

eBEST Mid-Small cap

11월

Value & Growth

Part I Value & Growth Universe

Part II 중소형주 종목 동향

Part III 중소형주 탐방노트

Part IV 의료기기 시장 동향: X-Ray와 미용의료기기



이베스트투자증권 **Mid-Small cap** 팀입니다.

저희 스몰캡 팀은 [Value & Growth] 라는 제목으로 월보 형식의 투자유망 중소형주 자료를 제공하고 있습니다.

Value & Growth는
안정적인 현금흐름과 Valuation 메리트를 중심으로

중소형주 투자유망 기업을 선별하고 있는 Value Part와
기업이 중장기적인 Core 경쟁력을 보유하고 있거나
시장 환경 Trend에 부합하여 성장이 진행되는 기업을 중심으로
중소형주 투자유망 기업을 선별하고 있는 Growth Part로 구성하고 있습니다.

이러한 선별 기준을 적용하여 이베스트 Mid-Small cap팀은
Value & Growth Universe 를 제공하고 있습니다.
이는 일회성적인 기업 추천을 지양하고 지속적인 업데이트를 통해
기업에 대한 투자의견을 중장기적으로 제시하기 위함입니다.

앞으로도 중소형주 투자환경에 맞춰 적절한 의사결정을 할 수 있도록
도움을 드릴 수 있는 스몰캡팀이 되도록 노력하겠습니다.

감사합니다.

11월



Mid-Small Cap
Analyst 정홍식
02 3779 8468
hsjeong@ebestsec.co.kr



Mid-Small Cap
Analyst 김한경
02 3779 8848
hkkim@ebestsec.co.kr



Value & Growth

Contents

Part I	Value & Growth Universe	4
Part II	중소형주 종목 동향	13
Part III	중소형주 탐방노트	20
Part IV	의료기기 시장 동향: X-Ray 와 미용의료기기	24

기업분석

서흥 (008490)	46
레이언스 (228850)	53
아이센스 (099190)	56
휴비츠 (065510)	59
클래시스 (214150)	63
루트로닉 (085370)	67

Part I

Value & Growth Universe

이베스트투자증권 Mid-Small cap 팀은 Value & Growth 선별 방식을 적용한 중소형주 Universe를 구성하여 투자 유망 기업을 제시하고 있습니다.

2019년 11월 Universe에는 신규편입 종목은 서흥, 제외종목은 경동제약이 있습니다.

이번 Universe 업데이트에서는 Universe 기업에 대한 View 변화 및 코멘트와 2019년 10월 신규상장(IPO) 기업들을 정리하였습니다.

Value & Growth Universe

표1 Universe 투자포인트 요약

애널리스트	기업코드	기업명	투자포인트
정홍식	A058470	리노공업	3Q19 분기 최대실적 전망, 이는 5G R&D 관련 IC Test 소켓 수요 증가 요인으로 파악됨
	A019680	대교	Q(학생수)↓ · P(수강료)↑, 자산가치 높음. 회원수 추이 살펴봐야 할 듯
	A034310	NICE	상장 자회사들의 실적 개선 + ITM 반도체 2019년 11월 상장으로 인한 지분가치 확대 기대감
	A030190	NICE평가정보	개인·기업 신용정보를 모두 처리할 수 있는 신용정보회사, 구조적인 성장성 유효
	A119860	다나와	온라인 쇼핑 거래액의 매년 10~30% 성장 흐름, 이에 동사의 제휴쇼핑도 성장흐름 유지
	A023910	대한약품	기초 수액제의 추세적인 성장, 다만 최근 급등한 OPM: 높은 Base Effect → 수익성 우려감
	A005680	삼영전자	순현금이 시가총액을 상회하는 상태, Valuation 저평가, 다만 올해 전해콘덴서 수익성 하락
	A086450	동국제약	3Q19 분기 최대실적 전망, 이는 OTC, ETC, 헬스케어 사업부문의 고른 성장에 기인
	A025000	KPX케미칼	PPG-PO Spread 확대 본격화로 영업이익의 성장흐름으로 전환, 하반기 성장유지 기대감
	A063570	한국전자금융	CD-VAN & OK POS 부진, 향후 KIOSK & 무인주차장 수익성 강화시기에 접근 권고
	A049070	인탑스	Valuation 저평가, 안정적인 재무구조, 신규사업의 확장 가능성. 3분기 실적 호조 기대감
	A069510	에스텍	자동차용 스피커 글로벌 고객선 확대 진행 중, Valuation 저평가, 대형 SUV 효과 모멘텀
	A016800	퍼시스	시디즈, 일룸 등의 관계사로 공급물량 증가, Valuation 저평가, 안정적인 이익구조
	A008490	서흥	하드캡슐 사업의 3Q19 생산 Capa 증가, 건기식 사업부문의 수익성 개선 기대감
	A078000	텔코웨어	2019년을 저점으로 2020년 실적 개선 기대감, 이는 Core 부문의 투자시기를 고려한 것임
	A036190	금화피에스시	Valuation 절대 저평가, 경상정비 사업의 구조적인 성장, 2020년 영업이익 증가할 전망
	A130580	나이스디앤비	기업신용평가(TCB 포함) 수요 증가, 매년 상승하는 흐름, 동종기업 대비 상대적 저평가
	A040420	정상제이엘에스	프리미엄 영어 교육의 수요 증가로 학생수 급증, 2019년 상반기 영업이익의 30% 고성장
A092130	이크레더블	기업 신용평가에 대한 추세적인 수요 증가, 매년 DPS 상승으로 중장기적인 배당메리트	
김한경	A067160	아프리카TV	별풍선과 광고의 쌍두마차! 올해에도 고성장 지속
	A065510	휴비츠	렌즈가공기 판매 호조와 망막진단기 매출 운기 반영 효과로 성장 재개
	A006060	화승인더	아디다스 內 점유율 상승과 고객사 다변화 동시 진행
	A192440	슈피겐코리아	5G, 폴더블 폰 출시로 케이스 수요 증가, 적극적인 주주환원
	A241590	화승엔터프라이즈	P&Q 동반 성장 국면 진입, 2Q19부터 뚜렷한 실적 개선 전망
	A012750	에스원	안정적인 보안 서비스 매출 성장 + 무인화 시대 수혜
	A039830	오로라	신비아파트 흥행에 따른 완구매출 호조로 사상최대 실적 달성 전망
A063160	종근당바이오	락토피 판매 호조에 따른 담보된 성장. 안정적인 원료 매출과 성장하는 프로바이오틱스 사업	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 2019년 Universe 주요 Valuation 및 투자 지표

에널리스트	기업코드	기업명	투자 의견	시가 총액 (십억원)	증가 (원)	2019년 증가율(% YoY)			수익성 (%)		Valuation (x)		
						매출액	영업 이익	순이익	영업 이익률	ROE	PER	PBR	EV/ EBITDA
정홍식	A058470	리노공업	Buy	810.9	53,200	3.8	5.5	-0.5	34.6	16.4	16.8	2.8	9.9
	A019680	대교	Buy	601.8	6,140	-1.1	6.3	20.2	3.6	3.9	26.6	1.0	7.5
	A034310	NICE	Buy	734.9	19,400	10.6	2.1	0.2	7.4	5.5	12.2	0.7	2.7
	A030190	NICE평가정보	Buy	740.7	12,200	7.7	7.0	4.7	12.6	17.4	18.5	3.2	9.9
	A119860	다나와	Buy	320.3	24,500	11.4	24.3	31.1	21.2	20.0	14.9	3.0	9.6
	A005680	삼영전자	Buy	175.0	8,750	-11.5	-44.3	-29.3	3.3	2.3	16.4	0.4	-4.2
	A023910	대한약품	Buy	189.0	31,500	4.8	-6.1	-2.5	20.4	16.7	6.8	1.1	4.1
	A086450	동국제약	Buy	618.0	69,500	12.5	12.2	7.7	13.7	15.2	12.2	1.9	7.1
	A025000	KPX케미칼	Buy	260.4	53,800	0.1	62.3	181.3	5.0	6.7	8.4	0.6	2.1
	A063570	한국전자금융	Buy	233.9	6,850	-4.9	-22.5	-51.0	6.9	6.0	22.7	1.4	5.2
	A049070	인탑스	Buy	236.5	13,750	15.4	45.6	38.9	6.0	6.3	7.5	0.5	0.8
	A069510	에스텍	Buy	128.2	11,750	10.5	20.4	-0.8	6.4	12.2	6.5	0.8	1.9
	A016800	퍼시스	Buy	357.1	31,050	8.0	9.0	-19.8	8.9	8.1	9.8	0.8	4.3
	A008490	서흥	Buy	382.9	33,100	17.7	27.2	43.2	10.8	10.5	10.4	1.1	8.3
	A078000	텔코웨어	Buy	137.8	14,200	-4.3	-20.0	-9.5	11.9	5.1	24.2	1.2	8.4
	A036190	금화피에스시	Buy	176.1	29,350	-1.2	-4.3	-12.6	17.2	14.2	5.1	0.7	0.2
	A130580	나이스디앤비	Buy	120.7	7,840	41.5	8.7	7.5	15.4	18.4	12.1	2.2	7.0
	A040420	정상제이엘에스	Buy	122.1	7,790	6.5	22.9	155.6	14.4	14.0	13.3	1.9	6.9
A092130	이크레더블	Buy	227.0	18,850	9.1	8.5	8.0	40.9	25.2	16.8	4.2	10.1	
김한경	A067160	아프리카TV	Buy	849.5	73,900	34.0	45.0	59.7	23.2	28.3	24.6	7.0	17.1
	A065510	휴비츠	Buy	100.8	8,480	11.8	44.1	14.1	13.6	8.3	12.4	1.0	5.3
	A006060	화승인더	Buy	627.9	11,350	12.9	72.3	239.9	7.6	16.5	9.1	1.5	4.9
	A192440	슈피겐코리아	Buy	351.2	56,500	15.0	3.5	4.4	16.6	14.7	7.9	1.2	3.8
	A241590	화승엔터프라이즈	Buy	938.3	15,500	22.2	87.1	217.5	7.0	15.8	17.3	2.7	8.6
	A012750	에스원	Buy	3,560.5	93,700	5.5	5.4	56.7	9.9	12.1	22.1	2.7	9.0
	A039830	오로라	Buy	128.6	11,950	11.7	41.2	80.0	11.3	9.2	11.9	1.1	5.0
	A063160	중근당바이오	Buy	162.1	31,000	6.3	88.4	35.9	10.0	6.9	15.0	1.0	6.1

주: 영업이익률, ROE, PER, PBR, EV/EBITDA 2019년 추정실적 기준, 시가총액, 증가 2019년 11월 1일 증가 기준

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 2020년 Universe 주요 Valuation 및 투자 지표

에널리스트	기업코드	기업명	투자의견	2020년 증가율(% YoY)			수익성 (%)		Valuation (x)		
				매출액	영업 이익	순이익	영업 이익률	ROE	PER	PBR	EV/EBITDA
정홍식	A058470	리노공업	Buy	8.5	10.2	8.9	35.1	16.0	15.4	2.5	8.6
	A019680	대교	Buy	-0.4	7.7	6.2	3.9	4.1	25.1	1.0	7.2
	A034310	NICE	Buy	9.8	13.2	17.6	7.6	6.1	10.4	0.6	2.5
	A030190	NICE평가정보	Buy	7.5	9.0	8.0	12.8	16.5	17.1	2.8	8.9
	A119860	다나와	Buy	7.3	13.1	12.1	22.4	19.0	13.3	2.5	8.1
	A005680	삼영전자	Buy	2.8	13.7	11.2	3.7	2.5	14.7	0.4	-4.1
	A023910	대한약품	Buy	4.5	7.4	6.8	21.0	15.3	6.4	1.0	4.2
	A086450	동국제약	Buy	11.1	12.6	8.9	13.9	12.9	11.2	1.4	6.3
	A025000	KPX케미칼	Buy	3.9	14.2	17.0	5.5	7.4	7.2	0.5	1.7
	A063570	한국전자금융	Buy	4.2	10.9	9.7	7.3	6.2	20.7	1.3	4.9
	A049070	인탑스	Buy	8.6	9.0	8.6	6.1	6.4	6.9	0.4	0.6
	A069510	에스텍	Buy	9.5	12.9	10.6	6.6	12.2	5.9	0.7	1.4
	A016800	퍼시스	Buy	7.6	8.6	6.3	8.9	8.1	9.2	0.7	3.4
	A008490	서흥	Buy	9.3	10.4	7.3	10.9	10.2	9.7	1.0	7.4
	A078000	텔코웨어	Buy	13.4	18.8	14.0	12.5	5.6	21.2	1.2	6.7
	A036190	금화피에스시	Buy	4.3	4.8	4.0	17.3	13.3	4.9	0.6	-0.4
	A130580	나이스디앤비	Buy	7.7	8.8	7.0	15.5	17.1	11.3	1.9	6.0
	A040420	정상제이엘에스	Buy	5.6	6.0	15.2	14.5	15.1	11.5	1.7	6.5
	A092130	이크레더블	Buy	9.1	10.8	10.4	41.5	24.8	15.2	3.8	8.8
김한경	A067160	아프리카TV	Buy	19.9	27.2	17.1	24.6	26.4	21.0	5.5	13.2
	A065510	휴비츠	Buy	12.5	35.8	58.0	16.4	12.0	7.9	0.9	4.0
	A006060	화승인더	Buy	13.8	33.0	31.9	8.9	18.8	6.9	1.3	3.9
	A192440	슈피겐코리아	Buy	11.8	18.1	9.4	17.5	14.1	7.2	1.0	3.3
	A241590	화승엔터프라이즈	Buy	21.5	36.9	38.9	7.9	18.4	12.4	2.3	6.9
	A012750	에스원	Buy	5.4	9.9	7.2	10.3	12.3	20.6	2.5	8.0
	A039830	오로라	Buy	9.7	30.8	46.3	13.5	12.1	8.1	1.0	3.6
	A063160	종근당바이오	Buy	15.9	36.7	34.9	11.8	8.5	11.1	0.9	4.8

주: 영업이익률, ROE, PER, PBR, EV/EBITDA 2020년 당사 추정실적 기준

시가총액, 증가 2019년 11월 1일 증가 기준

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표4 Universe 실적전망(억원)

기업코드	기업명	매출액			영업이익			지배주주 순이익		
		2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
A058470	리노공업	1,504	1,560	1,693	512	540	595	486	484	527
A019680	대교	7,631	7,545	7,513	256	272	293	188	226	240
A034310	NICE	16,119	17,820	19,568	1,283	1,310	1,483	601	602	708
A030190	NICE평가정보	3,838	4,132	4,440	486	520	567	383	401	433
A119860	다나와	1,063	1,184	1,270	202	251	284	164	215	241
A005680	삼영전자	2,497	2,210	2,272	131	73	83	151	107	119
A023910	대한약품	1,587	1,664	1,739	362	340	365	285	278	297
A086450	동국제약	4,008	4,508	5,008	551	618	696	469	505	550
A025000	KPX케미칼	7,667	7,677	7,979	239	387	442	111	311	364
A063570	한국전자금융	2,944	2,801	2,918	249	193	214	210	103	113
A049070	인탑스	7,156	8,258	8,966	342	498	543	226	314	341
A069510	에스텍	3,064	3,385	3,707	180	217	245	200	198	219
A016800	퍼시스	3,157	3,408	3,667	277	302	328	455	365	388
A008490	서흥	3,935	4,632	5,063	393	500	552	257	368	395
A078000	텔코웨어	421	403	457	60	48	57	63	57	65
A036190	금화피에스시	2,333	2,305	2,403	414	396	415	397	347	361
A130580	나이스디앤비	520	736	793	104	113	123	93	100	107
A040420	정상제이엘에스	871	928	980	109	134	142	36	92	106
A092130	이크레더블	372	406	443	153	166	184	125	135	149
A067160	아프리카TV	1,266	1,697	2,034	271	393	500	216	345	404
A065510	휴비츠	789	882	992	83	120	163	71	81	128
A006060	화승인더	11,519	13,002	14,794	577	994	1,322	203	690	910
A192440	슈피겐코리아	2,669	3,070	3,433	492	509	601	427	446	488
A241590	화승엔터프라이즈	8,792	10,741	13,051	403	754	1,032	171	543	754
A012750	에스원	20,183	21,292	22,441	1,991	2,099	2,307	1,030	1,614	1,730
A039830	오로라	1,468	1,640	1,799	131	185	242	60	108	158
A063160	종근당바이오	1,245	1,324	1,535	70	132	180	80	108	146

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

표5 Universe 신규 편입· 제외

종목코드	종목명	구분	내용
A008490	서총	신규 편입	<p>서총은 매년 매출액이 성장하고 있는 기업인데, 3Q19를 기점으로 향후 2~3년간 외형 성장폭이 조금 더 확대될 것으로 보이며, 현재 Valuation이 매력적이라는 판단. 동사를 살펴봄에 있어 크게 하드캡슐과 건강기능식품을 봐야 하는데, 내용은 다음과 같음.</p> <p>첫째, 동사의 하드캡슐 사업은 매년 성장(2012년 856억원 → 2018년 1,439억원, CAGR 9.0%, 2Q19 누적 845억원 +15.0% yoy)하고 있다. 이는 1)Q↑: 중동 등의 해외 수출이 확대되며 생산실적이 증가(최근 5년 CAGR 5.7%, 수출비중 80%)하고 있으며, 2)P↑: 식물성 하드캡슐(ASP 높음)의 비중 증가로 ASP가 지속적으로 상승(2016년 3.6원 → 2017년 3.7원 → 2018년 4.0원 → 1H19 4.7원, CAGR 7.3%)하고 있기 때문. 특히, 3Q19 베트남 식물성 +8대(Capa +10.7%). 2020년말 식물성 +4대가 계획되어 있어 과거대비 향후 2~3년간 조금 더 높은 성장이 진행될 것으로 기대.</p> <p>둘째, 건강기능식품 사업에서 고성장[2015년 963억원 → 2016년 1,105억원 → 2017년 1,212억원 → 2018년 1,427원(CAGR 14.0%), 1H19 896억원(+18.6% yoy)]이 진행되고 있다. 이는 다양한 제형(캡슐 41%, 정제 12%, 액상/젤리 36%, 기타 11%)을 생산할 수 있는 OEM/ODM 전문업체(고객사 한국인삼공사, 뉴스킨코리아, LG생활건강 등)로서 건기식 시장규모가 확대되고 있기 때문. 특히, F&P(Food & Pharmaceutical, 의약품+건기식) 사업부문의 OP Margin이 3.8% 수준(과거 부천공장에서는 OPM 10% 이상, 대규모 Capa 증설과 액상/젤리 라인 등의 확장으로 현재 가동률 55%)인 점을 고려하면 향후 수익성 개선이 매우 빠르게 진행될 가능성이 높음</p>
A011040	경동제약	편입제외	<p>마케팅 비용 증가에 따른 수익성 하락이 지속되고 있으며, 최근 대규모 순현금에도 불구하고 BW 발행으로 인한 불확실성이 높아지고 있음</p>

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표6 Universe View 변화

기업코드	기업명	View 변화
A058470	리노공업	지난 5월부터 5G관련 모바일 고객사들을 중심으로 IC Test 소켓 수요가 증가하고 있어 3Q19 분기 최대실적이 기대되고 있음. 그리고 올해 하반기에 완공된 초음파 프로브 전용 공장에서 내년 이후 신규 고객선이 얼마나 더 늘어날지에 대해서도 관심이 높음. 만약 신규고객선이 확보된다면 동사는 IT 뿐만 아니라 의료기기 부문에서도 의미 있는 성장이 가능할 것으로 보임
A086450	동국제약	3Q19 최대 실적을 기대하고 있음. 이는 OTC, ETC, 헬스케어 사업부문의 고른 성장이 진행되고 있기 때문. 특히, 매출액 성장률이 높을 것으로 전망함에 따라 내년 이후에 외형성장에 대한 기대감이 높아지고 있으며, 상반기 대비 마케팅 비용 감소로 OP Margin도 개선될 가능성이 있음. 또한 4분기에도 이러한 QoQ 성장흐름이 지속될 수 있을 것으로 보임
A030190	NICE평가정보	동사는 매년 안정적인 성장이 진행되고 있는 기업임. 최근 주가 낙폭이 확대되고 있는 상황인데 펀더멘털의 변화는 없는 것으로 보임. 이는 상반기에 주가 급등으로 인한 수급변화로 해석됨
A049070	인탑스	3Q19 실적 기대감이 높음. 지난 2분기 어닝서프라이즈 이후 3분기 실적에 대한 우려감이 높았지만 3분기에도 7~8% 수준의 고마진이 유지될 것으로 기대됨. 또한 라인어스 등의 페이퍼프로그램 신규사업의 외형도 점진적으로 확대되고, 가전, 자동차 뿐만 아니라 모바일 외의 사업부문에서 성장 기대감이 높아지고 있는 상황
A005680	삼영전자	시가총액이 순현금 보다도 낮은 절대 저평가 국면에 있음. 다만 전해콘덴서 가격 하락으로 올해 실적은 매우 부진한 상황. 향후 실적추이를 살펴 보면서 접근하는 것을 권고
A006060	화승인더	3Q19 실적은 매출액 3,506억원(+19.7% yoy), 영업이익은 281억원(+116.2% yoy, OPM 8.0%)로 당사 추정치를 크게 상회할 전망. 3분기는 통상 비수기임에도 불구하고 고단가 위주의 신규 오더와 경쟁사 물량 이전효과에 따른 매출 상승, 2분기를 마지막으로 B급 재고 관련 손실 반영이 마무리되며 매출과 수익성이 동반 개선될 전망. 아디다스 內 점유율 상승 및 고객사 다변화가 동시에 진행되고 있어 중장기 방향성이 아주 밝음. 화승인더는 시장에서 지주사로 간주되며 멀티플 디스카운트를 적용 받고 있으나 이는 시장의 오해이며 화승엔터프라이즈 연결 인식분 이외에도 자체적으로 순도 높은 이익을 창출해내고 있음에도(2019F OP 화승인더 1,024억원 / 화승엔터 770억원) 현 시총은 엔터프라이즈 지분가치(약 6,470억)에도 못 미치고 있음
A192440	슈피겐코리아	3분기 실적은 기대치 하회를 전망. 갤럭시 노트10 및 아이폰 출시에도 불구하고 예상보다 이익 성장 속도가 느리게 나타나고 있음. 타라인 성장 대비 비용 증가가 부각되는 국면으로 주가 반등에는 시간이 소요될 것으로 예상. 그러나 주주환원정책은 여전히 유효해 추가 하락은 제한적일 것

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

10월 신규 상장(IPO) 기업 정리

표7 10월 IPO 기업(1)

기업	기업코드	신규 상장일	기업개요	유사/경쟁 업체
녹십자웰빙	A234690	2019-10-14	당사는 전문의약품(인태반주사, 향산화주사, 비타민주사, 미네랄주사 등)과 건강기능식품(비타민, 프로바이오틱스, 홍삼 등)을 제조 및 판매하는 기업임. 당사에서 제조 및 판매하는 주요제품은 영양주사제로 영양성분이 포함된 수액을 투여하거나 비타민, 미네랄, 인태반 추출물 등을 정맥 혈관이나 피하 또는 근육주사로 투여하여 환자에게 부족한 영양 공급을 도와주는 제품들임.	셀바이오텍, 에이치엘사이언스, JW 생명과학
아톤	A158430	2019-10-17	당사는 핀테크 보안 솔루션과 간편인증 서비스를 주사업으로 영위함. 당사는 주요 은행, 증권사 등 금융기관들을 상대로 핀테크 보안 솔루션 사업을 영위하고 있음. 간편인증 서비스 사업의 경우, 국내 이동통신 3 사(SK 텔레콤, KT, LG 유플러스 등)가 운영하는 휴대폰 인증 서비스 PASS 의 전자서명 공동사업자로서, 함께 PASS 플랫폼을 키워가고 있음. 당사가 영위하고 있는 핀테크 보안 솔루션 시장(어플리케이션 보안 부문)은 연 평균 17.6%의 성장할 것으로 전망.	웍케시, 라온시큐어
라온피플	A300120	2019-10-18	당사는 2010년 1월 18일에 설립되어 영상신호처리 분야와 인공지능 딥러닝 알고리즘 기술을 기반으로 카메라 모듈 검사기 및 AI 머신비전 솔루션을 개발, 생산 및 판매함. 당사의 카메라 모듈 검사기는 스마트폰, CCTV, 자동차 등에 사용되는 카메라 모듈을 검사하기 위해 카메라 모듈로부터 나오는 영상을 수신하여 처리한 후 PC로 전송해주는 역할을 수행. 당사의 2020년 이후 가장 큰 매출 성장세가 기대되는 분야는 AI 기술을 활용한 스마트 라이프 사업인 AI 의료기기와 AI 교통 사업임.	하이비전시스템, 이즈미디어
팜스빌	A318010	2019-10-22	당사는 건강식품의 개발, 제조 유통 및 수출입업등을 주요 사업으로 함. 당사의 경쟁력은 자사몰 플랫폼을 통해 제품을 유통한다는 것과 기능별, 연령별에 따른 총 11개의 자사 브랜드 라인업을 갖추고 있다는 점임. 총 150여종 이상의 다양한 상품을 판매 중. 당사는 마이크로바이옴 기반 기술을 활용한 새로운 기능성을 가지는 프로바이오틱스 소재 개발을 신규 사업으로 운영함.	뉴트리, 노바렉스, 에이치엘사이언스
엔바이오니아	A317870	2019-10-24	당사는 2001년 설립되어, 국내에서 유일하게 습식(Wet-laid) 제조공정 기반의 첨단 복합소재를 활용한 다양한 부품 및 소재를 개발, 제조 사업을 영위함. 특히 탄소섬유 및 나노셀룰로오스섬유를 활용한 첨단 복합소재의 개발과 이를 활용한 다양한 응용제품을 개발하는데 주력함. 당사는 현 주력 품목인 "양전하 필터"의 핵심소재의 개발뿐만이 아니라, 공기청정기 필터에 필수적으로 적용되는 헤파지지체, 전기집진식 공기청정필터 등 자체 기획을 통한 개발을 진행중.	크린앤사이언스, 웅진코웨이, 쿠쿠홈시스
케이엔제이	A272110	2019-10-25	당사의 주력 제품은 디스플레이 패널 제조 공정과정 중 패널을 절단하게 되면서 패널모서리에 발생한 상처를 부드럽게 연마하는 유리기판 가공설비인 Edge Grinder 와 반도체 웨이퍼 가공공정 중 에칭공정에서 에칭장비내 소모품으로 사용되는 부품인 CVD-SiC Ring 임. 당사 중국업체를 상대로 LCD 용 장비를 판매하는 한편, 국내 고객을 대상으로는 OLED 및 마이크로 LED 등 새로운 디스플레이 패널 투자에 맞춘 제품개발을 서두르면서 수주를 준비 중.	디아이티, 디에스케이, 미래컴퍼니, 티씨케이
캐리소프트	A317530	2019-10-29	당사는 2014년 10월 유튜브 '캐리'와 장난감친구들' 채널을 시작으로 어린이 방송국 '캐리 TV'로 성장한 어린이와 가족 콘텐츠 IP 전문 기업임. 당사는 키즈&패밀리 콘텐츠를 기획, 제작하여 인터넷 동영상 서비스, OTT, IPTV, CATV 등의 다양한 플랫폼에서 자체 채널을 운영하며, '캐리'로 통칭되는 캐릭터와 브랜드 IP 를 활용해 커머스, 머천다이징, 라이선싱, 키즈카페, 공연, 교육·출판, 영화 등의 사업을 영위.	SBS 콘텐츠허브, 키다리스튜디오, 미스터블루

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표8 10월 IPO 기업(2)

기업	기업코드	신규 상장일	기업개요	유사/경쟁 업체
지누스	A013890	2019-10-30	당사는 침대 매트리스 및 가구 제조, 판매를 주 영업목적으로 영위함. 당사는 매트리스, 침실가구류 등에서 거둔 성과를 바탕으로 최근 거실가구, 주방가구, 사무용 가구 등으로 사업영역을 확대해 나가는 한편, 한국, 중국, 호주 및 유럽 등으로의 지역적 확장도 지속적으로 추진 중임. 또한 급속히 성장하고 있는 온라인 시장을 중심으로 다양한 가구 산업으로 진출 및 성장 중.	한샘, 현대리바트
롯데리츠	A330590	2019-10-30	당사는 2019년 3월 부동산투자회사법에 의하여 설립된 명목회사로서, 다수의 기관 및 개인투자자들로부터 자금을 확보하여 대상 부동산, 부동산 관련 증권 등을 취득 및 투자하고, 취득 부동산의 안정적인 운용(임대, 관리, 처분)을 통하여 투자자들에게 일정 수준 이상의 투자 수익을 제공하는 것을 목적으로 함. 당사의 투자부동산은 2019년 5월 30일 현물출자를 통해 롯데쇼핑(주)으로부터 취득한 롯데백화점 강남점 및 향후 공모자금 등으로 취득 예정인 롯데백화점 3개 점포(구리점, 광주점, 창원점) 및 롯데아울렛 2개 점포(청주점, 대구울하점), 롯데마트 4개 점포(의왕점, 서청주점, 대구울하점, 장유점)임.	신한알파리츠, 이리츠코크랩
티라유텍	A322180	2019-10-31	당사는 스마트팩토리 구축에 필요한 SCM, MES 및 설비 자동화 소프트웨어를 공급하며 설비 제어 기술을 기반으로 산업용 IoT 디바이스 및 물류 로봇 등으로 사업을 확대함. 당사의 주요 고객은 삼성전자를 비롯하여 삼성전기, 삼성 SDI, SK 이노베이션, SK 하이닉스, SKC, LG 전자, LG 화학, 한화큐셀 등 국내 대기업과 동우화인켐, 대덕전자, SFA 반도체, 에코프로 등 매출 5천억 이상의 중견 기업이 대부분을 차지	한컴 MDS, 링크제니시스

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Part II

중소형주 종목 동향

중소형주 종목 동향

이번 섹션에서는 중소기업주 종목 동향에 대해서 살펴보겠습니다.

