

헬스케어

Overweight
(Maintain)

2017.04.28

속보이는 이야기 II

자고 일어나면 달라지는 세상이다.
산업간 접목이 활발해지면서 상상하지 못한 진단
기술들이 휩쓸고 있다. 그럼에도 기존 기술을 전부
대체하지는 못한다. X-Ray산업이 그렇다. 기존 아
날로그를 넘어 디지털과 접목되어 풍부한 기술로
완성도를 더해가고 있다. 고전 기술은 영원하다.
앞으로도 발전하며 풍부해질 것이다.

키움증권 

헬스케어
Analyst 이지현
02) 3787-4776
geehyun@kiwoom.com

Contents



SUMMARY	3
> 업체별 실적 전망 및 밸류에이션 요약	4
I. X-Ray Detector 사업	5
> X-Ray Detector 란?	5
> X-Ray Detector 의 종류	6
II. X-Ray 시장의 디지털화는 계속된다	11
> X-Ray Detector 시장 현황	11
기업분석	13
> 뷰웍스 (100120)	14
> 바텍(043150)	20
> 레이언스(228850)	28

- 당사는 4월 27일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

속보이는 이야기 II

>>> X-Ray Detector 사업

X-Ray 촬영장치는 엑스선영상진단장치는 X-Ray가 인체를 투과하면서 감쇄되는 정도를 측정하여 인체 내부 구조를 평면화된 영상으로 제공하는 의료기기이다. X-Ray Detector는 눈에 보이지 않는 X-Ray 를 디지털 영상신호로 바꾸어주는 엑스레이 촬영장치의 핵심 부품이다.

>>> 디지털 만난 X-Ray Detector시장

기존 아날로그 시장에서 GE, Simens 등 다국적 기업들이 엑스선 촬영기기 시장을 장악했지만 필름을 공급하던 업체들이 형광물질이 도포된 Imaging Plate를 사용하는 CR시장을 개화시켰고 최근에는 반도체 센서를 이용한 Digital Radiography가 각광을 받고 있다.

>>> X-Ray 시장 디지털화는 계속된다

기술의 발전으로 아날로그 방식에서는 1) CT, MRI 와 같은 영상 기법들이 처리가 불가능하고 2) 필름에 담아내는 정보의 한계성이 있으며 3) 영상의 저장과 획득이 분리될 수 없다는 단점이 있기 때문에 기존 100년간을 지켜온 기술임에도 대체될 것으로 판단한다. 또한 고령인구의 엑스레이 촬영 수요 증가와 신흥 국가의 보건의료 인프라에 대한 투자 증가, 공공기관과 민간기업의 협력으로 시장 전체도 지속적으로 성장할 것으로 전망한다.

>>> 업종 Top Pick : 뷰웍스

X-Ray 의료 장비용 Detector 및 산업용카메라의 개발, 제조 및 판매를 주 사업으로 영위하고 있는 회사이다. 주요 글로벌 의료용 엑스레이 완성장비 업체에 OEM으로 납품하며 기술력을 입증하였다. 2015 년 X-Ray 가장 큰 시장인 북미에서 제도적 마련으로 Retrofit 이 가속도가 붙으며 의료용 의료기기 사업부의 매출 성장이 기대되는 동시에 산업용 카메라사업의 전방산업 투자 확대에 퀀텀점프가 기대되는 바 Top Pick 으로 추천한다.

SUMMARY

X-Ray Detector 사업

X-Ray 촬영장치는 엑스선영상진단장치는 X-Ray가 인체를 투과하면서 감쇄되는 정도를 측정하여 인체 내부 구조를 평면화된 영상으로 제공하는 의료기기로 엑스선 발생장치와 엑스선 검출기 (Detector)로 구성된다. X-Ray Detector는 눈에 보이지 않는 X-Ray 를 디지털 영상신호로 바꾸어주는 엑스레이 촬영장치의 핵심 부품이다. 최근 디지털 기술의 도입으로 기존 아날로그나 CR(Computer Radiography)방식에서 DR(Digital Radiography)방식으로 진화하고 있다.

디지털 만난 X-Ray Detector시장

기존 아날로그 시장에서 GE, Simens 등 다국적 기업들이 엑스선 촬영기기 시장을 장악했지만 필름을 공급하던 업체들이 형광물질이 도포된 Imaging Plate를 사용하는 CR시장을 개화시켰고 최근에는 반도체 센서를 이용한 Digital Radiography가 각광을 받고 있다.

X-Ray 시장 디지털화는 계속된다

아날로그 방식에서는 1) CT, MRI 와 같은 영상 기법들이 처리가 불가능하고 2) 필름에 담아내는 정보의 한계성이 있으며 3) 영상의 저장과 획득이 분리될 수 없다는 단점이 있기 때문에 기존 100년간을 지켜온 기술임에도 대체될 것으로 판단한다. 또한 고령인구의 엑스레이 촬영 수요 증가와 신흥 국가의 보건의료 인프라에 대한 투자 증가, 공공기관과 민간기업의 협력으로 시장 전체도 지속적으로 성장할 것으로 전망한다.

업종 Top Pick : 뷰웍스

X-Ray 의료 장비용 Detector 및 산업용카메라의 개발, 제조 및 판매를 주 사업으로 영위하고 있는 회사이다. 주요 글로벌 의료용 엑스레이 완성장비 업체에 OEM 납품으로 세계적인 기술력을 입증하였다. 2015년 X-Ray 시장 중 비중이 제일 높은 북미에서 제도적 마련에 따라 Retrofit 이 가속도가 붙으며 의료용 의료기기 사업부의 매출 성장이 기대되는 동시에 산업용 카메라사업의 전방산업 투자 확대에 쿼텀점프가 기대되는 바 Top Pick으로 추천한다.

>>> 업체별 실적 전망 및 밸류에이션 요약

		VIEWWORKS	VATECH	RAYENCE	AGFA	VARIAN MEDICAL SYSTEMS	PERKINELMER	DENTSPLY SIRONA	DANAHER
시가총액(십억원)		656	443	326	956	9,517	7,447	16,478	65,152
주가수익률(%)	5D	(0.2)	(4.5)	2.6	4.3	1.6	4.5	1.5	(4.0)
	1M	2.7	13.7	5.6	2.3	(1.7)	3.4	1.2	(3.6)
	3M	(6.4)	(12.5)	7.7	21.2	14.5	14.6	11.9	2.5
	6M	4.3	(12.4)	11.3	26.0	13.1	17.8	13.4	5.9
	12M	33.3	(22.9)	(9.2)	29.6	19.8	16.6	3.9	12.6
매출액(십억원)	2016	117	238	98	3,258	3,734	2,455	4,347	19,596
	2017E	148	267	115	3,032	3,046	2,514	4,571	20,366
	2018E	169	300	134	2,998	3,168	2,636	4,776	20,986
영업이익(십억원)	2016	30	45	18	213	639	329	528	3,193
	2017E	42	53	22	184	550	490	975	3,686
	2018E	49	62	27	178	591	529	1,083	4,049
EPS(원)	2015	1,589	1,433	1,150	465	4,606	2,141	2,027	5,442
	2016	2,701	1,667	943	539	4,897	2,484	2,289	4,283
	2017E	3,378	1,923	1,143	574	4,404	3,209	3,236	4,454
	2018E	3,972	2,263	1,390	538	4,856	3,584	3,650	4,865
EPS Growth (%)	2016	70.0	16.3	(18.0)	16.0	6.3	16.0	12.9	(21.3)
	2017E	25.1	15.4	21.2	6.4	(10.1)	29.2	41.4	4.0
	2018E	17.6	17.7	21.6	(6.3)	10.3	11.7	12.8	9.2
P/E(배)	2016	24.3	21.7	18.2	8.7	21.6	24.2	161.6	26.2
	2017E	19.4	15.5	17.2	9.5	23.1	21.4	22.2	21.1
	2018E	16.5	13.2	14.1	10.2	20.9	19.2	19.7	19.4
P/B(배)	2016	5.4	3.7	1.7	2.9	5.4	2.7	1.6	2.3
	2017E	4.6	2.6	1.7	2.0	N/A	2.8	1.7	2.2
	2018E	3.7	2.2	1.5	1.7	N/A	2.5	1.7	2.0
ROE(%)	2016	27.7	19.9	13.0	31.6	23.3	11.0	8.2	10.9
	2017E	26.7	17.8	10.6	25.6	20.4	13.0	7.5	10.8
	2018E	24.7	17.6	11.7	19.8	21.9	13.4	8.0	10.7
EV/EBITDA(배)	2016	17.5	10.7	9.0	2.7	14.4	16.7	19.9	16.8
	2017E	12.9	7.4	8.8	3.3	13.9	14.7	15.7	15.8
	2018E	10.6	6.1	7.1	3.1	11.2	13.2	13.9	13.9
EBITDA(십억원)	2015	22	49	23	288	689	412	564	3,445
	2016	32	57	23	306	732	445	843	4,503
	2017E	46	68	27	280	622	539	1,118	4,761
	2018E	52	77	31	270	711	581	1,228	5,158
EBITDA Growth(%)	2016	45.2	14.9	(1.2)	6.2	6.3	8.1	49.5	30.7
	2017E	43.5	19.7	17.1	(8.5)	(15.0)	21.2	32.6	5.7
	2018E	14.3	13.9	16.0	(3.5)	14.3	7.8	9.9	8.3

I. X-Ray Detector 사업

>>> X-Ray Detector 란?

X-Ray 영상장치 개요

고속전자의 흐름을 물질에 충돌시키는데 이때 생기는 파장이 짧은 전자기파를 X-Ray라고 한다. 1895년 W.K.뢴트겐이 금속판에 음극선을 쏘는 실험을 하다가 종이도 뚫고 지나가는 강한 빛이 있다는 것을 알게 되었다. 그 성질이 물질에 대하여 이상한 투과력을 가지고, 전기장이나 자기장을 주어도 진로를 굽히지 않으며, 거울이나 렌즈에서도 쉽게 반사나 굴절을 일으키지 않는 등 그 정체를 알 수 없다 하여 x선이라고 하였다.

X-Ray Detector는 눈에 보이지 않는 X-Ray 를 디지털 영상신호로 바꾸어주는 엑스레이 촬영장치의 핵심 부품으로 피사체를 투과한 정보를 전기신호로 변환 시킨 후 아날로그/디지털 변환 과정을 거쳐 화소의 그레이스케일을 얻은 초기상태의 데이터를 적절한 영상처리 과정을 통해 잡음이나 불균일성을 제거하고 이를 다시 아날로그 신호로 변환하여 필름으로 출력하거나 CRT 등의 모니터에 표시하는 것을 말한다.

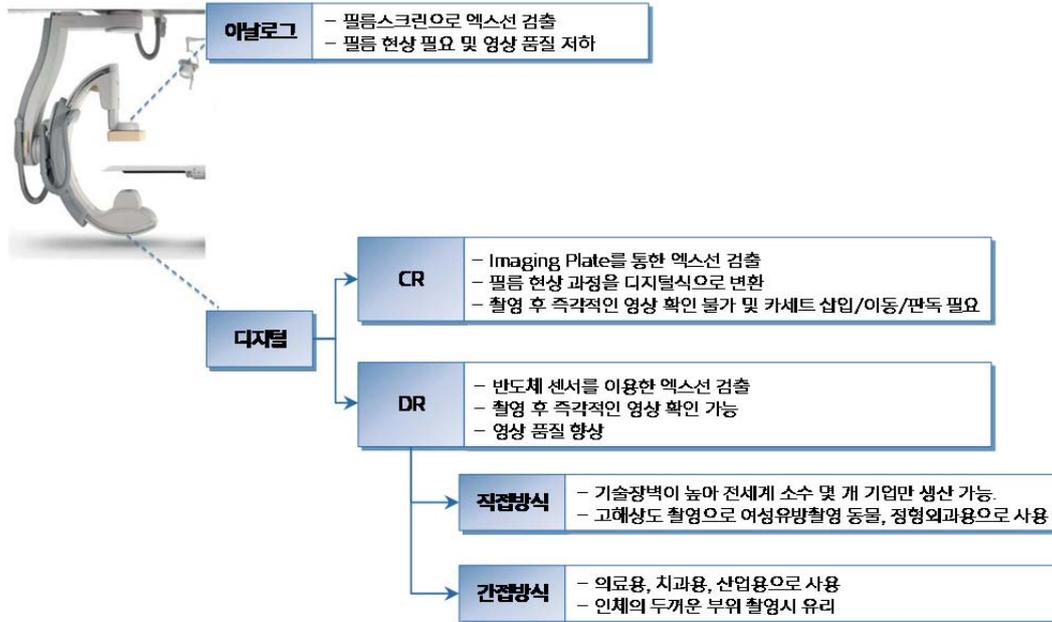
1900년부터 필름을 이용한 일반 아날로그 엑스선 촬영기인 GR(General Radiography)이 공급되기 시작하였고, 이후 GE, Siemens 등 다국적 기업들이 엑스선 촬영기 시장을 장악하기 시작했다. 디지털 시대가 열리자 1983년부터 Fuji, Kodak 등 필름을 공급하던 업체들이 CR(Computed Radiography)을 만들어 본격적으로 의료기기 시장에 진입하였다. 그 후 CR에 대항하며 다국적 기업들이 DR(Digital Radiography)을 개발하고 상업적인 판매를 시작하여 현재에 이르고 있다.

