

이 보고서는 코스닥 기업에 대한 투자정보 확충을 위해 발간한 보고서입니다.

기술분석보고서

 YouTube 요약 영상 보러가기

☆ 2021 코스닥라이징스타 선정 기업 ☆

제노레이(122310)

건강관리장비

요약
기업현황
재무분석
주요 변동사항 및 전망



작성기관

(주)NICE디앤비

작성자

정대관 선임연구원

- 본 보고서는 「코스닥 시장 활성화를 통한 자본시장 혁신방안」의 일환으로 코스닥 기업에 대한 투자정보 확충을 위해, 한국거래소와 한국예탁결제원의 후원을 받아 한국IR협의회가 기술신용평가기관에 발주하여 작성한 것입니다.
- 본 보고서는 투자 의사결정을 위한 참고용으로만 제공되는 것이므로, 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 보고서를 활용한 어떠한 의사결정에 대해서도 본회와 작성기관은 일체의 책임을 지지 않습니다.
- 본 보고서는 '20.08.13에 발간된 동 기업의 기술분석보고서에 대한 연계보고서입니다.
- 본 보고서의 요약영상은 유튜브로도 시청 가능하며, 영상편집 일정에 따라 현재 시점에서 미공개 상태일 수 있습니다.
- 카카오톡에서 “한국IR협의회” 채널을 추가하시면 매주 보고서 발간 소식을 안내 받으실 수 있습니다.
- 본 보고서에 대한 자세한 문의는 작성기관(TEL.02-2122-1300)로 연락하여 주시기 바랍니다.

제노레이(122310)

메디컬, 덴탈 영상진단 장비 제조기업, 글로벌 시장 공략 가속화

기업정보(2021/11/15 기준)

대표자	박병욱
설립일자	2001년 04월 12일
상장일자	2018년 05월 28일
기업규모	중소기업
업종분류	방사선 장치 제조업
주요제품	메디컬 및 덴탈 X-ray 장비

시세정보(2021/11/22 기준)

현재가	9,580원
액면가	500원
시가총액	1,394억원
발행주식수	14,553,844주
52주 최고가	11,350원
52주 최저가	8,700원
외국인지분율	7.35%
주요주주	
박병욱 외 13인	28.6%
원익크로스챔프2011의 3호사모투자전문회사	7.76%

■ X-ray 핵심기술 기반으로 메디컬, 덴탈 영상진단 장비 사업 영위

제노레이(이하 동사)는 의료용 영상진단기기를 제조하는 의료기기 제조업체로, 메디컬 부문과 덴탈 부문의 제품군을 모두 보유하고 있다. 메디컬 장비는 정형외과, 신경외과 등에서 사용하는 수술용 X-ray 장비인 C-arm과 유방암 진단 시 사용되는 Mammography가 있으며, 덴탈 장비는 CT장비로 Panorama, Cephalo X-ray, 3DCT 등의 주력 제품과 휴대용 X-ray 장비 등이 있다. 2021년 상반기 매출 비중은 메디컬 장비 부문 50.4%, 덴탈 장비 부문 33.3% 그 외 16.3%로 구성되어 있으며, 수출 비중은 67.8%로 내수보다 수출이 매출에 큰 영향을 미치고 있다.

■ 프리미엄 제품 출시로 제품경쟁력 강화

동사는 X-ray 장비 제조에 필요한 원천기술을 확보하고 있으며, 2020년 4월 'Theia', 2021년 3월 'HESTIA' 를 출시하였다. 'Theia' 는 실시간 병렬 영상처리 기술을 기반으로 사용자의 조작에 따라 재구성된 3D 덴탈 의료영상을 실시간으로 확인이 가능하며, 'HESTIA' 는 국내 최초 DBT 기능이 탑재된 Mammography 제품으로 기존 2D 장비와 달리 유방의 단층 영상을 관찰할 수 있는 장점을 보유하고 있다. 동사는 지속적인 연구개발 활동을 통해 기술력 기반의 프리미엄 제품을 출시하며 제품경쟁력을 강화하고 있고, 이를 기반으로 글로벌 시장 점유율 확대를 추진하고 있다.

■ 해외 영업 정상화, 동사의 정체되어 있던 수출 시장 개선 전망

동사의 매출은 수출 비중이 높게 형성되어 있으며, COVID-19의 영향으로 해외 영업이 제한됨에 따라 수출대상국과의 거래가 소강상태로 전환되었다. 하지만, 2021년 백신 접종률이 증가하면서 글로벌 영업환경이 점차 개선되고 있고, 현지 법인을 활용해 신규 거래처를 확보하며 수출 시장의 개선 및 매출처 다변화를 진행하고 있다. 이에, 동사는 해외영업 정상화를 기반으로 전년 반기 대비 5.3%의 매출액 상승을 보이고 있다.

요약 투자지표 (K-IFRS 연결 기준)

구분 년	매출액 (억 원)	증감 (%)	영업이익 (억 원)	이익률 (%)	순이익 (억 원)	이익률 (%)	ROE (%)	ROA (%)	부채비율 (%)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)
2018	562.9	26.5	109.6	19.5	94.7	16.8	27.4	19.7	30.0	787	3,527	8.3	1.9
2019	651.1	15.7	146.7	22.5	132.4	20.3	25.3	19.3	31.8	975	4,124	7.7	1.8
2020	616.9	-5.3	111.2	18.0	101.7	16.5	16.1	12.4	28.9	699	4,654	14.0	2.1

기업경쟁력

X-ray 핵심부품 제조기술 내재화

- 연구개발을 통한 X-ray 제너레이터 제조 기술 확보
- Flat-panel detector 개발 및 생산 역량 확보
- 3D 영상 재구성 및 가시화, 영상처리 및 보정 알고리즘, 응용 소프트웨어 자체 개발

연구개발역량 및 지식재산권 확보

- 최근 3년간 매출액 평균 8.5% 이상을 연구개발에 투자
- 자체 연구개발 과제 수행으로 연구역량 및 기술 확보
- 국내 특허권 28건, 상표권 10건, 해외 특허권 13건, 상표권 11건 보유

핵심기술 및 사업 현황

X-ray 장비 하드웨어

- 엑스선 발생장치
 - 촬영 부위와 질환에 적합한 선량, 펄스를 갖는 엑스선 발생장치의 핵심기술 개발
- 엑스선 검출기
 - X-ray 영상의 크기, 해상도에 따라 적합한 스펙을 가지는 TFT 및 CMOS 센서 기반의 검출기 핵심기술 개발

