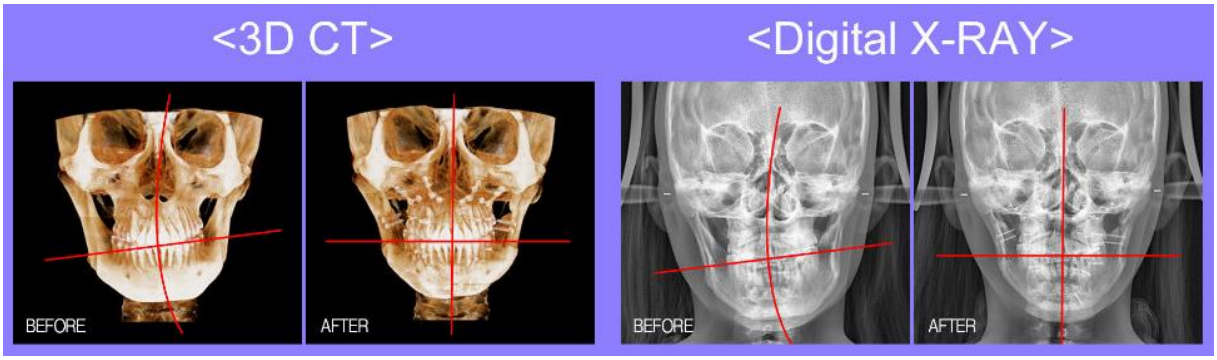
자료: 통계청, 유진투자증권

도표 16 임플란트 시술 전 영상기기를 통한 정확한 진단 절차 진행



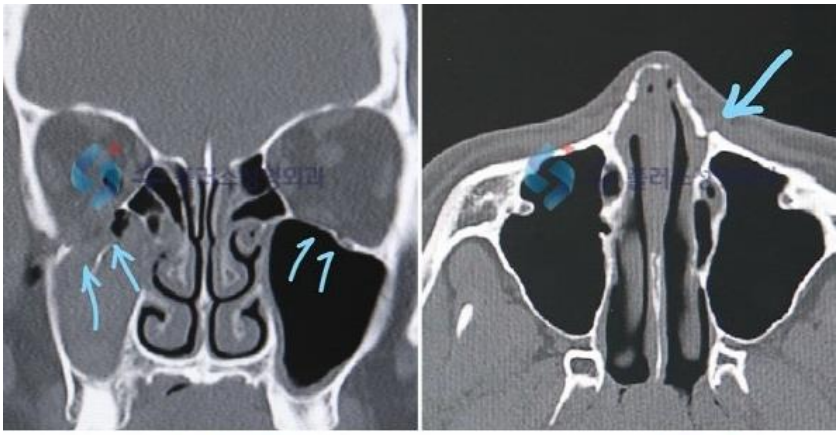
자료: 디오, 유진투자증권

도표 17 안면 교정 등 미용을 위한 시술에도 활용



자료: 페이스라인 성형외과, 유진투자증권

도표 18 성형수술에도 정확한 수술을 위해 영상기기 활용이 이뤄짐



자료: 수플러스성형외과, 유진투자증권

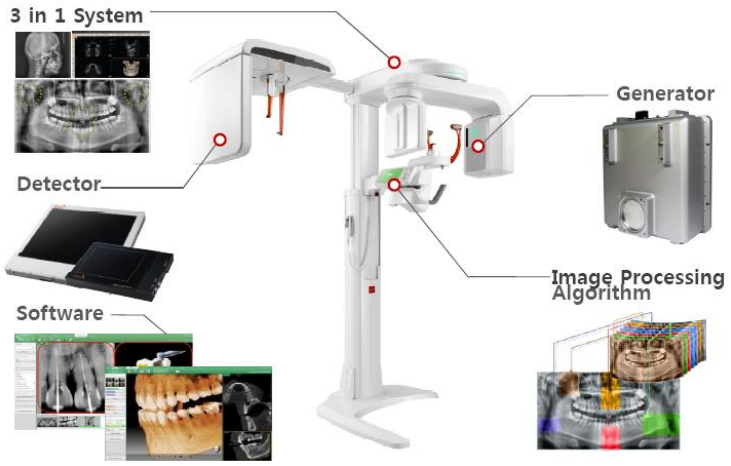
II. X-Ray 영상기기의 기술발전 추세

1. X-Ray의 이해

X-Ray시장은 기존 아날로그 중심에서 디지털로, CR방식에서 DR방식으로 진화하고 있으며, 점차 시장을 확대할 것으로 판단한다.

치과 영상기기의 기술발전 추세를 살펴보기에 앞서, X-Ray의 원리 및 제품 구성에 대한 이해가 필요하다. X-Ray의 원리를 단순하게 보면 방출된 X-선이 물체의 투과성 차이에 따라 검출기에서 검출되는 상이한 X-선의 양을 이미지로 구현하는 기술이다. 따라서 X-Ray 제품은 X-Ray를 발생시키는 제너레이터(Generator)와 X-Ray를 인식하고 시각적인 자료로 변환하는 역할의 디텍터(Detector)로 구성된다.

도표 19 X-Ray 기기 구성



자료: 바텍, 유진투자증권

도표 20 X-Ray 핵심 부품은 제너레이터(Generator) 및 디텍터(Detector)



자료: 산업자료, 유진투자증권

X-Ray는 필름으로 인화해서 확인하는 아날로그방식과 디지털 방식으로 구분할 수 있으며, 디지털 방식은 CR(Computed Radiography)와 DR(Digital Radiography)로 구분해 볼 수 있다.

최근의 X-Ray는 대부분 디지털 방식으로 사용되고 있다. 아날로그 방식과 비교해서 저장, 재촬영 및 판독의 소요시간 축소, 필름을 사용하지 않아 유지비도 상대적으로 적기 때문이다. 특징적인 점은 제너레이터는 디지털과 아날로그 방식 모두에서 큰 변화 없이 동일한 제품을 사용하는 것이다.

반면에 디지털 방식에서는 디텍터의 기술이 점차 사용자 및 환자에게 편리하도록 기술적 변화를 빠르게 보이고 있다.

도표 21 X-Ray 형태별 특징 비교

	디지털 X-Ray	필름형 X-Ray(아날로그)
저장형태	메모리	필름
피폭량	적음	높음
재촬영 여부	컴퓨터 처리로 실시간 판독 가능	재촬영 및 실시간 판독 불가능
특징	원격진료, 영상통신, 재현성	영상통신 불가능
소요 시간	수 초 이내	수 분 이내

자료: 유진투자증권

도표 22 X-Ray 기술 변화



자료: 유진투자증권

2. 디지털 디텍터 시장의 변화

디지털 방식에서 디텍터 시장은 'CR → DR(CCD → FP)' 의 형태로 변화하고 있다. CR은 아날로그와 디지털의 중간방식이라고 생각하면 이해가 빠르다.

1) CR 방식은 형광물질이 도포된 Image Plate를 이용해 형광물질이 X선을 흡수해 저장하고, 이를 판독해 디지털로 구현하는 방식이다.

2) CCD-DR 방식은 'X선 → 가시광선 → *CCD카메라(센서)* → 디지털영상' 을 통해 구현된다. CR방식과 유사하게 X선이 형광물질을 지나가면서 가시광선이 된 영상을 디지털카메라로 촬영하는 방식이다.

3) FP(D)-DR 방식은 'X선 → 변환 → *센서* →디지털영상' 을 통해 구현된다. FP-DR방식은 또다시 직접방식과 간접방식으로 구분된다. 현재 전체 시장에서 직접방식은 약 10% 수준으로 대부분인 90%가 간접방식으로 구현된다.

도표 23 의료용 정지화상 장비의 디텍터 종류별 차이

영상형태	방식	디텍터 종류		차이점
정지화상	아날로그	GR		방출된 가시광선이 필름에 영상을 남김
	디지털	CR		GR를 디지털화하기 위해 특수형광판 사용
	디지털	DR	CCD 방식	가시광선의 영상을 특수 디지털 카메라로 포착
			FPD 방식	가시광선의 영상을 특수처리된 TFT Pannel로 포착

자료: 뷰웍스, 유진투자증권

도표 24 CR 디지털 X-ray 모습



자료: 산업자료, 유진투자증권

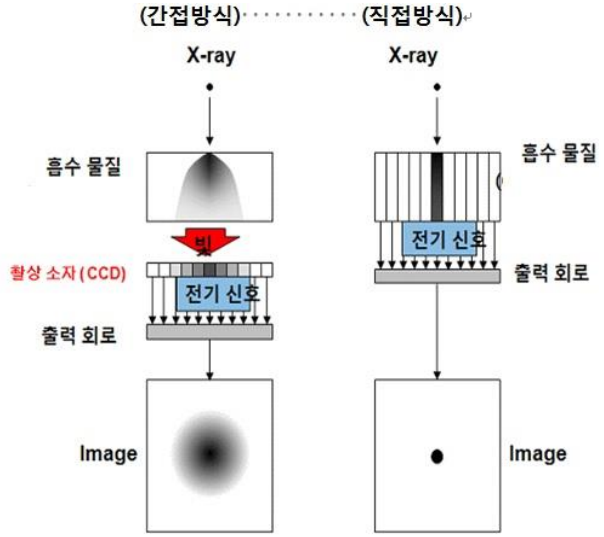
도표 25 DR 디지털 X-ray 모습



자료: 산업자료, 유진투자증권

직접방식은 'X선 → 전자 → *TFT* →디지털영상' 으로 구현되며, **간접방식은** 'X선 → 가시광선 → ***전자*** → *ROIC* → 디지털영상' 으로 구현된다. 직접방식의 경우 광변환물질(셀레늄, 실리콘 등)이 인체를 투과한 X선을 바로 전자로 바꾸고, TFT가 전자를 감지해 디지털을 구현한다. 간접방식은 성광체 물질(CsI, 세슘요오드)을 통해 X선을 우리 눈에 보이는 가시광선으로 전환하고, CMOS센서 등이 가시광선을 전기신호로 변환해 ROIC를 통해 판독하는 형태다. 현재 직접방식은 높은 해상도에도 불구하고 낮은 수율, 높은 가격과 높은 방사선량으로 주로 유방암 촬영용으로만 사용되고 있다.

도표 26 엑스레이 영상센서 작동 원리 비교



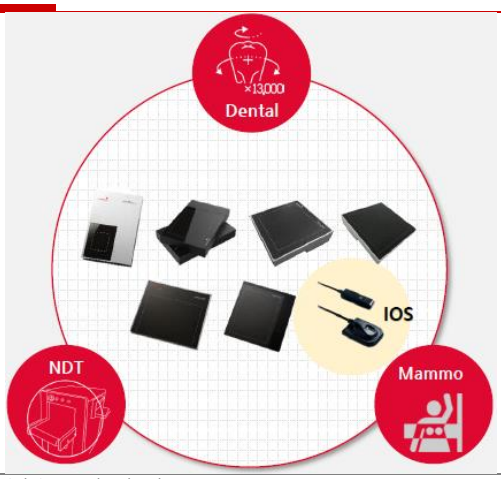
자료: 아이쓰리시스템, 유진투자증권

도표 27 TFT 디텍터 사용 분야



자료: 레이언스, 유진투자증권

도표 28 CMOS 디텍터 사용 분야



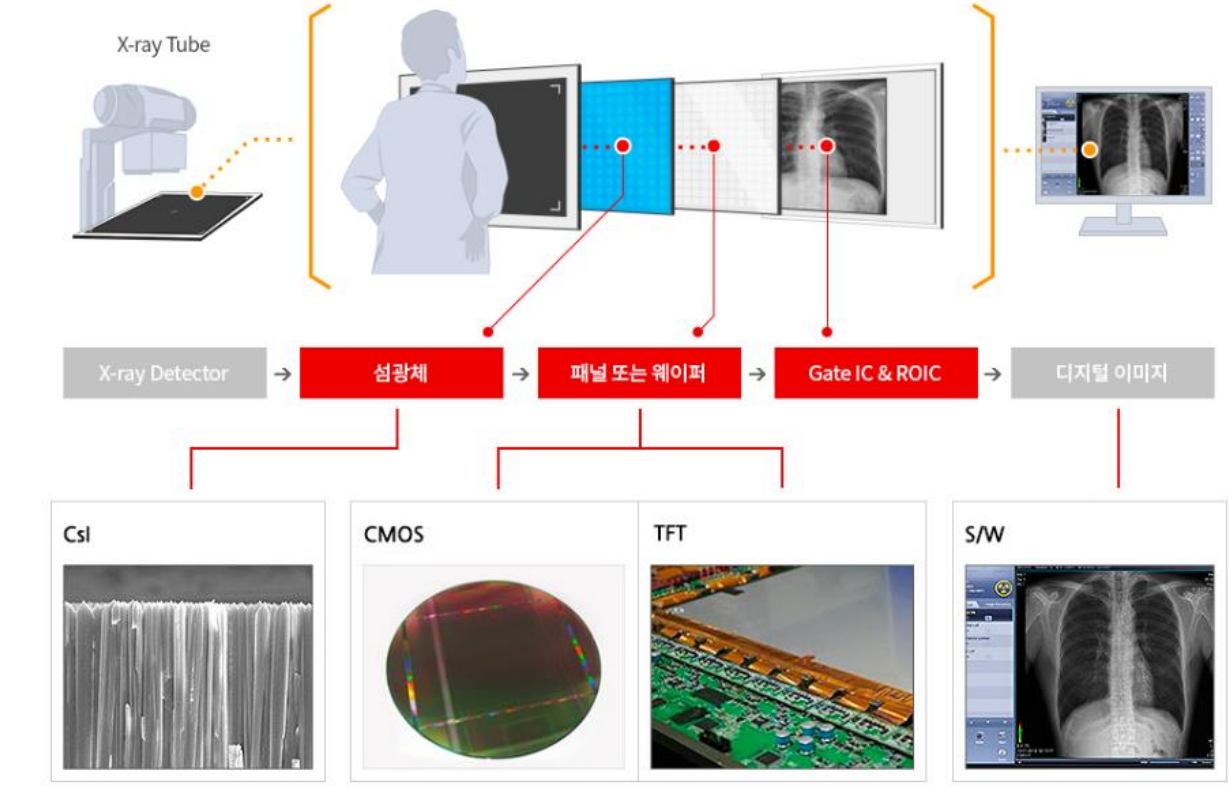
자료: 레이언스, 유진투자증권

간접방식은 통틀어 FPD(Flat Panel Detector)로 불리지만, 기술방식에 따라 TFT(패널)와 CMOS(웨이퍼)로 구분할 수 있다.

1) TFT방식은 CMOS 방식 대비 면적당 원가가 저렴해 대면적 촬영에 적합하고, TFT의 특성상 반도체가 부도체로 사용되 X선에 대한 내구성이 뛰어나 화질과 수명이 길다. 이러한 특성으로 의료용, 동물용, 치과용, 산업용 등 다양한 분야에서 사용되고 있다.

2) CMOS 방식은 해상도가 높아 화질이 우수하며, TFT 방식 대비 상대적으로 작은 면적의 촬영에 적합하다. 또한 전력 소비량이 낮고 재촬영 속도가 빨라 동영상 구현에 적합한 형태다. 적은 피폭과 고해상도의 영상을 구현하는 CMOS방식은 치과용, 의료용, 산업용 등에서 사용되고 있으며, 특히 구강 내 삽입하여 촬영하는 I/O(Intra Oral) Sensor 제품이 전 세계 치과에서 환자의 진단용으로 사용되고 있다.

도표 29 디지털 디텍터 기술 구분



자료: 레이언스, 유진투자증권

3. 치과용 영상기기 2D → 3D로 진화: 임플란트, 미용 수술 확대

치과용 영상기기는 사용처에 따라 구강내촬영장치와 구강외촬영장치로 구분할 수 있다. 앞서 디지털 방식 중 CMOS 방식을 채용한 I/O Sensor 제품이 대표적인 구강내촬영장치로, 치아 부착해 촬영해 치아 및 치아 구조 등의 진단에 활용된다. 구강외촬영장치는 외부에서 촬영해 안면부위, 치아 전체의 구조 등을 확인하며, 파노라마 X-Ray 제품이 대표적이다.

치과용 영상기기는 2D에서 3D로 진화하고 있다. 3D 촬영을 통해 보다 정확하고, 정밀한 측정이 가능하기 때문이다. 현재 2D와 3D 방식의 가격차이로 인해 가격에 민감한 신흥국에서는 여전히 2D 방식에 대한 선호가 높다. 반면에 임플란트 시술 등 정밀한 치과용 시술이 증가하고 있는 선진국을 중심으로는 정밀한 측정이 가능한 3D 촬영에 대한 수요가 높다.

일반적으로 2D 방식은 파노라마 방식과 세팔로 방식이 대표적이며, 파노라마 방식은 치아 전체를 한번에 볼 수 있고, 세팔로 방식은 안면의 측면 촬영을 통해 구강구조를 확인하게 된다.

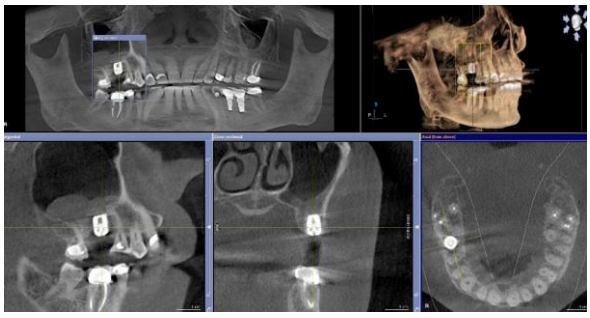
3D 방식은 일반병, 의원에서 촬영하는 CT를 생각하면 이해가 쉽다. 입체구조를 확인할 수 있는 특징을 갖고 있는 3D 방식의 치과용 의료기기는 CT와 차이점을 갖고 있다. 일반적으로 CT촬영 시 피폭되는 양이 10mSv 인것과 비교해서 구강외촬영장치의 피폭양은 현저히 낮다. 이는 구강외촬영장치가 특정 면적의 센서를 통해 1회 회전만으로 빠르게 촬영을 할 수 있기 때문이다. . 3D방식은 노령화에 따른 임플란트 시술 증가 및 성형을 위한 치아교정 등에 필수적이어서 점차 시장비중이 확대될 것으로 전망한다.

도표 30 2D 방식의 치과용 X-ray 촬영 모습



자료: 산업자료, 유진투자증권

도표 31 3D 방식의 치과용 X-ray 촬영 모습



자료: 산업자료, 유진투자증권

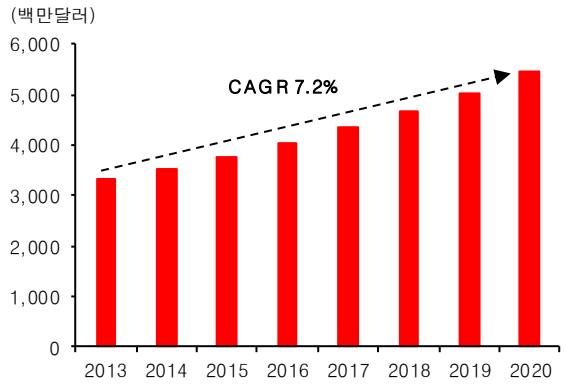
III. 시장 전망

1. X-Ray 시장

시장 조시기관의 자료에 따르면 X-Ray가 속해있는 진단영상기기 시장은 전 세계 의료기기 시장에서 25.1%의 비중을 차지하고 있으며, 2020년에는 약 54.5억달로 규모로 연평균 7.2%의 성장률을 기록할 것으로 전망된다.

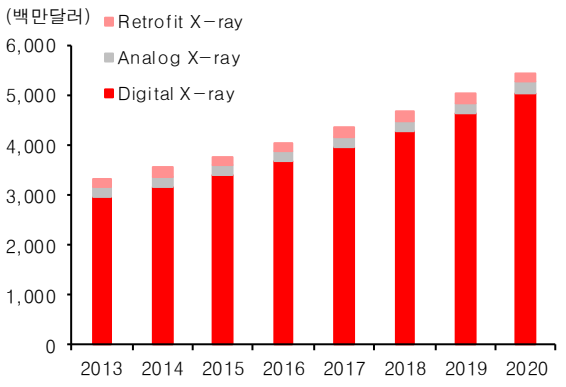
X-Ray 시장의 고성장은 DR(Digital Radiography)로 불리는 디지털 X-Ray 중심으로 판매 확대가 예상되기 때문이다. 의료기기의 디지털화가 빠르게 이뤄지고 있으며, 고화질의 영상 획득 및 기타 소프트웨어와의 연동이 가능한 개방성으로 수요 증가로 이어질 것으로 예상된다. 반면 기존의 아날로그 X-Ray 시장은 성장이 더딜 것으로 전망되고 있다.

도표 32 글로벌 X-ray 장비 시장 전망



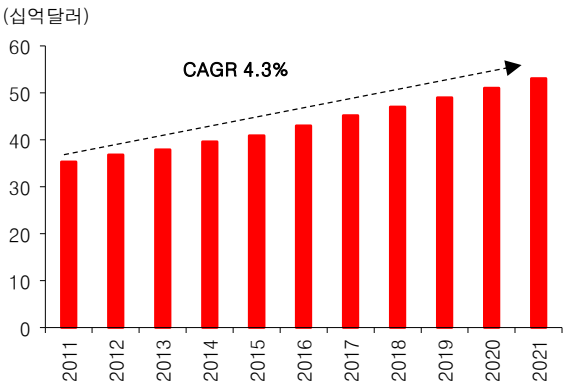
자료: Global Data, Medical Equipment Market Size & Growth, 유진투자증권

도표 33 글로벌 X-ray 장비 기술별 시장 전망



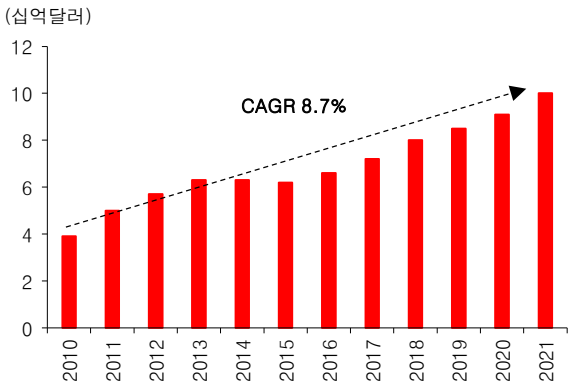
자료: Global Data, Medical Equipment Market Size & Growth, 유진투자증권

도표 34 미국 진단영상기기 시장 전망



자료: BMI Espicom, 유진투자증권

도표 35 중국 진단영상기기 시장 전망



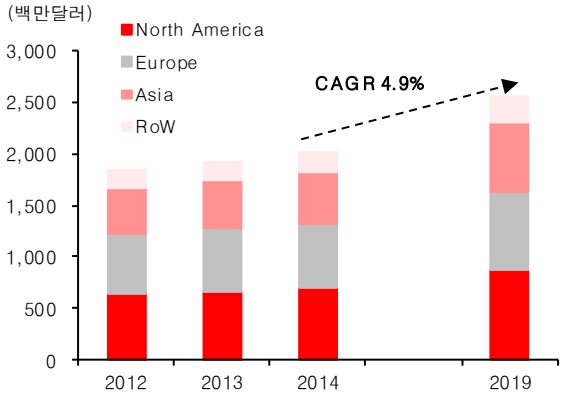
자료: BMI Espicom, 유진투자증권

2. 디텍터 시장

시장조사기관에 따르면 세계 X-Ray 디텍터 시장은 2019년까지 연평균 4.9%의 성장이 예상된다. 지역별로는 신흥국이 많은 아시아의 성장률이 6.3%로 북미, 유럽보다 높은 성장률을 기록할 것으로 전망되고 있다.