>>> X-Ray Detector 의 종류

아날로그 방식

아날로그방식의 X-Ray Detector는 그간 X-Ray 검사를 받아본 사람에게는 익숙한 방식으로 필름스크린을 통해 X-Ray를 검출하는 전통적인 X-Ray Detector이다. 디지털 방식에 비해 비용이 저렴하다는 장점이 있지만 필름 현상 과정이 필요하며 영상 획득에 시간이 소요되고 필름 보관을 위한 장소가 필요하다는 단점이 있다. 또한 영상 품질에 한계가 있으며 영상 전송이 불가능하고 X-Ray 조사량이 높다.

X-RAY DETECTOR의 분류



자료: 키움증권 리서치센터

디지털 방식

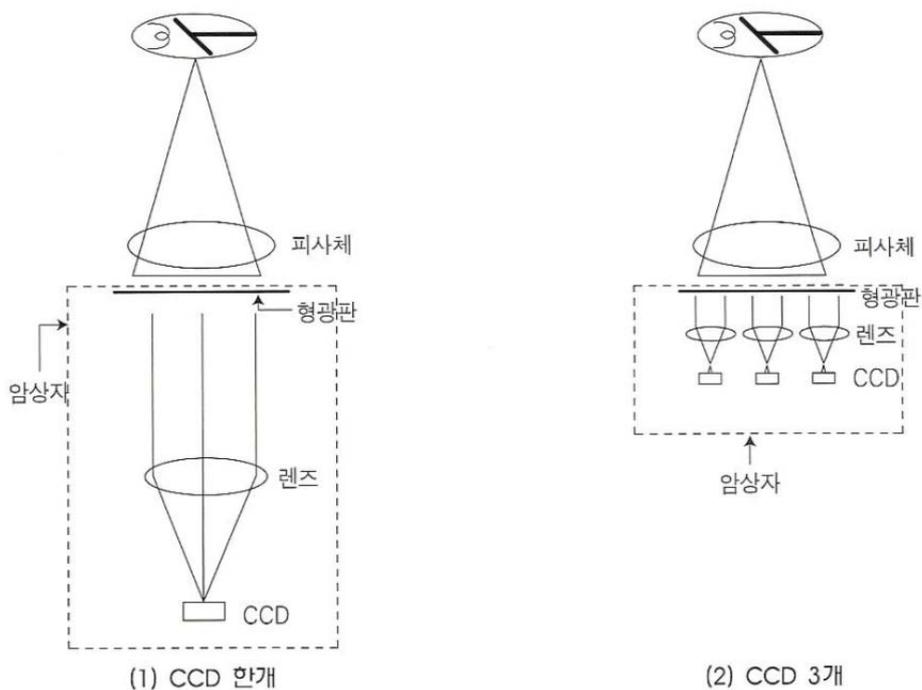
피사체를 투과한 정보를 전기신호로 변환 시킨 후 아날로그/디지털 변환 과정을 거쳐 화소의 그레이스케일 값을 얻은 초기상태의 데이터를 적절한 영상처리 과정을 통해 잡음이나 불균일성을 제거하고 이를 다시 아날로그 신호로 변환하여 필름으로 출력하거나 CRT 등의 모니터에 표시하는 것을 말한다. DR의 종류에는 광자극인강 plate를 검출기(detector)로 사용하여 X-ray를 디지털화 시키는 CR과 CCD(charge coupled device)detector, 비정질 셀레늄 또는 비정질 실리콘 Flat Panel Detector를 사용하여 디지털화 하는 방식 등이 있다. CCD방식은 가시광선의 영상을 특수 디지털 카메라로 포착하는 방식이며 FPD방식은 가시광선의 영상을 특수처리 된 TFT패널로 포착하는 것을 말한다.

아날로그 방식으로는 방사선과에서 다루는 CT, MRI, CR 등의 영상 기법들이 처리가 불가능하고 필름에 담아내는 정보의 한계성이 있으며 영상의 저장과 획득이 분리될 수 있다는 장점이 있기 때문에 100년간 지켜온 아날로그 방식이 최근 디지털 방식으로 빠르게 대체되고 있다.

DR-CCD(Charge-Coupled Device) 방식

CCD방식은 형광물질을 지나면서 가시광선이 된 영상을 디지털 카메라로 다시 촬영하는 방식이다. 여기서 X-Ray 신호는 전하(전자)로 변환되며, 고전압 유리 진공관 내부의 가시광선 광자로 변환된다. 가시광선은 CCD카메라에 이미징된다. 낮은 X-Ray 선량 수준에서 실시간 이미지를 생성할 수 있고 효율성, 수명이 7년 정도로 길고 온도변화에 우수하다는 장점이 있지만 물리적 크기, 까다로운 프로젝션에 활용이 불가능하고 교정간격이 짧은 점에서 단점이 있다. 응용분야는 R/F System, 혈관촬영(Angiography), 심장학(Cardiology), 비뇨기학(Urology)에 쓰일 수 있다.

형광판과 CCD카메라를 결합한 방식



영상판과 CCD Camera를 결합한 구조

자료: 키움증권 리서치센터

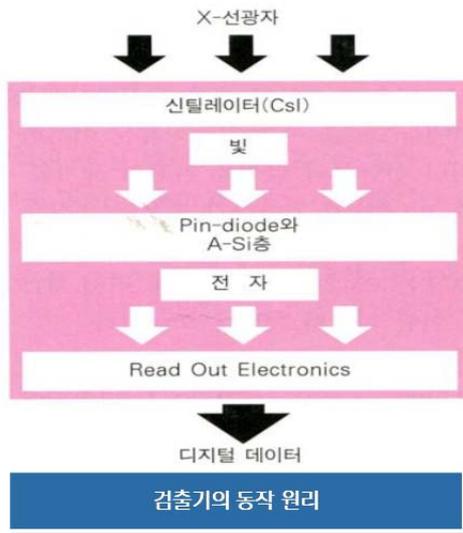
Flat Panel Detector(TFT-thin film transistor)방식

90년대 중반 이후 TFT(thin film transistor)기술이 크게 발전하면서 X-Ray 영상 검출기에 응용이 가능하게 되었다. 2차원 평면에서 미소면적의 픽셀을 독립적으로 구동하는 것이 가능해졌기 때문이다. 이 방식은 적은 조사량으로 실시간, 고화질의 DR영상을 획득할 수 있다는 장점 덕분에 많은 관심을 받게 되었다. 또한 공간 분해능이나 계조분해능이 우수하고 설치나 영상 검출기 제작이 용이하다는 장점도 있다.

신실레이터 사용 유무에 따라 A-Si(Amorphous Silicon, 주로 CsI 사용, 간접방식)과 A-Se(Amorphous Selenium, 직접변환방식)으로 나뉜다.

A-Si(Amorphous Silicon)방식(간접변환방식) : 신틸레이터(cesium iodide: CsI) 를 이용하여 입사 엑스선을 가시광선으로 변환하고 아몰퍼스실리콘에서 빛과의 상호작용에 의해 신호를 검출하는 즉, 엑스선 신호를 전기 신호로 바꾸기 전에 빛으로 먼저 변환하는 방식이다.

A-Si(Amorphous Silicon)방식(간접변환방식) 동작 원리

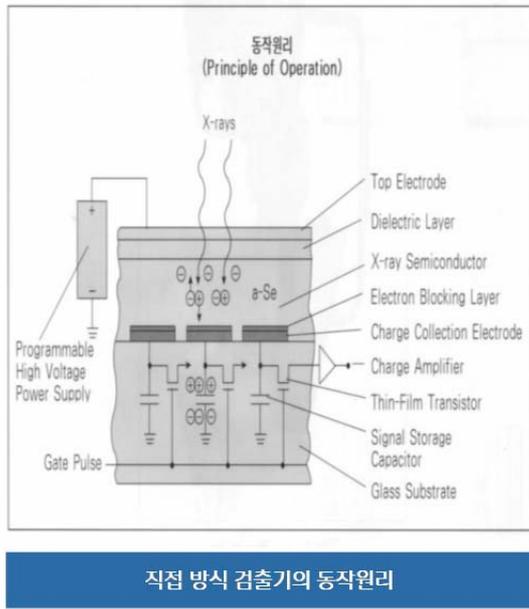


동작 원리
<ul style="list-style-type: none"> 신틸레이터를 사용, 엑스선을 빛으로 변환. detector matrix: Pin-diode 와 A-Si층 사용. 빛으로 변환된 엑스선을 다시 전기신호로 변환. Readout circuit: 축적되어 있는 전기신호를 읽어 들어 A/D변환을 통해 디지털 신호로 변환.

자료: 키움증권 리서치센터

A-Se(Amorphous Selenium)방식(직접변환방식): 엑스선을 가시광선으로 변환하는 신틸레이터를 사용하지 않고 직접 전기적 신호로 바꾸는 방식(DDR)이다.

A-Se(Amorphous Selenium)방식(직접변환방식) 동작 원리



동작 원리

- 검출기는 크게 두부분으로 a-Se판과 TFT 매트릭스가 서로 마주보며 붙어있다.
- 아몰퍼스 셀레늄의 제일 윗면에는 top electrode가 있어서 약 1,000V로 대전.
- 검출소자 어레이에 바이어스 전압을 가하고 입사엑스선을 조사하면 a-Se 층에 전자와 정공의 쌍이 형성 됨.

직접 방식 검출기의 동작원리

자료: 키움증권 리서치센터

A-Si(간접방식) 과 A-Se(직접방식)의 차이점

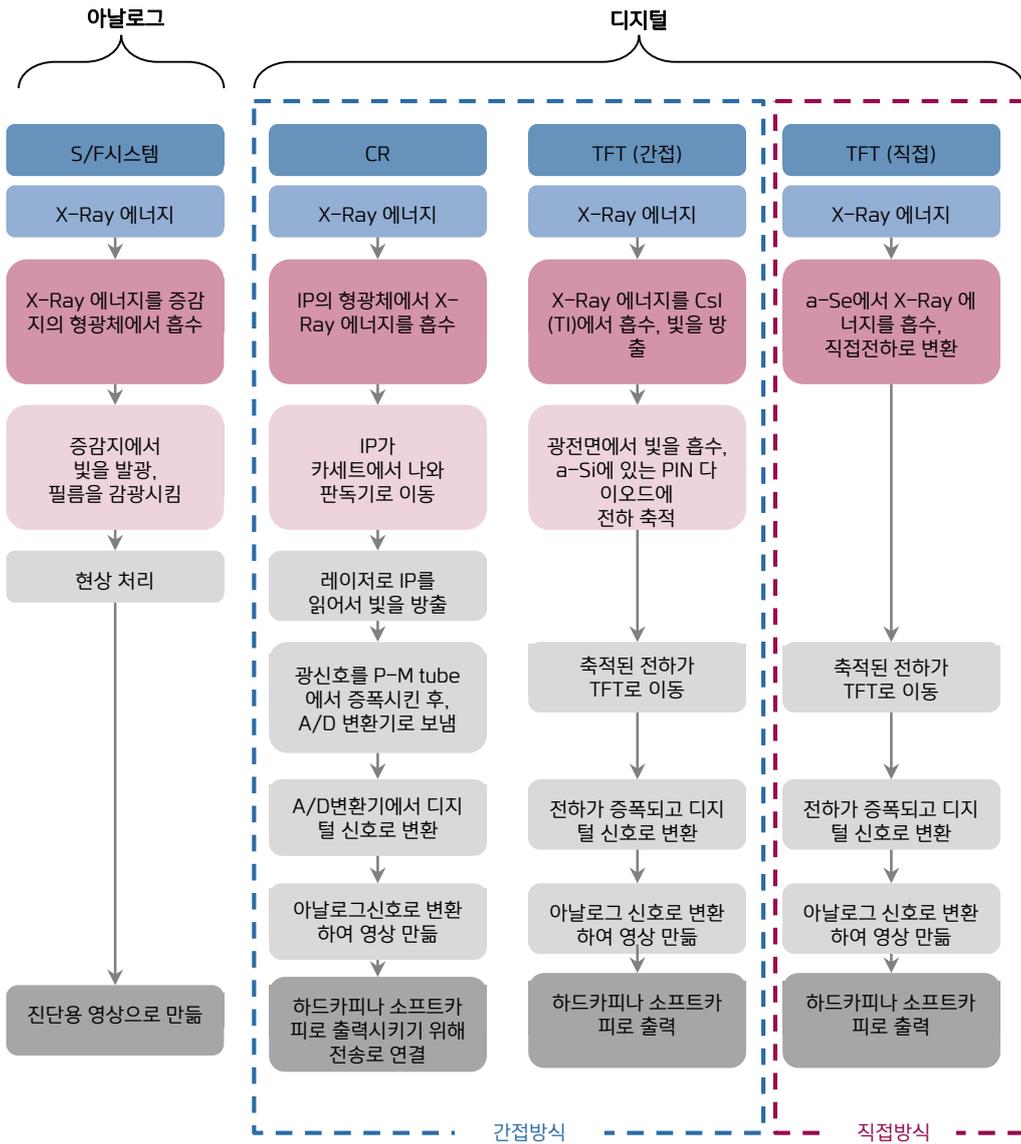
(1) A-Si(간접방식)

- 엑스선→가시광선→전기신호의 변환과정에서 가시광선에 의한 산란선 발생으로 해상력 저하
- 에너지 변환효율 낮음

(2) A-Se(직접방식)

- 엑스선→전기신호와 같이 직접적인 에너지 변환이 일어나므로 변환효율 우수.
- 에너지 변환효율이 높다는 것은 적은 조사선량으로 우수한 영상 획득가능하고 피폭이 적음
- 가시광선에 의한 산란선의 발생이 없으므로 해상력이 우수.
- 다만 비정형 셀레늄의 반응 회복특성으로 인해 촬영과 촬영 사이에 일정한 시간 간격이 필요.

