

X-Ray

메이저 진출기

— 의료기기 산업 —



Summary



한국 의료기기의 높아진 브랜드 밸류는 COVID19 이후에도 중장기적으로 영업 환경에 긍정적 영향을 미칠 것으로 전망한다. 진단키트와 의료기기, 마스크 등 유형의 제품 뿐만 아니라 방역 체계와 시스템 등 무형의 가치 역시 세계적 관심을 받고 있다. COVID19 확산으로 이동형 X-Ray는 초기 급격한 수요 증가 이후 중장기적으로 꾸준한 수요가 있을 것으로 판단한다. 정부와 의료기관은 COVID19의 교훈으로 전염성 바이러스에 대한 대응 체계를 새롭게 구축할 것이다. X-Ray 장비를 포함한 각종 의료물자의 재고를 전략적으로 비축하고, 허술함이 발견되었던 방역 체계를 보완할 것으로 예상된다.

한국 의료기기 업체들이 가장 큰 수혜를 입을 수 있다. 미국뿐만 아니라 세계적으로 COVID19 이후 중국에 대한 금지 않은 시선 때문에 중국산 의료기기를 비선호하는 현상이 나타날 가능성이 크다. 국내 X-Ray 기업들은 탐티어 업체 대비 우수한 가격 경쟁력과 중국, 인도 업체 대비 훌륭한 품질을 바탕으로 주로 중가 가격대의 밸류 세그먼트에 포진하였다. COVID19 이후 한국 의료기기들이 재평가되고 있으며, 신규 거래 국가와 고객사 확대가 빠르게 진행되고 있다. 2020년 1분기 의료용 X-Ray 거래 국가는 118개로 전년 동기 대비 8개 증가하였다.

X-Ray 장비의 수요가 본격 발생한 시점은 3월 중순 이후로 파악되어 2분기 전망도 긍정적이다. COVID19 관련 수요가 3월 중순 이후 본격적으로 반영되었음에도 불구하고, 1Q20 의료용 X-Ray 수출금액은 전년 동기 대비 17.7% 증가한 \$41.4mn를 기록하였다. COVID19가 빠르게 확산되기 시작한 3월 하반기부터 해외 수주가 본격적으로 시작되었다. X-Ray 시스템의 리드타임이 4~6주 범위인 것을 고려하면, 4월 수출금액은 더 큰 폭으로 증가할 전망이다.

X-Ray 기업 최선호주로 디알젠텐(263690)을 제시한다. 현재 주가는 2020년 실적 추정치 기준 7.5배로 여전히 저평가 되어있다. 2020년 매출액 1,418억원(+136% YoY), 영업이익 245억원(+435% YoY)를 전망한다. X-Ray 시스템 판매량은 6,500대(+178% YoY)를 기록할 것으로 예상된다. 공급 부족에 따른 판가 인상, 고가의 모바일 제품 비중 확대, 우호적 환율, 유리한 계약 조건, 제한적 판관비 증가로 영업 레버리지가 발생하여 영업이익률이 17.3%(+9.7pt YoY)로 크게 개선될 전망이다. X-Ray 시스템의 수요 급증이 단기에 그칠 것이라는 시장의 우려가 있지만, 모바일 X-Ray 시스템 수요는 하반기에도 견조할 것으로 전망된다. 또한 COVID19 이후 개선된 거래선, 브랜드 가치, 영업환경이 중장기 성장에 기여할 것으로 전망되며, 신제품 출시, 생산 능력 확대, 원가 개선 등으로 성장이 지속될 전망이다.

Contents

I. Post COVID 디지털 X-Ray	4
달라진 한국 의료기기 업계의 위상	4
이동형 X-Ray 시스템 수요 급증	5
이동형 X-Ray 시스템 수요 지속성 기대	6
X-Ray 시스템 가격 상승세, 디텍터 가격 하락세 둔화	7
II. K+Healthcare 프리미엄	10
미중 외교/무역 갈등의 수혜	10
방역 성공 사례로 K+Healthcare 관심 증대	12
정부의 정책적 지원	13
한국 기업들에게 찾아온 기회	14
COVID19를 발판으로 해외 진출 가속	15
과거 수주는 어땠을까?	16
상대적으로 부진했던 의료용 X-Ray의 약진 기대	18
III. X-Ray 분류 및 부품	20
개요	20
아날로그 X-Ray와 디지털 X-Ray	21
X-Ray 작동원리와 주요 부품	22
X-Ray 작동원리와 주요 부품: 디텍터	23
IV. X-Ray 관련 기업	24
의료용(Medical) X-Ray 시스템	27
치과용(Dental) X-Ray 시스템	28
산업용(Industrial) X-Ray 시스템	29
부품 (디텍터)	30
S/W	31
V. COVID19 확진자 수와 의료용 X-Ray 수출액 추이	32
VI. 기업분석	41
디알젠펙(263690)	42
뷰웍스(100120)	47
레이언스(228850)	53
디알텍(214680)	57
제이엘케이(322510)	61

I . Post COVID 디지털 X-Ray

달라진 한국 의료기기 업계의 위상

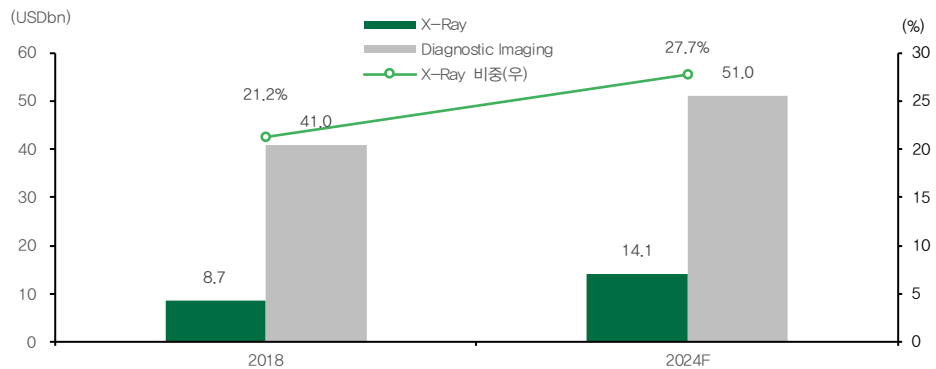
의료용 X-Ray 수혜

한국 의료기기의 높아진 브랜드 밸류는 COVID19 이후에도 중장기적으로 영업 환경에 긍정적 영향을 미칠 것으로 전망한다. 최근 한국은 COVID19 확산을 성공적으로 방지한 것으로 평가받고 있다. 그로 인해 진단키트와 의료기기, 마스크 등 유형의 제품 뿐만 아니라 방역 체계와 시스템 등 무형의 가치 역시 세계적 관심을 받고 있다. COVID19 확산으로 이동형 X-Ray 시스템의 수요가 급증하고 있으며, 국내 의료기기 업체의 펀더멘털 개선이 이루어지고 있다. 대표적인 의료기기 중 하나인 X-Ray는 의료용, 치과용, 산업용으로 구분되며, COVID19 이후 의료용 X-Ray 관련 기업이 최대 수혜를 입을 것으로 전망한다.

디지털 X-Ray 성장성

전체 의료기기 시장에서 X-Ray, CT, MRI, 초음파 등 의료용 영상을 획득하는 영상진단 장비의 비중은 10% 수준을 차지하고 있다. 영상진단 의료기기 글로벌 시장 규모는 2018년 410억달러 수준이며, 연평균 3.7% 성장하여 2024년 510억달러에 이를 것으로 전망된다. 영상진단 의료기기 중 X-Ray의 비중은 2018년 21.2%에서 2024년 27.7%로 전망된다. 디지털 X-Ray 글로벌 시장 규모는 2018년 86.8억달러 수준이며, 연평균 8.5% 성장하여 2024년 141.5억달러에 이를 것으로 전망된다. 전세계에 누적 설치된 200만대의 X-Ray 중 디지털 제품의 비중은 10~20%에 불과하지만, 신규 설치되는 시스템의 대부분은 디지털 제품이다.

도표 1. 디지털 X-Ray 시장은 연평균 8.5% 성장이 전망되어 전체 진단용 의료기기보다 빠른 성장



자료: MarketAndMarket, EvaluateMedTech, DB금융투자

이동형 X-Ray 시스템 수요 급증

하루 0.5~2회
흉부 X-Ray
검사

코로나 바이러스 확진자의 경우 치료시설에 입원한 이후에도 경과를 확인하기 위해 적게는 이틀에 한 번, 많게는 하루에 두번의 흉부 X-Ray 촬영을 하게 된다. 흉부 X-Ray 검사에서 폐렴이 확인되었음에도 불구하고, 환자가 느끼는 증상은 거의 없는 무증상 케이스가 있기 때문이다. 코로나 바이러스 의심 환자는 진단키트를 통한 검사 외에도 흉부 X-Ray 촬영 및 판독 후 의심소견이 나오면 CT 촬영을 통해 정밀검사를 받고있다.

COVID19 환자
검사에 적합한
이동형 X-Ray

기존 고정형(Static) X-Ray 시스템 위주의 시장에서 이동 및 휴대가 가능한 이동형(Mobile/Portable) X-Ray 시스템에 대한 수요가 급증하고 있다. COVID19의 엄청난 전염성 때문이다. 바퀴가 달려 이동이 가능한 Mobile X-Ray 시스템 격리 시설에서 각 환자의 병실을 이동하며 촬영하기도 한다. 또한 선별진료소, 보건소 등에서 폐렴 증상 확인을 통한 확진 판정에 사용되고있다. Mobile X-Ray 시스템의 무게는 수백kg에 달하는 반면, 사람이 휴대할 수 있게 경량화 및 소형화된 Portable X-Ray는 Mobile 제품의 진입이 어려운 장소에서 사용되고 있다.

도표 2. 이동형 X-Ray 설치



자료: 언론, 2016, DB금융투자

도표 3. 이동형 X-Ray 촬영



자료: MinXRay, DB금융투자

도표 4. 디알젼 모바일 X-Ray



자료: 디알젼, DB금융투자

도표 5. Siemens 이동형 X-Ray



자료: SiemensHealthineers, DB금융투자

이동형 X-Ray 시스템 수요 지속성 기대

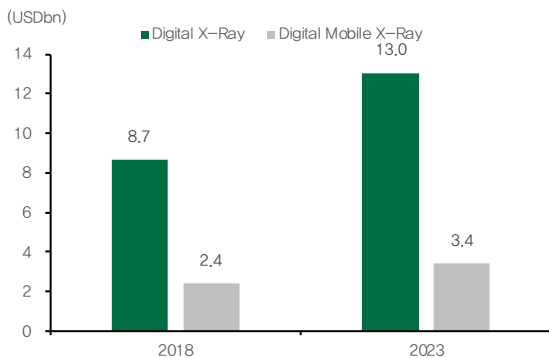
중장기 성장
전망

이동형 X-Ray 수요의 단기 피크 아웃을 우려하는 의견이 존재하지만, 급격한 수요 증가 이후 중장기적으로 꾸준한 수요가 있을것으로 판단한다. 정부와 의료기관은 COVID19의 교훈으로 전염성 바이러스에 대한 대응 체계를 새롭게 구축할 것이다. X-Ray 장비를 포함한 각종 의료물자의 재고를 전략적으로 비축하고, 허술함이 발견되었던 방역 체계를 보완할 것으로 예상된다.

초기: 급격
중장기: 꾸준

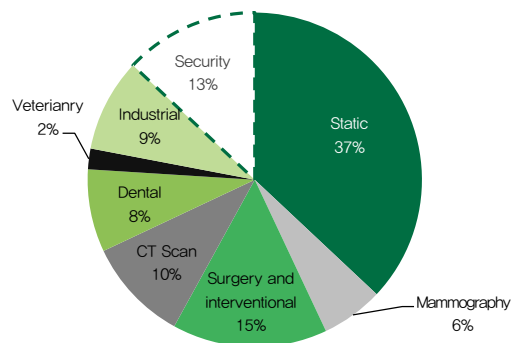
이동형 X-Ray 장비 시장의 성장률은 Future Market Insight(2017) 7.1%, Profshare Market Research(2018) 11.3%, Mordor Intelligence(2019) 12.9%로 시간이 지날수록 추정치가 상향되고 있다. 기존 예상보다 빠르게 성장하는 것으로 해석되며, COVID19 이후 가속화 될 것으로 예상된다. 시장조사기관들은 최근 이동형 X-Ray 시스템이 급격한 수요 증가와 지속 가능한 성장을 전망하고 있다. 전체 X-Ray 시장에서 이동형의 비중은 27% 수준으로 추정된다. 디텍터 시장에서 의료용의 비중 추이로 유추해 본다면, 전체 X-Ray 시스템에서 의료용 이동형 X-Ray 시스템의 비중은 10~15%로 가정할 수 있다. 따라서 의료용 이동형 X-Ray의 시장규모는 2018년 기준 8~10억달러 수준으로 추정된다.

도표 6. 모바일/포터블 X-Ray 시스템 시장 규모 전망



자료: Future Market Insights, MarketandMarkets, DB금융투자

도표 7. X-Ray 디텍터 적용처별 시장 비중



자료: Yole Development 2018, DB금융투자

도표 8. 이동형 X-Ray 시스템 급격한 수요 증가 전망

Cover Corona Outbreak: Portable X Ray Devices Market Report (2020-2025) | The demand for the Market will drastically increase in the Future...

Portable X-Ray Devices Market Latest Research Report 2020:

The Portable X-Ray Devices report provides an independent information about the Portable X-Ray Devices industry supported by extensive research on factors such as industry segments size & trends, inhibition, dynamics, drivers, opportunities & challenges, environment & policy, cost overview, porter's five force analysis, and key companies.

자료: Cole Market Research(200425), DB금융투자

도표 9. 이동형 X-Ray 시스템 꾸준한 성장 전망

Global Portable X-Ray Machines Market Expected to Witness a Sustainable Growth over 2020-2025

04-26-2020 08:13 AM CEST | Business, Economy, Finance, Marketing & Research
Press release from GlobalInfoResearch



GlobalInfoResearch

[pessimistic, very optimistic, most likely etc.]

This report also researches and evaluates the impact of Covid-19 outbreak on the Portable X-Ray Machines industry, involving potential opportunity and challenges, drivers and risks. We present the impact assessment of Covid-19 effects on Portable X-Ray Machines and market growth forecast based on different scenario (optimistic,

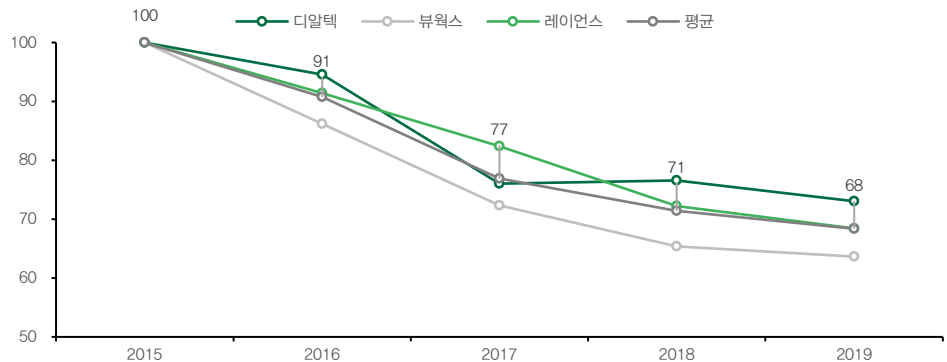
자료: GlobalInfoResearch(200426), DB금융투자

X-Ray 시스템 가격 상승세, 디텍터 가격 하락세 둔화

최근 수년간의
경쟁 심화

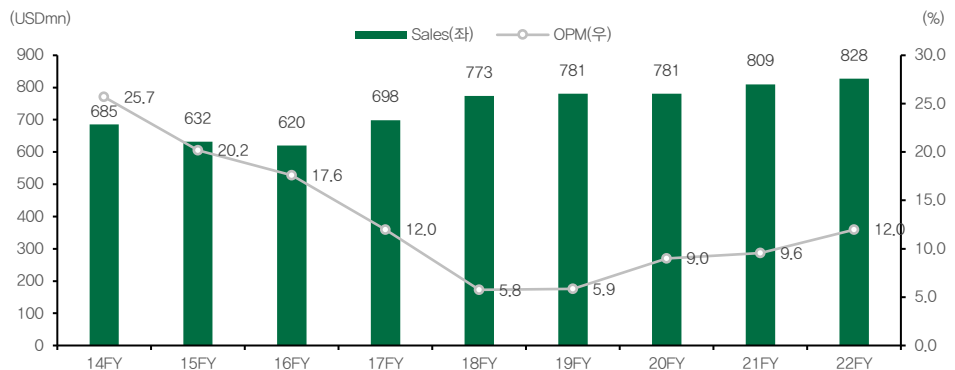
X-Ray 시스템의 주요 부품인 디텍터 가격 하락세가 둔화되고 있다. 국내 디텍터 3사의 2015년 ASP 평균을 100으로 설정하면, 2016년 91, 2017년 77, 2018년 71, 2019년 68이다. 선도업체의 판가 인하, 중국 업체 등 후발 주자들의 진입과 TFT 패널 등 주요 원재료 가격 하락으로 인해 디텍터 가격은 최근 수년간 하락을 지속하고 있다. 판가 하락으로 인해 디텍터 분야 글로벌 1위 기업인 Varex Imaging의 영업이익률은 2014년 25.7%에서 2019년 5.9%로 하락하였다. 블룸버그 컨센서스를 참조하면 2020년 9.0%로 반등을 시작하여 2022년 12.0%까지 회복될 것으로 전망된다. 디텍터 제조 기업들은 신제품 출시, 생산량 증대, 원가 개선 활동 등 수익성 확보를 위한 노력을 지속하고 있다. 디지털 X-Ray 시장 초기에는 시스템 중 디텍터의 원가 비중이 60% 이상을 차지하였으나 현재는 20~30% 수준으로 시스템 제조사의 원가 부담이 감소하였다.

도표 10. 국내 디텍터 3사의 ASP 하락폭은 둔화되고 있음



자료: 뷰릭스, 레이언스, 다이텍 DB금융투자

도표 11. Varex Imaging의 수익성은 2019년을 저점으로 회복할 것으로 전망됨

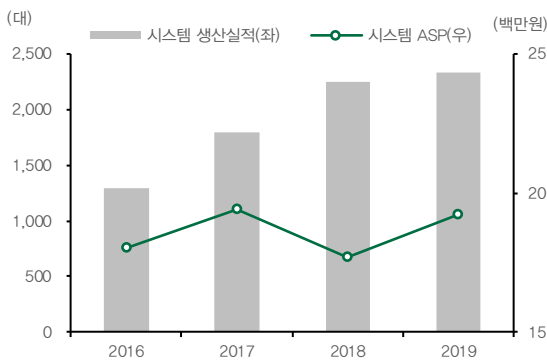


자료: Bloomberg, DB금융투자

공급자 우위

원가에서 가장 큰 비중을 차지하는 디텍터 원가 부담 감소, 시스템 수요 초과에 따른 판가 상승으로 시스템 업체에게 유리한 사업 환경이 전개되고 있다. COVID19로 인해 수요가 급증하여 X-Ray 시장은 수요자 시장에서 공급자 시장으로 전환되고 있다. 가격 측면에서 부품 및 시스템 제조사, 유통사에 긍정적인 효과가 기대된다. 해외 언론을 통해 보도된 극단적인 예시를 들자면, 뉴욕시 구매 데이터에서 통상 3~8만달러 수준의 X-Ray 장비의 가격이 24.8만달러에 공급된 사례가 있다. 기업 탐방을 통해 확인해본 결과 X-Ray 시스템의 경우 일부 제품의 판가 인상이 이루어졌다. 장기간 가격 하락이 지속된 X-Ray 디텍터는 가격 하락폭의 둔화가 기대되는 시점이다.

도표 12. 디알젼 시스템 생산실적 및 ASP 추이



자료: 디알젼, DB금융투자

도표 13. 뷰웍스 디텍터 생산실적 및 ASP 추이

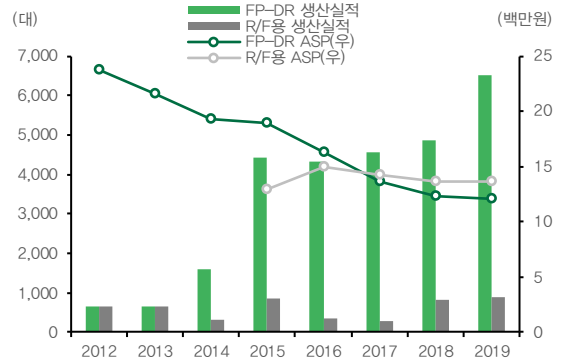
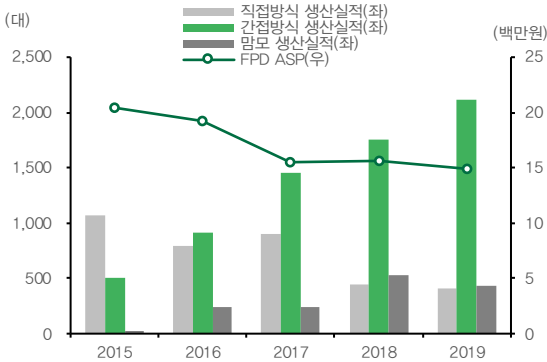
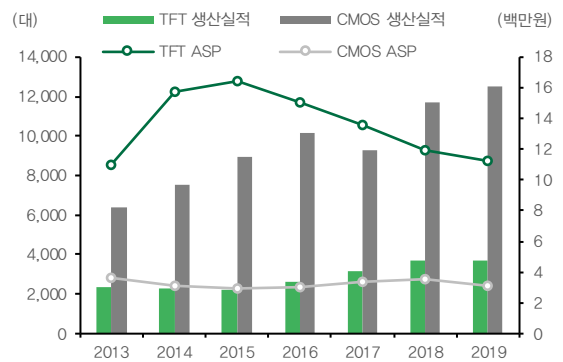
주: ASP는 내수 기준
자료: 뷰웍스, DB금융투자

도표 14. 디알텍 디텍터 생산실적 및 ASP 추이



자료: 디알텍, DB금융투자

도표 15. 레이언스 디텍터 생산실적 및 ASP 추이



자료: 레이언스, DB금융투자

도표 16. X-Ray 시스템을 포함한 의료물자 공급 부족 사태로 가격 폭등 보도

In Desperation, New York State Pays Up to 15 Times the Normal Prices for Medical Equipment

State data shows that New York is paying enormous markups for vital supplies, including almost \$250,000 for an X-ray machine. Laws against price gouging usually don't apply.

by Lydia DePillis and Lisa Song, April 2, 1:20 p.m. EDT



With the coronavirus outbreak creating an unprecedented demand for medical supplies and equipment, New York state has paid 20 cents for gloves that normally cost less than a nickel and as much as \$7.50 each for masks, about 15 times the usual price. It's paid up to \$2,795 for infusion pumps, more than twice the regular rate. And \$248,841 for a portable X-ray machine that typically sells for \$30,000 to \$80,000.

자료: ProPublica, DB금융투자

도표 17. 아날로그/디지털 이동형 X-Ray 가격 테이블(2014년 기준)

Analog Portable X-ray Units			Digital Portable X-ray Units with Flat Panel Detectors		
Low	High	Average Price	Low	High	Average Price
\$36,640	\$79,770	\$49,061	\$125,000	\$235,379	\$166,415.38
System Service Support Prices			System Service Support Prices		
Low	High	Average Price	Low	High	Average Price
\$2,546	\$10,456	\$4,656.57	\$11,691	\$29,437	\$21,821.13

자료: Healthcare Finance, DB금융투자

II. K-Healthcare 프리미엄

미중 외교/무역 갈등의 수혜

수출하기 좋은
날이다

미국뿐만 아니라 세계적으로 COVID19 이후 중국에 대한 공포심이 많은 시선 때문에 중국산 의료기기를 비선호하는 현상이 나타날 가능성이 크다. 한국 의료기기 업체들이 가장 큰 수혜를 입을 수 있다. 2020년 5월 1일 트럼프 미 대통령은 중국의 COVID19 책임을 거론하며 신규 관세 부과를 검토한다고 밝혔다. 실질적으로 미국의 대중 수입량이 감소하고 있다. 미중 무역분쟁의 1단계 합의에 따라 증가할 것으로 기대되었던 미국의 대중 수출은 2020년 2월 4.4억달러(시장기대치 월평균 119억달러)에 그쳤으며, 미국의 대중 수입은 2020년 2월 전년대비 31.3% 감소한 것으로 집계된다.

북미, 유럽 등
선진국 주도의
시장

의료기기는 고령화가 빠르게 진행되며 경제력이 높은 선진국 위주의 시장이다. 단일 시장으로는 역시 미국이 가장 크다. 2019년 글로벌 의료물자 교역량의 19%에 해당하는 1,931억달러를 수입했다. 2016년 기준 미국의 의료기기 수입금액은 439억달러였으며, 이중 대중 수입은 51억달러(11.6%)를 기록하였다. 상위 10개국 중 유럽 국가가 7개이며, 합산 수입 금액은 3,486억달러이다.

도표 18. 의료물자 주요 수입국 상위 10개국 현황(2019년 기준)

(단위: USDbn, %)

	수입총액			수입 의료물자 비중			
	금액	의료물자/총수입품목	세계 의료물자 수입량 대비	의료기기	의료물품	의약품	보호장구
세계	1,011.3	6	100	14	17	56	13
미국	193.1	8	19	16	16	59	10
독일	86.7	7	9	12	18	57	13
중국	6.5	3	6	23	15	46	16
벨기에	56.6	13	6	8	12	75	5
네덜란드	52.7	8	5	16	20	55	8
일본	44.8	6	4	16	16	56	13
영국	41.1	6	4	11	15	62	12
프랑스	40.5	6	4	12	20	53	15
이탈리아	37.1	8	4	9	15	66	9
스위스	33.9	13	4	6	9	80	5

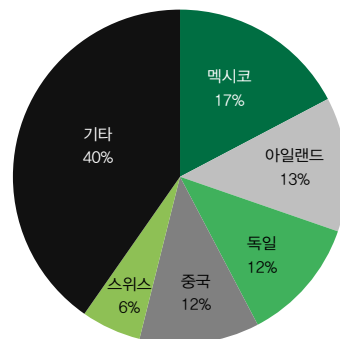
자료: WTO, KOTRA, DB금융투자

도표 19. 이동형 X-Ray 지역별 성장률 전망 ('19-'24)



자료: Mordor Intelligence, DB금융투자

도표 20. 미국 의료기기 국가별 수입 비중(2016)



자료: BMI, DB금융투자

도표 21. 중국과의 우호 관계를 중단하는 국가들 속출



대표적인 국가가 스웨덴이다. 중화권 인터넷 매체 위웨이(微博)는 스웨덴 언론을 인용해 지난 22일 스웨덴에서 두 번째로 큰 도시인 예테보리가 중국의 경제 수도인 상하이(上海)와 맺었던 34년에 걸친 자매결연 관계를 중단한다고 보도했다.

예테보리의 의회 관계자는 '상하이와의 교류가 많지 않았다'고 말했지만, 실제 이유는 점증하는 스웨덴 국민의 중국에 대한 반감이라고 스웨덴 언론은 말했다. 코로나19 초기 전상을 제대로 알리지 않았고 최초 확진자 리원항(李文亮) 탄압이 큰 영향을 미쳤다.

또 이후 중국 외교부 대변인의 거친 언사와 선전을 떠나 없이 전달하는 중국 매체 보도로 인해 스웨덴 국민이 중국의 실체에 대해 보다 분명한 인식을 갖게 된 게 중국 도시와의 우호 관계를 끊는 데 중요한 역할을 했다고 한다.