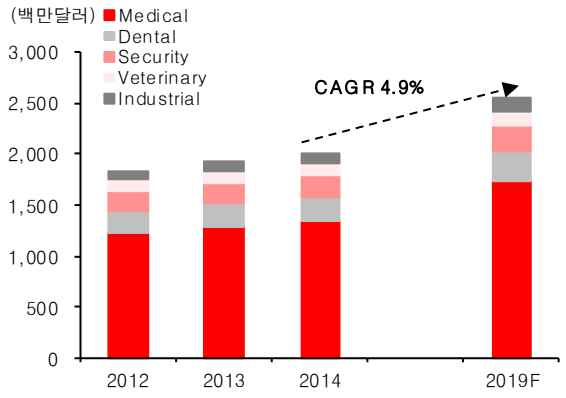
디텍터의 용도별로 살펴보더라도 전 부문에서 고른 성장을 보일 것으로 전망된다. 디텍터 시장은 의료용 및 치과용 기기 부문이 성장을 견인할 것으로 예상된다. 디텍터의 사용처가 확대됨에도 불구하고, 신흥국 소득 수준의 증가 및 의료기술의 발달로 동 분야에 대한 수요가 높아질 것으로 예상되기 때문이다.

도표 36 세계 지역별 디텍터 시장 전망



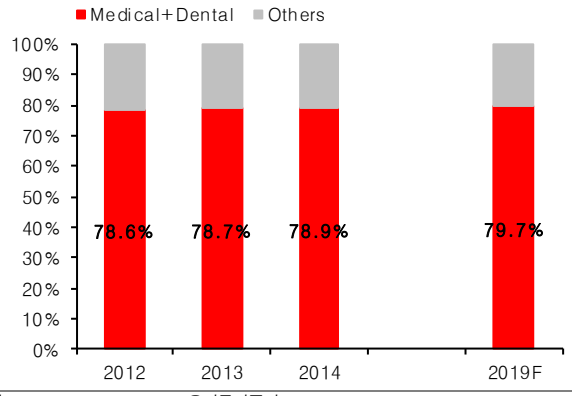
자료: Markets and Markets, 유진투자증권

도표 37 세계 용도별 디텍터 시장 전망



자료: Markets and Markets, 유진투자증권

도표 38 의료 및 치과용 디텍터 시장비중이 압도적



자료: Markets and Markets, 유진투자증권

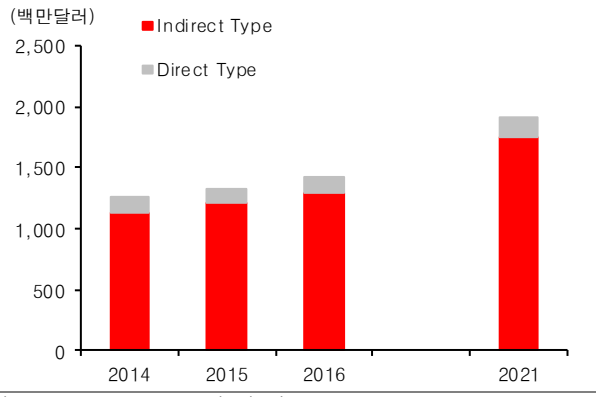
3. 평판형 디텍터 시장

시장 조사기관 자료를 통해 시장을 좀더 세분하게 살펴보면, Flat Panel 디텍터 시장이 연평균 6.2%(2016-2020년)의 성장을 보일 것으로 예상된다. 앞서 디텍터 시장의 기술 변화에 따라 디지털방식에 대한 기술 발전 및 가격 하락이 수요 증가로 이어지기 때문이다.

또한 현재의 FP-DR 방식에서 직/간접방식 비중은 향후에도 유지될 것으로 전망된다. 직접방식의 높은 해상도에도 불구하고, 수율의 개선에 다소 어려움을 겪을 것으로 예상되기 때문이다.

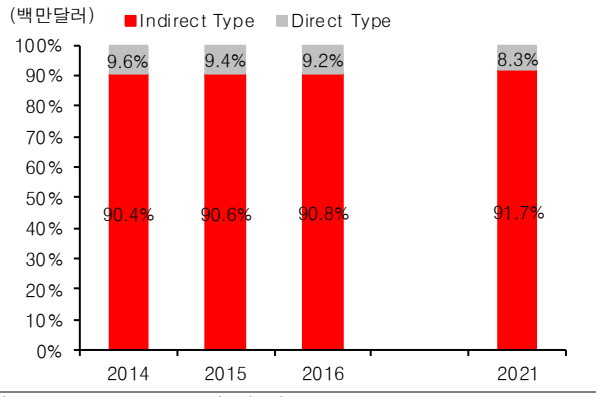
지역별 FP 시장도 아시아 지역의 성장률이 두드러질 것으로 예상된다. 전체 시장이 연평균 6.2%(2016-2021년)의 성장이 예상되는 것과 비교해 아시아 지역은 8.3%의 고성장이 기대되기 때문이다. 이는 다른 지역과 비교해 신흥국 비중이 상대적으로 높은 아시아 지역의 특성 상 경제성장에 따른 의료기기 수요 확대에 기인한 것으로 판단한다.

도표 39 평판형 디텍터 유형별 시장 전망



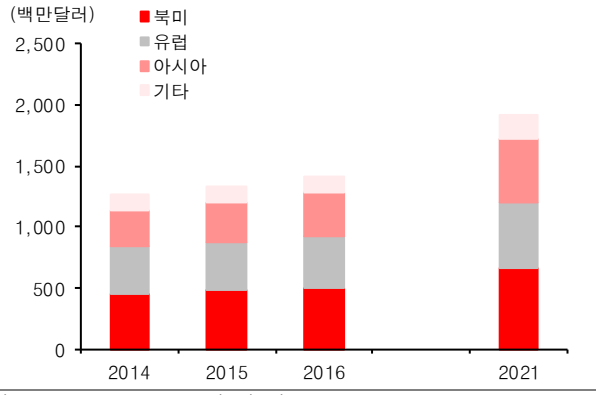
자료: Markets and Markets, 유진투자증권

도표 40 평판형 디텍터 유형별 시장 비중



자료: Markets and Markets, 유진투자증권

도표 41 평판형 디텍터 국가별 시장 규모

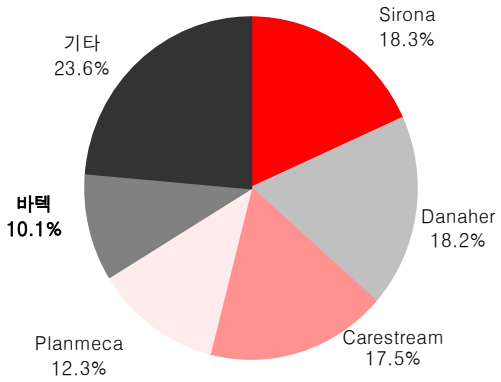


자료: Markets and Markets, 유진투자증권

4. 치과용 및 Intra-Oral 시장

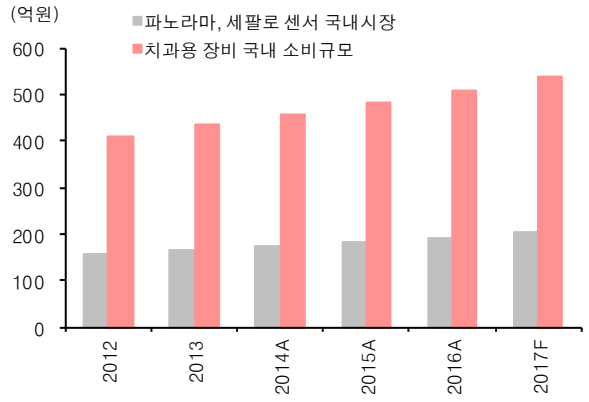
구강센서(Intra-Oral Sensor)는 소형제품으로 구강 내 삽입해 특정 치아(2~4개)를 촬영할 수 있는 X-Ray 시스템이다. 파노라마와 비교해서 국소부위를 고해상도로 촬영할 수 있는 장점으로 인해 치아에 대한 정밀진단을 위해서 사용된다. I/O 센서시장에서는 국내 기업인 바텍(레이언스 제조)이 2016년 기준 23.1%의 시장점유율로 전세계 1위를 기록하고 있다.

도표 42 치과용 영상의료기기 시장점유율 (2012)



자료: Dental Radiology Equipment – Global Pipeline Analysis, Competitive Landscape and Market Forecasts to 2017, 유진투자증권

도표 43 국내 치과용 엑스레이 영상센서 시장규모



자료: 아이쓰리시스템, 유진투자증권

도표 44 치과용 Intra-Oral X-Ray 시장점유율 추이

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Vatech	**22.63%**	**22.44%**	**23.23%**	**22.30%**	**23.34%**	**23.07%**
Danaher	19.80%	19.64%	19.35%	18.59%	18.67%	18.45%
Sirona	11.32%	11.22%	11.61%	11.15%	11.67%	11.53%
Planmeca	7.92%	7.85%	7.74%	7.43%	7.47%	8.07%
Suni	7.07%	7.01%	6.45%	7.43%	7.00%	6.92%
Carestream	4.24%	4.21%	3.87%	4.46%	4.20%	4.15%
Progeny	4.24%	4.24%	8.87%	3.72%	3.50%	3.46%
Acteon	2.26%	2.24%	2.06%	1.98%	1.87%	1.85%
Teledyne Dalsa	1.98%	1.96%	1.81%	1.98%	1.87%	1.85%
E2V	1.70%	1.68%	1.81%	1.73%	1.87%	1.85%
MyRay	1.41%	1.40%	1.29%	1.49%	1.40%	1.38%
Hamamatsu	1.13%	1.12%	1.03%	1.24%	1.17%	1.15%
DentiMax	1.13%	1.12%	1.03%	0.99%	0.93%	0.92%
Image Works	0.57%	0.56%	0.52%	0.50%	0.47%	0.46%
Belmont Equipment	0.57%	0.56%	0.52%	0.50%	0.47%	0.46%
Owandy	0.42%	0.42%	0.39%	0.37%	0.35%	0.35%
Handy	1.13%	1.12%	1.03%	1.24%	1.17%	1.15%
Fussan	0.00%	0.00%	1.55%	1.49%	1.40%	1.38%

자료: QYR Medicine Research Center, 유진투자증권
주: 2016년 시장점유율 기준 정렬

IV. 관련주 분석

1. 관련업체 현황

도표 45 디텍터 관련 주요 업체의 기술 현황

제조사	FPD Type	기술
레이언스	▪ TFT Detectors ▪ CMOS Detectors ▪ Intra-Oral Sensor	TFT/CMOS/IOS
Varex Imaging(PekinElmer)	▪ Varian offers PaxScan, ▪ amorphous silicon flat-panel detectors capable of ▪ both fluoroscopic and radioscopic digital imaging ▪ XRD a-Si, Crpad Dexela CMOS	TFT(CMOS by M&A)
Analogic Corporation	▪ Dirent Conversion X-ray Flat Panel Detectors: AXS Series	TFT
Canon	▪ CXDI-70C Wireless Digital Radiography System	TFT
Fuji	▪ Digital X-ray, DR Detectors: FDR D-EVO GL ▪ FDR D-EVO III Wireless FDR D-EVO ▪ Wire-FDR D-EVO	TFT
Carestream Health	▪ DR Detector DRX Plus/DRX Core/DRX 2530C	TFT
Vieworks	▪ VIX-D Series radiography system ▪ VIX-S series Fluoroscopy system	TFT
Toshiba	▪ Toshiba 14x17 Tethered ▪ Toshiba 1012x Wiress, etc.	TFT
Drtech	▪ Exprimer ▪ FLAATZ ▪ RoseM	TFT
Shanghai Iray	▪ Venu Series Portable Plate Detector ▪ Mars Series Intelligne Detctor ▪ Mammo Series Amophous Silicon Plate Detector ▪ Mercu Series Amorphous Silicon Plate Detector	TFT
CareRay	▪ Careview series X-ray flat pannel detector	TFT
Konica Minola, Inc	▪ Aere DR detector	TFT
Teledyne Dalsa	▪ CMOS X-ray flat panel Detectors for industrial Non-Destructive Testing	CMOS
Trixell	▪ Pixium Portable family ▪ Pixium 4343RC/4340RG/4600/43443F ▪ Pixium 4700-3040/Pixium 4800/Pixium 2630	TFT

자료: Markets and Market, 레이언스, 유진투자증권

도표 46 X-Ray 업체 Value Chain



제너레이터
(Generator)



디텍터
(Detector)

	해외	국내
CR	Carestream Agfa Fuji	
FP-DR	Trixel Varex Canon Anrad	레이언스 뷰웍스 디알텍 아이쓰리시스템
R/F, Angiography	Carestream Agfa Fuji	뷰웍스
Mmmography	Anrad Hologic	



X-Ray 시스템

해외	Carestream Agfa Fuji Siemens, Philips GE Canon Toshiba GMM Hologic
국내	바텍 제노레이 리스템 디알젬 중외메디칼 에스지헬스케어 메디퓨처

적용 산업



의료용



치과용



산업용



동물용



보안용

자료: 유진투자증권

2. 추천주: 바텍, 레이언스, 뷰웍스, 아이쓰리시스템, 제노레이

- 의료영상기기 시장에서 국내 기업에서 관심을 가질 만한 종목은 치과영상기기 국내 1위업체인 바텍(043150.KQ), I/O센서(Intra Oral Sensor) 부문에서 세계 시장점유율 1위를 차지하고 있는 레이언스(228850.KQ), TFT 디텍터 부문에서 해외 고객을 넓혀가고 있는 뷰웍스(100120, KQ), 직접방식 디텍터 시장에 진출하여 꾸준히 시장을 확대하고 있는 아이쓰리시스템(214430.KQ), 그리고 최근 IPO에 성공한 제노레이(122310.KQ) 등 5개 종목을 추천주로 선정하였다.

바텍(043150.KQ): 목표주가 47,500원, 투자의견 BUY

- 치과영상기기 국내 1위, 글로벌 5위권의 시장점유율 차지
- 북미, 유럽, 아시아 및 신흥국을 중심으로 해외매출비중 73.5%(2017년 기준)
- 북미, 중국, 신흥국 중심의 수출 증가세 지속으로 실적 성장 지속 전망

레이언스(228850.KQ): 목표주가 27,000원, 투자의견 BUY

- 구강내 검사장비인 I/O 센서 글로벌 1위 시장점유율 차지
- TFT, CMOS 디텍터의 안정적인 성장과 I/O 센서의 높은 성장 모멘텀 보유

뷰웍스(100120.KQ): 투자의견 NR

- TFT 디텍터의 강자로 글로벌 영상진단기기 완성업체를 고객으로 보유
- 의료용 및 산업용으로의 전방시장 다각화 성공 기업

아이쓰리시스템(214430.KQ): 목표주가 33,000원, 투자의견 BUY

- 적외선 센서 국내 유일 제조업체, 직접방식 디텍터 제조업체
- 시장확대를 위한 신제품을 개발, 하반기 일부 가시화 예상

제노레이(122310.KQ): 투자의견 NR

- X-Ray 영상진단장비 제조업체로 올해 IPO 성공
- 의료용과 치과용 영상장비를 생산
- 중국, 미국, 유럽 등을 중심으로 수출 확대 중. 수출비중 69.2%(2017년 기준)

3. 관련기업 Valuation Table

도표 47 치과 영상기기 관련 주요 업체 Valuation 비교

업체명	바텍(043150)	레이언스(228850)	뷰웍스(100120)	아이쓰리시스템(214430)	제노레이(122310)
시가총액(십억원)	532.5	332.6	315.1	158.5	118.6
매출비중(%)	덴탈 이미징사업부문 100%	TFT Detector(제품) 44.58%, CMOS Detector(제품) 32.81%, I/O Sensor(제품) 18.62%, 용역 2.42%, TFT Detector(기타) 0.48%	의료용 이미징 솔루션 57.5%, 산업용 이미징 솔루션 42.5%	적외선 영상센서 87.63%, 제품 기타 6.21%, 엑스레이 영상센서 5.35%, 상품 0.51%, 용역 0.25%, 기타 0.05%	제품 95.79%, 기타 3.58%, 상품 0.63%
Valuation (2017A)					
매출액(십억원)	218.8	106.5	123.5	69.6	44.5
영업이익(십억원)	39.1	17.3	28.6	9.2	6.2
순이익(십억원)	83.7	14.4	19.6	9.4	5.2
매출액증가율(%)	22.5	8.2	5.2	36.2	16.2
영업이익증가율(%)	30.9	-3.8	-6.0	52.5	35.1
EPS growth(%)	219.3	-0.8	-27.2	24.9	39.1
PER(배)	6.4	21.0	20.8	15.9	-
Valuation (2018F)					
매출액(십억원)	242.3	120.3	124.2	82.6	58.5
영업이익(십억원)	45.4	22.2	22.4	11.2	9.7
순이익(십억원)	39.0	21.3	19.8	11.6	7.6
매출액증가율(%)	10.7	12.9	0.6	18.6	31.5
영업이익증가율(%)	16.1	28.2	-21.7	21.9	56.2
EPS growth(%)	-50.9	45.6	1.1	22.6	30.3
PER(배)	**13.7**	**15.0**	**15.9**	**13.1**	**15.5**
Valuation (2019F)					
매출액(십억원)	267.6	140.2	142.9	101.6	73.9
영업이익(십억원)	51.7	26.1	28.1	13.9	12.3
순이익(십억원)	44.4	24.0	22.6	14.6	9.6
매출액증가율(%)	10.4	16.6	15.0	23.0	26.3
영업이익증가율(%)	14.1	17.9	25.2	23.6	27.1
EPS growth(%)	13.1	12.7	13.8	25.8	26.1
PER(배)	**12.1**	**13.3**	**14.0**	**10.4**	**12.3**

자료: 유진투자증권
주: 2018.06.01 종가 기준, 당사 추정치 기준



기업분석

바텍(043150.KQ)
BUY(유지) / TP 47,500원(유지)
중국 및 신흥국 중심의 해외 수출 증가 전망

레이언스(228850.KQ)
BUY(유지) / TP 25,000원(유지)
구강 내 검사기인 I/O 센서 공급처 확대는 긍정적

뷰웍스(100120.KQ)
NR
의료용 디텍터, 치킨게임의 승자이길 기대한다

아이쓰리시스템(214430.KQ)
BUY(유지) / TP 33,000원(유지)
직접방식 디텍터 신제품 개발을 진행 중

제노레이(122310.KQ)
NR
메디칼 및 덴탈용 영상진단장비 제조 국내 유일기업

바텍(043150.KQ)

스몰캡 박종선
Tel. 368-6076 / jongsun.park@eugenefn.com
스몰캡 한상웅
Tel. 368-6139 / sangwoung@eugenefn.com

중국 및 신흥국 중심의 해외 수출 증가 전망

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지)	47,500원
현재주가(6/1)	35,850원

- **투자 포인트: 중국 및 신흥국의 수출 물량 증가 폭 클 것으로 예상**

1) 중국의 PaX-i3D Smart 인증 추진으로 하반기 성장 예상: PaX-i3D Smart 제품의 중국 수출을 위해 제품 판매인증을 추진 중이며, 하반기에는 본격적인 판매가 가능할 것으로 예상함. 2017년 중국향 매출액이 약 180억원 수준이었으나 올해는 최소 200억원을 넘어설 것으로 예상됨

2) 신흥국의 의료 선진화에 따른 실적 증가 폭 클 것으로 예상: 남아메리카, 중동 등의 신흥국을 중심으로 꾸준히 매출이 증가하고 있어 긍정적임. 연간 70~80억원 수준의 매출이 발생하고 있는 인도 지역 외에 베트남, 브라질, 러시아 등에 신규 진출 및 유통망 확대에 따른 수출 확대가 기대됨

3) 북미, 유럽을 중심으로 안정적인 성장 전망: PaX-i3D Smart 및 Green 제품의 북미 및 유럽 지역으로 수출이 확대되고 있어 긍정적임. 전세계 치과장비 시장의 40.2%를 차지하고 있는 북미 지역에서 동사의 PaX-i3D Smart 및 Green 제품의 판매가 지속적으로 발생하고 있음. 북미지역은 미국 FDA 승인(2015년 10월) 이후 매출이 본격화 되고 있고, 2018년 유럽 및 대만 등 수출 지역 확대에 따라 관련 매출의 성장세를 이어 갈 것으로 전망함

- **2Q18 Preview: 매출액 +9.9%yoy, 영업이익 +4.7%yoy, 시장 예상치 부합**

당사추정 2분기 예상실적(연결기준)은 매출액 625억원, 영업이익 128억원으로 전년동기대비 각각 9.9%, 4.7% 증가하면서 안정적인 실적을 달성할 것으로 전망함. 특히 디텍터 제품만을 본다면 사상 최대 매출액을 달성할 것으로 예상되어 긍정적임

- **투자의견 BUY, 목표주가 47,500원 유지**

동사에 대한 목표주가는 47,500원을 유지하며, 32.5%의 상승여력을 보유하고 있어 투자의견 BUY를 유지함. 현재주가는 2018년 예상 EPS 기준으로 13.7배 수준으로 향후 주가는 추가 상승이 가능할 것으로 판단함

Financial Data (연결 기준)

결산기(12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액(십억원)	178.6	218.8	242.3	267.6	296.8
영업이익(십억원)	29.9	39.1	45.4	51.7	58.1
세전계속사업손익(십억원)	27.5	33.7	45.7	52.3	58.7
당기순이익(십억원)	33.3	83.7	39.0	44.4	49.9
EPS(원)	1,667	5,324	2,617	2,960	3,326
EPS 증감률(%)	16.3	219.3	-50.9	13.1	12.4
PER(배)	21.7	6.4	13.7	12.1	10.8
ROE(%)	26.8	48.8	18.2	17.6	16.7
PBR(배)	3.7	2.6	2.3	1.9	1.6

자료: 유진투자증권

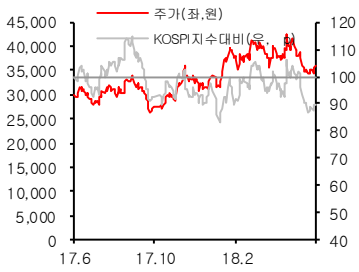
Key Data (기준일: 2018.6.1)

KOSPI(pt)	2,439
KOSDAQ(pt)	883
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	533
52주 최고/최저(원)	42,850 / 25,900
52주 일간 Beta	0.37
발행주식수(천주)	14,854
평균거래량(3M,천주)	103
평균거래대금(3M,백만원)	3,943
배당수익률(18F, %)	0.3
외국인 지분율(%)	21.3
주요주주 지분율(%)	
바텍이우홀딩스외 3인	53.6

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.5	-11.6	7.2	20.3
KOSPI 대비상대수익률	-11.3	-14.6	-5.0	-14.8

Company vs KOSPI composite



실적 추이 및 전망

도표 48 2Q18 예상 실적: 매출액 +9.9%yoy, 영업이익 +4.7%yoy

(십억원,%)	2Q18F			2Q17A	1Q18A
	실적	YoY (%,%p)	QoQ (%,%p)	실적	실적
매출액	**62.5**	**9.9**	**28.8**	**56.9**	**48.6**
지역별 매출액(십억원)					
대한민국	9.7	-5.0	8.2	10.2	9.0
아시아(국내 제외)	13.9	15.0	37.1	12.1	10.1
북아메리카	17.1	13.0	44.4	15.1	11.8
유럽	16.0	10.0	35.1	14.5	11.8
남아메리카	2.5	20.0	5.8	2.1	2.4
중동	2.4	20.0	-18.6	2.0	3.0
오세아니아	0.2	10.0	525.4	0.2	0.0
아프리카	0.7	10.0	76.6	0.6	0.4
지역별 매출비중 (%)					
대한민국	15.5	-2.4	-2.9	17.9	18.4
아시아(국내 제외)	22.2	1.0	1.3	21.3	20.9
북아메리카	27.4	0.8	3.0	26.6	24.4
유럽	25.6	0.0	1.2	25.6	24.4
남아메리카	4.1	0.3	-0.9	3.7	4.9
중동	3.9	0.3	-2.3	3.5	6.1
오세아니아	0.4	0.0	0.3	0.3	0.1
아프리카	1.1	0.0	0.3	1.1	0.8
수익					
영업이익	**12.8**	**4.7**	**46.1**	**12.3**	**8.8**
세전이익	**12.2**	**-16.6**	**11.5**	**14.6**	**10.9**
당기순이익	**10.4**	**-21.3**	**9.6**	**13.2**	**9.5**
지배기업 당기순이익	**10.3**	**-4.3**	**6.5**	**10.7**	**9.6**
이익률(%)					
영업이익률	20.5	-1.0	2.4	21.5	18.1
세전이익률	19.5	-6.2	-3.0	25.7	22.5
당기순이익률	16.6	-6.6	-2.9	23.1	19.5
지배기업 당기순이익률	16.4	-2.4	-3.4	18.8	19.8