X-Ray 영상 변환 방법 정리



자료: 키움증권 리서치센터

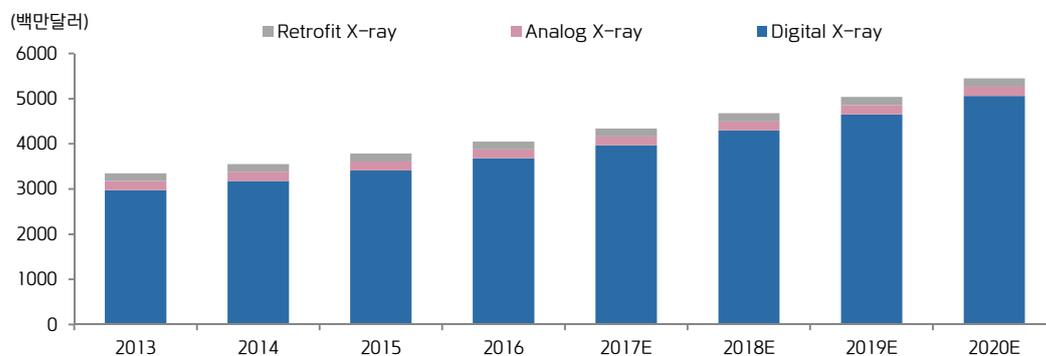
II. X-Ray 시장의 디지털화는 계속된다

>>> X-Ray Detector 시장 현황

X-Ray System 시장

2013년 진단용 X-Ray 촬영장치 시장 규모는 약 33.4억달러로 2018년까지 연평균 4.4% 성장율로 성장하여 2018년 약 52억달러 규모가 될 것으로 추정한다. 이유는 1) 고령 인구의 X-Ray 시스템 촬영 수요 증가 2) 신흥 국가의 보건 의료 인프라에 대한 투자 증가 3) 공공기관과 민간기업의 협력 때문이다. 전체 시장에서 디지털 X-Ray 시스템은 89.8%로 대부분을 차지하지만 경제적인 사정으로 아직 아날로그 X-Ray 시스템에 대한 수요도 존재한다. 다만 감소하고 있으며 Retrofit시장의 개화로 대체되고 있는 실정이다.

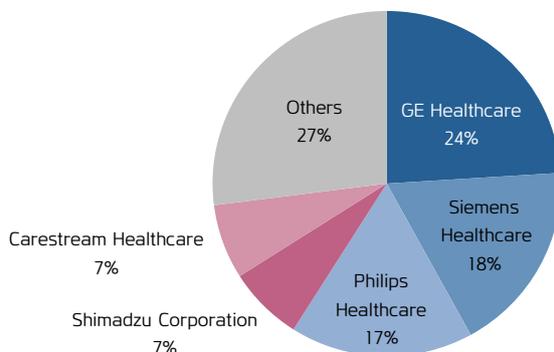
X-Ray 시장 규모 연 4.4%로 성장할 것



자료: Medical Equipment Market Size & Growth - Diagnostic Imaging[Ultrasound Systems] Market, Global 2013-2020, USD Constant Millions, Global Data, 키움증권 리서치센터 / 주 : Base Line은 2013년 체외시장에서의 분포도

시장의 대부분은 GE Healthcare가 23.5%를 차지하고 있으며 그 뒤로 Siemens Healthcare(18.1%), Philips Healthcare(17.4%), 영상진단 분야 글로벌 3대 기업 GPS가 선점하고 있다. 이들은 지금까지 꾸준히 글로벌 X-Ray 시장을 주도하고 있으며 이들 뒤로 일본계 영상진단분야 기업들까지 줄을 서며 시장 내 경쟁은 치열하다.

GPS와 일본 강소기업들이 과점하고 있는 치열한 경쟁시장

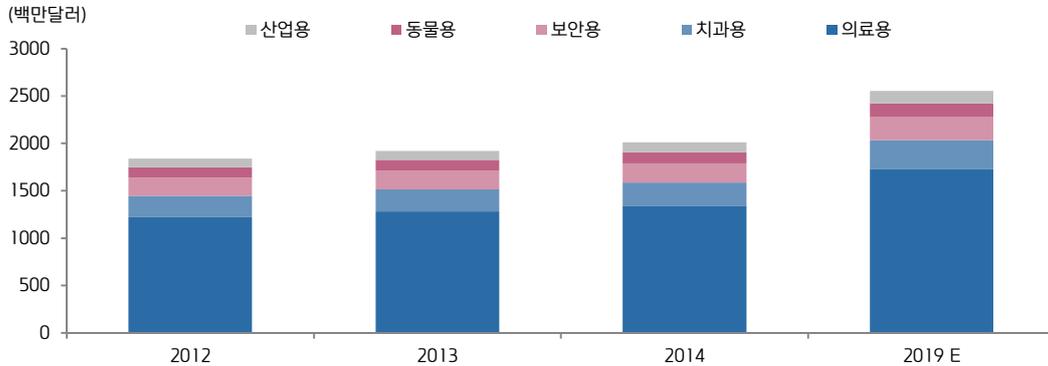


자료: Medical Equipment Market Size & Growth - Diagnostic Imaging[Ultrasound Systems] Market, Global 2013-2020, USD Constant Millions, Global Data, 키움증권 리서치센터 / 주 : Base Line은 2013년 체외시장에서의 분포도

X-Ray Detector 시장

엑스레이 디텍터 시장은 2014년 20억달러에서 연평균 4.9% 성장하여 25억달러 규모에 이를 것으로 추정한다. 특히 의료용 시장이 5.2%로 가장 높으며 지역별로는 북미 시장 비중이 39%로 제일 높다.

X-Ray Detector 시장 연 4.9% 성장할 것



자료: Markets and Markets : X-RAY DETECTORS MARKET forecast to 2019, 키움증권 리서치센터

전 세계적으로 의료산업의 성장, DR로의 교체수요 증가, 사회위협요소 증가 등으로 X-Ray Detector Market의 성장율은 지속적으로 증가될 것으로 예상된다. 특히 아직 아날로그 방식의 정지화상용 X-Ray장비가 주류를 이루고 있어 교체수요 증가에 따른 시장에 주목해야 한다.

Retrofit 시장 등장과 성장

기설치된 X-Ray 대부분을 차지하는 아날로그 촬영장치는 결과 도출 시간이 오래 걸리고 영상의 저장과 획득이 분리될 수 없고, 최근 영상 기법들이 (CT, MRI 등) 아날로그 처리로는 불가능하다는 등의 단점이 있기 때문에 디지털 X-Ray로 전환이 이루어지고 있다.

하지만 디지털 장비들은 고가라는 비용적 문제 때문에 Retrofit 시장이 등장하였다. 기존 아날로그 방식의 X-Ray 기기에서 중간 부품인 Detector를 새로 교체해 디지털 방식으로 변환시키는 것을 Retrofit 시장이라고 하는데 이를 통해 새로 기기 구매보다 80~90%의 비용 절감이 가능하고 결과적으로 2010년부터 매년 10% 이상의 시장 성장세를 보이고 있다.

FP(Flat Panel)는 실시간으로, 적은 조사선량으로 고화질의 DR영상을 얻을 수 있고 공간분해능, 계조분해능이 우수하며 대면적 영상 검출기 제작이 용이하다는 장점이 있다. 향후 Retrofit 시장의 성장으로 X-Ray System에서는 FP가 대세가 될 것이라고 판단하는데 이유는 1) 의료기술의 발달로 높은 화질이 요구되고 2) 가격에 대한 비용부담이 경감되었기 때문이다.

FPD(Flat Panel Detector)시장은 low-end, Mid-range와 high-end로 구분된다. Retrofit 시장은 이중 Mid-range 시장을 타깃으로 한다고 볼 수 있다.



기업분석

뷰익스 (100120)	BUY(Initiate)/목표주가 86,000원 강자가 연속으로 기회를 만나 최강자가 된다
바텍 (043150)	BUY(Initiate)/목표주가 39,000원 틈새 공략으로 알토란 시장 확보
레이언스 (228850)	BUY(Initiate)/목표주가 25,000원 태산 만들 준비 완료, 레이언스

뷰익스 (100120)



BUY(Initiate)

주가(4/26) 65,700원

목표주가 86,000원

X-Ray 의료 장비용 Detector 및 산업용 카메라의 개발, 제조 및 판매를 주 사업으로 영위하고 있는 회사입니다. 주요 글로벌 의료용 엑스레이 완성장비 업체에 OEM 납품을 하며 기술력을 입증하였고 2015년 가장 큰 시장인 북미에서 Retrofit 시장이 개화되며 의료용 의료기기 사업부의 매출 성장이 기대되는 와중에 산업용 카메라사업의 전방산업 투자 확대로 퀀텀점프가 기대되는 바 목표주가 86,000원과 투자의견 BUY를 제시하며 커버리지를 개시합니다.

Stock Data

KOSDAQ (4/26)	635.11pt	
시가총액	6,571억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	72,100원	47,800원
최고/최저가 대비 등락	-8.88%	37.45%
주가수익률	절대	상대
	1M	0.0%
	6M	5.5%
	1Y	30.6%
		-4.2%
		5.5%
		44.4%

Company Data

발행주식수	10,002천주	
일평균 거래량(3M)	51천주	
외국인 지분율	41.10%	
배당수익률(17.E)	0.33%	
BPS (17.E)	14,059원	
주요 주주	김후식 외 7인	28.85%
	프랭클린 템플턴	5.53%

Price Trend



강자가 연속으로 기회를 만나
최강자가 된다

>>> 자체 기술로 효익과 경제성 우위 확보

동사는 의료용 X-Ray Detector와 산업용 카메라 등을 생산하는 기업으로 광학과 전자공학 기술은 물론이고 하드웨어 설계와 소프트웨어 개발, 기계공학 기술 등을 모두 자체 보유하고 있다는 강점이 있다. 보수적인 의료기기 시장 특성 상 메이저 업체를 통한 공급방식을 택했고 세계 시장 점유율 15%를 상회하는 주요 완성업체인 AGFA, Carestream, Toshiba 등에 디텍터를 OEM공급하고 있다는 점은 동사의 기술력을 여실히 보여준다고 판단한다.

>>> Retrofit시장의 핵심은 디텍터

DR의 확연한 장점에도 불구하고 확산이 느렸던 것은 가격 때문이었다. 하지만 2015년 가장 큰 북미 시장에서 발의된 수가 산정 등의 정책적 뒷받침으로 교체 수요가 촉발되면서 레트로핏 시장이 성장을 하게 된다. 레트로핏 시장은 CR을 DR로 변환하는 시장인데 디텍터 교체만으로 이루어진다. 디텍터 제조에 강점이 있는 업체들이 수혜를 받을 것으로 판단한다.

>>> 산업용 카메라, 전방산업 투자 확대로 호조

동사의 산업용 카메라는 OLED 생산라인의 후공정에 투입되는데 최근 전방산업의 투자가 확대되면서 호실적을 기록하고 있다. 올해 기존 주력해왔던 고해상도 카메라에 시장 경쟁력을 높이며 지난해 2월 출시한 라인스캔카메라의 저가형 버전을 상반기에 출시할 예정이다. 해외 제품에 비해 가격이나 품질에 호응을 얻고 있는 바 산업용 카메라에서도 매출 상승세가 계속 확대할 것으로 기대한다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	934	1,173	1,479	1,853	2,322
보고영업이익(억원)	184	305	373	465	611
핵심영업이익(억원)	184	305	373	465	611
EBITDA(억원)	220	340	399	488	631
세전이익(억원)	191	334	402	495	641
순이익(억원)	158	269	321	396	513
지배주주지분순이익(억원)	159	270	323	397	515
EPS(원)	1,589	2,697	3,227	3,972	5,145
증감율(%YoY)	51.7	69.7	19.6	23.1	29.5
PER(배)	28.0	22.2	18.5	15.1	11.6
PBR(배)	5.3	5.4	4.3	3.4	2.6
EV/EBITDA(배)	19.0	16.3	13.4	10.3	7.4
보고영업이익률(%)	19.7	26.0	25.2	25.1	26.3
핵심영업이익률(%)	19.7	26.0	25.2	25.1	26.3
ROE(%)	20.3	27.6	25.6	24.8	25.3
순부채비율(%)	-29.7	-36.4	-44.1	-53.5	-56.8

>>> Investment Summary

투자의견 'BUY', 목표주가 86,000원으로 분석 개시

동사에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 86,000원을 제시하며 커버를 개시한다. 목표주가는 당사가 추정한 뷰릭스의 2017년 EPS 3,227원에 과거 3년 평균 PER 29.8배에 10% 할인한 26.8배를 적용하여 산출하였다. 의료용 이미징 시장에서의 안정적인 성장과 산업용 이미징 시장에서의 고성장을 보이고 있고 사업영역이 넓다는 점을 감안하면 여타 엑스레이 디텍터 업체들 대비 프리미엄을 부여하는 것이 합당하다고 판단한다.