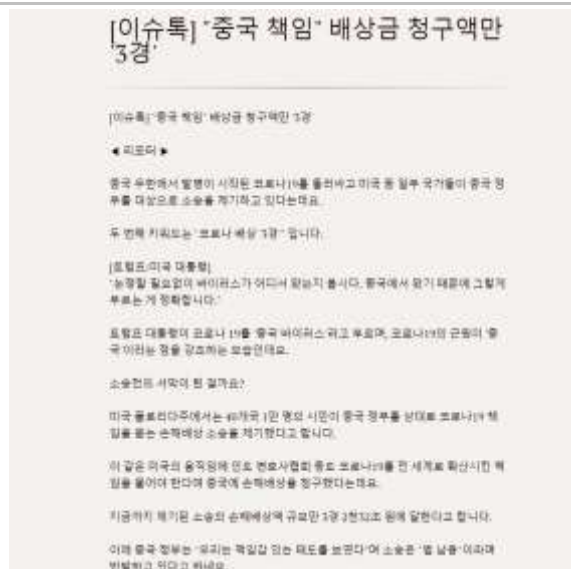
예테보리에 앞서 스웨덴의 예르핑이나 오레브로도 중국 도시와의 자매결연 관계를 단절했다. 과거 스웨덴의 116개 도시가 중국의 각 도시와 우호 관계를 맺고 있었으나 코로나19 사태를 전후해 약 100개 도시가 이 같은 관계를 끊었다고 전해지는 편이다.

이에 앞서 지난 14일엔 호주 뉴사우스웨일즈의 와가와가시가 중국 윈난(云南)성 룬밍(龍明)과의 32년에 걸친 자매결연 관계를 단절했다. 와가와가시의 폴 피널 의원은 "중국 정부가 코로나19를 이용해 세계에 사기와 과장을 가져왔다"고 비난했다.

중국의 책임을 물어야 한다는 손해배상을 제기하는 기소는 미국을 넘어 세계적으로 유행 중이다. 미국에선 플로리다주, 텍사스주, 네바다주, 캘리포니아주 등에서 민간 소송을 벌이고 있다.

자료: 중앙일보, DB금융투자

도표 22. 중국에 COVID19 관련 손해배상 소송 움직임



자료: MBC, DB금융투자

방역 성공 사례로 K-Healthcare 관심 증대

K-Healthcare	COVID19 이후 마스크, 진단키트, 의약품, 의료기기 등 한국 헬스케어 업체들의 제품에 대한 국제적 관심이 뜨겁다. 국내 업체의 진단키트는 미국 연방재난관리청(FEMA) 비축전략물자로 지정된 바 있다. 한국의 방역 성공 사례가 외신을 통해 현지 보도되며, 해외에서 K-Healthcare에 대한 프리미엄이 형성되며 향후 국내 기업의 해외 진출에 기회 요인으로 작용할 전망이다.
한국산 의료물자 관심 증대	EU 집행위가 EU기금 중 일부를 코로나19 관련 정책에 사용하도록 허용함에 따라 관련 기금을 활용한 선진 의료기기 제품 구입 수요가 늘어날 것으로 보인다. 특히, 코로나19 관련 마스크, 진단키트, X-Ray, 수술복, 산소호흡기, 의약품 등 의료장비와 물자에 수입의 대해 한시적으로 부과세, 관세 면제 혜택이 제공 중으로, 수입 가격 하락에 따른 관련 의료장비 구매 수요 증가가 기대된다. 의료기기/물자에 대한 면세 혜택은 2020년 1월 30일 이후 수입된 모든 해당 물자에 적용되며, 2020년 7월 31일까지 적용 이후 상황을 감안해 연장 여부를 결정할 방침이다. KOTRA 보고서에 따르면, 불가리아 병원 내 코로나19 확진 환자가 늘어남에 따라 바이어들의 한국산 의료장비, 소모품에 대한 문의가 증가하고 있고, 관련된 화상상담도 활발히 진행 중이다. EU에 앞서 중국은 2월 초, 브라질은 3월 초 주요 의료 물자에 대한 관세를 철폐하여 필수 의료물자를 확보한 바 있다.
외교적 효과	외교 측면에서는 단편적인 예시겠지만, 2020년 4월 7일 아프리카지역 보건의료·교육전문 NGO인 아프리카 미래재단이 마다가스카르의 COVID19 대응을 돕기 위해 X-Ray 장비가 설치된 이동진료 밴을 제공하였다. 기증식에 참여한 마다가스카르 보건부 장관이 감사의 뜻을 전달하였고, 한국대사관의 임상우 대사가 동석하였다.

도표 23. X-Ray 장비가 설치된 이동진료 밴 제공

아프리카 마다가스카르에 한국 이동진료 밴 다닌다



자료: 한국경제, DB금융투자

도표 24. 메릴랜드주가 공수한 국산 COVID19 진단키트



자료: 매일경제, DB금융투자

정부의 정책적 지원

4,000억 규모 바이오헬스-K 펀드 조성

그렇다면 국위선양하고 있는 한국 헬스케어 산업을 위해 정부 차원에서는 무엇을 하고 있을까? 2020년 4월 6일 수출입은행은 보건의료/제약 분야 글로벌 경쟁력 강화를 위해 ‘글로벌 바이오헬스-K펀드(가칭)’를 조성한다고 밝혔다. 펀드는 면역/유전자치료, 의료시스템, 진단키트/시약, 의료기기 등 헬스케어 기업의 수출 촉진과 해외투자, 해외사업에 중점 투자할 예정이다. 2020년 4월 27일 보건복지부는 국내 바이오헬스 기업들의 국제 경쟁력을 높이고, 해외 시장 진출을 지원을 목적으로 1,000억원(보건복지부 150억원, 수출입은행 250억원, 민간투자자 600억원) 규모의 신규 펀드(K-Bio 신성장펀드 제6호)를 조성할 계획이라 밝혔다. 운용사는 6월 중 선정할 계획이다.

식약처 품목허가 기간 단축

정부는 발빠른 수출을 위해 식약처에서 수행하는 의료기기 품목허가 기간 단축에도 나섰다. 환자감시 장치는 식약처 허가 없이 코로나19 치료라는 특수 목적에 따라 임시로 투입된 기기라서 수출을 하려면 정식으로 인증 절차를 밟아야 한다. 정부는 기존에 3개월이 걸리던 성능시험 기간을 10일로 줄이는 방법 등을 통해 7개월가량 소요되는 품목허가 기간을 2.5개월로 단축하려고 한다.

혁신의료기기 지원법 체외진단의료 기기법

혁신의료기기지원법과 체외진단의료기기법이 2019년 4월 30일 제정되었으며, 2020년 5월 1일 시행되었다. 혁신의료기기 개발에 따른 허가·관리 체계 마련, 새 의료기술에 대한 치료기회 제공 및 미래 성장동력산업 견인을 위한 토대를 갖출 예정이다. 또 체외진단기기 진단의 정확성을 검증하고, 특성에 맞는 제도 기반을 구축해 새 제품 개발과 제품화도 지원한다. 기존 의료기구나 치료법과 비교해 안전성·유효성이 현저히 개선된 의료기기에 대해 보건복지부 장관의 협의를 거쳐 '혁신의료기기'로 지정할 수 있도록 했다. 혁신의료기기 제조 허가를 위해서는 제품설계 및 개발-안전성 및 성능-임상시험 계획서-기술문서 및 임상시험자료 등 단계별로 식약처장에게 심사 신청을 할 수 있다. 혁신의료기기는 우선심사 혜택도 부여한다.

도표 25. 수출입은행 바이오헬스-K펀드(가칭) 조성 추진

	자체 조성	타 기관 연계
주요 투자 기업	중소/중견기업 등	벤처기업 등
지원 분야	보건의료, ICT 융합	제약/의료기기 산업
펀드 조성액	3,000억원 내외	1,000억원 내외
수은 출자액	750억원 이내	250억원 이내
선정 운용사수	2~3개	1개

자료: 수출입은행, DB금융투자

한국 기업들에게 찾아온 기회

Big3 업체가 과점하는 시장

대형병원에서는 PACS(Picture Archiving and Communication System: 의료영상저장전송시스템)와 각종 영상장비 등 여러 요소들을 연결하여 사용한다. 그렇기 때문에 대형병원에서는 Big3라 불리는 GE Healthcare, SIEMENS, PHILIPS 등 브랜드 신뢰성이 높은 의료기기 업체로부터 각종 장비를 턴키로 구매하는 경향이 강하다. 따라서, 높은 장비 가격에도 불구하고 Big3 의료기기업체가 시장의 60% 이상을 점유하고 있으며, 상위 10개 업체가 시장의 90% 이상을 차지하고 있는 등 진입장벽이 존재한다.

도표 26. 의료기기 중 3번째 규모의 영상진단 의료기기

(단위: USDbn)

순위	분야	매출 규모			세계시장 점유율	
		2017	2024	CAGR(%)	2017	2024
1	In Vitro Diagnostics (IVD)	52.6	79.6	6.1%	13.0%	13.4%
2	Cardiology	46.9	72.6	6.4%	11.6%	12.2%
3	Diagnostic Imaging	39.5	51.0	3.7%	9.8%	8.6%
4	Orthopedics	36.5	47.1	3.7%	9.0%	7.9%
5	Ophthalmics	27.7	42.2	6.2%	6.8%	7.1%
6	General & Plastic Surgery	22.1	34.3	6.5%	5.5%	5.8%
7	Endoscopy	18.5	28.3	6.3%	4.6%	4.8%
8	Drug Delivery	18.5	25.3	4.6%	4.6%	4.3%
9	Dental	13.9	21.6	6.5%	3.4%	3.6%
10	Diabetic Care	11.7	19.8	7.8%	2.9%	3.3%
11	Wound Management	13.0	17.8	4.6%	3.2%	3.0%
12	Healthcare IT	11.8	17.6	5.9%	2.9%	3.0%
13	Neurology	8.6	15.8	9.1%	2.1%	2.7%
14	Nephrology	11.7	15.6	4.2%	2.9%	2.6%
15	Ear, Nose & Throat (ENT)	8.9	13.1	5.7%	2.2%	2.2%
TOP 15		342.0	501.7	5.6%	84.4%	84.4%
Other		63.1	92.9	5.7%	15.6%	15.6%
Total		405.0	594.5	5.6%	100.0%	100.0%

자료: EvaluateMedTech, DB금융투자

도표 27. 글로벌 영상진단 의료기기 주요 업체

(단위: USDmn)

Rank	Company	WW Sales			WW Market Share	
		2017	2024	CAGR	2017	2024
1	Simens Halhtheiners	9,168	11,990	3.9%	23.2%	23.5%
2	General Electric	8,769	11,006	3.3%	22.2%	21.6%
3	Philips	7,787	10,813	4.8%	19.7%	21.2%
4	Canon	3,890	4,415	1.8%	9.8%	8.7%
5	FUJIFILM Holdings	2,189	2,821	3.7%	5.5%	5.5%
6	Carestream Health	1,180	1,547	3.9%	3.0%	3.0%
7	Hitachi	1,169	1,362	2.2%	3.0%	2.7%
8	Konica Minolta	871	936	1.0%	2.2%	1.8%
9	Varex Imaging	557	784	5.0%	1.4%	1.5%
10	Hologic	599	731	2.9%	1.5%	1.4%
Top 10		36,180	46,404	3.6%	91.5%	90.9%
Other		3,365	4,611	4.6%	8.5%	9.0%
Total Industry		39,545	51,015	3.7%	100.0%	100.0%

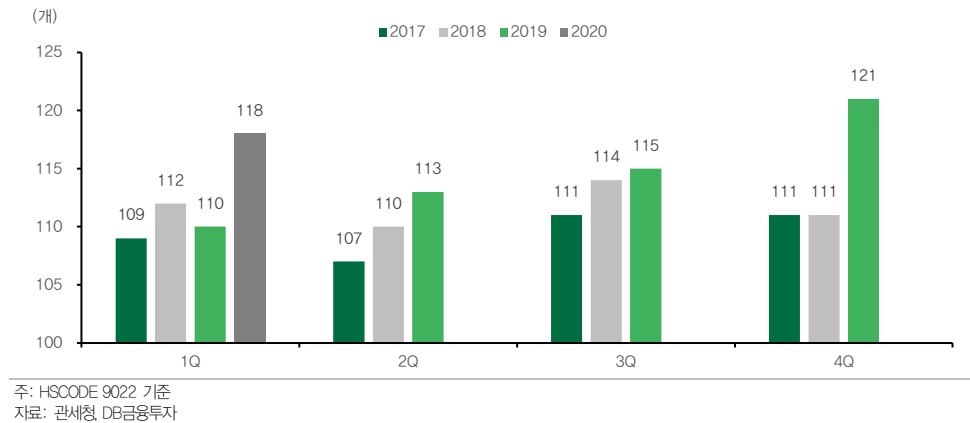
자료: EvaluateMedTech 2018, DB금융투자

COVID19를 발판으로 해외 진출 가속

Post COVID19
거래 국가 및
고객사 확대

국내 X-Ray 기업들은 위와 같은 이유로 탐티어 업체 대비 우수한 가격 경쟁력과 중국, 인도 업체 대비 훌륭한 품질을 바탕으로 주로 중가 가격대의 밸류 세그먼트에 포진하였다. COVID19 이후 한국 의료기기들이 재평가되고 있으며, 신규 거래 국가와 고객사 확대가 빠르게 진행되고 있다. 관세청 수출입 데이터를 통해 구체적인 수치를 확인해보았다. 2020년 1분기 거래 국가는 118개로 전년 동기 대비 8개 증가하였다. X-Ray 장비의 수요가 본격 발생한 시점은 3월 중순 이후로 파악되어 2분기 전망도 긍정적이다. 의료기관과 딜러사의 보수적 성향을 감안한다면, 거래국가의 증가가 한국 X-Ray 업체의 펀더멘털 개선으로 해석할 수 있다. X-Ray 시스템 기업 디알chem의 거래국가(4Q19 93개→1Q20 105개)와 고객사(4Q19 207개→1Q20 220개)가 확대된 것으로 파악된다.

도표 28. 분기별 X-Ray 장비 및 부품 거래 국가 (1Q19 110개 → 1Q20 118개)



과거 주주는 어땠을까?

북미, 유럽 시장

X-Ray 관련 상장사들의 주주 공시내역을 분석해보았다. 의료기기 산업 특성상 병원, 딜러사 등 고객사가 다변화 되어있어 의무 공시 대상인 계약이 많지 않다. 과거 주주 이력을 보면 중국, 아시아, 아프리카 등에 집중 되어있던 것을 확인할 수 있다. 2010년 이후 의료용 X-Ray 수출액은 9년간 연평균 13.3% 증가하였으며, 북미(21.7%)와 유럽(18.1%)이 빠르게 증가하고 있다. 지역별 비중은 아시아, 유럽 등의 높았던 비중이 분산되고 있으며, 1Q20 특이사항은 아프리카의 비중 확대이다.

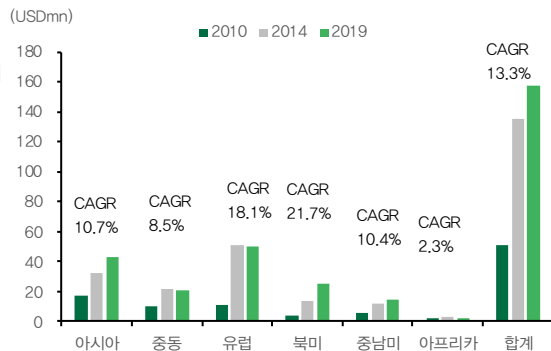
도표 29. X-Ray 관련 기업 주주 계약 공시

(단위: 억원)

공시일	기업명	지역	판매-공급계약 내용	수주금액	계약상대방	시작일	종료일	기간(일)
20.04.22	디알젠	미국	Jade (모바일 X-Ray 장비) 공급계약	34.7	First Source	20.04.22	20.05.12	20
20.04.07	디알젠	영국	TOPAZ (모바일 X-Ray 장비) 공급계약	63.3	MIS Healthcare	20.04.06	20.05.31	55
20.01.21	디알젠	도미니카 공화국	TOPAZ (모바일 X-Ray 장비) 공급계약	20.1	BP MEDICAL	20.01.21	20.02.28	38
16.12.22	디알텍	북미	Aspenstate 공급계약 체결	21.3	Aspenstate Inc.	16.12.21	18.12.07	1,615
18.05.02	레이언스	아프리카, 남아시아, ASEAN	OEM 전략적 공급 제휴 계약	160.5	GE Healthcare	18.04.30	21.12.31	1,341
17.07.03	레이언스	한국	CMOS Detector 공급계약	235.3	GE Healthcare	17.01.01	21.12.31	2,466
16.11.22	레이언스	중국	Detector 공급계약	300.4	Nanning Yiju Medical Electronic Equipment	16.08.01	21.07.31	1,825
19.09.05	바텍	중국	덴탈 이미징 기기 공급 계약	243.0	C사(비밀유지조항)	19.07.30	23.12.31	716
17.07.31	바텍	중국	3D 덴탈 이미징 기기 공급 계약	363.7	B사(비밀유지조항)	17.03.31	23.12.31	1,825
14.07.21	바텍	전세계(한국제외)	2D/3D 동시 촬영 장비 부품공급, 기술협력 계약	454.9	Duerr Dental AG	14.07.18	22.12.31	3,088
14.01.14	바텍	중국	치과용 디지털 X-Ray 장비 공급	159.2	KANGDA MEDICAL EQUIPMENT	13.11.26	15.12.31	765
13.03.28	바텍	전세계(한국제외)	치과용 디지털 X-Ray 공급	1,398.7	Duerr Dental AG	12.12.05	22.12.04	3,651
09.01.30	바텍	인도	인체 촬영용 X-Ray 및 디텍터 공급	115.4	EC NuVisions Pvt. Ltd.	09.01.30	11.02.12	364
08.11.18	바텍	국내	평판형 디지털 X-Ray 디텍터 공급	135.0	동강메디칼시스템(주)	08.11.18	11.11.18	743
09.12.14	뷰웍스	중국	의료용 디지털 X-Ray 영상장치 공급계약	10.1	비공개	09.12.01	10.11.30	1,095

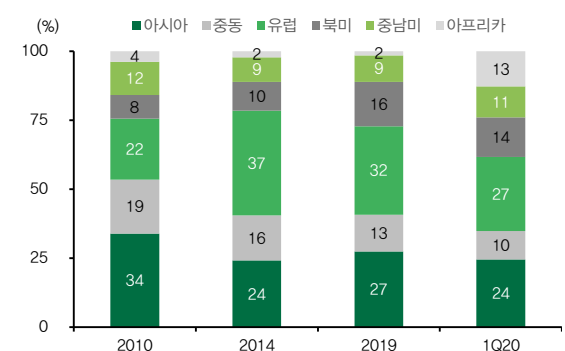
자료: 각 사 DB금융투자

도표 30. 유럽, 북미, 아시아 시장 위주의 수출 성장



자료: 관세청, DB금융투자

도표 31. 지역별 수출액 비중은 분산되고 있음



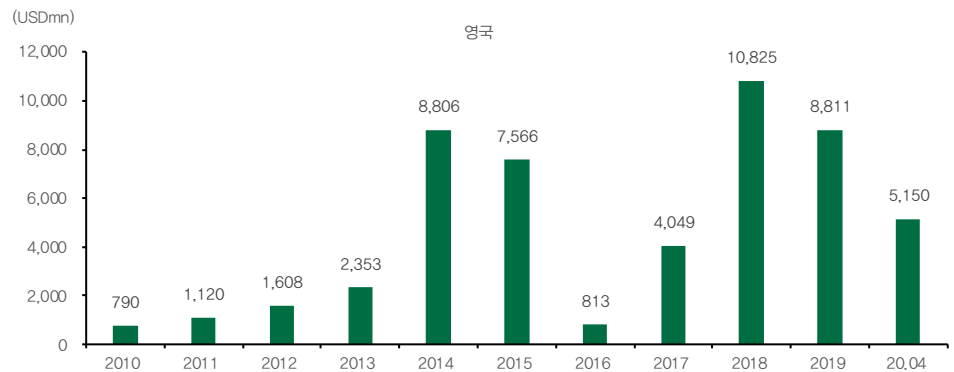
자료: 관세청, DB금융투자

디알젼의 영국, 미국향 의미 있는 규모의 수주

POST COVID19

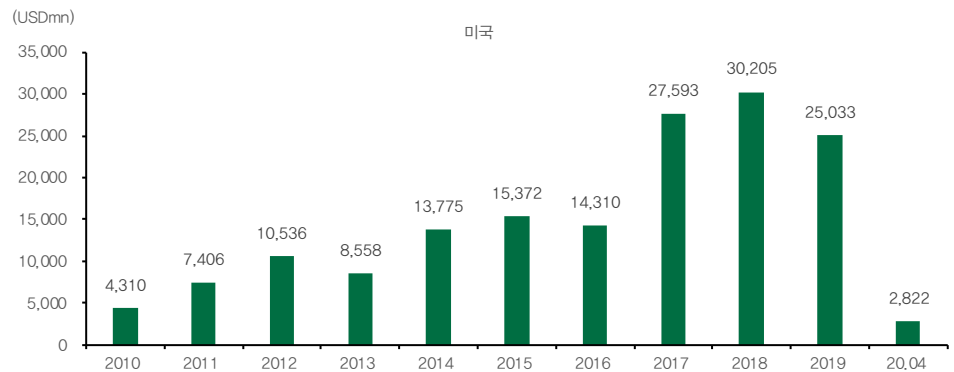
2020년 4월 디알젼은 영국과 미국으로 각각 63.3억원, 34.7억원 규모의 모바일 X-Ray 공급계약을 공시하였다. 의료기기 Big3 기업이 굳건히 버티고 있는 유럽과 미국향 공급이라는 점과 규모면에서 의미 있는 수주이다. 영국향 수주는 의료기기 딜러사에 공급되며, 최종 수요처는 한국의 국민건강보험과 마찬가지로 영국의 국가 단일 건강보험인 NHS(National Health Service: 국가보건의료서비스)로 추정된다. NHS는 일반 재정을 재원으로 삼는 보건 의료 체계로는 세계 최대 규모로 알려져 있다.

도표 32. 한국의 영국향 의료용 X-Ray 연간 수출액과 20년 4월 디알젼 단일 수주 규모 비교



자료: 관세청, 디알젼, DB금융투자

도표 33. 한국의 미국향 의료용 X-Ray 연간 수출액과 20년 4월 디알젼 단일 수주 규모 비교



자료: 관세청, 디알젼, DB금융투자

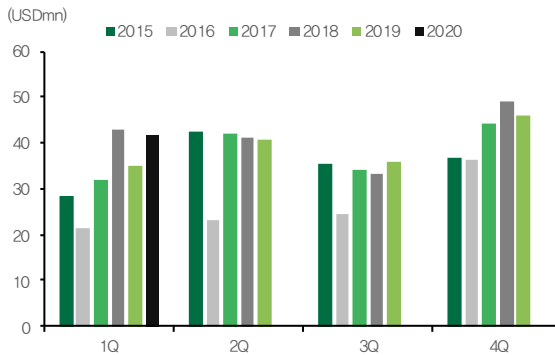
상대적으로 부진했던 의료용 X-Ray의 약진 기대

1Q20

+17.7% YoY

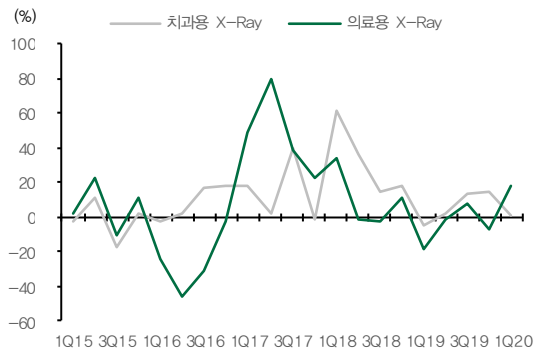
최근 수년간의 치과용 X-Ray 대비 수출 성장이 더디었던 의료용 X-Ray에도 변화가 감지되기 시작하였다. COVID19 관련 수요가 3월 중순 이후 본격적으로 반영되었음에도 불구하고, 1Q20 의료용 X-Ray 수출금액은 전년 동기 대비 17.7% 증가한 \$41.4mn를 기록하였다.

도표 34. 분기별 의료용 X-Ray 수출액 추이



자료: 관세청, DB금융투자

도표 35. 분기별 X-Ray 수출액 증감률 (YoY)

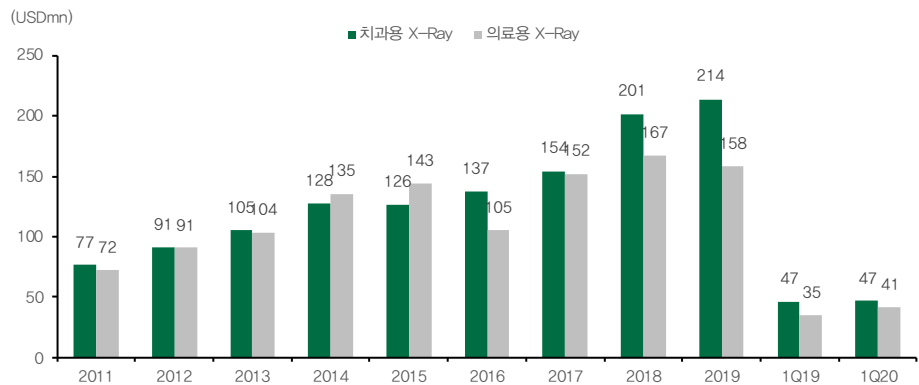


자료: 관세청, DB금융투자

2011~2019
CAGR 10.2%

의료기기 수출 데이터를 살펴보면 의료용 X-Ray와 치과용 X-Ray 수출금액의 연평균 성장률 (2011~2019년)은 각각 10.2%, 13.7%를 기록했다. 앞서 설명한 바와 같이 의료용 X-Ray는 대형병원의 Big3 의료기기 선호로 인해 중소형 업체들이 영업 활동이 제한적인 반면, 치과는 상대적으로 작은 규모 병원이 주류를 이루고 있다. 국내 치과용 X-Ray 업체들이 유럽, 중남미 등 해외에서 좋은 성과를 거두며 치과용 X-Ray 수출액은 2013년 이후 103% 성장한 반면, 의료용 X-Ray 수출액은 2013년 이후 52% 성장하는데 그쳤다.

도표 36. 연간 치과용/의료용 X-Ray 수출액 추이



자료: 관세청, DB금융투자

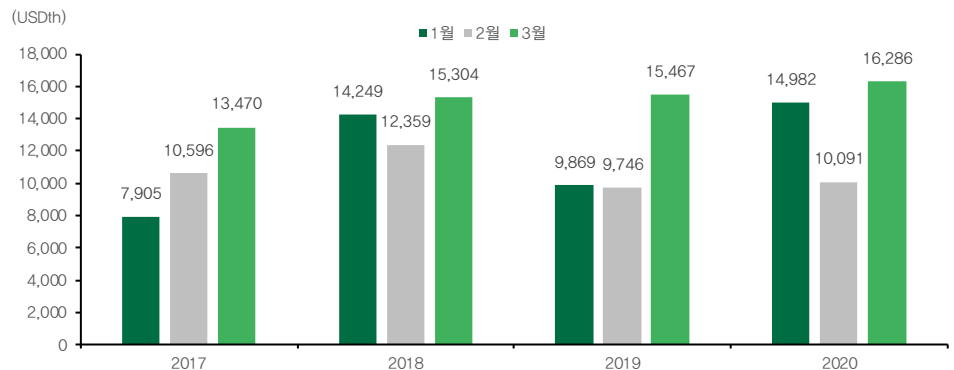
해외 수주는 3월 하반월 본격화

COVID19가 빠르게 확산되기 시작한 3월 하반월부터 해외 수주가 본격적으로 시작되었다. X-Ray 시스템의 리드타임이 4~6주 범위인 것을 고려하면, 4월 수출금액은 큰 폭으로 증가할 전망이다. 2020년 1월, 2월, 3월의 수출액 YoY 증가폭은 각각 51.8%, 3.5%, 5.3%이다. 1월에는 COVID19 관련 수요가 없었음에도 불구하고 큰 폭의 성장세를 기록하였다. 국내에서는 보건복지부가 20년 2월 전국 188개 보건소의 선별진료소에 이동형 X-Ray 구입비용 188억원을 긴급지원했다. 한국 X-Ray 기업들은 3월 상반월까지는 국내에서 증가하는 수요에 대응한 것으로 보이며, 2월 수출액은 전년 대비 소폭 증가하였다.