자료: 연결 기준, 유진투자증권

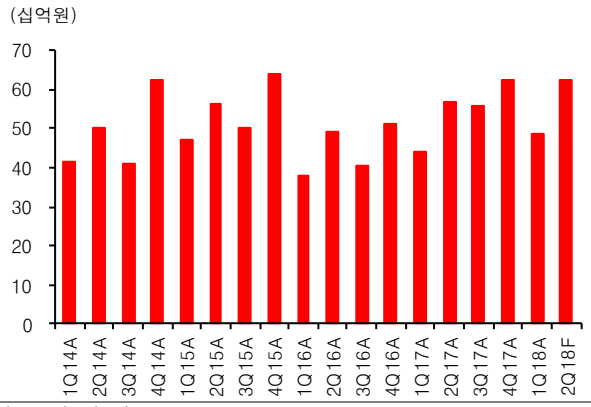
도표 49 분기별 실적 추이 및 전망 (연결 기준)

(십억원,%)	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18A	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	**44.2**	**56.9**	**55.5**	**62.1**	**48.6**	**62.5**	**61.9**	**69.3**	**238.3**	**218.8**	**242.3**	**267.6**
증가율(%,yoy)	*-14.7*	*-11.9*	*3.2*	*-8.8*	*9.8*	*9.9*	*11.4*	*11.6*	*9.7*	*-8.2*	*10.7*	*10.4*
지역별 매출액(십억원)												
대한민국	10.2	10.2	10.5	9.7	9.0	9.7	10.0	9.2	54.3	40.6	37.8	36.0
아시아(국내 제외)	11.1	12.1	13.0	11.7	10.1	13.9	15.5	14.0	52.9	47.8	53.6	61.6
북아메리카	8.5	15.1	10.9	14.1	11.8	17.1	12.5	16.2	51.1	48.6	57.7	65.2
유럽	10.4	14.5	14.8	19.3	11.8	16.0	16.3	21.2	63.4	59.1	65.3	71.9
남아메리카	1.2	2.1	1.3	2.1	2.4	2.5	1.6	2.6	6.5	6.8	9.1	10.9
중동	2.3	2.0	3.6	4.0	3.0	2.4	4.3	4.8	7.4	11.9	14.5	17.4
오세아니아	0.1	0.2	0.5	0.5	0.0	0.2	0.5	0.5	1.2	1.3	1.3	1.5
아프리카	0.4	0.6	1.0	0.7	0.4	0.7	1.1	0.8	1.5	2.7	3.0	3.3
지역별 매출비중 (%)												
대한민국	23.1	17.9	18.9	15.6	18.4	15.5	16.1	13.3	22.8	18.6	15.6	13.4
아시아(국내 제외)	25.1	21.3	23.3	18.8	20.9	22.2	25.1	20.2	22.2	21.8	22.1	23.0
북아메리카	19.2	26.6	19.6	22.7	24.4	27.4	20.3	23.3	21.5	22.2	23.8	24.4
유럽	23.6	25.6	26.6	31.1	24.4	25.6	26.3	30.6	26.6	27.0	27.0	26.9
남아메리카	2.7	3.7	2.4	3.5	4.9	4.1	2.5	3.7	2.7	3.1	3.7	4.1
중동	5.3	3.5	6.4	6.4	6.1	3.9	6.9	6.9	3.1	5.4	6.0	6.5
오세아니아	0.2	0.3	0.9	0.8	0.1	0.4	0.9	0.8	0.5	0.6	0.5	0.5
아프리카	0.8	1.1	1.9	1.2	0.8	1.1	1.9	1.1	0.6	1.2	1.2	1.2
수익												
영업이익	**8.3**	**12.3**	**7.9**	**10.6**	**8.8**	**12.8**	**11.1**	**12.6**	**29.9**	**39.1**	**45.4**	**51.7**
세전이익	**4.6**	**14.6**	**9.6**	**4.9**	**10.9**	**12.2**	**10.6**	**12.0**	**27.5**	**33.7**	**45.7**	**52.3**
당기순이익	**60.6**	**13.2**	**9.1**	**0.8**	**9.5**	**10.4**	**9.0**	**10.2**	**33.3**	**83.7**	**39.0**	**44.4**
지배기업 순이익	**59.4**	**10.7**	**8.6**	**0.4**	**9.6**	**10.3**	**8.9**	**10.1**	**24.8**	**79.1**	**38.9**	**44.0**
이익률(%)												
영업이익률	18.8	21.5	14.2	17.1	18.1	20.5	18.0	18.2	12.5	17.9	18.7	19.3
세전이익률	10.4	25.7	17.3	7.8	22.5	19.5	17.1	17.3	11.5	15.4	18.9	19.5
당기순이익률	137.1	23.1	16.3	1.3	19.5	16.6	14.5	14.7	14.0	38.2	16.1	16.6
지배기업 순이익률	134.2	18.8	15.5	0.6	19.8	16.4	14.4	14.6	10.4	36.1	16.0	16.4

참고: 2017년 1분기에 일시적인 중단사업손익 565억원 반영
자료: 연결 기준, 유진투자증권

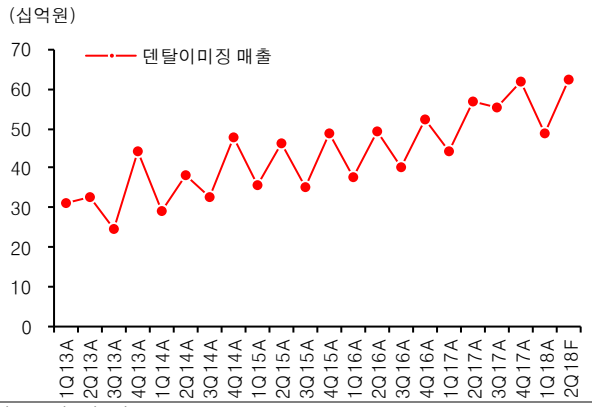
2분기 성수기로 전년동기대비 안정적 성장 전망

도표 50 분기별 매출액은 4Q > 2Q > 3Q > 1Q



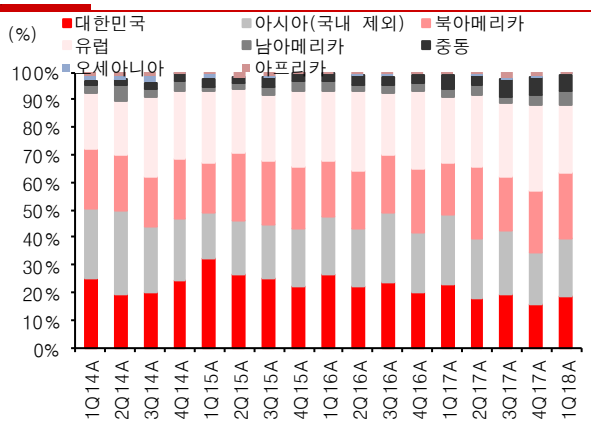
자료: 유진투자증권

도표 51 렌탈이미징 사업은 지속 상승세 유지



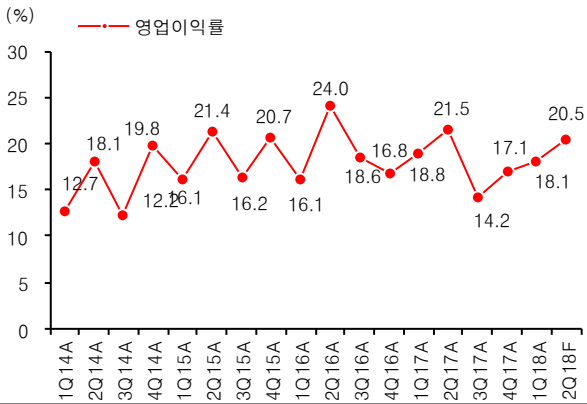
자료: 유진투자증권

도표 52 수출지역 다변화로 안정적인 실적 달성



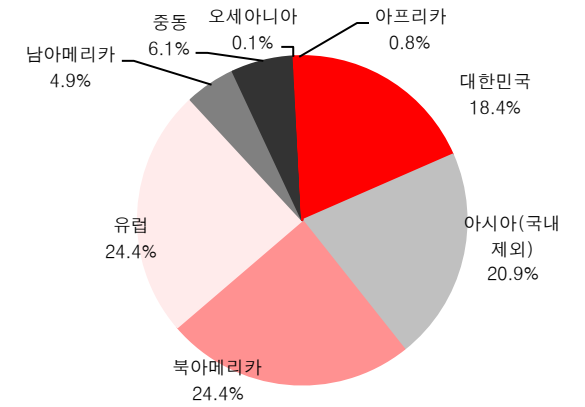
자료: 유진투자증권

도표 53 수익성은 점차 개선 중



자료: 유진투자증권

도표 54 지역별 매출 비중 (1Q18 기준)



자료: 유진투자증권

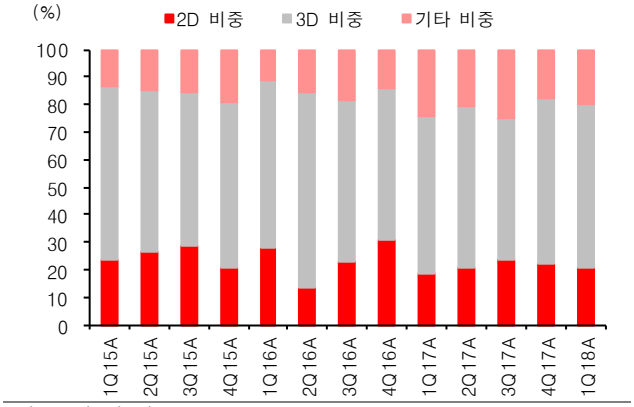
수익성 좋은 3D 매출 비중 증가

도표 55 3D 치과장비의 제품 라인업 확대 지속



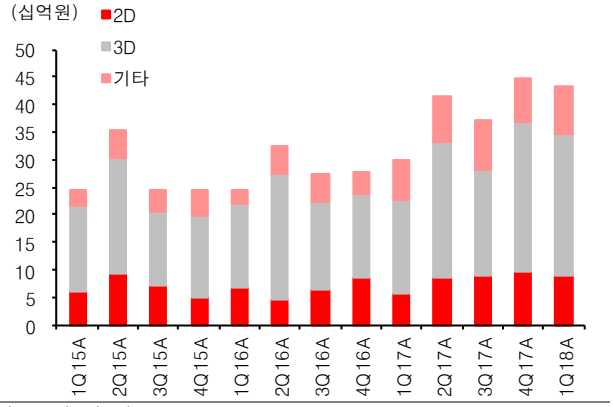
자료: 유진투자증권

도표 56 장비별 매출비중 추이 (별도 기준)



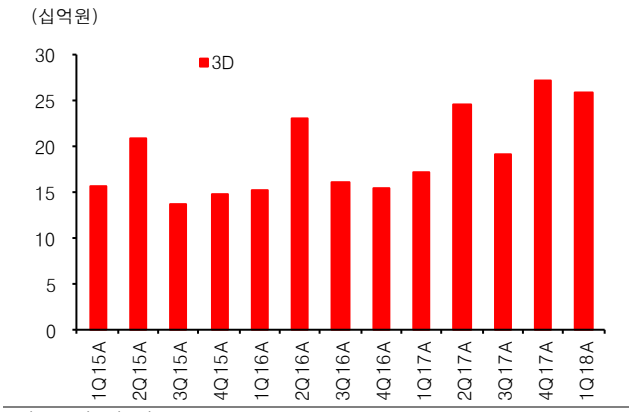
자료: 유진투자증권

도표 57 장비별 매출액 추이 (별도 기준)



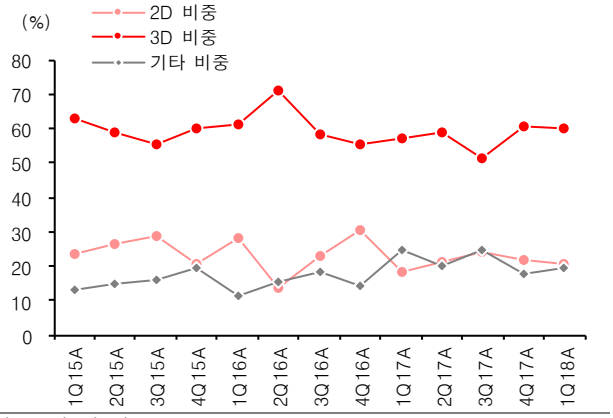
자료: 유진투자증권

도표 58 3D 장비 매출액 점차 증가 (별도 기준)



자료: 유진투자증권

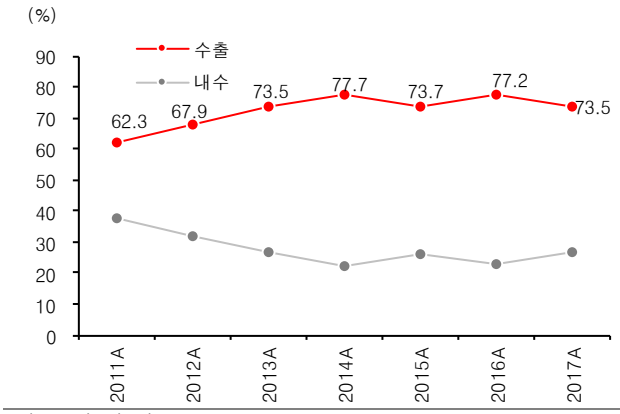
도표 59 3D 장비의 매출비중 추이 (별도 기준)



자료: 유진투자증권

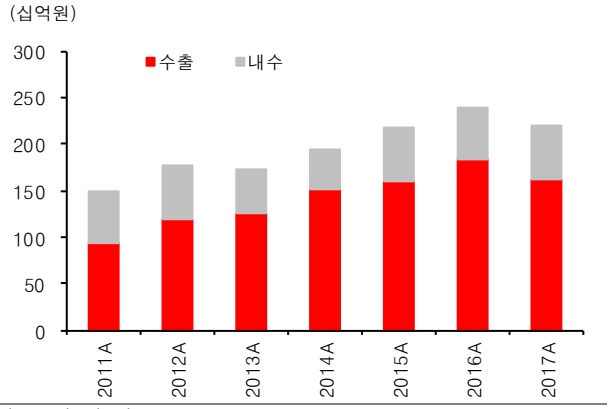
북미, 유럽, 중국 중심의 안정적인 성장

도표 60 높은 비중의 수출 비중



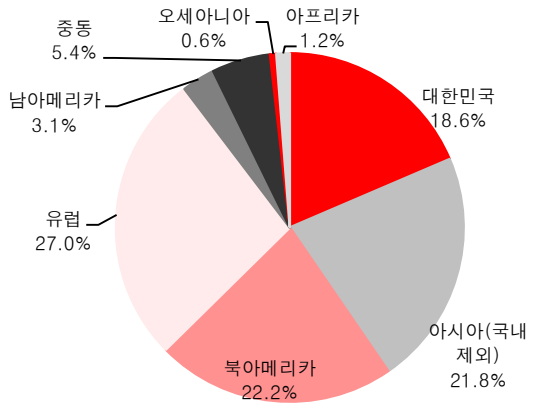
자료: 유진투자증권

도표 61 레이언스 연결 제외로 일시적인 매출 감소



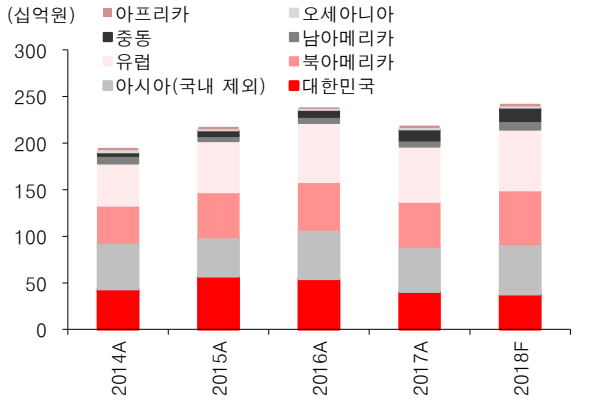
자료: 유진투자증권

도표 62 수출은 북아메리카 및 유럽 중심 (2017)



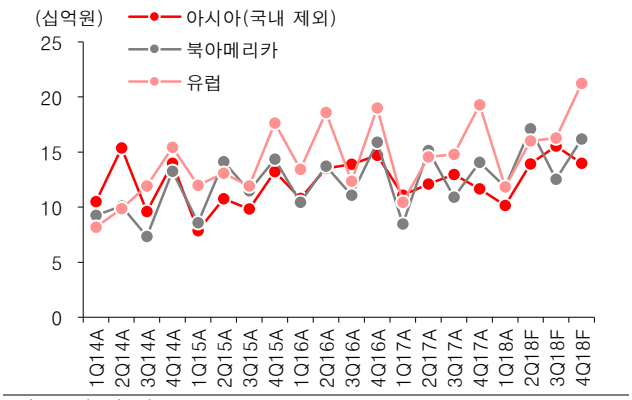
참고: 아시아는 국내 매출 제외
자료: 유진투자증권

도표 63 북아메리카 매출은 증가세 지속



참고: 아시아는 국내 매출 제외
자료: 유진투자증권

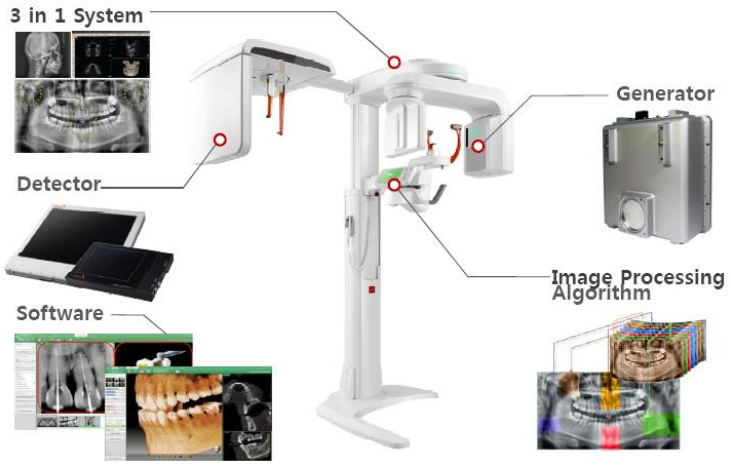
도표 64 아시아, 북아메리카, 유럽이 성장을 견인



자료: 유진투자증권

치과용 영상진단기기 국내 선두업체

도표 65 바텍의 치과용 영상진단기기 제품 구조



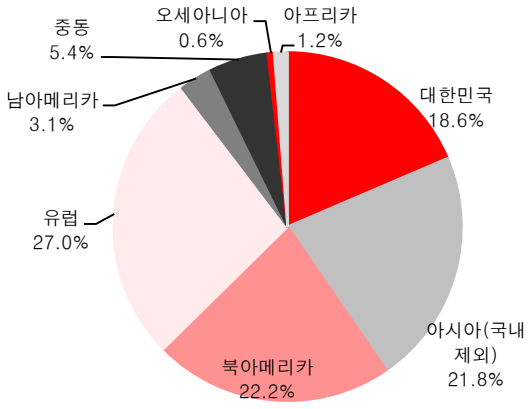
자료: 바텍, 유진투자증권

도표 66 회사 연혁

연도	내용
1992.04	㈜바텍시스템 법인설립
1994.07	㈜바텍시스템 부설연구소 인증(한국산업기술진흥협회)
2002.03	상호변경 ㈜바텍시스템 → ㈜바텍
2006.09	코스닥 상장 및 거래개시
2008.04	치과용 디지털파노라마 PaX-P&P 모델, 미국 FDA 승인
2009.09	국내 마케팅본부 물적분할. ㈜바텍코리아 설립
2011.03	글로벌 사업부문 물적분할. ㈜바텍글로벌 설립
2011.04	레이언스 사업부문 물적분할. ㈜레이언스 설립
2012.09	㈜레이언스의 ㈜휴먼레이 흡수합병
2014.09	PaX-i3D Smart 출시
2017.02	레이언스 지분감소로 실적연결에서 지분법 적용으로 전환

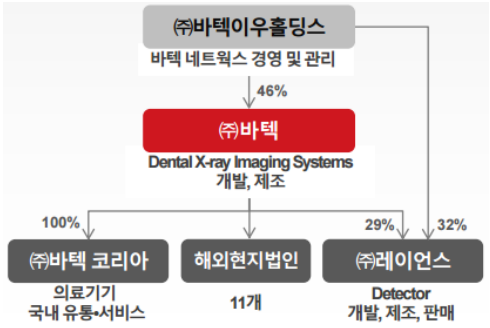
자료: 유진투자증권

도표 67 지역별 매출비중(2017년 기준)



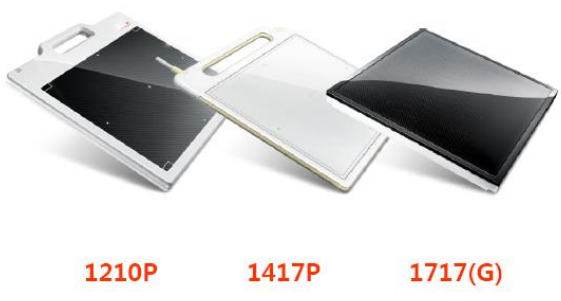
자료: 유진투자증권

도표 68 바텍의 지배구조 및 자회사



자료: 바텍, 유진투자증권

도표 69 자회사 레이언스의 주요 제품인 디텍터



자료: 바텍, 유진투자증권

바텍(043150.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
자산총계	**390.2**	**321.5**	**365.8**	**414.3**	**469.1**
유동자산	250.6	138.3	166.4	196.4	231.1
현금성자산	112.7	31.5	46.3	63.6	83.7
매출채권	71.4	53.2	56.8	62.9	69.9
재고자산	61.6	51.1	60.8	67.3	74.9
비유동자산	139.6	183.2	199.4	217.9	238.0
투자자산	18.6	102.3	107.5	111.9	116.4
유형자산	90.7	69.2	80.9	95.6	111.6
기타	30.4	11.6	10.9	10.4	10.0
부채총계	**133.1**	**122.9**	**131.8**	**137.4**	**143.7**
유동부채	98.1	78.4	83.9	88.9	94.6
매입채무	33.0	34.9	43.0	47.6	53.0
유동성이자부채	46.8	25.7	22.7	22.7	22.7
기타	18.3	17.9	18.2	18.6	19.0
비유동부채	35.0	44.5	47.9	48.5	49.1
비유동기타부채	25.7	28.9	32.5	32.5	32.5
기타	9.3	15.6	15.4	16.0	16.6
자본총계	**257.0**	**198.6**	**234.0**	**276.9**	**325.4**
지배지분	146.8	196.0	231.6	274.5	323.0
자본금	7.4	7.4	7.4	7.4	7.4
자본잉여금	36.4	8.0	8.0	8.0	8.0
이익잉여금	102.7	180.4	216.0	258.9	307.3
기타	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
비지배지분	110.2	2.6	2.4	2.4	2.4
자본총계	**257.0**	**198.6**	**234.0**	**276.9**	**325.4**
총차입금	72.5	54.6	55.2	55.2	55.2
순차입금	(40.2)	23.1	8.9	(8.5)	(28.6)