디텍터 사업에 특화로 안정적 매출 기반 확보

동사는 의료용 X-Ray Detector와 산업용 카메라 등을 생산하는 기업으로 광학과 전자공학 기술은 물론이고 하드웨어 설계와 소프트웨어 개발, 기계공학 기술 등을 모두 자체 보유하고 있다는 강점이 있다. 99년 삼성테크윈출신 연구진들이 엑스레이 디텍터 사업 상업화를 위해 회사에서 나와 창업하여 2003년 특허를 취득하고 본격 시장 공략에 나섰다. X-Ray시장은 상위 완성품 소수 업체가 시장을 과점하고 있는 실정이다. 장비의 판매뿐만 아니라 사후 관리와 부가서비스도 중요하기 때문이다. 보수적인 의료기기 시장 특성 상 메이저 업체를 통한 공급방식을 택했고 세계 시장 점유율 15%를 상회하는 주요 완성업체인 AGFA, Carestream, Toshiba 등에 디텍터를 OEM공급하고 있다는 점은 기술력을 보여준다고 판단한다.

Retrofit시장의 핵심은 디텍터

X-Ray의 핵심부품인 Detector를 CR에서 DR로 업그레이드 하는 시장을 Retrofit시장이라 한다. 이 시장에서는 Detector 교체만 하면 됨으로 Detector기술이 핵심이다. 그 동안 높은 가격(8만~10만달러) 때문에 확산이 더뎠지만 2015년 미국 정부의 Medicare수가 산정 시 CR이나 필름 방식에 패널티를 부여하게 되면서 교체 수요가 촉진되었고 아직 차기 정부가 이에 대한 뚜렷한 다른 방향성을 내놓지 않고 있는바 이러한 움직임은 계속될 전망이다. 동사는 Detector에 강점이 있고 Carestream, Agfa 등 메이저 시스템 업체와 안정적인 공급기반을 마련했기 때문에 시장 확대에 따른 매출 성장 수혜를 입을 것으로 판단한다.

산업용 카메라 시장

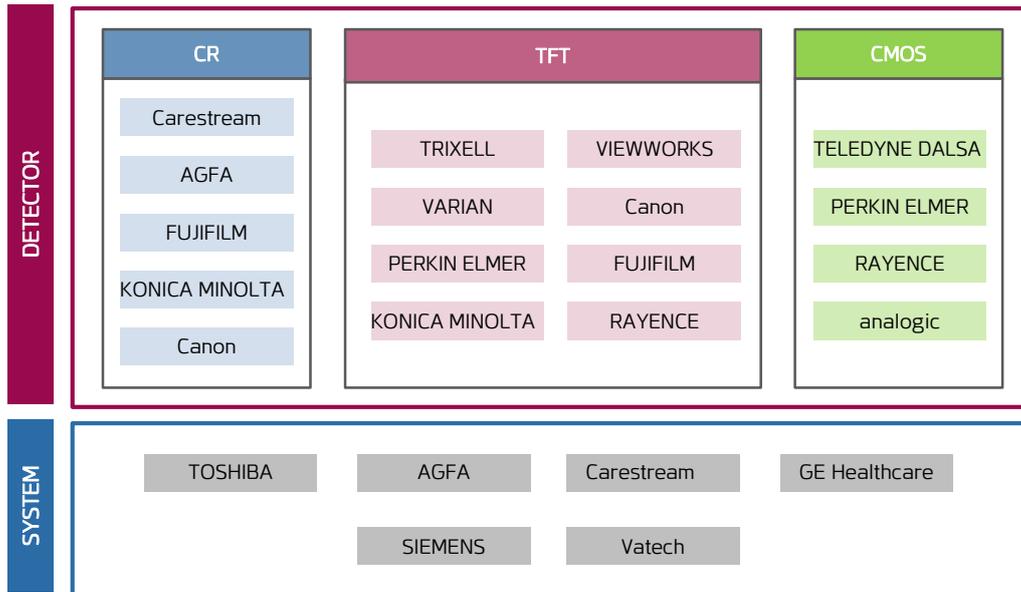
제품의 불량을 잡아내는 역할을 하는 산업용 카메라는 공장자동화 분야에서 없어서는 안될 중요한 부분으로 자리매김하고 있다. 동사의 산업용 카메라는 OLED 생산라인의 후공정에 투입되는데 최근 전방산업의 투자가 확대되면서 호실적을 기록하고 있다. 올해 기존 주력해왔던 고해상도 카메라에 시장 경쟁력을 높이며 지난해 2월 출시한 라인스캔카메라의 저가형 버전을 상반기에 출시할 예정이다. 해외 제품에 비해 가격이나 품질에 호응을 얻고 있는 바 산업용 카메라에서도 매출 상승세가 본격 확대할 것으로 기대한다.

>>> 의료용 이미징 산업

디텍터 사업에 특화로 안정적 매출 기반 확보

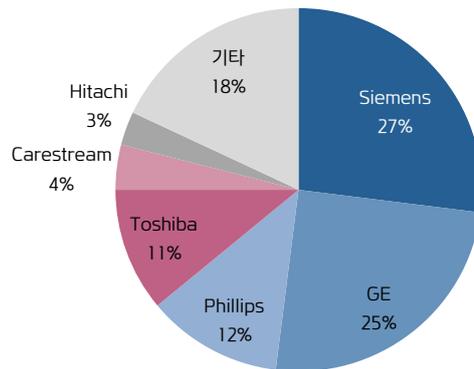
동사는 의료용 X-Ray Detector와 산업용 카메라 등을 생산하는 기업으로 광학과 전자공학 기술은 물론이고 하드웨어 설계와 소프트웨어 개발, 기계공학 기술 등을 모두 자체 보유하고 있다는 강점이 있다. 99년 삼성테크윈출신 연구진들이 엑스레이 디텍터 사업 상업화를 위해 회사에서 나와 창업하여 2003년 특허를 취득하고 본격 시장 공략에 나섰다. X-Ray시장은 상위 완성품 소수 업체가 시장을 과점하고 있는 실정이다. 장비의 판매망뿐 아니라 사후 관리와 부가서비스도 중요하기 때문이다. AGFA, Carestream, Toshiba 등 메이저 시스템업체에 TFT 디텍터를 납품하며 안정적인 매출 기반을 마련하고 있다.

X-Ray 시장 사업 현황



자료: 키움증권 리서치센터

2020년 상위 완성품업체 점유율 예상도



자료: EvaluateMedTech, 키움증권 리서치센터

Retrofit시장의 핵심은 디텍터

DR이 CR이나 기존 아날로그 장비들보다 많은 장점을 보유함에도 불구하고 확산이 빠르게 되지 못하는 이유는 초기 장비 설치 비용이 많이 들기 때문이다. 하지만 미국 정부가 2015년 Consolidated Appropriation Act를 발의하면서 DR 장비 구입 환경을 조성하였고 전 장비를 교체하지 않고도 CR장비가 있으면 DR로 변환할 수 있는 Retrofit시장이 본격적으로 개화하였다. 아직 차기 정부가 이에 대한 뚜렷한 다른 방향성을 내놓지 않고 있는바 올해부터 시행되는 규정은 유지될 것이다. 미국 전체 X-Ray 기기 중 49%가 여전히 CR 장비로 추산되고 있으며 입법 후 62%의 병원이 이미 DR관련 장비 구입이나 Detector 구입 계획을 세웠으며 특히 CR을 사용하는 의원 중 70%가 DR 장비 구비에 긍정적인 답변을 했다. 동사는 Detector에 강점이 있고 Carestream, Agfa 등 메이저 시스템 업체와 안정적인 공급기반을 마련했기 때문에 시장 확대에 따른 매출 성장 수혜를 입을 것으로 판단한다.

Consolidated Appropriation Act에서 제정된 수가

분류	시행 연도	수가 식감 폭
아날로그(필름)	2017	20
CR	2018	7
	2023	10
DR	-	-

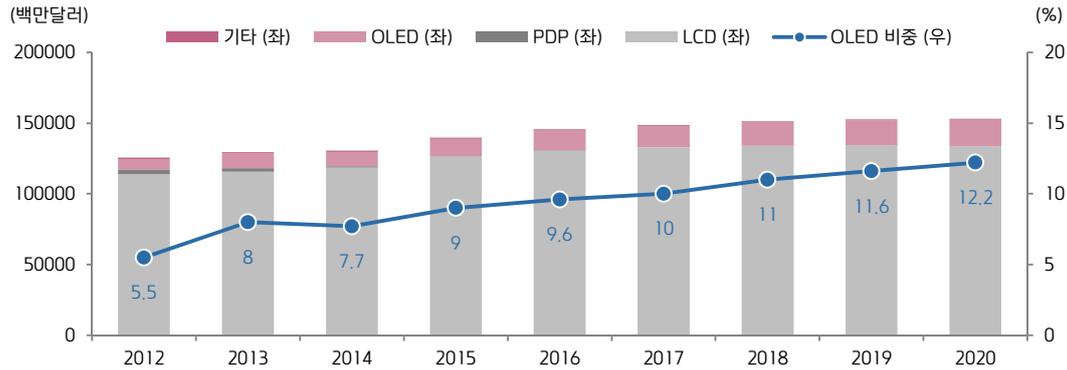
자료: 키움증권 리서치센터

>>> 산업용 카메라 시장

OLED투자 확대로 산업용 카메라 매출 확대 지속될 것

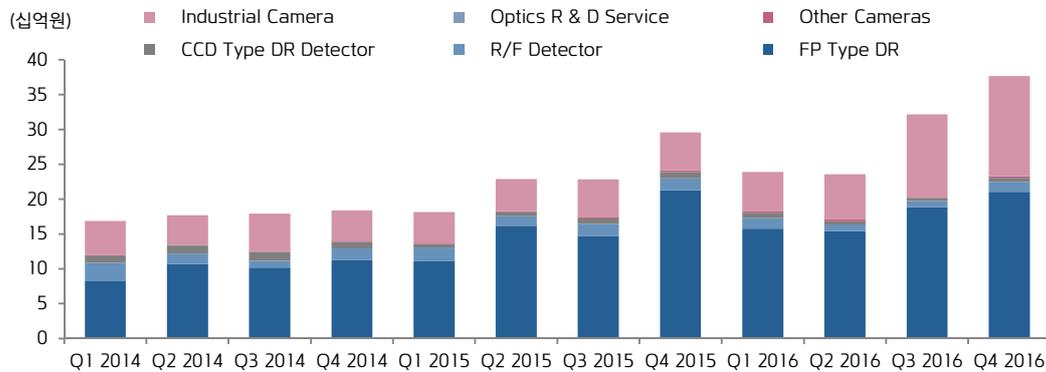
동사의 산업용 카메라는 제품의 불량률을 잡아내는 역할을 하며 OLED 생산라인의 후공정에 투입되는데 최근 전방산업의 투자가 확대되면서 호실적을 기록하고 있다. 이러한 흐름은 향후에도 지속될 것으로 판단하는데 과거에는 노트북, 모니터 등 표준화된 사이즈의 제품들이 전체 시장을 견인해왔지만 최근에는 초대형 TV, 초고해상도 모니터, 자동차용 및 사이니지(Signage) 디스플레이 등 제품의 성능과 사이즈가 다양화되고 있으며 화질과 디자인 측면에서 미래 디스플레이 제품 구현에 최적의 기술로 평가 받고 있기 때문이다.