확진자 수 증가폭 상승세

2019년 12월 최초 발병한 것으로 확인되는 COVID19는 2020년 1월까지 중국을 위주로 확산되었으며 한국, 태국, 싱가포르, 일본, 대만, 말레이시아, 베트남 등 아시아 지역에 소규모 전파가 시작되었다. 1월 31일 기준 전세계 확진자 9,826명 중 9,714명이 중국에서 발생하였다. 2월 21일 한국의 확진자 수가 중국을 제외한 국가 중 처음으로 100명을 넘어서며 확진자 수가 본격적으로 증가하기 시작하였다. 3월 들어서는 일본, 싱가포르, 말레이시아, 베트남, 인도 등 인접한 국가들의 확진자수가 가하급수적으로 증가하며 중국내 확진자 수를 넘어서게 되었다. 3월부터는 이탈리아, 스페인을 시작으로 유럽대륙과 미국으로 확산이 빨라졌으며, 4월부터는 중남미 지역의 상승세가 가파르다.

도표 37. 월별 의료용 X-Ray 수출액 추이



자료: 관세청, DB금융투자

도표 38. 2월 확진자 수

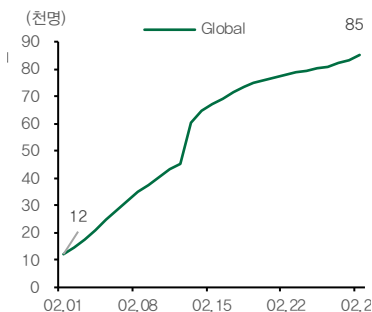


도표 39. 3월 확진자 수

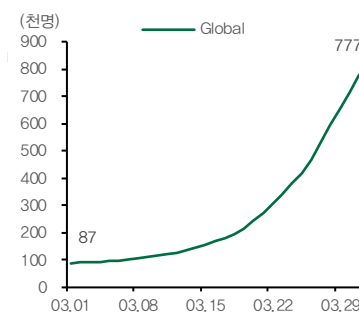
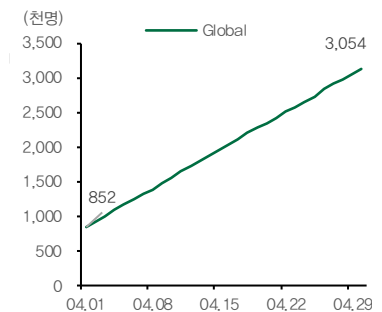


도표 40. 4월 확진자 수



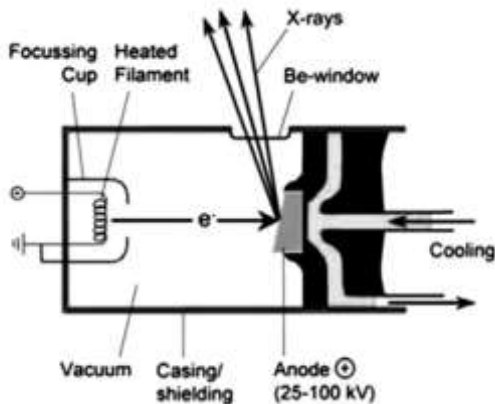
자료: OurWorldInData, DB금융투자

Ⅲ. X-Ray 분류 및 부품

개요

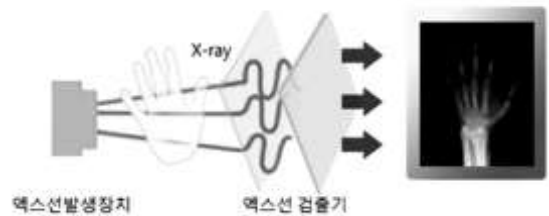
X-Ray 영상 장치(X-Ray System, 이하 X-Ray)는 X-Ray가 검사 대상을 투과하면서 감쇄되는 정도를 측정하여 검사 대상의 내부 구조를 평면화된 영상으로 제공하는 기기이다. 검사 대상에 직접적인 위해를 가하지 않고 미치는 영향이 제한적이어서 의료용 X-Ray는 비침습적(Non-Invasive), 산업용 X-Ray는 비파괴성(Non-Destructive)의 특성을 지닌다. X-Ray와 CT는 검사 대상은 영상 촬영 중 방사선에 노출되기 때문에, 방사선 피폭량을 최소화하여야 한다. WHO에서는 X-Ray 주요 부품인 제너레이터의 출력을 32KW로 권고하고 있다. 높은 전압을 인가하여 촬영시간을 단축하고 방사선 피폭량을 최소화하기 위함이다. 또한, 영상을 촬영하는 방사선실, 엑스선이 발생하는 튜브는 차폐되어야 한다.

도표 41. 엑스선 발생장치의 구조



자료: 한국보건산업진흥원 DB금융투자

도표 42. X-Ray 영상 장치의 기본 원리

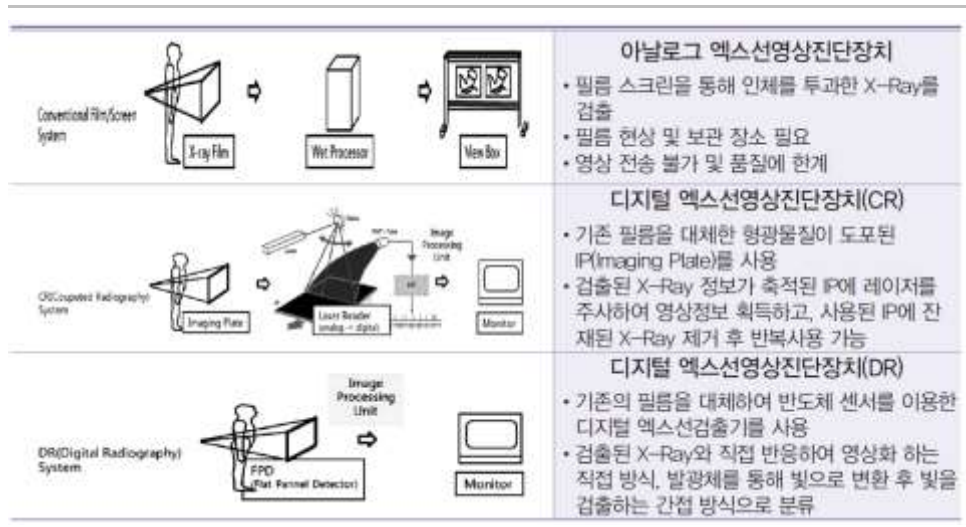


자료: 한국보건산업진흥원 DB금융투자

아날로그 X-Ray와 디지털 X-Ray

아날로그	아날로그 X-Ray는 필름을 통해 X-Ray를 검출하는 전통적인 방식으로 디지털 시스템에 비해 가격이 저렴하다. 필름 현상을 통해 영상 획득에 시간이 소요되며 이를 보관할 장소가 필요하다. 또한, 컴퓨터를 이용한 영상 전송 불가 및 품질의 한계가 있다는 단점이 있다.
디지털	디지털 X-Ray는 X-Ray 검출에 필름 대신 디지털 엑스선 검출기를 사용하며, 아날로그 시스템과 달리 필름이 없으므로 영상의 보관, 공유, 관리가 용이하다는 장점이 있다. 또한 영상 품질이 우수하고, 아날로그 시스템 대비 X-Ray 조사량이 적다. 디지털 X-Ray는 과도기 단계의 CR과 현재 주류를 이루고 있는 DR로 다시 한번 구분된다.
CR	CR(Computed Radiography)은 기존 필름을 대체한 형광물질이 도포된 IP(Imaging Plate)를 사용한다. 검출된 X-Ray 정보가 축적된 IP에 레이저를 주사하여 영상정보를 획득하고, 사용된 IP에 잔재된 X-Ray를 제거 후 반복 사용이 가능하다.
DR	DR(Digital Radiography)은 기존의 필름을 대체하여 반도체 센서를 이용한 디지털 엑스선 검출기를 사용한다. 검출된 X-Ray와 직접 반응하여 영상화하는 직접 방식과 발광체를 통해 가시광선으로 변환 후 검출하는 간접 방식으로 분류된다. 일반적으로 사용되는 간접방식이 시장 규모 비중이 90% 수준을 차지하고 있다. Hologic, 디알텍 등 소수 업체가 생산하고 있는 직접방식은 유방암 촬영에 제한적으로 사용되어 시장 규모 비중은 10% 수준으로 파악된다.

도표 43. 검출방식에 따른 X-Ray 시스템 분류



자료: 한국보건산업진흥원, DB금융투자

X-Ray 작동원리와 주요 부품

구성 요소

X-Ray 시스템은 발생부(제너레이터, 튜브), 촬영 기구부(튜브스탠드, 환자테이블, 월스탠드 등), 콜리메이터(X-Ray 조사량/범위 조절), 영상진단 S/W, 그리드(X-Ray 산란 제거), 이온챔버(X-Ray 선량 자동 제어), 디텍터(X-Ray 검출) 등으로 구성되어있다. 디텍터에서 고품질의 선명한 영상을 검출하기 위해서는 디지털 X-Ray는 제너레이터, 촬영 기구부, 영상진단 S/W의 성능이 전제되어야 한다.

제너레이터(Generator): Tube에서 엑스선을 발생시킬 수 있도록, Tube에 고전압을 인가하기 위한 고전압 제어 및 발생 장치이다. 관전압, 관전류 및 조사시간을 제어한다. X-Ray 촬영 시 방사선에 노출되는 시간을 최소화하기 위해 WHO는 32KW 이상 출력의 제너레이터 탑재를 권고하고 있다. 권고치 이하의 제너레이터를 탑재한다면, 선명한 영상을 획득하기 위해 상대적으로 긴 시간동안 X-Ray에 노출되어야 한다.

튜브(Tube): 제너레이터로부터 고전압을 인가받아 X-Ray를 발생시키는 장치로서, 진공관 내에 음극과 양극으로 구성 되어있다.

콜리메이터(Collimator): 진단하고자 하는 영역에 한정하여 X-Ray의 조사량과 조사범위를 조절할 수 있는 장치이다.

디텍터(Detector): Tube에서 발생하여 검사 대상을 투과한 X-Ray를 감지하여 엑스선 영상을 디지털 값으로 획득하는 장치이다. CCD와 FPD로 구분된다.

도표 44. X-Ray 제너레이터



자료: 디알젤, DB금융투자

도표 45. X-Ray 튜브

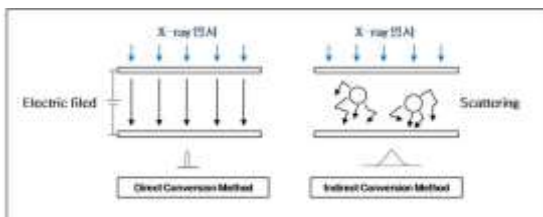


자료: ResearchGate, DB금융투자

X-Ray 작동원리와 주요 부품: 디텍터

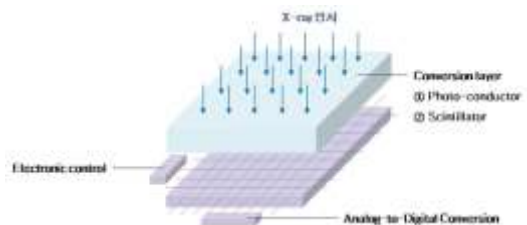
디텍터(검출기)	1895년 독일 빌헬름 뢰트겐 박사가 발명한 X-Ray는 영상을 검출하는 방법이 필름, CR, DR의 순서로 발전하여 왔다. 현재 주류를 이루고 있는 DR은 CCD, FPD로 구분된다.
CCD	CCD(Charge Coupled Device)는 검사 대상을 투과한 X-Ray를 스크린을 통해 가시광선으로 전환하고, 이 가시광선을 CCD 카메라를 이용하여 디지털 영상신호를 획득하는 장치이다. CCD 타입의 장점은 긴 수명(약 7년), 단순한 공정, 고해상도의 영상 획득이 가능하다는 점이다. 하지만, 생산 가능한 센서의 크기가 웨이퍼 대비 작으며 교정간격이 짧다는 단점이 있다.
FPD	FPD(Flat Panel Detector)는 검사대상을 투과한 X-Ray를 CsI, GOS 등 섬광체를 통하여 가시광선으로 전환한다. 이 가시광선을 대면적 a-Si로 제작된 photo-diode를 통해 신호를 얻고 TFT를 통하여 디지털 영상신호를 획득하는 장치이다. FPD는 수명이 짧고 가격이 높음에도 불구하고, 고화질과 적은 피폭량으로 선호된다. FPD는 다시 한번 직접방식과 간접방식으로 구분된다.
직접방식	Hologic, 디알텍 등 소수 업체가 생산하고 있는 직접방식은 유방암 촬영에 제한적으로 사용되어 시장 규모 비중은 10% 수준으로 파악된다. 셀레늄, 실리콘 등 광변환물질이 검사 대상을 투과한 X선을 전자로 변환하며, TFT가 변환된 전자를 감지하여 영상을 획득한다. X선을 직접 변환하여 높은 해상도의 구현이 가능하지만, 낮은 수율로 인해 판가가 높다는 단점이 있다. 또한 X선에 직접 노출되기 때문에 하드웨어의 내구성, 신뢰성이 요구되며 습도와 온도 관리가 까다롭다.
간접방식	일반적으로 사용되는 간접방식이 시장 규모 비중이 90% 수준을 차지하고 있으며 Varex, 뷰웍스, 레이언스 등 대부분의 업체들은 간접방식의 디텍터를 생산한다. 간접방식은 CsI, Gadox 등 섬광체를 통해 X선을 가시광선으로 변환하며, TFT나 CMOS 센서를 통해 전기적 신호로 변환한다. TFT 기반의 디텍터는 면적당 원가가 낮아 대면적 구현에 적합하며 내구성, 수명이 우수하다. CMOS 방식은 소면적, 고해상도 구현에 적합하며 낮은 전력 소모량과 빠른 촬영속도로 동영상 촬영에 유리하다.

도표 46. 직접변환방식과 간접변환방식



자료: 레이언스, DB금융투자

도표 47. FPD구조



자료: 레이언스, DB금융투자

IV. X-Ray 관련 기업

시스템(의료용, 치과용, 산업용)과 부품(디텍터, S/W)

상장사 평균
업력은 16.5년

국내 X-Ray 산업은 시스템 제조사와 부품 제조사가 고루 분포하고 있다. 적용 분야는 메디컬과 덴탈의 규모가 상대적으로 크며, 산업용은 음식료, 제약, 2차전지, 반도체, 핸드셋 부품, 바이오, 보안 등 적용처를 넓혀가며 성장하고 있다. 관련 기업들의 평균 시가총액은 1,900억원 수준이며 평균 업력은 16.5년이다. 설립일부터 상장까지 소요된 기간은 평균 12.2년이 소요되었다.

치과용 X-Ray
수출 증가

의료용 X-Ray는 대형병원의 Big3 의료기기 선호로 인해 중소형 업체들이 영업 활동이 제한적인 반면, 치과는 상대적으로 작은 규모 병원이 주류를 이루고 있다. 국내 치과용 X-Ray 업체들이 유럽, 중남미 등 해외에서 좋은 성과를 거두며 치과용 X-Ray 수출액은 2013년 이후 103% 성장한 반면, 의료용 X-Ray 수출액은 2013년 이후 52% 성장하는데 그쳤다.

도표 48. X-Ray 밸류체인 관련 기업

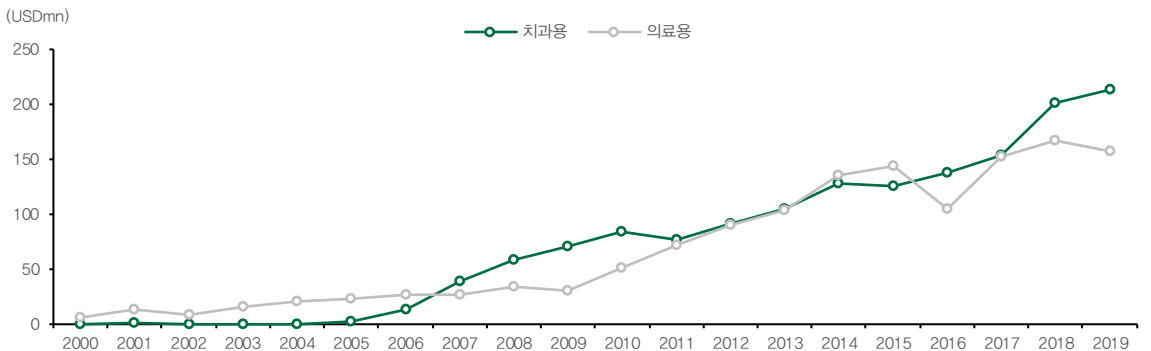
(단위: 억원)

	시가총액	설립일	상장일	시스템			부품, S/W		
				메디컬	덴탈	산업용	메디컬	덴탈	산업용
디알젬	1,846	20030925	20181122	O			O		
제노레이	1,407	20010412	20180528	O	O				
바텍	3,974	19920404	20060929		O				
레이	3,174	20041006	20190808		O				
이노메트리	1,303	20080603	20181212			O			
자비스	348	20020406	20161202			O			
뷰웍스	3,701	19990918	20090410				O	O	O
레이언스	2,290	20110502	20160411				O	O	O
디알텍	964	20000329	20150420	O			O	O	O
제이엘케이	1,018	20140214	20191211				O		O

자료: DB금융투자

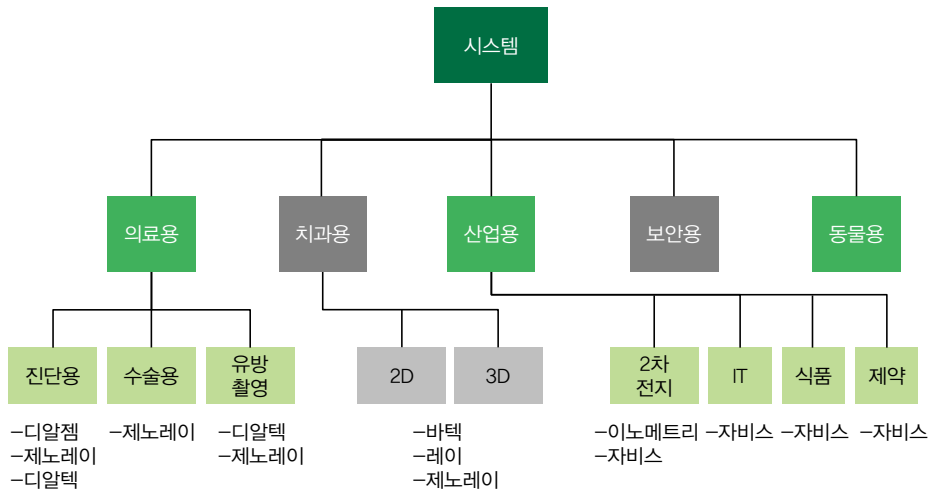
주: 시가총액 200608기준

도표 49. X-Ray 수출액 추이



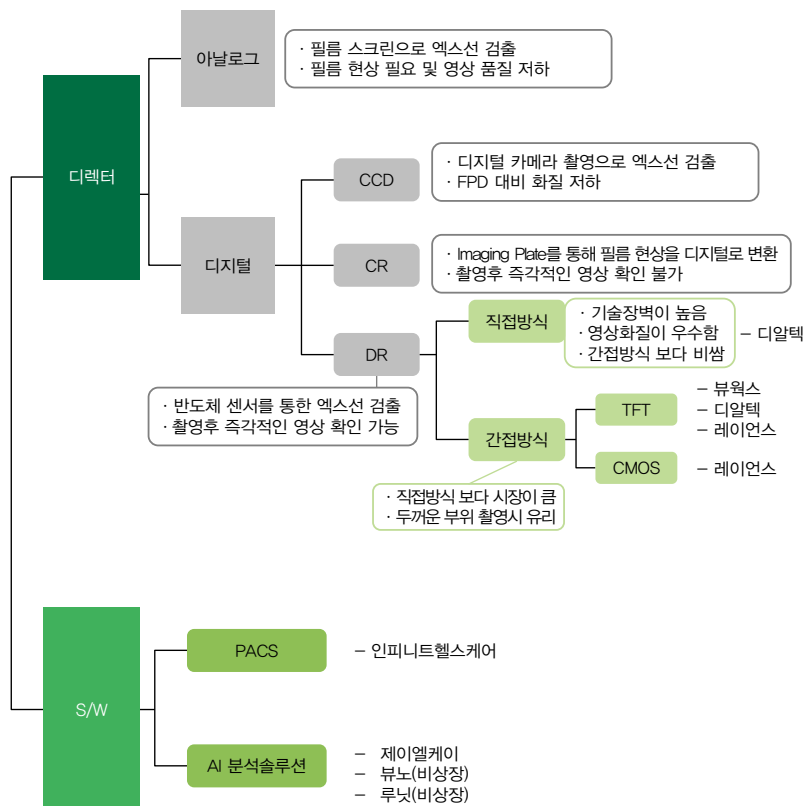
자료: 관세청, DB금융투자

도표 50. X-Ray 시스템 관련 기업



자료: DB금융투자

도표 51. X-Ray 디텍터 및 S/W 관련 기업



자료: DB금융투자

도표 52. X-Ray 밸류체인 실적 및 밸류에이션 추이

(단위: 억원, %, 배)

		디알젬	제노레이	레이	비텍	디알텍	레이언스	뷰웍스	이노메트리	자비스	제이엘케이
시가총액	5월 8일	1,846	1,407	3,174	3,974	964	2,290	3,701	1,303	348	1,018
매출액	2017	493	445	329	2,188	388	1,065	1,235	141	156	6
	2018	566	563	515	2,344	447	1,164	1,314	306	127	4
	2019	601	651	731	2,717	478	1,262	1,360	319	171	2
	2020E	1,418	N/A	954	2,980	N/A	1,374	1,529	N/A	N/A	N/A
영업이익	2017	42	62	19	391	-11	173	286	20	2	-33
	2018	42	110	60	394	16	212	226	67	-5	-46
	2019	46	147	129	429	14	228	264	53	-6	-108
	2020E	245	N/A	203	485	N/A	254	317	N/A	N/A	N/A
당기순이익	2017	40	52	12	837	-18	144	196	12	-14	-41
	2018	47	95	53	292	12	156	208	52	-6	-63
	2019	55	132	116	356	9	138	243	46	-73	-106
	2020E	245	N/A	176	409	N/A	187	265	N/A	N/A	N/A
GPM	2017	27.3	37.2	45.4	48.0	41.1	38.1	50.3	27.1	33.0	-75.6
	2018	28.6	40.8	43.6	47.7	44.7	39.0	49.9	36.0	35.1	81.7
	2019	29.0	44.8	47.3	47.0	45.8	40.3	52.9	31.7	27.8	75.4
	2020E	30.6	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
OPM	2017	8.5	13.9	5.9	17.9	-2.7	16.2	23.2	14.1	1.3	-551.2
	2018	7.4	19.5	11.7	16.8	3.5	18.2	17.2	22.0	-4.2	-1,272.2
	2019	7.6	22.5	17.6	15.8	2.9	18.1	19.4	16.7	-3.4	-4,702.5
	2020E	17.3	N/A	21.3	16.3	N/A	18.5	20.7	N/A	N/A	N/A
NIM	2017	8.1	11.6	3.5	38.3	-4.7	13.5	15.9	8.4	-9.1	-692.5
	2018	8.2	16.8	10.2	12.4	2.8	13.4	15.8	17.2	-4.6	-1,729.7
	2019	9.1	20.3	15.8	13.1	2.0	11.0	17.9	14.5	-42.9	-4,637.3
	2020E	17.3	N/A	18.4	13.7	N/A	13.6	17.3	N/A	N/A	N/A
PER	2017	N/A	N/A	N/A	5.8	-42.9	21.1	27.5	N/A	N/A	N/A
	2018	15.8	10.5	N/A	17.8	65.4	19.5	17.5	17.1	N/A	N/A
	2019	17.7	7.2	17.8	11.2	85.6	15.8	12.3	31.5	-6.3	-9.2
	2020E	7.5	N/A	18.0	9.8	N/A	12.2	14.1	N/A	N/A	N/A
PBR	2017	N/A	N/A	N/A	2.3	3.0	1.7	4.2	N/A	N/A	N/A
	2018	2.9	2.4	N/A	2.2	2.7	1.6	2.5	2.6	N/A	N/A
	2019	2.9	1.7	3.9	1.5	2.3	1.1	1.8	2.8	3.2	3.2
	2020E	2.7	N/A	4.5	1.4	N/A	1.0	1.9	N/A	N/A	N/A
ROE	2017	31.7	26.5	8.2	36.7	-6.8	8.4	16.6	20.6	-21.2	-208.0
	2018	21.0	27.4	25.6	13.8	4.3	8.7	15.6	19.2	0.0	-179.9
	2019	17.9	25.3	27.6	14.9	2.8	7.3	16.1	9.2	-86.8	0.0
	2020E	54.7	N/A	27.1	14.9	N/A	9.2	15.2	N/A	N/A	N/A

자료: DB금융투자

주: 2020년 실적은 컨센서스 기준, 디알젬은 DB금융투자 추정치

의료용(Medical) X-Ray 시스템

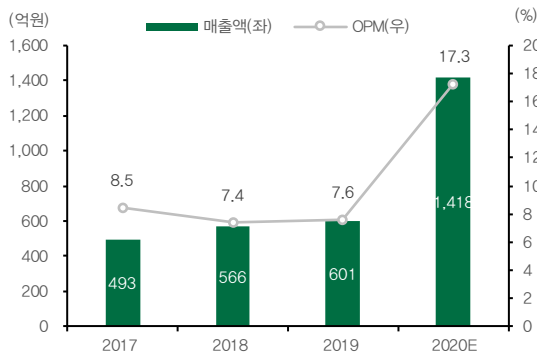
디알젬

2003년 설립, 2018년 12월 코스닥 시장에 상장한 X-Ray 전문 기업이다. 주요 제품은 진단용 X-Ray 기기이며 자체브랜드와 ODM(삼성전자, 후지필름) 사업을 영위하고 있다. WHO의 권고 기준 출력인 32KW 이상 X-Ray 시스템 누적 생산량은 글로벌 1위이다. 2019년 전세계 93개 국가의 200여개의 의료기기 딜러사와 거래 중이며, 수출 비중은 76.8%이다. 2019년 10월 전 제품 라인업의 FDA와 CE 인증을 획득하여 적시적소에 제품을 공급할 준비가 되어있다. 2020년 실적 추정치 기준 PER 7.5배로 여전히 저평가 되어있다. 2020년 매출액 1,418억원(+136% YoY), 영업이익 245억원(+435% YoY)를 전망한다. 올해 법인세 면제 대상이며, 21년부터는 50% 감면 대상이다. 시스템 판매량은 6,500대(+178% YoY)를 기록할 것으로 예상된다. 1Q20 잠정실적은 매출액 208억원(+77.6% YoY), 영업이익 23억원(+8,592.3% YoY)를 기록하였다. 3월 하반기부터 해외 수주가 본격화 되어 2Q20 실적도 큰 폭으로 증가할 것으로 예상된다.

제노레이

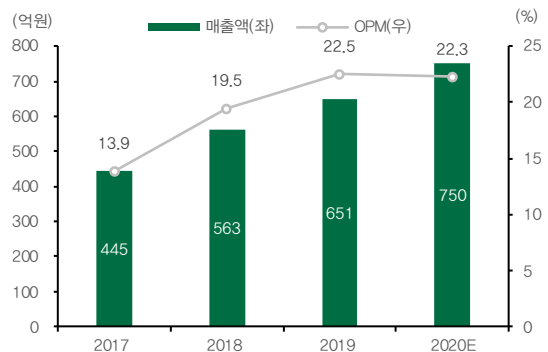
2001년 설립, 2018년 코스닥 시장에 상장한 X-Ray 시스템 기업이다. 2019년 매출 비중은 메디칼 48.9%(C-ARM 39.5%, Mammography 9.4%), 덴탈 39.8%(CT 33.5%, PAN 6.3%), 기타 11.2%이다. 메디칼 부분의 C-ARM은 정형외과 및 신경외과 수술시에 실시간 동영상으로 수술 부위를 투시하며 수술/시술을 시행할 때 사용된다. 1Q20 매출액 139억원(+10.9% YoY), 영업이익 26억원(+32.6% YoY)를 기록하였다. 2018년 이동형 X-Ray 시스템 OSCAR 15/Prime/Classic 등 3개 모델의 FDA 인증, 포터블 X-Ray 시스템 PORT-X IV의 FDA, CE 인증을 획득한 바 있다.