매월 중소기업주 가격변동에 의한 낙폭확대, 저평가 부각 등, 투자자분들이 궁금해 할만한 것들을 정리하려고 합니다.

이번 파트는 과거 1개월간의 데이터를 정리한 것이라고 보면 됩니다.

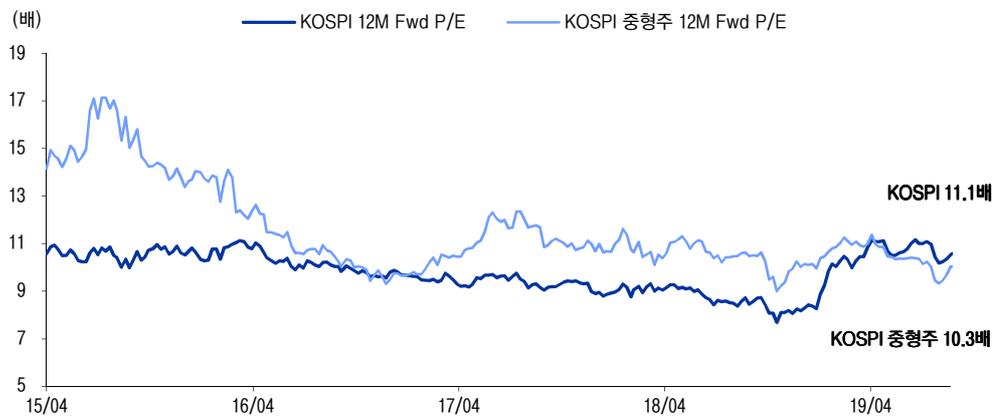
달라지는 시장흐름을 파악해 저희가 제시해드리는 중소기업주 투자판단에 도움이 되시기를 바랍니다.

시장상황 점검

KOSPI 중형주, 밸류에이션 상승세

KOSPI 대비 KOSPI 중형주의 P/E 괴리도는 현재 -7.5%이다. 2015년 이후~현재까지의 평균인 17.0%를 하회하는 수준이다. 참고로 KOSPI 중형주의 12MF P/E는 10.3배, KOSPI의 12MF P/E는 11.1배 수준으로 Valuation 격차가 유지되고 있다.

그림1 KOSPI 대형주 대비 중형주의 P/E 괴리도



주: KRX 분류기준 (시가총액 기준, 대형주: 1~100위, 중형주: 101~300위, 소형주: 300위 이하)

자료: WiseFn. 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 KOSPI 중형주 P/E 괴리율 추이

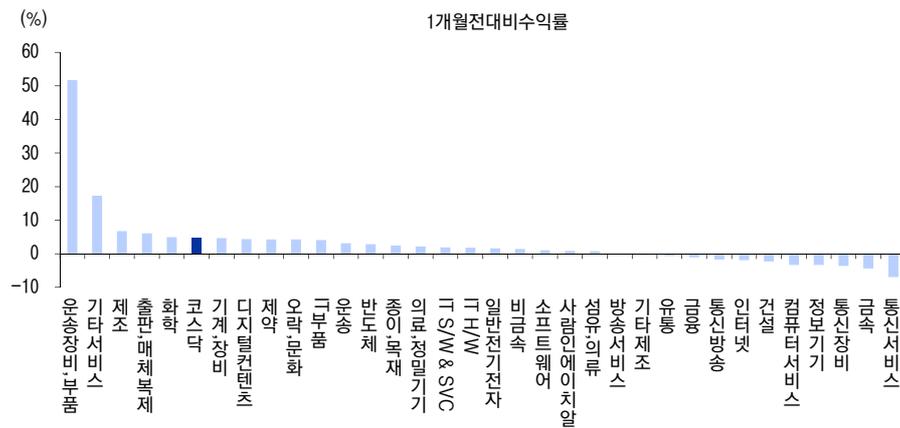


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

KOSDAQ 업종별 수익률 추이 비교(지난 1개월, 12개월)

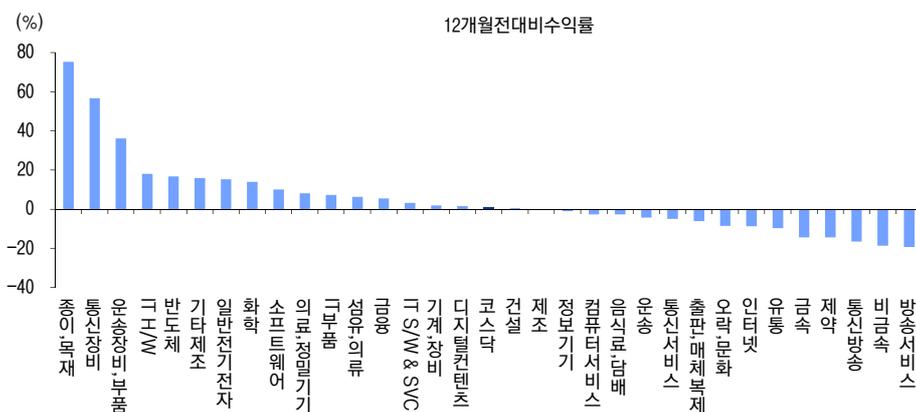
10월 코스닥 수익률은 1개월전 대비 4.78%를 기록하였다. 같은 기간 동안 운송장비·부품 업종(+51.74%)의 수익률이 가장 높았으며, 기타 서비스(+14.04%), 제조 업종(+13.92%) 등이 뒤를 이었다. 운송장비·부품 업종으로 분류된 특정 종목의 수익률이 높았던 영향으로 업종 전반적인 강세는 아닌 것으로 파악된다. 이는 단순 참고용으로 활용하길 권장한다.

그림3 KOSDAQ 업종별 1개월전 대비 수익률



자료: WiseFn, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 KOSDAQ 업종별 12개월전 대비 수익률



자료: WiseFn, 이베스트투자증권 리서치센터

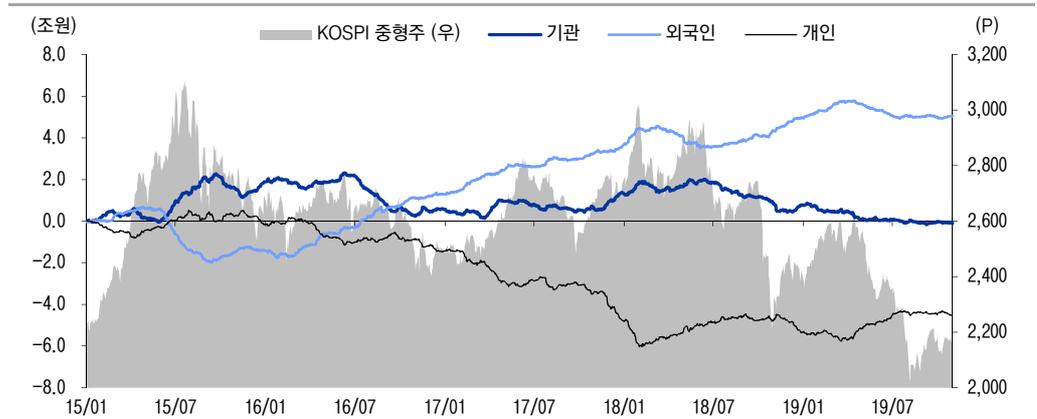
수급상황- KOSPI 중형주 외국인 매수세, KOSDAQ 개인 매수세

표9 KOSPI 중형주 수급(2019.10.01~2019.11.01)

주체	수급	누적순매수('15~)
기관	-678억원	-837억원
외국인	283억원	5.0조원
개인	121억원	-4.5조원

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 KOSPI 중형주 매매 주체별 수급동향



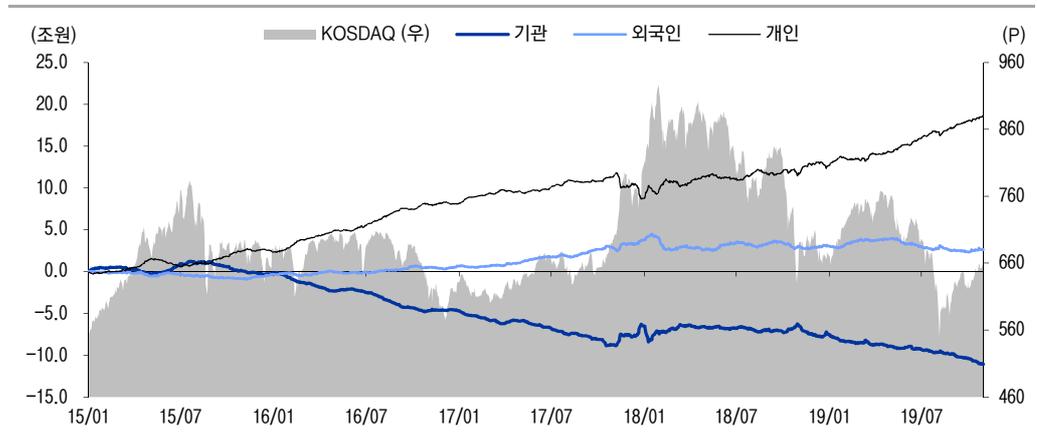
자료: 증권전산, 이베스트투자증권 리서치센터

표10 KOSDAQ 수급(2019.10.01~2019.11.01)

주체	수급	누적순매수('15~)
기관	-7,443억원	-11.1조원
외국인	2,796억원	2.6조원
개인	6,463억원	18.6조원

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 KOSDAQ 매매동향



자료: 증권전산, 이베스트투자증권 리서치센터

월간 중소형주 수익률 상위

표11 MoM 중소형주 수익률 상위

구분	내용
시가총액	시가총액 1,000억원 ~ 1조원
Valuation	12M Trailing P/E 30.0배 이하, P/B 4.0배 이하
조건	지난 1개월 수익률 상위 기준으로 정렬

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: 2019년 10월 29일 종가기준, YoY Sales & OP는 직전 4분기 실적 반영

표12 MoM 중소형주 수익률 상위

종목코드	종목명	시가 총액	1M 수익률	1Y 수익률	YoY Sales	YoY OP	P/E	P/B	순현금 비중
A084680	이월드	4,150	47.4%	165.0%	219.3%	140.5%	28.7	2.5	-7.6%
A073110	엘엠에스	2,193	42.9%	357.3%	11.3%	43.0%	11.2	1.9	-0.5%
A126700	하이비전시스템	1,703	39.2%	8.6%	-29.6%	-77.6%	13.2	1.5	26.2%
A054210	이랜텍	1,502	36.3%	211.9%	17.5%	-1213.6%	10.1	1.1	-87.3%
A123420	선데이토즈	1,943	36.2%	35.3%	6.6%	48.9%	18.6	1.4	44.2%
A089010	캠트로닉스	2,044	34.3%	217.5%	10.7%	858.0%	29.1	2.6	-50.0%
A094280	효성ITX	1,479	31.8%	40.7%	-5.3%	-7.5%	20.6	3.1	-9.2%
A102710	이엔에프테크놀로지	3,678	30.2%	175.0%	14.0%	25.6%	9.7	1.7	-7.1%
A178320	서진시스템	5,557	29.0%	126.6%	28.4%	65.2%	13.9	2.6	-14.4%
A166090	하나머티리얼즈	3,504	28.9%	24.8%	34.9%	35.5%	9.5	2.9	-27.7%
A082920	비츠로셀	2,768	26.6%	41.1%	34.9%	99.7%	14.1	2.3	1.0%
A123040	엠에스오토텍	2,010	24.6%	233.3%	75.8%	276.2%	8.4	2.4	-166.5%
A290740	액트로	1,344	21.8%	147.9%	9.4%	-36.7%	11.6	2.1	30.1%
A056360	코위버	1,029	21.0%	118.3%	66.4%	-522.7%	6.3	1.0	13.7%
A183300	코미코	2,536	20.2%	28.2%	19.9%	22.0%	8.8	2.7	0.5%
A048870	시너지이노베이션	1,277	19.7%	1.5%	47.2%	106.7%	6.8	2.4	-1.9%
A299910	베스파	1,331	19.4%	0.0%	177.8%	148.0%	5.8	1.5	65.8%
A272290	이녹스첨단소재	5,567	18.9%	61.0%	2.3%	19.8%	16.2	3.8	-5.1%
A052420	오성첨단소재	1,418	18.5%	26.9%	41.3%	15.6%	16.9	1.1	26.1%
A101160	월텍스	1,285	18.4%	70.1%	19.1%	64.3%	6.2	1.8	-20.5%
A251630	브이원텍	1,400	16.8%	-20.2%	-31.2%	-42.5%	13.8	1.8	44.7%
A037070	파세코	1,313	15.1%	141.8%	33.1%	89.8%	16.7	1.9	-2.3%
A027360	아주B투자	1,353	14.9%	0.0%	-29.3%	-46.6%	13.0	0.9	0.0%
A095610	테스	4,270	14.9%	44.5%	-33.3%	-57.6%	22.0	2.0	19.4%
A052260	SK바이오랜드	2,318	14.9%	33.8%	5.0%	-4.3%	17.1	1.6	-4.3%
A089140	넥스틴	1,163	14.6%	2.4%	-10.7%	-38.0%	14.7	1.2	63.9%
A206560	덱스터	1,950	14.5%	64.5%	128.9%	-150.9%	11.0	3.1	16.8%
A104480	티케이케미칼	2,591	14.2%	70.2%	7.6%	111.7%	11.1	1.0	-83.6%
A104830	원익머티리얼즈	3,574	13.6%	-4.6%	9.7%	13.2%	10.6	1.3	8.2%
A011330	유니켄	1,381	12.9%	55.2%	27.0%	134.2%	9.9	2.4	-31.0%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

월간 중소형 낙폭과대주

표13 MoM 중소형 낙폭과대주

구분	내용
시가총액	시가총액 1,000억원 ~ 1조원
Valuation	12M Trailing P/E 30.0배 이하, P/B 4.0배 이하
조건	지난 1개월 수익률 하위 기준으로 정렬

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: 2019년 9월 19일 종가기준, YoY Sales & OP는 직전 4분기 실적 반영

표14 MoM 중소형 낙폭과대주

종목코드	종목명	시가총액	1M 수익률	1Y 수익률	YoY Sales	YoY OP	P/E	P/B	순현금 비중
A073560	우리손에프앤지	1,399	-27.5%	35.6%	4.0%	-86.4%	7.3	0.8	-57.2%
A227840	현대코퍼레이션홀딩스	1,097	-27.0%	-23.7%	10.4%	9.2%	24.9	0.7	46.2%
A058400	KNN	1,477	-25.4%	73.7%	-0.2%	-6.7%	20.1	0.8	29.1%
A290380	대유	1,032	-19.4%	-24.0%	12.6%	-17.0%	17.2	1.7	42.6%
A028100	동아지질	2,254	-17.5%	59.4%	2.0%	1.6%	12.6	1.3	40.5%
A067280	멀티캠퍼스	2,252	-17.3%	1.7%	23.1%	36.6%	12.3	2.4	19.4%
A004430	송원산업	3,684	-17.3%	-1.9%	7.7%	30.0%	9.4	0.9	-58.6%
A001260	남광토건	1,135	-16.3%	-8.0%	72.2%	80.4%	13.7	2.3	26.3%
A009520	포스코엔텍	2,124	-15.8%	-4.0%	3.5%	11.2%	16.9	2.4	20.0%
A012700	리드코프	1,455	-15.3%	4.6%	31.1%	2.9%	4.1	0.4	-503.8%
A002150	도화엔지니어링	3,261	-14.4%	72.7%	20.5%	46.0%	17.9	1.3	15.6%
A290720	푸드나무	1,113	-14.4%	-28.0%	59.3%	12.3%	20.8	2.3	35.5%
A091120	이엠텍	1,331	-14.0%	-32.6%	52.3%	6.7%	7.0	0.7	-10.7%
A009160	SIMPAC	2,126	-13.5%	58.5%	126.0%	214.3%	2.8	0.5	2.0%
A003960	사조대림	1,480	-13.2%	-14.6%	2.4%	-56.5%	2.0	0.7	-142.4%
A010040	한국내화	1,091	-13.0%	19.0%	-15.8%	18.8%	17.9	0.8	-33.1%
A043370	평화정공	2,041	-12.8%	48.6%	6.2%	-8.5%	4.2	0.4	29.0%
A192400	쿠쿠홀딩스	7,290	-12.8%	-16.3%	5.6%	-14.9%	11.4	1.2	19.7%
A038540	상상인	6,252	-12.7%	-26.9%	34.8%	16.5%	4.6	1.5	14.1%
A036800	나이스정보통신	3,125	-12.5%	63.6%	8.6%	-17.4%	10.5	1.5	64.1%
A007540	샘표	1,107	-12.3%	5.6%	3.2%	53.4%	11.2	0.7	20.4%
A136490	선진	2,285	-12.2%	-6.7%	0.9%	-29.7%	20.6	0.7	-156.4%
A264450	유비쿼스	1,530	-12.2%	6.2%	10.6%	-10.1%	11.1	1.9	32.0%
A046440	KG모빌리언스	1,714	-12.0%	-13.8%	-1.4%	-39.2%	19.3	0.8	-84.3%
A000490	대동공업	1,485	-12.0%	14.9%	21.6%	129.7%	11.7	0.7	-222.8%
A006390	한일현대시멘트	5,526	-11.7%	-4.4%	6.6%	18.3%	18.2	3.1	3.7%
A192080	더블유게임즈	8,802	-11.4%	-27.4%	12.4%	30.8%	9.0	1.7	-39.6%
A047770	코데즈컴바인	1,131	-11.3%	13.7%	41.2%	58.1%	18.9	3.3	-4.5%
A077970	STX엔진	1,677	-11.1%	17.2%	55.3%	985.2%	3.6	0.8	-157.7%
A284740	쿠쿠홈시스	8,605	-11.0%	18.7%	138.9%	132.9%	21.2	2.3	-0.8%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

순현금 & 저평가 중소형주

표15 순현금 & 저평가 중소형주

구분	내용
시가총액	시가총액 1,000억원 ~ 1조원
순현금 & 성장성	순현금 비중 10% 이상, YoY 매출액 & 영업이익 상승기업(직전 4분기 기준)
Valuation	12M Trailing P/E 15.0배 이하, P/B 2.0배 이하
조건	위에 기준을 충족한 중소형 기업 중에 일부 기업을 제외하고 1M 낙폭과대 순으로 나열

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: 2019년 9월 19일 종가기준, YoY Sales & OP는 직전 4분기 실적 반영

표16 순현금 & 저평가 중소형주

종목코드	종목명	시가 총액	1M 수익률	1Y 수익률	YoY Sales	YoY OP	P/E	P/B	순현금 비중
A028100	동아지질	2,254	-17.5%	59.4%	2.0%	1.6%	12.6	1.3	40.5%
A038540	상상인	6,252	-12.7%	-26.9%	34.8%	16.5%	4.6	1.5	14.1%
A007540	샘표	1,107	-12.3%	5.6%	3.2%	53.4%	11.2	0.7	20.4%
A110790	크리스에프앤씨	2,226	-9.5%	-15.9%	40.7%	31.1%	8.2	1.1	16.9%
A035510	신세계 I&C	1,883	-8.0%	-9.1%	22.3%	32.2%	6.9	1.0	60.1%
A130660	한전산업	1,060	-5.4%	-1.5%	3.3%	41.1%	7.7	1.4	24.9%
A016800	퍼시스	3,444	-4.9%	-0.2%	2.4%	8.3%	8.0	0.8	58.5%
A028150	GS홈쇼핑	9,811	-4.5%	-27.9%	8.2%	8.6%	8.8	0.9	63.1%
A293480	하나제약	3,605	-4.3%	9.3%	41.1%	31.7%	12.6	1.8	28.2%
A001880	삼호	2,907	-4.3%	66.5%	44.9%	94.6%	2.8	0.8	114.1%
A005430	한국공항	1,240	-3.6%	6.5%	5.6%	13.7%	6.3	0.4	72.5%
A077360	덕산하이메탈	1,309	-3.4%	21.3%	11.7%	34.3%	11.2	0.7	29.9%
A260930	씨티케이코스메틱스	1,493	-3.3%	-30.3%	65.2%	240.8%	12.0	0.9	54.8%
A010960	삼호개발	1,109	-3.3%	11.2%	33.0%	74.8%	4.8	0.6	64.9%
A035890	서희건설	2,340	-3.0%	4.6%	19.1%	24.5%	4.7	0.8	46.7%
A108320	실리콘웍스	5,440	-2.8%	-2.5%	14.1%	6.0%	12.7	1.2	41.0%
A035000	지투알	1,137	-2.7%	0.4%	7.7%	22.8%	9.0	0.9	79.1%
A036560	영풍정밀	1,301	-2.6%	18.2%	33.4%	155.7%	8.9	0.5	34.3%
A069510	에스텍	1,271	-2.5%	25.4%	12.1%	53.4%	5.9	0.9	42.5%
A108380	대양전기공업	1,182	-2.4%	8.3%	29.7%	8.0%	8.9	0.6	84.9%
A100700	세운메디칼	1,485	-2.2%	8.1%	4.2%	9.4%	14.2	1.7	10.4%
A100120	뷰웍스	2,490	-1.8%	-22.7%	13.7%	18.1%	10.8	1.8	22.9%
A002170	삼양통상	1,797	-1.5%	56.4%	14.2%	50.4%	5.7	0.6	69.6%
A005960	동부건설	1,879	-1.0%	26.1%	35.5%	81.6%	3.0	0.5	87.6%
A038680	에스넷	1,141	-1.0%	129.0%	18.5%	100.6%	11.6	1.7	40.1%
A286940	롯데정보통신	6,774	-0.9%	34.8%	55.8%	116.6%	13.5	1.9	23.2%
A228850	레이언스	1,925	-0.9%	-20.8%	3.2%	2.1%	12.6	1.1	44.0%
A024090	디씨엠	1,439	-0.8%	4.2%	12.5%	87.5%	9.1	0.9	39.0%
A037710	광주신세계	2,728	-0.6%	2.1%	49.1%	4.4%	5.8	0.4	17.2%
A025000	KPX케미칼	2,599	-0.6%	2.3%	1.4%	21.3%	14.3	0.6	31.7%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Part III

중소형주 탐방노트

중소형주 탐방노트 부문은
지난 한달간 이베스트 스몰캡 팀에서 탐방을 다녀온
기업들 중 관심 있는 내용을 정리한 것입니다.

이는 기업에 대한 투자포인트를 정리하기 보다는
사업의 내용과 현황, 그리고 방향성 등을 살펴보는 것입니다.

그리고 탐방을 다녀온 기업뿐만 아니라
IR미팅이 어려운 기업들에 한하여
사업의 내용과 현황에 관한 부문을 정리한 것도 포함하였습니다.

캐리소프트 (317530)

표17 기업요약

시가총액(억원)	종가(원)	순현금 비중	12M Trailing P/E	P/B
625	10,850	0.0%	N/A	N/A

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: 순현금비중=순현금/시가총액, P/E: 직전 4분기 지배주주순이익 기준, P/B: 최근 분기 지배주주지분 기준

기업개요

동사는 '캐리' 라는 대표 캐릭터를 기반으로 키즈 콘텐츠(영상, 애니메이션, 공연 등)를 자체적으로 기획, 제작하는 종합 콘텐츠 기업임. 동사의 '19년 반기 기준 사업부별 매출 비중은 콘텐츠 25%, MD/커머스 18%, 라이선스 4%, 공연 39%, 키즈카페 12%로 구성됨. 동사의 핵심 경쟁력은 1)콘텐츠 기획, 제작부터 유통까지 전 밸류체인을 내재화 했다는 점과 2)콘텐츠 IP를 보유, 활용해 사업 다각화에 성공했다는 점임. 동사는 '16년 '캐리TV' 채널을 설립해 유튜브 뿐만 아니라 OTT, TV, IPTV 등 다양한 플랫폼을 통해 제작한 콘텐츠를 유통하고 있음. 동사는 올해 10월 29일 상장함.