향후 디스플레이 산업 OLED 중심으로 재편될 것



자료: 디스플레이 리서치, 키움증권 리서치센터

뷰웍스 매출 실적 세분화



자료: 뷰웍스, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	934	1,173	1,479	1,853	2,322
매출원가	511	571	735	932	1,168
매출총이익	424	602	744	921	1,154
판매비및일반관리비	240	298	371	456	543
영업이익(보고)	184	305	373	465	611
영업이익(핵심)	184	305	373	465	611
영업외손익	8	29	29	29	30
이자수익	1	1	2	2	2
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	23	38	38	38	38
이자비용	0	0	0	0	0
외환손실	8	10	10	10	10
관계기업지분법손익	0	1	0	0	0
투자및기타자산처분손익	0	-1	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	-8	1	0	0	0
법인세차감전이익	191	334	402	495	641
법인세비용	34	65	80	99	128
유효법인세율 (%)	17.6%	19.5%	20.0%	20.0%	20.0%
당기순이익	158	269	321	396	513
지배주주지분순이익(억원)	159	270	323	397	515
EBITDA	220	340	399	488	631
현금순이익(Cash Earnings)	194	304	348	418	533
수정당기순이익	158	270	321	396	513
증감율(% YoY)					
매출액	32.0	25.5	26.1	25.3	25.3
영업이익(보고)	38.6	65.8	22.4	24.8	31.3
영업이익(핵심)	38.6	65.8	22.4	24.8	31.3
EBITDA	31.6	54.4	17.4	22.2	29.5
지배주주지분 당기순이익	51.7	69.7	19.6	23.1	29.5
EPS	51.7	69.7	19.6	23.1	29.5
수정순이익	42.6	70.8	19.2	23.1	29.5

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	176	199	287	416	428
당기순이익	158	269	321	396	513
감가상각비	14	15	14	15	16
무형자산상각비	22	20	12	7	4
외환손익	-7	-17	-28	-28	-28
자산처분손익	0	2	0	0	0
지분법손익	0	-1	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-58	-131	-61	-2	-105
기타	47	42	28	28	28
투자활동현금흐름	-23	-87	-68	-86	-100
투자자산의 처분	-1	-47	-22	-26	-33
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
유형자산의 취득	-12	-37	-37	-45	-45
무형자산의 처분	-10	-2	0	0	0
기타	0	0	-9	-14	-22
재무활동현금흐름	-60	-25	-20	-18	-19
단기차입금의 증가	-45	-10	0	1	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-10	-10	-20	-20	-20
기타	-5	-5	0	1	1
현금및현금성자산의순증가	99	98	198	312	309
기초현금및현금성자산	150	250	348	546	858
기말현금및현금성자산	250	348	546	858	1,167
Gross Cash Flow	234	330	348	418	533
Op Free Cash Flow	108	110	226	347	360

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	608	922	1,194	1,670	2,184
현금및현금성자산	250	348	546	858	1,167
유동금융자산	29	72	91	114	142
매출채권및유동채권	184	278	274	343	430
재고자산	146	225	284	355	445
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	362	377	401	442	493
장기매출채권및기타비유동채권	1	1	1	2	2
투자자산	7	13	16	20	24
유형자산	295	315	339	368	397
무형자산	48	30	18	11	6
기타비유동자산	11	17	27	41	64
자산총계	970	1,299	1,595	2,112	2,677
유동부채	83	167	161	300	371
매입채무및기타유동채무	37	88	111	241	302
단기차입금	3	2	2	3	3
유동성장기차입금	9	12	12	12	12
기타유동부채	34	65	36	44	54
비유동부채	40	28	29	31	33
장기매입채무및비유동채무	2	3	4	5	6
사채및장기차입금	15	3	3	3	3
기타비유동부채	23	22	22	23	24
부채총계	123	196	190	331	404
자본금	50	50	50	50	50
주식발행초과금	102	102	102	102	102
이익잉여금	695	959	1,262	1,639	2,134
기타자본	-1	-7	-7	-7	-7
지배주주지분자본총계	846	1,103	1,406	1,784	2,278
비지배주주지분자본총계	1	0	-1	-2	-4
자본총계	847	1,104	1,405	1,781	2,274
순차입금	-251	-402	-619	-953	-1,291
총차입금	27	17	17	18	18

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	1,589	2,697	3,227	3,972	5,145
BPS	8,458	11,032	14,059	17,832	22,777
주당EBITDA	2,200	3,397	3,989	4,874	6,313
CFPS	1,940	3,038	3,476	4,180	5,332
DPS	100	200	200	200	200
주가배수(배)					
PER	28.0	22.2	18.5	15.1	11.6
PBR	5.3	5.4	4.3	3.4	2.6
EV/EBITDA	19.0	16.3	13.4	10.3	7.4
PCFR	23.0	19.7	17.2	14.3	11.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	19.7	26.0	25.2	25.1	26.3
영업이익률(핵심)	19.7	26.0	25.2	25.1	26.3
EBITDA margin	23.5	29.0	27.0	26.3	27.2
순이익률	16.9	22.9	21.7	21.4	22.1
자기자본이익률(ROE)	20.3	27.6	25.6	24.8	25.3
투자자본이익률(ROIC)	25.3	37.9	40.9	47.9	57.2
안정성(%)					
부채비율	14.5	17.7	13.5	18.6	17.8
순차입금비율	-29.7	-36.4	-44.1	-53.5	-56.8
이자보상배율(배)	857.8	3,867.1	4,731.6	5,585.5	7,332.6
활동성(배)					
매출채권회전율	5.9	5.1	5.4	6.0	6.0
재고자산회전율	6.4	6.3	5.8	5.8	5.8
매입채무회전율	28.8	18.9	14.9	10.5	8.6

바텍(043150)



BUY (Initiate)

주가(4/26) 33,000원

목표주가 39,000원

치과용 엑스레이 및 CT라는 틈새 시장에서 글로벌 선두주자로 꾸준한 매출 신장을 일으키고 있습니다. 미국과 유럽 등 선진시장에서 좋은 실적을 거두며 제품력을 인정 받았고 가성비 좋은 제품으로 신흥국에서도 글로벌 업체들과 어깨를 나란히 하고 있습니다. 부품 내제화로 향후 이익율도 지속적으로 향상될 것을 기대하며 투자 의견 'BUY', 목표주가 39,000원으로 커버리지를 개시합니다.

Stock Data

KOSDAQ (4/26)	635.11pt		
시가총액	4,456억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	44,000원	25,200원	
최고/최저 대비 등락	-31.82%	19.05%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	15.2%	10.3%
	6M	-7.3%	-7.2%
	1Y	-25.2%	-17.3%

Company Data

발행주식수	14,854천주
일평균 거래량(3M)	117천주
외국인 지분율	13.77%
배당수익률(17.E)	0.28%
BPS (17.E)	11,682원
주요 주주	바텍이우홀딩스 외 5인
	53.71%

Price Trend



틈새 공략으로 알토란 시장 확보

>>> 틈새시장 접수하여 글로벌 회사로 우뚝

동사는 치과용 엑스레이 및 CT(컴퓨터 단층 촬영) 장비 시스템을 전문으로 연구개발, 제조하는 덴탈이미징(치과영상 장비) 전문 기업으로 글로벌 시장 점유율 5위권이다. 기존 국내 시장에서의 점유율 1위를 시작으로 작년 해외에서 신제품 출시를 통해 큰 성과를 내며 외형을 견인했으며 이러한 성장세는 올해에도 계속될 것으로 판단한다. 외형뿐 아니라 장비의 수직계열화를 통한 지속적 원가율 하락으로 수익성 확보도 가능할 것으로 판단한다.

>>> 중국시장 OEM 제품 증가 및 CBCT 의무화정책의 수혜 가능할 것

전세계 치과용 방사선 촬영장치 시장 규모는 약 31억달러 규모로 추정되며 2020년까지 연평균 5.5%성장하지만 중국 시장은 2018년까지 연평균 17.8% 수준으로 성장할 것으로 전망한다. 중국 내에서 바텍은 약 20% 수준의 점유율로 글로벌 기업들과 함께 과점하고 있으며 ODM계약이나 기술 이전 계약 등으로 향후 시장 성장의 수혜를 받을 것으로 기대한다.

>>> 부품은 국산화 제품은 세계화

치과용 엑스레이 진단 장비에서는 센서가 핵심이다. 외산 수입시에는 비용과 품질에 한계가 있는데 치과용 구강센서를 자체개발하기 시작하며 국산화를 90% 이상으로 높여 대외 변수를 줄인 점은 사업 안정화와 기술 경쟁력을 확보할 수 있는 원동력이 되었다.

전체 매출에서 과반수가 해외에서 발생하고 이 중 대부분이 북미나 유럽 같은 선진국에서 발생한다는 것은 동사의 기술적 우위를 증명한다고 판단한다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	2,174	2,383	2,636	2,894	3,181
보고영업이익(억원)	410	453	540	625	658
핵심영업이익(억원)	410	453	540	611	693
EBITDA(억원)	492	565	642	718	805
세전이익(억원)	355	427	469	531	613
순이익(억원)	287	333	371	419	485
지배주주지분순이익(억원)	213	248	275	312	360
EPS(원)	1,433	1,667	1,854	2,098	2,424
증감율(%YoY)	119.4	16.3	11.2	13.2	15.5
PER(배)	27.6	21.7	19.5	17.2	14.9
PBR(배)	5.8	3.7	3.1	2.6	2.2
EV/EBITDA(배)	17.0	12.1	10.6	9.5	8.2
보고영업이익률(%)	18.9	19.0	20.5	21.6	20.7
핵심영업이익률(%)	18.9	19.0	20.5	21.1	21.8
ROE(%)	23.3	17.0	13.5	13.4	13.6
순부채비율(%)	32.3	-16.0	-14.7	-11.1	-16.6

>>> Investment Summary

투자의견 'BUY', 목표주가 39,000원으로 분석 개시

동사에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 39,000원을 제시하며 커버를 개시한다. 목표주가는 당사가 추정한 바텍의 2017년 EPS 1,854원에 글로벌 치과용 의료기기 업체들(Danaher, Dentsply sirona, Osstem Implant) 2017F 평균 PER 23.7배에 10%를 할인한 21.3배를 적용하여 산출하였다.

틈새시장 접수하여 글로벌 회사로 우뚝

동사는 치과용 엑스레이 및 CT(컴퓨터 단층 촬영) 장비 시스템을 전문으로 연구개발, 제조하는 덴탈이미징(치과영상장비) 전문 기업으로 글로벌 시장 점유율 5위권이다. 기존 국내 시장에서의 점유율 1위를 시작으로 작년 해외에서 신제품 출시를 통해 큰 성과를 내며 외형을 견인했으며 이러한 성장세는 올해에도 계속 될 것으로 판단한다. 특히 해외에서의 매출이 외형 성장을 견인할 것으로 기대하는데 중국 시장 OEM 제품 증가 및 CBCT 의무화 정책의 수혜가 가능하다. 외형뿐 아니라 장비의 수직계열화를 통한 지속적 원가율 하락으로 수익성 확보도 가능할 것으로 판단한다.

중국시장 OEM 제품 증가 및 CBCT 의무화정책의 수혜 가능할 것

전세계 치과용 방사선 촬영장치 시장 규모는 약 31억달러 규모로 추정되며 2020년까지 연평균 5.5%성장하여 2020년에는 약 37억달러 규모의 시장이 될 것으로 추정하지만 중국 시장은 2018년까지 연평균 17.8% 수준으로 더욱 가파르게 성장할 것이다. 이유는 1) 중국 내 치과 의사수가 가파르게 증가하고 있으며 2) 민영병원 활성화 정책에 따라 민간자본이 유입되어 병원 수가 증가하고 3) 임플란트 시술 확대에 따른 CBCT 장비 도입이 증가하고 있기 때문이다. 중국 내에서 바텍은 약 20% 수준의 점유율로 Sirona, Planmeca 같은 글로벌 기업들과 함께 과점하고 있으며 OEM계약이나 기술 이전 계약 등으로 향후 시장 성장의 수혜를 받을 것으로 기대한다.

부품은 국산화 제품은 세계화

치과용 엑스레이 진단 장비에서는 센서가 핵심이다. 외산 수입시에는 비용과 품질에 한계가 있는데 치과용 구강센서를 자체개발하기 시작하며 국산화를 90% 이상으로 높여 대외 변수를 줄인 점은 사업 안정화와 기술 경쟁력을 확보할 수 있는 원동력이 되었다.

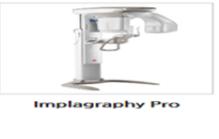
전체 매출에서 과반수가 해외에서 발생하고 이 중 대부분이 북미나 유럽 같은 선진국에서 발생한다는 것은 동사의 기술적 우위를 증명한다고 판단한다.

>>> 중국 시장에서의 OEM 제품 증가 및 CBCT 의무화 정책 수혜

틈새시장 접수하여 글로벌 회사로 우뚝

동사는 치과용 엑스레이 및 CT(컴퓨터 단층 촬영) 장비 시스템을 전문으로 연구개발, 제조하는 덴탈이미징(치과영상장비) 전문 기업으로 글로벌 시장 점유율 5위권이다. 기존 국내 시장에서의 점유율 1위를 시작으로 작년 해외에서 신제품 출시를 통해 큰 성과를 내며 외형을 견인했으며 이러한 성장세는 올해에도 계속 될 것으로 판단한다. 외형뿐 아니라 장비의 수직계열화를 통한 지속적 원가율 하락으로 수익성 확보도 가능할 것으로 판단한다.