도표 53. 디알젬 실적 추이



자료: 디알젬 DB금융투자

도표 54. 제노레이 실적 추이



자료: 제노레이 DB금융투자
주: 2020년 실적은 컨센서스 기준

치과용(Dental) X-Ray 시스템

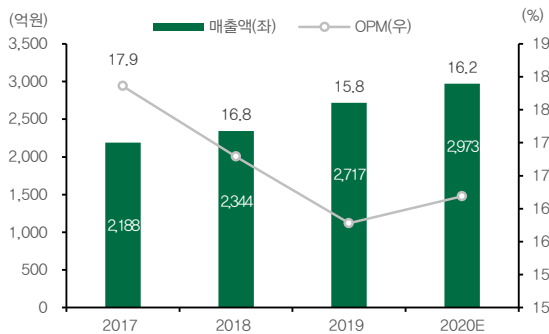
바텍

1992년 설립, 2006년 코스닥 시장에 상장한 X-Ray 시스템 제조 기업이다. 글로벌 치과용 X-Ray 시스템 시장 점유율 3위이며, 디텍터 제조 기업 레이언스를 자회사로 두고 있다. 2019년 제품별 매출 비중은 2D 시스템 17%, 3D 시스템 62% 기타 22%이다. 1Q20 매출액 545억원(-5.6% YoY), 영업이익 63억원(-30.1% YoY)을 기록하였다. COVID19 영향으로 치과용 X-Ray 시스템 수요가 위축된 가운데 고정비 부담으로 영업이익률은 11.6%(-4.1% YoY)을 기록하였다. 지역별로는 아시아가 202억원(-21.4% YoY)으로 부진하였지만 그 외 지역은 북미 137억원(-1.5% YoY), 유럽 124억원(+5.3% YoY), 남미 45억원(+28.0% YoY), 중동 30억원(+65.2% YoY)을 기록하였다.

레이

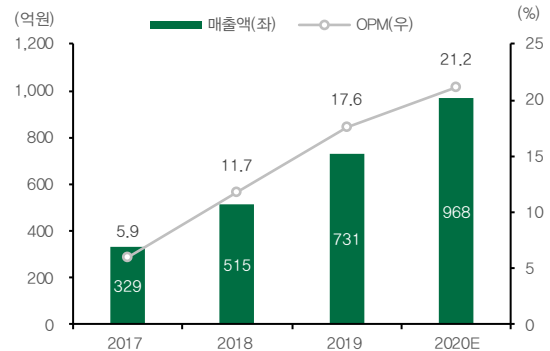
2004년 설립, 2019년 코스닥 시장에 상장한 치과용 디지털 진단시스템, 치료솔루션 전문 기업이다. 신규 사업으로 글로벌 임플란트 시장점유율 25%의 1위 기업 스트라우만과 투명교정장치 사업을 추진 중이다. 2019년 매출비중은 디지털 치료솔루션 57.8%, 디지털 진단시스템 42.2%로 구성되어 있다. 1Q20 매출액은 123억원(-8.3% YoY), 영업이익 6억원(-37.7%)을 기록하였다.

도표 55. 바텍 실적 추이



자료: DB금융투자
주: 2020년 실적은 컨센서스 기준

도표 56. 레이 실적 추이



자료: DB금융투자
주: 2020년 실적은 컨센서스 기준

산업용(Industrial) X-Ray 시스템

이노메트리

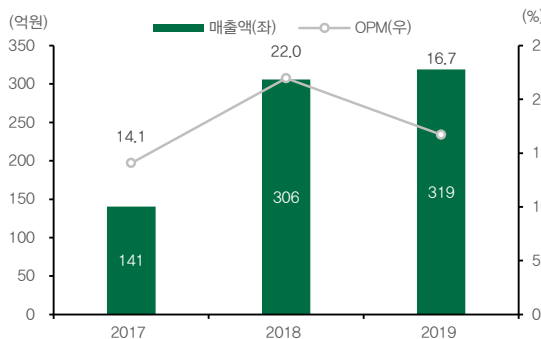
2018년 12월 상장한 2차전지 X-Ray 검사장비 전문 기업이다. 매출구성은 소형전지 검사장비 14.7%, 중대형전지 검사장비 74.6%, X-Ray 튜브 등 상품 및 기타 10.6%로 이루어져 있다. 주요 고객사는 삼성SDI, SK이노베이션, LG화학, BYD 등 국내외 2차전지 업체이다. 삼성SDI(표준 제품으로 채택)와 SK이노베이션은 전 라인에 설치되어 전수검사에 사용되고 있다. 전기차, ESS, 휴대폰 등에 탑재되는 2차전지 관련 이슈들이 연달아 발생하며, 최종 고객사들이 2차전지 업체에 추가적인 검사 공정을 요청하는 등 X-Ray 검사장비 수요와 적용 공정은 점차 확대될 것으로 전망된다.

X-Ray 검사장비는 TDI 라인스캔 카메라를 적용하여 생산라인에 직접 적용된다는 점에서, 별도의 검사 공정을 요구하는 경쟁사들의 X-Ray 수동 검사장비와 차별화된다. 생산라인 내 병목현상이 발생하지 않도록 고해상도의 영상 촬영, 처리, 판독 관련 소프트웨어가 핵심 경쟁력이다. X-Ray 자동검사장비를 단독 공급하고 있기 때문에, 고객사 CapEx 집행에 따른 수주 가능성이 매우 높다. 2020년 매출액은 319억원(+4.3% YoY), 영업이익 53억원(-20.6% YoY)을 기록하였다. 주요 고객사의 설비 투자 일정은 예상 대비 일부 지연된 영향이다. 하지만 중국 정부가 전기차 보조금 정책을 2년 연장하면서, 최근 해외 고객사의 설비투자로 검사 장비 수요가 꾸준히 발생하고 있다. 1Q20 수주잔고는 지난해 대비 50% 증가하여 실적 회복이 기대된다.

자비스

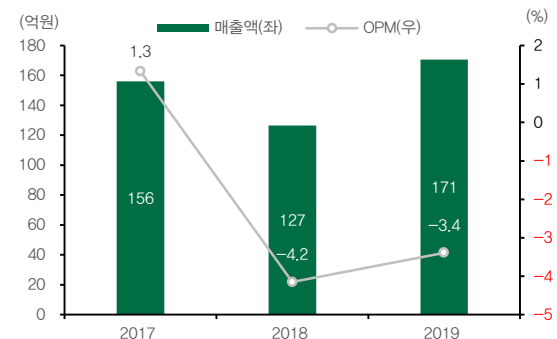
2002년 설립, 2019년 11월 스팅 합병으로 코스닥 시장에 상장한 X-Ray 검사장비 전문 기업이다. 제품 라인업은 2차전지, PCB, 반도체 등 산업용 검사장비 Xscan과 식품 내 금속 및 비금속 이물 검사장비 Fscan으로 구성되어 있다. 주요 고객사는 삼성전자, 삼성SDI, LG전자, LG화학 등이 있으며, 누적 2,000대 이상의 X-Ray 시스템을 납품하였다. 머신비전 기업의 최대 장점은 다양한 전방 산업으로 확장이 가능하다는 점이다. 산업용 Xscan은 최근 출하량이 증가하고 있는 웨어러블 기기 향 초소형 원통형 배터리 검사장비를 수주한 바 있다. 2018년 11월 설립한 중국JV, 2019년 4월 지분투자와 전략적 제휴를 체결한 RICOH와 설립한 일본 JV를 통하여 수출 확대를 추진 중이다. 반도체와 2차전지 등 고객사와의 기술 미팅에서 긍정적 평가를 받아 신규 고객사 수주가 기대되며, 상대적으로 높은 장비 스펙과 판가로 인해 매출액 성장과 수익성 개선이 기대된다. 신규 고객사향 수주 상황에 따라 2020년 매출액은 사상 최대치 달성이 가능할 전망이다.

도표 57. 이노메트리 실적 추이



자료: 이노메트리, DB금융투자

도표 58. 자비스 실적 추이



자료: 자비스, DB금융투자

부품 (디텍터)

뷰웍스

1999년 설립된 엑스선 디텍터와 산업용 카메라 제조업체이다. 엑스선 디텍터는 TFT FPD 방식의 정지영상 디텍터를 주로 공급하고 있다. 산업용 카메라는 디스플레이와 반도체 산업 등의 비전 검사에 사용되는 Area Scan 카메라와 Line Scan 카메라를 취급한다. 매출 비중은 의료용 이미징 솔루션 69%, 산업용 이미징 솔루션 31%이다. 2020년은 주력 제품인 FP-DR용 디텍터의 주문량이 3월을 기점으로 크게 증가하고 있으므로, 의료용 솔루션 비수기인 상반기 실적 개선을 전망한다. 또한, 지난해 신규 출시한 동영상 디텍터와 산업용 디텍터 판매량 증가, 산업용 카메라 전방시장의 투자 회복 등으로 연간 실적 개선 폭이 한층 더 커질 것으로 예상된다.

레이언스

2011년 바텍으로부터 물적분할하여 설립된 디텍터 전문 기업이다. 낮은 생산원가, 높은 내구성, 대면적 구현에 적합한 TFT 디텍터(매출비중 42%)와 고해상도, 동영상 촬영에 적합한 CMOS 디텍터(매출비중 32%)를 모두 생산하고 있다. 전방 산업별 매출 비중은 의료용 37%, 치과용 45%, 산업용 8%, 동물용 10%로 구성되어있다. 레이언스의 의료용 디텍터 매출액은 2015년 이후 연평균 12.7% 성장해왔으며, 2020년에도 COVID19 진단 수요 증가로 성장이 가파를 전망이다. 캐시카우 역할을 하는 치과용 디텍터 수요는 하반기 정상화되어 수익성이 회복될 것으로 기대된다. 산업용 디텍터는 반도체, 디스플레이, 2차전지 등 다양한 전방산업으로 적용처가 확대되고 있어 고성장을 지속할 전망이다. 일본이 70%를 점유하고 있는 치과용 지르코니아를 신사업으로 추진 중이며 향후 국산화 성과가 기대된다.

디알텍

2000년 설립, 2016년 코스닥 시장에 상장한 X-Ray 디텍터 전문 기업이다. 19년 매출 비중은 간접방식 52%, 직접방식 14%, 맘모 21%, 기타 13% 이다. 직접방식의 디텍터 제조 기업은 디알텍, Hologic, Analogic 등 소수이며, 디알텍은 직접방식 디텍터로 미국 동물용 시장에서 1위를 유지하고 있다. 2014년 간접방식 디텍터 출시, 2015년 맘모 디지털 업그레이드 솔루션 출시 등 제품 포트폴리오 확대를 지속 중이다. COVID19 이후 이동형 X-Ray 시스템 EXSYS Portable을 개발(ODM 생산)하여 국내 보건소 및 선별 진료소로 일부 납품이 진행되었다. 해외로는 이동형 X-Ray 시스템에 탑재되는 디텍터 EVS Advanced 수출이 증가하여 현재 가동률은 100% 이상을 유지하고 있다. 해외 법인 설립, 생산능력 확대, 인력 충원, 신제품 관련 연구개발비 투입 등 성장 동력 확보를 위한 투자가 2019년 일단락되어 2020년에는 손익 개선이 기대된다.

도표 59. 뷰웍스 실적 추이

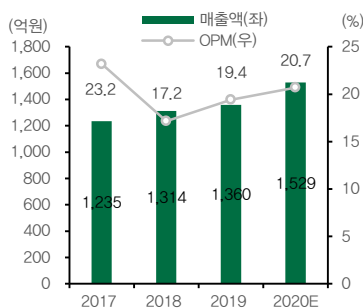


도표 60. 레이언스 실적 추이

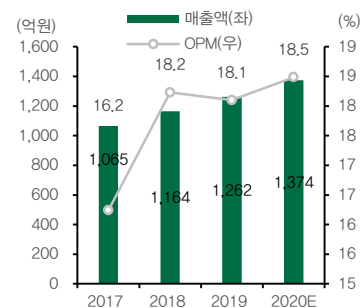
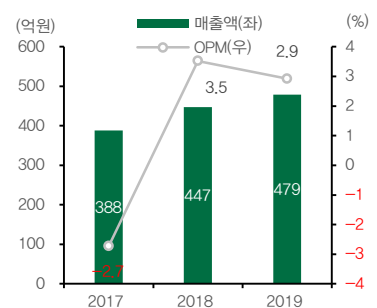


도표 61. 디알텍 실적 추이



자료: 각사 DB금융투자

주: 2020년 실적은 컨센서스 기준

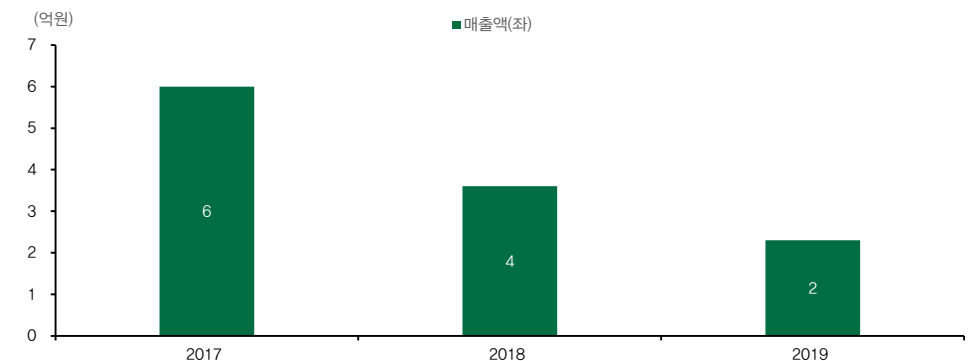
S/W

제이엘케이

2014년 설립, 2019년 코스닥 시장에 4차산업 특례 상장1호 기업으로 상장한 AI 의료 영상 분석 솔루션 개발사다. AI 의료 분석 솔루션은 2015년부터 개발을 시작했고, 2018년 8월에는 뇌 MR 영상 분석 솔루션 JBS-01K가 식약처 허가를 받는데 성공했다. 핵심 기술은 자체 개발한 AI 엔진과 빅데이터 기술, 이미지 처리 기술 등을 유기적으로 결합시킨 인공지능 올인원 플랫폼 'AIHuB'다. 레고처럼 핵심 AI 기술들을 모듈화시켜 제품화까지 걸리는 기간을 크게 단축시켰다. CT와 MRI, X-Ray 등 8가지 이미지 모달리티(modality)의 의료장비와 연동되고, 뇌와 흉부, 심장 등 14개 신체 부위에 적용가능한 37개의 의료솔루션 제품군을 보유하고 있다.

최근 수주가 증가하고 있는 제품은 병원(한신메디피아), X-Ray 시스템 제조사(디알젬, 에이치디티)로 공급된 AI 폐질환 분석 솔루션 JMEWER-X이다. 시스템 제조사는 분석 솔루션과 시스템을 턴키로 판매하여 제품 차별화와 판가 인상 효과를 기대할 수 있으며, 병원에서는 영상의학과 전문의의 판독을 솔루션이 보조하는 역할을 한다. 소형 X-Ray와 미니PC가 결합, 이동성이 뛰어나며 의료 인프라와 인력이 부족한 해외에서 활용성이 높을 것으로 기대되는 제품이다. 클린턴재단(CHA)의 라오스 폐질환진단 사업의 공개 입찰에서 1위를 달성하여 수주를 받았다. 인도에서는 정부 차원의 결핵 퇴치 프로젝트에 제이엘케이의 솔루션이 활용되고 있다.

도표 62. 제이엘케이 실적 추이

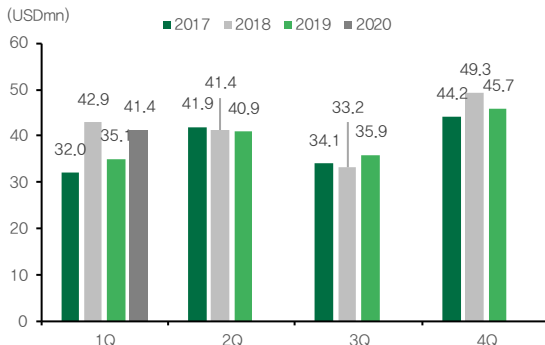


자료: DB금융투자

V. COVID19 확진자 수와 의료용 X-Ray 수출액 추이

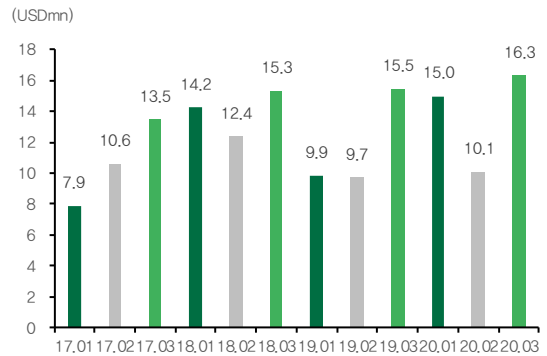
1Q20 한국의 의료용 X-Ray 수출액은 전년 동기 대비 17.9% 증가한 41,359천달러를 기록하였다. 월별로는 1월 14,982천달러, 2월 10,091천달러, 3월 16,286천달러를 기록하였다.

도표 63. 1Q20 수출액



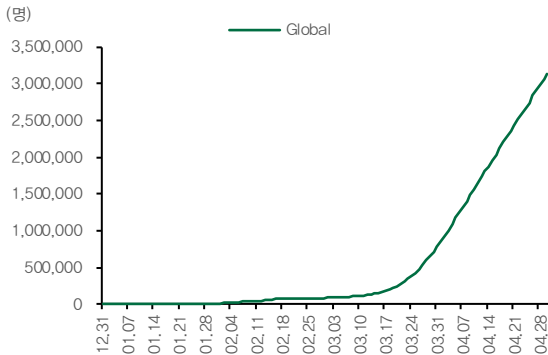
자료: 관세청, DB금융투자

도표 64. 월별 수출액



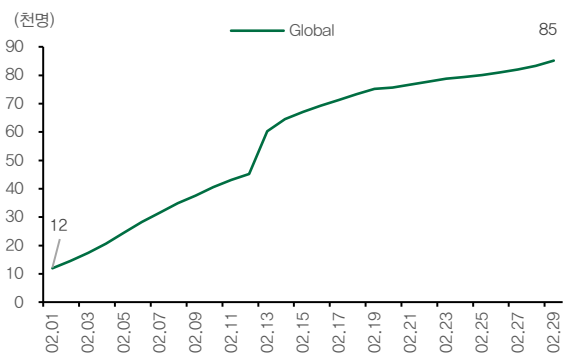
자료: 관세청, DB금융투자

도표 65. 1~4월 확진자 수



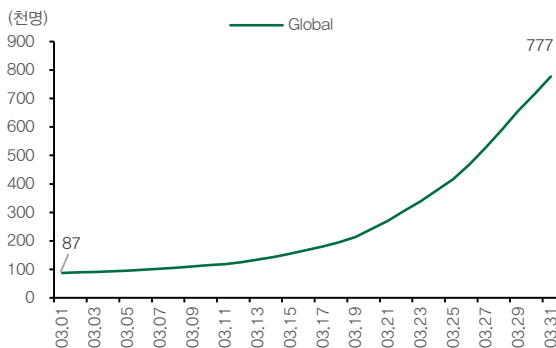
자료: OurWorldInData, DB금융투자

도표 66. 2월 확진자 수



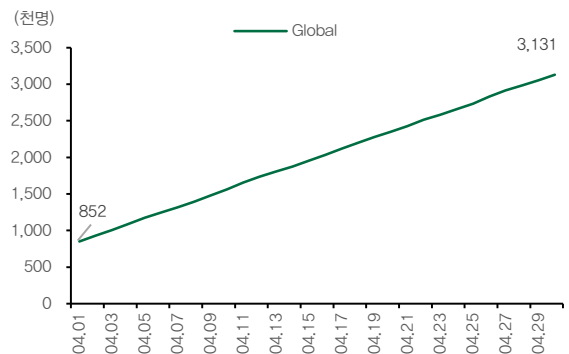
자료: OurWorldInData, DB금융투자

도표 67. 3월 확진자 수



자료: OurWorldInData, DB금융투자

도표 68. 4월 확진자 수



자료: OurWorldInData, DB금융투자

도표 69. 글로벌 확진자수

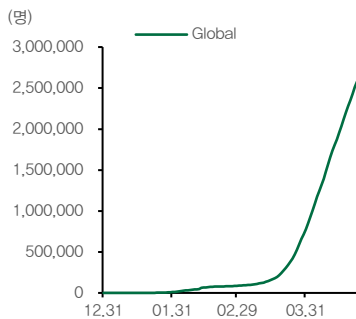


도표 70. 한국 확진자수

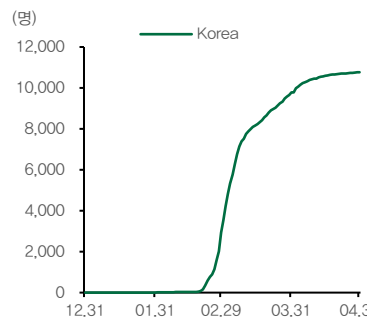
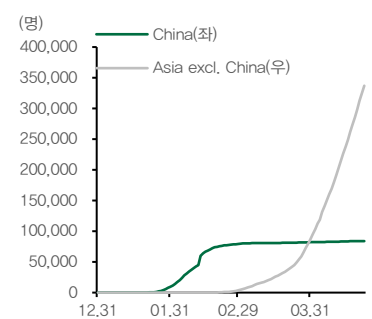


도표 71. 아시아 확진자수



자료: OurWorldInData, DB금융투자

도표 72. 중동 확진자수

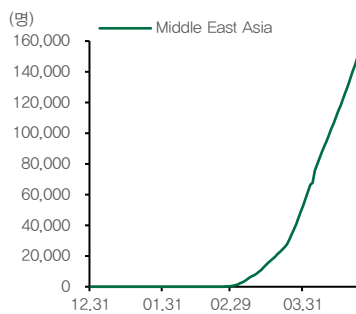


도표 73. 유럽 확진자수

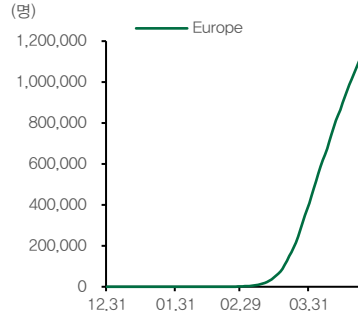
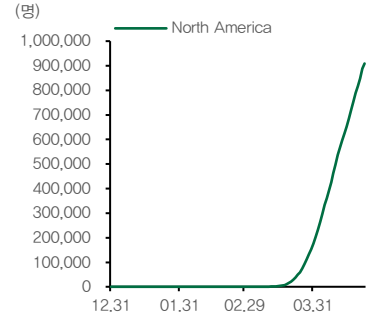


도표 74. 북미 확진자수



자료: OurWorldInData, DB금융투자

도표 75. 중남미 확진자수

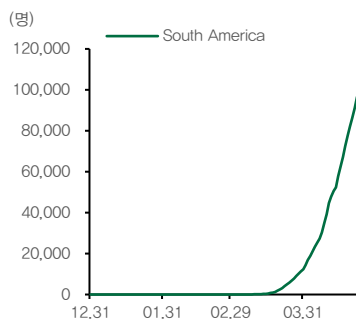


도표 76. 아프리카 확진자수

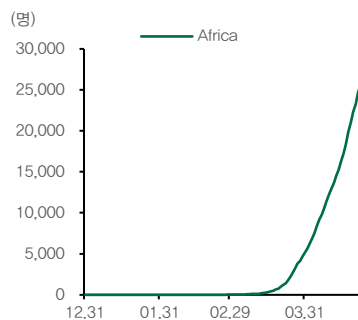
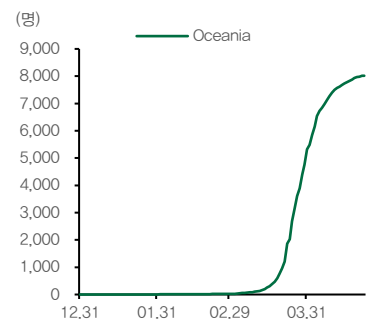


도표 77. 대양주 확진자수

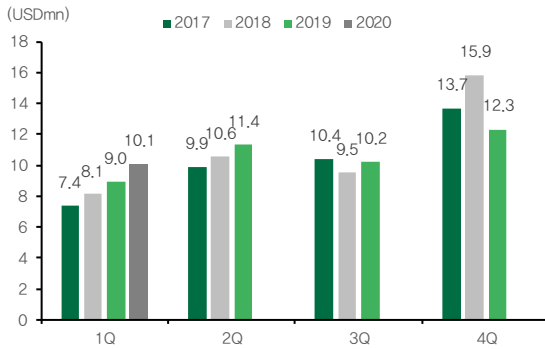


자료: OurWorldInData, DB금융투자

아시아

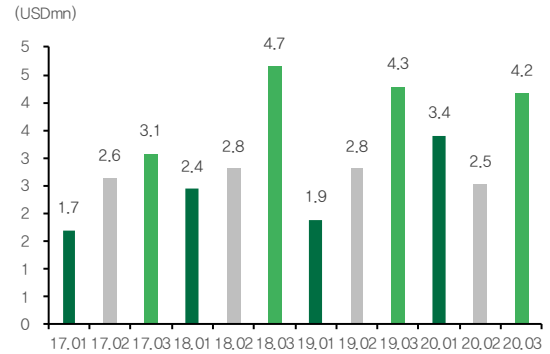
1Q20 한국의 아시아 국가항 의료용 X-Ray 수출액은 전년 동기 대비 12.4% 증가한 10,086천달러를 기록하였다. 월별로는 1월 3,400천달러, 2월 2,529천달러, 3월 4,157천달러를 기록하였다.

도표 78. 1Q20 수출액



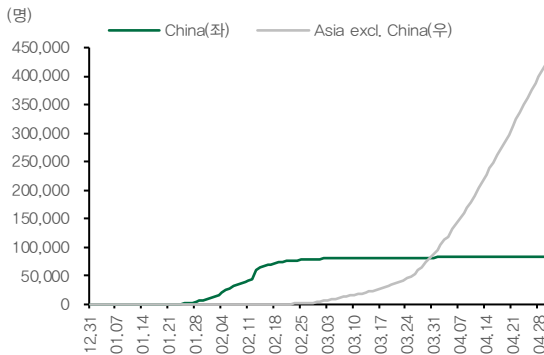
자료: 관세청, DB금융투자

도표 79. 월별 수출액



자료: 관세청, DB금융투자

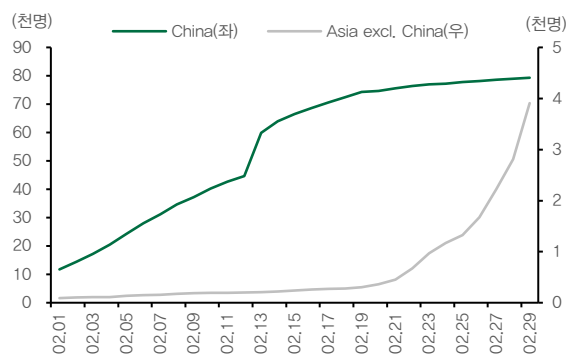
도표 80. 1~4월 확진자 수



자료: OurWorldInData, DB금융투자

주: 아시아 확진자수는 중동 포함

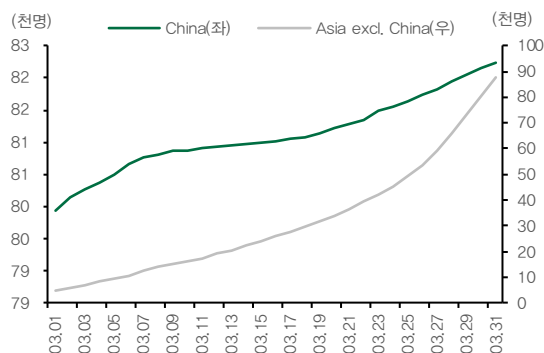
도표 81. 2월 확진자 수



자료: OurWorldInData, DB금융투자

주: 아시아 확진자수는 중동 포함

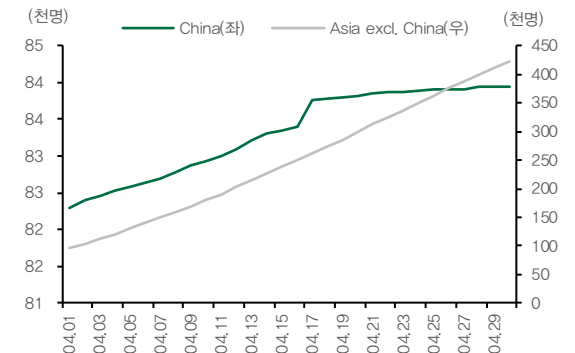
도표 82. 3월 확진자 수



자료: OurWorldInData, DB금융투자

주: 아시아 확진자수는 중동 포함

도표 83. 4월 확진자 수



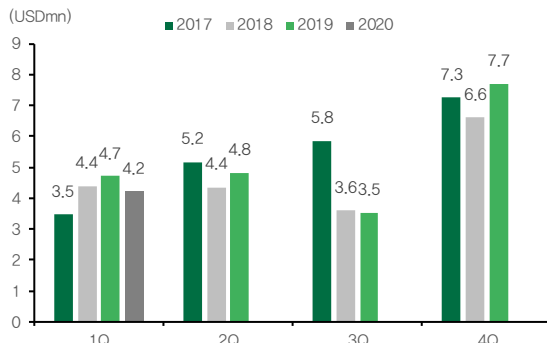
자료: OurWorldInData, DB금융투자

주: 아시아 확진자수는 중동 포함

중동

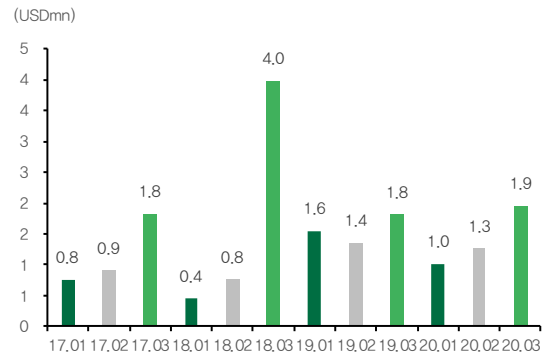
1Q20 한국의 중동 국가향 의료용 X-Ray 수출액은 전년 동기 대비 10.6% 감소한 4,210천달러를 기록하였다. 월별로는 1월 1,009천달러, 2월 1,256천달러, 3월 1,945천달러를 기록하였다.