X-ray 장비 소프트웨어

- 영상처리 알고리즘
 - 명암비 및 선명도 증가, 윤곽선 확보 등 고품질의 의료영상을 확보하기 위한 알고리즘 구축
- 제어 소프트웨어
 - 부위나 환자의 특성, 의료 환경에 따라 촬영 조건을 자동으로 조절하고, 생성된 의료영상 데이터를 관리하기 용이한 제어 소프트웨어 개발

동사 사업 현황

- 2018년부터 2021년까지 동사의 매출액 기준 수출 비중은 약 70%를 차지
- 2020년, 2021년 프리미엄 제품 출시를 기반으로 글로벌 시장 점유율 확대 추진

시장경쟁력

국내 첨단의료영상진단기기 시장규모

년도	시장규모	성장률
2020년	1조 5,015억 원	연평균 6.5% ▲ (CAGR 적용)
2024년(E)	1조 8,572억 원	

세계 이동형 X-ray 시장규모

년도	시장규모	성장률
2018년	2,889백만 달러	연평균 12.9% ▲ (CAGR 적용)
2023년(E)	5,303백만 달러	

세계 치과용 진단 시스템 시장규모

년도	시장규모	성장률
2018년	141.95억 달러	연평균 6.4% ▲ (CAGR 적용)
2024년(E)	206.51억 달러	

동사의 시장경쟁력

- 국내 유일의 메디컬 및 덴탈 영상장비 동시 제조업체
- 이동형 X-ray 장비 국내 판매 1위 업체로 시장 선도
- 연구개발을 통한 원천기술 기반의 신제품 출시로 글로벌 시장 점유율 확대 추진

ESG(Environmental, Social and Governance) 활동 현황

E

(환경경영)

- 동사는 환경 관리 책임 담당자를 보유하고 있으며, 매년 1회 전 직원을 대상으로 한 ISO14001 관련 교육을 실시하고 있음.
- 동사는 생산 과정에서 배출되는 폐기물을 줄이기 위해 별도의 폐기물 처리 프로세스를 구축하고 있음.
- 동사는 환경에 지속적인 관심을 두고 환경경영을 실천하여 ISO14001(환경경영시스템) 인증을 취득함.

S

(사회책임경영)

- 동사는 동호회 지원, 교육비 지원, 자유복장 문화를 두고 있으며, 장기근속자 및 우수사원에게 포상을 수여하고 경영실적에 따른 인센티브를 지급함.
- 동사는 봉사활동, 헌혈캠페인 참여 등 다양한 CSR(기업의 사회적 책임) 활동을 수행하고 있음.

G

(기업지배구조)

- 동사는 최대주주의 지분율이 24%로 일정 수준의 경영 안정성을 확보하고 있으며, 2019년부터 3년 연속 결산배당을 시행함.
- 동사는 경영진과 특수관계인이 아니며 회계 분야의 전문가인 감사를 선임하고 감사는 타부서로부터 독립된 위치에서 업무를 수행하고 있음.

NICE디앤비의 ESG 평가항목 중, 기업의 ESG 수준을 간접적으로 파악할 수 있는 항목에 대한 설문조사를 통해 활동 현황을 구성

I. 기업현황

핵심기술 내재화를 통해 자체 개발한 X-ray 제품으로 국내 C-arm 시장 선도

동사는 핵심기술 내재화를 통해 자체 개발한 메디컬 및 덴탈 부문 X-ray 제품을 전문적으로 생산하고 있다. 동사는 X-ray의 주요 부품인 디텍터와 제네레이터를 자체 개발 및 제조하고 있으며, 국내 C-arm 시장을 선도하고 있다.

■ 기업개요 및 주요주주

동사는 2001년 4월에 설립되어 병·의원에서 환자의 진단에 사용하는 의료용 영상진단기기의 연구개발, 제조 및 판매를 하고 있으며, 2018년 5월 코스닥 시장에 상장되었다. 또한, 동사는 2020년, 2021년 코스닥 라이징스타 기업에 선정되었다. 동사의 주요사업 부문은 외과, 정형외과, 신경외과, 영상의학과 등의 일반형 의원을 대상으로 하는 메디컬 사업부문과 치과, 이비인후과, 성형외과 등을 대상으로 하는 덴탈 사업 부문으로 구성되어 있다. 동사는 두 사업 부문에서 적용되는 X-ray 장비 제조 핵심기술인 엑스선 발생장치, 엑스선 검출기, 영상처리 및 분석 소프트웨어 등의 설계 및 제조기술을 자체적으로 개발하였고, 이를 동사 제품에 적용하여 기술경쟁력 및 가격경쟁력을 확보하였다.

동사는 의료용 영상진단기기의 해외시장 진출을 위해 설립한 3개의 종속회사를 운영하고 있으며, 동사의 최대주주는 창립자인 박병욱 대표이사로 2021년 반기보고서(2021.06) 기준 24.0%의 지분을 보유하고 있다. 한편, 동사는 종속회사로 Genoray America Inc., Genoray EU GmbH, Genoray Japan Co., Ltd.를 보유하고 있다.

[표 1] 동사의 계열회사 현황

명칭	소재지	주요사업
Genoray America Inc.	미국, 캘리포니아	의료용/치과용 영상장비 유통
Genoray EU GmbH.	독일, 베를린	
Genoray Japan Co., Ltd.	일본, 가와사키	

*출처: 동사 반기보고서(2021.06), NICE디앤비 재구성

■ 주요 사업영역 관련 제품

동사의 메디컬 사업부문의 주요 제품은 C-arm, Mammography로 구성되어 있다. 동사의 주력 제품은 X-ray 영상진단 장비인 C-arm¹⁾으로 정형외과, 신경외과 등의 외과적 수술에 사용되고 있다. 또한, 유방 내부구조를 촬영하여 영상으로 나타내는 X-ray 영상진단 장비인 Mammography가 있다. 동사의 C-arm은 국내 시장의 60~70%의 높은 점유율을 보유하고 있으며, 기존 내에서의 사양 다변화를 통해 글로벌 시장을 공략하고 있다. 동사의 C-arm 제품군은 보급형 라인과 고사양 라인으로 구분되고 있으며, 2017년부터 고화질 동영상 장비에

1) C-arm: C-arm Guide Injection의 줄임말로, C자 형태 팔을 하고 있는 움직이는 X-ray 장치를 의미함

대한 수요 증가로 인해 동사는 OSCAR Prime을 출시하였다. 또한, Mammography는 유방질환을 발견하고 진단하는데 사용되는 엑스선을 이용한 의료기기로, 유방 내부 구조를 촬영하여 영상으로 나타내는 X-ray 영상진단 장비다. 동사의 Mammography는 주로 영상의학과, 외과, 산부인과 등에서 사용되고 있다.