바텍 제품 현황

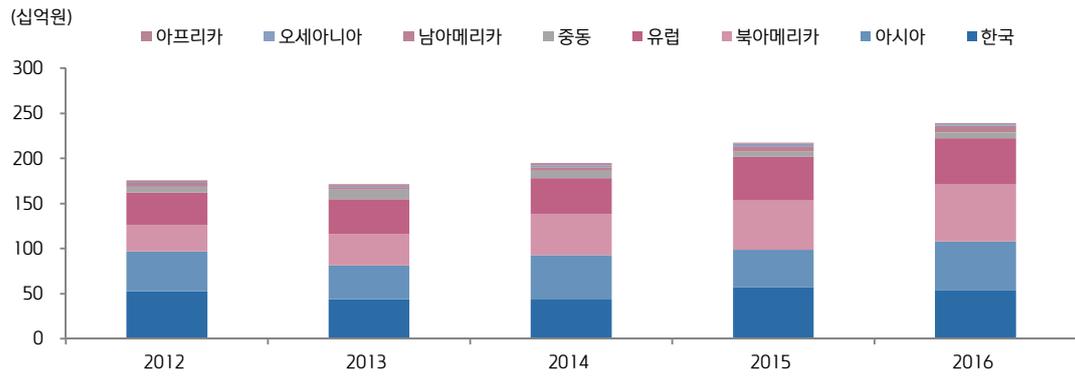
2D Imaging	 PaX-i	 PaX-Primo	 PaX-400	
3D Imaging	 PaX-i3D Smart	 PaX-i3D Green	 PaX-i3D	 PaX-Flex3D
	 PaX-Reve3D	 PaX-Zenith3D	 PaX-Uni3D	 Implagraphy Pro
	 Implagraphy			
	Intra-oral Equipment	 EzSensor	 ESX	 AnyRay

메디컬솔루션

2D Imaging	 PaX-400	
3D Imaging	 PaX-Reve3D	 PaX-Expert3

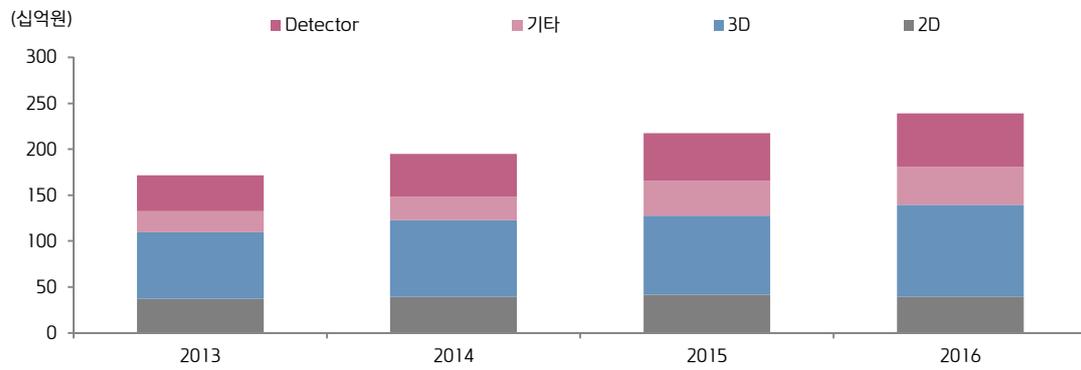
자료: 바텍, 키움증권 리서치센터

바텍 지역별 매출 추이



자료: 바텍, 키움증권 리서치센터

바텍 제품별 매출 추이

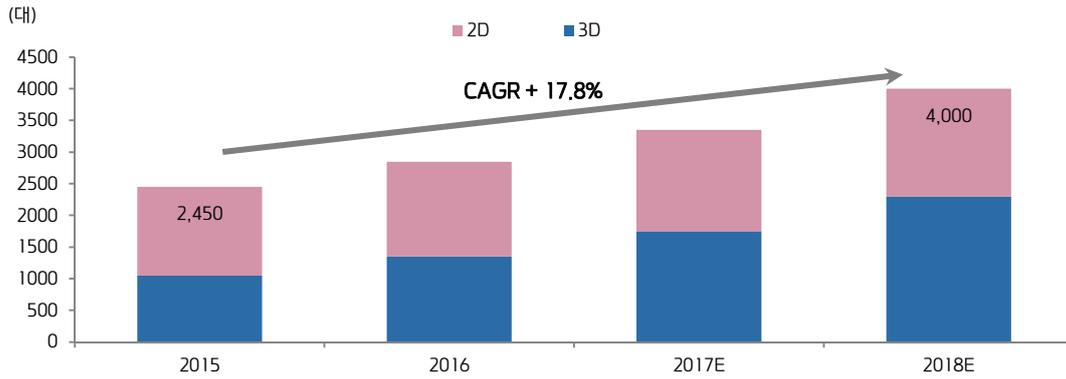


자료: 바텍, 키움증권 리서치센터

중국시장 OEM 제품 증가 및 CBCT 의무화정책의 수혜 가능할 것

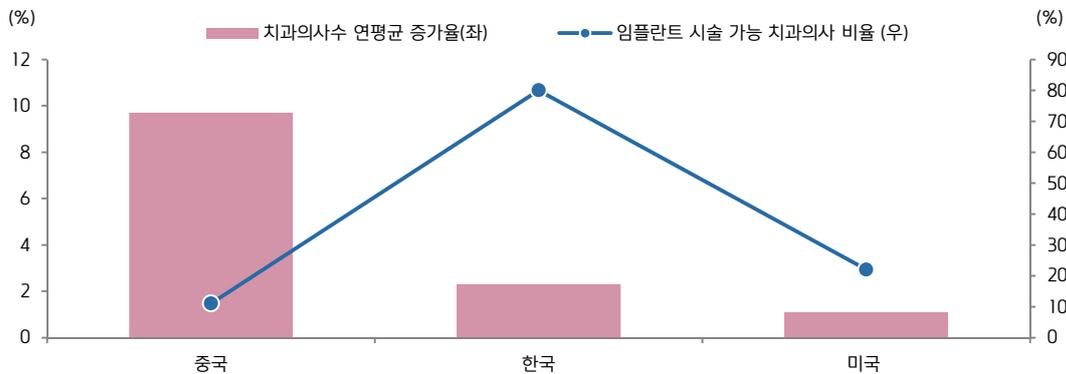
전세계 치과용 방사선 촬영장치 시장 규모는 약 31억달러 규모로 추정되며 2020년까지 연평균 5.5%성장하여 2020년에는 약 37억달러 규모의 시장이 될 것으로 추정하지만 중국 시장은 2018년까지 연평균 17.8% 수준으로 더욱 가파르게 성장할 것이다. 이유는 1) 중국 내 치과 의사수가 가파르게 증가하고 있으며 2) 민영병원 활성화 정책에 따라 민간자본이 유입되어 병원 수가 증가하고 3) 임플란트 시술 확대에 따른 CBCT 장비 도입이 증가하고 있기 때문이다. 중국 내에서 바텍은 약 20% 수준의 점유율로 Sirona, Planmeca 같은 글로벌 기업들과 함께 과점하고 있으며 OEM계약이나 기술 이전 계약 등으로 향후 시장 성장의 수혜를 받을 것으로 기대한다.

중국 치과용 방사선 촬영장치 시장 규모 2015년 2.2억달러 수준에서 가파르게 성장할 것



자료: 바텍, 키움증권 리서치센터

주요국 치과 의사 현황

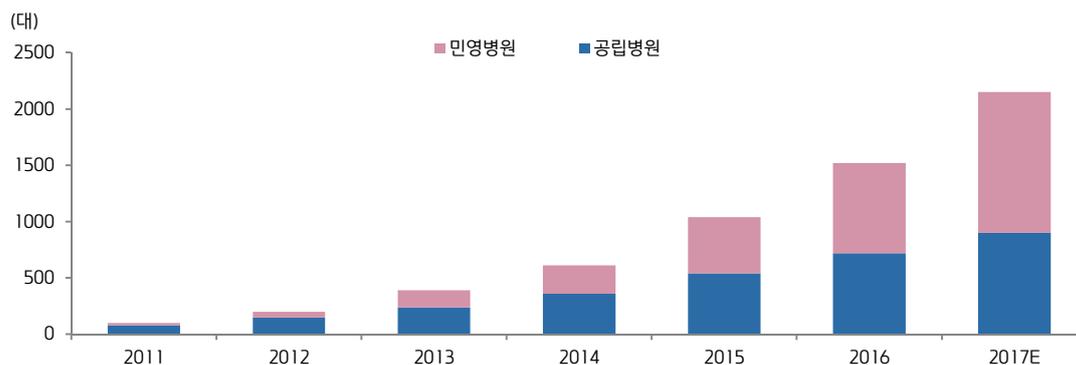


자료: MRG, 키움증권 리서치센터

동사는 2013년 직접영업방식에서 2014년 대리점 영업 방식으로 변경했으며 자사에서 출시하는 고급브랜드 제품은 한국에서 공급하고 중국에서는 기존 제품들의 OEM장비 및 판매를 담당하고 있다. 2D 장비의 경우 화광/화성 연맹이 중국 전역의 유통을 담당하고 있으며 3D장비는 화서 및 화남지역은 화광, 화중과 화동지역은 사원, 화북 및 동북지역은 박안천성이 유통을 맡고 있다.

특히 의료기기는 생명과 관련되어 있어 로컬 업체들로의 대체는 단기간 이루어지지 않을 것으로 보인다. 올해 초에 중국 의료기기 유통업체와 덴탈용 3D 진단장비를 부분조립생산 기술 컨설팅 방식으로 수출 계약을 5년간 이루어낸 점을 보면 사드 등의 정치나 지정학적 리스크는 적다고 판단한다.

중국 병원의 CBCT 장비 도입 증가



자료 : 평안증권연구소, 키움증권 리서치센터

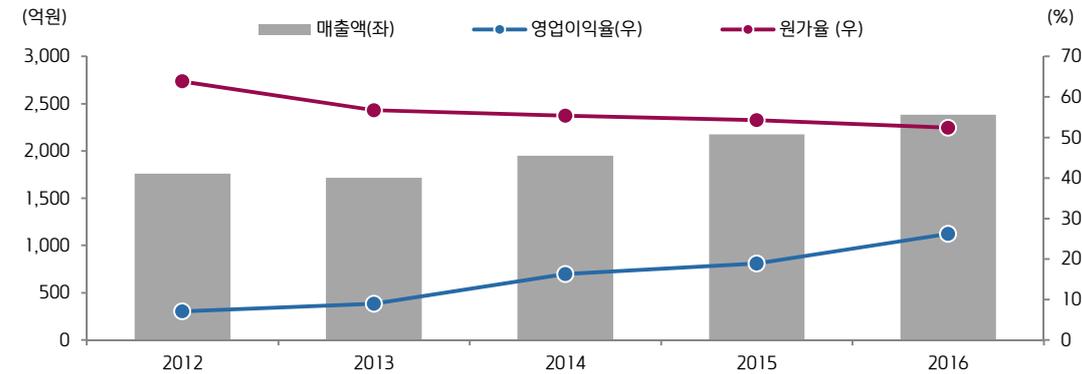
>>> 부품은 국산화 제품은 세계화

수직 계열화된 영업구조 안정화 단계, 지속적 원가율 하락

원가에서 디텍터가 차지하는 비율은 약 32% 수준으로 디텍터 기술 자체적 보유로 글로벌 업체들의 3D CBCT 의 ASP가 10만달러 수준에 비해 약 40% 저렴하게 공급할 수 있다. 또한 향후 매출 확대가 기대됨에 따라 규모의 경제로 고정비 상쇄효과를 기대할 수 있으며 스마트 팩토리 안정화 단계 진입으로 이러한 원가율 절감은 가속화될 수 있을 것으로 가능하다.

신규 제품인 대면적 FOV 3D CBCT 장비는 임플란트 시장에서의 강점을 토대로 이비인후과, 교정 등 세분화된 또 다른 시장 진입이 가능할 것으로 판단되며 고해상도, 원가 경쟁력을 바탕으로 한 신규장비의 성공 가능성은 높을 것으로 판단한다.

