

헬스케어 Update

▶ 뷰웍스(100120) - 주력제품 전방 환경 우호적

우호적인 전방 환경, 2017년 실적 우상향 유효: FP-DR 안정적 성장 유효, 산업용 카메라 전방 환경도 우호적인 만큼 올해 역시 실적 우상향 기대. 2017년 매출액 1,436억원(+22.3% yoy), 영업이익 379억원(+24.0% yoy) 전망, 매수 투자 의견 유지. 상향 조정된 2017년 예상 EPS 3,170원에 Target Multiple 24.6x 적용해 목표주가 78,000원으로 상향.

X선 장비 디지털화 진행 지속, 주력제품 FP-DR 안정적 성장: X선 영상 장비 디지털 방식으로 전환 중, 그 과정에서 FP-DR 수요 꾸준. 경쟁 심화로 ASP 하락 불가피하지만 거래처 확대에 따른 공급량 증가와 여타 비용통제 노력 수반되면서 영업이익률에 미치는 부정적 영향 제한적. 2017년 FP-DR 매출액 760억원(+7.8% yoy) 예상.

OLED 설비투자 확대 사이클, 산업용 카메라 모멘텀 강화: 작년년부터 디스플레이 업체들 OLED 투자 확대에 따라 동사 초고해상도 Area Scan 카메라(VN/VNP 카메라) 수요 증가, 정체 양상에 있던 산업용 카메라 실적 V자형 반등. 대내외 OLED 설비투자 확대 사이클 진입으로 우호적인 전방 환경 조성된 만큼 향후 산업용 카메라 실적 기대요인 우세. TDI Line Scan 카메라도 시장 니즈 고려한 라인업 확장 통해 침투율 높여갈 것. 산업용 카메라 매출액 580억원(+51.4% yoy) 예상.

뷰웍스(100120)

주가(03/20)

67,300원

시가총액

6,730억원

Rating

매수(유지)

Target Price

78,000원

Previous

71,000원

▶ 신라젠(215600) - 잠재가치가 큰 Pexa-Vec 주목

간암 타깃 항암바이러스 First in class Pexa-Vec 주목: 항암바이러스 기반 바이오신약 개발업체. 대표 파이프라인 JX-594(Pexa-Vec/간암치료제)는 과거 천연두 백신에 사용했던 백시니아 바이러스 유전자 재조합을 통해 탄생. 현재 간암치료제 Bayer 표적항암제 Nexavar 유입, 연간 1조원대(2015년 기준 8.9억유로) 매출 기록. 그러나 효능 대비 심각한 부작용 때문에 Unmet Needs 존재. 따라서 간암 타깃 항암바이러스 First in class 가능성 높은 동사 Pexa-Vec에 대한 관심 높게 유지될 전망.

Pexa-Vec 글로벌 임상 3상 진입, 2020년 상업화 목표: 임상 3상은 약 20개국 600명 말기 간암환자 대상으로 Pexa-Vec 투여 4주 이후 Nexavar 투여하는 병용요법으로 진행. 2월말 기준 14개국 임상 개시 허가 및 79명 환자 등록. 상반기 중 중국 임상 승인시 환자 등록수 빠르게 증가할 전망. 계획대로 임상 3상 성공적으로 마무리된다면 품목허가 과정 거쳐 2020년 상업화 예상.

적응증 확대해 초기 임상에서 L/O 추진 계획: Pexa-Vec 적응증 확대해 신장암/대장암/기타 고형암에 대한 임상 진행 중, 초기 임상에서 L/O 추진. 기존 파트너사들도 Pexa-Vec과 다른 면역관문억제제(IC) 계열 항암제(Yervoy/Opdivo 등)와 병용요법 통해 치료 효과 극대화하는 임상 진행.