[표 2] 동사의 메디컬 사업부문 제품군 예시

제품	주요제품				
메디컬	C-ARM				
					
	OSCAR 15	OSCAR PRIME	OSCAR PRIME	ZEN-7000	ZEN-2090 Turbo
	Mammography				
					
	HESTIA	DMX-600	MX-600		

*출처: 동사 홈페이지, NICE디앤비 재구성

덴탈 사업부문의 주요 제품은 CT, Panorama, Portable로 구성되어 있다. 주요 제품은 치과용 CBCT 장치로 ConeBeam 구조의 엑스선을 사용하여 구강내 구조를 완전한 3차원 영상으로 재구성 해주어 보이지 않는 내부 구조를 파악할 수 있게 영상으로 모니터에 표시해주는 의료기기이다. 동사의 제품으로 촬영된 치과용 CT영상은 치아, 악골 및 신경관 등 구강 내부의 정확한 위치를 파악하게 해주어 임플란트 수술 시 식립 위치와 각도 등을 정확하게 판단할 수 있다. 한편, Panorama는 두상을 중심으로 회전하는 엑스선 발생장치와 영상획득 장치(디텍터)를 이용하여 영상을 촬영하고, U자 형태의 악궁(치열궁)의 영상을 재구성하여 2차원 평면 사진으로 모니터에 표시해주는 치과용 디지털 영상장비이다. 현재, Panorama 장비는 치아의 수, 발육정도, 결손치, 과잉치, 치아뿌리의 상태 등 전반적인 치아 상태를 파악하여 환자가 어떤 치료가 필요한지 파악하는데 사용되고 있다.

[표 3] 동사의 덴탈 사업부문 제품군 예시

제품	주요제품				
덴탈 & 기타	Dental X-ray Imaging system			Portable X-ray System	
					
	PAPAYA 3D Premium	PAPAYA 3D+	PAPAYA+	POTR-X IV	POTR-X III

*출처: 동사 홈페이지, NICE디앤비 재구성

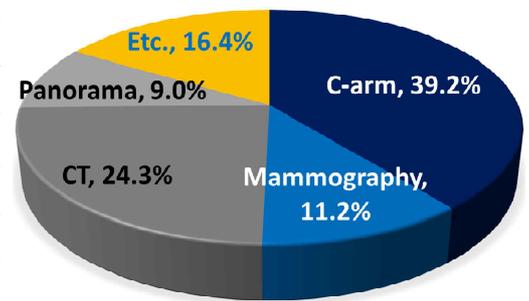
■ 매출실적 현황

동사의 최근 3년간 매출액은 2018년 562.9억 원, 2019년 651.1억 원, 2020년 616.9억 원을 기록하였으며, 2020년 COVID-19로 인한 경기 침체, 설비 도입 연기 등의 이유로 동사의 매출 외형은 축소되었다. 동사의 매출액은 메디컬, 덴탈, 기타의 사업부문으로 집계하고 있으며, 2021년 상반기 C-arm의 매출액은 122.3억 원, Mammography 34.9억 원, CT 75.7억 원, Panorama 28.0억 원, 기타 51.1억 원으로 확인된다. 동사의 주요 제품인 C-arm의 매출 비중은 2020년 37.4%였으나, 2021년 상반기 기준 39.2%로 상승하였으며, CT의 매출 비중은 2021년 9.6% 감소한 24.3%로 확인된다. 또한, 동사는 메디컬 사업부문과 덴탈 사업부문이 각각 전체 매출액의 50.4%, 33.3%를 차지하여 사업부문별 고른 매출 분포를 나타내고 있다. 한편, 동사의 2021년 상반기 수출과 내수의 비중은 7:3 수준이며, 해외법인과 40여개의 글로벌 파트너 유통망을 기반으로 80여 개의 국가에 동사의 제품을 수출하며 글로벌 시장에서의 역량을 확대해 나가고 있다.

[표 4] 사업부문별 매출 비중

(단위: 억 원, %)

사업부문	2020년		2021년 상반기		
	매출액	비중	매출액	비중	
메디컬	C-arm	230.2	37.4	122.3	39.2
	Mammography	66.3	10.7	34.9	11.2
덴탈	CT	209.2	33.9	75.7	24.3
	Panorama	32.2	5.2	28.0	9.0
기타	Potable, 부품 등	79.0	12.8	51.1	16.3
합계	616.9	100	312.0	100	



2021년 상반기 매출 비중

*출처: 동사 반기보고서(2021.06), NICE디앤비 재구성

■ 의료영상진단기기의 프리미엄화를 기반으로 시장규모 확대 전망

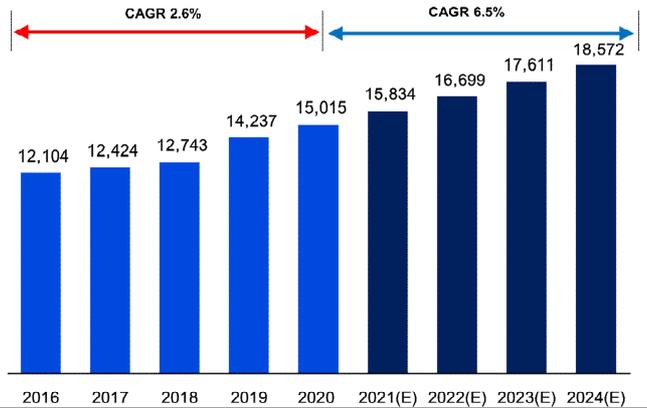
동사의 메디컬 및 덴탈 X-ray 제품이 속한 방사선 장치 시장은 2019년도 기준 세계 의료기기 시장에서 23.2%로 가장 큰 비중을 차지하고 있는 의료영상진단기기 시장에 포함되어 있다. 의료영상진단기기 산업은 높은 수준의 기술력 및 연구개발비가 필요하며, 의료기기의 특성상 판매 후 신속한 유지보수를 위한 대응 체계 구축이 필수적이다. 이에, 막대한 자본과 기술, 사업 네트워크를 바탕으로 한 글로벌 의료기기 전문업체들이 시장을 주도하고 있다. 한국신용정보원 첨단의료영상진단기기 자료(2020년)에 따르면, 국내 첨단의료영상진단기기 시장은 2016년 1조 2,104억 원 규모에서 연평균 2.6%로 성장하여 2018년에 1조 2,743억 원 규모이며, 이후 연평균 6.5%로 성장하여 2024년에는 1조 8,572억 원을 형성할 것으로 전망했다. 현재, 글로벌 다국적 기업들이 주도하고 있는 의료기기 시장에서 국내 업체들은 전략적 사업계획 수립을 통해 기술 국산화를 추진하고 있다.