매출 증가에 따라 이익율 지속적으로 증가



자료 : 바텍, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	2,174	2,383	2,636	2,894	3,181
매출원가	1,179	1,248	1,360	1,485	1,619
매출총이익	994	1,135	1,276	1,410	1,562
판매비및일반관리비	584	682	735	799	868
영업이익(보고)	410	453	540	625	658
영업이익(핵심)	410	453	540	611	693
영업외손익	-55	-26	-71	-80	-80
이자수익	4	14	4	4	3
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	145	135	115	89	89
이자비용	22	30	30	30	30
외환손실	141	134	152	135	135
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	0	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-10	-2	5	-2	-1
기타	-30	-9	-13	-6	-6
법인세차감전이익	355	427	469	531	613
법인세비용	68	94	99	111	129
유효법인세율 (%)	19.2%	22.0%	21.0%	21.0%	21.0%
당기순이익	287	333	371	419	485
지배주주지분순이익(억원)	213	248	275	312	360
EBITDA	492	565	642	718	805
현금순이익(Cash Earnings)	369	445	472	527	596
수정당기순이익	296	335	367	421	485
증감율(% YoY)					
매출액	11.6	9.7	10.6	9.8	9.9
영업이익(보고)	29.5	10.6	19.2	15.7	5.3
영업이익(핵심)	29.5	10.6	19.2	13.0	13.5
EBITDA	24.7	14.9	13.6	11.9	12.1
지배주주지분 당기순이익	119.4	16.3	11.2	13.2	15.5
EPS	119.4	16.3	11.2	13.2	15.5
수정순이익	129.1	13.1	9.6	14.8	15.3

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	293	322	238	130	446
당기순이익	287	333	371	419	485
감가상각비	57	72	66	77	85
무형자산상각비	25	40	35	31	27
외환손익	-5	-28	37	46	46
자산처분손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-189	-187	-233	-396	-149
기타	117	92	-38	-47	-47
투자활동현금흐름	-334	-1,145	446	-192	-143
투자자산의 처분	32	-795	653	-3	46
유형자산의 처분	5	1	0	0	0
유형자산의 취득	-248	-205	-205	-186	-186
무형자산의 처분	-101	-129	0	0	0
기타	-22	-16	-2	-2	-2
재무활동현금흐름	115	742	-10	0	8
단기차입금의 증가	0	0	0	1	0
장기차입금의 증가	180	-166	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-15	-15	-15	-15	-15
기타	-50	923	4	13	22
현금및현금성자산의순증가	75	-78	673	-62	311
기초현금및현금성자산	258	333	255	928	866
기말현금및현금성자산	333	255	928	866	1,177
Gross Cash Flow	482	509	471	526	595
Op Free Cash Flow	-124	-56	90	8	324

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,615	2,506	2,768	2,991	3,443
현금및현금성자산	333	255	930	869	1,180
유동금융자산	116	872	216	217	169
매출채권및유동채권	739	763	941	1,158	1,272
재고자산	427	616	681	748	822
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,087	1,396	1,508	1,594	1,677
장기매출채권및기타비유동채권	23	27	30	33	36
투자자산	48	91	94	96	99
유형자산	759	907	1,045	1,155	1,256
무형자산	192	304	269	238	211
기타비유동자산	65	68	70	72	75
자산총계	2,702	3,902	4,276	4,585	5,120
유동부채	1,014	981	994	885	927
매입채무및기타유동채무	324	443	490	376	413
단기차입금	643	459	459	460	460
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	47	79	45	49	54
비유동부채	348	350	355	369	391
장기매입채무및비유동채무	6	4	4	5	5
사채및장기차입금	239	257	257	257	257
기타비유동부채	103	89	93	107	129
부채총계	1,362	1,331	1,349	1,254	1,319
자본금	74	74	74	74	74
추시발행초과금	235	235	235	235	235
이익잉여금	790	1,027	1,294	1,597	1,949
기타자본	-85	132	132	132	132
지배주주지분자본총계	1,015	1,468	1,735	2,038	2,389
비지배주주지분자본총계	325	1,102	1,191	1,293	1,412
자본총계	1,340	2,570	2,926	3,331	3,801
순차입금	433	-411	-430	-369	-632
총차입금	882	716	716	717	717

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	1,433	1,667	1,854	2,098	2,424
BPS	6,831	9,884	11,682	13,722	16,086
주당EBITDA	3,312	3,804	4,322	4,834	5,419
CFPS	2,486	2,997	3,179	3,547	4,013
DPS	100	100	100	100	100
주가배수(배)					
PER	27.6	21.7	19.5	17.2	14.9
PBR	5.8	3.7	3.1	2.6	2.2
EV/EBITDA	17.0	12.1	10.6	9.5	8.2
PCFR	15.9	12.1	11.4	10.2	9.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	18.9	19.0	20.5	21.6	20.7
영업이익률(핵심)	18.9	19.0	20.5	21.1	21.8
EBITDA margin	22.6	23.7	24.4	24.8	25.3
순이익률	13.2	14.0	14.1	14.5	15.2
자기자본이익률(ROE)	23.3	17.0	13.5	13.4	13.6
투자자본이익률(ROIC)	20.9	18.5	19.1	18.3	18.3
안정성(%)					
부채비율	101.6	51.8	46.1	37.6	34.7
순차입금비율	32.3	-16.0	-14.7	-11.1	-16.6
이자보상배율(배)	19.0	15.2	18.2	20.5	23.3
활동성(배)					
매출채권회전율	2.8	3.2	3.1	2.8	2.6
재고자산회전율	5.8	4.6	4.1	4.1	4.1
매입채무회전율	6.0	6.2	5.6	6.7	8.1

레이언스(228850)



BUY (Initiate)

주가(4/26) 19,950원

목표주가 25,000원

바텍의 DR 사업부로 시작하여 작년 4월에 상장을 하였다. TFT와 TMOS 디텍터를 생산하는 동시에 I/O Sensor라는 완제품도 생산중이다. 작년에 플로리다에 생산거점을 보유한 OSKO를 인수하여 사업부 다변화에 시동을 걸고 바텍 이외에도 여러 납품 계약을 체결하며 틈새 여러 분야에서 매출 성장을 위한 발판을 마련했다. 올해부터 시동을 걸 것으로 판단하며 목표주가 25,000원 투자 의견 BUY로 커버리지를 개시한다.

Stock Data

KOSDAQ (4/26)	635.11pt		
시가총액	3,310억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	22,000원	15,800원	
최고/최저가 대비 등락	-9.32%	26.27%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	7.5%	3.0%
	6M	17.4%	17.4%
	1Y	-9.3%	0.2%

Company Data

발행주식수	16,591천주	
일평균 거래량(3M)	39천주	
외국인 지분율	0.79%	
배당수익률(17.E)	1.75%	
BPS (17.E)	10,829원	
주요 주주	(주) 바텍	28.72%
	(주) 바텍이우홀딩스	31.62%
	노창준 외 3인	3.92%

Price Trend



태산 만들 준비 완료, 레이언스

>>> 디지털 엑스레이 디텍터 생산 기업

동사는 바텍의 디지털 엑스레이 디텍터 사업부로 출범하여 작년 초 상장하였다. 핵심 사업은 TFT와 CMOS X-Ray 디텍터다. I/O Sensor라는 완제품을 판매하는데 구강 내 촬영을 위한 휴대용 엑스레이로 시장 확대를 하며 기술적 확장성을 시사하였다. 작년 북미의 OSKO 인수를 통해 중남미와 북미 내를 아우르는 발판을 마련하며 올해 매출 성장이 기대된다.

>>> 동물용 의료기기 시장

작년 미국의 OSKO 인수를 통해 사업 다각화를 실현시켰다. 현재 진료에 치중되어 있는 사업 영역을, 북미에서 초음파 시스템 장비 판매와 X-ray 시스템 생산·판매하던 OSKO를 통해 동물용 디지털 X-Ray 사업까지 확장시킬 계획이다. 오스코의 시스템 디텍터는 본사 내제화된 장비를 활용할 것으로 추정되며 이는 본사 실적 증대에도 영향을 줄 것이다. 미국 내 제조기반 확보는 미국 내 정책적 수혜도 기대할 수 있다.

>>> 중국과의 계약을 통한 성장 기대

작년 말 중국의 Nanning Yiju Medical Electronic Equipment와 2016부터 5년간 총 300억원 규모의 공급 계약을 체결했다. 이 계약으로 올해부터 연간 60억원 수준의 디텍터 매출이 발생할 것이 기대된다. 중국 의료기기 시장 전망 중에서 진단 기기나 치과 기기 성장이 두자리수로 두각을 나타내고 있는 상황에서 우호적 진입 신호는 자체 브랜드를 가지고 있는 동사의 매출 성장에 긍정적이라고 판단한다.

투자지표, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액(억원)	866	985	1,175	1,302	1,443
보고영업이익(억원)	197	180	249	284	314
핵심영업이익(억원)	197	180	249	284	314
EBITDA(억원)	235	232	296	333	363
세전이익(억원)	179	179	238	276	306
순이익(억원)	145	147	190	221	232
지배주주지분순이익(억원)	145	147	191	222	233
EPS(원)	1,150	948	1,153	1,337	1,406
증감율(%YoY)	350.1	-17.6	21.6	16.0	5.2
PER(배)	0.0	18.1	14.9	12.8	12.2
PBR(배)	0.0	1.7	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	0.2	8.9	8.8	6.8	5.9
보고영업이익률(%)	22.8	18.3	21.2	21.8	21.8
핵심영업이익률(%)	22.8	18.3	21.2	21.8	21.8
ROE(%)	27.3	13.0	11.0	11.7	11.2
순부채비율(%)	6.4	-46.6	-12.4	-29.2	-31.4

>>> Investment Summary

투자의견 'BUY', 목표주가 25,000원으로 분석 개시

동사에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 25,000원을 제시하며 커버를 개시한다. 목표주가는 당사가 추정한 레이언스의 2017년 EPS 1,153원에 글로벌 치과용 의료기기 업체들(Danaher, Dentsply Sirona, Osstem Implant) 2017F 평균 PER 23.7배에 10%를 할인한 21.3배를 적용하여 산출하였다.

디지털 엑스레이 디텍터 생산 기업

동사는 바텍의 디지털 엑스레이 디텍터 사업부로 출범하여 작년 초 상장하였다. 핵심 사업은 TFT(매출 비중 16.3%)와 CMOS X-Ray 디텍터(매출 비중 27.1%)다. I/O Sensor(Intra Oral Sensor)라는 완제품을 판매하는데 구강 내 촬영을 위한 휴대용 엑스레이로 국내에서 유일하게 생산, 판매하고 있으며 글로벌 시장 점유율 1위를 차지하며 기존 기술의 확장성을 시사하였다. 작년 북미의 OSKO 인수를 통해 중남미와 북미 내를 아우르는 발판을 마련하며 올 한해 매출 성장이 기대된다. 또한 바텍의 신제품 출시, 수출 증가세를 그대로 향유할 수 있는 동시에 바텍 외 납품 계약도 계속 체결됨에 따라 향후 성장성이 기대된다.

본격 동물용 의료기기 시장 진출

작년 미국의 OSKO 인수를 통해 사업 다각화를 실현시킬 것이다. OSKO는 삼성메디슨의 초음파 시스템 장비를 북미에 판매하는 사업과 디지털 엑스레이 시스템을 생산, 판매하는 사업을 영위하던 회사였다. 현재 진료에 치중되어 있는 사업 영역을, 북미에서 초음파 시스템 장비 판매와 X-ray 시스템 생산·판매하던 OSKO를 통해 동물용 디지털 X-Ray 사업까지 확장시킬 계획이다. 오스코의 시스템 디텍터는 본사 내제화된 장비를 활용할 것으로 추정되며 이는 본사 실적 증대에도 영향을 줄 것이며 기존 사업부의 경쟁 강도 심화에 따른 ASP 하락을 분산도 가능할 것으로 판단한다. 미국 내 제조기반 확보는 미국 내 정책적 수혜도 기대할 수 있다.

중국과의 계약을 통한 성장 기대

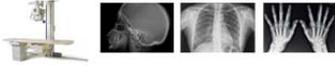
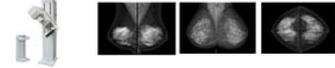
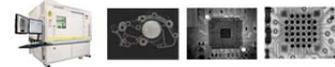
작년 말 중국의 Nanning Yiju Medical Electronic Equipment와 2016부터 5년간 총 300억원 규모의 공급 계약을 체결했다. 이 계약으로 올해부터 연간 60억원 수준의 디텍터 매출이 발생할 것이 기대된다. 중국 의료기기 시장 전망 중에서 진단 기기나 치과 기기 성장이 두 자리수로 두각을 나타내고 있는 상황에서 우호적 진입 신호는 자체 브랜드를 가지고 있는 동사의 매출 성장에 긍정적이라고 판단한다.

>>> 의료산업 기반을 틈새 영역 계속 확장 중

디지털 엑스레이 디텍터 생산 기업

동사는 바텍의 디지털 엑스레이 디텍터 사업부로 출범하여 작년 초 상장하였다. 핵심 사업은 TFT(매출 비중 16.3%)와 CMOS X-Ray 디텍터(매출 비중 27.1%)다. I/O Sensor(Intra Oral Sensor)라는 완제품을 판매하는데 구강 내 촬영을 위한 휴대용 엑스레이로 국내에서 유일하게 생산, 판매하고 있으며 글로벌 시장 점유율 1위를 차지하며 기존 기술의 확장성을 시사하였다.