실적동향

동사의 매출액은 '16년 51억원 → '17년 64억원 → '18년 100억원 → '19년 반기 53억원임. 1H19 매출액 53억원(+23.2% yoy), 영업이익 9억원(+3.5% yoy), 지배주주순이익 -1억원(적자지속 yoy)로 전년동기대비 매출이 증가함. 콘텐츠 IP를 기반으로 목욕용품, 완구, 인형 등을 판매하는 MD/커머스('16년 4억원 → '17년 5억원 → '18년 13억원 → '19년 반기 10억원)부문과 공연사업('16년 9억원 → '17년 11억원 → '18년 29억원 → '19년 반기 21억원)의 성장이 매출 성장을 견인하고 있음.

체크포인트

1) 자체 콘텐츠 IP 기반 사업모델 다변화

동사는 핵심경쟁력인 콘텐츠 IP 와 기획, 제작능력을 자체적으로 보유하고 있다는 점을 기반으로 사업모델을 다변화해 옴. 현재 진행 중인 사업은 공연/영화, MD, 커머스, 키즈카페, 교육 등이 있으며, 공연/영화, MD/커머스, 키즈카페의 경우 이미 매출의 상당부분 기여할 만큼 정착된 사업임. 교육 사업은 올해 미국법인 설립을 기점으로 북미지역 영어교육 콘텐츠 및 한글서적 판매 사업으로 확장해나갈 예정임.

2) 해외 시장 진출

동사는 현재 중국 5대 오픈 플랫폼(텐센트, 아이치이 등)에 진출하여 키즈콘텐츠를 제공 중임. 향후 중국에서 공연사업을 진행할 예정이며, 이미 콘텐츠를 제공 중인 베트남, 북미 지역에도 부가사업을 진행할 예정임.

아톤 (158430)

표18 기업요약

시가총액(억원)	증가(원)	순현금 비중	12M Trailing P/E	P/B
1,553	43,000	-0.1%	N/A	11.6

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: 순현금비중=순현금/시가총액, P/E: 직전 4분기 지배주주순이익 기준, P/B: 최근 분기 지배주주지분 기준

기업개요

동사는 핀테크 보안 솔루션(은행, 증권사 등 금융기관 모바일 어플의 보안솔루션 제공 서비스, 현재 고객사로 대형은행 4개와 관련 대형 증권사들이 있음. 매출 비중 48.0%) 및 핀테크 플랫폼 사업(이동통신사 3사와 공동사업자로 공인인증앱 PASS 플랫폼 전자서명부문 운영, 수익을 분배함. 5.9%)을 주력으로 영위하는 핀테크 보안 기업임.

실적동향

동사의 매출액은 2016년 164억원 → 2017년 238억원 → 2018년 262억원 → 2019년 상반기 158억원임. 동사의 매출 증가를 견인한 사업부는 핀테크 보안 솔루션 부문으로 2016년 30억원 → 2017년 74억원 → 2018년 126억원(3개년 CAGR 104.5%)으로 매년 신규 고객사 추가에 따라 매출이 급증해 옴. 핀테크 플랫폼 사업의 경우, 전체 매출에서 차지하는 비중이 아직 크진 않지만 3개년 CAGR 505.8%로 매출이 급증하고 있으며, PASS인증서 가입자 수 증가 추이(2019년 4월 이후 백만 명씩 증가, 지난 8월 누적 가입자 수 550만명)를 감안하면 향후 동사의 성장동력으로 기대됨.

체크포인트

1) 차별화된 라이선스 구조

동사의 핀테크 보안 솔루션 사업은 차별화된 수익구조를 가지고 있는데, 금융기관에서 지급하는 보안 서비스 이용 수수료가 일회성이 아니라 반복, 주기적으로 지급된다는 점임. 동사의 라이선스 매출 산정 기준은 1)금융기관에서 동사의 보안 서비스를 이용을 시작할 때 2)고객이 단말기를 교체할 때 3)이용기간이 2-3년이 지나면 금융기관에서 수수료를 지급함.

2) SAAS 보안사업 오픈

SAAS 보안사업은 고객사가 자체적으로 오픈 클라우드에서 보안 솔루션을 다운받아 설치할 수 있는 서비스로 2020년 상반기 출시 예정임. 프로그램 설치가 용이해짐에 따라 잠재 고객사들의 서비스 접근성이 커질 것으로 기대됨.

뷰익스 (100120)

표19 기업요약

시가총액(억원)	종가(원)	순현금 비중	12M Trailing P/E	P/B
2,405	24,050	25.6%	10.4	1.6

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: 순현금비중=순현금/시가총액, P/E: 직전 4분기 지배주주순이익 기준, P/B: 최근 분기 지배주주지분 기준

기업개요

동사는 디지털 엑스레이 디텍터 제조사로 의료용 TFT 디텍터 및 산업용 카메라 제조 및 판매에 주력하고 있음. 2019년 반기 기준 제품별 매출비중은 TFT FP-DR 디텍터(의료용) 41.3%, TFT 동영상 디텍터(치과용) 8.3% 등이며 산업용 카메라 35.5%로 구성됨. 의료용 TFT FP-DR은 70-80%가 수출비중으로 북미와 유럽 시장의 딜러들에게 판매함. 산업용 카메라는 각종 디스플레이의 불량 여부 검사에 활용되는 카메라로, 수주 산업이라 세부 내용은 알 수 없음.

실적동향

동사의 3Q19 연결기준 실적은 매출액 324억원(3Q18기준 338억원, -4.0% yoy), 영업이익 68억원(3Q18기준 70억원, -1.6% yoy), 지배주주 순이익 89억원(3Q18기준 56억원, 57.9% yoy)으로 매출액과 영업이익 모두 전년동기 대비 소폭 하락함. 주력사업인 TFT FP-DR(-6.0% yoy)과 산업용카메라(-35.5% yoy)부문에서 부진한 것이 실적에 크게 반영됨.

체크포인트

1) 치과용 및 산업용 디텍터 신규 성장동력

동사는 2018년 말 치과용 TFT 동영상 디텍터인 VIVIX-D 시리즈를 출시함. 이는 기존 CMOS 디텍터를 활용한 치과용 장비와 달리, 대면적이 가능하고 가격경쟁력이 있다는 강점을 바탕으로 동사의 새로운 성장동력으로 자리잡음. 산업용 카메라 역시 수주산업이라 실적의 변동성이 있지만, 최근 어플리케이션을 더해가며 사업 다각화를 진행 중. 올해 300억 설비투자를 진행하여 사업 다각화를 위한 생산라인 증설을 감행함.

2) FP-DR 경쟁 심화

동사의 기존 주력사업인 의료용 TFT FP-DR은 중국업체를 중심으로 가격 경쟁이 점차 치열해지고 있음. 앞으로도 성장하기보다는 동사의 캐시카우 역할을 할 것으로 전망됨.

Part IV

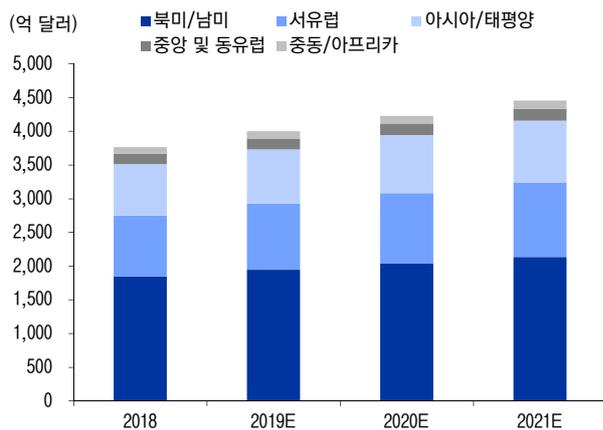
의료기기 시장 동향: X-Ray 와 미용의료기기

의료기기 시장 동향

들어가며

고령화의 진행과 함께 글로벌 의료기기 시장이 성장하고 있다. 연평균 5% 수준의 성장률로 큰 폭은 아니지만 매년 꾸준히 성장세를 보이고 있다. 글로벌 의료기기 시장은 북미와 서유럽의 비중이 70% 이상으로 메드트로닉, GE헬스케어 등 글로벌 대형업체들을 중심으로 시장이 형성되어 있다. 이는 의료기기 산업이 고도화된 기술을 요구하는 선진국 독점형 첨단산업이기 때문이다. 글로벌 의료기기 시장에서 국내 업체들이 차지하는 비중은 매우 작고, 진출해있는 분야도 다양하지 않다. 하지만 다품종 소량생산이라는 의료기기 산업의 특성상, 해외 대형업체들이 커버하지 못하는 의료기기 품목들에 특화된 제품들을 개발, 판매하고 있다. 이번 월보에서는 국내 상장업체들이 글로벌 시장에서 두각을 드러내고 있는 X-Ray 진단기기와 미용의료기기 시장에 대해 다뤄보고자 한다.

그림7 세계 의료기기 시장규모 전망



자료: BMI Espicom, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 국내 의료기기 산업 무역수지



자료: 한국보건산업진흥원 의료기기실태조사 2018.11, 이베스트투자증권 리서치센터

표20 글로벌 Top 10 의료기기 업체 매출액

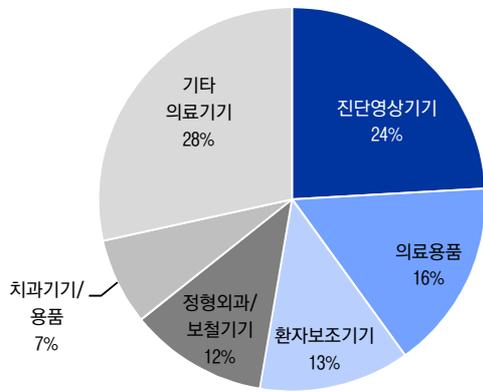
(단위: 억 달러)	국가	2015	2016	2017	주요 제품
메드트로닉	미국	202	288	297	제세동기, 심장박동기, 스텐트 등
존슨앤드존슨	미국	251	251	266	정형외과용 임플란트, 카테터 등
GE헬스케어	미국	176	183	191	CT, MRI, PET, 초음파진단기기
필립스	네덜란드	N/A	N/A	163	X-Ray, CT, MRI, 초음파진단기기
지멘스 헬시니어스	독일	145	152	163	CT, MRI, X-Ray, 초음파진단기기
애보트	미국	N/A	101	162	혈당측정기, 스텐트, 카테터,
카디널 헬스	미국	114	124	135	약물방출 스텐트, 의료용 장갑
스트라이커	미국	99	113	124	정형외과용 임플란트, 내시경 등
벡톤디킨슨	미국	103	125	121	카테터, 주사기 등

자료: 한국보건산업진흥원, 이베스트투자증권 리서치센터

1. 의료진단영상기기 시장 및 분류

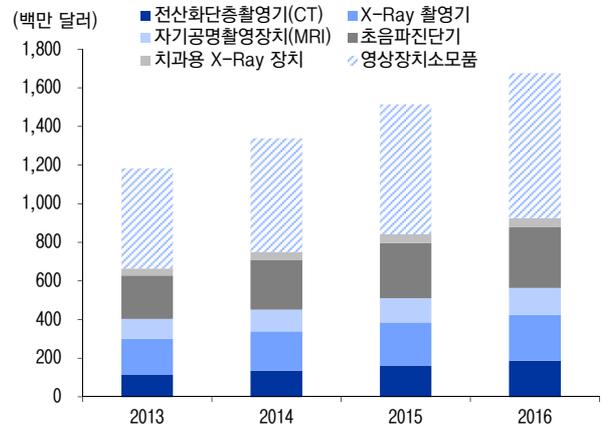
X-Ray는 세계 의료기기 시장에서 가장 많은 비중을 차지하는 진단영상기기에 포함이 된다. 진단영상기기에 포함되는 비슷한 원리의 의료기기로는 CT(컴퓨터단층촬영), MRI(자기공명영상장치), 초음파 진단기기가 있다. 국내 병원에서 사용되는 전신형 CT와 MRI는 현재 전량 수입되고 있으며, 초음파 진단기기의 경우에도 삼성메디슨을 필두로 국내 몇몇 업체들이 진출해있으나 여전히 수입의존도가 높다. 반면 X-Ray는 핵심 부품인 X-Ray디텍터부터 완제품까지 개발 및 생산이 가능한 상황이다. 치과용 X-Ray는 일반 병·의원용 엑스레이와 구분하여 시장규모를 측정하는데, 성장률은 치과용이 더 높으나, 시장규모는 병·의원용이 훨씬 크다.

그림9 세계 의료기기 제품군별 시장규모(2017)



자료: BMI Espicom, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 국내 진단영상기기 시장규모



자료: 한국보건산업진흥원, 이베스트투자증권 리서치센터

표21 진단영상기기 분류 및 정의

분류	내용	국내 업체
CT	컴퓨터단층촬영법(Computed Tomography)으로 엑스선이나 초음파를 여러 각도로 인체에 투영해 인체 내부 단면의 모습을 촬영.	없음
X-Ray	X선을 인체에 투과하여 촬영하는 검사로 일반 병원용 X-Ray와 치과용 X-Ray로 나뉨. 치과용 X-Ray는 전체적인 치아의 구조, 관계성 등을 파악하기 위해 특수 영상장치(파노라마, 세팔로, CBCT 등)를 활용	레이언스, 뷰웍스, 디알텍, 디알젼, 바텍, 레이, 제노레이 등
MRI	자기공명영상법(Magnetic Resonance Imaging)으로 자력에 의해 발생하는 자기장을 이용하여 인체를 구성한 물질의 자기적 성질을 측정하여 영상화하는 기술	없음
초음파	사람이 들을 수 없는 주파수의 음파를 인체에 쏘아 반사된 초음파로 인체내부를 영상화시키는 의료기술.	삼성메디슨, 피제이전자 등

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

2. 디지털 X-Ray의 핵심기술: Detector

X-Ray 시장을 제대로 이해하기 위해서는 X-Ray 디텍터에 대한 이해가 필수적이다. 최근 엑스레이 시장의 화두가 디지털화이기도 하고, 엑스레이 시장을 나누는 기준이 되며, 각 업체별로 특화된 디텍터 분야가 다르기 때문이다. 따라서 엑스레이 시장에 대한 소개에 앞서 디텍터의 종류와 기술에 대한 설명을 먼저 하겠다.

디텍터(Detector)란 피사체를 투과한 X선을 전기적 신호로 바꿔주는 부품으로 디지털 엑스레이 시스템의 가장 핵심적인 부품이다. 눈에 보이지 않는 엑스선에서 디지털 영상을 얻기 위해서는 X선을 전기신호로 변환하여 검출하는 과정이 필요한데, 디텍터의 역할이 그것이다. 디텍터에 의해 영상의 퀄리티가 결정되며, 디텍터의 종류에 따라 엑스레이의 용도가 바뀌기도 한다. 디텍터는 디지털 엑스레이의 등장과 함께 발전했으며, CR(Computed Radiography)에서 DR(Digital Radiography)로 발전해왔다.

1) CR(Computed Radiography)

CR 디텍터는 아날로그와 디지털의 중간단계로 엑스선을 전기신호로 바꿔준 후, 디지털 영상을 얻기 위해 디텍터 이외에 별도의 영상 검출장비가 필요하다. CR디텍터는 형광 물질이 도포된 판인 이미지 플레이트(Image Plate)를 이용하는데, 이미지 플레이트에 흡수, 저장된 엑스선을 검출하기 위해 별도의 리더기를 이용하여 디지털 영상을 획득하는 과정을 거쳐야 한다. CR방식은 영상을 얻기까지 5~10분이 걸린다는 점에서 생산성이 떨어진다.

2) DR(Digital Radiography)

DR디텍터는 별도의 영상 검출장비 없이 디텍터 하나만으로 엑스선을 전기적 신호로 변환하여 영상까지 획득할 수 있는 디텍터이다. 이때, X선을 바로 전기신호로 바꾸느냐, 아니면 가시광선을 거친 후 전기신호로 변환하느냐에 따라 직접변환방식과 간접변환방식으로 나뉜다. 또 간접변환방식의 경우, 어떤 부품을 사용하느냐에 따라 TFT방식과 CMOS방식으로 나뉜다. 각 방식마다 장단점이 다르고, 특화된 업체들이 다르기 때문에 각 방식들을 특성을 파악하는 것이 필요하다.

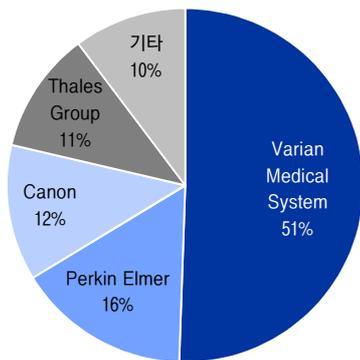
① 직접변환방식

직접변환방식이란 디텍터에 입사된 엑스레이를 바로 전기신호로 변환하는 방식이다. 이를 위해 셀레늄이나 실리콘과 같은 광도전체를 이용하여 엑스선을 전자로 변환하여 TFT패널(A-se)로 전달한다. TFT패널은 이 전자를 감지해 영상처리 과정을 거쳐 컴퓨터로 전송한다. 이 방식은 높은 해상도를 구현한다는 장점이 있으나, 고도의 기술력을 요구하며 수율이 낮아 생산하기에 어려움이 있다. 직접변환방식에 주력하는 업체로는 국내의 디알텍, 해외의 Analogic, Hologic 총 3개가 있다.

② 간접변환방식

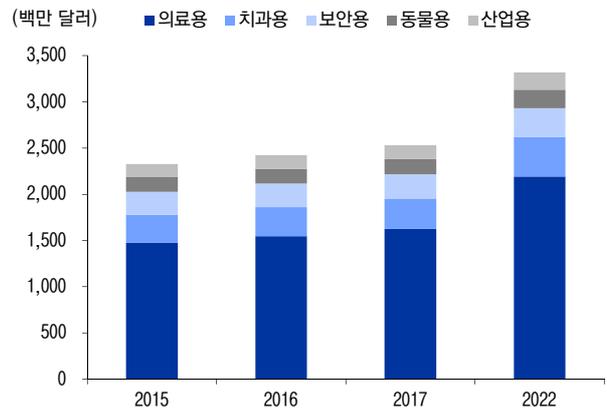
간접변환방식은 엑스선을 우리가 눈으로 볼 수 있는 가시광선으로 먼저 바꾼 후, 광전자패널 또는 CMOS센서를 이용하여 전기신호로 변환하는 방식이다. 간접변환방식의 경우, 사용되는 부품에 따라 1)TFT(Thin Film Translator)(A-si)패널을 이용하는 방식과 2)CMOS(Complementary Metal Oxide Semiconductor) 웨이퍼를 이용하는 방식으로 나뉘는데, 각 방식마다 장단점이 다르다. TFT패널 방식은 CMOS웨이퍼 방식에 비해 내구성이 좋아 제품의 수명이 길다. 무엇보다 면적당 원가가 저렴하여 대면적 촬영에 적합해 일반 의료용으로 많이 사용된다. TFT패널 방식에 주력하는 국내 업체로 뷰웍스가 있다. 반면 CMOS 방식의 경우, 해상도가 높아 화질이 우수하지만 면적당 원가가 비싸 소면적 촬영에 적합하다. 또한 초당 240프레임으로 촬영속도가 빨라서 동영상 구현에 용이하여 치과용 X-Ray에 많이 사용된다. CMOS웨이퍼 제조업체는 국내에서 레이언스가 유일하다.

그림11 글로벌 디텍터 시장 점유율(2017)



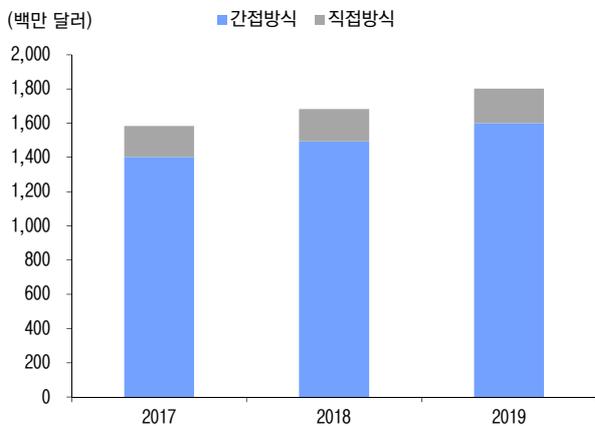
자료: 레이언스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 글로벌 디텍터 용도별 시장 규모



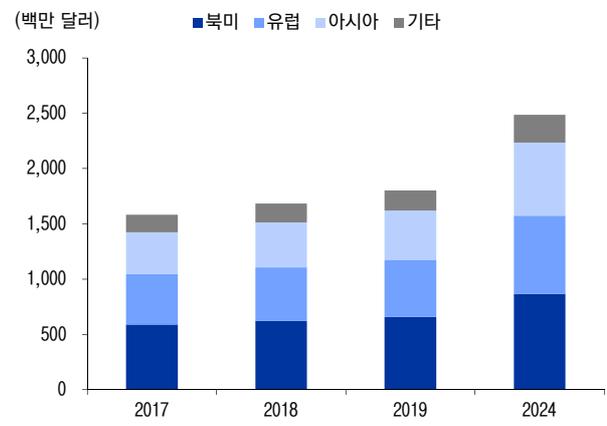
자료: Markets and Markets, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 간접방식, 직접방식 디텍터 시장규모



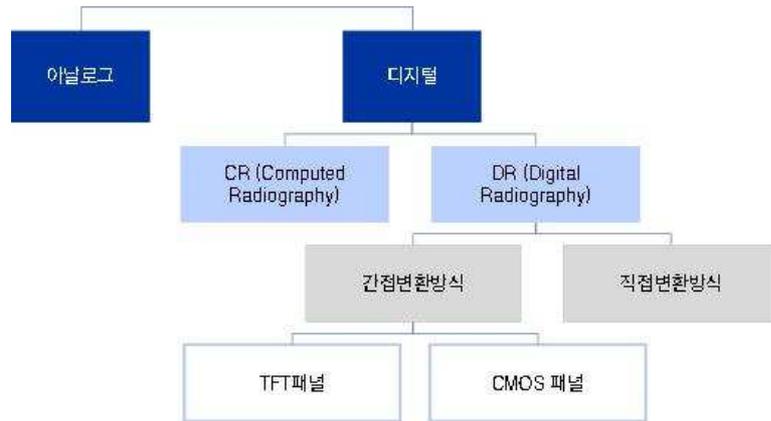
자료: Markets and Markets, 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 글로벌 DR 디텍터 지역별 시장 규모



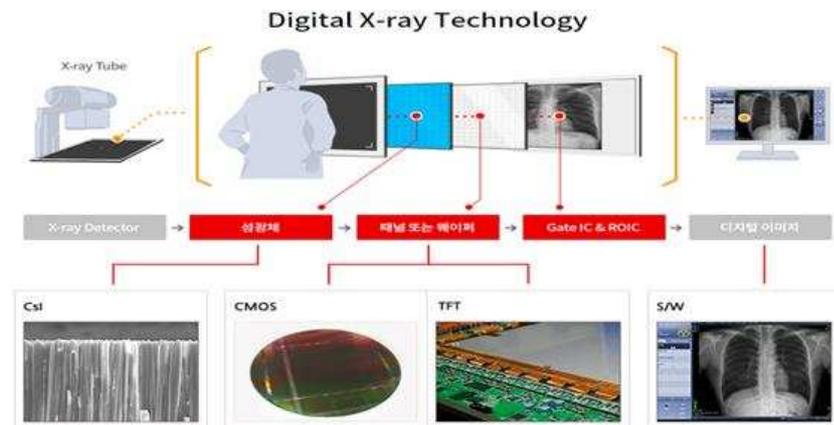
자료: Markets and Markets, 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 X-Ray 디텍터 분류체계



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림16 디지털 X-Ray 기술



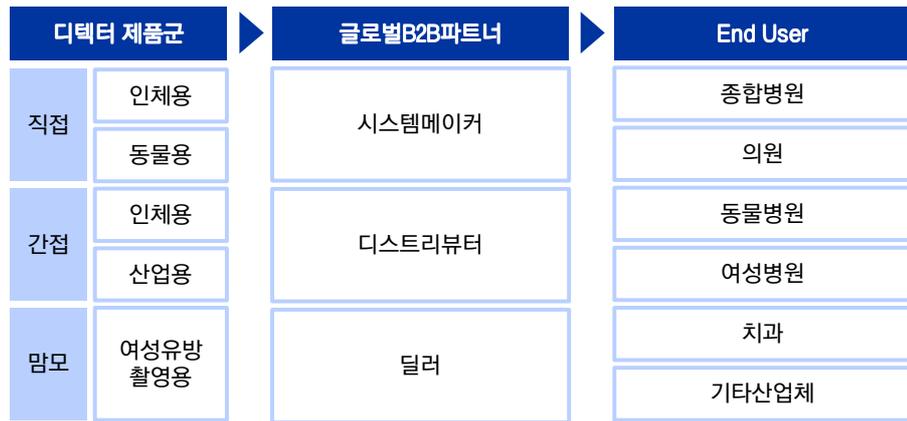
자료: 레이언스, 이베스트투자증권 리서치센터

3. X-Ray 시장 동향

X-Ray 시장은 크게 3가지로 나뉜다. 시스템 메이커, 디텍터 메이커, 레트로핏 (Retrofit) 시장이다. 1) 시스템 메이커는 X-Ray 시스템 완제품을 생산하는 업체를 지칭한다. 글로벌 업체로는 GE, 지멘스, 필립스 등이 있으며, 국내 업체로는 바텍, 레이 등이 있다. 2) 디텍터 메이커는 디지털 X-Ray 시스템의 핵심 부품인 디텍터를 전문적으로 제조해 시스템 메이커나 딜러들에게 납품하는 업체들이다. 글로벌 업체로는 바렉스 이미징, 트릭셀, 캐논, 후지 등이 있으며, 국내 업체로는 레이언스, 뷰웍스, 디알텍 등이 있다. 3) 레트로핏은 디텍터 교체만으로 기존 아날로그 방식이나 CR 방식을 DR 방식으로 전환하는 것인데, 신규 시스템(평균 2~3억원)을 구입하는데 비해 레트로핏(3~6천만원)이 상대적으로 저렴하여 중소형 병원들이 주요 고객이 된다. 레트로핏 시장의 주요 업체로는 아그파, 케어스트림 등의 글로벌 업체들이 있다.

국내 X-Ray 시장 성장률은 5% 미만으로 성장률 자체가 높은 것은 아니다. 디텍터 메이커 시장의 경우 글로벌 시장 규모가 1조~1.5조원 사이이며, 시스템의 경우 그의 4~5배 정도 인 것으로 추정된다. 시장자체가 크게 성장하지 않고, 규모가 크지는 않으나, 기존 아날로그 시스템에서 디지털 시스템으로의 변화가 꾸준히 일어나고 있어, 디텍터나 레트로핏 시장에 주목할 필요가 있다.