도표 84. 1Q20 수출액



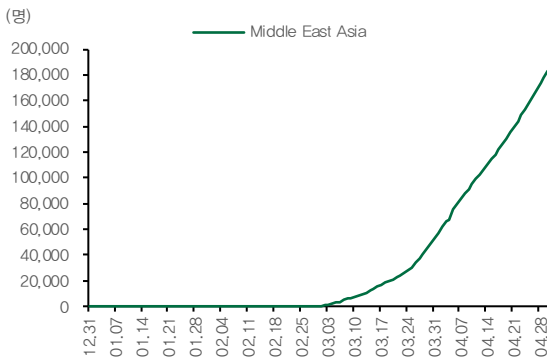
자료: 관세청, DB금융투자

도표 85. 월별 수출액



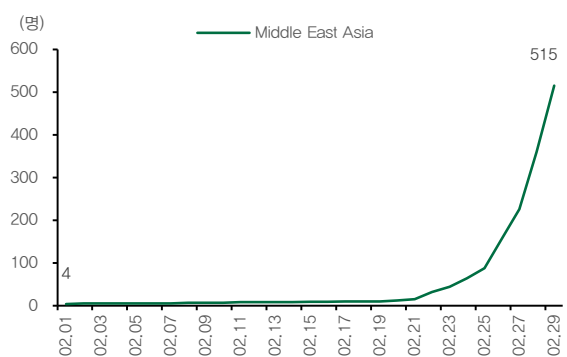
자료: 관세청, DB금융투자

도표 86. 1~4월 확진자 수



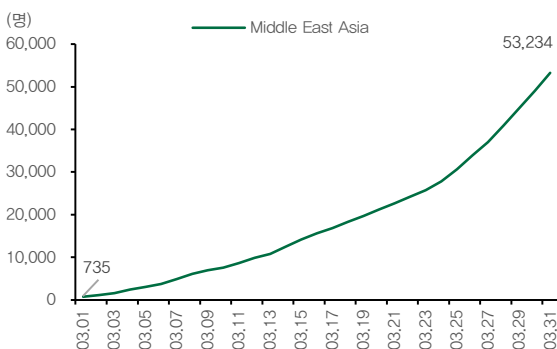
자료: OurWorldInData, DB금융투자

도표 87. 2월 확진자 수



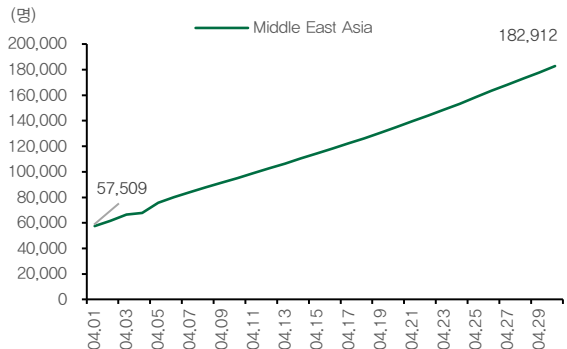
자료: OurWorldInData, DB금융투자

도표 88. 3월 확진자 수



자료: OurWorldInData, DB금융투자

도표 89. 4월 확진자 수

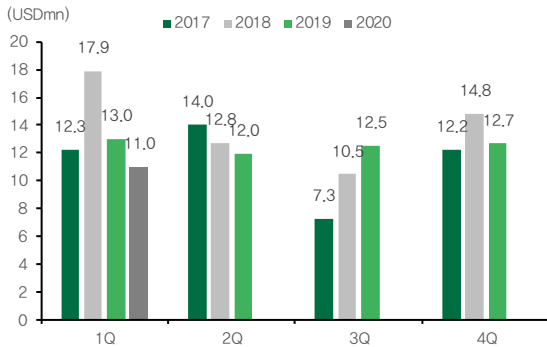


자료: OurWorldInData, DB금융투자

유럽

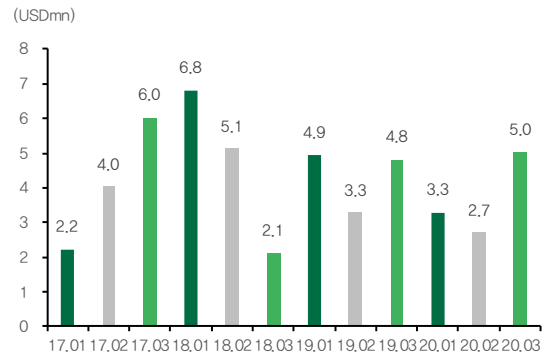
1Q20 한국의 유럽 국가향 의료용 X-Ray 수출액은 전년 동기 대비 15.4% 감소한 11,006천달러를 기록하였다. 월별로는 1월 3,294천달러, 2월 2,695천달러, 3월 5,017천달러를 기록하였다.

도표 90. 1Q20 수출액



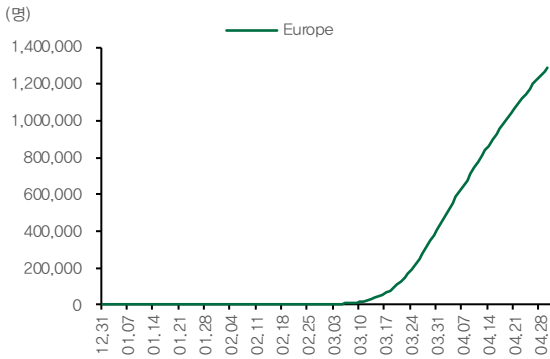
자료: 관세청, DB금융투자

도표 91. 월별 수출액



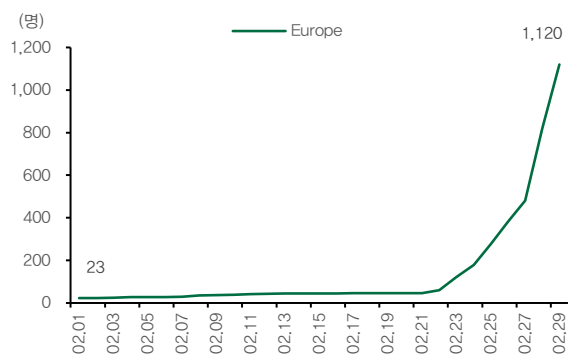
자료: 관세청, DB금융투자

도표 92. 1~4월 확진자 수



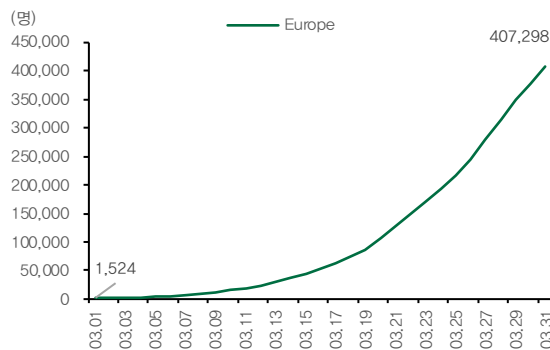
자료: OurWorldInData, DB금융투자

도표 93. 2월 확진자 수



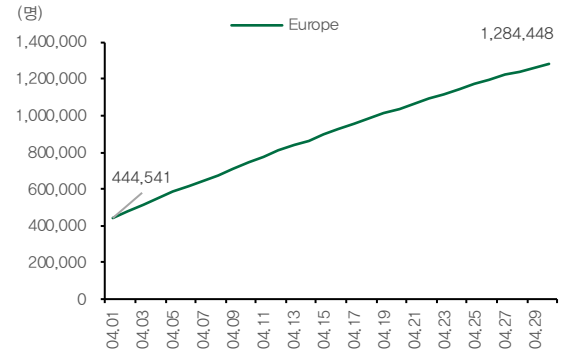
자료: OurWorldInData, DB금융투자

도표 94. 3월 확진자 수



자료: OurWorldInData, DB금융투자

도표 95. 4월 확진자 수

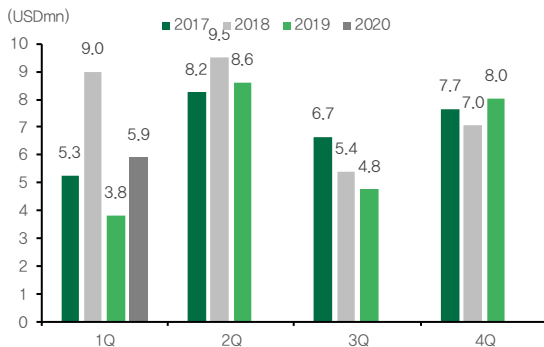


자료: OurWorldInData, DB금융투자

북미

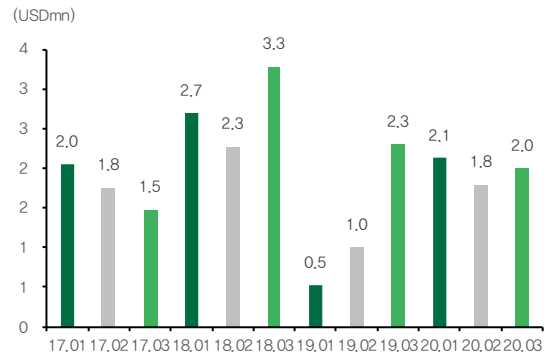
1Q20 한국의 북미 국가항 의료용 X-Ray 수출액은 전년 동기 대비 54.1% 증가한 5,908천달러를 기록하였다. 월별로는 1월 2,126천달러, 2월 1,790천달러, 3월 1,992천달러를 기록하였다.

도표 96. 1Q20 수출액



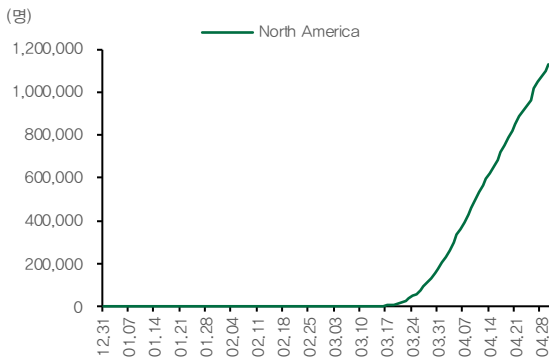
자료: 관세청, DB금융투자

도표 97. 월별 수출액



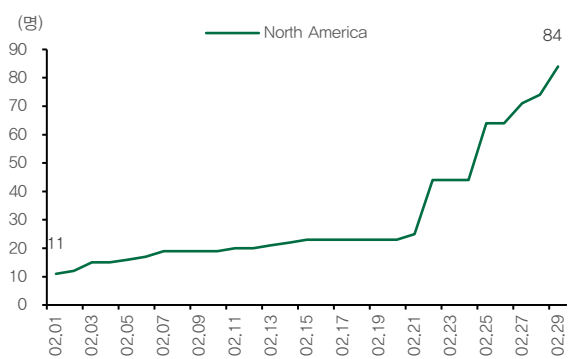
자료: 관세청, DB금융투자

도표 98. 1~4월 확진자 수



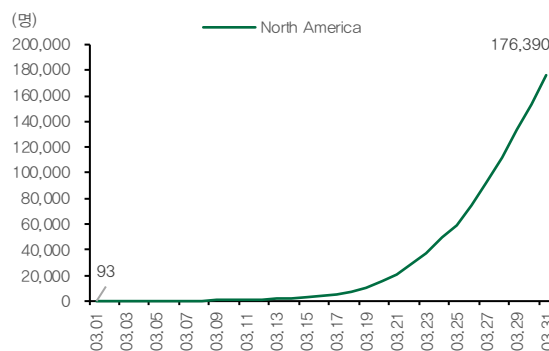
자료: OurWorldInData, DB금융투자

도표 99. 2월 확진자 수



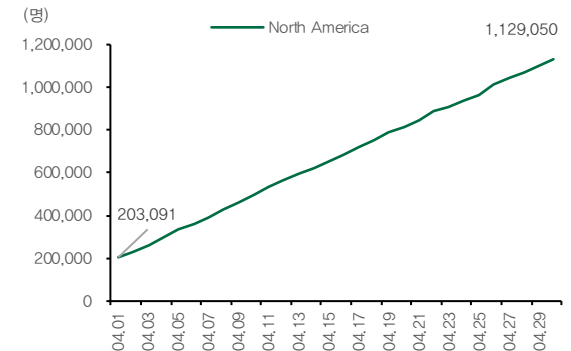
자료: OurWorldInData, DB금융투자

도표 100. 3월 확진자 수



자료: OurWorldInData, DB금융투자

도표 101. 4월 확진자 수

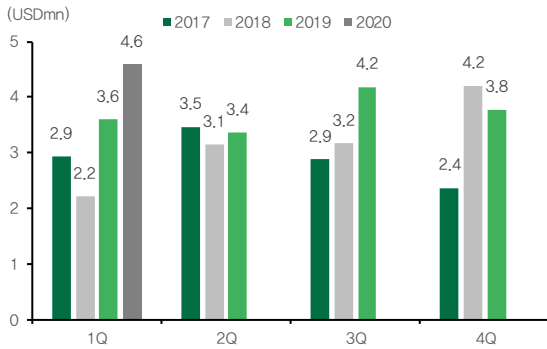


자료: OurWorldInData, DB금융투자

중남미

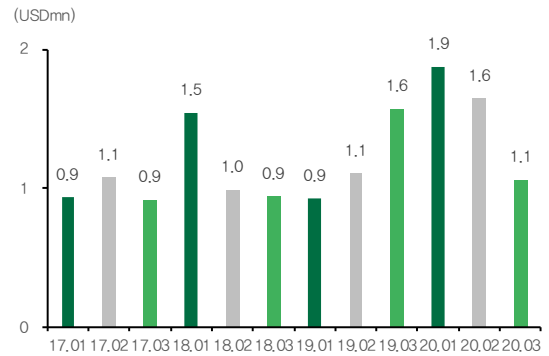
1Q20 한국의 중남미 국가향 의료용 X-Ray 수출액은 전년 동기 대비 27.1% 증가한 4,578천달러를 기록하였다. 월별로는 1월 1,873천달러, 2월 1,644천달러, 3월 1,061천달러를 기록하였다.

도표 102. 1Q20 수출액



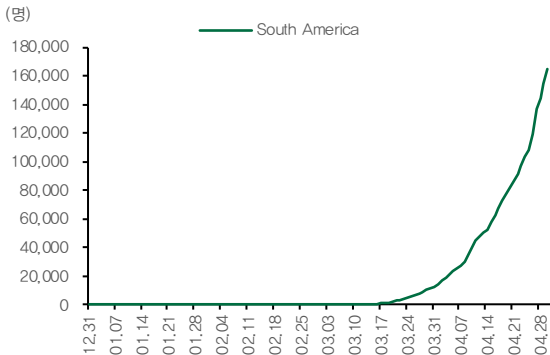
자료: 관세청, DB금융투자

도표 103. 월별 수출액



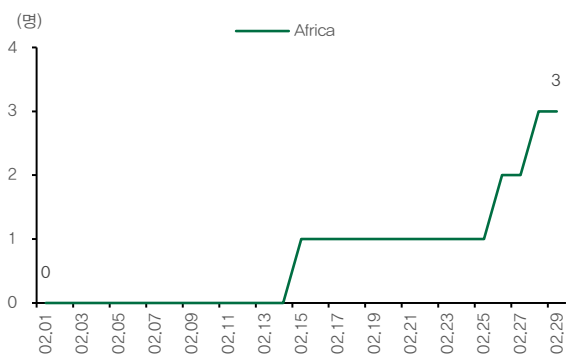
자료: 관세청, DB금융투자

도표 104. 1~4월 확진자 수



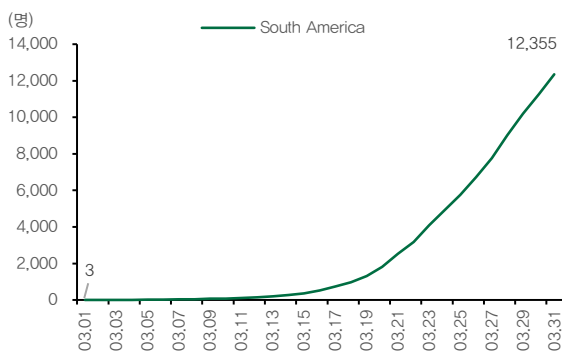
자료: OurWorldInData, DB금융투자

도표 105. 2월 확진자 수



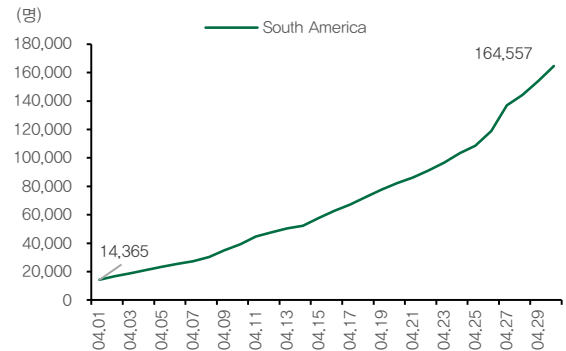
자료: OurWorldInData, DB금융투자

도표 106. 3월 확진자 수



자료: OurWorldInData, DB금융투자

도표 107. 4월 확진자 수

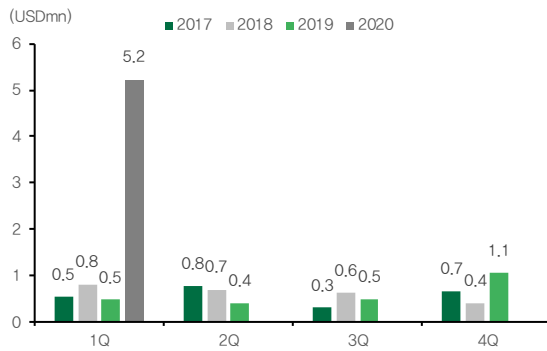


자료: OurWorldInData, DB금융투자

아프리카

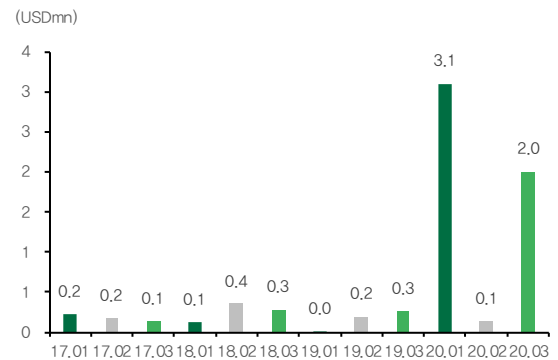
1Q20 한국의 아프리카 국가향 의료용 X-Ray 수출액은 전년 동기 대비 1,014.7% 증가한 5,228천달러를 기록하였다. 월별로는 1월 3,092천달러, 2월 136천달러, 3월 2,000천달러를 기록하였다.

도표 108. 1Q20 수출액



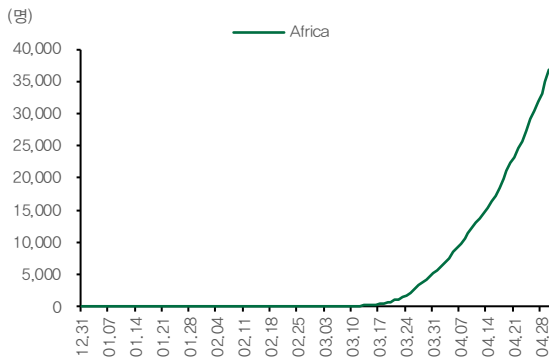
자료: 관세청, DB금융투자

도표 109. 월별 수출액



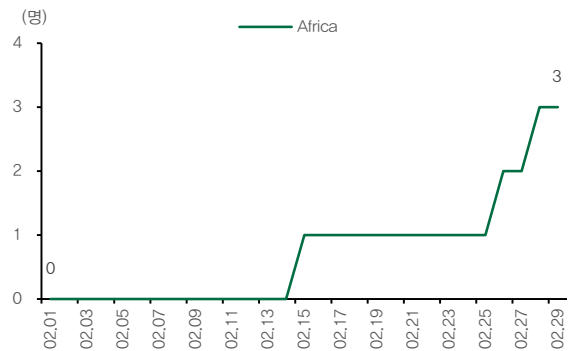
자료: 관세청, DB금융투자

도표 110. 1~4월 확진자 수



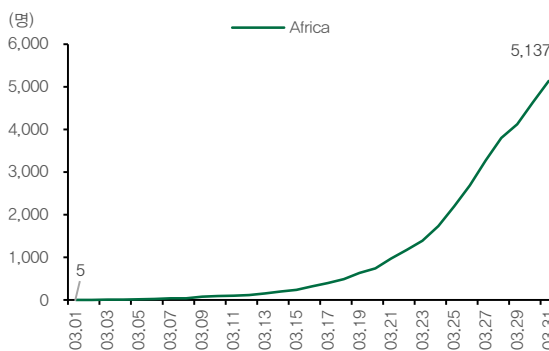
자료: OurWorldInData, DB금융투자

도표 111. 2월 확진자 수



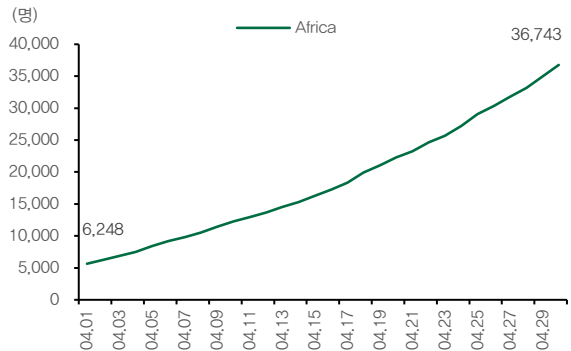
자료: OurWorldInData, DB금융투자

도표 112. 3월 확진자 수



자료: OurWorldInData, DB금융투자

도표 113. 4월 확진자 수

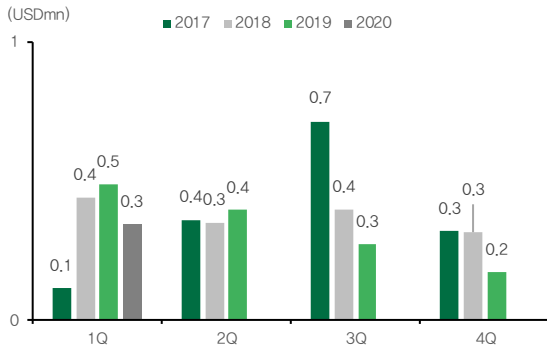


자료: OurWorldInData, DB금융투자

대양주

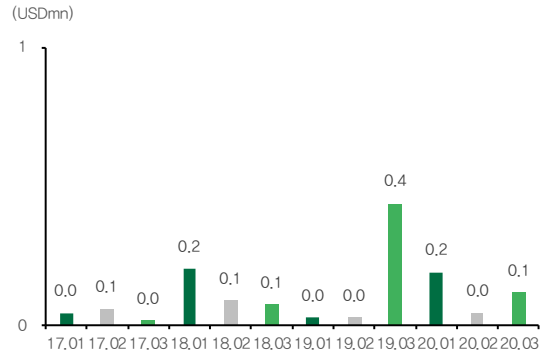
1Q20 한국의 대양주 국가항 의료용 X-Ray 수출액은 전년 동기 대비 29.3% 감소한 343천달러를 기록하였다. 월별로는 1월 188천달러, 2월 41천달러, 3월 114천달러를 기록하였다.

도표 114. 1Q20 수출액



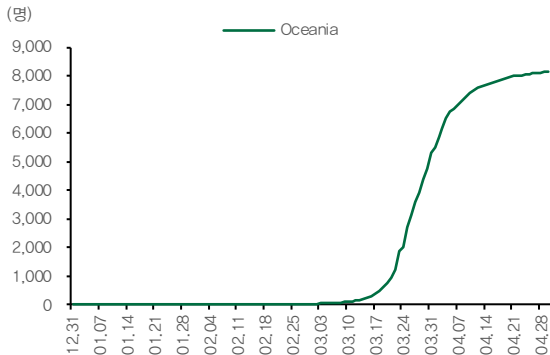
자료: 관세청, DB금융투자

도표 115. 월별 수출액



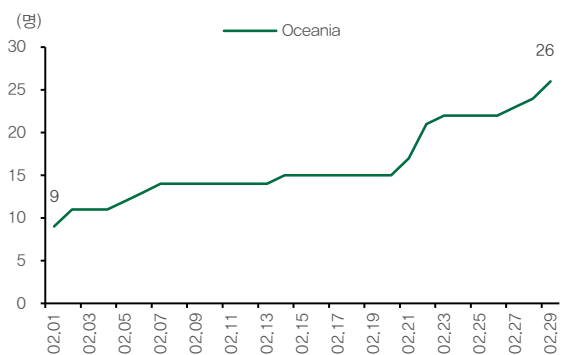
자료: 관세청, DB금융투자

도표 116. 1월 확진자 수



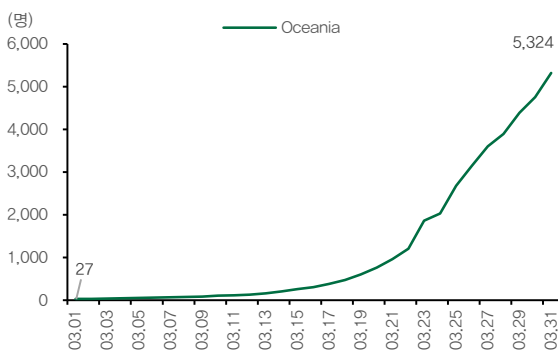
자료: OurWorldInData, DB금융투자

도표 117. 2월 확진자 수



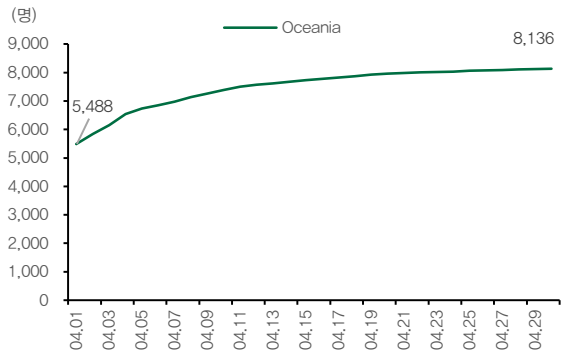
자료: OurWorldInData, DB금융투자

도표 118. 3월 확진자 수



자료: OurWorldInData, DB금융투자

도표 119. 4월 확진자 수



자료: OurWorldInData, DB금융투자



기업분석

- › 디알젬(263690)
- › 뷰웍스(100120)
- › 레이언스(228850)
- › 디알텍(214680)
- › 제이엘케이(322510)

디알젬

263690

목표주가 - 현재주가(05/08) 16,300원 Up/Downside - 투자 의견 NR

2020. 05. 12

국가대표 4번타자

Analyst 유현재

X-Ray 히든젬: 2003년 설립, 2018년 12월 코스닥 시장에 상장한 X-Ray 전문 기업이다. 주요 제품은 진단용 X-Ray 기기이며 자체브랜드와 ODM(삼성전자, 후지필름) 사업을 영위하고 있다. WHO의 권고 기준 출력인 32KW 이상 X-Ray 시스템 누적 생산량은 글로벌 1위이다. 2019년 전세계 93개 국가의 200여개의 의료기기 딜러사와 거래 중이며, 수출 비중은 76.8%이다. 2019년 10월 전 제품 라인업의 FDA와 CE 인증을 획득하여 적시적소에 제품을 공급할 준비가 되어있다.