신라젠(215600)

주가(03/20)

11,800원

시가총액

7,460억원

Rating

Not Rated

Target Price

-

부윅스(100120)

- 주력제품 전방 환경 우호적

▶ 우호적인 전방 환경, 2017년 실적 우상향 유요

2016년 매출액 1,173억원(+ 25.5% yoy), 영업이익 305억원(+ 65.8% yoy)으로 외형과 수익성 모두 크게 개선되면서 사상최대 실적을 달성했다. 이러한 호실적은 디지털 디텍터 시장 확대에 따른 FP-DR 매출 증가세 및 산업용 카메라 매출 급증에 기인한다. FP-DR 안정적 성장이 유효하고, 산업용 카메라 전방 환경도 우호적인 만큼 올해 역시 실적 우상향이 기대된다. 2017년 매출액 1,436억원(+ 22.3% yoy), 영업이익 379억원(+ 24.0% yoy)을 전망하며, 매수 투자 의견을 유지한다. 더불어 상향 조정된 2017년 예상 EPS 3,170원에 Target Multiple 24.6x(최근 3년 평균 PER 23.4x 5% 할증)를 적용해 목표주가는 기존 71,000원에서 78,000원으로 상향한다. 작년 하반기부터 OLED 투자사이클 호황 진입에 따른 산업용 카메라 모멘텀 고러시 밸류에이션 프리미엄 부여는 적절하다는 판단이다.

▶ X선 장비 디지털화 진행 지속, 주력제품 FP-DR 안정적 성장

주력제품 FP-DR 성장세가 유효하다. 의료정보 디지털화 추세에 맞춰 X선 영상 장비는 품질, 편리성, 제반비용 절감 효과가 큰 디지털 방식으로 계속해서 전환 중이다. 그 과정에서 FP-DR 수요가 꾸준하다. FP-DR로 전환율은 국내 40%, 글로벌 20% 수준으로 여전히 침투 여력이 상존한다. 2조원대 글로벌 X-ray 디텍터 시장의 경우 지멘스/필립스 등 메이저 완성품업체들이 MS 80% 가량을 장악하고 있지만 동사는 나머지 Retrofit 시장 상위업체인 야그라헬스케어, 케이스트럼 등을 주요 유통망으로 확보해 공급량을 늘려가고 있다. 경쟁 심화로 매년 ASP 하락이 불가피하지만 거래처 확대에 따른 공급량 증가와 함께 여타 비용 통제 노력이 수반되면서 영업이익률에 미치는 부정적 영향은 제한적일 전망이다. 2017년 FP-DR 매출액 760억원(+ 7.8% yoy)을 예상한다.

▶ OLED 설비투자 확대 사이클, 산업용 카메라 모멘텀 강화

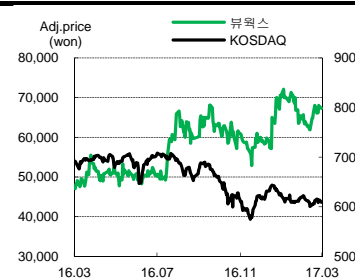
산업용 카메라 모멘텀에 주목한다. 작년부터 디스플레이 업체들의 OLED 투자 확대에 따라 동사 초고해상도 Area Scan 카메라(VN/VNP 카메라) 수요가 증가하면서 정체 양상에 있던 산업용 카메라 실적이 V자형 반등에 나서고 있다. 대내외 OLED 설비투자 확대 사이클 진입으로 우호적인 전방 환경이 조성된 만큼 향후 산업용 카메라 실적은 기대요인이 우세하다. 또한 작년 런칭 이후 샘플링 테스트 수준에 그치면서 실적 기여도가 미미했던 TDI(Time Delayed Integration) Line Scan 카메라도 시장 니즈를 고려한 라인업 확장을 통해 침투율을 높여갈 것이다. 2016년 383억원을 기록한 산업용 카메라 매출은 올해 전년 대비 200억원 가량 증가한 580억원(+ 51.4% yoy)을 예상한다.