그림17 X-Ray 제조사 밸류체인



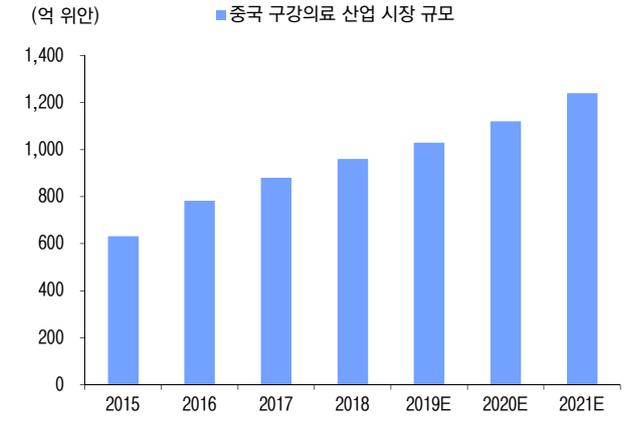
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

4. 치과용 X-Ray: 중국 시장의 성장

치과용 X-Ray 시장은 일반 병·의원용 X-Ray시장에 비해 규모가 4~5배 작긴 하지만 성장률이 돋보이는 시장이다. 특히 중국을 중심으로 치과용 진단영상장비 시장이 급성장하고 있다. 중국의 소득수준 향상과 구강 건강 인식 제고에 따라 치아교정과 임플란트 시장이 확대되고 있는데, 중국 임플란트 시장은 2011년~2017년 CAGR 56%로 전 세계에서 가장 빠른 속도로 성장하고 있다. 2017년 기준 중국의 치과진단설비 시장규모는 20억 700만 위안으로 한화로 약 3,326억원 이다.

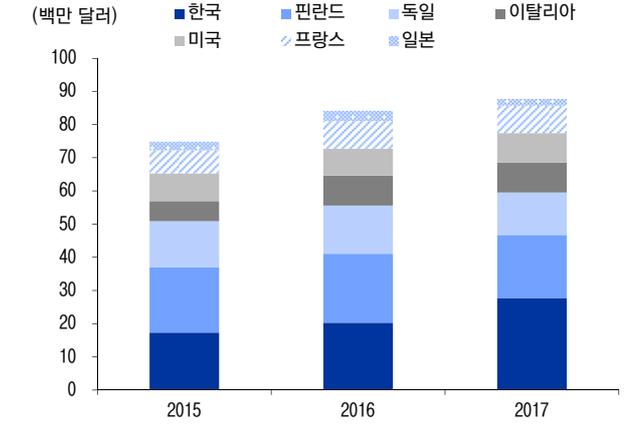
치아교정과 임플란트에는 기존의 2D X-Ray장비가 아닌 고성능의 파노라마, 세팔로, 3D CBCT등 첨단 장비가 필수적이기 때문에 이에 대한 수요가 점차 증가하고 있다. 중국 치과산업이 아직 초기단계이기 때문에 디텍터와 같은 장비 관련 기술력이 미비한 상황이라 대부분 수입에 의존하고 있다. 특히, 국내 업체들이 중국 치과진단영상 시장에서 두각을 드러내고 있는데, 2017년 기준 중국 치과용 엑스레이 장비 수입현황을 보면 우리나라가 가장 큰 비중(31%)를 차지하고 있으며 증가율 역시 전년대비 +35.5%로 매우 높은 성장률을 보이고 있다.

그림18 중국 구강의료 산업 시장규모



자료: 전망산업연구원, 이베스트투자증권 리서치센터

그림19 중국 치과용 엑스레이 장비 국가별 수입현황



자료: KITA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림20 파노라마 촬영사진



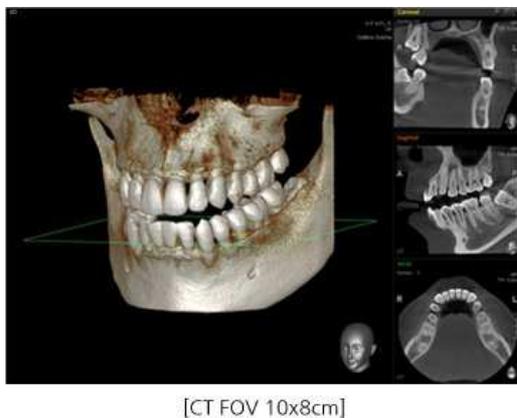
자료: 바텍, 이베스트투자증권 리서치센터

그림21 세팔로 촬영사진



자료: 바텍, 이베스트투자증권 리서치센터

그림22 3D CBCT 촬영사진



자료: 바텍, 이베스트투자증권 리서치센터

표22 국내 의료기기 업체 사업내용

기업코드	기업명	사업내용
A228850	레이언스	동사는 디지털 엑스레이 디텍터 제조사로 간접변환방식의 디텍터를 제조, 판매하고 있음. 치과용 엑스레이 시스템 제조사인 바텍(지분28.72% 보유) 의 디텍터 사업부가 분할, 설립된 것으로 국내에서 유일하게 TFT와 CMOS 디텍터 풀라인업을 보유하고 있음. 2019년 반기 기준 제품별 매출비중은 TFT 디텍터 35.78%, CMOS 디텍터 41.21%, I/O Sensor(Intra-Oral Sensor) 19.19%이며, 2Q19 치과용 디텍터 매출성장으로 전년동기 대비 매출(+6.3%)성장함. 2018년부터는 동물용 엑스레이 시장으로 사업영역을 확장하여 북미법인에서 사업을 영위 중.
A100120	뷰웍스	동사는 디지털 엑스레이 디텍터 제조사로 간접변환방식 중 TFT 디텍터 제조 및 판매에 주력하고 있음. 사업부는 크게 의료용 이미징 솔루션(64.6%)과 산업용 이미징 솔루션(35.5%)으로 나뉘는데, 의료용 정지영상 TFT디텍터에서 대부분의 매출(41.3%)이 나옴(산업용은 세부내용 알수없음). 산업용의 경우, 수출과 내수의 비중이 거의 50%로 비슷한 반면, 의료용의 경우 수출비중이 90%로 월등히 높음.
A214680	디알텍	동사는 디지털 엑스레이 디텍터 제조사로 간접변환방식과 직접변환방식 디텍터를 모두 제조, 판매함. 제품별 매출 비중은 간접방식 디텍터 52%, 맘모디텍터(유방촬영용) 23%, 직접방식 디텍터 15%임. 동사의 매출에서 간접방식 디텍터가 더 많은 비중을 차지하긴 하지만, 이는 시장 규모 차이에 의한 것으로 동사의 주력제품은 직접방식 디텍터임. 동사의 수출비중은 76.4%로 내수보다 해외시장 위주로 사업을 영위함.
A263690	디알젬	동사는 디지털 엑스레이 시스템 제조사로 엑스레이 완제품을 제조, 판매하는 기업임. 제품별 매출비중은 진단용 엑스레이 시스템 70.9%, 레트روف릿 7.6%이며 엑스선 발생장치 부품인 체너레이터 9.9%로 구성됨. 동사의 특징은 아날로그와 디지털 엑스레이 완제품을 모두 생산한다는 점으로 진단용 엑스레이 시스템에 합산된 금액으로 나옴.
A122310	제노레이	동사는 디지털 엑스레이 시스템 제조사로 일반 의료용과 치과용을 모두 제조함. 의료용의 경우, 이동형 C-arm(37.69%) 이 있으며, 치과용은 CBCT(30.14%), 파노라마(8.97%) 등이 있음. 이동형 C-arm은 GE나 지멘스 등 글로벌 기업들의 점유율이 90% 이상으로 동사는 치과용 의료기기에 더 주력하고 있는 상황임.
A043150	바텍	동사는 디지털 엑스레이 시스템 제조사로 치과용 엑스레이 시스템을 전문적으로 제조, 판매하고 있음. 동사의 제품 포트폴리오는 치아 2-3개를 촬영가능한 구강내 촬영장비부터 치아 전체를 촬영가능한 파노라마 2D 진단장비, 치아와 두부까지 촬영가능한 세팔로, 그리고 3D CBCT까지 고성능의 첨단장비들을 보유하고 있어 글로벌 업체들과 비등한 점유율을 보유하고 있음. 특히 매출에서 북미(22.7%)와 유럽(20.8%)의 비중이 높아 동사의 경쟁력을 입증함.
A228670	레이	동사는 19년 8월 상장하여 치과용 엑스레이 시스템을 제조, 판매할 뿐만 아니라 디지털 치료 솔루션 사업을 함께 영위하고 있음. 디지털 치료 솔루션 사업이란, 치과에서 직접 치아나 보철물 등을 제작할 수 있게 엑스레이 진단부터 3D프린팅까지 한번에 제공하는 사업임. 제품별 매출비중은 디지털 진단 시스템 사업의 2D(파노라마+세팔로) 11.1%, 3D CBCT 33.4%, I/O Sensor 7.4%과 디지털 치료솔루션 사업의 디지털토탈솔루션 39.3% 로 구성됨.
A041830	인바디	동사는 체성분분석기 및 의료기기(혈압계, 신장계 등) 전문 제조업체임. 동사의 제품별 매출 비중은 전문가용 인바디 82.1%, 가정용 인바디 11.5%, 기타 의료기기 8.9%로 구성됨. 동사의 2Q19 실적은 매출액 296억원(+17.5% yoy), 영업이익 84억원(+28.2% yoy), OPM 28.5%, 지배주주순이익 68억원(+13.3% yoy)로 전년대비 실적이 개선됨. 해외 판매(미국, 중국, 일본)은 매년 20% 수준으로 고성장을 지속하고 있으며, 인바디 외에 혈압계, 신장계 등 사업 다각화를 진행 중임.
A099190	아이센스	동사는 혈당측정기 및 현장진단기(POCT) 전문 제조사임. 동사의 제품별 매출 비중은 자가혈당측정기 87.9%, 현장진단기 4.5%, 혈액응고측정기 7.6%로 구성됨. 전체 매출 중 수출 비중이 80.4%로 각 수출국가의 디스트리뷰터를 통해 판매하는 구조임. 동사의 주력 제품인 자가혈당측정기는 본체인 미터와 소모품인 스트립으로 구성되며, 혈당부문에서 스트립의 매출비중이 85.9%, 미터는 9.8%로 소모품 판매 위주의 사업구조임.
A065510	휴비츠	동사의 3Q19 연결 실적은 매출액 220억원(+12.8% yoy), 영업이익 25억원(-2.7% yoy)를 기록함. 분사 매출은 검안기 및 망막진단기 판매 호조로 191억원(+19.5% yoy)을 기록하였으며 상해법인 역시 전년동기대비 5% 내외 성장을 기록함. 단품보다는 세트 판매 형태로 출하되는 경우가 많아지며 안경점향(+16.8% yoy)과 안과향(+26.0% yoy) 제품이 동반 성장하고 있음.

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표23 국내 의료기기 업체 사업내용(1)

기업코드	기업명	사업내용
A228850	레이언스	<p>기업개요</p> <p>동사는 디지털 엑스레이 디텍터 제조사로 치과용 엑스레이 제조사인 바텍(지분 28.72% 보유)의 디텍터 사업부가 물적분할하며 설립된 기업임. 동사의 주요 제품은 TFT디텍터('19년 반기 매출 비중 35.8%), CMOS디텍터(41.2%), I/O Sensor(Intra-Oral Sensor)(19.2%)이며, 국내에서 유일하게 CMOS디텍터를 제조, 판매하는 업체임. 용도별 매출 비중은 의료용 34.5%, 치과용 48.6%, 산업용 10.0%, 동물용 7.0%임.</p> <p>실적동향</p> <p>동사의 2Q19 연결기준 실적은 매출액 327억원(2Q18기준 307억원, +6.3% yoy), 영업이익 64억원(2Q18기준 64억원, -0.3% yoy), 지배주주 순이익 52억원(2Q18기준 56억원, -7.3% yoy)임. I/O Sensor제품이 인도 등의 신형시장에서 판매호조(+82.0% yoy)를 보이며 치과용 사업에서 매출이 크게 증가(+20.1% yoy)한 것이 매출 증대의 주요 원인임. 반면 TFT디텍터에 비해 수익성이 양호한 CMOS디텍터의 매출 비중이 감소하며 수익성이 다소 약화된 것(2Q18 20.7% → 2Q19 19.4%)이 영업이익 하락의 원인임.</p> <p>체코포인트</p> <p>1) 덴탈용 CMOS 디텍터 고객사 확대</p> <p>동사는 지난 7월22일 중국 헬스케어 기업에 덴탈용 CMOS 디텍터와 I/O Sensor 공급계약을 갱신함. 기존 계약은 작년 6월 체결한 146억원 규모의 디텍터 공급 계약이었으나, 이번에 갱신된 계약의 경우 규모는 5년간 예상매출액 341억원 수준으로 3배가량 확대되었으며, 품목 역시 IOS 등 라인업을 확대하여 계약을 체결함.</p> <p>2) 사업 다각화 진행</p> <p>동사는 동영상 디텍터 시장과 소재 산업으로 사업 다각화를 진행 중임. 올해 9월, CMOS 동영상 디텍터 'Super IGZO' 를 개발해 본격적으로 양산에 들어감. 전방산업은 주로 반도체, 다이캐스팅, 2차전지 등으로 산업용 검사현장에 활용될 예정. 또한 보철치료 소재인 지르코니아 관련 업체 에큐세라 인수를 통해 소재 산업에도 진출함.</p> <p>시가총액: 1,891억원 증가: 11,400원 순현금비중: 37.3% P/E: 12.4 P/B: 1.0</p>

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표24 국내 의료기기 업체 사업내용(2)

기업코드	기업명	사업내용
A060720	비텍	<p>기업개요</p> <p>동사는 치과용 X-Ray 시스템 제조사임. 동사의 주력 제품은 치아 2-3개를 촬영 가능한 구강 내 촬영장비부터 치아 전체를 촬영 가능한 파노라마 2D 진단장비, 치아와 두부까지 촬영 가능한 세팔로, 그리고 임플란트, 교정 등에 사용되는 3D CBCT등 이 있으며, 글로벌 점유율 3위를 차지하고 있는 덴탈 이미징 분야의 최강자임. 특히 매출에서 북미(21.6%)와 유럽(21.1%)의 비중이 높아 동사의 경쟁력을 입증함.</p> <p>실적동향</p> <p>동사의 2Q19 연결기준 실적은 매출액 726억원(2Q18기준 594억원, +22.2% yoy), 영업이익 129억원(2Q18기준 125억원, +3.2% yoy), 지배주주 순이익 106억원(2Q18기준 92억원, +15.2% yoy)으로 시장 컨센서스(매출액 659억원, 영업이익 127억원)를 소폭 상회함. 매출액이 전년동기대비 두 자리 수의 고성장을 보인 이유는 동사의 주력제품인 3D Green Smart의 중국 판매인증 획득과 함께 중국에서 판매효조가 이어졌으며 인도에서 IOS 판매량 최대치를 기록했기 때문.</p> <p>체크포인트</p> <p>1) 중국 3D 덴탈 이미징 시장 고성장 수혜</p> <p>중국의 임플란트 및 교정에 대한 관심 증대와 함께 3D 덴탈 이미징 장비 수요가 급증하고 있음(CAGR 34.1%). 동사는 최근 3D 덴탈 이미징 장비인 '그린스마트' 를 출시하여 판매인증을 획득하였으며, 중국향 매출액이 2Q18 61억원 → 2Q19 104억원으로 (yoy +61.2%)크게 증가함.</p> <p>2) 디지털 보철치료 시장 진출</p> <p>동사는 덴탈 이미징 시장(CAGR 8%)보다 규모가 3배이상 큰 보철치료 시장(CAGR 24%)으로의 진출을 위해 1)지난 5월 3D 구강 스캐너 장비 'EzScan' 을 출시했으며, 2)보철치료 소재인 지르코니아 관련 업체 에큐세라를 인수함. 동사가 출시한 구강스캐너는 보철 치료시 치아를 본뜨기 위해 석고를 입에 물고 기다릴 필요 없이, 장비로 치아를 훑는 것만으로 치아모양을 디지털로 구현이 가능함.</p> <p>시가총액: 3,669억원 증가: 24,700원 순현금비중: 0.2% P/E: 12.6 P/B: 1.6</p>

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표25 국내 의료기기 업체 사업내용(3)

기업코드	기업명	사업내용
A034220	레이	<p>기업개요</p> <p>동사는 19년 8월 상장하여 치과용 엑스레이 시스템 제조, 판매와 함께 디지털 치료 솔루션 사업을 영위하고 있음. 디지털 치료솔루션 사업이란, 엑스레이 진단장비부터 3D프린터, 구강스캐너 등을 패키지로 판매하여 치과에서 직접 치아나 보철물 등을 제작할 수 있게 하는 사업이라는 점에서 단순 진단영상사업과 차별화됨. 제품별 매출비중은 디지털 진단 시스템 사업의 2D(파노라마+세팔로) 11.1%, 3D CBCT 33.4%, I/O Sensor 7.4%와 디지털 치료솔루션 사업의 디지털 토탈솔루션 39.3%로 구성됨.</p> <p>실적동향</p> <p>동사의 2Q19 연결기준 실적은 매출액 180억원(2Q18기준 111억원, +62.2% yoy), 영업이익 31억원(2Q18기준 4억원, +607.0% yoy), 지배주주 순이익 25억원(2Q18기준 6억원, +294.9% yoy)으로 전년동기 대비 실적이 크게 개선됨. 특히 매출의 개선폭 대비 영업이익의 개선폭이 월등히 높는데, 이유는 ASP가 높은 제품인 디지털 토탈 솔루션의 매출이 크게 증가했기 때문임.</p> <p>체코포인트</p> <p>1) 고마진의 디지털치료솔루션 사업부 매출 고성장</p> <p>디지털 치료솔루션 사업부의 경우, 내수용 ASP가 7,300만원 가량으로 디지털 진단시스템의 평균단가의 두 배 이상임. 디지털 치료솔루션의 매출비중이 2017년 6.1% → 2018년 39.0% → 2019년 상반기 56.1%로 증가함에 따라 영업이익률이 2017년 5.9% → 2018년 11.7% → 2019년 상반기 17.4%로 증가함.</p> <p>2) 핵심 기술을 바탕으로 한 제품 확장성</p> <p>동사의 핵심 기술은 3D CBCT로 진단 후, 동사의 데이터센터에서 디자인 한 후 치과 내의 3D 프린터를 활용해 임시치아, 보철물 등을 자체적으로 제작, 출력할 수 있다는 것임. 현재는 임시치아까지만 제작이 가능하지만 올해 11월 중국에서 투명교정장치 출시예정이며, 향후 영구치아까지 제품 확장이 가능할 것으로 기대됨.</p> <p>시가총액: 2,126억원 증가: 31,950원 순현금비중: 0.0% P/E: N/A P/B: N/A</p>

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표26 국내 의료기기 업체 사업내용(4)

기업코드	기업명	사업내용
A099190	아이센스	<p>기업개요</p> <p>동사는 혈당측정기 및 현장진단기기(POCT) 전문 제조사임. 동사의 제품별 매출 비중은 자가혈당측정기 87.9%, 현장진단기 4.5%, 혈액응고측정기 7.6%로 구성됨. 전체 매출 중 수출 비중이 80.4%로 각 수출국가의 디스트리뷰터를 통해 판매하는 구조임. 동사의 주력 제품인 자가혈당측정기는 본체인 미터와 소모품인 스트립으로 구성되며, 혈당부문에서 스트립의 매출비중이 85.9%, 미터는 9.8%로 소모품 판매 위주의 사업구조임.</p> <p>실적동향</p> <p>동사의 2Q19 연결기준 실적은 매출액 463억원(2Q18기준 408억원, +13.4% yoy), 영업이익 87억원(2Q18기준 45억원, +94.7% yoy), 지배주주 순이익 121억원(2Q18기준 43억원, +182.6% yoy)으로 전년동기대비 실적이 크게 개선됨. 동사 실적 개선의 주요 원인은 아크레이항 매출 증가(+20.9% yoy)로 혈당측정기 수출액(+15.8% yoy)이 증가했으며, 1분기에 신제품이 출시된 POCT사업의 혈액응고 진단기기 매출(+65.3% yoy)이 크게 증가했기 때문임.</p> <p>체코포인트</p> <p>1) 연속혈당측정기 출시 기대감</p> <p>연속혈당측정기(CGM)는 복부나 팔뚝 등의 피부에 센서를 부착해 채혈 없이 혈당 측정을 하는 것으로, 24시간 실시간으로 혈당 변화를 측정할 수 있어 편리하고 정밀한 당 관리가 가능함. 현재 글로벌 업체인 맥스콤, 애보트, 매드트로닉 등이 CGM시장에 진출해있으며, 국내 업체로는 동사가 유일하게 임상 진행 중임(2020년 출시 목표). BGM에서 CGM으로의 진화가 이미 진행 중 인 것과, 올해 1월 발표된 제1형 당뇨 환자의 CGM소모품(전극센서)비용 환급정책 실시를 감안하면 동사의 CGM 런칭이 기대됨.</p> <p>2) 중국 개인용 내수시장 진출</p> <p>올해 동사는 혈당측정 미터기와 스트립의 중국 내수판매를 허가받아(CFDA 승인) 개인용 시장에 진출함. 중국 현지 제조, 판매가 빠르면 연말부터 가능할 것으로 기대됨.</p> <p>시가총액: 3,750억원 종가: 27,300원 순현금비중: -1.5% P/E: 11.6 P/B: 1.9</p>

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표27 국내 의료기기 업체 사업내용(5)

기업코드	기업명	사업내용
A100120	뷰웍스	<p>기업개요</p> <p>동사는 디지털 엑스레이 디텍터 제조사로 의료용 TFT 디텍터 및 산업용 카메라 제조 및 판매에 주력하고 있음. 2019년 반기 기준 제품별 매출비중은 TFT FP-DR 디텍터(의료용) 41.3%, TFT 동영상 디텍터(치과용) 8.3% 등이며 산업용 카메라 35.5%로 구성됨. 의료용 TFT FP-DR은 70-80%가 수출비중으로 북미와 유럽 시장의 딜러들에게 판매함. 산업용 카메라는 각종 디스플레이의 불량 여부 검사에 활용되는 카메라로, 수주 산업이라 세부 내용은 알 수 없음.</p> <p>실적동향</p> <p>동사의 3Q19 연결기준 실적은 매출액 324억원(3Q18기준 338억원, -4.0% yoy), 영업이익 68억원(3Q18기준 70억원, -1.6% yoy), 지배주주 순이익 89억원(3Q18기준 56억원, 57.9% yoy)으로 매출액과 영업이익 모두 전년동기 대비 소폭 하락함. 주력사업인 TFT FP-DR(-6.0% yoy)과 산업용카메라(-35.5% yoy)부문에서 부진한 것이 실적에 크게 반영됨.</p> <p>체코포인트</p> <p>1) 치과용 및 산업용 디텍터 신규 성장동력</p> <p>동사는 2018년 말 치과용 TFT 동영상 디텍터인 VIVIX-D 시리즈를 출시함. 이는 기존 CMOS 디텍터를 활용한 치과용 장비와 달리, 대면적이 가능하고 가격경쟁력이 있다는 강점을 바탕으로 동사의 새로운 성장동력으로 자리잡음. 산업용 카메라 역시 수주산업이라 실적의 변동성이 있지만, 최근 어플리케이션을 더해가며 사업 다각화를 진행 중. 올해 300억 설비투자를 진행하여 사업 다각화를 위한 생산라인 증설을 감행함.</p> <p>2) FP-DR 경쟁 심화</p> <p>동사의 기존 주력사업인 의료용 TFT FP-DR은 중국업체를 중심으로 가격 경쟁이 점차 치열해지고 있음. 앞으로도 성장하기보다는 동사의 캐시카우 역할을 할 것으로 전망됨</p> <p>시가총액: 2,405억원 증가: 24,050원 순현금비중: 25.6% P/E: 10.4 P/B: 1.6</p>

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Peer Valuation

표28 국내 주요 의료기기 업체 실적 및 밸류에이션 테이블

업체	연도	실적(억원)			성장률(%)			수익성(%)		Valuation(x, %)			
		Sales	OP	NI	Sales	OP	NI	OPM	NIM	P/E	P/B	EV/EBITDA	ROE
바텍	2015	2,174	410	213	11.6	29.5	119.4	18.9	13.2	60.5	6.7	13.9	23.3
	2016	1,786	299	248	-17.8	-27.2	16.3	16.7	18.7	25.2	5.3	12.2	17.1
	2017	2,188	391	791	22.5	30.9	219.3	17.9	38.3	20.4	3.4	12.5	36.7
	2018	2,344	394	273	7.1	0.7	-65.5	16.8	12.4	4.1	1.6	6.5	13.8
레이	2015	205	-2	2	1.9	N/A	N/A	-0.8	1.0	N/A	N/A	N/A	N/A
	2016	265	13	17	29.1	흑전	727.5	5.0	6.5	N/A	N/A	N/A	20.0
	2017	329	19	12	24.3	46.9	-32.6	5.9	3.5	N/A	N/A	N/A	8.2
	2018	515	60	53	56.5	210.8	355.0	11.7	10.2	N/A	N/A	N/A	25.6
뷰웍스	2015	934	184	159	32.0	38.6	51.7	19.7	16.9	42.5	6.3	18.5	20.3
	2016	1,173	305	270	25.5	65.8	69.7	26.0	22.9	37.6	7.1	15.2	27.6
	2017	1,235	286	196	5.2	-6.0	-27.2	23.2	15.9	15.2	3.7	13.5	16.6
	2018	1,314	226	208	6.4	-21.2	5.8	17.2	15.8	16.8	2.6	9.8	15.6
디알텍	2015	302	15	26	24.7	126.2	N/A	4.9	8.7	62.5	7.1	N/A	N/A
	2016	366	24	-4	21.3	63.8	적전	6.7	-1.2	24.6	5.6	97.4	-2.2
	2017	388	-11	-18	5.9	적전	적지	-2.7	-4.7	N/A	2.6	-308.7	-6.8
	2018	447	16	12	15.2	흑전	흑전	3.5	2.8	N/A	2.0	19.9	4.3
디알젬	2015	321	20	16	51.6	283.6	N/A	6.1	5.1	N/A	N/A	N/A	N/A
	2016	354	27	3	10.2	37.0	-79.7	7.6	0.9	N/A	N/A	N/A	5.7
	2017	493	42	40	39.5	54.9	1,098.8	8.5	8.1	N/A	N/A	N/A	31.7
	2018	566	42	47	14.8	0.9	16.6	7.4	8.2	16.6	4.3	14.4	21.0
제노레이	2015	319	26	20	11.6	187.6	108.9	8.2	6.3	N/A	N/A	N/A	18.0
	2016	383	46	32	20.1	76.8	61.5	12.0	8.4	N/A	N/A	N/A	24.7
	2017	445	62	52	16.2	35.1	60.3	13.9	11.6	N/A	N/A	N/A	26.5
	2018	563	110	95	26.5	76.7	83.2	19.5	16.8	14.0	3.2	5.3	27.4
레이언스	2015	866	197	145	11.1	78.4	350.2	22.8	16.7	N/A	N/A	N/A	27.3
	2016	985	180	147	13.7	-9.0	1.8	18.3	14.9	14.9	3.6	9.2	13.0
	2017	1,065	173	146	8.2	-3.8	-0.8	16.2	13.5	19.5	1.8	10.8	8.4
	2018	1,164	212	157	9.3	22.7	7.6	18.2	13.4	18.6	1.5	6.7	8.7
휴비츠	2015	697	113	65	8.8	301.4	372.6	16.2	10.7	N/A	2.6	13.4	10.7
	2016	669	124	111	-3.9	10.3	69.5	18.6	17.0	23.7	2.3	11.3	14.5
	2017	704	91	31	5.2	-26.7	-71.9	12.9	4.9	14.3	2.0	21.5	4.2
	2018	789	83	71	12.0	-8.6	128.0	10.6	9.6	30.8	1.2	9.6	8.7
인바디	2015	689	200	173	40.9	98.2	95.0	29.0	25.1	N/A	13.3	35.4	25.5
	2016	798	220	170	15.8	10.2	-1.9	27.6	21.3	21.3	4.8	14.8	20.1
	2017	933	249	193	16.8	13.0	13.7	26.7	20.7	32.3	5.9	20.3	19.4
	2018	996	237	197	6.8	-4.9	1.8	23.8	19.6	15.4	2.8	10.4	16.9
아이센스	2015	1,019	194	147	6.6	7.1	1.7	19.1	14.2	32.0	4.0	17.3	11.5
	2016	1,325	257	176	30.0	32.4	19.3	19.4	13.3	27.3	3.1	14.2	12.3
	2017	1,570	228	157	18.5	-11.4	-10.4	14.5	9.7	19.8	2.3	13.0	9.5
	2018	1,730	274	226	10.2	20.4	43.8	15.8	13.0	19.6	1.9	9.2	12.9