손익계산서

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	**178.6**	**218.8**	**242.3**	**267.6**	**296.8**
증가율(%)	(17.8)	22.5	10.7	10.4	10.9
매출원가	102.8	113.9	122.0	136.0	151.3
매출총이익	75.8	105.0	120.3	131.6	145.5
판매 및 일반관리비	46.0	65.9	74.9	79.9	87.4
기타영업손익	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
영업이익	**29.9**	**39.1**	**45.4**	**51.7**	**58.1**
증가율(%)	(27.2)	30.9	16.1	14.1	12.4
EBITDA	41.0	46.4	52.7	59.6	66.8
증가율(%)	(16.6)	13.0	13.7	13.0	12.1
영업외손익	(2.3)	(5.4)	0.3	0.5	0.6
이자수익	0.3	0.3	0.1	0.0	0.0
이자비용	2.4	1.7	1.5	1.5	1.5
지분법손익	0.0	1.2	5.2	5.2	5.2
기타영업손익	(0.3)	(5.2)	(3.4)	(3.2)	(3.1)
세전순이익	27.5	33.7	45.7	52.3	58.7
증가율(%)	(22.5)	22.4	35.6	14.4	12.4
법인세비용	6.7	8.8	6.7	7.8	8.8
당기순이익	**33.3**	**83.7**	**39.0**	**44.4**	**49.9**
증가율 (%)	16.0	151.1	(53.4)	13.9	12.4
지배주주지분	24.8	79.1	38.9	44.0	49.4
증가율(%)	16.3	219.3	(50.9)	13.1	12.4
비지배지분	8.6	4.6	0.1	0.4	0.5
EPS	**1,667**	**5,324**	**2,617**	**2,960**	**3,326**
증가율 (%)	16.3	219.3	(50.9)	13.1	12.4
수정EPS	1,667	5,324	2,617	2,960	3,326
증가율 (%)	16.3	219.3	(50.9)	13.1	12.4

현금흐름표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	**32.2**	**51.0**	**35.7**	**40.0**	**45.1**
당기순이익	33.3	83.7	39.0	44.4	49.9
자산상각비	11.2	7.3	7.4	7.9	8.7
기타비현금성손익	(2.8)	1.5	(1.9)	(4.6)	(4.6)
운전자본증감	(18.7)	25.7	(8.0)	(7.7)	(8.9)
매출채권감소(증가)	(1.3)	13.6	(3.1)	(6.1)	(7.0)
재고자산감소(증가)	(19.3)	9.5	(9.8)	(6.5)	(7.5)
매입채무증가(감소)	2.6	8.6	(0.7)	4.6	5.3
기타	(0.8)	(6.0)	5.6	0.3	0.3
투자활동현금흐름	**(114.5)**	**(36.6)**	**(17.6)**	**(21.6)**	**(24.0)**
단기투자자산감소	(76.0)	76.2	(0.3)	(0.5)	(0.5)
장기투자증권감소	0.0	0.0	1.1	1.3	1.1
설비투자	(20.5)	(16.4)	(16.4)	(20.0)	(22.2)
유형자산처분	0.1	2.9	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(12.9)	(2.2)	(2.0)	(2.0)	(2.0)
재무활동현금흐름	**74.2**	**(19.1)**	**(3.7)**	**(1.5)**	**(1.5)**
차입금증가	(16.6)	(17.6)	(3.7)	0.0	0.0
자본증가	(1.5)	(1.5)	0.0	(1.5)	(1.5)
배당금지급	1.5	1.5	0.0	1.5	1.5
현금 증감	**(7.8)**	**(5.0)**	**14.5**	**16.9**	**19.6**
기초현금	33.3	25.5	20.5	35.0	51.9
기말현금	25.5	20.5	35.0	51.9	71.5
Gross cash flow	58.7	20.6	44.4	47.7	54.0
Gross investment	57.1	87.0	25.2	28.9	32.4
Free cash flow	**1.6**	**(66.4)**	**19.2**	**18.8**	**21.6**

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,667	5,324	2,617	2,960	3,326
BPS	9,884	13,196	15,592	18,482	21,741
DPS	100	100	100	100	100
밸류에이션(배,%)					
PER	21.7	6.4	13.7	12.1	10.8
PBR	3.7	2.6	2.3	1.9	1.6
EV/ EBITDA	14.8	11.5	10.3	8.8	7.6
배당수익율	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
PCR	9.1	24.5	12.0	11.2	9.9
수익성 (%)					
영업이익율	16.7	17.9	18.7	19.3	19.6
EBITDA이익율	23.0	21.2	21.8	22.3	22.5
순이익율	18.7	38.2	16.1	16.6	16.8
ROE	26.8	48.8	18.2	17.6	16.7
ROIC	11.5	16.7	28.0	27.8	27.3
안정성(%,배)					
순차입금/자기자본	n/a	11.6	3.8	n/a	n/a
유동비율	255.3	176.4	198.2	220.9	244.2
이자보상배율	14.4	27.2	31.5	34.5	38.9
활동성 (회)					
총자산회전율	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7
매출채권회전율	2.6	3.5	4.4	4.5	4.5
재고자산회전율	3.4	3.9	4.3	4.2	4.2
매입채무회전율	6.0	6.4	6.2	5.9	5.9

레이언스(228850.KQ)

스몰캡 박종선
Tel. 368-6076 / jongsun.park@eugenefn.com
스몰캡 한상웅
Tel. 368-6139 / sangwoung@eugenefn.com

구강 내 검사기인 I/O 센서 공급처 확대는 긍정적

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지)	25,000원
현재주가(6/1)	20,050원

- **투자포인트: 매출처 다각화를 통한 안정적인 실적 성장 지속 중**

1) 구강내 검사기인 I/O 센서, 시장점유율을 기반으로 매출 성장 전망: I/O(Intra-Oral) 센서(2~4개의 치아를 촬영하기 위한 구강내 X-Ray 영상센서) 시장에서 세계 1위(2016년 기준 M/S 23.07%)로 국내 유일업체. 세계 최초로 출시한 Bendable I/O 센서(환자 구강에 맞추어 휘어지고, 환자 피폭량 감소, 재촬영 감소 등으로 편의성 증대) 제품으로 중국, 인도 등 신흥국 시장의 수요가 증가하고 있어 관련 매출의 성장이 기대됨. 주로 계열사인 바텍을 통한 매출 성장에서 최근 미주 및 유럽의 글로벌 업체와 OEM 공급이 추진되고 있어 긍정적임

2) 디텍터 핵심기술 내재화, Full-line up 확보, 전방 시장 확대: 디지털 X-ray를 가시광선으로 바꿔주는 디텍터 핵심기술인 섬광체(CsI) 기술을 보유하고 있고, 또한 업계에서 유일하게 TFT Detector, CMOS Detector, I/O Sensor의 전 제품 라인업을 확보, 실적 성장 지속 전망. ① 핵심기술 내재화 및 핵심부품 자체설계 기술 확보로 지속적인 신제품 개발 가능, ② TFT Detector, CMOS Detector 부문에서는 말(馬)용, 보안용 등의 특화시장에 대한 지배력 강화, 특화시장의 지속적 개발을 진행하고 있기 때문. 다양한 전방시장(의료용, 치과용, 동물용, 산업용 등)을 기반으로 안정적인 성장 전망

- **2Q18 Preview: 매출액 +13.3%yoy, 영업이익 37.4%yoy 증가 전망**

당사추정 2분기 예상실적은 매출액 302억원, 영업이익 55억원으로 전년동기대비 각각 13.3%, 37.4% 증가할 것으로 전망함. 매출액 성장 폭 대비 영업이익 성장 폭이 클 것으로 예상하는 이유는 매출액 증가와 함께 수익성이 높은 I/O센서 제품의 매출비중이 커질 것으로 전망하기 때문임

- **목표주가 25,000원, 투자의견 BUY 유지**

목표주가 25,000원, 투자의견 BUY를 유지함. 현재주가는 당사추정 2018년 예상 EPS 기준 15.0배로 국내외 동종업체 평균 PER 19.2배 대비 할인되어 거래 중임

Financial Data (연결 기준)

결산기(12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액(십억원)	98.5	106.5	120.3	140.2	159.9
영업이익(십억원)	18.0	17.3	22.2	26.1	30.3
세전계속사업손익(십억원)	17.9	14.9	22.9	26.7	31.0
당기순이익(십억원)	14.7	14.4	21.3	24.0	26.3
EPS(원)	889	881	1,283	1,446	1,585
EPS 증감률(%)	na	-0.8	45.6	12.7	9.6
PER(배)	19.3	21.0	15.0	13.3	12.1
ROE(%)	13.0	8.4	11.4	11.6	11.4
PBR(배)	1.7	1.7	1.6	1.5	1.3

자료: 유진투자증권

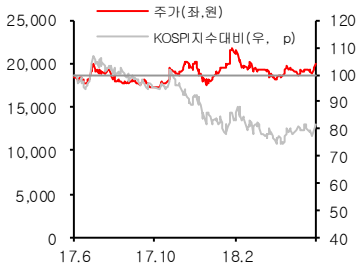
Key Data (기준일: 2018.6.1)

KOSPI(pt)	2,439
KOSDAQ(pt)	883
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	333
52주 최고/최저(원)	22,350 / 16,650
52주 일간 Beta	0.90
발행주식수(천주)	16,591
평균거래량(3M,천주)	26
평균거래대금(3M,백만원)	500
배당수익률(18F, %)	0.5
외국인 지분율(%)	3.7
주요주주 지분율(%)	
바텍 외 5인	64.9

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.4	3.9	-0.7	9.3
KOSPI 대비상대수익률	3.6	0.8	-12.9	-25.8

Company vs KOSPI composite



실적 전망 및 Valuation

도표 70 2Q18 예상실적: 매출액 +13.3% yoy, 영업이익 +37.4% yoy

(십억원,%)	2Q18F			2Q17A	1Q18A
	실적	YoY (%,%p)	QoQ (%,%p)	실적	실적
매출액	**30.2**	**13.3**	**6.0**	**26.6**	**28.5**
수익					
영업이익	**5.5**	**37.4**	**6.8**	**4.0**	**5.2**
세전이익	**5.6**	**31.1**	**3.4**	**4.3**	**5.4**
당기순이익	**5.4**	**55.8**	**18.4**	**3.5**	**4.6**
지배기업 당기순이익	**5.4**	**54.3**	**17.8**	**3.5**	**4.6**
이익률(%)					
영업이익률	18.3	3.2	0.1	15.1	18.2
세전이익률	18.6	2.5	-0.5	16.1	19.1
당기순이익률	18.0	4.9	1.9	13.1	16.1
지배기업 당기순이익률	18.0	4.8	1.8	13.2	16.2

자료: 연결 기준, 유진투자증권

도표 71 실적 전망 (연결 기준)

(십억원,%)	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18A	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	**24.6**	**26.6**	**29.3**	**25.9**	**28.5**	**30.2**	**32.3**	**29.4**	**98.5**	**106.5**	**120.3**	**140.2**
증가율(%,yoy)	*10.5*	*8.7*	*23.4*	*-7.0*	*15.7*	*13.3*	*10.0*	*13.2*	*13.7*	*8.2*	*12.9*	*16.6*
제품별 매출액(십억원)												
TFT Detector	11.3	12.5	14.9	13.4	12.2	13.3	14.8	13.9	48.4	52.1	54.2	57.8
CMOS Detector	8.0	8.1	9.2	7.3	10.0	8.8	10.2	8.3	33.2	32.6	37.3	40.6
I/O Sensor	4.7	5.5	4.7	4.6	5.6	7.5	6.5	6.3	16.9	19.4	25.9	38.2
Others	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	0.6	0.7	0.8	0.0	2.5	2.8	3.6
제품별 비중(%)												
TFT Detector	46.1	47.0	50.7	51.6	42.8	44.0	46.0	47.4	49.1	48.9	45.1	41.3
CMOS Detector	32.4	30.3	31.2	28.3	35.2	29.0	31.6	28.4	33.7	30.6	31.0	29.0
I/O Sensor	19.0	20.6	15.9	17.7	19.6	24.8	20.1	21.6	17.1	18.2	21.5	27.2
Others	2.5	2.1	2.2	2.5	2.5	2.1	2.3	2.6	0.0	2.3	2.4	2.5
수익												
영업이익	**4.3**	**4.0**	**5.3**	**3.7**	**5.2**	**5.5**	**6.0**	**5.4**	**18.0**	**17.3**	**22.2**	**26.1**
세전이익	**3.4**	**4.3**	**5.4**	**1.8**	**5.4**	**5.6**	**6.3**	**5.6**	**17.9**	**14.9**	**22.9**	**26.7**
당기순이익	**2.8**	**3.5**	**4.2**	**3.9**	**4.6**	**5.4**	**6.0**	**5.3**	**14.7**	**14.4**	**21.3**	**24.0**
지배기업 순이익	**2.8**	**3.5**	**4.3**	**3.9**	**4.6**	**5.4**	**6.0**	**5.3**	**14.7**	**14.6**	**21.3**	**24.0**
이익률(%)												
영업이익률	17.4	15.1	18.0	14.4	18.2	18.3	18.7	18.5	18.3	16.2	18.4	18.7
세전이익률	13.7	16.1	18.5	6.9	19.1	18.6	19.4	19.0	18.2	14.0	19.0	19.1
당기순이익률	11.4	13.1	14.5	14.9	16.1	18.0	18.6	18.0	14.9	13.5	17.7	17.1
지배기업 순이익률	11.5	13.2	14.8	15.2	16.2	18.0	18.6	18.0	15.0	13.7	17.7	17.1

자료: 연결 기준, 유진투자증권

도표 72 Peer Valuation 비교

		DANAHER	DENTSPLY SIRONA	CANON	VAREX IMAGING	TELEDYNE TECHNOLOGIES	뷰웍스
국가		미국	미국	일본	미국	미국	한국
2018-06-01		100.6	43.4	3,701.0	37.3	205.6	31,500.0
통화		USD	USD	JPY	USD	USD	KRW
시가총액(백만달러, 십억원)		70,269.4	9,875.4	45,084.1	1,416.1	7,352.9	315.1
PER(배)							
	FY16A	32.4	25.2	23.9	N/A	24.6	22.1
	FY17A	28.2	29.6	18.8	21.1	28.2	20.8
	FY18F	**22.6**	**16.7**	**14.6**	**20.3**	**26.6**	**14.7**
	FY19F	20.8	15.1	14.3	17.2	24.8	12.7
PBR(배)							
	FY16A	2.3	1.6	1.3	N/A	2.8	5.4
	FY17A	2.5	2.3	1.6	3.4	3.3	3.2
	FY18F	2.4	1.5	1.3	3.1	N/A	2.2
	FY19F	2.2	1.5	1.3	2.7	N/A	1.9
매출액(백만달러, 십억원)							
	FY16A	16,882.4	3,745.3	31,362.1	620.1	2,149.9	117.3
	FY17A	18,329.7	3,993.4	36,389.7	698.1	2,603.8	123.5
	FY18F	19,896.0	4,190.7	38,388.7	794.5	2,820.3	125.4
	FY19F	20,860.7	4,363.7	38,665.0	822.5	2,936.0	135.1
영업이익(백만달러, 십억원)							
	FY16A	2,750.9	454.7	2,110.2	106.0	253.8	30.5
	FY17A	3,021.2	-1,562.3	2,956.5	83.7	335.6	28.6
	FY18F	4,119.0	762.6	3,617.4	109.5	385.3	27.6
	FY19F	4,463.4	834.0	3,729.9	126.0	410.5	31.1
영업이익률(%)							
	FY16A	16.3	12.1	6.7	17.1	11.8	26.0
	FY17A	16.5	-39.1	8.1	12.0	12.9	23.2
	FY18F	20.7	18.2	9.4	13.8	13.7	22.0
	FY19F	21.4	19.1	9.6	15.3	14.0	23.0
순이익(백만달러, 십억원)							
	FY16A	2,553.7	429.9	1,389.0	61.6	190.9	27.0
	FY17A	2,492.1	-1,550.0	2,157.7	51.6	227.2	19.6
	FY18F	3,165.9	581.6	2,506.2	69.6	285.0	21.4
	FY19F	3,448.6	616.4	2,554.8	84.2	305.0	24.7
EV/EBITDA(배)							
	FY16A	16.6	15.6	7.8	N/A	13.3	N/A
	FY17A	17.2	17.7	7.2	13.5	15.4	11.1
	FY18F	16.9	12.3	7.9	12.9	16.8	8.7
	FY19F	15.6	11.4	7.8	11.4	15.8	7.8
ROE(%)							
	FY16A	10.9	8.2	5.2	15.1	13.2	27.7
	FY17A	10.1	-21.0	8.6	14.5	13.0	16.6
	FY18F	10.8	8.0	9.4	17.1	N/A	15.6
	FY19F	10.7	8.6	9.2	16.5	N/A	15.7

자료: Bloomberg, 유진투자증권
주: 2018.06.01 종가기준, 컨센서스 기준

디지털 X-Ray 디텍터 전문 제조업체

도표 73 사업영역: 디지털 X-ray 디텍터 및 센서 제품 라인업



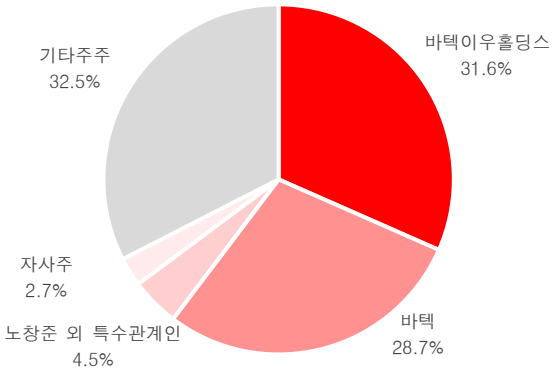
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 74 주요 연혁

연도	내용
2007.11	삼성과 디지털 X-ray 디텍터 공동개발
2011.05	설립: 레이언스 (바텍의 DR사업본부 물적분할)
2011.10	세계 최초 CMOS 기반 유방암 검진 Detector 출시
2012.10	CMOS 디텍터 기업 ㈜휴먼레이 합병
2013.06	GE헬스케어와 전략적 제휴 체결(맘모그래피 자산 양도)
2013.11	GE헬스케어에 유방암 검진용 CMOS Detector 공급
2013.12	디지털 X-ray 디텍터 세계일류상품 선정 (산업통상자원부)
2014.12	I/O Sensor 세계일류상품 선정 (산업통상자원부)
2015.12	Bendable Type I/O Sensor 세계일류 상품선정
2016.04	코스닥 시장 상장
2017.02	최대주주 변경 ((주)바텍에서 (주)바텍이우홀딩스로 변경)

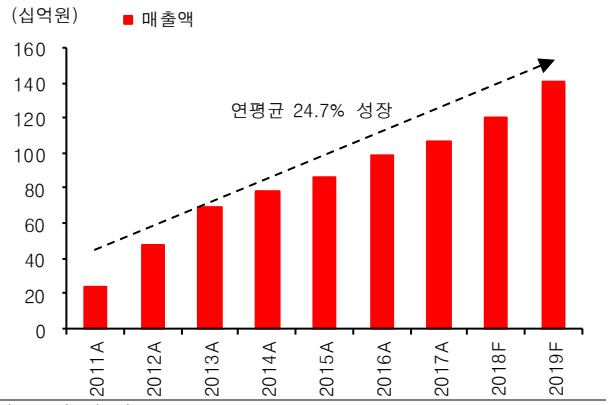
자료: 유진투자증권

도표 75 주주구성 (2018.05.29)



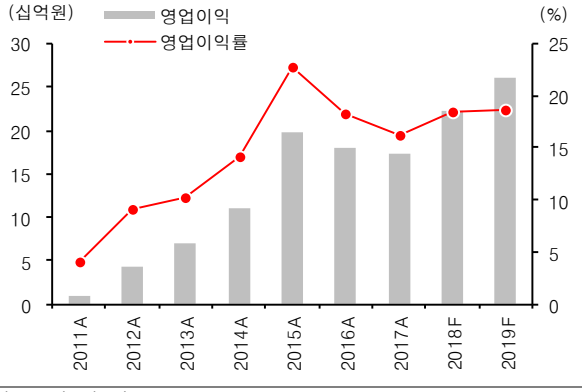
자료: 유진투자증권

도표 76 꾸준한 매출 성장 지속 전망



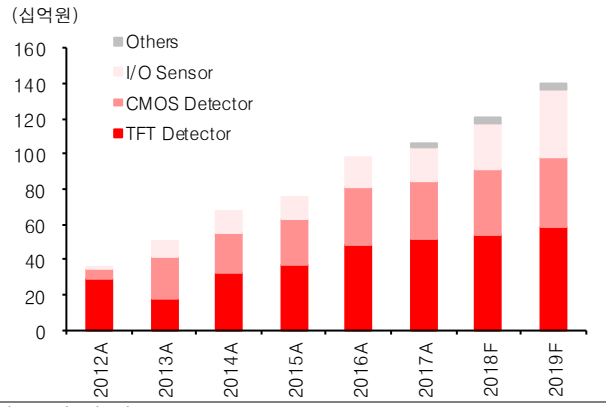
자료: 유진투자증권

도표 77 매출액 성장과 함께 수익성 개선



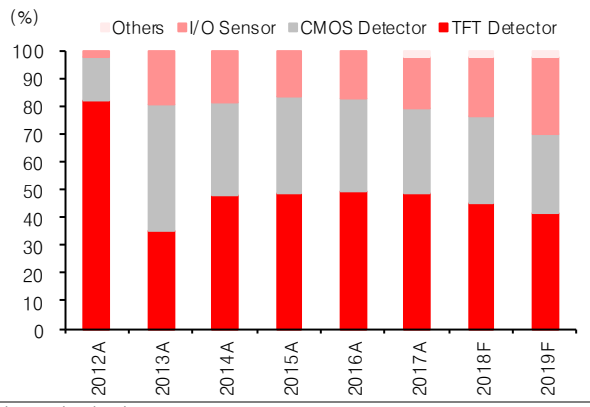
자료: 유진투자증권

도표 78 모든 제품의 실적 성장 지속



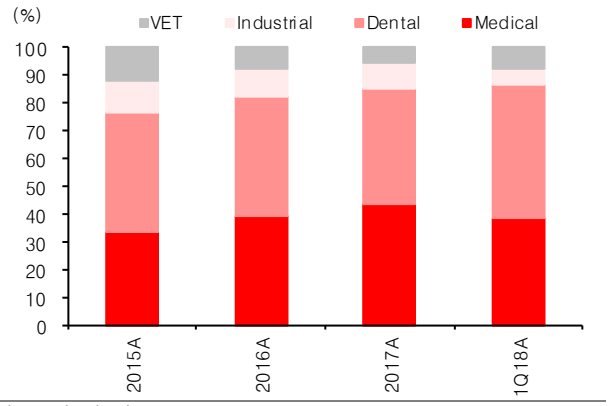
자료: 유진투자증권

도표 79 연간 제품별 매출 비중



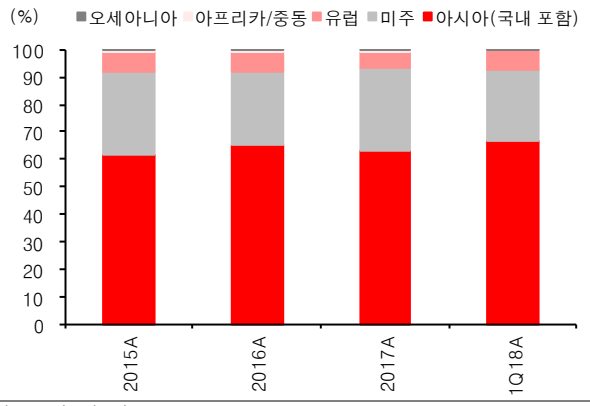
자료: 유진투자증권

도표 80 의료용 및 덴탈용 시장 매출비중이 높음



자료: 유진투자증권

도표 81 아시아와 북미 시장이 성장을 주도



자료: 유진투자증권

I/O센서 시장점유율 기반으로 성장성 보유

도표 82 세계 최초 Bendable I/O sensor 개발



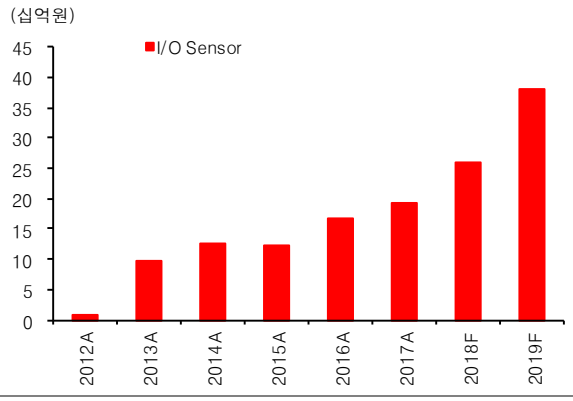
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 83 Rayence I/O Sensor Global No.1