레이언스 제품 현황

의료용	의료용	
	Dental	
	맘모그래피	
	I/O Sensor	
산업용(NDT)		
Security		

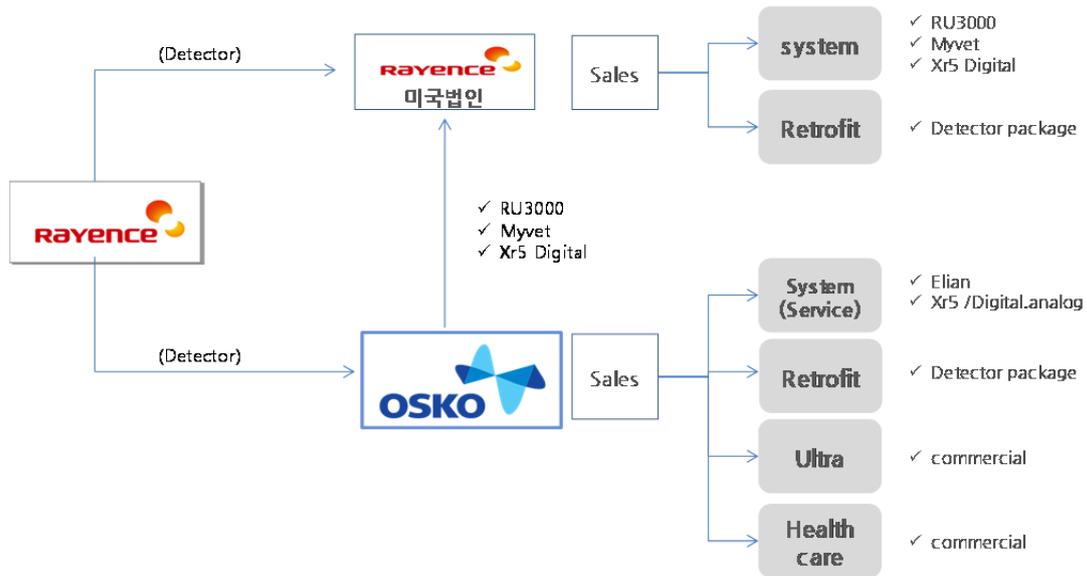
자료: 레이언스, 키움증권 리서치센터

>>> OSKO인수로 사업 다각화 실현

본격 동물용 의료기기 시장 진출

작년 미국의 OSKO 인수를 통해 사업 다각화를 실현시킬 것이다. OSKO는 삼성메디슨의 초음파 시스템 장비를 북미에 판매하는 사업과 디지털 엑스레이 시스템을 생산, 판매하는 사업을 영위하던 회사였다. 현재 진료에 치중되어 있는 사업 영역을, 북미에서 초음파 시스템 장비 판매와 X-ray 시스템 생산·판매하던 OSKO를 통해 동물용 디지털 X-Ray 사업까지 확장시킬 계획이다. 오스코의 시스템 디텍터는 본사 내제화된 장비를 활용할 것으로 추정되며 이는 본사 실적 증대에도 영향을 줄 것이며 기존 사업부의 경쟁 강도 심화에 따른 ASP 하락을 분산도 가능할 것으로 판단한다. 미국 내 제조기반 확보는 미국 내 정책적 수혜도 기대할 수 있다.

OSKO 인수 사업구조

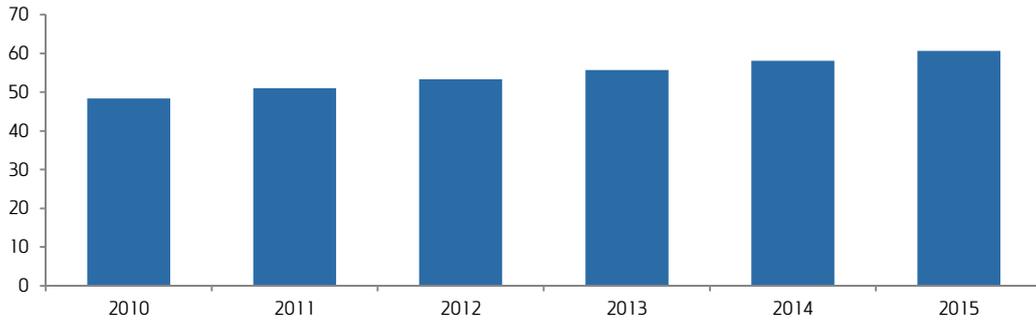


자료: 레이언스, 키움증권 리서치센터

복미의 생산기반확보로 얻을 수 있는 강점은 시장 확대가 중남미를 통해 중동까지 확대된다는 것이다. 가장 동물 친화적인 복미에서 올해 내 안정적인 생산 및 공급을 통한 품질 안정화를 안착시키면 제품 라인업은 가속화될 것으로 판단한다. 국내에서도 동물병원정보시스템 사업을 강화하며 매출 확대를 하고 있는데 현재 전국 30%가 넘는 동물병원 점유율을 보이며 호평을 이끌어내고 있다. 치열한 엑스레이 장비 시장 내에서 치과용 엑스레이 시장이라는 틈새시장을 개척하여 글로벌 기업이 된 바텍을 따라 글로벌 동물 의료기기 기업으로 발돋움할 수 있는 좋은 기회라고 판단한다.

복미 애완동물 소비 규모

(십억달러)



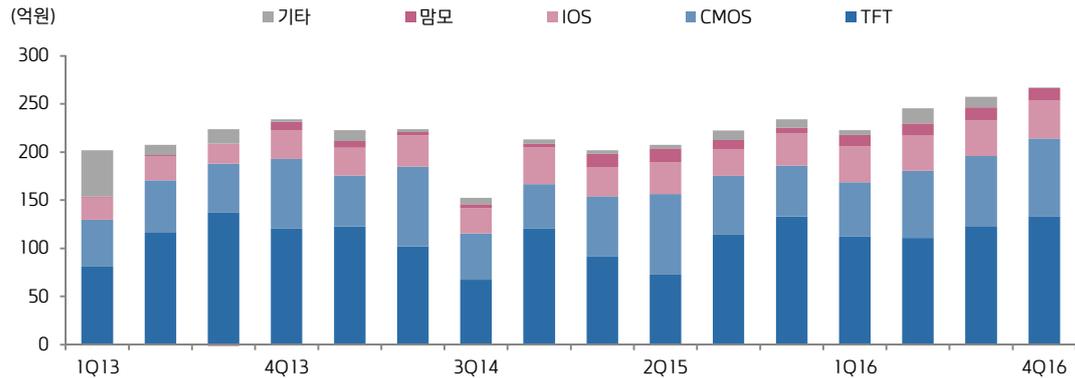
자료 : 키움증권 리서치센터

>>> 바텍이 웃으면 레이언스도 좋아

바텍의 매출 확대 그대로 향유 가능

동사는 바텍이 필요로 하는 CMOS 디텍터를 전량 공급하고 있다. 따라서 바텍의 기기 수출이 원활히 진행 되면 성장을 그대로 향유할 수 있다. 동시에 바텍 외 납품 계약도 체결되며 독립적인 외형 증가를 할 수 있는데 맘모그래피 디텍터 매출이 바로 그것이다. GE와의 전략적 사업 제휴로 안정적인 매출처를 확보하였는데 작년까지 독점 공급계약을 맺었으나 올 해도 계속해서 납품할 것으로 판단한다. 맘모 외 제휴 범위 확대도 논의 중이며 글로벌 기업과의 전략적 제휴는 동사의 기술력을 보여준다고 판단한다.

레이언스 분기 부분별 매출 추이



자료 : 레이언스, 키움증권 리서치센터

중국과의 계약을 통한 성장 기대

작년 말 중국의 Nanning Yiju Medical Electronic Equipment와 2016부터 5년간 총 300억원 규모의 공급 계약을 체결했다. 이 계약으로 올해부터 연간 60억원 수준의 디텍터 매출이 발생할 것이 기대된다. 중국 의료기기 시장 전망 중에서 진단 기기나 치과 기기 성장이 두 자리수로 두각을 나타내고 있는 상황에서 우호적 진입 신호는 자체 브랜드를 가지고 있는 동사의 매출 성장에 긍정적이라고 판단한다.

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	866	985	1,175	1,302	1,443
매출원가	488	581	679	750	831
매출총이익	378	403	496	552	612
판매비및일반관리비	180	224	247	268	297
영업이익(보고)	197	180	249	284	314
영업이익(핵심)	197	180	249	284	314
영업외손익	-18	-1	-11	-8	-8
이자수익	1	10	0	0	0
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	14	18	0	0	0
이자비용	7	6	6	6	6
외환손실	8	20	0	0	0
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	0	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	-1	0	0	0
기타	-18	-3	-6	-3	-3
법인세차감전이익	179	179	238	276	306
법인세비용	35	32	48	55	74
유효법인세율 (%)	19.2%	18.1%	20.0%	20.0%	24.2%
당기순이익	145	147	190	221	232
지배주주지분순이익(억원)	145	147	191	222	233
EBITDA	235	232	296	333	363
현금순이익(Cash Earnings)	182	198	237	269	280
수정당기순이익	145	147	190	221	232
증감율(% YoY)					
매출액	11.1	13.7	19.3	10.8	10.8
영업이익(보고)	78.4	-9.0	38.6	13.9	10.8
영업이익(핵심)	78.4	-9.0	38.6	13.9	10.8
EBITDA	57.0	-1.4	27.9	12.3	9.1
지배주주지분 당기순이익	350.1	1.8	29.7	16.0	5.2
EPS	350.1	-17.6	21.6	16.0	5.2
수정순이익	332.1	1.9	29.0	16.0	5.2

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	93	84	-434	441	187
당기순이익	145	147	190	221	232
감가상각비	28	34	31	34	35
무형자산상각비	9	18	16	15	13
외환손익	0	0	0	0	0
자산처분손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-138	-130	-671	171	-94
기타	50	16	0	0	0
투자활동현금흐름	-68	-950	687	-46	-46
투자자산의 처분	35	-780	754	-2	-1
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
유형자산의 취득	-42	-70	-70	-45	-45
무형자산의 처분	-59	-83	0	0	0
기타	-1	-17	2	1	1
재무활동현금흐름	20	800	-46	-42	-41
단기차입금의 증가	0	0	0	1	0
장기차입금의 증가	20	-117	0	0	0
자본의 증가	0	967	0	0	0
배당금지급	0	0	-49	-48	-48
기타	0	-50	2	5	7
현금및현금성자산의순증가	46	-67	207	352	100
기초현금및현금성자산	111	157	91	297	649
기말현금및현금성자산	157	91	297	649	749
Gross Cash Flow	232	214	237	269	280
Op Free Cash Flow	-43	-84	-495	402	148

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	521	1,361	1,503	1,709	1,923
현금및현금성자산	157	91	297	649	749
유동금융자산	1	760	5	7	7
매출채권및유동채권	194	261	904	723	801
재고자산	169	249	297	330	365
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	420	542	565	561	559
장기매출채권및기타비유동채권	5	4	5	6	6
투자자산	28	5	6	7	8
유형자산	283	345	384	395	405
무형자산	96	183	167	152	139
기타비유동자산	8	5	2	1	1
자산총계	941	1,904	2,068	2,270	2,482
유동부채	271	205	226	250	270
매입채무및기타유동채무	90	123	147	169	187
단기차입금	124	33	33	34	34
유동성장기차입금	28	24	24	24	24
기타유동부채	29	25	21	23	25
비유동부채	69	38	41	46	54
장기매입채무및비유동채무	6	2	3	3	4
사채및장기차입금	45	21	21	21	21
기타비유동부채	18	15	17	22	29
부채총계	341	243	267	296	324
자본금	63	83	83	83	83
추시발행초과금	126	1,073	1,073	1,073	1,073
이익잉여금	386	540	682	856	1,041
기타자본	25	-42	-42	-42	-42
지배주주지분자본총계	600	1,654	1,797	1,970	2,156
비지배주주지분자본총계	0	6	5	4	2
자본총계	600	1,660	1,802	1,974	2,158
순차입금	38	-773	-224	-577	-678
총차입금	197	78	78	79	79

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	1,150	948	1,153	1,337	1,406
BPS	4,767	9,971	10,829	11,877	12,993
주당EBITDA	1,865	1,489	1,784	2,004	2,186
CFPS	1,447	1,276	1,429	1,623	1,689
DPS	0	300	300	300	300
주가배수(배)					
PER	0.0	18.1	14.9	12.8	12.2
PBR	0.0	1.7	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	0.2	8.9	8.8	6.8	5.9
PCFR	0.0	13.4	12.0	10.6	10.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	22.8	18.3	21.2	21.8	21.8
영업이익률(핵심)	22.8	18.3	21.2	21.8	21.8
EBITDA margin	27.1	23.5	25.2	25.5	25.1
순이익률	16.7	14.9	16.2	16.9	16.1
자기자본이익률(ROE)	27.3	13.0	11.0	11.7	11.2
투자자본이익률(ROIC)	29.4	19.8	16.4	15.4	16.6
안정성(%)					
부채비율	56.8	14.6	14.8	15.0	15.0
순차입금비율	6.4	-46.6	-12.4	-29.2	-31.4
이자보상배율(배)	27.3	32.0	44.3	49.9	55.3
활동성(배)					
매출채권회전율	4.6	4.3	2.0	1.6	1.9
재고자산회전율	6.1	4.7	4.3	4.2	4.2
매입채무회전율	9.4	9.2	8.7	8.2	8.1

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
뷰웍스 (100120)	2017/04/28	BUY(Initiate)	86,000원
레이언스 (228850)	2017/04/28	BUY(Initiate)	25,000원

목표주가 추이 (2개년)

뷰웍스 (100120)



바텍(043150)



레이언스 (228850)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과이익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10 ~ +20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10 ~ -10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10 ~ -20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2016/04/01~2017/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	183	96.32%
중립	7	3.68%
매도	0	0.00%