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표29 국내 주요 의료기기 업체 실적 및 밸류에이션 테이블 (직전 12개월 누적 기준)

종목명	P/E	P/B	직전 4개분기 누적 OP	OP growth	직전 4개분기 누적 NI	EPS growth	ROE
바텍	12.8	1.7	400	0.5	292	5.3	13.1
레이	N/A	8.5	N/A	N/A	N/A	N/A	3.7
뷰웍스	10.7	1.7	261	18.1	230	22.1	16.4
디알텍	71.7	2.5	11	흑전	11	흑전	3.4
디알젬	N/A	2.8	N/A	N/A	N/A	N/A	6.3
제노레이	7.9	1.8	112	26.7	101	33.5	22.4
레이언스	12.7	1.1	210	2.1	153	-17.1	8.4
휴비츠	19.1	1.1	90	7.1	53	30.9	5.8
인바디	13.9	2.5	275	6.7	222	2.3	17.8
아이센스	11.7	2.1	326	49.9	323	107.3	17.6

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표30 해외 주요 의료기기 업체

업체	연도	실적(백만달러)			성장률(%)			수익성(%)		Valuation(x, %)			
		Sales	OP	NI	Sales	OP	NI	OPM	NIM	P/E	P/B	EV/EBITDA	ROE
Varex Imaging	2015	632	128	80	-7.7	-27.6	-27.3	20.2	12.7	N/A	N/A	N/A	N/A
	2016	620	106	62	-1.9	-16.9	-23.0	17.1	9.9	N/A	N/A	N/A	15.1
	2017	698	84	52	12.6	-21.0	-1.3	12.0	8.7	21.1	3.4	15.2	14.5
	2018	773	45	28	10.8	-46.8	-28.7	5.8	5.6	25.3	2.6	16.6	6.8
후지필름 홀딩스	2015	22,521	1,503	1,014	1.9	28.0	64.0	6.7	4.7	18.6	0.9	6.5	5.3
	2016	20,511	1,506	970	-0.1	9.9	-6.6	7.3	4.4	17.8	1.0	6.4	5.5
	2017	21,481	1,594	1,216	-5.6	-4.6	12.0	7.4	5.2	14.7	0.9	6.2	6.5
	2018	21,963	1,113	1,270	4.8	-28.4	-3.4	5.1	4.8	13.2	0.9	6.1	6.8
캐논	2015	31,405	2,935	1,820	2.0	-2.3	-14.1	9.3	5.9	18.2	1.4	5.7	7.4
	2016	31,362	2,110	1,389	-10.5	-35.6	-31.6	6.7	4.5	23.9	1.3	7.9	5.2
	2017	36,390	2,956	2,158	19.9	44.8	82.1	8.1	6.9	18.8	1.6	7.7	8.6
	2018	35,800	3,107	2,290	-3.1	3.5	-8.5	8.7	6.5	12.8	1.1	5.6	8.9
GE	2015	115,158	9,348	-6,126	-1.1	흑전	N/A	8.1	7.3	36.7	3.0	27.4	-5.4
	2016	119,687	10,265	8,831	3.9	9.8	흑전	8.6	8.9	28.8	3.6	22.9	9.4
	2017	118,243	-11,553	-8,484	-1.2	적전	적전	-9.8	1.0	214.1	2.7	N/A	-13.5
	2018	121,616	20,315	-22,355	2.9	흑전	적지	-16.7	5.0	11.7	2.1	N/A	-52.4
지멘스	2015	86,893	6,940	8,366	6.2	-8.6	4.7	8.0	6.7	12.5	1.9	9.6	22.3
	2016	88,488	8,131	6,055	5.3	21.1	3.8	9.2	6.6	16.0	2.5	10.2	15.9
	2017	91,545	8,365	6,586	4.0	3.5	14.3	9.1	7.2	16.4	2.3	11.4	15.4
	2018	98,859	7,364	6,913	0.2	-18.3	-4.4	7.4	6.9	15.8	2.0	11.7	13.1
메드트로닉	2015	20,261	3,766	2,675	19.1	-5.7	7.6	18.6	20.3	20.9	2.1	25.0	7.4
	2016	28,833	5,361	3,538	42.3	42.4	15.5	18.6	16.5	23.8	2.1	15.8	6.7
	2017	29,710	5,383	4,028	3.0	0.4	3.5	18.1	16.5	23.6	2.3	16.1	7.9
	2018	29,953	6,640	3,104	0.8	23.4	2.3	22.2	16.8	22.1	2.2	13.4	6.2

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

미용의료기기 시장 동향

미용의료기기 시장의 성장

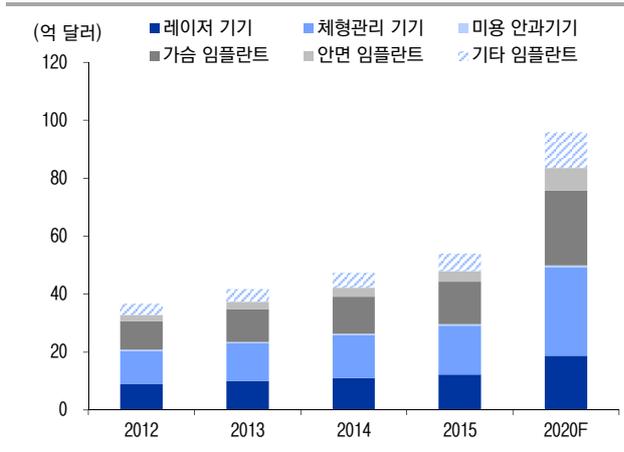
미용의료기기 시장이 성장하고 있다. 미용의료기기에 어떤 품목들이 포함되는지 정확한 개념이 정해지지 않았으나, 주로 피부과, 성형외과에서 사용되는 의료기기들과 최근에는 가정용 의료기기를 포괄하는 개념으로 널리 알려져 있다. 글로벌 미용의료기기 시장은 크게 미용 레이저 및 에너지 의료기기 시장과 미용 임플란트 시장으로 나뉘는데, 2014년부터 2020년 까지 연평균 12.5%로 성장하여 약 96억 달러 규모로 확대될 것으로 전망된다. 국내시장의 경우 전국 미용관련 병·의원의 증가 추세 지속과 여성들의 소득증가에 따라 미용의료기기 시장이 성장하고 있다. 특히 레이저 및 에너지 기기 시장의 비중이 57.5%를 차지하여 시장의 성장을 주도하고 있는데, 체형관리 기기에서 가장 큰 성장률(CAGR 10.3%)을 보이고 있다.

최근 미용의료기기 트렌드

미용의료기기 시장은 변화의 속도가 매우 빠르고 유행에 의존하는 경향이 높다. 따라서 최근 미용의료기기 트렌드가 시장의 성장방향을 결정하는 경우가 많기 때문에 미용의료기기 트렌드를 파악할 필요가 있다. 최근 미용시장은 시술비용이 적게 들고 회복기간 및 부작용이 최소화되는 간편한 방식을 선호한다. 소위 말해 얼굴에 손을 대는 성형수술보다는 뽀띠성형이라 불리는 간단한 시술을 선호하는 것이다. 이러한 트렌드는 비침습/최소침습형 미용의료기기 시장의 성장을 견인했다.

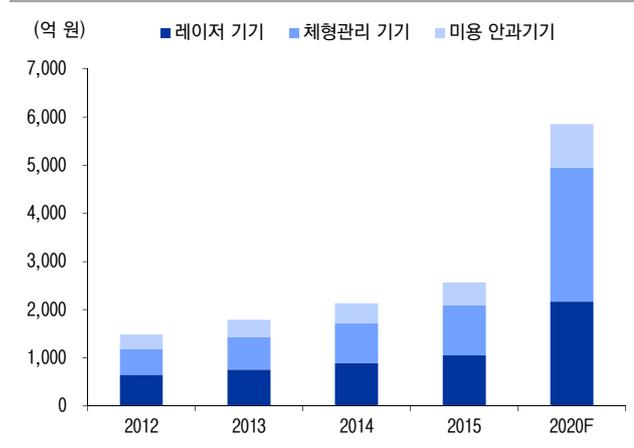
비침습/최소침습형을 선호하는 여성들의 니즈에 따라 레이저 및 에너지 의료기기 제품들이 발전해왔다. 레이저 및 에너지 의료기기란 광, 레이저, 초음파, 고주파 등을 인체에 인가하여 열분해나, 조직의 응고 및 자극 등을 이용하여 체형관리(지방분해), 주름개선, 피부탄력 증대 등의 효과를 보는 것이다. 이전의 리프팅 방식은 얼굴을 절개하여 실을 주입하고 직접 실을 끌어올리는 방식이었다. 회복하는데 상당한 시간이 소요됐으며, 부작용이 비교적 많은 편이었다. 레이저 및 에너지 의료기기를 이용한 리프팅 시술의 경우, 시술 직후 바로 일상생활이 가능하며, 시술효과가 즉각적으로 나타나며 자연스러운 효과를 볼 수 있고, 비용까지 상대적으로 저렴하기 때문에, 20-30 여성들의 취향을 저격한 것이다. 대표적인 국내 제품으로는 비올의 Scalet RF, 클래식스의 울트라포머, 하이로닉의 더블로 등이 있다.

그림23 글로벌 미용 의료기기 시장규모



자료: Mordor Intelligence, 이베스트투자증권 리서치센터

그림24 국내 병·의원용 레이저 및 에너지 기기 시장규모



자료: Mordor Intelligence, 이베스트투자증권 리서치센터

그림25 기존 리프팅 수술방법



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림26 클래시스의 울트라포머 3



자료: 클래시스, 이베스트투자증권 리서치센터

표31 국내 미용의료기기 업체 사업내용

기업코드	기업명	사업내용
A214150	클래시스	동사는 미용의료기기 전문 업체로 HIFU(초음파)기반 시술기기를 병의원 및 에스텍샵에 공급 중임. 동사의 대표 제품은 슈링크가 있으며 얼굴, 복부 및 허벅지의 피부와 피하조직의 탄력개선에 사용되고 있음. 동사 제품은 실리프팅 등 기존의 침습형 방식 대비 부작용이나 회복기간 측면에서 우수함. 또한 경쟁 브랜드 대비 가격 메리트가 월등하며 통증이 덜해 빠르게 시장에 침투하고 있음. 이러한 동사 제품의 장점은 고객으로 하여금 시술에 대한 부담감을 경감시키며 시술 빈도수를 높일 수 있어 리프팅 시술의 대중화를 재촉하고 있음.
A085370	루트로닉	동사는 국내 레이저 치료기기 매출 1위 회사로 지난 20년간 꾸준히 매출성장을 시현함. 매년 매출액 대비 15%에 달하는 R&D 투자를 통해 다양한 레이저 기반 피부과용 의료기기 라인업을 보유하고 있음. 1H19 실적은 매출액 528억원(+8.7% yoy), 영업적자 63억원(적지)을 기록함. 지난 2년간 신제품 출시 부재, 해외 법인 채용에 따른 인건비 증가, 신규사업 개발비 상각 영향으로 적자가 지속돼 옴. 그러나 올해 초부터 신제품 출시(지니어스, 클라리티, 내년 1분기 1종) 싸이클 재개로 턴어라운드 기대됨.
A149980	하이로닉	동사는 집속초음파장비(HIFU) 전문 개발 제조사임. 동사의 주력제품은 집속초음파장비인 '더블로'이며 주요 경쟁제품은 클래시스의 슈링크와 멀츠코리아의 울쎄라임. 3Q19 실적은 매출액 50억원 (3Q18기준 48억원, +3.4% yoy), 영업이익 9억원 (3Q18기준 -5억원, 흑자전환 yoy), 지배주주순이익 11억원 (3Q18기준 -6억원, 흑자전환 yoy)임.
A042520	한스바이오메드	동사는 가습보형물, 골이식재, 리프팅실(의료기기) 등 미용성형 소모품 제조, 판매 전문 기업임. 동사의 제품별 매출 비중은 실리콘폴리머(인공유방보형물 등) 37%, 골이식재 36%, 의료기기(리프팅실 등) 22%, 한스파마(화장품) 5%로 구성됨. 동사의 주력제품은 벨라젤마이크로와 민트리프트인데, 동사는 2017년 실제가습과 유사한 실루엣과 촉감을 제공하는 마이크로텍처 타입의 인공유방보형물인 벨라젤을 출시하여 높은 성장률(3개년 CAGR 65%)을 시현함.

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표32 국내 미용의료기기 업체 사업내용(1)

기업코드	기업명	사업내용
A042520	한스바이오메드	<p>기업개요</p> <p>동사는 가습보형물, 골이식재, 리프팅실(의료기기) 등 미용성형 소모품 제조, 판매 전문 기업임. 동사의 제품별 매출 비중은 실리콘폴리머(인공유방보형물 등) 37%, 골이식재 36%, 의료기기(리프팅실 등) 22%, 한스파마(화장품) 5%로 구성됨. 동사의 주력제품은 '벨라젤마이크로'와 '민트리프트'인데, 동사는 2017년 실제가습과 유사한 실루엣과 촉감을 제공하는 마이크 로텍스처 타입의 인공유방보형물인 벨라젤을 출시하여 높은 성장률(37개년 CAGR 65%)을 시현함.</p> <p>실적동향</p> <p>동사의 2Q19 연결기준 실적은 매출액 180억원(2Q18기준 147억원, +22.2% yoy), 영업이익 35억원(2Q18기준 35억원, -1.5% yoy), 지배주주 순이익 24억원(2Q18기준 22억원, +9.1% yoy)으로 전년동기대비 매출이 증가함. 벨라젤마이크로(+56.4% yoy)와 민트리프트(+173.5% yoy)가 판매호조를 보이며 매출증가를 견인함. 반면 판관비의 증가로 영업이익이 전년동기대비 소폭 감소했는데, 경상연구개발비(+362% yoy)와 인건비(+46% yoy)등이 크게 증가한 것이 원인임.</p> <p>체크포인트</p> <p>1) '민트 리프트' 중국 식약처(CFDA) 판매 허가 고성장 전망</p> <p>동사의 주력제품 중 하나인 민트 리프트(리프팅실, 의료기기에 포함)가 올해 중국 식약처에서 판매 승인을 완료함. 페이스리프팅 부문에서 중국 최초 승인으로 직접 영업에 뛰어들 예정.</p> <p>2) '벨라젤마이크로' CAPA 증설</p> <p>동사는 기존 월 5,000개 생산 캐파에서 월 10,000개로 두 배 가량 캐파증설을 단행함. 증가하는 국내 및 해외 벨라젤마이크로 수요를 감안한 투자로 향후 중국 CFDA승인에 대한 기대감과 더불어 국내 점유율 확대에도 기여할 것으로 기대됨.</p> <p>시가총액: 2,238억원 증가: 22,600원 순현금비중: -2.4% P/E: 41.6 P/B: 3.2</p>

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Peer Valuation

표33 국내 및 해외 주요 미용의료기기 업체 실적 및 밸류에이션 테이블

업체	연도	실적(억원)			성장률(%)			수익성(%)		Valuation(x, %)			
		Sales	OP	NI	Sales	OP	NI	OPM	NIM	P/E	P/B	EV/EBITDA	ROE
클래시스	2015	150	40	N/A	14.8	50.7	N/A	26.5	29.7	48.3	22.7	0.0	62.5
	2016	272	83	N/A	81.7	107.9	N/A	30.3	26.0	27.1	13.5	0.0	56.0
	2017	349	108	-51	28.0	30.7	N/A	31.0	-14.7	N/A	15.4	-89.2	N/A
	2018	475	175	149	36.2	61.8	흑전	36.8	31.3	N/A	7.0	13.4	34.5
루트로닉	2015	721	53	59	10.8	89.1	289.9	7.3	7.3	N/A	13.5	45.1	9.8
	2016	845	67	56	17.2	26.7	-4.2	7.9	6.3	64.2	4.9	31.2	5.0
	2017	858	-28	-73	1.5	적전	적전	-3.3	-8.2	44.9	2.1	186.7	-5.2
	2018	921	-124	-150	7.4	적지	적지	-13.4	-16.7	N/A	1.5	-63.3	-11.7
하이로닉	2015	179	21	28	-21.5	-72.7	-83.3	11.7	15.8	21.7	3.8	50.1	N/A
	2016	155	3	7	-13.6	-83.4	-74.6	2.2	3.9	36.9	2.3	80.2	1.4
	2017	181	17	8	17.2	403.7	6.1	9.6	4.2	93.6	1.5	46.2	1.8
	2018	203	0	-3	12.1	적전	적전	-0.1	0.7	82.8	1.5	50.5	0.4
한스바이오메드	2015	234	51	49	11.4	29.5	40.3	21.6	21.0	38.7	4.2	29.4	11.9
	2016	290	60	46	24.0	18.4	-5.8	20.6	16.4	34.7	3.3	27.4	10.5
	2017	391	95	78	34.5	57.9	69.3	24.2	20.8	38.5	5.4	14.7	15.9
	2018	517	103	40	32.5	9.0	-48.7	19.9	9.6	61.3	3.8	42.1	7.9
엘러간	2015	12,688	-3,131	3,915	171.3	N/A	150.2	-24.7	10.2	108.1	1.7	59.3	7.4
	2016	14,571	-1,826	14,973	14.8	적지	282.4	-12.5	8.1	89.2	1.0	19.8	20.6
	2017	15,941	-5,921	-4,126	9.4	적지	적전	-37.1	-2.3	N/A	0.8	57.2	-6.3
	2018	15,787	-6,248	-5,096	-1.0	적지	적지	-39.6	1.3	N/A	0.7	132.5	-7.7

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표34 국내 주요 미용의료기기 업체 실적 및 밸류에이션 테이블 (직전 12개월 누적 기준)

종목명	P/E	P/B	직전 4개분기 누적 OP	OP growth	직전 4개분기 누적 NI	EPS growth	ROE
클래시스	39.0	17.3	277	142.1	226	흑전	44.3
루트로닉	N/A	1.7	-136	적지	-167	적지	-12.9
하이로닉	58.8	1.7	11	-10.8	11	-15.4	3.0
한스바이오메드	43.6	3.2	107	7.6	51	-9.1	7.3

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

기업분석

서흥 (008490)	46
레이언스 (228850)	53
아이센스 (099190)	56
휴비츠 (065510)	59
클래시스 (214150)	63
루트로닉 (085370)	67

Universe		
기업명	투자판단	목표주가
서흥	Buy (신규)	45,000 원(신규)
레이언스	NR	NR
아이센스	NR	NR
휴비츠	Buy (유지)	13,000 원(유지)
클래시스	NR	NR
루트로닉	NR	NR

서흥 (008490)

중·장기적 성장성 유효

2019. 11. 5

Mid-Small Cap

Analyst 정홍식

02. 3779-8468

hsjeong@ebestsec.co.kr

Buy(initiate)

목표주가 45,000 원

현재주가 33,400 원

하드캡슐의 담보된 성장

동사의 하드캡슐 사업은 매년 성장(2012년 856억원 → 2018년 1,439억원, CAGR 9.0%, 2Q19 누적 845억원 +15.0% yoy)하고 있다. 이는 1)Q↑: 중등 등의 해외 수출이 확대되며 생산실적이 증가(최근 5년 CAGR 5.7%, 수출비중 80%)하고 있으며, 2)P↑: 식물성 하드캡슐(ASP 높음)의 비중 증가로 ASP가 지속적으로 상승(2016년 3.6원 → 2017년 3.7원 → 2018년 4.0원 → 1H19 4.7원, CAGR 7.3%)하고 있기 때문이다. 특히, 3Q19 베트남 식물성 +8대(Capa +10.7%). 2020년말 식물성 +4대가 계획되어 있어 과거대비 향후 2~3년간 조금 더 높은 성장이 진행될 것으로 기대된다.

건강기능식품: 성장성과 수익성이 동시에 개선될 듯

건강기능식품 사업에서 고성장[2015년 963억원 → 2016년 1,105억원 → 2017년 1,212억원 → 2018년 1,427억원(CAGR 14.0%), 1H19 896억원(+18.6% yoy)]이 진행되고 있다. 이는 다양한 제형(캡슐 41%, 정제 12%, 액상/젤리 36%, 기타 11%)을 생산할 수 있는 OEM/ODM 전문업체(고객사 한국인삼공사, 뉴스킨코리아, LG생활건강 등)로서 건기식 시장규모가 확대되고 있기 때문이다. 특히, F&P(Food & Pharmaceutical, 의약품+건기식) 사업부문의 OP Margin이 3.8% 수준(과거 부천공장에서 OPM 10% 이상, 대규모 Capa 증설과 액상/젤리 라인 등의 확장으로 현재 가동률 55%)인 점을 고려하면 향후 수익성 개선이 매우 빠르게 진행될 가능성이 높다.

투자의견 매수, 목표주가 45,000원으로 커버리지 개시

서흥에 대해 투자의견 매수, 목표주가 45,000원으로 커버리지를 개시한다. 매수를 제시하는 이유는 매년 외형(매출액)이 성장(2009년 ~ 2018년 Sales CAGR 11.6%, 역성장 없음)하고 있으며, 향후에도 성장흐름이 유지될 가능성이 높기 때문이다. 특히, 하드캡슐 생산 Capa 증가에 따라 향후 2~3년간 과거대비 조금 더 높은 성장성이 나타날 가능성이 있다. 다만, 동사의 사업구조상 단기적인 관점이 아니라 중 장기적인 관점에서 성장이 진행된다는 것을 고려하여 접근하는 것을 권고한다. Target P/E(12MF 기준) 12.8배는 EPS growth(2018년 ~ 2021년E CAGR 18.6%)을 고려할 경우 무리가 없다는 판단이다.

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI(11/4)	2,130.24 pt
시가총액	3,864 억원
발행주식수	11,569 천주
52 주 최고가 / 최저가	35,650 / 22,950 원
90 일 일평균거래대금	5.77 억원
외국인 지분율	6.2%
배당수익률(19.12E)	1.0%
BPS(19.12E)	27,267 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 5.2%
	6개월 31.6%
	12개월 24.7%
주주구성	양주환(외 7인) 53.2%
	국민연금공단 9.1%
	베어링자산운용 6.0%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	350.0	37.3	31.0	23.1	2,021	-14.4	62.3	16.2	9.8	1.4	8.7
2018	393.5	39.3	35.1	25.7	2,315	14.5	66.0	10.1	8.0	1.0	9.5
2019E	463.2	50.0	49.6	36.8	3,309	43.0	76.9	10.1	8.4	1.2	12.5
2020E	506.3	55.2	53.9	39.5	3,553	7.4	84.8	9.4	7.5	1.1	11.9
2021E	550.0	60.7	59.2	42.9	3,861	8.6	87.4	8.7	7.0	1.0	11.6

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

기업개요

1. 하드캡슐 사업

서흥의 주력사업인 하드캡슐 제조·생산은 동사의 Cash Cow 역할(수익성이 가장 높음)을 하고 있다. 하드캡슐(Hard Capsule)이란 cap과 body로 구성된 원통 모형의 캡슐(=경질캡슐)로서 내용물(약 or 건강기능식품, 주로 내부는 가루형태)의 변질을 막아주고 섭취와 흡수를 용이하게 하는 역할을 한다. 원재료는 주로 젤라틴(동물성, 자회사 젤텍에서 조달)이 사용된다.

서흥의 하드캡슐 사업은 글로벌 M/S 6~7%(3위권) 수준으로 국내는 거의 독점(M/S 95% 이상) 시장지배력을 가지고 있으며, 오송 공장의 완전 자동화 설비(직접제작)로 생산 효율성이 높아 고마진이 유지되고 있다. 현재 생산설비는 오송공장에 45대(동물성 20대, 식물성 20대, 범용 5대로 파악), 베트남 38대(동물성 30대, 식물성 8대, 식물성 8대의 경우 3Q19부터 가동)가 운영되고 있다.

2. F&P(Food & Pharmaceutical): 의약품 & 건강기능식품 사업

동사의 F&P 사업은 의약품과 건강기능식품의 OEM/ODM 형태로 캡슐제 41%, 정제 12%, 액상/젤리 36% 등 다양한 제형을 생산할 수 있다. 주요 거래처는 한국인삼공사, 뉴스킨코리아, LG생활건강, 세노비스, 한국야쿠르트, 종근당건강, CJ제일제당 등이 있다. 동 사업부문은 안정적인 성장에도 불구하고 현재 OP Margin이 3.8% 수준으로 낮았는데, 이는 현재 가동률이 55% 수준이기 때문이다. 과거 부천공장에서 F&P 사업을 영위할 때 OPM 10% 이상(가동률 높았음)인 점을 고려하면, 오송공장으로 이전하면서 대규모 Capa 증설과 다양한 제형의 설비투자로 외형이 성장했음에도 불구하고 가동률이 낮기 때문으로 파악되기 때문에 향후 매출액이 성장하면 수익성도 큰 폭으로 개선될 가능성이 높다.

3. 젤텍(자회사, 지분율 43%)

젤텍은 젤라틴 및 콜라겐을 생산하는 자회사이다. 콜라겐(Collagen)은 동물의 가죽, 힘줄, 연골 등을 구성하는 천연 단백질로 식품 및 화장품 등에 사용되고 있다. 젤라틴(Gelatin)은 콜라겐을 가열 처리하여 얻어지는 단백질의 일종으로 식품, 의약품, 산업용의 원재료로 사용되며, 서흥의 하드캡슐 원재료로 사용되고 있다. 동사는 국내 젤라틴 시장점유율 1위이며, 현재 젤라틴 생산 Capa 6,500톤, 콜라겐 생산 Capa 3,000톤(2018년말 1,000톤 → 3,000톤으로 증설, 2019년 실적개선 요인)을 보유하고 있다.