[그림 1] 세계 의료기기 시장 (단위: 억 달러)



*출처: Fitch Solutions(2020), NICE디앤비 재구성

[그림 2] 국내 첨단의료영상진단기기 시장규모 (단위: 억 원)



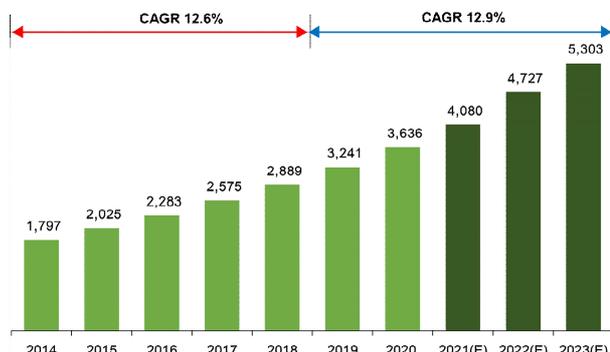
*출처: 한국신용정보원(2020), NICE디앤비 재구성

■ 장소에 국한되지 않고 진단이 가능한 이동형 X-ray 시장, 지속적으로 성장 중

이동형 X-ray 장비는 인체를 투과하면서 감쇄되는 정도를 측정하여 인체 내부 구조를 평면 영상으로 제공하는 의료기기로, 거동이 어려운 환자의 진단을 위해 사용되고 있다. 이동형 X-ray 장비는 Radiography와 C-arm 장비로 구분되며, 현재 동사는 국내 C-arm 장비 시장점유율 1위로 이동형 X-ray 시장을 선도하고 있다. 이동형 X-ray 장비는 선진국 주도형 제품으로 피폭량을 줄이기 위한 신기술을 지속적으로 제품에 적용되고 있다.

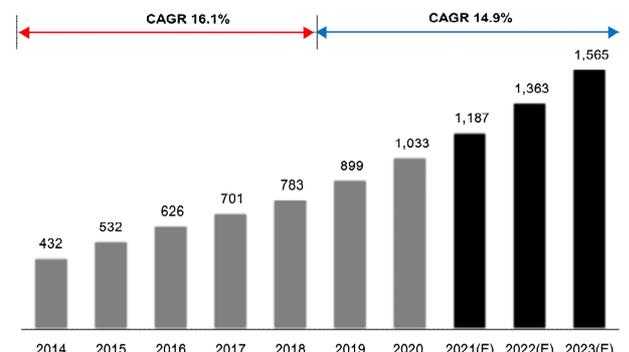
이동형 X-ray 시장의 지속적인 성장은 전 세계적으로 심화되고 있는 인구 고령화와 건강에 대한 관심 증대 등으로 의료 산업 전반에 대한 수요가 증가한 것을 주요 원인으로 꼽을 수 있다. 2021년 통계청 자료에 따르면, 2021년 만 65세 이상 고령 인구는 전체인구의 16.5%에서 2025년 20.3%의 비중을 차지할 것으로 전망했다. 한국신용정보원 국내 이동형 X-ray 자료(2020년)에 따르면, 세계 이동형 X-ray 시장은 2014년 17.97억 달러 규모에서 연평균 12.6%로 성장하여 2018년에 28.89억 달러 규모이며, 이후 연평균 12.9%로 성장하여 2023년에는 53.03억 달러를 형성할 것으로 전망했다. 또한, 국내 시장의 경우 세계 시장보다 높은 성장률을 보이며 시장규모가 확장되고 있는 것을 확인할 수 있으며, 이는 ‘사후처치’에서 ‘사전예방 및 진단’으로 변화되는 의료 트렌드가 반영된 것으로 판단된다. 이를 기반으로 진단기기에 대한 수요가 지속적으로 증가하며 시장규모는 꾸준히 성장할 것으로 전망된다.

[그림 3] 세계 이동형 X-ray 시장규모 (단위: 백만 달러)



*출처: Fitch Solutions(2020), NICE디앤비 재구성

[그림 4] 국내 이동형 X-ray 시장규모 (단위: 억 원)