Rating	매수(유지)
Target Price	78,000원
Previous	71,000원

■ 주가지표

KOSPI(03/20)	2,157P
KOSDAQ(03/20)	609P
현재주가(03/20)	67,300원
시가총액	6,730억원
총발행주식수	1,000만주
120일 평균거래대금	33억원
52주 최고주가	72,100원
최저주가	47,050원
유동주식비율	70.7%
외국인지분율(%)	40.3%
주요주주	김후식 외 5인(29.0%)
	템플턴 Asset Management, Ltd. 외 4인(7.6%)

■ 상대주가지표



결산기	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	지배순이익 (억원)	EPS (원)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	영업이익률 (%)	ROE (%)	ROIC (%)
2013A	665	128	94	95	941	26.3	4.0	14.7	19.3%	16.3%	21.9%
2014A	708	133	106	105	1,059	32.4	4.8	19.9	18.7%	15.9%	20.4%
2015A	934	184	158	159	1,577	28.2	5.3	19.1	19.7%	20.3%	24.5%
2016F	1,173	305	269	270	2,687	22.3	5.4	16.2	26.0%	27.6%	39.2%
2017F	1,434	379	317	318	3,170	21.5	4.9	15.2	26.4%	25.4%	42.5%

자료: 뷰웍스, 한양증권 리서치센터 추정

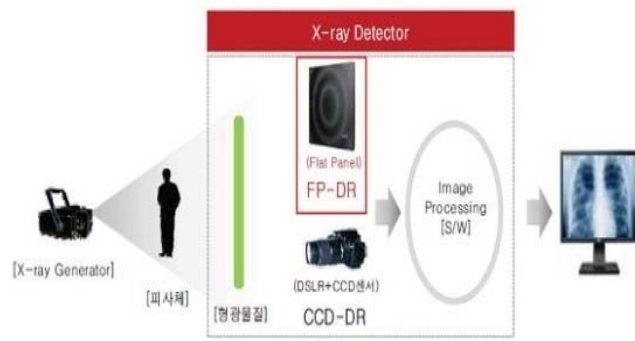
〈도표1〉실적 추이 및 전망

(단위: 억원 %)

	16.1Q	16.2Q	16.3Q	16.4Q(P)	17.1Q(E)	17.2Q(E)	17.3Q(E)	17.4Q(E)	2016(P)	2017(E)
매출액	239	236	322	376	302	320	380	432	1,173	1,434
영업이익	48	55	78	124	64	76	107	132	305	379
영업이익률	20.2	23.5	24.3	32.9	21.2	23.8	28.2	30.6	26.0	26.4
당기순이익	40	53	47	129	52	70	82	113	269	317
순이익률	16.6	22.5	14.7	34.3	17.2	21.9	21.6	26.2	22.9	22.1

자료: 뷰웍스, 한양증권 리서치센터 추정

〈도표2〉 디지털방식 X선 촬영기 구조



자료: 뷰웍스, 한양증권 리서치센터

〈도표3〉 FP-DR 및 TDI Line Scan 카메라



자료: 뷰웍스, 한양증권 리서치센터

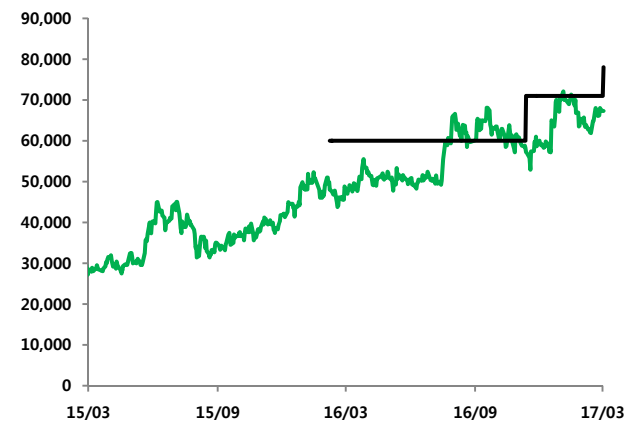
〈도표4〉 주요 품목별 매출액 추이

(단위: 억원 %)