2018년 기준 젤라틴의 서흥으로 공급규모가 100억원(젤텍 2018년 감사보고서 특수관계자 거래내역 참고, 매출액의 15.7%)이고, 수출 65%, 기타 국내 공급 20% 수준으로 파악된다.

실적전망

동사의 실적을 살펴볼 때 중요한 것은 매년 매출액(2009년 ~ 2018년 매출액 CAGR 11.6%)이 상승하고 있다는 것이다. 이는 하드캡슐 & 의약품 & 건강기능식품 전 사업 부문에서 안정적인 성장이 진행되고 있기 때문이며, 향후에도 이러한 성장흐름이 유지될 가능성이 높다.

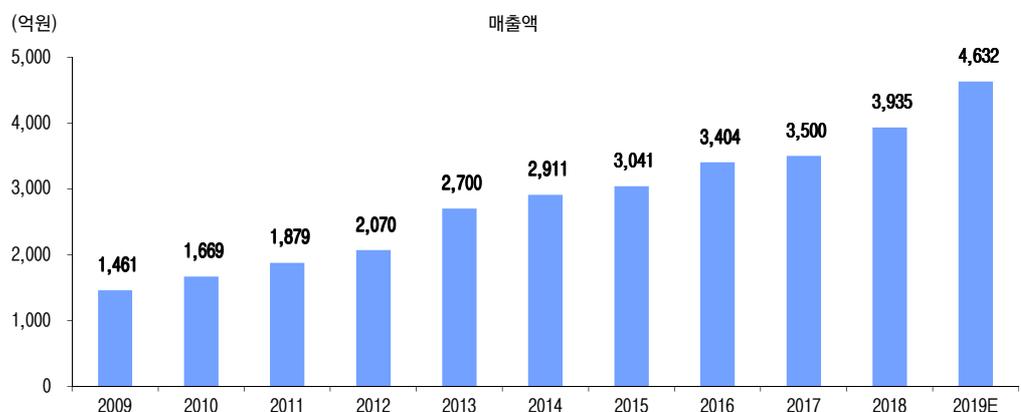
그리고 3Q19 이후 2~3년간 외형성장 흐름이 확대될 가능성이 높는데, 이는 다음과 같은 2가지 요인이 있기 때문이다. 첫째, 하드캡슐 생산 기계가 기존 75대(국내 오송공장 45대, 베트남 30대)에서 3Q19 베트남에 8대가 증설되었고, 2020년말(2021년부터 반영)에 추가적으로 4대가 증설될 계획이다. 이는 모두 식물성으로 ASP 상승에 긍정적일 것이다.

둘째, 건강기능식품 부문에서 그 동안 제형확대(젤리/액상 등) 준비를 마치고 본격적으로 물량이 증가할 것으로 기대되기 때문이다. 이에 과거 동사의 매출액 CAGR은 11.6% 수준인데 반하여 2019년E Sales growth는 17.7% 수준으로 전망한다.

참고로 동사의 매출액과 영업이익을 살펴봄에 있어서 매출액 기준 하드캡슐+의약품+건강기능식품의 OPM은 캡슐부문으로 정리되어 있고, 원료는 젤텍의 매출액에서 내부거래(서흥, 서흥아메리카 등)를 제외한 금액 대비 영업이익(젤텍의 OP)를 반영한 것이다.

분기실적은 3Q19 하드캡슐 Capa 확대에도 불구하고 영업이익 QoQ 소폭 역성장을 전망하는데, 이는 신규 가동에 따른 일시적(약 1년 정도) 마진을 저하를 고려한 것이다. 이는 2020년 하반기 정도에 정상적인 수익성으로 회귀할 것으로 보인다.

그림27 서흥 매출액 추이: 역성장 없이 매년 상승흐름 유지



자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

표35 연간실적 전망

(단위: 억원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	2,700	2,911	3,041	3,404	3,500	3,935	4,632	5,063
YoY	30.4%	7.8%	4.5%	11.9%	2.8%	12.4%	17.7%	9.3%
하드캡슐	1,009	1,064	1,171	1,237	1,312	1,439	1,735	1,890
의약품	388	426	459	639	530	544	541	575
건강기능식품	950	1,065	963	1,105	1,212	1,427	1,733	1,920
원료	230	234	335	333	386	439	492	539
상품 & 기타	124	123	112	90	61	86	130	139
% YoY								
하드캡슐	17.9%	5.5%	10.1%	5.6%	6.0%	9.7%	20.6%	8.9%
의약품	26.8%	9.9%	7.8%	39.1%	-17.0%	2.7%	-0.6%	6.4%
건강기능식품	75.3%	12.1%	-9.6%	14.7%	9.7%	17.8%	21.4%	10.8%
원료	-6.0%	1.8%	43.6%	-0.7%	15.7%	13.8%	12.1%	9.5%
상품 & 기타	1.0%	-0.7%	-8.6%	-19.8%	-32.4%	41.3%	51.8%	6.5%
% of Sales								
하드캡슐	37.4%	36.5%	38.5%	36.3%	37.5%	36.6%	37.5%	37.3%
의약품	14.4%	14.6%	15.1%	18.8%	15.1%	13.8%	11.7%	11.4%
건강기능식품	35.2%	36.6%	31.7%	32.5%	34.6%	36.3%	37.4%	37.9%
원료	8.5%	8.0%	11.0%	9.8%	11.0%	11.2%	10.6%	10.6%
상품 & 기타	4.6%	4.2%	3.7%	2.6%	1.7%	2.2%	2.8%	2.7%
생산실적(Q)								
하드캡슐(억개)	276	286	333	342	355	364	389	411
YoY	17.2%	3.7%	16.6%	2.7%	3.5%	2.7%	6.9%	5.6%
젤라틴(톤)	3,693	3,687	4,262	4,973	5,638	5,890	6,286	6,582
YoY	-6.9%	-0.2%	15.6%	16.7%	13.4%	4.5%	6.7%	4.7%
생산기계 대수	60	60	69	75	75	75	79	83
기계 1 대당 생산	4.6	4.8	4.8	4.6	4.7	4.9	5.0	5.0
ASP(P)								
하드캡슐(원)	3.7	3.7	3.5	3.6	3.7	4.0	4.5	4.6
YoY	0.6%	1.6%	-5.5%	2.8%	2.4%	6.8%	12.9%	3.1%
젤라틴(백만원/톤)	6.2	6.3	7.9	6.7	6.8	7.5	7.8	8.2
YoY	0.9%	2.0%	24.2%	-14.9%	2.1%	9.0%	5.0%	4.5%
영업이익	252	291	338	401	373	393	500	552
% of sales	9.3%	10.0%	11.1%	11.8%	10.7%	10.0%	10.8%	10.9%
% YoY	74.4%	15.8%	16.2%	18.6%	-7.0%	5.4%	27.2%	10.3%
사업부별 OPM								
캡슐	227	272	287	322	279	293	361	402
OPM	9.7%	10.6%	11.1%	10.8%	9.1%	8.6%	9.0%	9.2%
원료	39	20	53	84	82	87	165	162
OPM	16.9%	8.4%	15.7%	25.1%	21.3%	19.8%	33.4%	30.1%
기타	-14	0	-2	-4	12	13	-25	-12

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

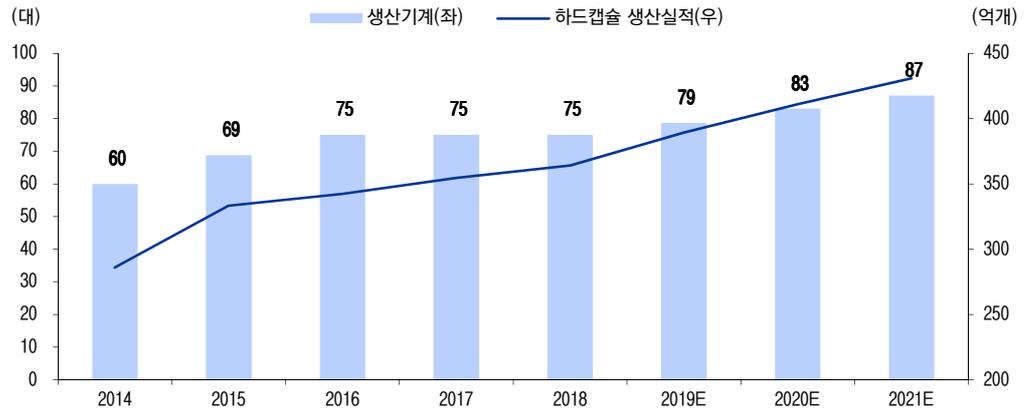
표36 분기실적 전망

(단위: 억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E
매출액	991	1,041	948	955	1,178	1,154	1,143	1,157
YOY	10.0%	13.7%	6.0%	21.0%	18.9%	10.9%	20.6%	21.1%
하드캡슐	349	386	357	347	428	417	435	455
의약품	155	132	121	136	139	137	126	139
건강기능식품	377	378	345	327	451	445	429	408
원료	94	131	116	99	114	125	127	126
상품 & 기타	15	14	10	46	45	30	26	29
% YoY								
하드캡슐	9.9%	10.9%	9.3%	8.5%	22.7%	8.1%	22.1%	31.0%
의약품	-4.4%	-2.4%	0.2%	21.7%	-10.6%	3.5%	4.0%	2.7%
건강기능식품	23.0%	22.8%	-0.1%	29.7%	19.7%	17.5%	24.4%	24.7%
원료	-3.3%	-34.4%	-1644.2%	1.5%	21.8%	-4.1%	9.6%	27.3%
상품 & 기타	-7.2%	-119.2%	-91.2%	427.6%	192.1%	112.6%	171.5%	-38.4%
% of Sales								
하드캡슐	35.3%	37.0%	37.6%	36.3%	36.4%	36.1%	38.1%	39.3%
의약품	15.7%	12.7%	12.8%	14.2%	11.8%	11.9%	11.0%	12.1%
건강기능식품	38.1%	36.3%	36.4%	34.2%	38.3%	38.5%	37.5%	35.3%
원료	9.4%	12.6%	12.2%	10.3%	9.7%	10.9%	11.1%	10.9%
상품 & 기타	1.6%	1.4%	1.0%	4.9%	3.8%	2.6%	2.3%	2.5%
생산실적(Q)								
하드캡슐(억개)	85	95	100	83	84	96	104	106
YOY	-1.0%	-0.3%	15.9%	-3.3%	-1.7%	1.0%	3.3%	26.7%
젤라틴(톤)	1,449	1,519	1,365	1,557	1,435	1,601	1,617	1,633
YOY	-3.7%	4.3%	16.5%	3.5%	-1.0%	5.4%	18.5%	4.9%
생산기계 대수	75	75	75	75	75	75	81	83
기계 1 대당 생산	1.1	1.3	1.3	1.1	1.1	1.3	1.3	1.3
ASP(P)								
하드캡슐(원)	4.1	4.0	3.6	4.2	5.1	4.3	4.2	4.3
YOY	11.1%	11.2%	-5.7%	12.2%	24.8%	7.0%	18.2%	3.4%
젤라틴(백만원/톤)	6.5	8.6	8.5	6.3	7.9	7.8	7.9	8.0
YOY	0.5%	-37.0%	-1425.9%	-1.9%	23.0%	-9.0%	-6.9%	26.0%
영업이익	103	120	80	90	125	136	115	124
% of sales	10.4%	11.5%	8.5%	9.4%	10.6%	11.8%	10.1%	10.7%
% YOY	2.9%	12.2%	-13.8%	23.5%	21.7%	13.3%	43.6%	37.7%
사업부별 OPM								
캡슐	83	91	53	66	90	100	83	88
OPM	9.4%	10.1%	6.4%	8.1%	8.8%	10.0%	8.3%	8.8%
원료	18	24	25	20	42	47	37	39
OPM	19.1%	18.4%	21.2%	20.7%	36.6%	37.5%	29.0%	31.0%
기타	2	5	3	4	-6	-11	-4	-4

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터

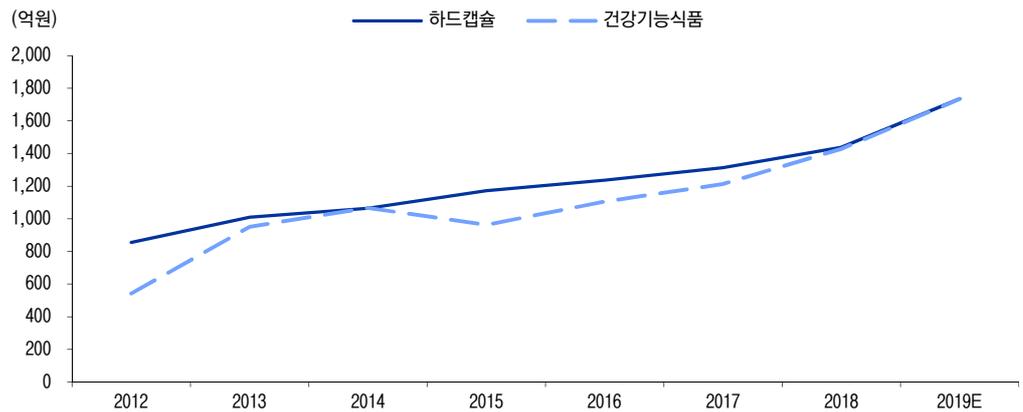
주: IFRS 연결기준

그림28 하드캡슐 생산: 생산기계 3Q19 +8 대, 2021년 +4 대, 모두 식물성으로 증설



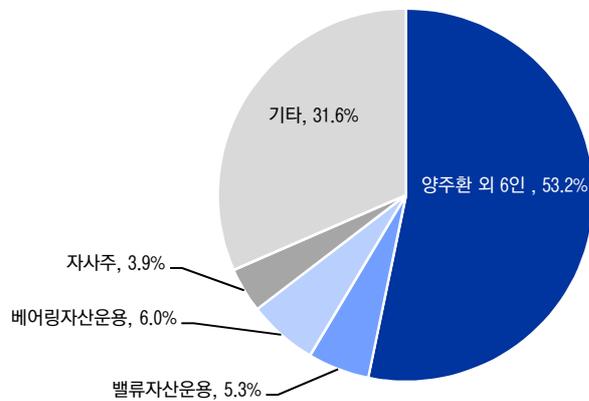
자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
 주: IFRS 연결기준

그림29 하드캡슐 & 건강기능식품 매출액 추이



자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
 주: IFRS 연결기준

그림30 서흥 주주구성



자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
 주: IFRS 연결기준

서흥 (008490)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	197.0	214.0	229.2	247.3	278.8
현금 및 현금성자산	11.4	13.2	11.6	19.0	40.5
매출채권 및 기타채권	69.6	75.7	81.3	87.0	92.7
재고자산	111.6	116.2	127.4	132.3	136.5
기타유동자산	4.4	8.9	9.0	9.0	9.1
비유동자산	398.3	425.1	449.4	466.6	474.0
관계기업투자등	36.5	24.1	28.3	31.0	33.6
유형자산	344.9	381.6	399.9	413.2	416.7
무형자산	7.5	10.8	11.0	11.3	11.6
자산총계	595.3	639.1	678.5	714.0	752.8
유동부채	202.1	193.9	192.5	193.4	194.2
매입채무 및 기타채무	21.2	29.1	29.3	31.7	34.1
단기금융부채	173.5	154.8	153.3	151.7	150.2
기타유동부채	7.4	10.0	10.0	10.0	10.0
비유동부채	92.3	137.0	136.0	134.9	133.9
장기금융부채	72.4	118.6	117.4	116.2	115.1
기타비유동부채	19.9	18.4	18.5	18.7	18.8
부채총계	294.4	330.9	328.5	328.3	328.1
지배주주지분	269.9	273.6	315.5	351.1	390.1
자본금	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1
자본잉여금	49.0	49.0	49.0	49.0	49.0
이익잉여금	219.2	242.2	275.1	310.7	349.7
비지배주주지분(연결)	30.9	34.6	34.6	34.6	34.6
자본총계	300.8	308.2	350.0	385.6	424.7

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	45.7	49.0	51.5	56.8	58.1
당기순이익(손실)	26.4	29.4	41.9	45.0	48.9
비현금수익비용가감	41.1	42.6	26.1	20.0	16.6
유형자산감가상각비	24.9	26.4	26.7	29.4	26.4
무형자산상각비	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
기타현금수익비용	-1.2	-1.9	-0.8	-9.6	-10.0
영업활동 자산부채변동	-11.1	-11.2	-16.5	-8.3	-7.5
매출채권 감소(증가)	-3.4	-5.2	-5.5	-5.8	-5.6
재고자산 감소(증가)	-3.3	-3.4	-11.2	-4.9	-4.2
매입채무 증가(감소)	0.2	2.1	0.2	2.4	2.4
기타자산, 부채변동	-4.6	-4.7	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	-43.5	-50.8	-47.7	-43.9	-31.1
유형자산처분(취득)	-44.8	-53.6	-45.0	-42.8	-29.9
무형자산 감소(증가)	-0.2	-0.7	-0.4	-0.5	-0.5
투자자산 감소(증가)	2.2	-0.3	-2.3	-0.6	-0.7
기타투자활동	-0.6	3.8	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	-7.2	3.2	-5.4	-5.4	-5.4
차입금의 증가(감소)	3.3	18.5	-1.5	-1.5	-1.5
자본의 증가(감소)	-5.5	-5.4	-3.9	-3.9	-3.9
배당금의 지급	5.5	5.4	3.9	3.9	3.9
기타재무활동	-4.9	-9.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	-6.0	1.8	-1.6	7.5	21.5
기초현금	17.3	11.4	13.2	11.6	19.0
기말현금	11.4	13.2	11.6	19.0	40.5

주: IFRS 연결 기준
 자료: 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	350.0	393.5	463.2	506.3	550.0
매출원가	277.5	319.2	372.1	406.9	442.1
매출총이익	72.5	74.3	91.1	99.3	107.9
판매비 및 관리비	35.2	35.0	41.1	44.1	47.2
영업이익	37.3	39.3	50.0	55.2	60.7
(EBITDA)	62.3	66.0	76.9	84.8	87.4
금융손익	-8.9	-7.5	-8.1	-8.0	-8.0
이자비용	6.7	8.0	8.4	8.4	8.4
관계기업등 투자손익	2.5	2.1	2.1	2.1	2.1
기타영업외손익	0.0	1.2	5.6	4.7	4.4
세전계속사업이익	31.0	35.1	49.6	53.9	59.2
계속사업법인세비용	4.6	5.7	7.7	8.9	10.3
계속사업이익	26.4	29.4	41.9	45.0	48.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	26.4	29.4	41.9	45.0	48.9
지배주주	23.1	25.7	36.8	39.5	42.9
총포괄이익	25.3	20.0	41.9	45.0	48.9
매출총이익률 (%)	20.7	18.9	19.7	19.6	19.6
영업이익률 (%)	10.7	10.0	10.8	10.9	11.0
EBITDA 마진률 (%)	17.8	16.8	16.6	16.7	15.9
당기순이익률 (%)	7.5	7.5	9.0	8.9	8.9
ROA (%)	3.9	4.2	5.6	5.7	5.9
ROE (%)	8.7	9.5	12.5	11.9	11.6
ROIC (%)	6.5	6.3	7.5	7.8	8.2

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	16.2	10.1	10.1	9.4	8.7
P/B	1.4	1.0	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	9.8	8.0	8.4	7.5	7.0
P/CF	5.6	3.8	5.7	5.9	5.9
배당수익률 (%)	0.9	1.5	1.0	1.0	1.0
성장성 (%)					
매출액	2.8	12.4	17.7	9.3	8.6
영업이익	-7.0	5.4	27.2	10.3	10.0
세전이익	-8.2	13.3	41.4	8.7	9.9
당기순이익	-14.0	11.3	42.5	7.5	8.6
EPS	-14.4	14.5	43.0	7.4	8.6
안정성 (%)					
부채비율	97.9	107.4	93.9	85.1	77.3
유동비율	97.5	110.4	119.0	127.9	143.5
순차입금/자기자본(x)	77.5	83.9	73.5	64.1	52.5
영업이익/금융비용(x)	5.6	4.9	5.9	6.6	7.3
총차입금 (십억원)	246.0	273.4	270.7	268.0	265.2
순차입금 (십억원)	233.1	258.5	257.3	247.0	222.8
주당지표 (원)					
EPS	2,021	2,315	3,309	3,553	3,861
BPS	23,330	23,650	27,267	30,345	33,720
CFPS	5,831	6,225	5,875	5,623	5,664
DPS	300	350	350	350	350

레이언스 (228850)

2019. 11. 5

Mid-Small Cap

Analyst 정홍식

02. 3779-8468

hsjeong@ebestsec.co.kr

안정적인 성장 & 가격메리트

기업개요

레이언스는 디지털 X-Ray 시스템에서 핵심 부품인 Detector(X선을 전기적 신호로 변환하여 검출하는 역할)를 공급하는 기업이다. 매출비중은 TFT Detector(대면적 유리, 내구성↑ 제품수명↑, 면적당 원가 저렴) 37.8%, CMOS Detector(고해상도, 동영상 구현 가능) 35.8%, I/O Sensor(CMOS 기술을 이용한 치과 구강센서) 13.3% 수준이며, 전방산업 비중은 Medical 35.8%, Dental 44.0%, Industrial 9.1% 수준이다.

NR

목표주가

NR

현재주가

11,650 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

안정적인 성장성

동사는 매년 매출액이 성장(과거 5년 CAGR 11.0%, 역성장 없음)하고 있다. 이는 CMOS Detector 기술 경쟁력을 보유한 상황에서 글로벌 의료영상진단기기 시장의 성장(X-Ray Detectors Market 연평균 5.6% 성장 추정)과 동행하고 있기 때문이다.

신규사업 기대감

첫째, 지르코니아(임플란트, 크라운 등 치과용 보철치료에 사용) 분말 생산(2020년)으로 치과용 장비 부품에서 소재 사업까지 영역을 확장할 계획이다. 밸류체인은 레이언스 지르코니아 분말 생산 → 에큐세라(바텍의 계열사, 2019년 상반기에 지분 51% 인수, 생체기능세라믹 제조)에서 디스크(납작한 원판 형태)로 가공 → 바텍 판매하는 계획을 가지고 있다. 국내 지르코니아 시장 규모는 약 3,000억원으로 추정되며 현재 전량 수입에 의존(주로 일본)하고 있기 때문에 향후 긍정적인 실적이 기대된다.

둘째, 아이템 & 유통채널 다각화: Medical 사업에서 C-arm(수술용 X-Ray) 시장에 진출할 계획이다. 또한 고해상도 TFT Detector 활용하여 방사선 치료기기 시장에도 관심을 가지고 있다. 그리고 Dental 부문에서는 CMOS Detector 사업에서 중국 신규 유통채널을 확보하여 해외시장 지배력을 확대할 계획이다.

안정적인 재무구조 & Valuation 저평가

동사는 순현금 705억원(시가총액의 36%)을 보유하고 있으며, 12MF P/E 9.6배(2018년 ~ 2020년E EPS growth 10.8%), P/B 0.9배(ROE 9.7%), EV/EBITDA 2.3배 수준이다. 안정적인 실적개선 대비 주가는 낙폭이 확대되어 가격메리트가 높은 상황이다.