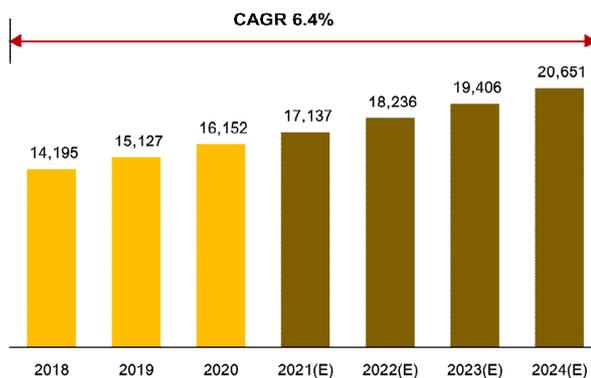
*출처: 한국신용정보원(2020), NICE디앤비 재구성

■ 치과 진료 방식의 디지털화, 신흥국을 중심으로 치과용 진단 시스템 성장 전망

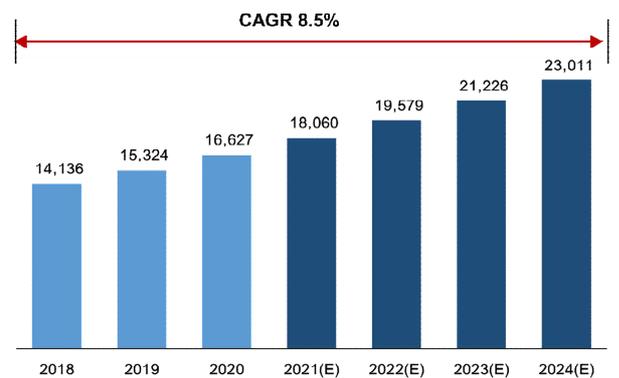
중소벤처기업부와 중소기업기술정보진흥원에서 발표한 중소기업 전략기술로드맵 2021~2023 의료기기(2021년)에 따르면, 중국, 인도 등의 신흥국을 중심으로 글로벌 치과시장의 디지털화가 가속화되고 있고, 디지털 진단 치료 기술이 확대됨에 따라 치과용 진단 시스템 시장규모는 지속적으로 성장할 것으로 전망했다. 이에, 세계 치과용 진단 시스템 시장은 2018년 141.95억 달러 규모에서 연평균 6.4%로 성장하여 2024년 206.51억 달러를 형성할 것으로 전망했다. 국내 치과용 진단 시스템 시장의 경우, 2018년 1조 4,136억 원 규모에서 연평균 8.5%로 성장하여 2024년 2조 3,011억 원에 이를 것으로 전망했다.

치과용 진단 시스템의 경우 2014년도부터 시작된 75세 이상에 대한 보험급여 지급 항목으로 임플란트 치료가 보편화되면서 급성장이 이루어지고 있다. 세계적으로 3차원 영상정보를 이용하여 정확한 진단 및 치료가 가능한 장점을 보유하고 있는 디지털 방식의 제품으로 교체하려는 수요가 지속적으로 발생하고 있어 치과용 진단 시스템의 시장규모는 더욱 확대될 것으로 예상된다.

[그림 5] 세계 치과용 진단 시스템 (단위: 백만 달러)



[그림 6] 국내 치과용 진단 시스템 (단위: 억 원)



*출처: 중소벤처기업부와 중소기업기술정보진흥원(2021년), NICE디앤비 재구성

■ 동사의 주요 경쟁사 현황

동사 메디컬 사업분야의 주요 경쟁사는 상장사 기준 (주)디알젼, (주)뷰웍스가 있다. 또한, 동사의 해외 경쟁사는 GE, Siemens, Philips 등이 있는 것으로 확인된다. 메디컬 사업분야 국내 경쟁사의 2020년 매출액을 비교하면 동사는 616.9억 원, (주)디알젼 1,066.4억 원, (주)뷰웍스 1,602.6억 원으로 확인되며, 3개년(2018년~2020년) 기준 동사와 (주)뷰웍스의 영업이익은 10% 후반대를 꾸준히 유지하여, 높은 영업이익률을 유지하고 있는 것을 확인할 수 있었다. 또한, 동사는 국내 이동형 C-arm 분야 1위의 시장 점유율을 확보하고 있으며, 특히 국내 C-arm 제조업체 중에서 우수한 기술력과 시장경쟁력을 확보한 것으로 확인된다.

[표 5] 메디컬 사업분야 경쟁사 분석

(단위: 억 원, %, K-IFRS 연결기준)

구분		2018년	2019년	2020년	2021년 상반기
동사	매출액	562.9	651.1	616.9	312.0
	영업이익률	19.5	22.5	18.0	18.3
(주)뷰웍스	매출액	1,314.0	1,360.0	1,602.6	911.9
	영업이익률	17.2	19.4	18.2	19.8
(주)디알젼	매출액	566.2	600.9	1,066.4	427.2
	영업이익률	7.7	7.8	21.6	11.6

- (주)뷰웍스, 1999년 설립되어 디지털 방사선 촬영기, 디지털 투시기 및 조영촬영장치를 위한 디지털 영상 솔루션을 설계, 개발, 생산하여 공급하는 사업을 영위 영위하는 코스닥 중견기업임.

- (주)디알젼, 2003년 설립되어 진단용 엑스선 촬영장치, 부분품, X-ray 제너레이터 등의 제조 및 판매업을 영위하는 코스닥 중소기업임.

*출처: 동사 및 각사 사업보고서(2020.12), 동사 및 각사 반기보고서(2021.06), NICE디앤비 재구성

동사 덴탈 분야의 주요 경쟁사로는 (주)바텍, (주)레이언스 등이 있다. 치과용 방사선 촬영장치의 경우, 해외 상위 4개 업체인 GE Healthcare, Philips Healthcare, Siemens Healthineers, Toshiba 글로벌 시장을 선도하고 있으며, 2020년 국내 경쟁사의 매출액을 비교하면 (주)바텍 2,443억 원, (주)레이언스 1,015억 원으로 확인된다.

[표 6] 덴탈 사업분야 경쟁사 분석

(단위: 억 원, %, K-IFRS 연결기준)

구분		2018년	2019년	2020년	2021년 상반기
(주)바텍	매출액	2,344	2,717	2,443	1,600
	영업이익률	16.8	15.8	12.9	20.6
(주)레이언스	매출액	1,164	1,262	1,015	682
	영업이익률	18.2	18.1	8.3	19.2

- (주)바텍, 1992년 설립되어 치과용 디지털 X-ray(Panorama), CT, Generator 등의 제조 및 판매업을 영위하고 있는 코스닥 상장 중견기업임.

- (주)레이언스, 2011년 (주)바텍의 디지털 라디로그래피 사업본부가 물적 분할하여 설립된 회사로 X-ray 디텍터를 연구개발 및 설계하여 생산까지 진행하고 있는 코스닥 상장 중견기업임

*출처: 각사 사업보고서(2020.12), 각사 반기보고서(2021.06), NICE디앤비 재구성

[그림 7] SWOT 분석

Strength

- 의료용 영상진단기기 제조기술 기반으로 메디컬 및 덴탈 사업부문을 동시에 영위하며 시너지를 창출
- 연구개발을 통한 원천기술 확보
- 제품 생산 및 소프트웨어를 자체적으로 제조, 개발하고 있어 제품별 프리미엄화 가능

- 전 세계적으로 의료 산업 전반에 대한 수요 증대로 인해 X-ray 장비를 포함한 의료 장비 수요의 지속적인 성장 예상
- 중국, 인도, 멕시코 등의 신흥국 시장의 가파른 성장에 따른 수요 증대

Opportunity

Weakness

- 글로벌 기업 대비 낮은 인지도
- 수출 의존도가 높아 해외 영업이 원활하지 않을 경우 매출액 영향

- 신규 제품 개발 및 출시를 위한 높은 인허가의 장벽
- 각국의 보호 무역주의 강화로 인한 시장 진입 장벽

Threat



■ 동사의 ESG 활동



동사는 환경(E) 부문에서, 환경 관리 전담 인력은 보유하고 있지 않으나 겸임 담당자를 보유하고 있고, 환경에 지속적인 관심을 두고 환경경영을 실천하여 ISO14001(환경경영시스템) 인증을 취득한 이력이 있으며, 매년 1회 전 직원을 대상으로 한 ISO14001 관련 교육을 실시하고 있다. 동사는 생산 과정에서의 환경 보존과 개선을 위해 노력하고 있으며, 구체적으로 생산 과정에서 배출되는 폐기물을 줄이기 위해 별도의 폐기물 처리 프로세스를 구축하고 있다.