Company	2014	2015	2016	%
Danaher(US)	7,500	8,000	8,000	18.45
Sirona(DE)	4,500	5,000	5,000	11.53
Rayence(KR)	9,000	10,000	10,000	23.07
Planmeca(FL)	3,000	3,200	3,500	8.07
Suni(US)	3,000	3,000	3,000	6.92
Carestream(US)	1,800	1,800	1,800	4.15
Progeny(US)	1,500	1,500	1,500	3.46
:	:	:	:	
Global Other	4,600	4,800	5,000	11.53
Total Capacity	40,350	42,850	43,350	100

자료: 레이언스, 유진투자증권

도표 84 I/O 센서 매출액 본격 성장 전망



자료: 유진투자증권

레이언스(228850,KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
자산총계	**190.4**	**196.5**	**216.9**	**241.1**	**267.6**
유동자산	136.1	140.6	158.3	179.7	202.7
현금성자산	85.1	90.2	101.2	113.2	127.1
매출채권	23.0	19.1	25.9	30.4	34.8
재고자산	24.9	27.3	27.3	32.1	36.8
비유동자산	54.2	55.9	58.6	61.4	64.8
투자자산	1.4	1.1	1.4	1.4	1.5
유형자산	34.5	34.4	36.5	39.0	42.1
기타	18.3	20.4	20.7	21.0	21.2
부채총계	**24.3**	**19.5**	**20.5**	**22.4**	**24.2**
유동부채	20.5	17.6	17.8	19.6	21.4
매입채무	10.9	9.3	10.0	11.8	13.5
유동성이자부채	5.8	5.3	4.8	4.8	4.8
기타	3.8	2.9	3.0	3.0	3.0
비유동부채	3.8	1.9	2.7	2.8	2.9
비유동이자부채	2.1	0.5	0.4	0.4	0.4
기타	1.7	1.4	2.3	2.4	2.5
자본총계	**166.0**	**177.0**	**196.4**	**218.7**	**243.3**
지배지분	165.4	176.6	196.1	218.4	243.0
자본금	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3
자본잉여금	107.8	107.9	107.9	107.9	107.9
이익잉여금	54.0	67.7	87.1	109.5	134.1
기타	(4.6)	(7.3)	(7.3)	(7.3)	(7.3)
비지배지분	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3
자본총계	**166.0**	**177.0**	**196.4**	**218.7**	**243.3**
총차입금	7.9	5.8	5.2	5.2	5.2
순차입금	(77.2)	(84.4)	(96.0)	(108.0)	(121.9)

손익계산서

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	**98.5**	**106.5**	**120.3**	**140.2**	**159.9**
증가율(%)	13.7	8.2	12.9	16.6	14.1
매출원가	58.1	66.0	74.3	86.6	98.8
매출총이익	**40.3**	**40.5**	**45.9**	**53.5**	**61.1**
판매 및 일반관리비	22.4	23.2	23.8	27.4	30.8
기타영업손익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	**18.0**	**17.3**	**22.2**	**26.1**	**30.3**
증가율(%)	(9.0)	(3.8)	28.2	17.9	15.7
EBITDA	23.2	23.5	28.8	33.0	37.4
증가율(%)	(1.4)	1.6	22.3	14.6	13.5
영업외손익	(0.1)	(2.4)	0.7	0.6	0.7
이자수익	1.0	1.2	1.4	1.6	1.8
이자비용	0.6	0.6	0.2	0.1	0.1
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업손익	(0.5)	(3.0)	(0.5)	(0.9)	(1.0)
세전순이익	**17.9**	**14.9**	**22.9**	**26.7**	**31.0**
증가율(%)	(0.2)	(16.9)	53.7	16.9	15.8
법인세비용	3.2	0.5	1.6	2.7	4.7
당기순이익	**14.7**	**14.4**	**21.3**	**24.0**	**26.3**
증가율(%)	1.3	(1.8)	47.7	12.8	9.6
지배주주지분	14.7	14.6	21.3	24.0	26.3
증가율(%)	1.8	(0.8)	45.6	12.7	9.6
비지배지분	(0.1)	(0.2)	(0.0)	0.0	0.0
EPS(원)	**889**	**881**	**1,283**	**1,446**	**1,585**
증가율(%)	적지	(0.8)	45.6	12.7	9.6
수정EPS(원)	889	881	1,283	1,446	1,585
증가율(%)	적지	(0.8)	45.6	12.7	9.6

현금흐름표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	**8.4**	**20.6**	**22.4**	**23.3**	**26.2**
당기순이익	14.7	14.4	21.3	24.0	26.3
유무형자산상각비	5.2	6.2	6.6	6.9	7.2
기타비현금손익가감	0.0	1.4	1.2	0.1	0.1
운전자본의변동	(13.0)	(3.7)	(6.6)	(7.6)	(7.4)
매출채권감소(증가)	(4.3)	3.1	(5.6)	(4.5)	(4.4)
재고자산감소(증가)	(7.7)	(3.5)	0.0	(4.8)	(4.7)
매입채무증가(감소)	1.7	(1.4)	(0.3)	1.8	1.7
기타	(2.6)	(1.9)	(0.8)	(0.0)	(0.0)
투자활동현금흐름	**(95.0)**	**(2.9)**	**(12.2)**	**(12.6)**	**(13.7)**
단기투자자산처분(취득)	(76.0)	7.0	(3.1)	(2.9)	(3.1)
장기투자증권처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(7.0)	(4.9)	(5.8)	(6.4)	(7.3)
유형자산처분	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산감소(증가)	(8.3)	(4.9)	(3.2)	(3.2)	(3.2)
재무활동현금흐름	**80.0**	**(5.7)**	**(2.3)**	**(1.7)**	**(1.7)**
차입금증가(감소)	(11.7)	(1.9)	(0.7)	0.0	0.0
자본증가(감소)	96.7	1.1	(1.6)	(1.7)	(1.7)
배당금지급	0.0	1.7	1.6	1.7	1.7
현금의 증가(감소)	**(6.7)**	**11.6**	**7.9**	**9.0**	**10.8**
기초현금	15.7	9.1	20.7	28.7	37.7
기말현금	9.1	20.7	28.7	37.7	48.5
Gross cash flow	24.4	25.4	29.1	30.9	33.6
Gross investment	32.1	13.6	15.7	17.3	18.0
Free cash flow	**(7.7)**	**11.8**	**13.4**	**13.6**	**15.6**

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	889	881	1,283	1,446	1,585
BPS	9,971	10,647	11,817	13,163	14,648
DPS	300	100	100	100	100
밸류에이션(배,%)					
PER	19.3	21.0	15.0	13.3	12.1
PBR	1.7	1.7	1.6	1.5	1.3
EV/ EBITDA	9.0	9.5	7.8	6.4	5.3
배당수익율	1.7	0.5	0.5	0.5	0.5
PCR	11.7	12.1	11.0	10.3	9.5
수익성 (%)					
영업이익율	18.3	16.2	18.4	18.7	18.9
EBITDA이익율	23.5	22.1	23.9	23.5	23.4
순이익율	14.9	13.5	17.7	17.1	16.5
ROE	13.0	8.4	11.4	11.6	11.4
ROIC	19.3	18.5	21.4	22.2	22.1
안정성(%,배)					
순차입금/자기자본	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	663.6	799.5	888.2	915.8	948.7
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
활동성 (회)					
총자산회전율	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
매출채권회전율	4.9	5.1	5.3	5.0	4.9
재고자산회전율	4.7	4.1	4.4	4.7	4.6
매입채무회전율	10.3	10.5	12.4	12.8	12.6

자료: 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

뷰웍스(100120.KQ)

스몰캡 박종선
Tel. 368-6076 / jongsun.park@eugenefn.com
스몰캡 한상웅
Tel. 368-6139 / sangwoung@eugenefn.com

의료용 디텍터, 치킨게임의 승자이길 기대한다

NR

현재주가(6/1) 31,500원

- **투자포인트: 의료용 디텍터 시장의 치킨게임 중, 경쟁력을 보유한 업체**

1) 의료용 디텍터(FP-DR) 시장의 과열 경쟁: 현재 FP-DR 시장은 경쟁업체간의 과열경쟁으로 평균판매단가(ASP)가 15% 이상 급락하며 동사의 매출 성장이 정체된 상황임. 의료용 디텍터 시장이 CCD에서 TFT로 교체되며 지난 5년간(2012-2016) 매년 25~40%의 고성장세를 보여왔지만, 최근의 시장 상황은 가격하락(P) 대비 판매대수(Q) 증가가 크지 않음. 다만, 업체간의 치킨게임이 확대됨에 따라 경쟁력을 보유한 업체들만이 경쟁에서 살아남을 것으로 판단함. 단기적으로 가격 급락이 둔화되고, 경쟁이 완화될 것으로 판단하기는 어려움. 그러나 동사는 글로벌 FP-DR 시장에서 4위(시장점유율 약 8%) 수준을 유지하고 있어, 과열경쟁에도 불구하고 수익성 관리를 통해 경쟁력을 확보할 수 있을 것으로 판단함

2) 전방산업 호황에 따른 산업용 카메라 부분의 성장성: 동사는 공정별 검사 공정 중 광학 검사장비(AOI, Automated Observation Inspection)에 사용되는 산업용 카메라를 생산 및 판매하고 있음. 광학검사에서 카메라는 '눈'의 역할을 수행하는 핵심 부품임. 특히 동사의 제품은 고해상도의 카메라를 필요로 하는 분야에서 사용빈도가 높음. 관련 매출(2012년 82억원 → 2013년 187억원 → 2014년 188억원 → 2015년 199억원 → 2016년 383억원 → 2017년 559억원)은 국내 디스플레이 업체들의 OLED 투자 확대에 따라 높은 성장을 지속하며 동상의 실적 성장을 견인해옴. 검사장비업체로 납품되는 산업용 카메라 부문은 전방산업의 투자계획에 따라 실적 변동폭이 큰 편이지만, 중국 디스플레이 업체 등 해외 업체들의 디스플레이 분야 투자 계획에 따른 성장동력은 여전히 유효한 상황임

- **2018년 기준 PER 15.9배로 유사업체대비 비슷한 수준**

현재주가는 당사추정 예상실적 기준 2018년 PER 15.9배 수준으로 유사업체(고영, 이즈미디어, 레이언스, 브이원텍 등)의 평균 PER 18.8배 대비 비슷한 수준임. 향후 FP-DR 부문의 과열 경쟁 완화 및 신제품 판매 확대가 지속될 것으로 예상되고, 산업용 카메라 부문의 성장성도 유효해 중장기적인 상승여력을 보유함

Financial Data (연결 기준)

결산기(12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액(십억원)	117.3	123.5	124.2	142.9	169.2
영업이익(십억원)	30.5	28.6	22.4	28.1	32.8
세전계속사업손익(십억원)	33.4	23.2	24.1	27.5	34.0
당기순이익(십억원)	26.9	19.6	19.8	22.6	27.9
EPS(원)	2,697	1,963	1,983	2,257	2,787
EPS 증감률(%)	69.7	-27.2	1.1	13.8	23.5
PER(배)	22.2	20.8	15.9	14.0	11.3
ROE(%)	27.7	16.6	14.8	14.8	15.8
PBR(배)	5.4	3.2	2.2	1.9	1.7

자료: 유진투자증권

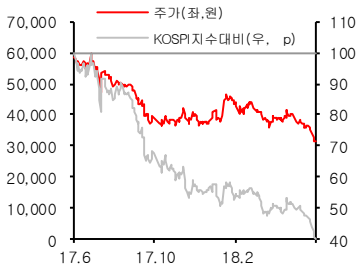
Key Data (기준일: 2018.6.1)

KOSPI(pt)	2,439
KOSDAQ(pt)	883
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	315
52주 최고/최저(원)	59,800 / 31,000
52주 일간 Beta	0.69
발행주식수(천주)	10,002
평균거래량(3M,천주)	48
평균거래대금(3M,백만원)	1,845
배당수익률(18F, %)	0.6
외국인 지분율(%)	34.7
주요주주 지분율(%)	
김후식 외 5인	28.4
Templeton··· 외 3인	11.0

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-18.8	-24.7	-21.2	-46.1
KOSPI 대비상대수익률	-19.6	-27.8	-33.3	-81.1

Company vs KOSPI composite



실적 전망 및 Valuation

도표 85 실적 전망 (연결기준)

(십억원,%)	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	**30.5**	**35.6**	**46.8**	**66.5**	**70.8**	**93.4**	**117.3**	**123.5**	**124.2**	**142.9**
증가율(%)	*19.3*	*16.8*	*31.4*	*42.0*	*6.5*	*32.0*	*25.5*	*5.2*	*0.6*	*15.0*
제품별 매출액										
CCD-DR 디텍터	12.6	12.9	8.6	8.8	4.4	2.8	2.3	0.5	0.1	0.0
FP-DR 디텍터	0.0	0.4	14.9	29.5	40.3	63.2	71.0	62.8	63.3	67.2
RF-디텍터	7.4	7.7	12.9	7.7	6.8	6.8	4.8	6.7	7.2	8.0
기타(용역)	2.4	1.9	2.1	1.9	0.6	0.6	0.8	0.9	3.0	9.2
산업용 카메라 제품	8.1	12.8	8.2	18.7	18.8	19.9	38.3	52.5	50.7	58.4
제품별 매출비중(%)										
CCD-DR 디텍터	41.3	36.1	18.4	13.2	6.1	3.0	1.9	0.4	0.1	0.0
FP-DR 디텍터	0.0	1.0	31.9	44.3	56.9	67.7	60.6	50.9	50.9	47.1
RF-디텍터	24.2	21.7	27.5	11.5	9.6	7.3	4.1	5.4	5.8	5.6
기타(용역)	7.9	5.3	4.6	2.8	0.8	0.7	0.7	0.7	2.4	6.4
산업용 카메라 제품	26.6	35.9	17.5	28.2	26.5	21.3	32.7	42.5	40.8	40.9
수익										
매출원가	15.9	18.7	23.1	35.4	35.9	51.1	57.1	61.4	62.5	71.8
매출총이익	14.6	17.0	23.7	31.1	34.9	42.4	60.2	62.1	61.8	71.1
판매관리비	6.9	9.4	16.2	18.2	21.6	24.0	29.8	33.4	39.3	43.0
영업이익	**7.7**	**7.5**	**7.5**	**12.8**	**13.3**	**18.4**	**30.5**	**28.6**	**22.4**	**28.1**
세전이익	**8.4**	**7.9**	**6.6**	**12.2**	**12.6**	**19.1**	**33.4**	**23.2**	**24.1**	**27.5**
당기순이익	**7.4**	**6.6**	**5.5**	**9.4**	**10.6**	**15.8**	**26.9**	**19.6**	**19.8**	**22.6**
지배주주 당기순이익	**7.4**	**6.7**	**5.7**	**9.5**	**10.5**	**15.9**	**27.0**	**19.6**	**19.8**	**22.6**
이익률(%)										
(매출원가율)	52.2	52.4	49.4	53.3	50.7	54.7	48.7	49.7	50.3	50.3
(매출총이익률)	47.8	47.6	50.6	46.7	49.3	45.3	51.3	50.3	49.7	49.7
(판매관리비율)	22.6	26.5	34.6	27.4	30.6	25.7	25.4	27.1	31.7	30.1
(영업이익률)	25.2	21.2	16.0	19.3	18.7	19.7	26.0	23.2	18.1	19.7
(세전이익률)	27.7	22.1	14.1	18.3	17.8	20.5	28.5	18.8	19.4	19.3
(당기순이익률)	24.2	18.5	11.8	14.2	15.0	16.9	22.9	15.9	16.0	15.8
(지배주주 당기순이익률)	24.2	18.8	12.1	14.2	14.8	17.0	23.0	15.9	16.0	15.8

자료: 유진투자증권

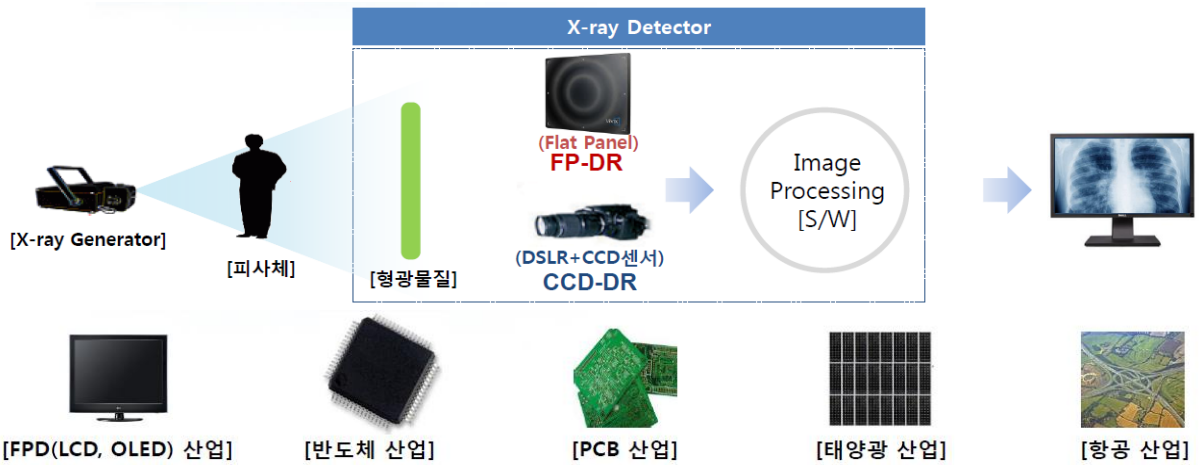
도표 86 Peer Group 비교

		평균	고영	이즈미디어	레이언스	브이원텍
2018-06-01(원)			93,900	6,440	31,500	25,300
시가총액(십억원)			1,285.3	45.4	315.1	186.4
PER(배)						
	FY16A	21.5	20.8	-	22.2	-
	FY17A	49.6	42.3	106.5	20.8	28.5
	FY18F	**18.8**	**28.1**	**-**	**15.8**	**12.6**
	FY19F	15.8	23.1	-	13.8	10.7
PBR(배)						
	FY16A	2.3	3.8	0.0	5.4	0.0
	FY17A	4.2	6.7	1.1	3.2	5.7
	FY18F	3.7	6.4	-	2.2	2.5
	FY19F	3.0	5.2	-	1.9	2.0
매출액(십억원)						
	FY16A	89.2	171.8	43.1	117.3	24.5
	FY17A	104.7	203.4	53.2	123.5	38.7
	FY18F	145.3	242.0	-	124.4	69.3
	FY19F	166.6	284.1	-	134.2	81.6
영업이익(십억원)						
	FY16A	19.2	33.2	4.3	30.5	9.0
	FY17A	22.6	43.8	2.4	28.6	15.4
	FY18F	33.2	54.6	-	25.5	19.6
	FY19F	39.6	67.0	-	28.6	23.0
영업이익률(%)						
	FY16A	23.0	19.3	10.0	26.0	36.6
	FY17A	22.3	21.5	4.5	23.2	39.8
	FY18F	23.8	22.5	-	20.5	28.3
	FY19F	24.4	23.6	-	21.3	28.2
순이익(십억원)						
	FY16A	17.2	29.7	4.2	26.9	8.0
	FY17A	14.4	26.7	0.3	19.6	11.0
	FY18F	26.8	45.9	-	19.8	14.8
	FY19F	32.0	55.8	-	23.0	17.3
EV/EBITDA(배)						
	FY16A	14.5	13.9	-	15.2	-
	FY17A	23.6	29.3	29.4	13.5	22.4
	FY18F	11.8	20.6	-	8.2	6.7
	FY19F	9.5	16.5	-	6.8	5.3
ROE(%)						
	FY16A	28.4	20.6	22.2	27.6	43.4
	FY17A	15.1	16.8	1.2	16.6	25.7
	FY18F	20.5	25.5	-	14.7	21.5
	FY19F	20.1	25.2	-	14.9	20.4

참고: 컨센서스 기준, 2018.06.01일 종가 기준
자료: Quantiwise, 유진투자증권

의료용 디텍터 및 산업용카메라 전문기업

도표 87 사업 영역: 의료용 영상 솔루션 및 초고해상도 산업용 카메라 제조 및 판매



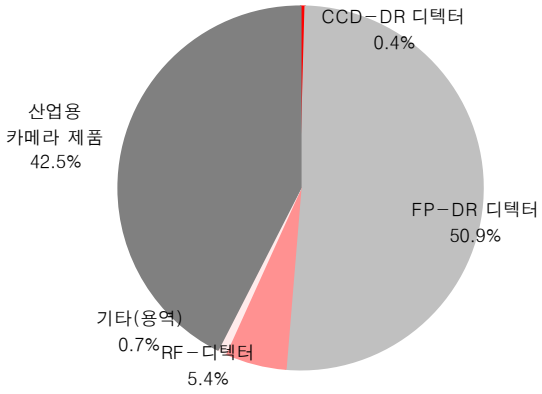
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 88 주요 연혁

연도	내용
1999.09	㈜레이시스 설립
2004.10	유럽 CE 인증
2005.09	동영상 디텍터 도시바메디칼 납품 시작
2007.11	미국 FDA 인증 (CCD-DR)
2009.04	코스닥 시장 상장
2009.07	산업용 카메라 사업 시작
2010~12	코스닥 히든참피언 선정
2011.05	WATC(세계일류기술연구센터) 지정 (지경부)
2011.10	세계 최초 2억6천만 화소급 산업용 카메라 개발
2012.01~05	CE 및 FDA 인증: ViVIX

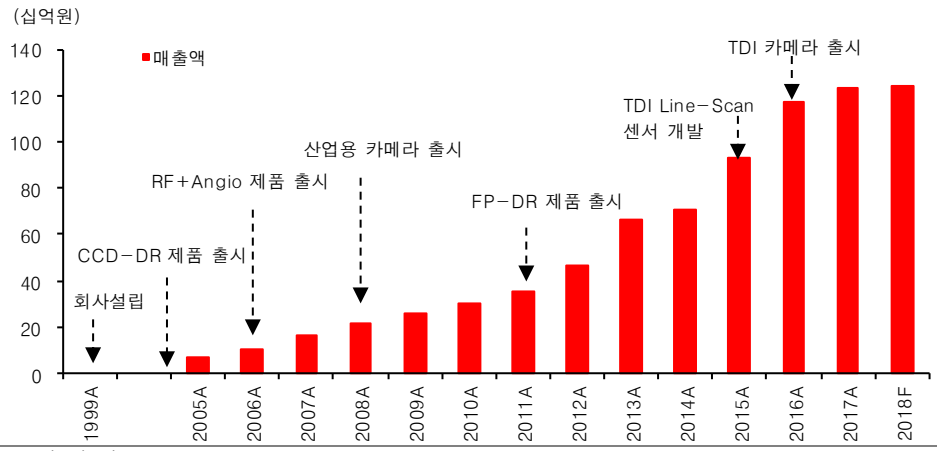
자료: 유진투자증권

도표 89 매출 비중 (2017년 기준)