Stock Data

KOSDAQ(11/4)	668.45 pt
시가총액	1,933 억원
발행주식수	16,591 천주
52 주 최고가 / 최저가	17,450 / 10,600 원
90 일 일평균거래대금	2.7 억원
외국인 지분율	4.2%
배당수익률(19.12E)	0.9%
BPS(19.12E)	11,972 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1개월 -4.9%
	6개월 -17.3%
	12개월 -25.6%
주주구성	바텍(외 6인) 64.9%
	자사주 5.2%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	106.5	17.3	14.9	14.4	903	-0.1	23.5	20.5	9.5	1.7	8.5
2018	116.4	21.2	21.9	15.6	999	10.6	28.1	16.4	6.6	1.5	8.8
2019E	122.3	22.9	24.9	18.0	1,172	17.2	30.9	9.9	2.8	1.0	9.7
2020E	131.7	25.2	26.1	19.0	1,227	4.8	33.2	9.5	2.2	0.9	9.3
2021E	141.5	27.6	28.1	20.5	1,327	8.2	35.7	8.7	1.7	0.8	9.3

자료: 레이언스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

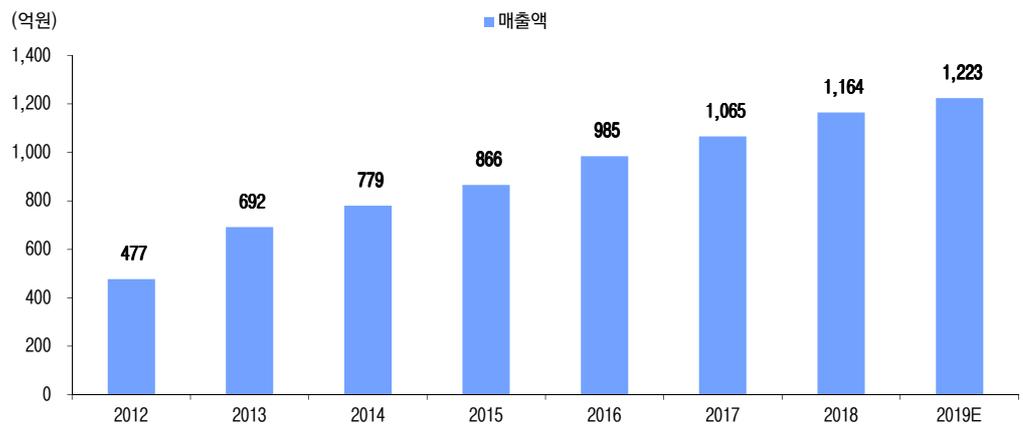
표37 연간실적 전망

(단위: 억원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	692	779	866	985	1,065	1,164	1,223	1,317
YoY	45.1%	12.7%	11.1%	13.7%	8.2%	9.3%	5.1%	7.6%
TFT Detector	260	354	368	397	425	441	416	438
CMOS Detector	232	230	260	308	313	416	450	476
I/O Sensor	99	126	124	150	179	154	180	205
기타	102	69	115	129	148	153	177	197
% YOY								
TFT Detector	-16.5%	36.4%	3.8%	8.0%	7.1%	3.6%	-5.5%	5.3%
CMOS Detector	331.8%	-0.6%	12.8%	18.6%	1.6%	33.0%	8.2%	5.8%
I/O Sensor	908.6%	27.6%	-1.7%	21.1%	19.1%	-13.7%	16.4%	14.0%
기타	-0.8%	-32.1%	66.2%	12.6%	14.7%	3.2%	16.0%	11.4%
% of Sales								
TFT Detector	37.5%	45.4%	42.5%	40.3%	39.9%	37.8%	34.0%	33.3%
CMOS Detector	33.5%	29.5%	30.0%	31.3%	29.4%	35.8%	36.8%	36.2%
I/O Sensor	14.3%	16.2%	14.3%	15.3%	16.8%	13.3%	14.7%	15.6%
기타	14.7%	8.9%	13.2%	13.1%	13.9%	13.1%	14.5%	15.0%
고객 수요처별								
Medical					43.9%	35.8%		
Dental					41.0%	44.0%		
Industrial					9.7%	9.8%		
VET					5.4%	10.5%		
영업이익	71	111	197	180	173	212	229	252
% of sales	10.3%	14.2%	22.8%	18.3%	16.2%	18.2%	18.7%	19.1%
% YoY	64.7%	55.4%	78.4%	-9.0%	-3.8%	22.7%	8.0%	9.8%

자료: 레이언스, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

그림31 레이언스 매출액 추이



자료: 레이언스, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

레이언스 (228850)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	140.6	147.4	164.5	182.3	201.5
현금 및 현금성자산	20.7	26.0	45.7	59.4	74.2
매출채권 및 기타채권	19.1	26.4	23.9	25.8	27.7
재고자산	27.3	30.7	30.5	32.8	35.3
기타유동자산	73.4	64.3	64.3	64.3	64.3
비유동자산	55.9	53.7	53.8	54.0	54.4
관계기업투자등	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	34.4	32.7	31.5	30.6	30.0
무형자산	20.4	19.2	20.5	21.5	22.3
자산총계	196.5	201.1	218.2	236.3	255.9
유동부채	17.6	16.9	18.1	18.6	19.2
매입채무 및 기타채무	9.3	7.5	8.9	9.5	10.3
단기금융부채	5.3	1.6	1.5	1.3	1.1
기타유동부채	2.9	7.8	7.8	7.8	7.8
비유동부채	1.9	1.9	1.1	1.1	1.1
장기금융부채	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	1.4	1.9	1.1	1.1	1.1
부채총계	19.5	18.8	19.1	19.7	20.2
지배주주지분	176.6	181.9	198.6	216.2	235.2
자본금	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3
자본잉여금	107.9	107.9	107.9	107.9	107.9
이익잉여금	67.7	81.6	98.4	116.0	135.0
비지배주주지분(연결)	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5
자본총계	177.0	182.3	199.1	216.7	235.7

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	20.6	14.7	29.4	23.8	25.2
당기순이익(손실)	14.4	15.6	18.0	19.0	20.5
비현금수익비용가감	11.0	15.4	7.4	8.3	8.4
유형자산감가상각비	3.4	3.7	3.9	3.8	3.8
무형자산상각비	2.8	3.2	4.0	4.2	4.4
기타현금수익비용	1.4	-0.1	-0.6	0.2	0.2
영업활동 자산부채변동	-3.7	-14.9	4.0	-3.5	-3.7
매출채권 감소(증가)	3.1	-7.6	2.5	-1.8	-1.9
재고자산 감소(증가)	-3.5	-4.6	0.2	-2.3	-2.4
매입채무 증가(감소)	-1.4	-0.6	1.3	0.7	0.7
기타자산, 부채변동	-1.9	-2.0	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	-2.9	5.1	-8.0	-8.2	-8.4
유형자산처분(취득)	-4.8	-2.1	-2.7	-2.9	-3.2
무형자산 감소(증가)	-4.9	-2.1	-5.2	-5.2	-5.2
투자자산 감소(증가)	7.0	9.1	0.0	0.0	0.0
기타투자활동	-0.2	0.2	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	-5.7	-14.3	-1.7	-1.9	-2.1
차입금의 증가(감소)	-1.9	-4.2	-0.2	-0.2	-0.2
자본의 증가(감소)	1.1	-1.6	-1.6	-1.7	-1.9
배당금의 지급	1.7	1.6	1.6	1.7	1.9
기타재무활동	-5.0	-8.5	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	11.6	5.2	19.7	13.7	14.8
기초현금	9.1	20.7	26.0	45.7	59.4
기말현금	20.7	26.0	45.7	59.4	74.2

주: IFRS 연결 기준

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	106.5	116.4	122.3	131.7	141.5
매출원가	66.0	71.1	71.9	77.3	83.0
매출총이익	40.5	45.3	50.4	54.3	58.5
판매비 및 관리비	23.2	24.1	27.5	29.2	30.9
영업이익	17.3	21.2	22.9	25.2	27.6
(EBITDA)	23.5	28.1	30.9	33.2	35.7
금융손익	-1.3	1.5	1.0	1.1	1.1
이자비용	0.6	0.3	0.2	0.2	0.1
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-1.1	-0.8	0.9	-0.1	-0.5
세전계속사업이익	14.9	21.9	24.9	26.1	28.1
계속사업법인세비용	0.5	6.3	6.9	7.1	7.6
계속사업이익	14.4	15.6	18.0	19.0	20.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	14.4	15.6	18.0	19.0	20.5
지배주주	14.6	15.7	18.4	19.3	20.9
총포괄이익	14.0	15.6	18.0	19.0	20.5
매출총이익률 (%)	38.1	39.0	41.2	41.3	41.3
영업이익률 (%)	16.2	18.2	18.7	19.1	19.5
EBITDA 마진률 (%)	22.1	24.2	25.2	25.2	25.2
당기순이익률 (%)	13.5	13.4	14.7	14.4	14.5
ROA (%)	7.6	7.9	8.8	8.5	8.5
ROE (%)	8.5	8.8	9.7	9.3	9.3
ROIC (%)	18.5	15.9	17.3	19.0	20.1

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	20.5	16.4	9.9	9.5	8.8
P/B	1.7	1.5	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	9.5	6.6	2.9	2.3	1.7
P/CF	12.1	8.8	7.6	7.1	6.7
배당수익률 (%)	0.5	0.6	0.9	1.0	1.1
성장성 (%)					
매출액	8.2	9.3	5.1	7.6	7.5
영업이익	-3.8	22.7	8.0	9.8	9.6
세전이익	-16.9	46.9	14.0	4.7	7.8
당기순이익	-1.8	8.1	15.9	5.1	8.2
EPS	-0.1	10.6	17.2	4.8	8.2
안정성 (%)					
부채비율	11.0	10.3	9.6	9.1	8.6
유동비율	799.5	870.7	908.8	979.6	1,051.5
순차입금/자기자본(x)	-47.7	-46.4	-52.5	-54.7	-56.6
영업이익/금융비용(x)	28.3	75.4	141.1	163.5	190.4
총차입금 (십억원)	5.8	1.6	1.5	1.3	1.1
순차입금 (십억원)	-84.4	-84.7	-104.6	-118.4	-133.4
주당지표 (원)					
EPS	903	999	1,172	1,227	1,327
BPS	10,647	10,962	11,972	13,032	14,177
CFPS	1,531	1,867	1,531	1,641	1,741
DPS	100	100	110	120	130

아이센스 (099190)

2019. 11. 5

Mid-Small Cap

혈당측정기 강자

Analyst 정홍식

02. 3779-8468

hsjeong@ebestsec.co.kr

기업개요

아이센스는 혈당측정기를 생산하는 기업으로 자가혈당 측정기(BGM: Blood Glucose Monitoring)와 현장진단(POCT: Point of Care Testing) 아이템을 보유하고 있다. 동사의 자체 브랜드로 판매되는 비중과 ODE/OEM 생산은 각각 50% 수준으로 파악되며, 수출비중은 80%(1H19 기준)이다. 참고로 국내시장 M/S는 35% 수준이다.

안정적인 성장성

동사의 매출액은 매년 상승(2009년 ~ 2018년 Sales CAGR 18.8%, 역성장 없음)하고 있다. 이는 전방고객군이 당뇨성 질환 환자이며, 글로벌 혈당측정기 시장규모가 확대되고, 동사의 제품 라인업이 증가함에 따라 추세적인 성장을 보이고 있는 것이다.

신규사업 기대감

첫째, 동사는 2020년말 연속혈당 측정기(CGM: Continuous Glucose Monitoring, ASP ↑) 사업에 진출할 계획이다. CGM은 복부 or 팔뚝 등의 피부 아래 피하지방에 센서를 위치시켜 연속해서 혈당값을 측정하는 것으로서 센서 장착 후 1~2주간 사용할 수 있다. CGM은 주로 중등도 High 당뇨환자가 사용하는 것으로서, 동사는 품질대비 가격경쟁력을 기반으로 글로벌 성장성이 높은 CGM 시장을 공략할 계획이다.

둘째, 중국시장 강화: 동사는 원주공장(strip capa 12억개) + 송도공장(strip capa 4억개)에 이어 4Q19 중국공장의 신규 가동(초기 strip capa 3억개를 시작으로 향후 3배 확대 가능)을 계획하고 있다. 과거 한국 생산 제품으로 중국 개인 혈당측정기 시장에 진출하는 건 가격경쟁력이 떨어졌으나, 중국에서 생산된 제품으로 대응하게 된다면 성공 가능성이 있다. 참고로 중국의 혈당측정 시장 규모는 1조원 규모로 파악되며 개인용 시장이 빠르게 확대될 것으로 기대됨에 따라 관심을 가져야 할 시장이다.

셋째, 혈액응고진단 사업에서 고성장이 진행(1H18 39억원 → 1H19 66억원, +69% yoy)되고 있다. 이는 미국 자회사인 CoagusSense(지분율 59.4%)의 제품으로 주로 수술실에서 Prothrombin Time Tests(PT Tests: 혈우병, 혈소판 증가 / 출혈질환 검사, 주로 항혈액응고제인 와파린 복용환자가 사용)하는 것이다.

NR

목표주가

NR

현재주가

27,350 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ(11/4)	668.45 pt	
시가총액	3,757 억원	
발행주식수	13,737 천주	
52 주 최고가 / 최저가	28,950 / 20,600 원	
90 일 일평균거래대금	13.3 억원	
외국인 지분율	44.2%	
배당수익률(19.12E)	0.4%	
BPS(19.12E)	11,853 원	
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	-5.7%
	6 개월	25.2%
	12 개월	25.0%
주주구성	차근식(외 8 인)	24.7%
	아크레이	10.4%

Stock Price

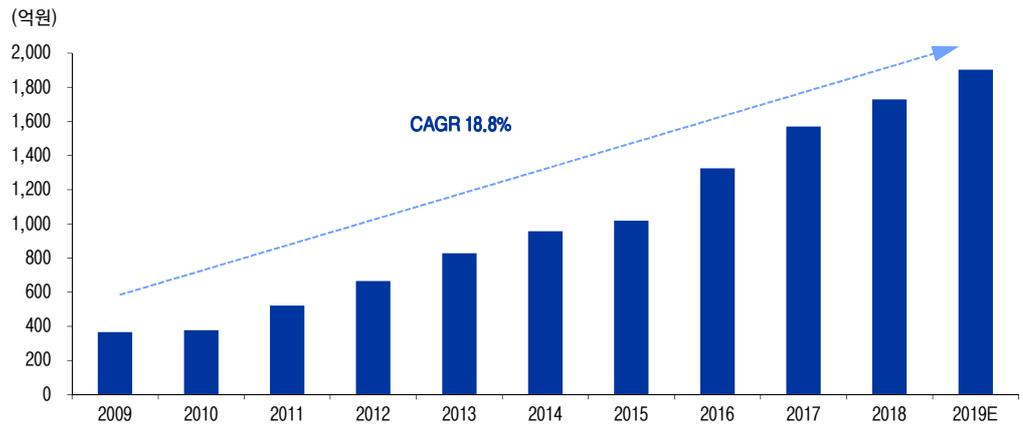


Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2015	101.9	19.4	18.9	14.5	1,078	1.2	27.0	31.6	17.3	3.5	11.8
2016	132.5	25.7	22.7	17.5	1,280	18.8	31.5	23.0	13.1	2.7	12.5
2017	157.0	22.8	19.5	15.1	1,146	-10.5	30.0	24.0	13.1	2.3	10.1
2018	173.0	27.4	26.4	22.4	1,664	45.2	35.0	16.6	11.1	2.1	13.2
2019E	190.3	31.8	36.7	30.9	2,270	36.4	40.2	12.0	8.9	1.8	15.7

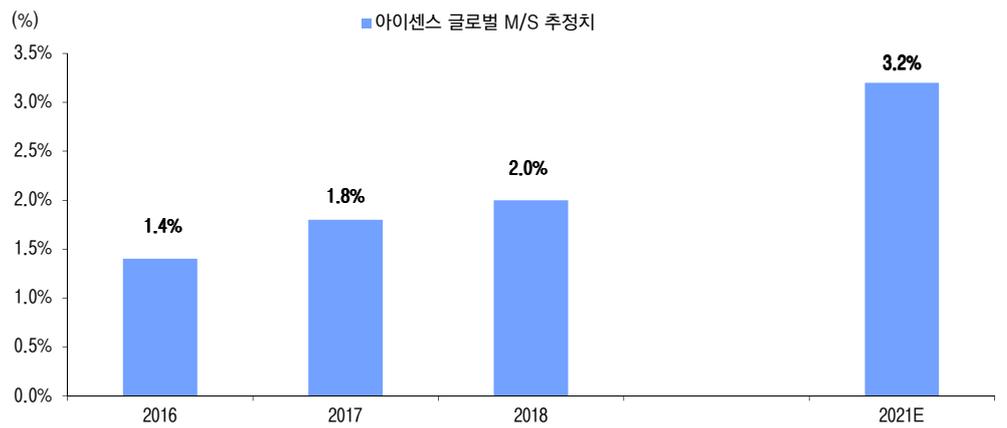
자료: 아이센스, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림32 아이센스 매출액 추이



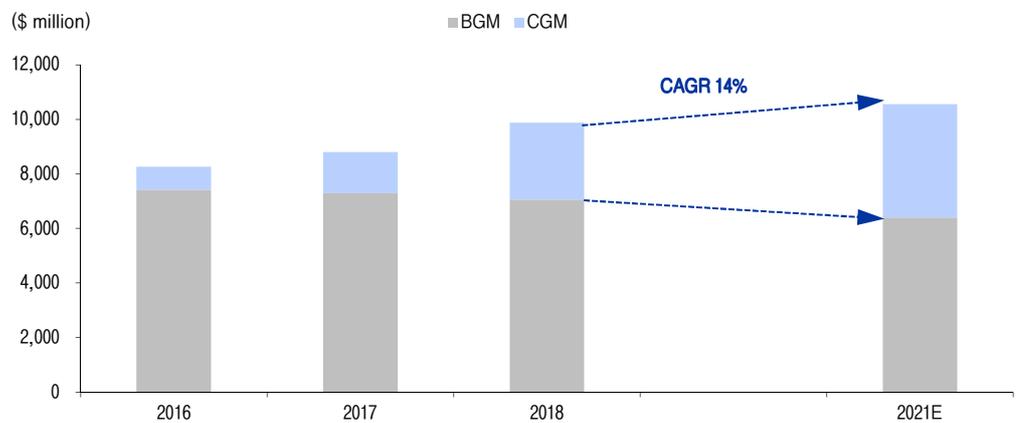
자료: 아이센스, 이베스트투자증권 리서치센터
 주: IFRS 연결기준

그림33 아이센스 글로벌 M/S 추이



자료: 아이센스, 이베스트투자증권 리서치센터
 주: IFRS 연결기준

그림34 글로벌 혈당 시장 규모 추이:CGM 증가 추세



자료: Glucose Monitoring Global Market, 아이센스, 이베스트투자증권 리서치센터
 주: IFRS 연결기준

아이센스 (099190)

재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019E
유동자산	77.5	94.9	95.8	110.8	138.2
현금 및 현금성자산	23.2	25.5	27.5	27.0	53.6
매출채권 및 기타채권	24.7	34.3	37.7	49.3	47.8
재고자산	21.1	31.6	29.1	30.5	32.8
기타유동자산	8.5	3.4	1.5	3.9	3.9
비유동자산	102.3	120.2	138.3	141.3	146.2
관계기업투자등	7.6	5.1	5.3	2.5	2.7
유형자산	72.3	80.6	98.7	102.1	104.7
무형자산	1.7	21.3	19.3	20.1	20.5
자산총계	179.8	215.1	234.1	252.0	284.4
유동부채	18.2	32.2	25.8	28.2	28.8
매입채무 및 기타채무	10.6	13.6	15.5	17.7	18.3
단기금융부채	3.1	12.6	4.8	4.3	4.3
기타유동부채	4.5	6.1	5.4	6.1	6.1
비유동부채	29.4	30.6	43.1	40.6	40.6
장기금융부채	25.3	24.3	37.9	34.4	34.4
기타비유동부채	4.1	6.4	5.3	6.2	6.2
부채총계	47.6	62.8	68.9	68.8	69.4
지배주주지분	132.0	149.7	162.8	180.9	212.7
자본금	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9
자본잉여금	45.2	45.5	45.6	45.7	45.7
이익잉여금	79.2	97.2	111.5	133.1	161.9
비지배주주지분(연결)	0.2	2.6	2.4	2.3	2.3
자본총계	132.2	152.2	165.2	183.3	215.0

현금흐름표

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019E
영업활동 현금흐름	24.4	12.2	22.2	19.7	42.7
당기순이익(손실)	18.9	22.7	19.5	26.4	30.9
비현금수익비용가감	10.5	12.8	13.1	13.5	12.1
유형자산감가상각비	6.9	5.1	5.9	6.3	7.1
무형자산상각비	0.6	0.8	1.3	1.2	1.3
기타현금수익비용	-0.9	2.2	1.9	2.0	3.7
영업활동 자산부채변동	-0.8	-16.8	-2.8	-17.4	-0.2
매출채권 감소(증가)	1.3	-9.4	-4.6	-12.5	1.4
재고자산 감소(증가)	-1.4	-8.8	1.9	-1.6	-2.3
매입채무 증가(감소)	2.5	2.9	1.5	1.1	0.6
기타자산, 부채변동	-3.2	-1.5	-1.6	-4.4	0.0
투자활동 현금	-25.9	-14.5	-27.8	-12.6	-14.0
유형자산처분(취득)	-13.6	-7.6	-23.6	-8.7	-9.7
무형자산 감소(증가)	-0.1	-0.9	-0.5	-1.7	-1.7
투자자산 감소(증가)	-5.4	4.0	1.8	0.5	-2.6
기타투자활동	-6.8	-9.9	-5.5	-2.6	0.0
재무활동 현금	-0.5	4.0	8.2	-8.4	-2.0
차입금의 증가(감소)	-1.2	3.1	9.0	-4.3	0.0
자본의 증가(감소)	0.0	0.0	-1.4	-1.4	-2.0
배당금의 지급	0.0	0.0	1.4	1.4	2.0
기타재무활동	0.7	1.0	0.5	-2.7	0.0
현금의 증가	-2.2	2.3	2.0	-0.5	26.6
기초현금	25.3	23.2	25.5	27.5	27.0
기말현금	23.2	25.5	27.5	27.0	53.6

주: IFRS 연결 기준
 자료: 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019E
매출액	101.9	132.5	157.0	173.0	190.3
매출원가	56.5	70.6	87.8	95.3	104.4
매출총이익	45.4	61.8	69.2	77.7	85.8
판매비 및 관리비	26.0	36.1	46.4	50.3	54.0
영업이익	19.4	25.7	22.8	27.4	31.8
(EBITDA)	27.0	31.5	30.0	35.0	40.2
금융손익	-0.1	-0.2	-2.4	-0.6	-0.9
이자비용	0.7	0.8	1.2	1.3	1.5
관계기업등 투자손익	0.8	-2.0	-2.2	-2.4	-2.4
기타영업외손익	-1.1	-0.8	1.3	1.9	8.2
세전계속사업이익	18.9	22.7	19.5	26.4	36.7
계속사업법인세비용	4.5	5.1	4.3	4.0	5.9
계속사업이익	14.5	17.5	15.1	22.4	30.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	14.5	17.5	15.1	22.4	30.9
지배주주	14.7	17.6	15.7	22.6	30.9
총포괄이익	14.4	16.7	13.7	21.8	30.9
매출총이익률 (%)	44.5	46.7	44.1	44.9	45.1
영업이익률 (%)	19.0	19.4	14.5	15.8	16.7
EBITDA 마진률 (%)	26.5	23.8	19.1	20.2	21.1
당기순이익률 (%)	14.2	13.2	9.6	13.0	16.2
ROA (%)	8.6	8.9	7.0	9.3	11.5
ROE (%)	11.8	12.5	10.1	13.2	15.7
ROIC (%)	12.3	14.2	10.7	12.7	13.8

주요 투자지표

	2015	2016	2017	2018	2019E
투자지표 (x)					
P/E	31.6	23.0	24.0	16.6	12.0
P/B	3.5	2.7	2.3	2.1	1.8
EV/EBITDA	17.3	13.1	13.1	11.1	8.9
P/CF	15.8	11.4	11.6	9.5	8.8
배당수익률 (%)	n/a	0.3	0.4	0.5	0.5
성장성 (%)					
매출액	6.6	30.0	18.5	10.2	10.0
영업이익	7.1	32.4	-11.4	20.4	16.1
세전이익	11.2	19.6	-14.0	35.5	39.2
당기순이익	0.8	21.4	-13.7	48.0	37.7
EPS	1.2	18.8	-10.5	45.2	36.4
안정성 (%)					
부채비율	36.0	41.3	41.7	37.5	32.3
유동비율	426.1	294.8	371.5	392.6	480.2
순차입금/자기자본(x)	-0.6	6.0	8.9	5.7	-7.5
영업이익/금융비용(x)	26.1	32.3	18.4	21.2	21.8
총차입금 (십억원)	28.4	36.8	42.7	38.7	38.7
순차입금 (십억원)	-0.8	9.1	14.7	10.4	-16.2
주당지표 (원)					
EPS	1,078	1,280	1,146	1,664	2,270
BPS	9,627	10,908	11,853	13,171	15,482
CFPS	2,153	2,583	2,374	2,901	3,124
DPS	n/a	100	100	150	150

휴비츠 (065510)

2019. 11. 5

Mid-Small Cap

본업 성장에 주목하자

Analyst 김한경

02. 3779-8848

hkkim@ebestsec.co.kr

3Q19 Review

휴비츠 3Q19 연결 실적은 매출액 220억원(+12.8% yoy), 영업이익 25억원(-2.7% yoy)을 기록했다. 본사 매출은 검안기 및 망막진단기 판매 호조로 191억원(+19.5% yoy)을 기록하였으며 상해법인 역시 전년동기대비 5% 내외 성장을 기록했다. 단품보다는 세트 판매 형태로 출하되는 경우가 많아지며 안경점향(+16.8% yoy)과 안과향(+26.0% yoy) 제품이 동반 성장하고 있다.

IT시장 진출과 상해휴비츠

3D ATI(IT 검사장비)는 국내외 고객사를 중심으로 테스트가 진행되고 있다. 압흔, 엷지, 레진 두께검사 등 다양한 IT 산업에 활용될 수 있으며 비전 방식으로 파악하기 어려운 결함들을 찾아내 수율 개선에 도움이 되는 장비들이다. 수율 개선이 관심이 많은 중국 디스플레이 회사를 중심으로 판로를 모색 중인 것으로 파악되며 이르면 내년도 매출 발생이 기대된다.

내년도 휴비츠 상해 법인의 성장도 중요한 관전 포인트다. 상해 휴비츠는 5종의 신제품 출시를 통해 중저가 의료기기 시장에 본격적으로 뛰어든다. 기존 안과용 의료기기 이외에도 비전스크리너와 같은 고마진 휴대용 의료기기를 출시하며 시광중심(검진센터)을 본격적으로 공략한다. 이 같은 전략 변화와 영업망 강화로 내년도 성장세가 더욱 가팔라질 것으로 기대한다.

투자의견 매수, 목표주가 13,000원 유지

휴비츠에 대해 투자의견 매수, 목표주가 13,000원을 유지한다. 기타부문의 10억원 내외 영업손실을 감안한다면 이번 분기 본업에서 창출한 이익은 35억원 규모로 지난해 대비 약 28% 성장한 것으로 추정되며 본사 기준으로는 이미 턴어라운드가 개시됐다.