	15. 1Q	15. 2Q	15. 3Q	15. 4Q	16. 1Q	16. 2Q	16. 3Q	16. 4Q	2015	2016(P)	2017(E)
FP	111	162	147	213	158	154	188	205	632	704	760
CCD	5	6	7	9	8	5	4	9	28	26	26
RF(동영상)	20	13	18	17	15	9	9	18	68	52	60
산업용	44	46	55	55	57	65	118	143	199	383	580
기타	2	1	2	2	2	3	2	2	6	8	8
총계	181	229	228	296	239	236	322	353	934	1,173	1,434

자료: 뷰웍스, 한양증권 리서치센터

TP Trend



■ Compliance Notice

- 본 자료 발간일 현재 동 주식 및 주식관련사채, 스톡옵션, 개별주식옵션 등을 본인 또는 배우자의 계산으로 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료 발간일 현재 당사는 회사채 지급보증, 인수계약 체결, 계열회사 관계 또는 M&A 업무수행, 발행주식 총수의 1%이상 보유 등 중대한 이해관계가 없습니다.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 공표되었으며, 홈페이지 관련 이전에 특징지반 또는 제3자에게 사전 제공 된 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자:임동락)
- 기업 투자 의견
- | | |
|----|----------------------------|
| 매수 | 향후 6개월간 15% 이상 상승 예상 |
| 중립 | 향후 6개월간 +15 ~ -15% 내 변동 예상 |
| 매도 | 향후 6개월간 15% 이상 하락 예상 |
- ※ 당사의 투자 의견은 2004년 10월 1일부터 매수, 중립, 매도의 3단계로 변경되었습니다.
- 산업 투자 의견
- | | |
|------|------------------------------------|
| 비중확대 | 향후 6개월간 산업지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상 |
| 중립 | 향후 6개월간 산업지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상 |
| 비중축소 | 향후 6개월간 산업지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상 |
- 투자 의견 비율공시(기준: 2016.12.31)

구분	매수	중립	매도
비율	91%	9%	0%

- 투자 의견 및 목표가 등 차이

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
뷰웍스	100120	2016.02.01	Not Rated	-
		2016.02.26	매수(신규)	60,000원
		2016.07.13	매수(유지)	60,000원
		2016.12.05	매수(유지)	71,000원
		2017.03.21	매수(유지)	78,000원

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자는 자신의 판단과 책임하에 종속선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

신라젠(215600)

- 잠재가치가 큰 Pexa-Vec 주목

▶ 간암 타깃 항암바이러스 First in class Pexa-Vec 주목

신라젠은 항암바이러스 기반 바이오신약 개발업체로 작년 12월 코스닥시장(기술성평가)에 입성했다. 항암제 시장은 질환별 의약품 시장 가운데 규모가 가장 크고, 높은 성장률이 예상되는 분야이다. IMS 전망에 의하면 2018년 글로벌 항암제 시장은 연평균 8% 성장, 1,170~1,470억\$ 시장규모가 기대된다. 또한 항암제시장 패러다임은 표적항암제를 거쳐 면역항암제로 전환되고 있다. 동사 대표 파이프라인 JX-594(Pexa-Vec/간암치료제)는 과거 천연두 백신에 사용했던 백신니아 바이러스 유전자 재조합을 통해 탄생했다. Pexa-Vec 주입시 정상세포 내에서 바이러스 증식에 필요한 티미딘 키나제(TK) 효소를 비활성화시켜 암세포만 선택적으로 감염시키는 반면 인체 면역시스템을 활성화시켜 암세포를 공격하는 기전으로 치료 효과를 나타낸다. 현재 간암치료제는 Bayer 표적항암제 Nexavar가 유일하며, 연간 1조원대(2015년 기준 8.9억유로) 매출을 기록 중이다. 그러나 효능 대비 심각한 부작용 때문에 Unmet Needs가 존재한다. 따라서 간암 타깃 항암바이러스 First in class 가능성이 높은 동사 Pexa-Vec에 대한 관심은 높게 유지될 전망이다.