동사는 사회(S) 부문에서의 활동으로, 의료용 및 치과용 X-ray 장비를 영위하기 위해 식품의약품안전처(MFDS)로부터 인증을 취득하고, 한국 우수의약품 제조 및 품질관리 기준 (KGMP) 인증을 취득하는 등 그 효능효과뿐만 아니라 안전성까지 인정받은 이력이 있다. 동사는 임직원 간의 친목 도도와 여가활동을 위한 동호회 지원, 직원들의 업무 역량 성장을 위한 교육비를 지원한다. 또한, 근무에 집중할 수 있도록 편하고 자유로운 복장 문화를 두고 있다. 매년 전 직원을 대상으로 건강검진을 지원하며, 장기근속자에게는 순금 1냥과 포상휴가를, 우수사원에게는 특별포상을 제공하고, 경영 실적에 따른 인센티브 역시 제공한다. 이 외에도 각종 경조사비 지원, 출퇴근 셔틀버스 지원, 호텔/콘도 이용권을 지원하여 임직원들의 일과 삶의 균형을 지향하고 있다.

[그림 8] 동사의 사회공헌활동



*출처: 동사 홈페이지

동사는 사회 부문에서 사업의 이익과 성장만 추구하는 것이 아니라 사회에 대한 책임을 다하기 위해 노력하고 있다. 2020년 12월에는 2,000장의 연탄을 ‘연탄 은행’에 기부하고, 임직원 32명이 수혜 가정을 방문해 연탄 1,500장을 직접 배달하였으며, COVID-19 극복을 위한 헌혈캠페인에 참여하는 등 다양한 CSR(기업의 사회적 책임) 활동을 실천하고 있다.

동사는 모든 근로자를 정규직으로 채용 중이며, 여성 근로자의 비율은 약 13%로 동사가 속한, 중공업(기계 장비) 산업의 여성 고용비율 평균인 7.24%(2020년도 산업별 여성 고용비율, 고용노동부)를 약간 상회하는 것으로 나타났다. 남성 근로자와 여성 근로자의 평균 근속연수는 각각 4.7년 및 3.7년으로 동사가 속한 제조업의 평균 근속연수에는 미치지 못하는 것으로 나타났다. 다만, 동사의 남성 대비 여성 근로자의 임금수준은 73%로 동 업종 평균인 67%에 비해 다소 높아 동사는 성별에 따른 고용 평등을 위한 노력을 어느 정도 하고 있는 것으로 보인다.

[표 7] 동사 근로자의 정규직 수 및 근속연수

성별	직원수(명)			평균근속연수(년)		1인당 연평균 급여액(백만 원)	
	정규직	기간제 근로자	합계	동사	동 산업	동사	동 산업
남	193	-	193	4.7	8.6	23	43
여	29	-	29	3.7	6.2	17	29
합계	222	-	222	4.2	8.0	21	41

*출처: 고용노동부 「고용형태별근로실태조사」 보고서(2021.02), 동사 반기보고서(2021.06), NICE디앤비 재구성



지배구조(G)의 경우, 최대주주의 지분율이 24.0%로 이를 통해 경영권 분쟁의 가능성을 낮추고 일정 수준의 경영 안정성을 확보하고 있다. 동사는 경영진과 특수관계인이 아니며 회계 분야의 전문가인 감사를 선임하고 감사 지원 조직을 구성하였으며, 감사는 타부서로부터 독립된 위치에서 업무를 수행하고 있다. 동사는 2019년부터 3년 연속 결산배당을 실시하였으며, 2020년 배당성향은 16.9%, 현금배당수익률은 1.2%, 2019년 배당성향은 14.6%, 현금배당수익률은 1.8%를 나타내고 있다.

II. 재무분석

주요 수출국 섀다운 장기화로 2020년 영업실적 둔화, 2021년 회복 전망

2020년 주요 수출국의 COVID-19로 인한 섀다운 조치 장기화로 매출성장세가 일단락 되었으나, 2021년 상반기 정상적인 영업활동 재개로 매출실적이 소폭 반등을 나타냈고, 매출액영업이익률이 여전히 20% 내외 수준을 기록하며 양호한 수익성을 유지하고 있다.

■ 제품 수출 부문이 동사 대부분의 매출을 견인

동사의 사업 분야는 X-ray 영상진단 장비의 제조 및 판매를 주력으로 하고 있는 가운데, 메디컬과 덴탈의 두 개 사업부로 구성되어 있으며, 주요 품목으로는 C-arm X-ray, 유방암진단 촬영장치, 3D CBCT / Panorama / Cephalo X-ray, 휴대용 X-ray 등이 있다.

미주지역, 아시아태평양, 유럽 등 해외 각지로 수출을 병행하고 있는 가운데, 최근 3개년간 수출비중은 연결 기준 2018년 69.8%, 2019년 72.1%, 2020년 73.3%를 각각 기록하며 확대 추이를 나타냈다. 매출유형은 제품매출 및 기타 A/S부품매출 등이 있으며, 제품 수출로 발생한 매출이 동 기간 총 매출의 67.1%, 69.7%, 71.2%를 각각 차지하며 동사 매출의 상당 부분에 기여하고 있다.

■ 2020년 4분기 수출국의 섀다운 장기화로 매출 역성장, 2021년 상반기 소폭 반등

동사는 주요 제품의 국내외 판매 호조에 힘입어 2018년, 2019년 26.5%, 15.7%의 매출액증가율을 각각 기록하며 비교적 큰 폭의 외형 성장세를 지속하였으나, 2020년 4분기 주요 수출국인 미국, 유럽 등 선진국들의 COVID-19로 인한 섀다운 조치 장기화로 동사 실적을 견인하고 있던 제품 수출이 둔화되었다. 특히, 덴탈 사업부의 CT 제품군 매출 비중은 2019년 33.5%에서 2020년 24.3%로 감소되었고, 2020년 전년 대비 5.3% 감소한 616.9억 원의 매출액을 기록하는데 그쳤다.