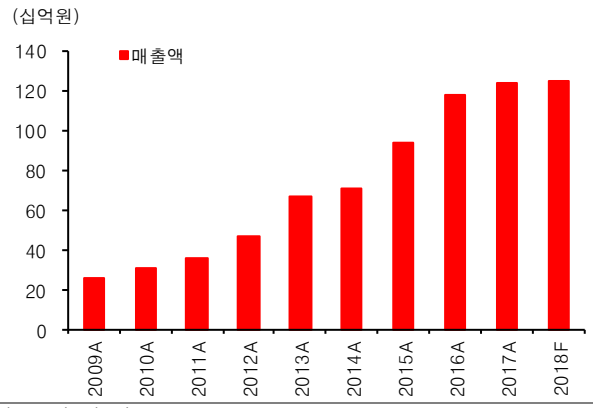
자료: 유진투자증권

도표 90 지속적인 제품라인업 확대를 통한 매출 성장



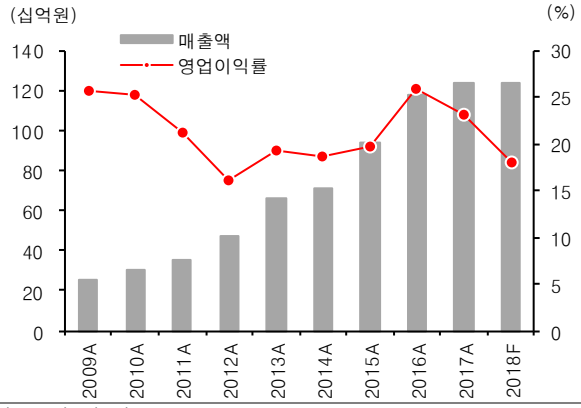
자료: 유진투자증권

도표 91 안정적인 매출성장 지속



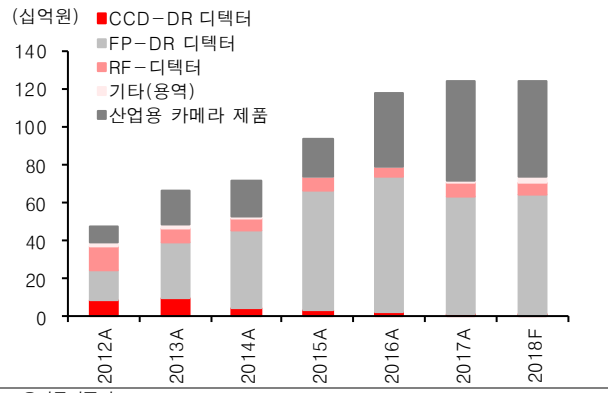
자료: 유진투자증권

도표 92 매출 확대에 따른 수익성 개선



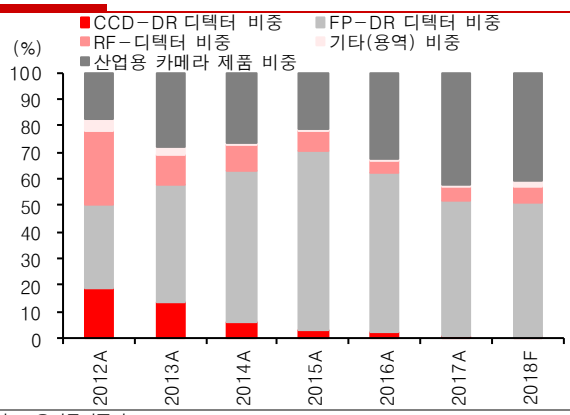
자료: 유진투자증권

도표 93 산업용 카메라 제품이 매출 성장 견인



자료: 유진투자증권

도표 94 매출 비중 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

의료용 디텍터 부문 과열 경쟁 심화

도표 95 엑스선 정지화상용 디텍터 분야 경쟁사 현황

제 품	Detector Maker		완성품업체	
	해외	국내	해외	국내
CCD-DR	-	당사	-	메디엔
CR	Carestream	-	Carestream	완제품수입
	Agfa	-	Agfa	완제품수입
	Fuji	-	Fuji	완제품수입
FP-DR	Trixel(*)	-	Siemens, Philips	리스템
	Varian(*)	-	-	리스템, 디알젬
	Perkin Elmer(*)	-	GE	완제품수입
	Canon(*)	-	Canon	완제품수입
	-	DR-tech(*)		중외메디칼
	-	Rayence		에스지헬스케어
	Anrad	-	Toshiba	-

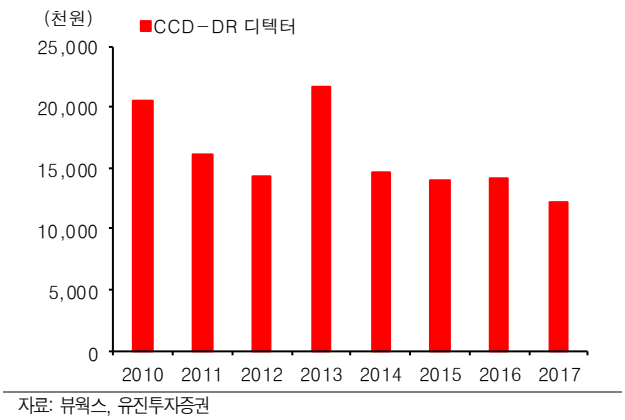
주: (*)표기 업체는 당사의 직접적인 경쟁 업체임
자료: 뷰웍스, 유진투자증권

도표 96 의료용 정지화상 장비의 디텍터 종류별 차이

영상형태	방식	디텍터 종류		차이점
정지화상	아날로그	GR		방출된 가시광선이 필름에 영상을 남김
	디지털	CR		GR를 디지털화하기 위해 특수형광판 사용
	디지털	DR	CCD 방식	가시광선의 영상을 특수 디지털 카메라로 포착
			FPD 방식	가시광선의 영상을 특수처리된 TFT Pannel로 포착

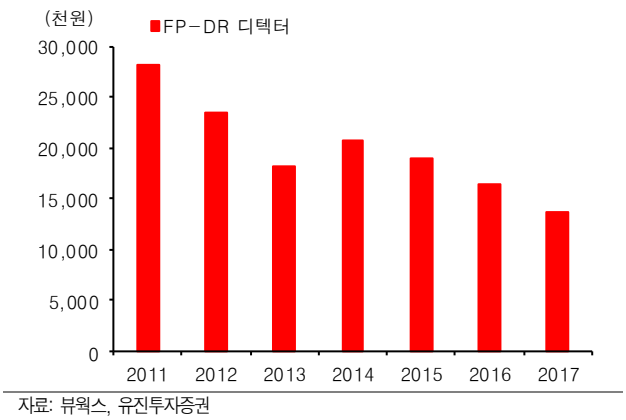
자료: 뷰웍스, 유진투자증권

도표 97 CCD-DR 디텍터 평균판매단가 추이



자료: 뷰웍스, 유진투자증권

도표 98 FP-DR 디텍터 평균판매단가 추이



자료: 뷰웍스, 유진투자증권

전방산업 호황에 따른 산업용 카메라 부분의 성장성

도표 99 산업용 이미징 솔루션 응용 분야

용도	상세 응용 분야
생산자동화 (Industrial Inspection)	FPD(Flat Panel Display) 검사, PCB(Printed Circuit Board) 등 전자 부품 검사, 반도체 검사, 태양전지 검사, 자동차/포장/식품/물류/유리/철강 등 생산라인 공정 검사, 필름 스캔, 문서 디지털베이스화
과학연구용 (Scientific Imaging)	2D/3D 측정 시스템, 바이오 장비, 현미경, 화학, 철도, 군사 무기용

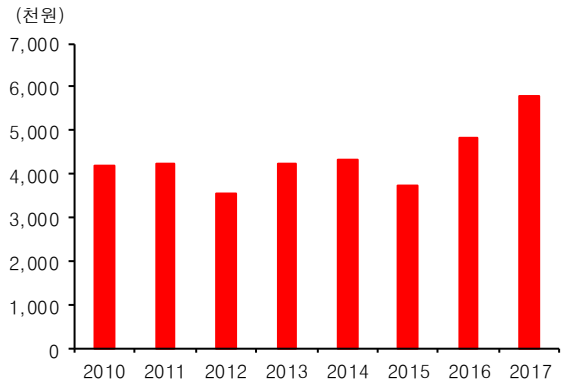
자료: 뷰웍스, 유진투자증권

도표 100 산업용 카메라 주요 제품 모습



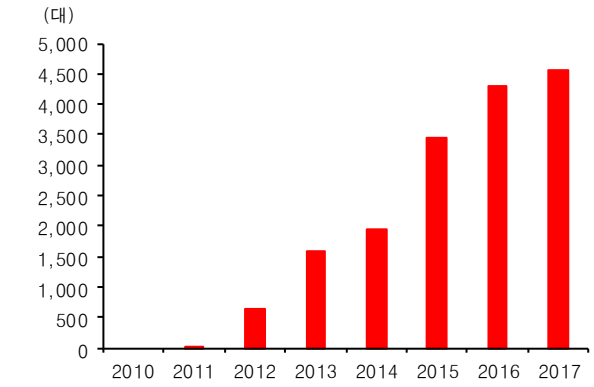
자료: 뷰웍스, 유진투자증권

도표 101 산업용 카메라 평균판매단가 추이



자료: 뷰웍스, 유진투자증권

도표 102 산업용 카메라 판매대수 추이



자료: 뷰웍스, 유진투자증권

뷰웍스(100120.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
자산총계	**129.9**	**137.6**	**158.1**	**179.7**	**207.2**
유동자산	92.2	98.6	117.4	139.4	166.1
현금성자산	42.0	47.2	56.7	71.8	86.7
매출채권	25.2	22.4	25.8	29.1	34.9
재고자산	22.5	21.6	27.3	30.8	36.9
비유동자산	37.7	39.0	40.7	40.3	41.1
투자자산	3.2	3.6	4.2	4.4	4.6
유형자산	31.5	32.2	32.5	33.4	34.9
기타	3.0	3.1	4.0	2.4	1.5
부채총계	**19.6**	**11.6**	**15.6**	**16.6**	**18.2**
유동부채	16.7	10.7	13.8	14.7	16.3
매입채무	5.4	3.7	6.7	7.5	9.0
유동성이자부채	1.4	0.4	0.4	0.4	0.4
기타	9.9	6.7	6.7	6.8	6.9
비유동부채	2.8	0.8	1.8	1.8	1.9
비유동기타부채	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	2.5	0.8	1.8	1.8	1.9
자본총계	**110.4**	**126.1**	**142.6**	**163.1**	**189.0**
지배지분	110.3	126.2	142.7	163.2	189.1
자본금	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
자본잉여금	10.3	10.3	10.3	10.3	10.3
이익잉여금	95.9	114.2	130.6	151.2	177.1
기타	(0.9)	(3.3)	(3.3)	(3.3)	(3.3)
비지배지분	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
자본총계	**110.4**	**126.1**	**142.6**	**163.1**	**189.0**
총차입금	1.7	0.4	0.4	0.4	0.4
순차입금	(40.2)	(46.8)	(56.3)	(71.4)	(86.3)

손익계산서

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	**117.3**	**123.5**	**124.2**	**142.9**	**169.2**
증가율(%)	25.5	5.2	0.6	15.0	18.4
매출원가	57.1	61.4	62.5	71.8	85.7
매출총이익	60.2	62.1	61.8	71.1	83.5
판매 및 일반관리비	29.8	33.4	39.3	43.0	50.7
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	**30.5**	**28.6**	**22.4**	**28.1**	**32.8**
증가율(%)	65.8	(6.0)	(21.7)	25.2	16.7
EBITDA	34.0	32.4	27.1	32.1	36.1
증가율(%)	54.4	(4.8)	(16.3)	18.3	12.7
영업외손익	**2.9**	**(5.4)**	**1.7**	**(0.6)**	**1.2**
이자수익	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
이자비용	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
지분법손익	0.1	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
기타영업손익	2.7	(5.5)	1.6	(0.6)	1.2
세전순이익	**33.4**	**23.2**	**24.1**	**27.5**	**34.0**
증가율(%)	74.4	(30.3)	3.8	14.1	23.7
법인세비용	6.5	3.6	4.3	4.9	6.2
당기순이익	**26.9**	**19.6**	**19.8**	**22.6**	**27.9**
증가율 (%)	70.3	(27.0)	1.1	13.8	23.5
지배주주지분	27.0	19.6	19.8	22.6	27.9
증가율(%)	69.7	(27.2)	1.1	13.8	23.5
비지배지분	(0.1)	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
EPS	**2,697**	**1,963**	**1,983**	**2,257**	**2,787**
증가율 (%)	69.7	(27.2)	1.1	13.8	23.5
수정EPS	2,697	1,963	1,983	2,257	2,787
증가율 (%)	69.7	(27.2)	1.1	13.8	23.5

현금흐름표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	**19.9**	**18.9**	**19.1**	**20.8**	**21.1**
당기순이익	26.9	19.6	19.8	22.6	27.9
자산상각비	3.5	3.7	4.7	4.0	3.3
기타비현금성손익	(1.6)	3.1	1.9	0.2	0.2
운전자본증감	(13.1)	(6.4)	(7.4)	(6.0)	(10.3)
매출채권감소(증가)	(8.2)	2.3	(2.1)	(3.3)	(5.7)
재고자산감소(증가)	(8.3)	0.5	(4.5)	(3.5)	(6.1)
매입채무증가(감소)	3.4	(2.1)	0.5	0.9	1.5
기타	(0.1)	(7.1)	(1.3)	(0.0)	(0.0)
투자활동현금흐름	**(8.7)**	**(8.4)**	**(7.1)**	**(4.1)**	**(4.7)**
단기투자자산감소	(3.7)	(2.4)	(0.1)	(0.4)	(0.4)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)
설비투자	(3.7)	(2.7)	(2.0)	(3.1)	(3.6)
유형자산처분	0.0	0.0	(0.2)	0.0	0.0
무형자산처분	(0.2)	(1.9)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
재무활동현금흐름	**(2.5)**	**(5.5)**	**(2.3)**	**(2.0)**	**(2.0)**
차입금증가	(1.0)	(1.4)	(0.4)	0.0	0.0
자본증가	(1.0)	(2.0)	0.0	(2.0)	(2.0)
배당금지급	1.0	2.0	0.0	2.0	2.0
현금 증감	**9.8**	**2.5**	**9.4**	**14.7**	**14.4**
기초현금	25.0	34.8	37.3	46.7	61.3
기말현금	34.8	37.3	46.7	61.3	75.7
Gross cash flow	37.1	32.3	26.4	26.7	31.4
Gross investment	18.1	12.4	14.5	9.6	14.6
Free cash flow	**19.1**	**19.9**	**11.9**	**17.1**	**16.8**

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,697	1,963	1,983	2,257	2,787
BPS	11,032	12,614	14,262	16,319	18,906
DPS	200	200	200	200	200
밸류에이션(배,%)					
PER	22.2	20.8	15.9	14.0	11.3
PBR	5.4	3.2	2.2	1.9	1.7
EV/ EBITDA	16.4	11.2	9.5	7.6	6.3
배당수익율	0.3	0.5	0.6	0.6	0.6
PCR	16.1	12.6	11.9	11.8	10.0
수익성 (%)					
영업이익율	26.0	23.2	18.1	19.7	19.4
EBITDA이익율	29.0	26.2	21.8	22.4	21.3
순이익율	22.9	15.9	16.0	15.8	16.5
ROE	27.7	16.6	14.8	14.8	15.8
ROIC	37.9	32.5	22.4	26.0	27.7
안정성(%,배)					
순차입금/자기자본	(36.4)	(37.2)	(39.5)	(43.8)	(45.6)
유동비율	550.7	918.0	851.6	947.8	1,021.9
이자보상배율	3,867.1	2,866.9	351.5	434.6	507.3
활동성 (회)					
총자산회전율	1.0	0.9	0.8	0.8	0.9
매출채권회전율	5.6	5.2	5.2	5.2	5.3
재고자산회전율	6.3	5.6	5.1	4.9	5.0
매입채무회전율	32.2	27.2	24.0	20.2	20.5

자료: 유진투자증권

아이쓰리시스템(214430.KQ)

스몰캡 박종선
Tel. 368-6076 / jongsun.park@eugenefn.com
스몰캡 한상웅
Tel. 368-6139 / sangwoung@eugenefn.com

직접방식 디텍터 신제품 개발을 진행 중

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지)	33,000원
현재주가(6/1)	22,300원

- **투자포인트: 디텍터 신제품 개발 중 + 유도무기 현궁 공급 본격화**

1) 엑스레이 영상센서 아직은 부진하나 신제품 개발로 매출 가시화 예상: 매출비중(2016년 7.6%, 2017년 5.4%)이 아직 크지 않은 엑스레이 영상센서는 전방고객이 다양하지만 직접방식 디텍터 시장비중이 10% 이내로 크지 않기 때문임. 동사는 직접방식의 단점을 보완한 신제품을 개발 중이며 이를 통한 본격적인 시장진출을 준비하고 있음. 올해보다는 내년 정도에 매출이 가시화될 것으로 전망함

2) 유도무기 현궁 본격적인 보급에 따른 실적 성장 지속 전망: 올해부터 대전차 유도무기 현궁이 LIG넥스원을 통해 육군과 해병대에 단계별로 보급이 진행 예정. 2021년까지 보급계획에 따라 동사의 적외선센서는 올해부터 본격적인 매출이 발생하며 높은 실적 성장 지속 전망. 현궁의 국내 보급이 본격적으로 이루어짐에 따라 LIG넥스원을 통한 해외 수출이 본격적으로 추진될 것으로 예상됨. 수출이 성공적으로 추진될 경우 동사의 중장기 실적성장에 크게 기여할 것으로 판단함

3) 현재 수출 지속적인 증가 추세로 긍정적: 국내에서 벗어나 수출을 추진한지 7년차인 동사는 본격적인 수출이 진행되고 있음. 2012년 2억원에서 시작하여 2015년 48억원, 2016년 138억원에 이어 2017년에는 198억원을 달성함. 2016년과 2017년 수출비중은 각각 27.0%, 28.4%를 차지하면서 수익성 개선에 긍정적으로 반영된 것으로 판단함

- **2Q18 Preview: 전년동기대비 소폭 개선되며 안정적인 실적 달성 전망**

당사추정 2분기 예상실적(연결기준)은 매출액 201억원, 영업이익 28억원으로, 전분기대비 각각 +19.3%, +28.7%, 전년동기대비 각각 +2.9%, +3.1% 증가하며 안정적인 실적 성장을 전망함

- **투자의견 BUY, 목표주가 33,000원 유지**

현재주가는 2018년 기준 PER 13.1배로 목표주가까지 48.0%의 상승여력 보유

Financial Data (연결 기준)

결산기(12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액(십억원)	51.1	69.6	82.6	101.6	125.2
영업이익(십억원)	6.0	9.2	11.2	13.9	17.2
세전계속사업손익(십억원)	6.8	9.2	11.5	14.3	17.7
당기순이익(십억원)	7.4	9.4	11.6	14.6	18.1
EPS(원)	1,108	1,384	1,697	2,136	2,645
EPS 증감률(%)	12.4	24.9	22.6	25.8	23.8
PER(배)	18.9	15.9	13.1	10.4	8.4
ROE(%)	13.8	15.7	16.7	17.9	18.8
PBR(배)	2.5	2.4	2.0	1.7	1.5

자료: 유진투자증권

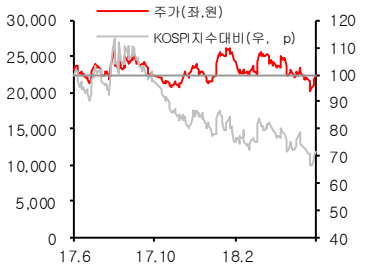
Key Data (기준일: 2018.6.1)

KOSPI(pt)	2,439
KOSDAQ(pt)	883
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	158
52주 최고/최저(원)	48,100 / 20,100
52주 일간 Beta	0.66
발행주식수(천주)	7,107
평균거래량(3M,천주)	40
평균거래대금(3M,백만원)	934
배당수익률(18F, %)	1.2
외국인 지분율(%)	2.0
주요주주 지분율(%)	
정한 외 10인	42.3

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.0	-2.8	-5.3	-4.8
KOSPI 대비상대수익률	-0.8	-5.9	-17.4	-39.9

Company vs KOSPI composite



실적 전망

도표 103 2Q18 예상 실적: 매출액 +2.9%yoy, 영업이익 +3.1%yoy

(십억원,%)	2Q18F			2Q17A	1Q18A
	실적	YoY (%,%p)	QoQ (%,%p)	실적	실적
매출액	**20.1**	**2.9**	**19.3**	**19.5**	**16.8**
수익					
영업이익	**2.8**	**3.1**	**28.7**	**2.7**	**2.2**
세전이익	**3.1**	**3.2**	**34.9**	**3.0**	**2.3**
당기순이익	**3.2**	**19.3**	**45.8**	**2.7**	**2.2**
지배기업 당기순이익	**3.2**	**19.3**	**45.8**	**2.7**	**2.2**
이익률(%)					
영업이익률	14.1	0.0	1.0	14.1	13.1
세전이익률	15.3	0.0	1.8	15.2	13.5
당기순이익률	15.8	2.2	2.9	13.6	12.9
지배기업 당기순이익률	15.8	2.2	2.9	13.6	12.9

자료: 유진투자증권

도표 104 실적 전망 (연결 기준)

(십억원,%)	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18A	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	**13.2**	**19.5**	**16.4**	**20.5**	**16.8**	**20.1**	**20.5**	**25.2**	**51.1**	**69.6**	**82.6**	**101.6**
증가율(%,yoy)	*28.8*	*56.3*	*29.0*	*30.8*	*27.1*	*2.9*	*25.1*	*22.9*	*36.9*	*36.2*	*18.6*	*23.0*
제품별 매출액(십억원)												
적외선 영상센서	11.7	17.4	14.8	17.1	14.8	17.8	18.6	21.4	44.3	61.0	72.7	90.5
엑스레이 영상센서	0.4	1.0	1.5	0.9	1.0	1.1	1.7	1.0	3.9	3.7	4.8	5.5
기타(제품, 용역 등)	1.2	1.1	0.2	2.5	1.0	1.2	0.2	2.7	2.9	4.9	5.1	5.6
제품별 비중(%)												
적외선 영상센서	88.2	89.4	90.1	83.5	88.0	88.7	91.0	85.1	86.6	87.6	88.0	89.0
엑스레이 영상센서	2.9	5.0	8.9	4.4	5.9	5.3	8.2	4.1	7.6	5.4	5.8	5.4
기타(제품, 용역 등)	8.8	5.6	0.9	12.1	6.1	6.0	0.8	10.8	5.7	7.0	6.2	5.5
수익												
영업이익	**1.5**	**2.7**	**2.3**	**2.6**	**2.2**	**2.8**	**2.9**	**3.3**	**6.0**	**9.2**	**11.2**	**13.9**
세전이익	**1.2**	**3.0**	**2.5**	**2.5**	**2.3**	**3.1**	**3.1**	**3.1**	**6.8**	**9.2**	**11.5**	**14.3**
당기순이익	**1.2**	**2.7**	**2.7**	**2.8**	**2.2**	**3.2**	**3.1**	**3.2**	**7.4**	**9.4**	**11.6**	**14.6**
지배기업 당기순이익	**1.2**	**2.7**	**2.7**	**2.8**	**2.2**	**3.2**	**3.1**	**3.2**	**7.4**	**9.4**	**11.6**	**14.6**
이익률(%)												
(영업이익률)	11.3	14.1	14.3	12.8	13.1	14.1	14.2	13.1	11.8	13.2	13.6	13.7
(세전이익률)	9.4	15.2	15.1	12.2	13.5	15.3	15.0	12.5	13.3	13.2	14.0	14.1
(당기순이익률)	9.2	13.6	16.6	13.5	12.9	15.8	15.2	12.7	14.4	13.4	14.1	14.4
(지배기업 당기순이익률)	9.2	13.6	16.6	13.5	12.9	15.8	15.2	12.7	14.4	13.4	14.1	14.4