▶ Pexa-Vec 글로벌 임상 3상 진입, 2020년 상업화 목표

Pexa-Vec은 녹십자/Lee's Pharma(중국)/Transgene(미국)과 라이선스 계약을 체결했고 미국 FDA의 SPA(Special Protocol Agreement/특정임상계획평가) 승인을 거쳐 임상 3상에 진입한 상태다. 임상 2a상(n=20)에서 14.1개월 생존기간을 기록, 대조군 대비 7.4개월 생명 연장 효과가 확인되었고, 암세포가 소멸되는 완전관해율도 3.3%로 나타났다. 면역항암제 특성상 기존 치료제 대비 독성 및 안전성도 우수하다. 임상 3상은 약 20개국 600명 말기 간암환자를 대상으로 Pexa-Vec 투여 4주 이후 Nexavar를 투여하는 병용요법으로 진행된다. 2월말 기준 14개국(한국/미국/캐나다/호주/독일/영국 등)의 임상 개시 허가를 득했고, 79명 환자가 등록된 상태이다. 또한 상반기 중 간암환자가 가장 많은 중국에서 임상 승인이 이루어지면 환자 등록수는 보다 빠르게 증가할 전망이다. 계획대로 임상 3상이 성공적으로 마무리된다면 품목허가 과정을 거쳐 2020년 상업화가 예상된다.

▶ 적응증 확대해 초기 임상에서 L/O 추진 계획

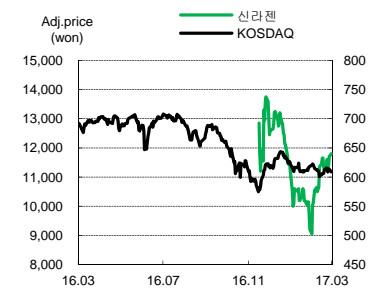
Pexa-Vec은 간암을 타깃으로 중점 개발되어 왔으나 바이러스 특성상 특정 암에 국한되지 않고 항암 효과를 보이고 있어 적응증 확대가 가능하다. 동사는 신장암/대장암/기타 고형암에 대한 임상을 진행 중이며, 간암과 달리 초기 임상에서 L/O를 추진하고 있다. 또한 기존 파트너사들도 Pexa-Vec과 다른 면역관문억제제(IC) 계열 항암제(Yervoy/Opdivo 등)와 병용요법을 통해 치료 효과를 극대화하는 임상이 진행되고 있다는 점도 주목할 부분이다.

Rating	Not Rated
Target Price	-
Previous	-

■ 주가지표

KOSPI(03/20)	2,157P
KOSDAQ(03/20)	609P
현재주가(03/20)	11,800원
시가총액	7,460억원
총발행주식수	6,325만주
120일 평균거래대금	178억원
52주 최고주가	13,750원
최저주가	9,050원
유동주식비율	85.8%
외국인지분율(%)	0.3%
주요주주	문은상 외 4인 (13.2%) 이용한 외 15인 (6.0%)

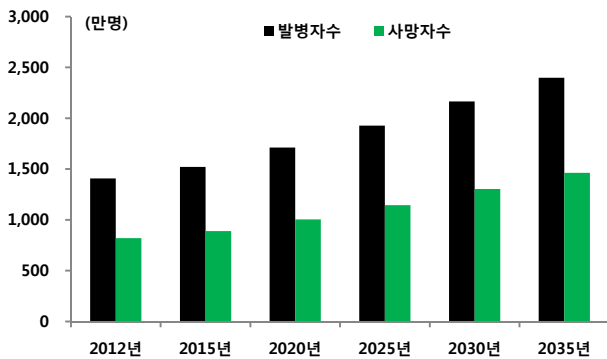
■ 상대주가차트



결산기	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	지배순이익 (억원)	EPS (원)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	영업이익률 (%)	ROE (%)	ROIC (%)
2012A									na	NA	NA
2013A									na	NA	NA
2014A	21	-149	-242	-242	-1,079	0.0	0.0		-717.0%	-41.7%	-21.9%
2015A	18	-238	-559	-559	-1,697	0.0	0.0		-1313.6%	-77.0%	-33.6%
2016F	53	-468	-796	-796	-5,936	-2.2	6.3	-17.3	-876.6%	-73.3%	-68.9%