중장기 성장 동력 확보: UN산하의 조달청 역할을 하는 UNOPS(UN프로젝트 조달기구)와 이동형 X-Ray 시스템 TOPAZ의 장기공급계약을 체결하였다. 1개월 이상, 총 4단계의 심사와 검증을 거쳐 국제 입찰의 최종 계약자로 선정되었다. 과거 터키 보건성향 국제 입찰에서도 매년 사업자로 선정 되었듯이, 다시 한번 기술력과 품질을 세계적으로 인정받은 것이다. 제이엘케이로부터 구매한 SI 폐질환 솔루션과 결합되어 의료 인프라/인력이 부족한 국가에 공급하여 시너지 효과가 발생할 수 있다. 2~3년 이후에는 현재 공급되는 제품의 유지보수 및 부품 매출이 발생하기 시작한다.

X-Ray 관련 기업 최선호주: 2020년 실적 추정치 기준 PER 7.5배로 여전히 저평가 되어있다. 2020년 매출액 1,418억원(+136% YoY), 영업이익 245억원(+435% YoY)를 전망한다. 올해 법인세 면제 대상이며, 21년부터는 50% 감면 대상이다. 시스템 생산량은 6,500대(+178% YoY)를 기록할 것으로 예상된다. 공급 부족에 따른 판가 인상, 고가의 모바일 제품 비중 확대, 우호적 환율, 유리한 계약 조건, 제한적 판관비 증가로 영업 레버리지가 발생하여 영업이익률이 17.3%(+9.7%pt YoY)로 크게 개선될 전망이다. 모바일 엑스레이 시스템 수요는 하반기에도 견조할 것으로 전망된다. 또한, COVID19 이후 개선된 거래선, 브랜드 가치, 영업환경이 중장기 성장에 기여할 것으로 전망되며, 신제품 출시, 생산 능력 확대, 원가 개선 등으로 성장이 지속될 전망이다.

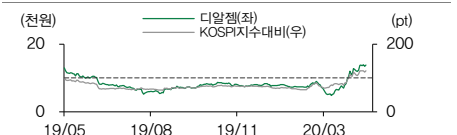
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

Stock Data

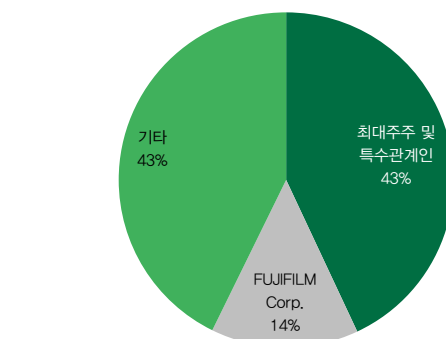
	2015	2016	2017	2018	2019
FYE Dec					
매출액	32	35	49	57	60
(증가율)	NA	9.4	40.0	16.3	5.3
영업이익	2	3	4	4	5
(증가율)	NA	50.0	33.3	0.0	25.0
지배주주순이익	2	0	4	5	5
EPS	248	50	413	466	483
PER (H/L)	NA/NA	NA/NA	NA/NA	22.2/12.7	34.2/10.6
PBR (H/L)	NA/NA	NA/NA	NA/NA	4.1/2.3	5.7/1.8
EV/EBITDA (H/L)	NA/NA	NA/NA	NA/NA	21.9/12.6	31.3/10.3
영업이익률	6.1	7.6	8.5	7.4	7.6
ROE	75.2	5.7	31.7	21.0	17.9

52주 최저/최고	4,780/16,550원
KOSDAQ /KOSPI	682/1,946pt
시가총액	1,846억원
60일-평균거래량	1,060,811
외국인지분율	1.2%
60일-외국인지분율변동주이	-0.4%p
주요주주	박정병 외 10 인 41.8%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	55.2	118.8	34.2
상대기준	38.2	115.7	46.6

도표 121. 주요 주주 현황 (2019년)



자료: 디알젼 DB금융투자

도표 123. 매출 비중(2019년)

Equipment Type	Percentage
Diagnostic X-ray	71%
기타	8%
Retrofit	9%
Generator	6%
Mobile X-ray	5%
Veterinary	1%

자료: 디알젬, DB금융투자

도표 125. 모바일 엑스레이 장비 TOPAZ



자료: 디알젼 DB금융투자

X-Ray 시스템 수요 급증으로 공급자 우위

코로나 바이러스 의심 환자는 흉부 X-Ray 촬영 및 판독 후 의심소견이 나오면 CT 촬영을 통해 정밀 검사를 받고있다. 코로나 바이러스 확진자의 경우 치료시설에 입원한 이후에도 적게는 이틀에 한번, 많게는 하루에 두번의 흉부 X-Ray 촬영을 하게 된다. 흉부 X-Ray 검사에서 폐렴이 확인되었음에도 불구하고, 환자가 느끼는 증상은 거의 없는 케이스가 있기 때문이다.

국내에서는 보건복지부가 20년 2월 전국 188개 보건소의 선별진료소에 이동형 엑스레이 구입비용 188억원을 긴급지원했다. 해외에서도 코로나 검사로 목적으로 해외 수주가 급격히 증가하자 디알젬은 X-Ray 시스템의 월 생산량을 1,000여대 수준으로 늘리며 대응하고 있다. 2019년 연간 X-Ray 시스템 생산량이 연간 2,334대인 것을 감안하면 월 생산량이 5배 증가한 셈이다. 해외 수주 물량은 이동이 용이한 모바일 제품 TOPAZ와 포터블 제품 JADE가 주를 이루고 있으며, 하이엔드급 제품인 모바일 X-Ray 판가는 전자 시스템 평균 ASP인 2천만원 대비 높은 것으로 파악된다.

4월 7일 공시된 계약 조건을 통해 공급 부족 상태를 간접적으로 확인할 수 있다. 1) 무역거래조건은 일반적으로 판매자가 선적 전까지의 육상 물류 비용과 위험을 부담하는 FOB(Free On Board)나, 판매자가 목적지에 인도될 때까지 운임과 보험료를 지급하는 CIF(Cost, Insurance and Freight)의 형태이다. 디알젬의 MIS Healthcare향 계약의 거래조건 Ex-works는 판매자가 현지 공장에서 구매자에게 바로 제품을 인도하는 것으로, 구매자가 공장 출고 이후 육상 및 해상 운송 비용을 부담한다. 2) 대금결제조건이 선금금 40%, 출고전 60%으로 판매자에게 유리하다. 20년 1월 21일 도미니카 공화국의 BP Medical향 TOPAZ(20억원 규모) 수출 공시에서는 거래조건은 CIF이며 대금결제조건은 선적전 55%, 선적후 120일 이내 45%이다.

코로나 사태 이후 기대할 수 있는 효과는 1) X-Ray 공급 부족으로 구매자시장에서 판매자시장으로만 기적 전환, 2) 신규 거래 국가/업체의 확보로 중장기 성장성 확보이다. 현지 경쟁사들로 인해 진출이 더디었던 유럽향 수주로부터 경쟁사 공급 차질을 유추할 수 있으며, 신규 거래선 확보도 긍정적이다. 보급형 X-Ray 시스템 주요 기업중 하나인 Sedecal은 스페인 기업으로, 코로나 바이러스 영향으로 생산 차질의 우려가 존재하는 등 증가하는 수요 대비 공급이 부족한 상황으로 판단된다.

도표 126. 20년 4월, 1월 공급 계약 공시 비교

계약명	Jade (모바일 엑스레이 장비)	TOPAZ (모바일 엑스레이 장비) 공급계약
계약금액(원화)	34.74억	63.33억
계약금액(USD)	282mn	515mn
공시일자	2020-04-22	2020-04-07
계약기간 시작일	2020-04-22	2020-04-06
계약기간 종료일	2020-05-12	2020-05-31
계약상대방	First Source	MIS Healthcare
지역	미국	영국
거래조건	Ex-works	Ex-works
대금결제조건	선금금 대당 1,500달러 / 잔금 설치후 30일 이내	1. 선금금 40% / 2. 출고전 60%
		1. 선적전 55% / 2. 선적후 120이내 45%

자료: 디알젬 DB금융투자

실적과 의견

2020년 매출액 1,418억원(+136% YoY), 영업이익 245억원(+434.9% YoY)를 전망한다. 2020년 엑스레이 시스템 판매량은 전년 대비 178% 증가한 6,500대를 기록할 것으로 전망한다. 연초 사업계획상 매출액은 740억원이었으나, 수출 증가로 상반기 내 조기 달성이 예상된다. 공급 부족에 따른 판가 인상, 모바일 제품 비중 확대, 우호적 환율, 유리한 계약 조건, 제한적 판관비 증가로 영업 레버리지가 발생하여 영업이익률이 17.3%(+9.7%pt YoY)로 크게 개선될 전망이다. 매출 비중은 보급형 위주의 자체 브랜드 70%, 하이엔드 위주의 OEM/ODM 30% 수준이었지만, 2020년에는 자체 브랜드 비중이 확대될 전망이다. 1Q20 잠정실적은 매출액 208억원(+77.6% YoY), 영업이익 23억원(+8,592.3% YoY)를 기록하였다. 3월 하반기월부터 해외 수주가 본격화 되어 2Q20 실적도 큰 폭으로 증가할 것으로 예상된다.

도표 127. 디알젬 실적 추이

(단위: 억원 %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2015	2016	2017	2018	2019	2020F
매출액	130	149	108	178	117	154	134	195	208	321	354	493	566	601	1,418
국내					34	45	30	32		62	106	150	182	141	
수출					83	110	105	163		259	248	344	384	461	
Diagnostic X-ray					87	106	96	140		218	264	354	424	428	
Retrofit					10	11	10	23		4	11	16	36	54	
Generator					10	17	6	6		22	26	50	60	38	
Mobile X-ray					4	6	10	8		52	15	39	15	29	
Veterinary					0	1	2	2		5	7	4	5	5	
기타 제품군					5	11	9	14		20	30	30	20	39	
응역					1	2	2	3		0	1	0	5	9	
매출원가	92	112	78	123	84	107	94	142	146	240	246	359	404	427	984
원가율	70.4	74.7	71.9	69.1	71.5	69.7	69.9	72.6	70.0	74.8	69.6	72.7	71.4	71.0	69.4
매출총이익	39	38	30	55	33	47	40	53	62	81	108	135	162	174	434
매출총이익율	29.6	25.3	28.1	30.9	28.5	30.3	30.1	27.4	30.0	25.2	30.4	27.3	28.6	29.0	30.6
판관비	29	27	25	39	33	32	29	34	40	61	81	93	120	128	190
인건비	12	11	11	15	13	17	14	14		20	27	35	50	57	
연구개발비	7	8	6	7	7	7	7	8		18	20	22	28	28	
애프터서비스비	0	2	2	4		-1	1	3			5	3	7	6	
지급수수료	1	1	1	5	1	1	1	1		4	8	6	8	4	
운반비	1	1	1	2	2	2	1	2		4	5	6	6	6	
지급수수료	1	1	1	5	1	1	1	1		4	8	6	8	4	
판관비율	21.9	18.1	23.5	21.7	28.4	20.8	21.8	17.2	19.1	19.1	22.8	18.8	21.2	21.4	13.4
영업이익	10	11	5	16	0	15	11	20	23	20	27	42	42	46	245
영업이익율	7.6	7.1	4.6	9.2	0.1	9.5	8.3	10.1	10.9	6.1	7.6	8.5	7.4	7.6	17.3
세전이익	10	12	5	15	0	14	13	18	28	13	6	38	42	46	245
세전이익율	7.5	7.7	4.5	8.6	0.4	9.1	9.9	9.2	13.3	4.0	1.8	7.7	7.4	7.6	17.3
당기순이익	10	14	5	18	3	15	15	22	28	16	3	40	47	55	245
당기순이익율	7.5	9.6	4.5	9.8	3.0	9.6	10.8	11.2	13.3	5.1	0.9	8.1	8.2	9.1	17.3

자료: 디알젬 DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	14	19	22	32	44
현금및현금성자산	2	3	4	8	11
매출채권및기타채권	6	8	6	10	13
재고자산	5	7	11	12	19
비유동자산	9	9	13	14	19
유형자산	7	7	11	11	12
무형자산	0	0	0	1	2
투자자산	0	0	0	1	2
자산총계	24	28	34	46	63
유동부채	18	16	15	12	25
매입채무및기타채무	3	9	7	10	17
단기차입금및단기차입금	8	5	6	0	5
유동성장기부채	0	1	0	0	1
비유동부채	4	3	4	6	6
사채및장기차입금	1	0	1	1	0
부채총계	21	18	19	18	31
자본금	0	5	5	6	6
자본잉여금	0	3	5	14	14
이익잉여금	1	2	6	9	14
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	2	10	16	29	33

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동현금흐름	1	5	2	3	3
당기순이익	2	0	4	5	5
현금유출이없는비용및수익	2	3	2	2	3
유형및무형자산상각비	1	1	1	1	1
영업관련자산부채변동	-2	3	-3	-3	-3
매출채권및기타채권의감소	-1	-2	2	-3	-4
재고자산의감소	-2	-2	-4	-1	-6
매입채무및기타채무의증가	0	6	0	2	7
투자활동현금흐름	-1	-1	-4	-2	-4
CAPEX	1	0	4	0	2
투자자산의순증	0	0	0	0	-1
재무활동현금흐름	1	-3	3	3	3
사채및차입금의 증가	15	-9	1	-6	5
자본금및자본잉여금의증가	1	7	2	9	-1
배당금지급	0	0	0	-1	-1
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	2	1	1	4	2
기초현금	0	2	3	4	8
기말현금	2	3	4	8	11

자료: 디알젼 DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	32	35	49	57	60
매출원가	24	25	36	40	43
매출총이익	8	11	13	16	17
판매비	4	6	7	9	10
영업이익	2	3	4	4	5
EBITDA	2	3	5	5	5
영업외손익	-1	-2	0	0	0
금융손익	-1	-1	0	0	0
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	-1	0	0	0
세전이익	1	1	4	4	5
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2	0	4	5	5
지배주주지분순이익	2	0	4	5	5
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	2	1	4	5	5
증감률(%YoY)					
매출액	NA	10.2	39.5	14.8	6.1
영업이익	NA	36.9	55.0	0.9	8.7
EPS	NA	-80.0	729.2	13.0	3.6

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업외수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원 % 배)	2015	2016	2017	2018	2019
주당이익(원)					
EPS	248	50	413	466	483
BPS	329	1,023	1,601	2,532	2,872
DPS	1,600	130	80	50	50
Multiple(배)					
P/E	NA	NA	NA	14.7	17.3
P/B	NA	NA	NA	2.7	2.9
EV/EBITDA	NA	NA	NA	14.6	17.0
수익성(%)					
영업이익률	6.1	7.6	8.5	7.4	7.6
EBITDA마진	7.7	9.1	9.5	8.4	8.7
순이익률	5.1	0.9	8.1	8.2	9.1
ROE	75.2	5.7	31.7	21.0	17.9
ROA	7.0	1.3	12.8	11.5	10.0
ROIC	13.0	6.6	16.8	15.0	13.5
안정성및기타					
부채비율(%)	979.6	191.7	119.8	61.4	93.9
이자보상배율(배)	2.5	3.2	23.0	33.8	114.2
배당성향(배)	12.4	36.4	19.6	12.2	6.9

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 PO 대포주관입무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이견 비율 (2020-04-02 기준) - 매수(87.3%) 중립(12.7%) 매도(0.0%)

기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

디알젼 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자이견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
----	------	------	--------------------	----	------	------	--------------------

뷰웁스

100120

목표주가 - 현재주가(05/08) 37,000원 Up/Downside - 투자 의견 NR

2020. 05. 12

다재다능한 멀티플레이어

Analyst 유현재

의료용, 산업용 이미징 솔루션 전문 기업: 1999년 설립된 엑스선 디텍터와 산업용 카메라 제조업체이다. 엑스선 디텍터는 TFT FPD 방식의 정지영상 디텍터를 주로 공급하고 있다. 산업용 카메라는 디스플레이와 반도체 산업 등의 비전 검사에 사용되는 Area Scan 카메라와 Line Scan 카메라를 취급한다. 매출 비중은 의료용 이미징 솔루션 69%, 산업용 이미징 솔루션 31%이다.

변화를 끌어안고 미래로 나아간다: 현실에 안주하지 않고 계속 변화를 추구해 왔다는 점이 빛난다. 매출액의 10% 이상을 연구개발비로 집행하고 당기에 비용처리하면서도 현금성자산이 축적되고 있다. AED 기능을 탑재한 TFT FPD 디텍터(2012~2016년), 초고해상도를 구현한 Area Scan 카메라(2016~2018년)로 고속성장을 구가한 뒤 이제 다시 동영상 디텍터, 바이오 영상 시스템, TDI 라인 스캔 카메라 등으로 나아가고 있다.

나쁘지 않았던 2019년, 더 좋아질 2020년: 2019년 연결기준 매출액 1,360억원(+3.5%), 영업이익 264억원(+17.1%)을 시현했다. 의료용 이미징 솔루션 부문은 고객선 다변화와 주력제품인 TFT FPD 정지영상 디텍터 가격 하락세 둔화, 원/달러 환율 상승 효과에 힘입어 수익성이 회복됐다. 반면 산업용 이미징 솔루션 부문은 국내외 디스플레이 업계의 신규투자 감소로 부진한 흐름이 이어졌다. 2020년은 주력 제품인 FP-DR용 디텍터의 주문량이 3월을 기점으로 크게 증가하고 있으므로, 의료용 솔루션 비수기인 상반기 실적 개선을 전망한다. 또한, 지난해 신규 출시한 동영상 디텍터와 산업용 디텍터 판매량 증가, 산업용 카메라 전방시장의 투자 회복 등으로 연간 실적 개선 폭이 한층 더 커질 것으로 예상된다.

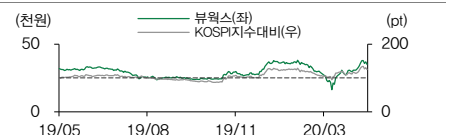
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2015	2016	2017	2018	2019
FYE Dec					
매출액	93	117	123	131	136
(증가율)	31.0	25.8	5.1	6.5	3.8
영업이익	18	30	29	23	26
(증가율)	38.5	66.7	-3.3	-20.7	13.0
지배주주순이익	16	27	20	21	24
EPS	1,589	2,697	1,963	2,077	2,421
PER (H/L)	29.4/16.8	25.9/15.1	37.7/18.4	23.1/13.8	15.1/9.7
PBR (H/L)	5.5/3.2	6.3/3.7	5.9/2.9	3.4/2.0	2.3/1.4
EV/EBITDA (H/L)	19.3/11.2	18.9/11.0	20.8/9.8	16.2/9.2	9.8/5.8
영업이익률	19.7	26.0	23.2	17.2	19.4
ROE	20.5	27.7	16.6	15.6	16.0

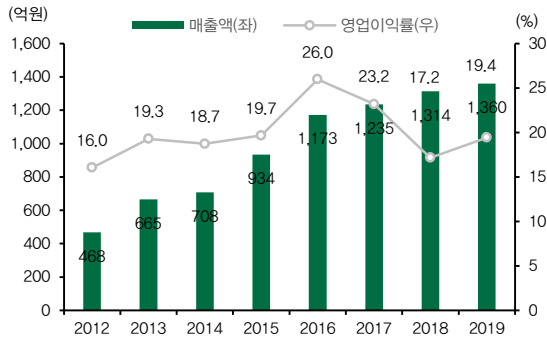
Stock Data

52주 최저/최고	16,400/38,200원
KOSDAQ /KOSPI	682/1,946pt
시가총액	3,701억원
60일-평균거래량	150,289
외국인지분율	26.2%
60일-외국인지분율변동추이	-3.3%p
주요주주	김후식 외 7 인 28.5%



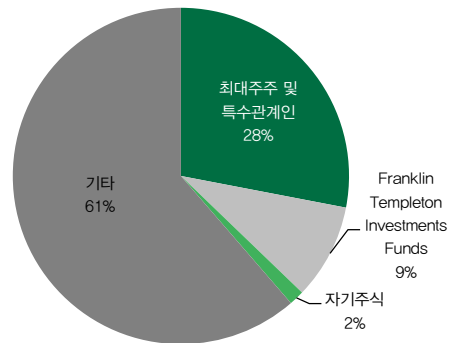
주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	20.5	0.0	17.5
상대기준	7.3	-1.4	28.3

도표 128. 뷰웍스 매출액과 영업이익률



자료: 뷰웍스, DB금융투자

도표 129. 뷰웍스 주요 주주 현황(2019년)



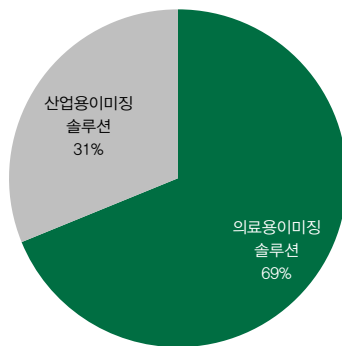
자료: 뷰웍스, DB금융투자

도표 130. 뷰웍스 주요 연혁

일자	내용
1999.09	㈜레이시스 설립
2001.10	CCD 타입 디텍터 런칭
2005.10	R/F Table 디텍터 런칭
2006.11	㈜뷰웍스로 사명 변경. 본사 이전
2009.04	코스닥 상장
2010.11	세계 최초 9,600만 화소 산업용 카메라 개발
2012.05	FPD 타입 디텍터 FDA 인증
2014.09	평촌 신사옥 이전
2016.02	TDI 라인스캔 카메라 VT시리즈 출시
2019.05	화성 신공장 투자 결정 (296억원 규모)
2H20	화성 신공장 준공 예정

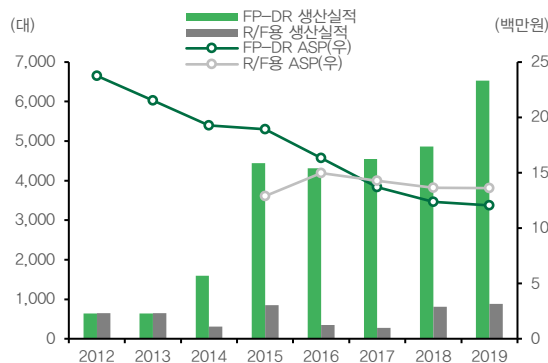
자료: 뷰웍스, DB금융투자

도표 131. 뷰웍스 사업부문별 매출액 비중(2019년)



자료: 뷰웍스, DB금융투자

도표 132. 뷰웍스 생산 실적과 ASP 추이



자료: 뷰웍스, DB금융투자

도표 133. 뷰웍스 의료용 디텍터 제품 라인업



자료: 뷰웍스, DB금융투자

나쁘지 않았다, 더 좋아진다

21년 업력의 이미징 솔루션 전문기업

뷰웍스는 의료용/산업용 이미징 솔루션 사업을 영위하는 기업이다. 1999년 삼성항공(現 한화에어로 스페이스) 광학연구소 출신의 김후식 대표를 비롯한 6인이 공동 창업했다. 엑스선 검사장비 핵심부품 인 엑스선 디텍터, 제조라인 비전 검사와 교통/방범 등의 비산업 부문에 사용되는 초고해상도 산업용 카메라를 제조, 판매하고 있다. 엑스선 디텍터는 완성품 제조사와 레트로핏(구형 아날로그 기기를 디지털로 업그레이드하는 시장) 업체에 공급한다. 산업용 카메라는 디스플레이, 반도체 등 국내외 IT 기업 들이 주요 고객이다. 2009년 코스닥 시장에 상장했다. 2019년 사업부문별 매출액 비중은 의료용 이미 징 솔루션 69%, 산업용 이미징 솔루션 31%이다.

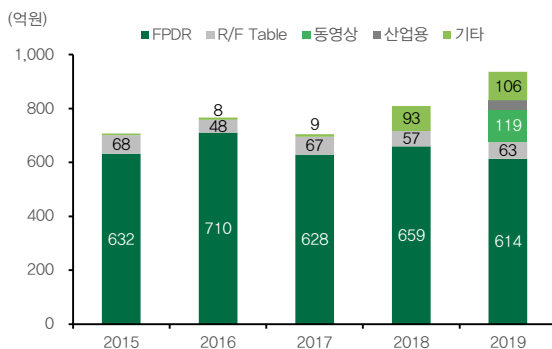
엑스선 디텍터 실적 회복, 산업용 카메라 부진 지속

2019년 연결기준 매출액 1,360억원(+3.5%), 영업이익 264억원(+17.2%), 영업이익률 19.4%(+2.2%p)를 공시했다. 사상최대 실적을 기록했던 2016년의 영업이익 305억원에는 미치지 못했지만, 226억원에 그쳤던 2018년보다는 수익성이 호전됐다. 의료용 이미징 솔루션 부문 영업이익이 2018년 104억 원에서 두 배 가까이 증가한 201억원을 기록하였다. 핵심 고객의 디텍터 자체 조달 전환으로 인한 매출 손실을 수출지역 다변화로 만회했고, 원/달러 환율 상승의 도움도 받았다. 반면 산업용 이미징 솔루션 부문 영업이익은 국내외 디스플레이 업계의 설비 투자 감소로 인해 2018년 130억원에서 47% 감소한 68억원을 기록하였다.

2020년에도 실적 회복 추세 지속

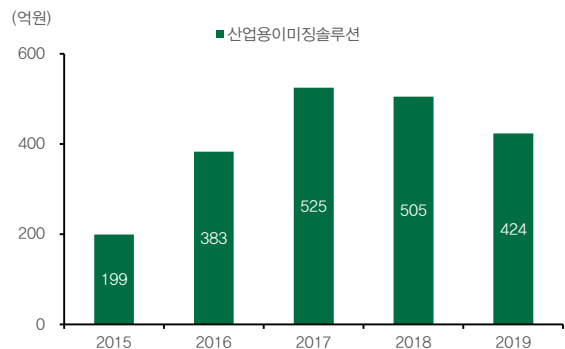
2020년에도 실적 회복 추세가 이어질 것으로 판단한다. 의료용 이미징 솔루션 부문에서는 주력제품인 TFT FPD 디텍터의 가격 하락세가 둔화되고 판매량이 회복 중이다. 지난해 신규 출시한 치과용/수술 실용 동영상 디텍터와 산업용 디텍터는 올해와 내년 본격적인 볼륨성장과 함께 이익 기여도가 확대될 것이다. 산업용 이미징 솔루션 부문에서는 국내외 디스플레이 설비투자 재개에 대한 기대가 높아지는 가운데, 동사가 강점을 갖는 초고해상도 Area Scan 카메라와 TDI Line Scan 카메라의 적용 분야가 확대될 수 있다. 수출 비중이 약 76%로 매우 높고 2019년말 기준 550억원에 이르는 외화 순자산을 보유하고 있어 고환율 수혜를 받는다는 점도 긍정적인 요소이다.