이후 2021년 주요 수출대상국들의 섀다운 해제로 비교적 정상적인 영업활동이 재개된 바, 2020년 4분기 동안의 매출 침체를 벗어나 2021년 상반기 누적 매출액은 전년 동기 대비 5.3% 증가한 311.9억 원을 기록하며 소폭의 반등을 나타냈다.

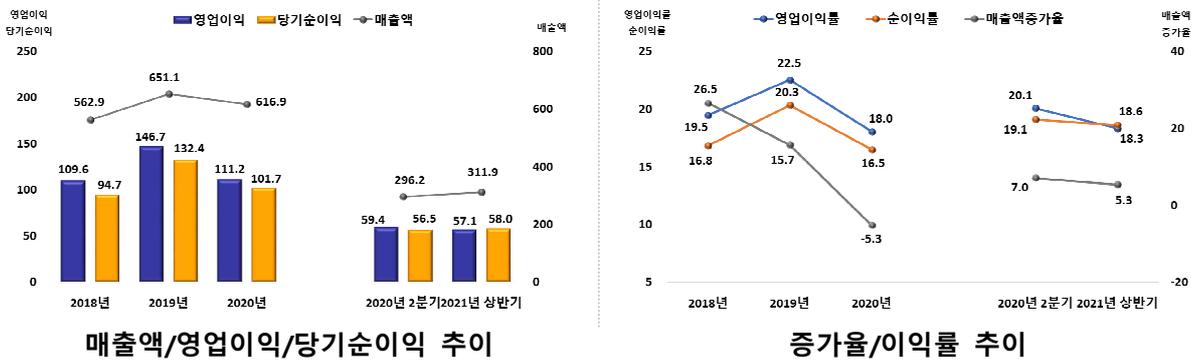
■ 2020년 수익성 다소 하락하였으나, 2021년 상반기까지 여전히 양호한 수준 유지

동사는 상당 수준의 기술력을 기반으로 의료용 X-ray의 핵심모듈인 X-ray 발생장치와 FPD(Flat-Panel Detector) 센서를 자체 설계 및 제조하고 있으며, 이외에도 기술 연구 및 판매까지 전 과정을 독자적으로 내재화하여 고수익구조를 유지하고 있다. 이러한 가운데, 2019년 매출액영업이익률은 22.5%(+3.0%p YoY)를 기록하며 매출성장에 따라 영업수익성 또한 향상되었으나, 2020년에는 동사의 고마진 및 고급형 제품의 주 수요처인 미국, 유럽 등 4분기 섀다운 장기화로 수출실적이 부진하였는 바, 매출액영업이익률이 18.0%(-4.5%p YoY)를 기록하며 전년 대비 약화되었다. 한편, 매출액순이익률은 2018년 16.8%, 2019년 20.3%

2020년 16.5%를 각각 기록하며 매출액영업이익률 변동에 따라 비슷한 등락 추이를 나타냈다.

이후 2021년 상반기 누적 기준 영업이익 57.1억 원(-3.9% YoY), 순이익 58억 원(+2.6% YoY)을 각각 기록하였고, 매출액영업이익률 18.3%(-1.8%p YoY), 매출액순이익률 18.6%(-0.5%p YoY)를 나타낸 바, 소폭의 등락은 있으나 전반적으로 여전히 20% 내외의 양호한 수익구조를 유지하였다.

[그림 9] 동사 연간 및 상반기 요약 포괄손익계산서 분석 (단위: 억 원, %, K-IFRS 연결 기준)



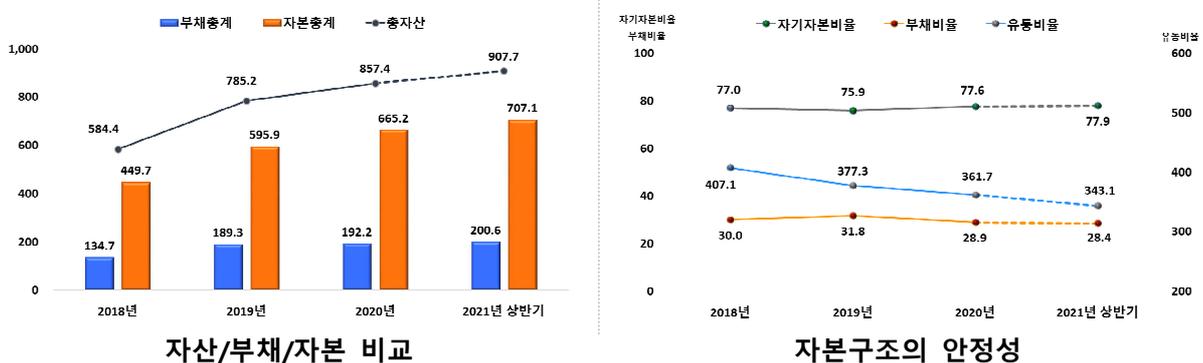
*출처: 동사 사업보고서(2020.12), 동사 반기보고서(2021.06), NICE디앤비 재구성

■ 양호한 수익창출력을 기반으로 안정적인 재무구조 유지

매년 높은 수익성을 바탕으로 한 지속적인 순이익 내부유보로 총자산의 51.0%를 이익잉여금으로 보유하며 안정적인 재무구조를 유지하고 있는 가운데, 2020년 말 기준 부채비율 28.9%, 자기자본비율 77.6%를 기록하여 양호한 안정성 지표를 나타냈다. 또한, 2018년, 2019년, 2020년 연결 기준 차입금의존도는 각각 10.0%, 9.4%, 11.3%를 기록하며 10% 내외 수준을 유지하였는 바, 여신 사용 관련 재무리스크가 낮은 수준이다.

이후, 2021년 6월 말 기준 부채비율 28.4%, 자기자본비율 77.9%, 차입금의존도 10.7%를 기록하는 등 큰 변동없이 양호한 재무구조를 유지했다.