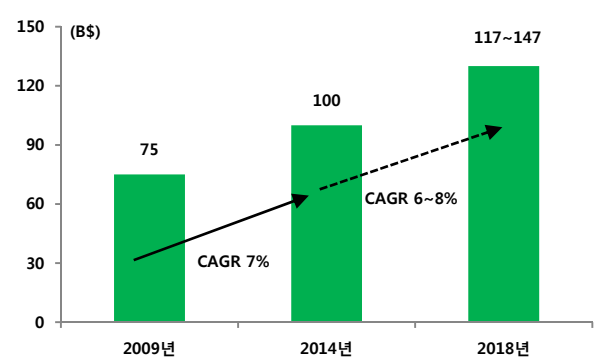
자료: 신라젠, 한양증권 리서치센터 추정

〈도표1〉글로벌 암 발병자 및 사망자수 추이



자료: WHO, 신라젠, 한양증권 리서치센터

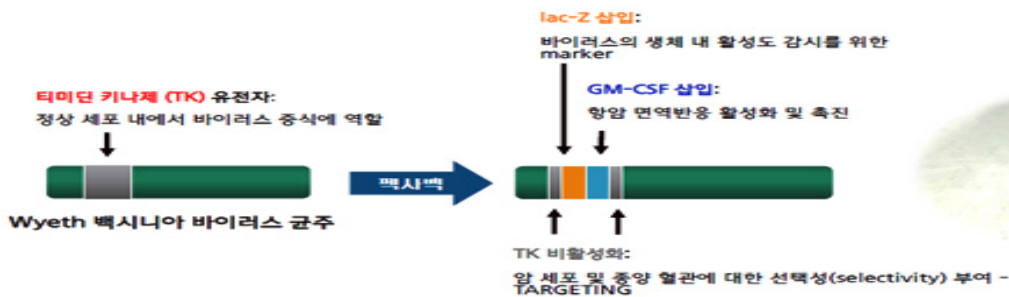
〈도표2〉항암제 시장 성장률 및 시장규모 전망



자료: IMS Health, 신라젠, 한양증권 리서치센터

〈도표3〉펙사백 구조와 특징

▶ 펙사백 : 백시니아 바이러스의 유전자 재조합 (TK-, GM-CSF+, Lac-Z+)



자료: 신라젠, 한양증권 리서치센터

〈도표4〉펙사백 임상 3상 현황 및 계획

환자등록 계획	
피험자수	600명
참여국가	약 20개국(약 140개 병원)
환자등록 현황(2017.2.28 기준)	
임상 개시 허가	14개국 허가 완료 (한국/미국/캐나다/호주/독일/영국/이탈리아 등)
환자등록	79명 환자등록 완료 (한국/미국/캐나다/대만/태국/뉴질랜드/싱가폴)

자료: 신라젠, 한양증권 리서치센터

〈도표5〉기존 간암치료제와 효능 비교

구분	넥사비(임상 3상)		펙사백 2a상(n=30)
	SHARP(n=602)	ORIENTAL(n=226)	
생존기간(개월)	10.7	6.5	14.1
대조군과 차이	(2.8)	(2.3)	(7.4)
완전관해율	0%	0%	3.3%
질병통제율	43%	35.3%	50%