자료: 유진투자증권

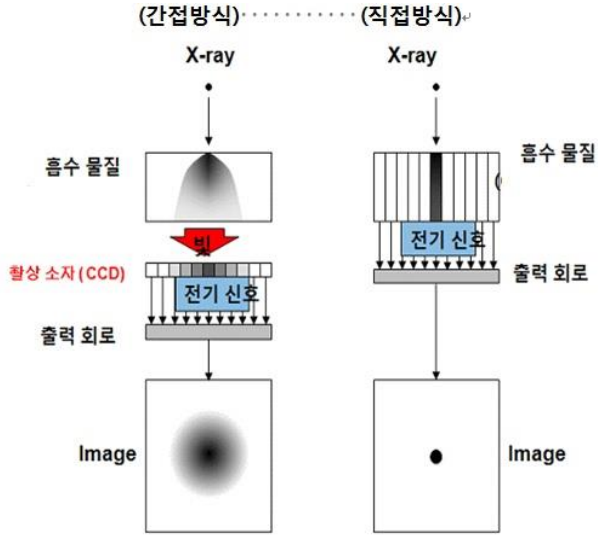
엑스레이 영상센서도 꾸준한 실적 지속

도표 105 치과용 의료기기 등에 주로 사용



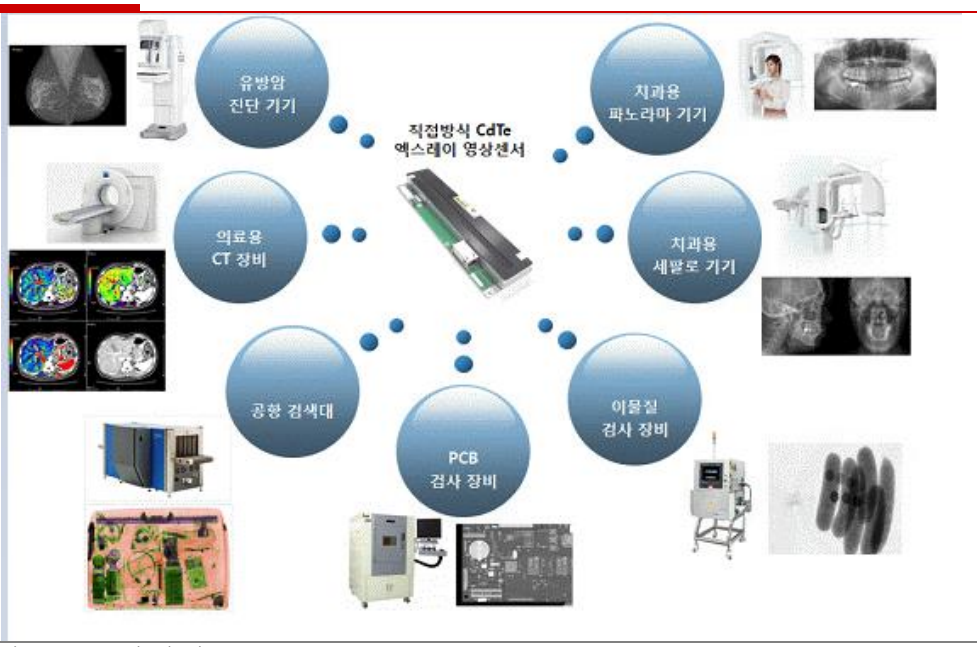
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 106 엑스레이 영상센서 작동 원리 비교: 동사는 직접방식 국내 유일업체



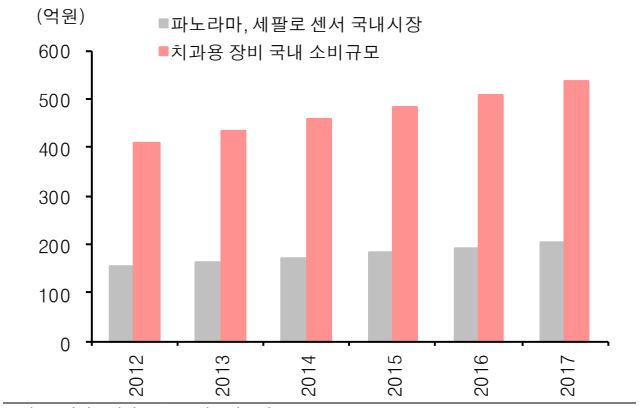
자료: 사업보고서, 유진투자증권

도표 107 차세대 엑스레이 영상센서: 저 피폭량, 고 화질



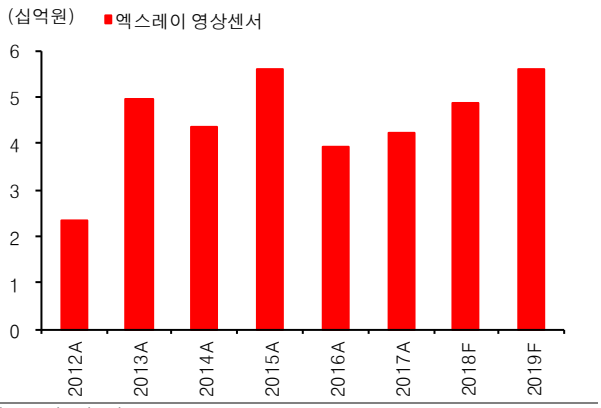
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 108 국내 치과용 엑스레이 영상센서 시장규모



자료: 아이쓰리시스템, 유진투자증권

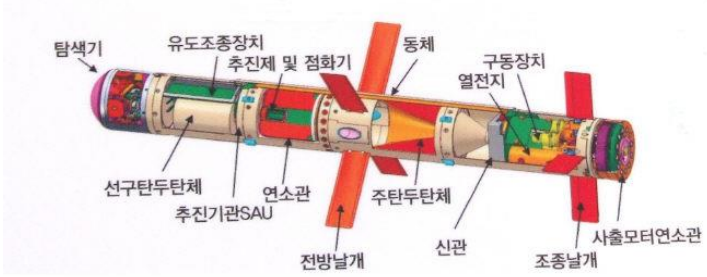
도표 109 아직 초기 시장으로 매출 성장 가능성 내재



자료: 유진투자증권

2018년 본격 양산 중인 유도무기, 현궁

도표 110 대전차 미사일 현궁(보병 휴대용 중거리 유도무기)의 절개모형



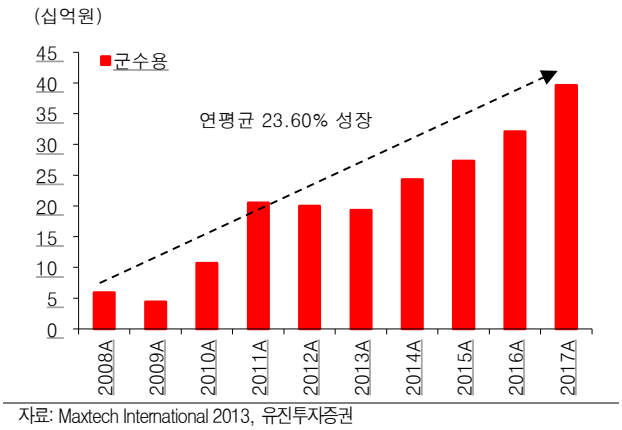
참고: 현궁은 국방과학연구소에서 전체 개발을 담당, 유도탄 체계 개발 및 생산은 LIG넥스원, 탐색기 부분 냉각방식의 적외선CCD 사용
자료: 국방일보, 나무위키, 유진투자증권

도표 111 현궁 유사 해외 무기: 해외 무기대비 운용이 쉽고, 유효사거리, 관통력, 광학성능, 탐지 및 추적성능 등에서 우월

구분	현궁 (대한민국)	Spike-MR (이스라엘)	Javelin (미국)
차량거치체계			
휴대체계			

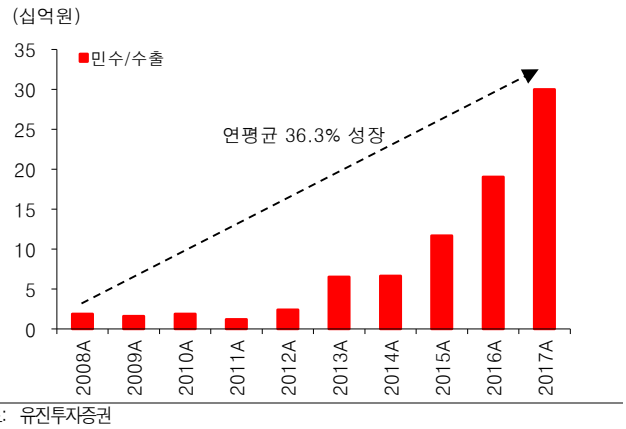
자료: 방위사업청, 유진투자증권

도표 112 군수용 매출은 안정적인 성장세 지속 전망



자료: Maxtech International 2013, 유진투자증권

도표 113 동사 민수/수출 매출도 본격 성장 전망



자료: 유진투자증권

아이쓰리시스템(214430.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
자산총계	**76.5**	**85.5**	**99.9**	**116.1**	**137.0**
유동자산	40.7	49.8	58.1	65.1	76.3
현금성자산	11.7	15.9	24.7	27.3	34.7
매출채권	9.6	11.7	9.0	11.0	12.1
재고자산	17.6	20.1	22.3	24.6	27.2
비유동자산	35.8	35.7	41.8	51.1	60.7
투자자산	4.7	4.6	4.8	5.0	5.2
유형자산	30.3	30.6	36.8	45.9	55.5
기타	0.8	0.5	0.2	0.1	0.1
부채총계	**21.1**	**21.8**	**24.6**	**28.0**	**32.7**
유동부채	14.7	16.6	19.3	22.8	27.4
매입채무	5.7	7.0	9.7	13.0	17.6
유동성이자부채	2.7	3.1	3.1	3.1	3.1
기타	6.3	6.5	6.5	6.6	6.7
비유동부채	6.4	5.2	5.2	5.3	5.3
비유동이자부채	6.1	4.9	4.9	4.9	4.9
기타	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
자본총계	**55.5**	**63.7**	**75.3**	**88.1**	**104.4**
지배지분	55.5	63.7	75.3	88.1	104.4
자본금	1.7	3.5	3.5	3.5	3.5
자본잉여금	26.7	25.4	25.4	25.4	25.4
이익잉여금	28.1	36.0	47.6	60.4	76.7
기타	(1.0)	(1.2)	(1.2)	(1.2)	(1.2)
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**55.5**	**63.7**	**75.3**	**88.1**	**104.4**
총차입금	8.7	8.0	8.0	8.0	8.0
순차입금	(3.0)	(7.8)	(16.7)	(19.2)	(26.7)

손익계산서

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	**51.1**	**69.6**	**82.6**	**101.6**	**125.2**
증가율(%)	31.1	36.2	18.6	23.0	23.2
매출원가	39.4	52.8	63.4	77.9	96.0
매출총이익	**11.7**	**16.8**	**19.2**	**23.7**	**29.1**
판매 및 일반관리비	5.7	7.6	7.9	9.8	11.9
기타영업손익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	**6.0**	**9.2**	**11.2**	**13.9**	**17.2**
증가율(%)	18.2	52.5	21.9	23.6	23.8
EBITDA	9.4	14.0	16.5	20.1	24.7
증가율(%)	12.5	49.9	17.2	22.3	22.8
영업외손익	**0.7**	**(0.0)**	**0.3**	**0.4**	**0.5**
이자수익	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2
이자비용	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업손익	0.6	(0.1)	0.3	0.3	0.4
세전순이익	**6.8**	**9.2**	**11.5**	**14.3**	**17.7**
증가율(%)	1.1	35.2	25.7	23.7	24.0
법인세비용	(0.6)	(0.2)	(0.1)	(0.3)	(0.4)
당기순이익	**7.4**	**9.4**	**11.6**	**14.6**	**18.1**
증가율(%)	13.1	27.3	24.3	25.8	23.8
지배주주지분	7.4	9.4	11.6	14.6	18.1
증가율(%)	13.1	27.3	24.3	25.8	23.8
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	**1,108**	**1,384**	**1,697**	**2,135**	**2,643**
증가율(%)	12.4	24.9	22.6	25.8	23.8
수정EPS(원)	1,108	1,384	1,697	2,135	2,643
증가율(%)	12.4	24.9	22.6	25.8	23.8

현금흐름표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업현금	**4.1**	**10.7**	**20.1**	**20.0**	**26.5**
당기순이익	7.4	9.4	11.6	14.6	18.1
자산상각비	3.3	4.8	5.2	6.2	7.5
기타비현금성손익	(0.4)	0.4	0.0	0.0	0.0
운전자본증감	(5.7)	(4.5)	3.3	(0.9)	0.9
매출채권감소(증가)	(3.5)	(2.1)	2.7	(2.0)	(1.2)
재고자산감소(증가)	(4.1)	(3.6)	(2.2)	(2.3)	(2.6)
매입채무증가(감소)	(0.4)	1.2	2.7	3.4	4.6
기타	2.2	0.0	0.0	0.0	0.0
투자현금	**(0.0)**	**(3.7)**	**(11.3)**	**(15.6)**	**(17.2)**
단기투자자산감소	14.0	1.3	(0.0)	(0.0)	(0.0)
장기투자증권감소	0.2	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
설비투자	(14.2)	(4.7)	(11.0)	(15.2)	(16.9)
유형자산처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(0.0)	(0.3)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
재무현금	**(3.6)**	**(1.3)**	**0.0**	**(1.9)**	**(1.9)**
차입금증가	(1.0)	(0.7)	0.0	0.0	0.0
자본증가	(1.3)	(1.5)	0.0	(1.9)	(1.9)
배당금지급	1.3	1.5	0.0	1.9	1.9
현금 증감	**0.5**	**5.4**	**8.8**	**2.6**	**7.5**
기초현금	9.9	10.4	15.8	24.6	27.2
기말현금	10.4	15.8	24.6	27.2	34.6
Gross Cash flow	9.7	15.4	16.9	20.9	25.7
Gross Investment	19.7	9.5	8.0	16.5	16.3
Free Cash Flow	**(10.0)**	**5.9**	**8.8**	**4.4**	**9.3**

자료: 유진투자증권

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,108	1,384	1,697	2,136	2,645
BPS	8,276	9,290	10,987	12,853	15,228
DPS	450	270	270	270	270
밸류에이션(배,%)					
PER	18.9	15.9	13.1	10.4	8.4
PBR	2.5	2.4	2.0	1.7	1.5
EV/ EBITDA	14.7	10.2	8.3	6.6	5.1
배당수익율	2.1	1.2	1.2	1.2	1.2
PCR	14.3	9.7	9.1	7.3	6.0
수익성(%)					
영업이익율	11.8	13.2	13.6	13.7	13.8
EBITDA이익율	18.3	20.2	19.9	19.8	19.8
순이익율	14.4	13.4	14.1	14.4	14.5
ROE	13.8	15.7	16.7	17.9	18.8
ROIC	10.1	12.5	14.4	16.0	17.2
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	(5.4)	(12.3)	(22.1)	(21.8)	(25.6)
유동비율	277.1	300.3	300.7	285.8	278.4
이자보상배율	49.3	110.4	161.1	199.2	246.7
활동성 (회)					
총자산회전율	0.7	0.9	0.9	0.9	1.0
매출채권회전율	6.5	6.5	8.0	10.2	10.8
재고자산회전율	3.3	3.7	3.9	4.3	4.8
매입채무회전율	8.8	11.0	9.9	9.0	8.2

제노레이(122310.KQ)

스몰캡 박종선
Tel. 368-6076 / jongsun.park@eugenefn.com
스몰캡 한상웅
Tel. 368-6139 / sangwoung@eugenefn.com

메디칼 및 덴탈용 영상진단장비 제조 국내 유일기업

NR

현재주가(6/1) 29,450원

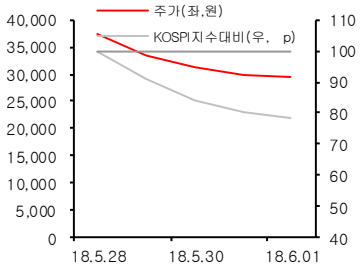
Key Data (기준일: 2018.6.1)

KOSPI(pt)	2,439
KOSDAQ(pt)	883
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	119
52주 최고/최저(원)	45,900 / 29,150
52주 일간 Beta	-
발행주식수(천주)	4,029
평균거래량(3M,천주)	870
평균거래대금(3M,백만원)	30,669
배당수익률(18F, %)	0.0
외국인 지분율(%)	0.1
주요주주 지분율(%)	
박병욱 외 10인	33.7

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-	-	-	-
KOSPI 대비상대수익률	-	-	-	-

Company vs KOSPI composite



■ **투자포인트: 중국 수출 확대 수혜 + 안정적인 포트폴리오**

1) 덴탈 사업부문 중국 중심의 해외 수출 확대로 고성장세 지속 기대: 동사의 해외 수출비중은 2017년 기준 69.2%로 수출 비중이 높음. 지역별 수출 비중(2017년 기준)을 보면 중국이 18%(미국 16%, 터키 6%, 인도 4%, 이란 2% 등)로 가장 높은 비중을 차지함. 중국 시장 성장을 기반으로 해외 수출에 따른 동사의 고성장세를 예상하는 것은 ① 중국의 진단영상기기 시장은 2021년까지 연평균 8.7%로 세계 1위의 성장률을 기록할 것으로 전망되며, ②. 글로벌 영상진단 시장도 고령화 및 헬스케어 시장 확대에 따라 2020년까지 7.9%의 성장이 예상되기 때문. 특히 ③ 동사는 세계 최대 규모의 의료기기 시장인 미국은 물론 중국, 인도, 이란 등 신흥국 시장도 진출했으며, ④ 지역별 차별화된 제품 전략을 통해 시장 점유율 확대를 이끌 것으로 판단함

2) 메디칼 및 덴탈 사업 영위로 안정적인 사업 포트폴리오 보유: 동사는 국내 유일의 메디칼 및 덴탈 사업을 영위하는 영상진단장비 업체임. 동사는 ① 메디칼 사업부문에서 국내 C-ARM 1위의 시장점유율(58.2%)을 확보하고 있고, ② 덴탈 부문은 지난 3년간(2015-2017년) 연평균 29.4%의 매출 성장세를 기록하고 있음. 상이한 사업 부문에서 안정적인 성장을 지속하고 있는 것은 자체개발한 핵심기술 기반을 확보했기 때문임. ① 국내 유일의 메디칼용 X-Ray Generator와 CMOS FPD (Flat-panel detector) 생산 업체이며, ② 3D 영상 재구성 및 가시화를 위한 영상처리 및 보정 알고리즘 기술을 보유하는 등 X-Ray 전반의 기술개발 능력을 보유한 점은 긍정적임

■ **2018년 기준 PER 15.5배로 업계 평균 PER보다 소폭 할인된 수준**

현재주가는 2018년 예상실적 기준(EPS 1,895원, 상환전환우선주 394,550주 미반영) PER 15.5배로 국내 유사업체인 뷰웍스, 덴티움, 레이언스, 바텍의 2018년 평균 PER 17.7배 대비 소폭 할인된 수준임

Financial Data (연결 기준)

결산기(12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액(십억원)	38.3	44.5	58.5	73.9	90.1
영업이익(십억원)	4.6	6.2	9.7	12.3	15.1
세전계속사업손익(십억원)	3.5	5.5	8.5	10.4	13.1
당기순이익(십억원)	3.2	5.2	7.6	9.6	12.2
EPS(원)	1,045	1,454	1,895	2,390	3,028
EPS 증감률(%)	61.5	39.1	30.3	26.1	26.7
PER(배)	na	na	15.5	12.3	9.7
ROE(%)	24.7	26.4	22.7	20.2	20.8
PBR(배)	na	na	2.8	2.3	1.8

자료: 유진투자증권

실적 전망 및 Valuation

도표 114 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(십억원,%)	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018F
매출액	**15.1**	**22.8**	**23.1**	**27.3**	**30.5**	**28.6**	**31.9**	**38.3**	**44.5**	**58.5**
YoY(%)	*55.7*	*50.8*	*1.3*	*18.1*	*11.8*	*-6.3*	*11.6*	*20.1*	*16.2*	*31.5*
제품별 매출액										
Medical	-	-	-	-	-	-	15.7	16.6	18.0	23.9
Dental	-	-	-	-	-	-	14.7	20.4	24.6	32.5
기타	-	-	-	-	-	-	1.4	1.3	1.9	2.1
제품별 비중(%)										
Medical	-	-	-	-	-	-	49.3	43.4	40.5	40.9
Dental	-	-	-	-	-	-	46.2	53.3	55.3	55.5
기타	-	-	-	-	-	-	4.5	3.4	4.3	3.6
수익										
영업이익	**0.7**	**2.1**	**1.2**	**1.5**	**1.5**	**0.9**	**2.6**	**4.6**	**6.2**	**9.7**
세전이익	**0.4**	**1.7**	**0.7**	**0.8**	**0.6**	**0.5**	**1.9**	**3.5**	**5.5**	**8.5**
당기순이익	**0.5**	**1.6**	**0.8**	**1.3**	**0.4**	**1.0**	**2.0**	**3.2**	**5.2**	**7.6**
지배주주순이익	**0.5**	**1.6**	**0.8**	**1.3**	**0.4**	**1.0**	**2.0**	**3.2**	**5.2**	**7.6**
이익률(%)										
영업이익률	4.4	9.3	5.3	5.4	5.1	3.2	8.1	12.0	13.9	16.6
세전이익률	2.6	7.5	3.1	3.1	2.0	1.8	6.0	9.3	12.4	14.6
당기순이익률	3.3	7.2	3.5	4.7	1.4	3.3	6.3	8.4	11.6	13.0
지배주주순이익률	3.3	7.2	3.5	4.7	1.4	3.3	6.3	8.4	11.6	13.0

자료: 유진투자증권

도표 115 국내 유사기업 Valuation 비교

	제노레이 122310	뷰웍스 100120	덴티움 145720	레이언스 228850	바텍 043150
주력분야 (2017년 기준)	Medical 40.5%, Dental 55.3%, 기타 4.3%	의료용 이미징 솔루션 57.5%, 산업용 이미징 솔루션 42.5%	제품 93.68%, 상품 6%, 서비스 0.32%	제품 96.43%, 용역 2.42%, 기타 0.99%, 상품 0.16%	덴탈 이미징사업부문 100%
매출액(십억원)	58.5	124.4	184.6	121.2	244.6
영업이익(십억원)	9.7	25.4	50.4	22.2	45.0
영업이익률(%)	**16.6**	**20.4**	**27.3**	**18.3**	**18.4**
순이익(십억원)	7.6	19.8	42.1	19.2	37.3
순이익률(%)	13.0	15.9	22.8	15.8	15.2
PER(배)	**15.5**	**15.8**	**22.7**	**17.2**	**15.0**
시가총액(십억원)	118.6	315.1	950.8	332.6	532.5

참고: 2018.06.01 종가기준, 2018년 예상 실적 기준
자료: 유진투자증권

공모개요 및 보호예수 현황

도표 116 공모 개요 및 일정

공모가	23,000원	액면가	500원
공모금액	138억원	기관수요예측청약률	907.12 : 1 (의무보유확약 32.59%)
공모주식수	601,942주 (구주매출 146,524주 포함)	일반청약경쟁률	1,028.72 : 1
상장후 주식수	4,028,700주	상장일	2018.05.28

자료: 유진투자증권
주: 벤처금융보유 상환전환우선주 394,550주 제외

도표 117 공모 후 주주 구성

주주명	주식수(주)	비중 (%)
최대주주 및 특수관계인	1,355,816	33.7
벤처금융	112,500	2.8
상장주선인의무인수분	18,058	0.4
공모주주(우리사주)	120,388	3.0
벤처금융	204,746	5.1
기타주주(구주주)	1,706,966	42.4
우리사주조합	28,672	0.7
공모주주(기관, 개인)	481,554	12.0
합계	4,028,700	100.0

자료: 투자설명서, 유진투자증권

도표 118 보호예수 및 예탁 현황

주주명	주식수(주)	비중 (%)	보호예수기간
최대주주 및 특수관계인	1,355,816	33.7	상장 후 6개월
벤처금융	112,500	2.8	상장 후 6개월
상장주선인의무인수분	18,058	0.4	상장 후 6개월
공모주주(우리사주)	120,388	3.0	예탁 후 1년
합계	1,606,762	39.9	