[그림 10] 동사 연간 및 상반기 요약 재무상태표 분석 (단위: 억 원, %, K-IFRS 연결 기준)



*출처: 동사 사업보고서(2020.12), 동사 반기보고서(2021.06), NICE디앤비 재구성

[표 8] 동사 연간 및 2분기(누적) 요약 재무제표

(단위: 억 원, K-IFRS 연결 기준)

항목	2018년	2019년	2020년	2020년 2분기	2021년 2분기
매출액	562.9	651.1	616.9	296.2	311.9
매출액증가율(%)	26.5	15.7	-5.3	7.0	5.3
영업이익	109.6	146.7	111.2	59.4	57.1
영업이익률(%)	19.5	22.5	18.0	20.1	18.3
순이익	94.7	132.4	101.7	56.5	58.0
순이익률(%)	16.8	20.3	16.5	19.1	18.6
부채총계	134.7	189.3	192.2	201.9	200.6
자본총계	449.7	595.9	665.2	627.7	707.1
총자산	584.4	785.2	857.4	829.6	907.7
유동비율(%)	407.1	377.3	361.7	365.8	343.1
부채비율(%)	30.0	31.8	28.9	32.2	28.4
자기자본비율(%)	77.0	75.9	77.6	75.7	77.9
영업현금흐름	68.9	106.5	85.1	-14.3	71.4
투자현금흐름	-99.8	-82.9	-27.6	-20.7	-56.6
재무현금흐름	91.3	19.5	-17.8	12.0	-21.5
기말 현금	102.1	145.2	184.7	122.5	178.2

※ 분기: 누적 실적

*출처: 동사 사업보고서(2020.12), 동사 반기보고서(2021.06)

Ⅲ. 주요 변동사항 및 향후 전망

기술 기반 기업경쟁력 강화 및 영업환경 정상화를 바탕으로 매출 성장 기대

신흥국의 고령화 사회 및 헬스케어에 대한 관심 증대 등에 따라 의료용 방사선 장치 시장의 성장도 급속화 되고 있는 가운데, 동사는 설계부터 제조까지 일원화된 생산시스템과 포괄적 기술들을 기반으로 제품 경쟁력을 강화하고 있다. 또한, COVID-19 백신접종률 증가에 따른 글로벌 영업환경 정상화로 수출 주도의 매출 성장을 지속할 것으로 전망된다.

■ 지속적인 신제품 출시로 기업경쟁력 강화

2020년 1월, 동사는 C-arm X-ray 제품 ‘ZEN-2090’의 후속 모델인 ‘ZEN-2090 Turbo’를 출시하였으며, 2020년 4월 덴탈 X-ray 장비 전용 소프트웨어인 ‘Theia’를 출시하여 두 사업 부문에서 모두 신제품을 선보였다. ‘ZEN-2090 Turbo’는 고출력 HLF(High Level Fluoroscopy) 기능을 탑재하여 높은 투과력이 요구되는 의료영상을 촬영하기 용이하고, ‘Theia’는 실시간 병렬 영상처리 기술을 기반으로 사용자의 조작에 따라 재구성된 3D 덴탈 의료영상을 실시간으로 확인할 수 있어 분석 및 진단 시간을 단축할 수 있다. 또한, 2021년 3월에는 국내 최초 DBT(Digital Breast Tomosynthesis) 기술을 적용한 유방암 진단 시스템인 ‘HESTIA’를 출시하여 장비 국산화에 성공하였다. HESTIA의 경우, 기존 2D 장비와 달리 유방의 단층 영상을 관찰할 수 있는 장비로, 한국을 포함한 동양 여성에게 많은 치밀 유방의 미세석회화나 종양 등에 대해 훨씬 정밀한 유방암 진단을 가능하게 하여 향후 여성 의료 서비스 향상에 많은 기여를 할 것으로 기대된다.

■ EMEA 지역 수출 비중 지속적인 확대

동사는 전체 수출액 가운데 EMEA(Europe, Middle East, Africa, Oceania) 지역으로의 수출 비중이 2018년 32%, 2019년 41%, 2020년 44%를 기록하는 등 지속적인 상승 추이를 나타냈으며, 2021년 1분기에는 56%를 기록하여 EMEA 지역 시장 진출에 박차를 가하고 있다. 중동과 아프리카는 민영 의료시장보다 국영 의료시장이 더욱 발달한 경우가 많으며, 국가 차원에서 의료 인프라를 확충하며 의료장비 입찰 사업을 시행하고 있다. 이에, 동사는 EMEA 지역 내 다수의 정부 입찰 사업을 유치하며 매출을 확보하였으며, 해당 경험을 토대로 시장 맞춤형 수출 방안을 수립하고 있어 EMEA 지역으로의 수출은 꾸준히 이어질 것으로 예측된다.

■ 2021년 백신접종률 증가에 따른 영업환경 정상화로 매출 성장 전망

한국보건산업진흥원에 따르면 올 상반기 보건산업 수출액은 124.5억 달러로 전년 대비 30.3% 증가했다. COVID-19에 따른 기저효과를 배제할 수는 없지만, COVID-19 사태 이전인 2019년 9월부터 22개월 연속 수출이 확대되는 등 구조적인 성장흐름을 나타내고 있다. 이처럼 보건산업 전반이 호실적 흐름을 지속하고 있는 가운데, 2021년에는 백신접종률 증가로 인한 글로벌 영업환경 정상화에 따라 수출 중심적인 동사에 있어 리오프닝 수혜는 더욱 가시화될 것으로 보인다.

특히, 치과 관련 수출은 중국, 동남아, 러시아 등 아직 COVID-19 이전 수요를 본격적으로 회복하지 못한 지역들을 중심으로 하반기 이후에 더욱 탄력을 받을 것으로 판단되는 바, 2021년에는 동사의 매출액이 성장세로 돌아설 것으로 전망된다.

■ 증권사 투자 의견

작성기관	투자의견	목표주가	작성일
하나 금융투자	Buy	15,500	2020.09.24
	<ul style="list-style-type: none"> ■ 수출 지역 다변화와 메디컬 장비의 장점이 빛나는 시기 ■ 덴탈도 신제품 지속 출시하면서 확장하는 중 ■ 2020년 연간 실적 매출액 750억 원(+15.2% YoY), 영업이익 167억 원(+3.8% YoY) 전망 		

■ 시장정보(주가 및 거래량)

[그림 11] 동사 1개년 주가 변동 현황



*출처: 네이버금융(2021년 11월 15일)