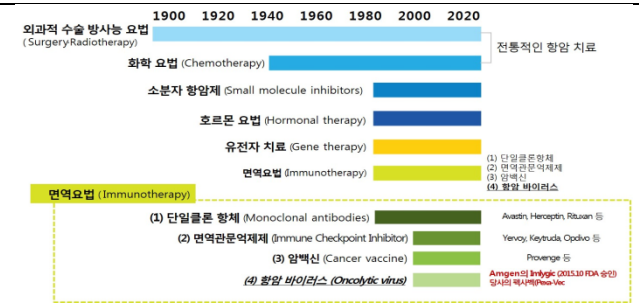
자료: 신라젠, 한양증권 리서치센터

〈도표6〉파이프라인 현황

구분	적응증	비임상	1상	2상	3상
JX-594 (펙사백)	간암				0
	신장암			0	
	대장암			0	
	기타고형암		0		
JX-929	고형암		0		
SJ-815	암 백신	0			

자료: 신라젠, 한양증권 리서치센터

〈도표7〉항암제 트렌드



자료: 신라젠, 한양증권 리서치센터

〈도표8〉공동연구 및 정부과제 임상시험 현황 및 계획

구분	비임상	1상	1/2상	적응증	비고
PD-1, PD-L1 등 병용요법 및 신규항체 개발(한국)	O(항체)	O(병용)		신장암	정부과제
Yervoy와 병용요법(유럽)			0	흑색종	Transgene
Opdivo 병용요법(유럽)			0	간암	
술전요법(영국)		0		방광암	
메트로노믹화학항암제 병용요법(프랑스)			0	유방암	
PD-L1 및 CTLA-4와 병용요법(미국)			0	대장암	계획중
PD-L1과 병용요법(중국)		0		간암	계획중

자료: 신라젠, 한양증권 리서치센터

■ Compliance Notice

- 본 자료 발간일 현재 동 주식 및 주식관련사채, 스톡옵션, 개별주식옵션 등을 본인 또는 배우자의 계산으로 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료 발간일 현재 동사는 회사채 지급보증, 인수계약 체결, 계열회사 관계 또는 M&A 업무수행, 발행주식 총수의 1% 이상 보유 등 중대한 이해관계가 없습니다.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 공표되었으며, 홈페이지 공표 이전에 특정기관 또는 제3자에게 사전 제공 된 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.(작성: 임동락)
- 기업 투자조건
 - 매수: 향후 6개월간 15% 이상 상승 예상
 - 중립: 향후 6개월간 +15 ~ -15% 내 변동 예상
 - 매도: 향후 6개월간 15% 이상 하락 예상
 - ※ 당사의 투자조건은 2004년 10월 1일부터 매수, 중립, 매도의 3단계로 변경되었습니다.
- 산업 투자조건
 - 비중확대: 향후 6개월간 산업지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - 중립: 향후 6개월간 산업지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - 비중축소: 향후 6개월간 산업지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- 투자조건 비율공시(기준: 2016.12.31)

구분	매수	중립	매도
비율	91%	9%	0%

■ 투자조건 및 목표가 등 추이

종목명	코드	제시일자	투자조건	목표가
신라젠	215600	2017.03.21	Not Rated	-

이 조사항목은 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사항목은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자는 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사항목은 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

한양증권 점포현황

본 점	(02)3770-5000	서울 영등포구 국제금융로 6길 7 한양증권빌딩
송파RM센터	(02)419-2100	서울 송파구 가락로 183 한양APT상가 2층
광진금융센터	(02)2294-2211	서울 광진구 아차산로 355 타워더모스트 광진아크로텔 4층
안산지점	(031)486-3311	경기 안산시 단원구 광덕대로 264 한양증권빌딩 2층
인천지점	(032)461-4433	인천 남동구 백범로 132 만수프라자빌딩 1층

본 자료는 고객의 투자를 유도할 목적으로 작성된 것이 아니라 고객의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다.
본 자료는 분석담당자가 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 분석담당자가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서 본 자료를 참고한 고객의 투자의사결정은 전적으로 고객 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한 본 자료는 당사 고객에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제, 전송, 인용, 배포하는 행위는 법으로 금지하고 있습니다.