도표 134. 뷰웍스 의료용 부문(엑스선 디텍터) 매출액 추이



자료: 뷰웍스, DB금융투자

도표 135. 뷰웍스 산업용 부문(산업용 카메라) 매출액 추이



자료: 뷰웍스, DB금융투자

의료 부문, 경쟁 심화를 신제품으로 돌파

직접방식과
간접방식으로
나누는
엑스선 디텍터

엑스선 디텍터는 피사체를 통과한 엑스선을 감지해 사람이 볼 수 있도록 하는 장치를 말한다. 엑스선 검사장비의 핵심 부품 중 하나로, 화상을 획득하는 방식에 따라 다양한 제품군이 존재한다. 먼저 직접 변환방식과 간접변환방식으로 나눌 수 있는데, 직접변환방식은 비정질셀레늄 등 반도체 물질을 이용해 조직을 투과한 엑스선을 직접 감지하고, 이를 전기 신호로 변환한 후 영상 신호로 재변환해 화상을 획득한다. 간접변환방식은 섬광체(Scintillator)를 통해 엑스선을 가시광선으로 변환하고, 영상센서(CCD, CMOS, a-Si 등)로 가시광선을 전기 신호로 변환한 후 영상 신호로 재변환해 화상을 획득한다. 일반적으로 조직이 연한 유방 촬영이나 체구가 작은 반려동물 촬영에는 신호 손실이 적은 직접방식을 이용하고, 다른 인체 촬영에는 안정적이고 가격이 저렴한 간접방식을 이용한다.

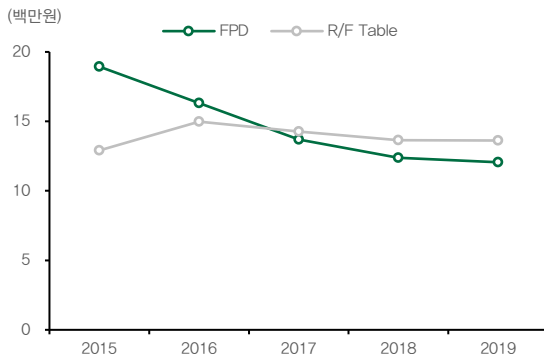
주력제품인 FPD
정지영상 디텍터
수익성 하락

뷰웍스의 주력 제품군은 a-Si TFT FPD를 센서로 탑재한 간접변환방식의 정지영상 디텍터이다. 간접 방식 시장을 양분하고 있는 CMOS에 비해 해상도가 떨어지고 동영상 획득이 어렵지만, 면적당 원가가 낮아서 대면적 구현이 유리하고 내구성이 높다는 것이 장점이다. 동사는 2012년 엑스선 방출장치의 개조 없이 아날로그 시스템을 디지털로 업그레이드할 수 있는 AED 기능 탑재 디텍터를 출시해 북미 레트로핏 시장에서 고속성장을 구가한 바 있다. 그러나 지금은 중국산 저가제품의 유입과 글로벌 1위 업체의 단가 인하, 주요 고객사의 디텍터 내재화 결정으로 수익성이 다소 낮아진 상태다. 이에 동사는 레트로핏 수요가 빠르게 성장하고 있는 중남미와 중동으로 영업선을 다변화하고 있다.

신성장동력은
TFT FPD 방식의
동영상 디텍터와
산업용 디텍터

새로운 성장동력은 동영상 디텍터와 산업용 디텍터에서 찾는다. 2018년 출시한 동영상 디텍터는 치과용 올인원 시스템과 수술실용 R/F Table, C-arm 시장이 타겟이다. 일반적으로 사용되는 CMOS 센서가 아닌, TFT FPD를 탑재해 넓은 시야각을 갖는다. 치과용의 경우 2D 파노라마 촬영, 3D CBCT, 교정 진단에 사용되는 두부계측(Cephalometric) 촬영이 모두 가능하며 가격도 상대적으로 저렴하다. TFT FPD 기반의 산업용 디텍터도 출시했는데, 비파괴검사와 검색대 등의 용도로 활용할 수 있다. 지난해 동영상 디텍터는 119억원, 산업용 디텍터는 34억원의 매출액을 올렸다. 레퍼런스가 쌓이면서 주문량이 빠르게 늘어나는 산업 특성상 올해는 볼륨 증가 폭이 더욱 확대될 것으로 기대한다. 동사는 직접방식이 주류를 이루는 유방 촬영 디텍터 시장에도 간접방식 TFT FPD 디텍터를 출시할 계획이다.

도표 136. 엑스선 디텍터 주력제품 단가 하락 추세 둔화



자료: 뷰웍스, DB금융투자

주: 품목별 매출액을 판매량으로 나눈 단순평균

도표 137. 치과 올인원 시스템용 FPD 디텍터 Vivix-D 출시



자료: 뷰웍스, DB금융투자

도표 138. 뷰웍스 실적 추이

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	294	307	338	376	295	351	325	389	934	1,173	1,235	1,314	1,360
의료용이미징솔루션	191	164	207	247	188	229	230	289	735	790	710	809	936
CCD Type DR용 디텍터									28	23	5		
FP Type DR용 디텍터	165	137	167	190	122	145	157	189	632	710	628	659	614
R/F Table용 디텍터	15	14	15	12	16	17	17	13	68	48	67	57	63
동영상 디텍터					21	33	25	41					119
산업용 디텍터					7	5	10	12					34
기타	10	13	25	45	23	29	22	33	6	8	9	93	106
산업용이미징솔루션	103	142	131	129	107	122	94	100	199	383	525	505	424
매출원가	145	169	159	187	135	166	143	198	511	571	614	659	641
원가율	49.2	55.1	47.0	49.7	45.6	47.1	44.0	50.9	54.7	48.7	49.7	50.1	47.1
매출총이익	149	138	179	189	161	186	182	191	424	602	621	655	719
매출총이익율	50.8	44.9	53.0	50.3	54.4	52.9	56.0	49.2	45.3	51.3	50.3	49.9	52.9
판매비	108	94	110	118	105	121	113	116	240	298	335	430	455
인건비									70	90	98	124	143
연구개발비									78	113	136	161	166
애프터서비스비									12	7	7	8	11
지급수수료									17	21	21	38	43
광고선전비									7	10	10	15	15
판매비율	36.9	30.5	32.4	31.5	35.5	34.5	34.9	29.7	25.7	25.4	27.1	32.7	33.5
영업이익	41	44	70	71	56	64	68	76	184	305	286	226	264
의료용이미징솔루션												104	201
산업용이미징솔루션												130	68
영업이익율	13.9	14.4	20.6	18.9	18.9	18.3	21.0	19.5	19.7	26.0	23.2	17.2	19.4
의료용이미징솔루션												12.8	21.5
산업용이미징솔루션												25.8	16.1
세전이익	38	71	66	77	69	74	106	52	191	334	233	251	302
세전이익율	12.9	23.1	19.5	20.4	23.4	21.1	32.7	13.4	20.5	28.4	18.8	19.1	22.2
당기순이익	32	64	57	56	57	62	88	36	158	269	196	208	243
당기순이익율	10.9	20.7	16.7	14.9	19.2	17.6	27.2	9.3	16.9	22.9	15.9	15.8	17.9

자료: 뷰웍스, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	61	92	99	107	124
현금및현금성자산	25	35	37	47	53
매출채권및기타채권	17	25	23	22	21
재고자산	15	22	22	24	33
비유동자산	36	38	39	50	57
유형자산	29	32	32	39	46
무형자산	5	3	3	6	6
투자자산	1	1	2	3	3
자산총계	97	130	138	156	181
유동부채	8	17	11	13	17
매입채무및기타채무	3	9	7	8	9
단기차입금및단기차입	0	0	0	0	2
유동성장기부채	1	1	0	0	0
비유동부채	4	3	1	2	3
사채및장기차입금	2	0	0	0	0
부채총계	12	20	12	16	20
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	10	10	10	10	10
이익잉여금	70	96	114	131	152
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	85	110	126	141	161

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동현금흐름	18	20	19	28	19
당기순이익	16	27	20	21	24
현금유출없는비용및수익	11	14	14	13	17
유형및무형자산상각비	4	4	4	3	3
영업관련자산부채변동	-6	-13	-7	1	-12
매출채권및기타채권의감소	-6	-8	2	3	2
재고자산의감소	0	-8	1	-1	-10
매입채무및기타채무의증가	0	3	-2	-1	0
투자활동현금흐름	-2	-9	-8	-15	-12
CAPEX	1	4	3	9	8
투자자산의손중	0	-1	-1	-1	0
재무활동현금흐름	-6	-2	-5	-5	-2
사채및차입금의 증가	-4	-1	-1	0	2
자본금및자본잉여금의증가	-1	-1	-2	-2	-3
배당금지급	-1	-1	-2	-2	-3
기타현금흐름	1	1	-2	1	2
현금의증가	10	10	3	9	7
기초현금	15	25	35	37	47
기말현금	25	35	37	47	53

자료: 뷰익스, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	93	117	123	131	136
매출원가	51	57	61	66	64
매출총이익	42	60	62	66	72
판매비	16	18	20	27	29
영업이익	18	30	29	23	26
EBITDA	22	34	32	26	30
영업외손익	1	3	-6	2	3
금융손익	2	3	-6	2	3
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-1	0	0	0	0
세전이익	19	33	23	25	30
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	16	27	20	21	24
지배주주지분순이익	16	27	20	21	24
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	15	27	20	21	24
증감률(%YoY)					
매출액	32.0	25.5	5.2	6.4	3.5
영업이익	38.6	65.8	-6.0	-21.2	17.1
EPS	51.7	69.7	-27.2	5.8	16.6

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원, %, 배)	2015	2016	2017	2018	2019
주당지표(원)					
EPS	1,589	2,697	1,963	2,077	2,421
BPS	8,458	11,032	12,614	14,077	16,139
DPS	100	200	200	300	400
Multiple(배)					
P/E	28.0	22.2	20.8	15.9	13.0
P/B	5.3	5.4	3.2	2.3	2.0
EV/EBITDA	19.1	16.4	11.2	10.9	8.4
수익성(%)					
영업이익률	19.7	26.0	23.2	17.2	19.4
EBITDA마진	23.5	29.0	26.2	19.5	22.0
순이익률	16.9	22.9	15.9	15.8	17.9
ROE	20.3	27.6	16.6	15.6	16.1
ROA	17.4	23.7	14.7	14.1	14.4
ROIC	22.9	32.2	28.1	19.7	20.1
안정성및기타					
부채비율(%)	14.5	17.7	9.2	11.1	12.1
이자보상배율(배)	857.8	3,867.1	2,866.9	350.1	392.6
배당성향(배)	6.3	7.4	10.1	14.2	16.2

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자의견 비율 (2020-04-02 기준) - 매수(87.3%) 중립(12.7%) 매도(0.0%)

기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

뷰익스 현재가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
----	------	------	--------------------	----	------	------	--------------------

레이언스

228850

목표주가 - 현재주가(05/08) 13,800원 Up/Downside - 투자의견 NR

2020. 05. 12

변화구를 잘 공략해보자

Analyst 유현재

디텍터 플라인업 보유: 2011년 바텍으로부터 물적분할하여 설립된 디텍터 전문 기업이다. 낮은 생산원가, 높은 내구성, 대면적 구현에 적합한 TFT 디텍터(매출비중 42%)와 고해상도, 동영상 촬영에 적합한 CMOS 디텍터(매출비중 32%)를 모두 생산하고 있다. 전방 산업별 매출 비중은 의료용 37%, 치과용 45%, 산업용 8%, 동물용 10%로 구성되어있다.

의료용 디텍터로 실적 방어: 1Q20 매출액 272억원(-3.7% YoY), 영업이익 42억원(-16.1% YoY)를 기록하였다. 의료용 디텍터 매출액은 100억원(-6.1% YoY)으로 소폭 감소하였으나, 3월부터 COVID19 관련 수요가 발생하여 2Q20 큰 폭의 증가가 기대된다. COVID19 영향으로 치과용 디텍터 매출액이 전년 동기 대비 11.8% 감소한 115억원을 기록하였으나, 산업용 디텍터 매출액은 24억원(+42.7% YoY)로 높은 성장률을 시현하였다. 지역별로는 유럽형 매출액이 전년 동기 대비 54.4% 증가한 29억원을 기록한 점이 고무적이다. 연간 실적은 일시적으로 부진한 치과용 디텍터를 수요가 급증하고 있는 의료용 디텍터의 매출 상승으로 일정 부분 상쇄할 것으로 전망된다.

포트폴리오 다변화로 꾸준하고 안정적: 레이언스의 의료용 디텍터 매출액은 2015년 이후 연평균 12.7% 성장해왔으며, 2020년에도 COVID19 진단 수요 증가로 성장이 가파를 전망이다. 캐시카우 역할을 하는 치과용 디텍터 수요는 하반기 정상화되어 수익성이 회복될 것으로 기대된다. 산업용 디텍터는 반도체, 디스플레이, 2차전지 등 다양한 전방산업으로 적용처가 확대되고 있어 고성장을 지속할 전망이다. 일본이 70%를 점유하고 있는 치과용 지르코니아를 신사업으로 추진 중이며 향후 국산화 성과가 기대된다. 바텍 그룹의 영업망을 활용하여 치과용 크라운 시장에 우선 진입하고, 중장기적으로 산업용 시장에 진출하여 중장기 성장 동력으로 육성할 계획이다.

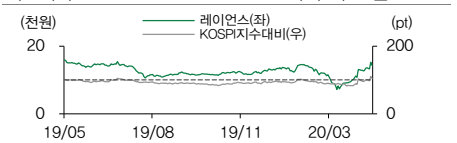
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

Stock Data

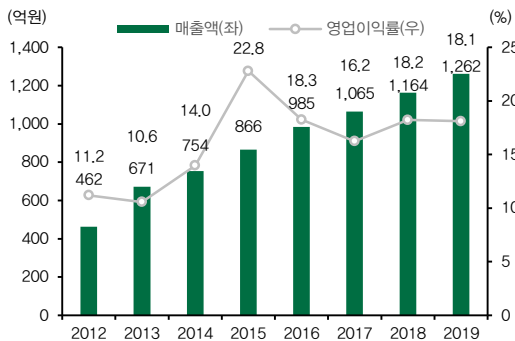
	2015	2016	2017	2018	2019
FYE Dec					
매출액	87	98	107	116	126
(증가율)	11.5	12.6	9.2	8.4	8.6
영업이익	20	18	17	21	23
(증가율)	81.8	-10.0	-5.6	23.5	9.5
지배주주순이익	14	15	15	16	15
EPS	1,150	947	881	948	885
PER (H/L)	NA/NA	26.2/15.8	23.7/18.9	23.6/13.2	19.8/11.7
PBR (H/L)	NA/NA	2.5/1.5	2.0/1.6	2.0/1.1	1.5/0.9
EV/EBITDA (H/L)	NA/NA	13.8/8.0	10.7/8.5	9.9/4.5	7.1/3.4
영업이익률	22.8	18.3	16.2	18.2	18.1
ROE	27.3	13.1	8.5	8.8	7.8

52주 최저/최고	7,210/15,850원
KOSDAQ /KOSPI	682/1,946pt
시가총액	2,290억원
60일-평균거래량	196,031
외국인지분율	3.7%
60일-외국인지분율변동추이	-1.6%p
주요주주	바텍 외 5 인 64.9%



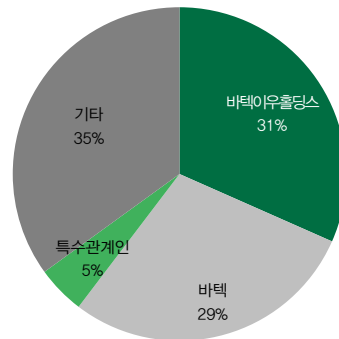
주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	29.6	-4.8	-12.9
상대기준	15.3	-6.2	-4.9

도표 139. 레이언스 매출액과 영업이익률



자료: 레이언스, DB금융투자

도표 140. 레이언스 주요 주주 현황(2019년)



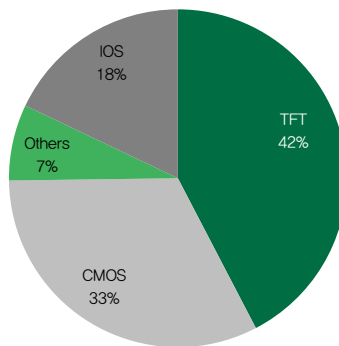
자료: 레이언스, DB금융투자

도표 141. 레이언스 주요 연혁

일자	내용
2011.05	바텍으로부터 물적분할하여 레이언스 설립
2011.10	세계 최초 CMOS 기반 유방암 검진 디텍터 출시
2012.10	CMOS 디텍터 전문기업 휴먼레이와 합병
2013.06	GE헬스케어와 전략적 제휴 체결(맘모 자산부분 양도계약)
2013.11	GE헬스케어에 유방암 검진용 CMOS 디텍터 공급
2015.11	세계 최초 Bendable Type I/O Sensor 출시
2016.09	OSKO Inc. 지분인수 및 유상증자 참여
2017.02	최대주주 변경(바텍에서 바텍이우홀딩스로 변경)
2018.07	우리엔 지분인수
2018.12	Qpix Solutions 신규 법인 설립
2019.01	에이팜, 피앤브의 지분인수

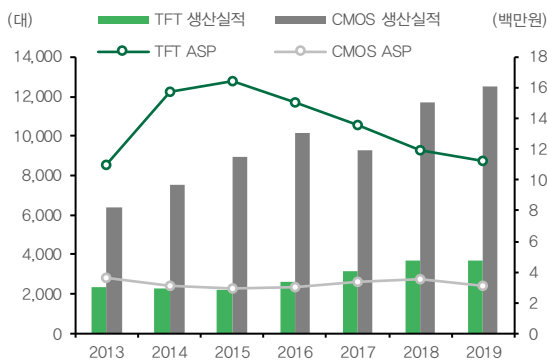
자료: 레이언스, DB금융투자

도표 142. 레이언스 사업부문별 매출액 비중(2019년)



자료: 레이언스, DB금융투자

도표 143. 레이언스 생산 실적과 ASP 추이



자료: 레이언스, DB금융투자

도표 144. 레이언스 의료용 무선 X-Ray 디텍터



자료: 레이언스, DB금융투자

도표 145. 레이언스 실적 테이블

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	285	308	297	275	283	327	321	331	272	866	985	1,065	1,164	1,262
TFT	122	145	126	144	111	131	135	153	129	435	484	521	537	530
CMOS	100	117	141	63	105	99	103	100	84	307	332	326	421	406
Others	7	9	11	13	24	23	21	23	9	1	0	30	41	91
IOS	55	35	18	55	43	64	62	55	50	124	169	189	164	224
매출원가	176	188	180	167	169	190	192	202	155	488	581	660	711	753
원가율	61.8	61.0	60.8	60.5	59.8	58.0	59.7	61.1	56.8	56.4	59.0	61.9	61.0	59.7
매출총이익	109	120	116	109	114	137	129	129	118	378	403	405	453	509
매출총이익율	38.2	39.0	39.2	39.5	40.2	42.0	40.3	38.9	43.2	43.6	41.0	38.1	39.0	40.3
판매비	57	56	60	69	64	74	71	72		180	224	232	241	281
인건비	23	21	23	26	26	28	26	34		53	82	82	92	114
연구개발비	9	10	10	14	8	12	9	10		34	41	36	43	39
판매촉진비	2	2	2	4	3	4	2	4		10	17	15	11	12
지급수수료	10	10	11	11	12	11	12	9		41	46	44	41	45
감가상각비	2	3	3	2	4	5	6	3		7	8	7	10	17
판매비율	20.0	18.2	20.1	24.9	22.6	22.5	22.1	21.8		20.8	22.7	21.8	20.7	22.2
영업이익	52	64	57	40	50	64	58	57	42	198	180	173	212	228
영업이익율	18.2	20.7	19.1	14.6	17.6	19.4	18.2	17.2	15.3	22.8	18.3	16.2	18.2	18.1
세전이익	54	72	58	34	61	72	65	13	61	179	179	149	219	210
세전이익율	19.1	23.3	19.6	12.5	21.6	21.9	20.2	3.9	22.4	20.7	18.2	14.0	18.8	16.7
당기순이익	46	56	44	10	47	47	48	-4	44	145	147	144	156	138
당기순이익율	16.1	18.1	14.9	3.6	16.7	14.5	14.9	-1.2	16.3	16.7	14.9	13.5	13.4	11.0

자료: 레이언스, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	52	136	141	147	169
현금및현금성자산	16	9	21	26	27
매출채권및기타채권	18	24	20	27	49
재고자산	17	25	27	31	29
비유동자산	42	54	56	54	63
유형자산	28	35	34	33	36
무형자산	10	18	20	19	23
투자자산	0	1	0	0	0
자산총계	94	190	196	201	232
유동부채	27	21	18	17	23
매입채무및기타채무	9	12	10	9	11
단기차입금및단기차대	12	3	4	2	5
유동상장기부채	3	2	2	0	0
비유동부채	7	4	2	2	15
사채및장기차입금	5	2	0	0	9
부채총계	34	24	19	19	38
자본금	6	8	8	8	8
자본잉여금	15	108	108	108	108
이익잉여금	39	54	68	82	94
비지배주주지분	0	1	0	0	0
자본총계	60	166	177	182	194

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동현금흐름	9	8	21	15	9
당기순이익	14	15	14	16	14
현금유출이없는비용및수익	11	13	14	18	23
유형및무형자산상각비	4	5	6	7	8
영업관련자산부채변동	-14	-13	-4	-15	-18
매출채권및기타채권의감소	-2	-4	3	-7	-20
재고자산의감소	-6	-8	-3	-5	2
매입채무및기타채무의증가	0	2	-1	-1	0
투자활동현금흐름	-7	-95	-3	5	-19
CAPEX	4	7	5	3	7
투자자산의손중	4	0	1	0	0
재무활동현금흐름	2	80	-6	-14	11
사채및차입금의 증가	2	-12	-2	-4	15
자본금및자본잉여금의증가	0	95	-2	-2	-2
배당금지급	0	0	-2	-2	-2
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	5	-7	12	5	1
기초현금	11	16	9	21	26
기말현금	16	9	21	26	27

자료: 레이언스, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	87	98	107	116	126
매출원가	49	58	66	71	75
매출총이익	38	40	41	45	51
판매비	15	18	20	20	24
영업이익	20	18	17	21	23
EBITDA	23	23	24	28	30
영업외손익	-2	0	-3	1	-2
금융손익	-1	0	0	1	1
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-1	0	-3	0	-3
세전이익	18	18	15	22	21
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	14	15	14	16	14
지배주주지분순이익	14	15	15	16	15
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	-1
총포괄이익	14	16	15	16	13
증감률(%YoY)					
매출액	11.1	13.7	8.2	9.3	8.4
영업이익	78.4	-9.0	-3.8	22.7	7.6
EPS	350.1	-17.6	-7.0	7.6	-6.6

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원, 배)	2015	2016	2017	2018	2019
당당지표(원)					
EPS	1,150	947	881	948	885
BPS	4,767	9,971	10,647	10,962	11,711
DPS	0	300	100	100	300
Multiple(배)					
P/E	NA	18.1	21.0	17.2	15.0
P/B	NA	1.7	1.7	1.5	1.1
EV/EBITDA	NA	9.0	9.5	6.7	4.8
수익성(%)					
영업이익률	22.8	18.3	16.2	18.2	18.1
EBITDA마진	27.1	23.5	22.1	24.2	24.2
순이익률	16.7	14.9	13.5	13.4	11.0
ROE	27.3	13.0	8.4	8.7	7.3
ROA	16.7	10.3	7.4	7.8	6.4
ROIC	24.0	16.5	16.0	13.8	11.8
안정성및기타					
부채비율(%)	56.8	14.6	11.0	10.3	19.5
이자보상배율(배)	27.3	32.0	28.3	75.6	71.3
배당성향(배)	0.0	11.6	11.2	10.1	18.6

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 당 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이전 비율 (2020-04-02 기준) - 매수(87.3%), 중립(12.7%), 매도(0.0%)

기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

레이언스 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자이전	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
----	------	------	--------------------	----	------	------	--------------------

디알텍

214680

목표주가 - 현재주가(05/08) 1,905원 Up/Downside - 투자의견 NR

2020. 05. 12

부품에서 시스템으로 포지션 변경 중

Analyst 유현재

맘모 시장의 강자: 2000년 설립, 2016년 코스닥 시장에 상장한 엑스레이 디텍터 전문 기업이다. 19년 매출 비중은 간접방식 52%, 직접방식 14%, 맘모 21%, 기타 13% 이다. 직접방식의 디텍터 제조 기업은 디알텍, Hologic, Analogic 등 소수이며, 디알텍은 직접방식 디텍터로 미국 동물용 시장에서 1위를 유지하고 있다. 2014년 간접방식 디텍터 출시, 2015년 맘모 디지털 업그레이드 솔루션 출시 등 제품 포트폴리오 확대를 지속 중이다. 61개국, 8,000여개의 병원에서 디알텍의 제품이 사용되고 있다.

발빠르게 이동형 X-Ray 대응: COVID19 이후 인체 진단용 제품 수요가 급증하고 있다. 이동형 엑스레이 시스템 EXSYS Portable을 개발(ODM 생산)하여 국내 보건소 및 선별 진료소로 일부 납품이 진행되었다. 해외로는 이동형 엑스레이 시스템에 탑재되는 디텍터 EVS Advanced 수출이 증가하여 현재 가동률은 100% 이상을 유지하고 있다. 간접방식 디텍터 시장의 후발 주자임에도 불구하고, 저선량/고해상도의 우수한 품질로 매출액이 빠르게 성장하고 있다.