자료: 투자설명서, 유진투자증권

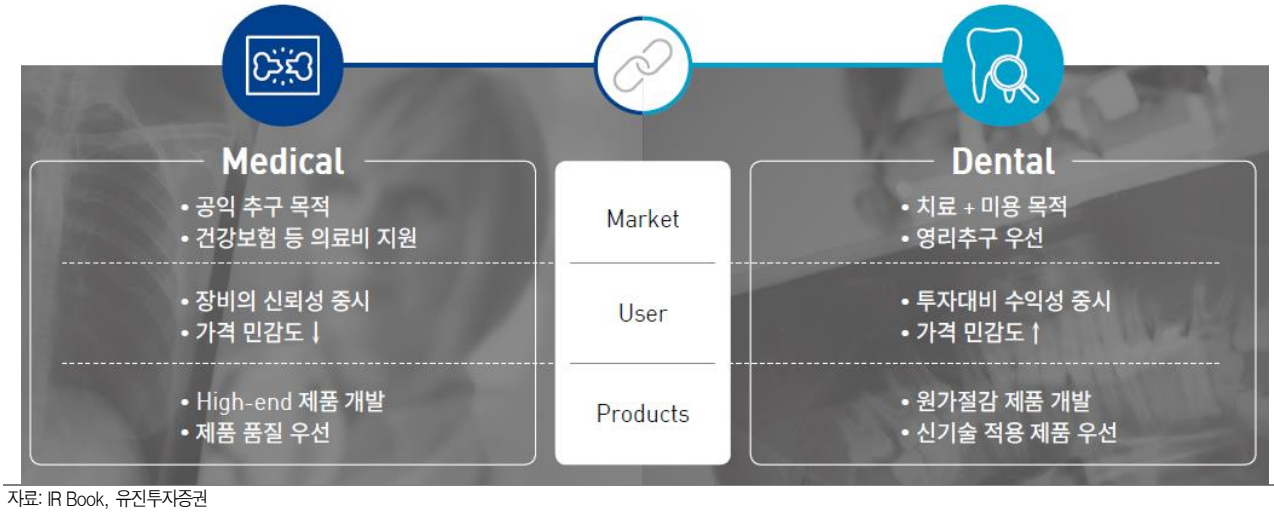
도표 119 유통가능 주식수

주주명	주식수 (주)	비중 (%)
벤처금융	204,746	5.1
기타주주(구주주)	1,706,966	42.4
우리사주조합	28,672	0.7
공모주주(기관, 개인)	481,554	12.0
합계	2,421,938	60.1

자료: 투자설명서, 유진투자증권

국내 유일의 메디칼 & 덴탈 X-ray 사업 동시 영위

도표 120 사업 영역: 메디칼 및 덴탈 사업 동시 영위



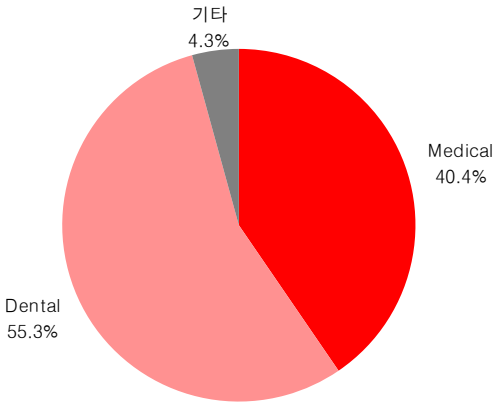
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 121 주요 연혁

연도	내용
2001.04	회사설립
2002.03	C-ARM 제품 ZEN-3090 출시
2005.12	Panoramic X-ray System 개발
2007.12	치과영상획득장치 인증 획득(TRIANA)
2012.02	유럽 현지 법인 설립
2013.03	PAPAYA, PAPAYA Plus 출시
2013.09	일본 현지 법인 설립
2015.02	독일 IDS 전시회 PAPAYA 3D Plus 출시
2017.02	FPD 적용 Premium OSCAR 시리즈 출시
2018.05	코스닥 상장 예정(5/28)

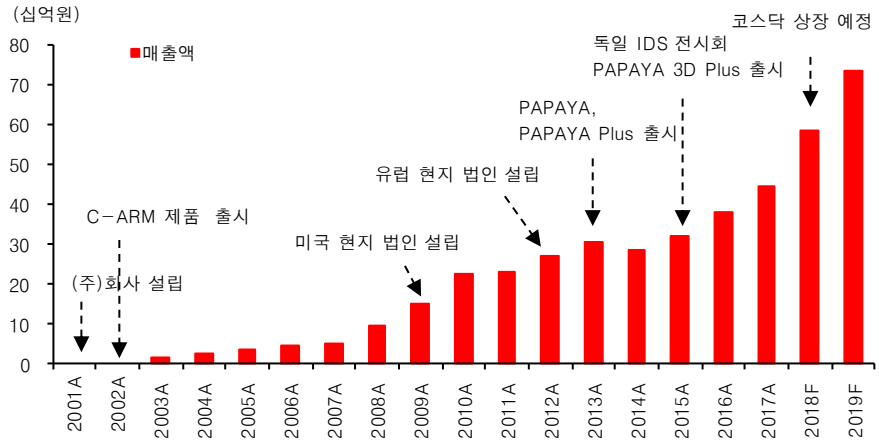
자료: 유진투자증권

도표 122 품목별 매출 비중(2017년 연결기준)



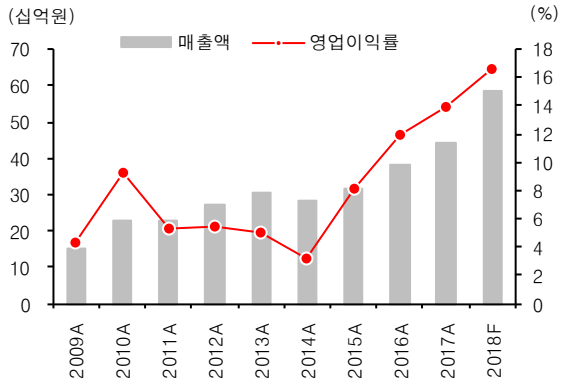
자료: 유진투자증권

도표 123 매출추이 및 회사연혁



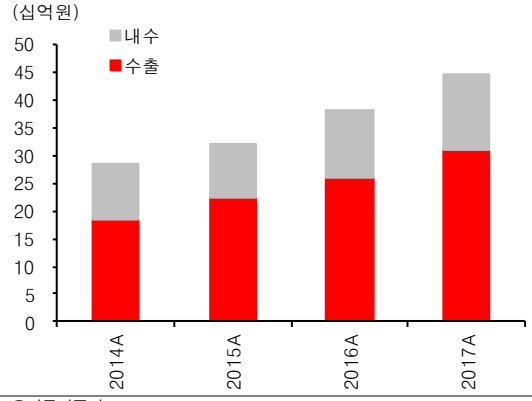
자료: 유진투자증권

도표 124 핵심기술 내재화로 수익성 개선



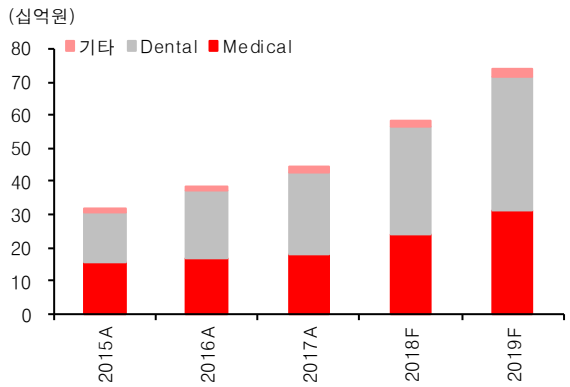
자료: 유진투자증권

도표 125 수출 중심의 사업구조 보유



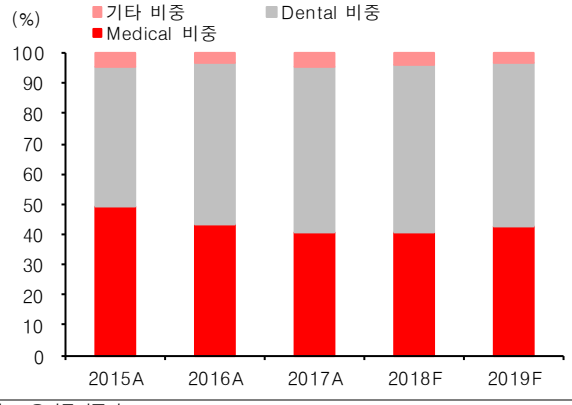
자료: 유진투자증권

도표 126 사업부문별 매출 전망



자료: 유진투자증권

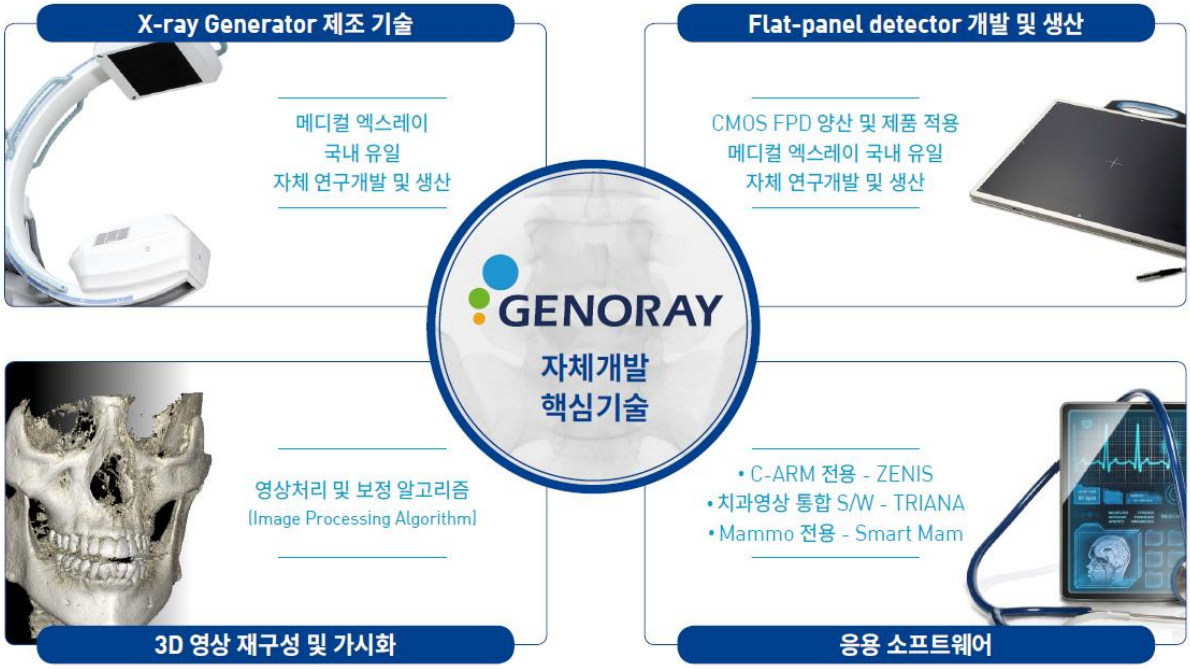
도표 127 사업부별 매출 비중 전망



자료: 유진투자증권

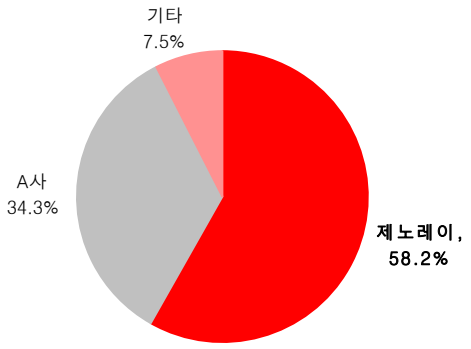
메디칼 및 덴탈 부문의 안정적 성장 전망

도표 128 X-ray 핵심 기술 전반에 대한 내재화



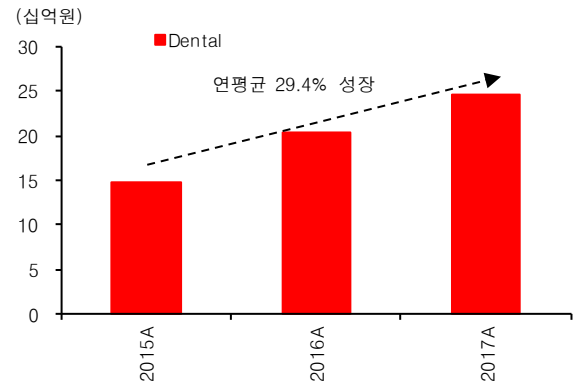
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 129 C-ARM 국내 시장점유율 (2017년 기준)



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 130 덴탈사업부문 연평균 29.4% 성장('15~'17)



자료: 유진투자증권

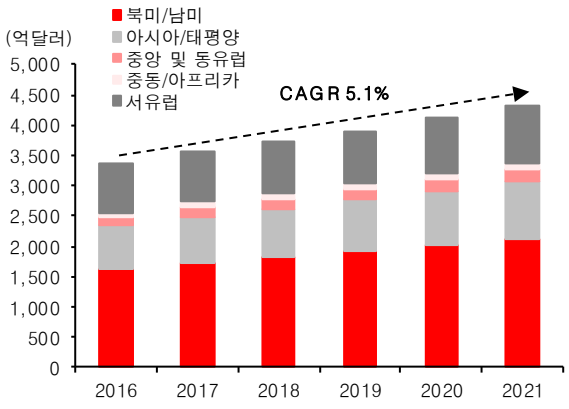
지역별 차별화 전략을 통한 수출 확대 전망

도표 131 지역별 차별화 전략을 통한 해외 진출 확대 추진



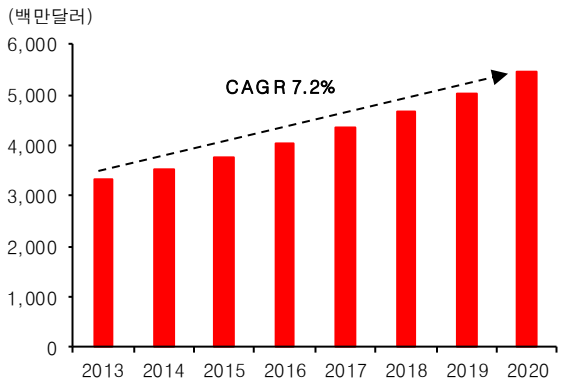
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 132 글로벌 의료기기 시장 전망



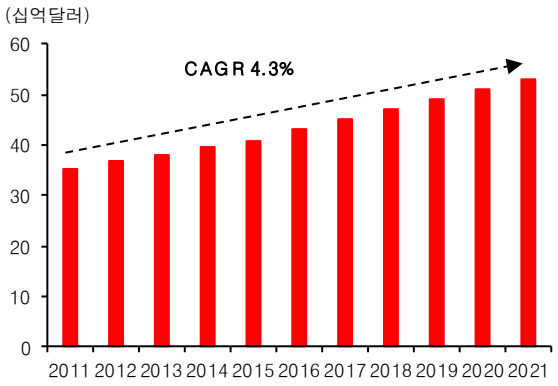
자료: BMI Espicom, 유진투자증권

도표 133 글로벌 X-ray 장비 시장 전망



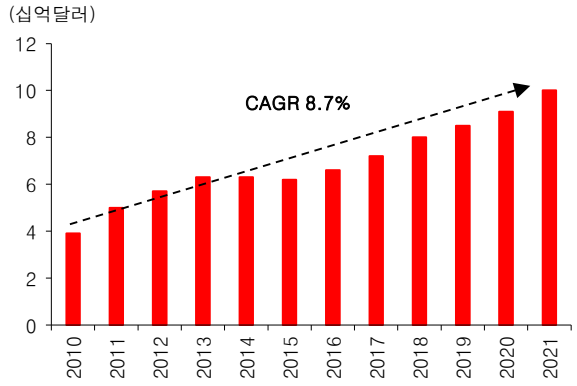
자료: Global Data, Medical Equipment Market Size & Growth, 유진투자증권

도표 134 미국 진단영상기기 시장 전망



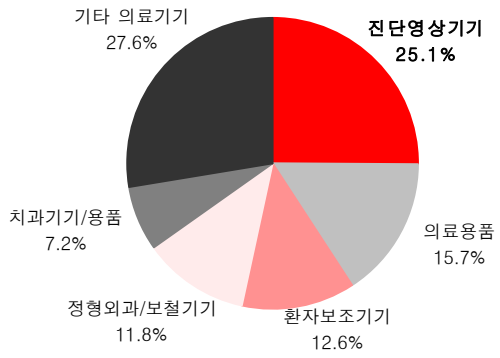
자료: BMI Espicom, 유진투자증권

도표 135 중국 진단영상기기 시장 전망



자료: BMI Espicom, 유진투자증권

도표 136 세계 의료기기 제품군별 시장규모



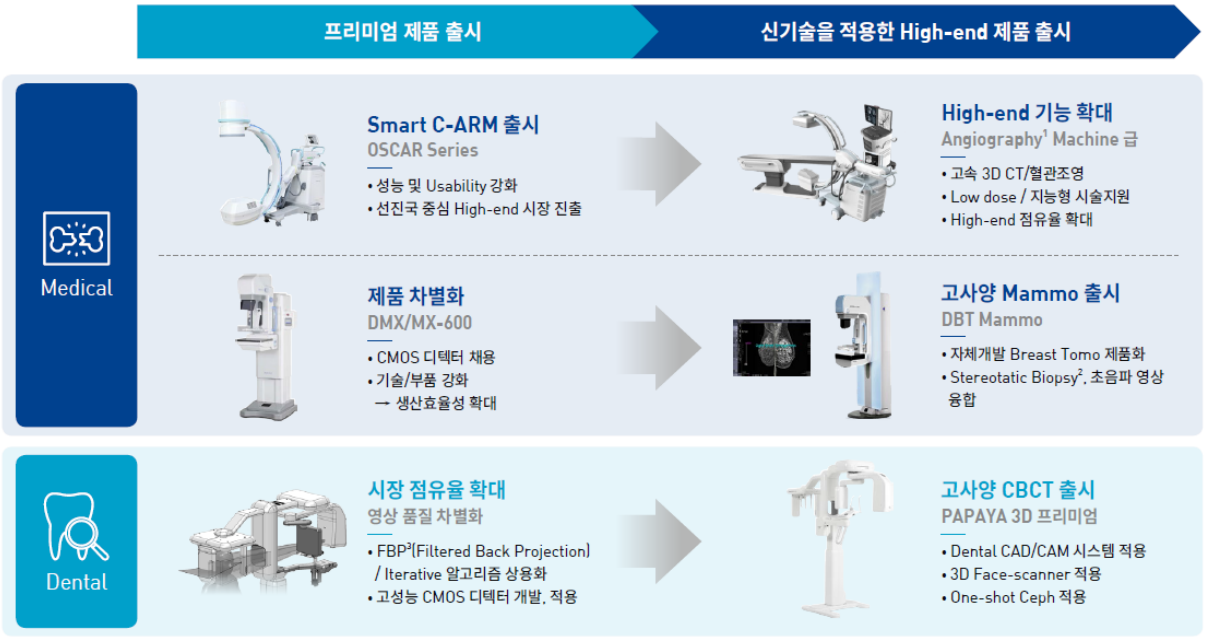
자료: BMI Espicom, 유진투자증권

도표 137 당사 주요 모델들의 특성 비교 및 시장 구분

장비		모델	사양	특징	주 사용처
메디칼	C-arm	ZEN-2090	중	보급형 C-arm	의원 및 소형병원
		ZEN-7000	고	선진시장 타겟의 고사양 제품	중대형병원
	Mammo	MX-300	중	아날로그 장비	의원 및 소형병원
		DMX-600	고	FPD 적용 고사양 장비	중대형병원
덴탈	Pan	PAPAYA	중	대표 디지털 Panorama 장비	치과 개원의
	3DCT	PAPAYA3D	고	Pan,Ceph,CT 전부 지원	치과 개원의~병원

자료: IR Book, 유진투자증권

도표 138 제품 포트폴리오 강화로 시장 점유율 및 수익성 확대 추진



자료: IR Book, 유진투자증권
주1) Angiography: 혈관조영술
주2) Stereotactic Biopsy, 초음파영상 융합: 조직검사 및 초음파영상 융합기술
주3) FBP/Iterative: 독자개발 영상처리 알고리즘 상용화

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

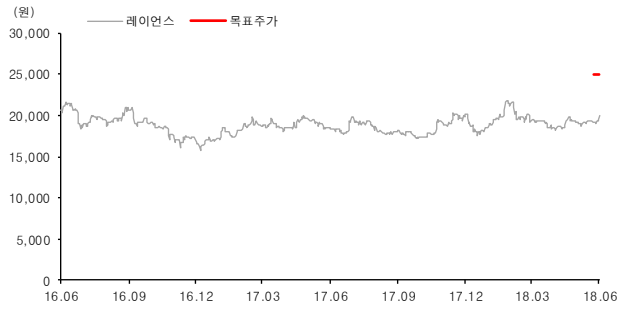
종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율(%)
• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	89%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	11%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2018.03.31 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가대비
2018-05-31	Buy	25,000	1년	-19.8	-19.8
2018-06-04	Buy	25,000	1년		

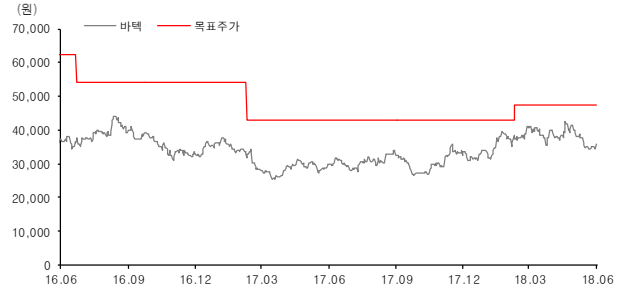
레이언스(228850.KQ) 주가 및 목표주가 추이



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가대비
2016-07-01	Buy	54,000	1년	-32.8	-18.5
2016-07-05	Buy	54,000	1년	-32.8	-18.5
2016-08-09	Buy	54,000	1년	-33.7	-18.5
2016-09-06	Buy	54,000	1년	-35.4	-27.2
2016-11-04	Buy	54,000	1년	-36.6	-30.0
2016-12-05	Buy	54,000	1년	-35.8	-30.0
2017-01-06	Buy	54,000	1년	-36.6	-30.9
2017-02-20	Buy	43,000	1년	-28.4	-8.1
2017-04-03	Buy	43,000	1년	-27.2	-8.1
2017-05-08	Buy	43,000	1년	-26.8	-8.1
2017-07-21	Buy	43,000	1년	-25.0	-8.1
2017-08-08	Buy	43,000	1년	-24.7	-8.1
2017-08-28	Buy	43,000	1년	-24.6	-8.1
2017-10-13	Buy	43,000	1년	-22.5	-8.1
2017-10-25	Buy	43,000	1년	-21.5	-8.1
2017-11-07	Buy	43,000	1년	-20.2	-8.1
2018-01-05	Buy	43,000	1년	-14.4	-8.1
2018-01-29	Buy	43,000	1년	-13.6	-10.8
2018-02-09	Buy	47,500	1년	-19.6	-10.5
2018-05-04	Buy	47,500	1년	-24.8	-18.2
2018-06-04	Buy	47,500	1년		

바텍(043150.KQ) 주가 및 목표주가 추이



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가대비
2016-07-04	Buy	89,000	1년	-38.0	-28.7
2016-07-05	Buy	89,000	1년	-38.1	-28.7
2016-08-16	Buy	89,000	1년	-41.7	-37.2
2016-09-22	Buy	89,000	1년	-43.1	-38.1
2016-10-27	Buy	66,000	1년	-33.2	-21.7
2016-12-05	Buy	66,000	1년	-33.4	-21.7
2017-03-24	Buy	66,000	1년	-30.8	-21.7
2017-04-20	Buy	66,000	1년	-30.4	-21.7
2017-05-16	Buy	66,000	1년	-30.8	-21.7
2017-08-10	Buy	33,000	1년	-29.6	-20.8
2017-11-14	Buy	33,000	1년	-29.0	-20.8
2018-01-08	Buy	33,000	1년	-28.4	-20.8
2018-01-29	Buy	33,000	1년	-29.3	-22.7
2018-02-26	Buy	33,000	1년	-29.2	-22.7
2018-04-10	Buy	33,000	1년	-31.6	-24.1
2018-04-24	Buy	33,000	1년	-33.0	-28.6
2018-04-26	Buy	33,000	1년	-33.3	-28.6
2018-06-04	Buy	33,000	1년		

아이쓰리시스템(214430.KQ) 주가 및 목표주가 추이