수확의 시기: 해외 법인 설립, 생산능력 확대, 인력 충원, 신제품 관련 연구개발비 투입 등 성장 동력 확보를 위한 투자가 2019년 일단락되어 2020년에는 손익 개선이 기대된다. 2018년 가동을 시작한 중국 생산 법인은 보급형 제품 생산과 인력 투입 비중이 높은 조립공정을 위주이며, 수율이 안정화 단계에 진입하였다. 동영상 디텍터, 맘모그래피 시스템 등 신규 제품의 개발이 완료되어 제품 인증 절차를 진행 중이며, 2020년 하반기부터 판매가 가능할 전망이다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2015	2016	2017	2018	2019
FYE Dec					
매출액	30	37	39	45	48
(증가율)	NA	23.3	5.4	15.4	6.7
영업이익	1	2	-1	2	1
(증가율)	NA	100.0	적전	흑전	-50.0
지배주주순이익	3	0	-2	1	1
EPS	89	-12	-44	29	20
PER (H/L)	54.1/22.1	NA / NA	NA / NA	98.4/38.3	137.5/62.4
PBR (H/L)	12.5/5.1	5.4/2.6	3.5/2.3	4.0/1.6	3.6/1.6
EV/EBITDA (H/L)	10.5/6.1	29.0/3.4	170.2/129.5	36.5/18.6	27.2/14.4
영업이익률	4.9	6.7	-2.7	3.5	2.9
ROE	22.9	-2.2	-6.7	4.3	2.8

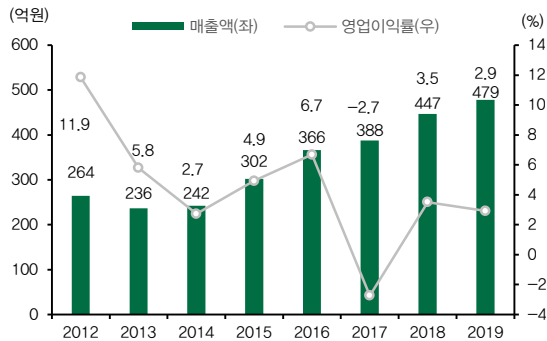
Stock Data

52주 최저/최고	935/2,510원
KOSDAQ /KOSPI	682/1,946pt
시가총액	964억원
60일-평균거래량	2,284,999
외국인지분율	1.4%
60일-외국인지분율변동추이	-0.3%p
주요주주	윤정기 외 1인 11.0%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	15.5	1.6	8.9
상대기준	2.8	0.2	18.9

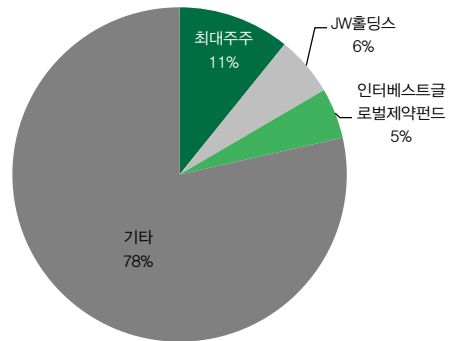
도표 146. 실적 추이



자료: 디알텍, DB금융투자

주: 2015년부터 연결기준

도표 147. 주주 현황(2019년)



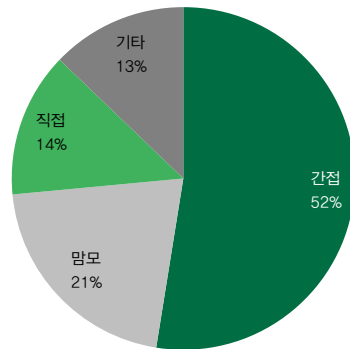
자료: 디알텍, DB금융투자

도표 148. 주요 연혁

일자	내용
2000.03	디알텍 설립
2003.09	국내 최초 및 세계 5번째 디지털 엑스레이 디텍터 개발
2005.03	Hologic사와 전략적 제휴 계약 체결
2009	대면적 디텍터(직접방식) 출시
2013.05	미국 지사(서비스센터) 설립
2015.11	세계최초 디지털 맘모 업그레이드 솔루션 출시
2016.12	코스닥 시장 상장
2017	미국/유럽 판매법인, 중국 제조법인, 대만 지사 설립
2018	동영상 디텍터 출시, 글로벌 강소기업 선정(중소벤처기업부)
2019.06	국내 최초 및 세계 3번째 직접방식 맘모 제품 출시
2019.09	일본 법인 설립
2019.12	3,000만달러 수출의탑 수상(한국무역협회), 베트남 사무소 설립

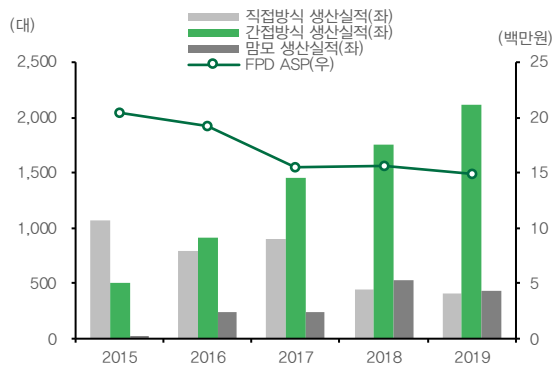
자료: 디알텍, DB금융투자

도표 149. 매출 비중(2019년)



자료: 디알텍, DB금융투자

도표 150. 생산실적 및 제품 가격 추이



자료: 디알텍, DB금융투자

도표 151. 이동형 엑스레이 시스템 EXSYS Portable



자료: 디알텍, DB금융투자

도표 152. 디알텍 실적 추이

(단위: 억원 %)

(억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	89	110	112	136	100	118	114	146	302	366	388	447	479
내수	23	28	19	30	20	31	26	42	81	128	113	101	119
수출	66	82	93	105	80	87	88	104	221	238	275	347	360
간접	50	63	56	68	54	60	54	84	76	114	193	237	251
맘모	21	28	34	38	22	30	27	22	9	61	45	121	100
직접	12	15	13	21	16	17	14	19	179	136	94	61	65
기타	7	4	9	9	10	12	18	21	38	56	55	29	61
매출원가	51	58	60	80	54	66	62	77	169	192	229	247	259
원가율	56.7	52.3	53.2	58.6	53.8	55.5	54.4	53.1	55.8	52.4	59.0	55.3	54.2
매출총이익	39	53	52	56	46	53	52	68	133	175	159	200	219
매출총이익율	43.3	47.8	46.8	41.4	46.1	44.5	45.6	46.9	44.2	47.6	41.1	44.7	45.8
판매비	37	48	44	56	44	53	48	60	118	150	170	184	205
인건비	14	14	15	14	16	15	17	20	23	34	46	57	67
연구개발비	13	13	16	20	15	18	18	21	48	48	54	61	72
지급수수료	4	5	3	5	4	5	4	8	17	22	17	16	21
판매비율	41.1	43.2	39.7	40.9	43.6	44.9	42.3	41.4	39.2	40.9	43.8	41.2	42.9
영업이익	2	5	8	1	3	-0	4	8	15	25	-11	16	14
영업이익율	2.4	4.5	7.1	0.4	2.6	-0.3	3.3	5.5	4.9	6.7	-2.7	3.5	2.9
세전이익	3	8	5	-1	4	1	9	-3	17	-10	-20	14	11
세전이익율	2.9	7.3	4.0	-1.0	4.4	0.8	7.6	-1.9	5.7	-2.6	-5.3	3.1	2.4
당기순이익	4	5	3	1	6	1	7	-2	26	-4	-18	13	9
당기순이익율	4.2	4.2	3.0	0.6	5.7	0.8	6.3	-1.2	8.7	-1.2	-4.7	2.8	2.0

자료: 디알텍, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	16	28	31	35	49
현금및현금성자산	1	1	2	2	14
매출채권및기타채권	7	15	16	19	17
재고자산	6	10	11	11	13
비유동자산	8	10	12	15	22
유형자산	3	3	5	6	8
무형자산	1	1	1	2	2
투자자산	1	2	2	2	2
자산총계	24	38	44	50	71
유동부채	8	9	5	16	14
매입채무및기타채무	1	2	2	4	5
단기차입금및단기차대	3	6	3	10	7
유동성장기부채	2	0	0	0	0
비유동부채	5	2	12	3	19
사채및장기차입금	2	0	10	0	12
부채총계	12	10	17	18	34
자본금	3	4	4	4	5
자본잉여금	1	14	20	23	28
이익잉여금	5	4	3	4	5
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	12	27	27	31	37

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동현금흐름	1	-7	-3	3	4
당기순이익	3	0	0	0	0
현금유출이없는비용및수익	4	8	4	4	6
유형및무형자산상각비	1	1	2	2	3
영업관련자산부채변동	-4	-12	-5	-2	-2
매출채권및기타채권의감소	-3	-8	-3	2	1
재고자산의감소	1	-4	-1	0	-2
매입채무및기타채무의증가	0	0	0	-3	2
투자활동현금흐름	-1	6	-4	-4	-4
CAPEX	1	2	2	3	3
투자자산의손증	-1	-1	0	0	0
재무활동현금흐름	0	1	7	2	12
사채및차입금의 증가	9	-3	7	-2	14
자본금및자본잉여금의증가	4	15	5	4	5
배당금지급	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	0	0	1	0	12
기초현금	1	1	1	2	2
기말현금	1	1	2	2	14

자료: 디알텍 DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	30	37	39	45	48
매출원가	17	19	23	25	26
매출총이익	13	17	16	20	22
판매비	7	10	12	12	13
영업이익	1	2	-1	2	1
EBITDA	3	4	1	3	5
영업외손익	0	-3	-1	0	0
금융손익	0	0	0	0	0
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	-3	-1	0	0
세전이익	2	-1	-2	1	1
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기이익	3	0	-2	1	1
지배주주지분순이익	3	0	-2	1	1
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	3	0	-2	1	1
증감률(%YoY)					
매출액	NA	21.3	5.9	15.2	7.0
영업이익	NA	63.9	적전	흑전	-11.1
EPS	NA	적전	적지	흑전	-29.9

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2015	2016	2017	2018	2019
주당지표(원)					
EPS	89	-12	-44	29	20
BPS	386	678	641	709	763
DPS	0	0	0	0	0
Multiple(배)					
P/E	22.2	NA	NA	44.9	89.0
P/B	5.2	3.2	2.8	1.8	2.3
EV/EBITDA	6.2	23.9	144.5	19.9	21.1
수익성(%)					
영업이익률	4.9	6.7	-2.7	3.5	2.9
EBITDA마진	8.8	10.4	1.5	7.2	9.6
순이익률	8.7	-1.2	-4.7	2.8	2.0
ROE	22.9	-2.2	-6.7	4.3	2.8
ROA	11.1	-1.4	-4.5	2.7	1.6
ROIC	12.5	4.5	-2.9	3.8	2.6
안정성및기타					
부채비율(%)	105.9	37.8	64.2	59.0	89.9
이자보상배율(배)	2.4	4.6	-6.9	7.0	3.6
배당성향(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 당 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이전 비율 (2020-04-02 기준) - 매수(87.3%) 중립(12.7%) 매도(0.0%)

기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

디알텍 현재가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자이전	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
----	------	------	--------------------	----	------	------	--------------------

제이엘케이

322510

목표주가 - 현재주가(05/08) 6,800원 Up/Downside - 투자 의견 NR

2020. 05. 12

신인상 노미네이트

Analyst 유현재

AI 영상 분석 솔루션 개발사: 2014년 설립, 2019년 코스닥 시장에 4차산업 특례 상장1호 기업으로 상장한 AI 의료 영상 분석 솔루션 개발사다. AI 의료 분석 솔루션은 2015년부터 개발을 시작했고, 2018년 8월에는 뇌 MR 영상 분석 솔루션 JBS-01K가 식약처 허가를 받는데 성공했다.

뇌졸중과 전립선암 솔루션이 핵심 솔루션: 핵심 기술은 자체 개발한 AI 엔진과 빅데이터 기술, 이미지 처리 기술 등을 유기적으로 결합시킨 인공지능 올인원 플랫폼 'AIHuB'다. 레고처럼 핵심 AI 기술들을 모듈화시켜 제품화까지 걸리는 기간을 크게 단축시켰다. CT와 MRI, X-Ray 등 8가지 이미지 모달리티(modality)의 의료장비와 연동되고, 뇌와 흉부, 심장 등 14개 신체 부위에 적용가능한 37개의 의료솔루션 제품군을 보유하고 있다. 대표적인 솔루션은 뇌졸중 토탈 솔루션 UNISTRO, 전립선암 솔루션인 UNIPROS, 뇌노화와 치매 분석 솔루션인 ATROSCAN, 폐질환 분석 솔루션 JVIEWER X 등이 있다. 2020년 매출액 기여도가 높을 것으로 기대되는 보안용 솔루션은 국가 핵심 기관에 납품 이력이 있으며, 에스원에서 기업 보안용 엑스레이 제품으로 사업화가 진행되고 있다.

폐질환 분석 솔루션 JVIEWER X: 최근 주주가 증가하고 있는 제품은 병원(한신메디피아), 엑스레이 시스템 제조사(디알젼, 에이치디티)로 공급된 AI 폐질환 분석 솔루션 JVIEWER-X이다. 시스템 제조사는 분석 솔루션과 시스템을 토크로 판매하여 제품 차별화와 판가 인상 효과를 기대할 수 있으며, 병원에서는 영상의학과의 전문의 판독을 솔루션이 보조하는 역할을 한다. 소형 엑스레이와 미니PC가 결합, 이동성이 뛰어나며 의료 인프라와 인력이 부족한 해외에서 활용성이 높을 것으로 기대되는 제품이다. 클린턴재단(CHA)의 라오스 폐질환진단 사업의 공개 입찰에서 1위를 달성하여 수주를 받았다. 인도에서는 정부 차원의 결핵 퇴치 프로젝트에 제이엘케이의 솔루션이 활용되고 있다.

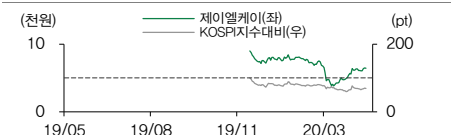
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

Stock Data

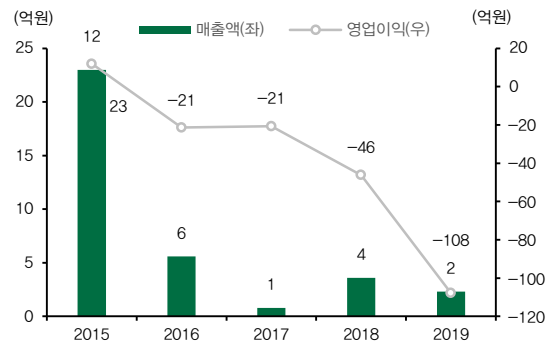
	2015	2016	2017	2018	2019
FYE Dec					
매출액	NA	NA	NA	NA	0
(증가율)	NA	NA	NA	NA	NA
영업이익	NA	NA	NA	NA	-11
(증가율)	NA	NA	NA	NA	NA
지배주주순이익	NA	NA	NA	NA	-11
EPS	NA	NA	NA	NA	-849
PER (H/L)	NA / NA	NA / NA	NA / NA	NA / NA	NA / NA
PBR (H/L)	NA / NA	NA / NA	NA / NA	NA / NA	4.5/2.8
EV/EBITDA (H/L)	NA / NA	NA / NA	NA / NA	NA / NA	NA/NA
영업이익률	NA	NA	NA	NA	-4,702.5
ROE	NA	NA	NA	NA	-29.3

52주 최저/최고	3,830/9,000원
KOSDAQ /KOSPI	682/1,946pt
시가총액	1,018억원
60일-평균거래량	481,379
외국인지분율	0.4%
60일-외국인지분율변동추이	+0.0%p
주요주주	김원태 25.7%



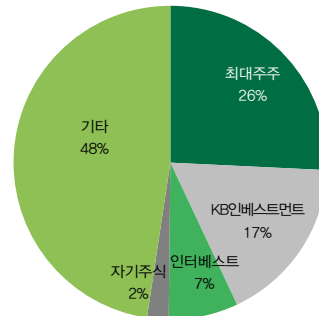
주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	25.0	-15.7	0.0
상대기준	11.3	-16.9	0.0

도표 153. 매출액과 영업이익 추이



자료: 제이엘케이, DB금융투자

도표 154. 주요 주주 현황 (2019년)



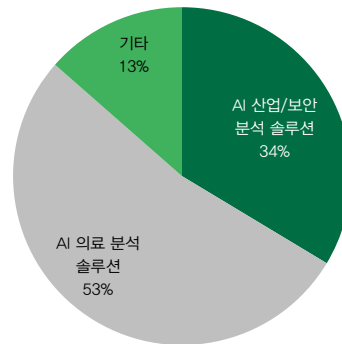
자료: 제이엘케이, DB금융투자

도표 155. 주요 연혁

일자	내용
2014. 02	(주)제이엘케이인스펙션 설립
2018. 04	고려대학병원 P-HIS 사업을 위한 전략적 업무제휴 MoU 체결
2018. 08	국내최초 SI기반 식약처 3등급 의료기기 허가(JBS-01K)
2018. 12	인공지능 의료분야 최초 복지부 NET 인증 획득
2019. 03	히타치사와 SI기반 의료 플랫폼 사업화를 위한 독점 MoU 체결
2019. 06	히타치사 SI기반 폐질환/뇌 노화 분석 솔루션 납품
2019. 06	Pellucid사 AI 기반 안질환 분석 솔루션 사업화 MoU 체결
2019. 06	인도 정부 폐결핵 캠페인 참여, 폐질환 분석 솔루션 납품 선정
2019. 09	유럽 CE 인증 획득(5건)
2019. 12	코스닥 시장 상장
2019. 12	CHAI 라오스 폐결핵 진단 사업 입찰 1위, 사업화계약 체결
2020. 02	휴대용 X-Ray 장비 제조업체 HDT에 결합 납품(대한결핵협회)

자료: 제이엘케이, DB금융투자

도표 156. 매출 비중(2019년)



자료: 제이엘케이, DB금융투자

도표 157. 제이엘케이 수주 내역

(단위: 억 원)

공시일	판매·공급계약 내용	수주금액	계약상대방	계약시작일	계약종료일	비고
20.02.20	JLD-02A(인공지능 기반 폐질환 분석 솔루션) 납품	1.0	에이치디티(주)	20.02.20	20.03.10	
20.03.23	인공지능 폐질환 분석 솔루션 (JVIEWER-X) 납품	0.5	에이치디티(주)	20.03.23	20.04.19	
20.04.14	인공지능 폐질환 분석 솔루션 (JVIEWER-X) 인공지능 맘모그래피 영상 분석 솔루션(MammoAna) 납품	0.3	(사)정해복지 한신메디피아	20.06.01	21.05.31	월 사용료 수취 방식인 SaaS(Software as a Service) 과금 방식으로 월 2,600,000원의 사용료를 1년간 수취
20.05.06	인공지능 폐질환 분석 솔루션 (JVIEWER-X) 납품	1.0	(주)디알젬	20.05.06	20.12.31	

자료: 제이엘케이, DB금융투자

실적과 의견

국내

AI 의료기기는 시장 초입 단계로 아직까지 의미있는 규모의 매출액이 발생하지 않고 있다. 향후 국내 실적 성장의 트리거는 AI 분석 솔루션의 보험 수가 적용이 될 전망이다. COVID19를 겪으며 원격의료 가 부분적으로 허용되었듯이, AI 의료기기도 멀지 않은 미래에 전환점을 맞을 것으로 기대된다. 보험수가 적용이 이루어진다면, 현재 월별 과금 체계에서 솔루션 사용 건당 과금 체계로 변환되어 이익 레버리지가 크게 발생할 수 있다. COVID19로 변수가 많지만, 2020년은 폐질환진단 솔루션, 보안용 솔루션 등의 수주가 가시화되며 매출액 성장이 전망된다.

해외

해외에서는 국내보다 빠르게 성과가 발생하고 있다. 글로벌 의료기기 업체 히타치와 AI 솔루션 MoU(19년 3월), 남아프리카공화국 광산 노동자 진폐증 검진 솔루션 납품 선정(19년 5월), 인도 정부 TB(폐결핵) 퇴치 캠페인 납품업체 선정(19년 6월), 싱가포르 Pellucid AI 안질환 분석 솔루션 사업화 MoU(19년 6월), Clinton Health Access Initiative(CHAI) 라오스 폐결핵 진단 사업 공개 입찰 1위, 사업화 계약 체결(19년 12월) 등 사업화가 빠르게 진행되고 있다.

도표 158. 제이엘케이 실적 추이

(단위: 억원 %)

(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	23	6	1	4	2
AI 산업/보안 분석 솔루션			3	3	1
AI 의료 분석 솔루션			0	0	1
기타			3	0	0
매출원가	10	16	0	1	1
원가율	41.3	280.4	37.5	19.4	26.1
매출총이익	14	-10	1	3	2
매출총이익율	58.7	-180.4	75.0	83.3	73.9
판매비	2	11	21	49	108
인건비		2	8	12	40
연구개발비			7	22	25
지급수수료		1	1	4	6
광고선전비		0		2	6
주식보상비					20
판매비율	7.0	201.8	2,662.5	1,363.9	4,691.3
영업이익	-21	-21	-46	-106	-108
영업이익율	-93.0	-369.6	-5,775.0	-2,947.2	-4,691.3
세전이익	-25	-53	-62	-104	-106
세전이익율	-109.6	-944.6	-7,750.0	-2,897.2	-4,613.0
당기순이익	-25	-84	-63	-105	-106
당기순이익율	-109.6	-1,501.8	-7,850.0	-2,905.6	-4,626.1

자료: 제이엘케이, DB금융투자

주: 2018년 이후 연결 기준

대차대조표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	NA	NA	NA	NA	37
현금및현금성자산	NA	NA	NA	NA	16
매출채권및기타채권	NA	NA	NA	NA	0
재고자산	NA	NA	NA	NA	0
비유동자산	NA	NA	NA	NA	2
유형자산	NA	NA	NA	NA	1
무형자산	NA	NA	NA	NA	1
투자자산	NA	NA	NA	NA	0
자산총계	NA	NA	NA	NA	39
유동부채	NA	NA	NA	NA	1
매입채무및기타채무	NA	NA	NA	NA	1
단기차입금및단기차입	NA	NA	NA	NA	0
유동성장기부채	NA	NA	NA	NA	0
비유동부채	NA	NA	NA	NA	2
사채및장기차입금	NA	NA	NA	NA	0
부채총계	NA	NA	NA	NA	2
자본금	NA	NA	NA	NA	1
자본잉여금	NA	NA	NA	NA	58
이익잉여금	NA	NA	NA	NA	-25
비자배주주지분	NA	NA	NA	NA	0
자본총계	NA	NA	NA	NA	36

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동현금흐름	NA	NA	NA	NA	-6
당기순이익	NA	NA	NA	NA	-11
현금유출이없는비용및수익	NA	NA	NA	NA	5
유형및무형자산상각비	NA	NA	NA	NA	1
영업관련자산부채변동	NA	NA	NA	NA	0
매출채권및기타채권의감소	NA	NA	NA	NA	0
재고자산의감소	NA	NA	NA	NA	0
매입채무및기타채무의증가	NA	NA	NA	NA	0
투자활동현금흐름	NA	NA	NA	NA	-16
CAPEX	NA	NA	NA	NA	0
투자자산의손증	NA	NA	NA	NA	0
재무활동현금흐름	NA	NA	NA	NA	35
사채및차입금의 증가	NA	NA	NA	NA	0
자본금및자본잉여금의증가	NA	NA	NA	NA	60
배당금지급	NA	NA	NA	NA	0
기타현금흐름	NA	NA	NA	NA	0
현금의증가	NA	NA	NA	NA	13
기초현금	NA	NA	NA	NA	3
기말현금	NA	NA	NA	NA	16

자료: 제이엘케이 DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	NA	NA	NA	NA	0
매출원가	NA	NA	NA	NA	0
매출총이익	NA	NA	NA	NA	0
판매비	NA	NA	NA	NA	8
영업이익	NA	NA	NA	NA	-11
EBITDA	NA	NA	NA	NA	-10
영업외손익	-	-	-	-	0
금융손익	NA	NA	NA	NA	0
투자손익	NA	NA	NA	NA	0
기타영업외손익	NA	NA	NA	NA	0
세전이익	NA	NA	NA	NA	-11
중단사업이익	NA	NA	NA	NA	0
당기순이익	NA	NA	NA	NA	-11
지배주주지분순이익	NA	NA	NA	NA	-11
비지배주주지분순이익	NA	NA	NA	NA	0
총포괄이익	NA	NA	NA	NA	-10
증감률(%YoY)					
매출액	NA	NA	NA	NA	NA
영업이익	NA	NA	NA	NA	NA
EPS	NA	NA	NA	NA	NA

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2015	2016	2017	2018	2019
주당지표(원)					
EPS	NA	NA	NA	NA	-849
BPS	NA	NA	NA	NA	2,432
DPS	NA	NA	NA	NA	0
Multiple(배)					
P/E	NA	NA	NA	NA	NA
P/B	NA	NA	NA	NA	3.0
EV/EBITDA	NA	NA	NA	NA	NA
수익성(%)					
영업이익률	NA	NA	NA	NA	-4,702.5
EBITDA마진	NA	NA	NA	NA	-4,371.4
순이익률	NA	NA	NA	NA	-4,637.3
ROE	NA	NA	NA	NA	-29.3
ROA	NA	NA	NA	NA	-27.5
ROIC	NA	NA	NA	NA	-448.3
안정성및기타					
부채비율(%)	NA	NA	NA	NA	6.6
이자보상배율(배)	NA	NA	NA	NA	-205.3
배당성향(배)	NA	NA	NA	NA	0.0

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이전 비율 (2020-04-02 기준) - 매수(87.3%) 중립(12.7%) 매도(0.0%)

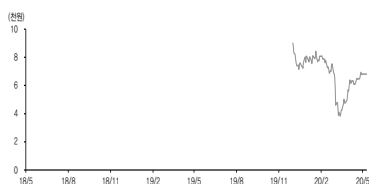
기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

제이엘케이 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자이전	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
----	------	------	--------------------	----	------	------	--------------------

MEMO



MEMO





Research Center

자본/자산시장 장화탁 센터장 02)369-3370 mousetak@db-fi.com



자산전략팀

담당 애널리스트 02)369- @db-fi.com

글로벌크레딧 유승우 팀장 3426 seyoo

채권전략파트

채권/FX전략	문홍철 파트장	3436	m304050
경제	박성우 연구위원	3441	p3swo
연구원	박경민 연구원	3446	gmpark

주식전략파트

주식전략	강현기 파트장	3479	hygkang
중국	김선영 연구위원	3438	tjs00dud
퀀트/해외주식	설태현 수석연구위원	3709	thseol
연구원	강대승 연구원	3437	bigwin92



산업분석1팀

은행/보험 이병건 팀장 3381 pyrrhon72

연구원 정광명 연구원 3746 Kmc92

시클리컬파트

조선/기계/철강	김홍균 파트장	3102	usckim10
건설/건자재/부동산	조윤희 수석연구위원	3367	uhno
화학/정유/유틸리티	한승재 수석연구위원	3921	sjhan
연구원	정재현 연구원	3429	kevinj

크로스융합파트

원자재/스몰캡	유경하 파트장	3353	last88
비상장기업	남기윤 연구위원	3387	kqnam
생활용품/의류	박현진 수석연구위원	3477	hjpark
Mid-small caps	구성진 선임연구위원	3428	goo
Mid-small caps	유현재 선임연구위원	3369	Jay.yoo



산업분석2팀

IT총괄 권성률 팀장 3724 srkwon

ICT자동차파트

반도체/IT소재장비	어규진 연구위원	3713	kjsyndrome
자동차/운송	김평모 수석연구위원	3053	pmkim
통신서비스/미디어	신은정 선임연구위원	3458	ej.shin
연구원	권세라 연구원	3352	serakwon9494

헬스케어컨슈머파트

음식료/유통	차재현 파트장	3378	imcjh
제약/바이오	구자용 연구위원	3425	jaykoo
제약/바이오	정승훈 수석연구위원	3460	shjung
엔터/레저/인터넷/게임	황현준 수석연구위원	3385	realjun20



본 사

본사 영업부 02) 369-3200 서울특별시 영등포구 국제금융로9길 32 (DB금융투자빌딩 1~2층)

대전 · 충청지역

대전 042) 522-6600 대전광역시 서구 둔산서로 59 (고운손빌딩 2층)
 청주 043) 253-9400 충청북도 청주시 흥덕구 풍년로 205번길 57 (WME타워 5층)

서울지역

강남금융센터 02) 3474-9000 서울특별시 서초구 강남대로 341 (삼성빌딩 3층)
 DB금융센터 02) 3011-5000 서울특별시 강남구 테헤란로 432 (DB금융센터빌딩 3층)
 청담금융센터 02) 514-1414 서울특별시 강남구 명동대로 644 (원일빌딩 2층)
 목동금융센터 02) 2636-6000 서울특별시 양천구 목동서로 159-1 (DBS기독교방송 1층)
 을지로금융센터 02) 753-9000 서울특별시 중구 남대문로 113 (DB다동빌딩 3층)
 잠실 02) 419-6200 서울특별시 송파구 올림픽로 35 다길 42 (루터회관 1층)

부산 · 경상지역

남포 051) 242-6000 부산광역시 중구 구덕로 90 (남포해디칼센터 2층)
 부산 051) 515-6200 부산광역시 동래구 총령대로 353 (BNK부산은행 2층)
 센텀 051) 741-7200 부산광역시 해운대구 센텀동로 9 (대우트럼프타워 2층)
 양산 055) 388-0900 경상남도 양산시 양산역6길 9 (BMC빌딩 204호)
 창원 055) 600-5500 경상남도 창원시 의창구 원아대로 320 (대시티세븐 3층)
 대구금융센터 053) 476-4000 대구광역시 수성구 무학로 99 (호연빌딩 2층)

경기지역

분당 031) 718-7000 경기도 성남시 분당구 성남대로 32 (보명프라자 4층)
 인천 032) 518-3434 인천광역시 부평구 길주로 633 (메디캐슬빌딩 2층)
 평촌 031) 382-6200 경기도 안양시 동안구 시민대로 194 (하나은행빌딩 4층)
 진접 031) 572-4020 경기도 남양주시 진접읍 장현천로 20 (광정빌딩 3층)
 화성행남 031) 366-0900 경기도 화성시 향남읍 삼천방마로 216 (중앙빌딩 3층)

광주 · 전라지역

광주 062) 655-3400 광주광역시 남구 봉선로 164 (삼원빌딩 4층)
 전주 063) 229-2211 전라북도 전주시 완산구 흥선로 254 (코트빌딩 6층)

강원지역

원주 033) 765-9400 강원도 원주시 서원대로 406 (리더스타워 3층)

본 조시자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조시자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.