Buy(maintain)

목표주가 **13,000 원**

현재주가 **8,910 원**

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ(11/4)	668.45 pt
시가총액	1,059 억원
발행주식수	11,883 천주
52 주 최고가 / 최저가	10,950 / 7,780 원
90 일 일평균거래대금	3.11 억원
외국인 지분율	5.4%
배당수익률(19.12E)	1.7%
BPS(19.12E)	7,613 원
KODAQ 대비 상대수익률	1 개월 -7.6%
	6 개월 -1.6%
	12 개월 10.5%
주주구성	김현수 (외 4인) 26.5%
	자사주신탁 (외 1인) 4.1%
	자사주 (외 1인) 2.4%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	118.2	9.0	9.6	8.0	1,563	-15.0	18	13.7	5.3	0.8	5.8
2018	124.5	7.0	9.3	8.0	1,551	-0.7	16	13.4	6.0	0.7	5.5
2019E	132.4	13.2	13.5	10.8	2,105	35.7	24	13.7	7.9	1.2	8.6
2020E	153.5	18.0	18.2	14.6	2,846	35.2	29	8.3	5.9	1.0	13.1
2021E	176.5	20.7	20.8	16.6	3,242	13.9	32	7.5	5.5	0.9	12.9

자료: 휴비츠, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표38 상해 휴비츠 신제품 출시 계획

제품	2018년	2020년	2022년	2024년
검안기		CRK-1	HRK-9000	
렌즈미터	CLM-7000U	CLM-1	HLM-9000	
프로젝터	CDC-9000		CDC-1	
렌즈 가공기	CEP-5000			
Biometer			CBM-1	
Vision Screener		CVS-1		
슬릿램프		CSL-5000		
토노미터		CNT-1		
OCT				HOCT
파생사업		Contact Lens	Eye Glasses, Sun Glasses	

주: 음영 처리된 제품은 중국향 신제품에 해당

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표39 휴비츠 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: KRW Bn)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19E
매출액(연결)	16.5	20.8	19.5	22.2	18.6	23.6	22.0	25.6
% growth yoy	6.0%	12.7%	7.4%	21.1%	12.7%	13.5%	12.8%	15.8%
% growth qoq	-10.0%	26.1%	-6.3%	13.8%	-16.2%	26.9%	-6.8%	16.8%
매출액(본사)	15.0	18.0	16.0	19.4	16.3	20.1	19.1	21.9
% growth yoy	5.3%	7.5%	-1.7%	23.6%	8.1%	12.0%	19.5%	12.6%
% growth qoq	-4.2%	19.5%	-11.2%	21.5%	-16.2%	23.8%	-5.2%	14.6%
상해휴비츠	3.1	4.3	5.0	5.2	3.4	5.3	5.2	5.5
% growth yoy	2.5%	-0.3%	10.3%	16.7%	8.8%	23.9%	5.4%	7.5%
% growth qoq	-28.9%	35.3%	16.8%	3.7%	-33.7%	54.1%	-0.7%	5.9%
기타(HS파트너스)	0.0	1.1	0.7	0.7	0.8	0.6	0.1	0.6
연결조정	-1.7	-2.5	-2.2	-3.1	-1.1	-1.8	-2.3	-2.4
매출총이익	6.6	7.9	8.0	8.1	7.7	9.6	8.9	10.5
GP margin	39.9%	38.0%	41.0%	36.6%	41.3%	40.6%	40.5%	41.0%
% growth yoy	7.9%	6.0%	7.8%	7.3%	16.7%	21.2%	11.5%	29.8%
% growth qoq	-13.0%	20.2%	1.0%	1.6%	-5.4%	24.9%	-7.1%	18.2%
판매관리비	5.3	5.0	5.5	6.5	6.2	6.2	6.4	6.3
판관비율	32.3%	24.0%	28.0%	29.2%	33.3%	26.2%	29.3%	24.4%
영업이익	1.2	2.9	2.5	1.6	1.5	3.4	2.5	4.3
OP margin	7.5%	14.1%	13.0%	7.4%	8.0%	14.4%	11.2%	16.6%
% growth yoy	-26.9%	-7.1%	20.3%	-24.3%	18.8%	15.9%	-2.7%	160.9%
% growth qoq	-42.4%	135.4%	-13.7%	-35.3%	-9.6%	129.7%	-27.6%	73.7%
법인세차감전순이익	1.0	3.4	1.8	0.4	1.1	2.3	2.1	3.7
당기순이익	1.2	3.7	1.5	1.1	1.1	2.1	1.9	2.9
NP margin	7.5%	17.8%	7.8%	4.9%	5.7%	8.9%	8.7%	11.4%
% growth yoy	102.3%	5.7%	-15.5%	흑전	-15.0%	-43.1%	25.6%	168.8%
% growth qoq	-148.5%	191.5%	-63.1%	-29.9%	11.4%	88.8%	-10.5%	59.0%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표40 휴비츠 연간 실적 추이 및 전망

(단위: KRW Bn)	FY2017	FY2018	FY2019E	FY2020E	FY2021E
매출액(연결)	70.4	78.9	89.7	99.9	114.9
% growth yoy	5%	12%	14%	11%	15%
매출액(본사)	62.9	68.4	77.3	84.1	89.2
% growth yoy	4%	9%	13%	9%	6%
상해휴비츠	16.3	17.5	19.5	22.8	21.7
% growth yoy	5%	8%	11%	17%	-5%
기타	0.0	2.5	2.1	2.8	4.0
연결조정	-8.8	-9.5	-7.7	-8.9	-11.5
매출총이익	28.5	30.5	36.6	41.1	47.1
GP margin	40%	39%	41%	41%	41%
% growth yoy	-3%	7%	20%	12%	15%
판매관리비	19.4	22.2	25.1	24.6	28.7
영업이익	9.1	8.3	11.6	16.5	18.4
OP margin	13%	11%	13%	17%	16%
% growth yoy	-27%	-9%	39%	42%	11%
법인세차감전순이익	3.5	6.8	9.1	16.5	18.4
당기순이익	3.5	7.6	8.0	13.0	14.5
NP margin	5%	10%	9%	13%	13%
% growth yoy	-70%	118%	6%	63%	11%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표41 휴비츠 연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원)	2019F			2020F		
	변경전	변경후	차이(%)	변경전	변경후	차이(%)
매출액	88.2	89.7	1.7%	99.2	99.9	0.7%
영업이익	12.0	11.6	-3.4%	16.3	16.5	1.2%
순이익	8.1	8.0	-1.2%	12.8	13.0	1.8%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

휴비츠 (065510)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	84.2	78.3	83.7	96.2	114.0
현금 및 현금성자산	15.7	12.0	12.2	14.5	21.1
매출채권 및 기타채권	28.7	31.1	31.8	36.8	42.4
재고자산	33.2	28.4	32.8	38.0	43.7
기타유동자산	6.6	6.9	6.9	6.9	6.9
비유동자산	95.3	106.3	113.3	117.9	121.0
관계기업투자등	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	93.5	104.1	110.8	114.9	117.6
무형자산	1.2	1.9	2.3	2.7	3.1
자산총계	179.5	184.5	197.0	214.1	235.0
유동부채	26.8	23.6	25.8	29.6	35.7
매입채무 및 기타채무	17.0	16.3	17.7	20.5	23.6
단기금융부채	5.9	2.9	3.9	4.9	7.9
기타유동부채	3.9	4.5	4.2	4.2	4.2
비유동부채	10.6	13.2	13.3	13.4	13.6
장기금융부채	0.1	2.1	2.1	2.1	2.1
기타비유동부채	10.5	11.2	11.3	11.4	11.5
부채총계	37.4	36.9	39.1	43.1	49.3
지배주주지분	142.0	147.7	157.8	171.1	185.8
자본금	13.1	13.1	13.1	13.1	13.1
자본잉여금	27.4	27.4	27.4	27.4	27.4
이익잉여금	103.2	109.2	119.0	132.2	147.0
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	142.0	147.7	157.8	171.1	185.8

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	20.4	15.5	18.4	18.7	20.3
당기순이익(손실)	8.0	8.0	10.8	14.6	16.6
비현금수익비용가감	11.9	12.6	11.3	11.6	11.9
유형자산감가상각비	9.1	8.8	10.8	11.2	11.5
무형자산상각비	0.0	0.2	0.2	0.3	0.3
기타현금수익비용	0.8	0.2	0.2	0.1	0.1
영업활동 자산부채변동	4.2	-4.1	-3.7	-7.5	-8.1
매출채권 감소(증가)	2.3	-2.5	-0.7	-5.1	-5.5
재고자산 감소(증가)	5.2	4.8	-4.4	-5.2	-5.7
매입채무 증가(감소)	0.5	-3.7	1.4	2.8	3.1
기타자산, 부채변동	-3.8	-2.7	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	-12.6	-16.1	-18.1	-16.0	-14.8
유형자산처분(취득)	-8.5	-16.3	-17.4	-15.4	-14.1
무형자산 감소(증가)	-1.2	-0.6	-0.6	-0.7	-0.7
투자자산 감소(증가)	-4.0	1.0	0.0	0.0	0.0
기타투자활동	1.1	-0.3	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	-6.9	-3.1	0.0	-0.4	1.1
차입금의 증가(감소)	-4.8	-1.1	1.0	1.0	3.0
자본의 증가(감소)	-2.1	-2.1	-1.0	-1.4	-1.9
배당금의 지급	2.1	2.1	1.0	1.4	1.9
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	0.8	-3.8	0.3	2.3	6.6
기초현금	14.9	15.7	12.0	12.2	14.5
기말현금	15.7	12.0	12.2	14.5	21.1

주: IFRS 연결 기준
 자료: 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	118.2	124.5	132.4	153.5	176.5
매출원가	93.3	101.1	97.8	109.0	125.4
매출총이익	24.9	23.4	34.6	44.5	51.2
판매비 및 관리비	15.9	16.4	21.4	26.5	30.5
영업이익	9.0	7.0	13.2	18.0	20.7
(EBITDA)	18.1	16.0	24.2	29.5	32.5
금융손익	-1.2	1.0	0.0	0.1	0.0
이자비용	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.9	1.2	0.3	0.1	0.1
세전계속사업이익	9.6	9.3	13.5	18.2	20.8
계속사업법인세비용	1.6	1.3	2.7	3.6	4.2
계속사업이익	8.0	8.0	10.8	14.6	16.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	8.0	8.0	10.8	14.6	16.6
지배주주	8.0	8.0	10.8	14.6	16.6
총포괄이익	8.0	7.6	10.8	14.6	16.6
매출총이익률 (%)	21.1	18.8	26.1	29.0	29.0
영업이익률 (%)	7.6	5.6	10.0	11.7	11.7
EBITDA 마진률 (%)	15.3	12.8	18.3	19.2	18.4
당기순이익률 (%)	6.8	6.4	8.2	9.5	9.4
ROA (%)	4.4	4.4	5.7	7.1	7.4
ROE (%)	5.8	5.5	7.1	8.9	9.3
ROIC (%)	5.9	4.6	7.5	9.5	10.1

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	13.7	13.4	13.7	8.3	7.5
P/B	0.8	0.7	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	5.3	6.0	7.9	5.9	5.5
P/CF	5.6	5.3	9.6	6.9	5.1
배당수익률 (%)	1.9	1.0	1.7	2.2	2.8
성장성 (%)					
매출액	4.6	5.3	6.3	15.9	15.0
영업이익	-22.2	-22.4	88.3	36.4	15.0
세전이익	-20.4	-3.6	45.2	34.8	14.2
당기순이익	-15.0	-0.7	35.7	35.2	13.9
EPS	-15.0	-0.7	35.7	35.2	13.9
안정성 (%)					
부채비율	26.4	25.0	24.8	25.2	26.5
유동비율	313.9	331.1	324.2	324.8	319.4
순차입금/자기자본(x)	-11.0	-8.2	-7.2	-7.4	-8.7
영업이익/금융비용(x)	57.8	54.3	132.0	180.0	179.1
총차입금 (십억원)	6	5	6	7	10
순차입금 (십억원)	-16	-12	-11	-13	-16
주당지표 (원)					
EPS	1,563	1,551	2,105	2,846	3,242
BPS	27,162	28,236	30,182	32,709	35,526
CFPS	3,805	3,927	4,219	5,001	5,446
DPS	400	200	270	370	420

클래시스 (214150)

리프팅 대중화의 선두주자

2019. 11. 5

Mid-Small Cap

Analyst 김한경

02. 3779-8848

hkkim@ebestsec.co.kr

초음파 기반 미용의료기기 전문 업체

클래시스는 미용의료기기 전문 업체로 HIFU(초음파)기반 시술기기를 병의원 및 에스 테틱샵에 공급 중이다. 동사의 대표 제품은 슈링크가 있으며 얼굴, 복부 및 허벅지의 피부와 피하조직의 탄력개선에 사용되고 있다. 동사 제품은 실리프팅 등 기존의 침습형 방식 대비 부작용이나 회복기간 측면에서 우수하다. 또한 경쟁 브랜드 대비 가격 메리트가 월등하며 통증이 덜해 빠르게 시장에 침투하고 있다. 이러한 동사 제품의 장점은 고객으로 하여금 시술에 대한 부담감을 경감시키며 시술 빈도수를 높일 수 있어 리프팅 시술의 대중화를 재촉하고 있다.

NR

목표주가

NR

현재주가

14,850 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

소모품 매출 성장에 비례한 가파른 수익성 증가

상반기 실적은 매출액 378억원(+77.3% yoy), 영업이익 170억원(+149.5% yoy, OPM 45.1%)를 기록하며 가파른 성장세를 시현했다. 같은 기간 슈링크 매출은 1H18 118억원 → 1H19 174억원으로 증가했으며 관련 소모품 판매 역시 1H18 67억원 → 1H19 150억원으로 증가하며 동사 실적 개선에 크게 기여했다. 클래시스가 타 의료기기업체와 차별화되는 점은 소모품 판매에 있다. 기기판매 이후 후속매출 발생이 어려운 타 의료기기업체와 달리 계속해서 고수익성 소모품 매출이 발생하기 때문이다. 이러한 소비재적 성격으로 인해 매출 성장에 따른 레버리지 효과가 뚜렷하게 나타나고 있다. 상반기 소모품 매출 비중은 40%까지 올라왔으며 동사 OPM은 전년동기대비 13.1%p 개선되었다. 기기 판매 비수기 시즌에도 소모품 매출이 꾸준히 발생하는 만큼 실적 안정성이 높아지고 있다.

Stock Data

KOSDAQ(11/4)	668.45 pt
시가총액	9,424 억원
발행주식수	63,464 천주
52 주 최고가 / 최저가	15,750 / 3,955 원
90 일 일평균거래대금	63.52 억원
외국인 지분율	3.1%
배당수익률(19.12E)	0.1%
BPS(19.12E)	580 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1개월 2.1%
	6개월 72.4%
	12개월 265.5%
주주구성	정성재 (외 6인) 87.2%

성장은 계속된다

클래시스 2019F 실적은 매출액 824억원(+73.4% yoy), 영업이익 387억원(+121.5% yoy, OPM 47.0%)로 예상된다. 국내 타겟 시장 침투율이 15~20% 수준으로 아직 낮은 것으로 파악되어 추가 성장 여력은 충분하다는 판단이다. 또한 해외 매출 역시 전년동기대비 38.7% 성장하며 고개를 드는 국면이다. 향후에도 브라질 등 미용 관련 수요가 많은 지역을 중심으로 판로 확장이 기대된다.

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2015	15.0	4.0	5.4	4.7	1,705	n/a	4	2.4	0.9	1.2	n/a
2016	27.2	8.3	8.8	7.1	2,572	50.8	8	1.6	-0.1	0.7	55.3
2017	34.9	10.8	-3.1	-5.1	-1,369	적전	11	-10.8	85.6	25.6	-19.9
2018	47.5	17.5	17.8	14.9	243	흑전	18	61.2	51.6	18.0	34.5
2019E	82.4	38.8	38.8	30.0	485	99.8	40	30.6	23.2	11.5	45.8

자료: 클래시스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표42 클래식스 매출 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019E
매출액	9.8	11.5	11.6	14.6	47.5	16.2	21.6	21.5	23.1	82.4
매출원가	3.5	3.0	3.1	3.2	12.7	3.9	5.3	4.7	5.8	19.7
매출총이익	6.3	8.5	8.6	11.4	34.7	12.3	16.3	16.8	17.3	62.6
GPM	64.5%	74.0%	73.6%	78.0%	73.2%	75.8%	75.5%	78.0%	75.0%	76.1%
판매관리비	3.8	4.2	4.4	4.9	17.3	4.8	6.7	6.0	6.4	23.9
영업이익	2.6	4.2	4.1	6.5	17.5	7.4	9.6	10.8	10.9	38.7
OPM	26.2%	37.0%	35.6%	44.8%	0.4	46.0%	44.4%	50.1%	47.3%	47.0%
세전이익	2.5	4.5	4.0	6.7	17.8	7.6	9.6	10.8	10.9	38.8
tax	0.6	0.7	1.2	0.5	2.9	1.6	2.0	2.6	2.6	8.8
당기순이익	1.9	3.9	2.8	6.2	14.9	5.9	7.6	8.2	8.3	30.0
NIM	19.7%	33.6%	24.5%	42.7%	31.3%	36.6%	35.4%	38.1%	35.9%	36.5%
매출구성										
클래시스	5.5	6.3	5.6	7.8	25.1	7.0	10.4	8.7	10.5	36.6
클루덤	1.0	1.2	1.5	1.7	5.4	2.0	1.9	2.2	2.2	8.3
소모품	3.1	3.6	4.3	4.7	15.7	6.7	8.3	9.6	9.6	34.2
화장품	0.3	0.4	0.3	0.4	1.4	0.5	0.9	1.0	0.8	3.2
YoY %										
클래시스	-6.8	8.7	24.9	61.5	19.9	28.3	65.4	56.5	35.4	46.1
클루덤	61.3	15.8	27.0	58.3	38.4	100.1	64.9	50.7	26.6	55.2
소모품	60.4	30.2	56.4	161.2	69.8	115.9	130.6	124.8	104.5	118.3
화장품	33.3	171.4	73.7	21.7	60.3	85.0	136.1	203.0	104.1	132.6

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림35 클래식스 매출 및 수익성 추이



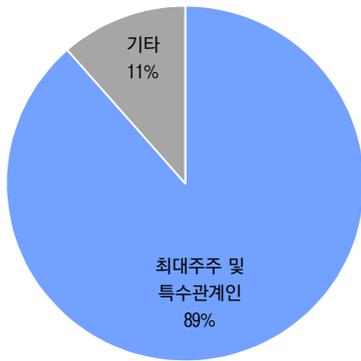
자료: 클래식스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림36 클래식스 부문별 매출 추이



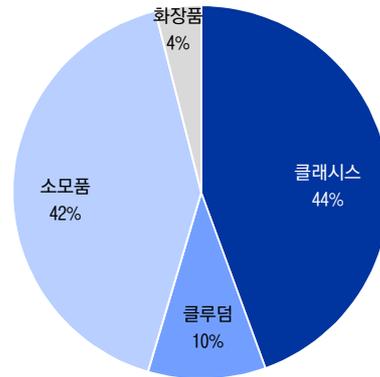
자료: 클래식스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림37 클래식스 주주 구성



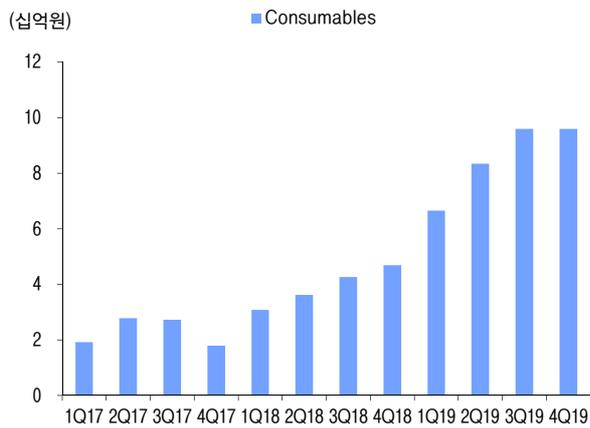
자료: 클래식스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림38 클래식스 매출 구성



자료: 클래식스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림39 클래식스 소모품 매출 추이



자료: 클래식스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림40 클래식스 내수 및 수출 추이



자료: 클래식스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림41 슈링크 기기



자료: 클래식스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림42 슈링크 소모품(카트리지)



자료: 클래식스, 이베스트투자증권 리서치센터

클래시스 (214150)

재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	10.0	18.4	27.7	26.6	46.8
현금 및 현금성자산	6.7	12.0	19.2	10.5	25.4
매출채권 및 기타채권	0.5	1.7	2.3	2.5	4.2
재고자산	1.7	4.0	5.1	5.9	9.5
기타유동자산	1.1	0.7	1.1	7.7	7.7
비유동자산	2.5	3.6	35.5	49.1	58.4
관계기업투자등	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	0.5	0.5	32.0	46.1	53.3
무형자산	0.0	0.0	0.1	0.2	0.2
자산총계	12.5	22.0	63.2	75.7	105.3
유동부채	3.1	5.5	14.4	14.8	15.2
매입채무 및 기타채무	0.1	0.5	0.6	0.8	1.2
단기금융부채	0.0	0.0	7.4	5.8	5.8
기타유동부채	3.0	5.0	6.5	8.1	8.1
비유동부채	0.1	0.2	13.7	9.8	9.8
장기금융부채	0.0	0.0	13.5	9.6	9.6
기타비유동부채	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
부채총계	3.2	5.7	28.1	24.6	25.0
지배주주지분	9.2	16.3	35.1	51.0	80.2
자본금	0.1	5.5	6.0	6.2	6.2
자본잉여금	0.0	0.0	17.9	19.2	19.2
이익잉여금	9.1	16.2	11.1	25.5	54.7
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	9.2	16.3	35.1	51.0	80.2

현금흐름표

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동 현금흐름	2.9	5.8	8.8	16.2	24.1
당기순이익(손실)	4.7	7.1	-5.1	14.9	30.0
비현금수익비용가감	0.2	2.0	16.6	4.9	-1.0
유형자산감가상각비	0.1	0.1	0.2	0.7	1.0
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금수익비용	-0.8	-0.1	0.3	0.0	-2.1
영업활동 자산부채변동	-1.2	-2.1	-0.1	-0.9	-4.9
매출채권 감소(증가)	-0.3	-1.3	-0.6	0.1	-1.6
재고자산 감소(증가)	-1.7	-2.3	-1.0	-0.9	-3.6
매입채무 증가(감소)	-0.2	0.1	-0.2	0.0	0.4
기타자산, 부채변동	0.9	1.4	1.8	-0.1	0.0
투자활동 현금	-0.1	-0.5	-20.8	-20.4	-8.3
유형자산처분(취득)	-0.1	-0.2	-31.7	-14.8	-8.2
무형자산 감소(증가)	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1
투자자산 감소(증가)	1.2	0.8	-0.2	0.0	0.0
기타투자활동	-1.2	-1.1	11.2	-5.6	0.0
재무활동 현금	-0.9	0.0	19.4	-4.4	-0.9
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	19.4	-4.0	0.0
자본의 증가(감소)	-0.9	0.0	0.0	-0.5	-0.9
배당금의 지급	0.9	0.0	0.0	0.5	0.9
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	2.0	5.3	7.2	-8.7	14.9
기초현금	4.7	6.7	12.0	19.2	10.5
기말현금	6.7	12.0	19.2	10.5	25.4

주: IFRS 연결 기준
 자료: 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	15.0	27.2	34.9	47.5	82.4
매출원가	3.7	8.6	10.7	12.7	19.7
매출총이익	11.3	18.6	24.2	34.7	62.7
판매비 및 관리비	7.3	10.3	13.4	17.3	23.9
영업이익	4.0	8.3	10.8	17.5	38.8
(EBITDA)	4.1	8.4	11.0	18.2	39.9
금융손익	0.3	0.0	-0.6	-0.2	-0.5
이자비용	0.0	0.0	0.1	0.4	0.7
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.1	0.5	-13.4	0.5	0.5
세전계속사업이익	5.4	8.8	-3.1	17.8	38.8
계속사업법인세비용	0.8	1.7	2.0	2.9	8.8
계속사업이익	4.7	7.1	-5.1	14.9	30.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	4.7	7.1	-5.1	14.9	30.0
지배주주	4.7	7.1	-5.1	14.9	30.0
총포괄이익	4.7	7.1	-5.1	14.9	30.0
매출총이익률 (%)	75.3	68.3	69.3	73.2	76.1
영업이익률 (%)	26.5	30.3	31.0	36.8	47.1
EBITDA 마진률 (%)	27.1	30.8	31.6	38.4	48.4
당기순이익률 (%)	31.3	26.0	-14.7	31.3	36.5
ROA (%)	n/a	41.0	-12.0	21.4	33.2
ROE (%)	n/a	55.3	-19.9	34.5	45.8
ROIC (%)	n/a	223.1	38.4	33.7	52.5

주요 투자지표

	2014	2015	2016	2017	2018
투자지표 (x)					
P/E	2.4	1.6	-10.8	61.2	30.6
P/B	1.2	0.7	25.6	18.0	11.5
EV/EBITDA	0.9	-0.1	85.6	51.6	23.2
P/CF	2.3	1.2	4.8	46.1	31.7
배당수익률 (%)	n/a	n/a	0.1	0.1	0.3
성장성 (%)					
매출액	n/a	81.7	28.0	36.2	73.5
영업이익	n/a	107.8	30.7	61.8	122.0
세전이익	n/a	61.0	적전	흑전	118.3
당기순이익	n/a	50.8	적전	흑전	102.2
EPS	n/a	50.8	적전	흑전	99.8
안정성 (%)					
부채비율	35.0	35.0	80.0	48.3	31.2
유동비율	320.1	333.4	192.1	179.4	308.0
순차입금/자기자본(x)	-81.1	-74.1	4.1	-2.0	-19.9
영업이익/금융비용(x)	3,628.3	22,398.3	85.8	40.0	59.2
총차입금 (십억원)	0	0	21	15	15
순차입금 (십억원)	-8	-12	1	-1	-16
주당지표 (원)					
EPS	1,705	2,572	-1,369	243	485
BPS	3,363	5,937	580	824	1,295
CFPS	1,767	3,316	3,072	322	468
DPS	n/a	n/a	8	14	50

루트로닉 (085370)

2019. 11. 5

Mid-Small Cap

턴어라운드 가시화

Analyst 김한경

02. 3779-8848

hkkim@ebestsec.co.kr

피부과용 레이저 의료기기 회사

루트로닉은 국내 레이저 치료기기 매출 1위 회사로 지난 20년간 꾸준히 매출성장을 실현해왔다. 매년 매출액 대비 15%에 달하는 R&D 투자를 통해 다양한 레이저 기반 피부과용 의료기기 라인업을 보유하고 있다. 1H19 실적은 매출액 528억원(+8.7% yoy), 영업적자 63억원(적지)을 기록했다. 지난 2년간 신제품 출시 부재, 해외 법인 채용에 따른 인건비 증가, 신규사업 개발비 상각 영향으로 적자가 지속돼왔다. 그러나 올해 초부터 신제품 출시(지니어스, 클라리티, 내년 1분기 1종) 싸이클 재개로 턴어라운드 기대된다.

NR

목표주가

NR

현재주가

9,080 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

신제품 출시 사이클 재개로 외형 성장 및 수익성 개선 기대

지니어스는 고주파와 미세 바늘을 활용한 피부 주름 개선 의료기기로 지난 1월 출시되었으며 북미 시장에서 좋은 반응을 얻고 있다. 상반기에만 70대 이상 판매된 것으로 추정되는데 하반기에는 성수기 효과와 신제품 효과가 겹치며 더욱 뚜렷한 매출 상승이 예상된다. 지니어스는 대당 1억 이상의 고부가가치 제품에 해당해 대당 마진이 우수할 것으로 추정되며 치료에 활용되는 microneedle의 경우 1회 이용 시 교체하는 소모품 형태여서 기기 확산에 비례해 소모품 매출 증가도 기대할 수 있다. 클라리티는 동사의 스테디셀러 브랜드로 적응증은 색소질환, 주름개선 등이며 지난 7월 후속 제품 CLARITY II 출시했다. 내수 시장에서 충성도가 높은 브랜드인 만큼 출시 직후인 3분기부터 관련 매출이 반영될 것으로 전망한다.

Stock Data

KOSDAQ(11/4)	668.45 pt
시가총액	2,318 억원
발행주식수	25,531 천주
52 주 최고가 / 최저가	11,650 / 5,600 원
90 일 일평균거래대금	12.04 억원
외국인 지분율	10.4%
배당수익률(19.12E)	0.8%
BPS(19.12E)	5,858 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1개월 3.5%
	6개월 11.4%
	12개월 13.0%
주주구성	황해령 (외 6인) 22.5%

R:GEN, 조금씩 가시화되고 있다

알젠은 레이저 기술 기반 선택적 망막 치료기기로 약물로 치료되지 않는 시장을 타겟으로 하고 있으며 적응증은 CSC, DME, AMD 등이다. 현재 제품 개발이 완료된 상태이며 상용화 이전 임상 데이터 수집 단계에 있다. 피부과와 더불어 안과 시장으로 비즈니스 포트폴리오 확대할 수 있는 기회로 판단되나 판매까지는 1~2여년이 더 소요될 것으로 파악되는 만큼 중장기 관점에서의 접근이 유효하다.

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2014	65.1	2.8	1.1	0.9	74	흑전	7	146.5	36.1	6.7	4.5
2015	72.1	5.3	5.8	5.3	283	281.5	9	79.8	51.0	6.3	10.6
2016	84.5	6.7	7.5	5.3	268	-5.3	11	33.7	17.3	1.5	5.3
2017	85.8	-2.8	-5.3	-7.0	-354	적전	4	-25.5	48.3	1.7	-5.4
2018	92.1	-12.4	-13.9	-15.4	-622	적지	-2	-14.5	-101.7	1.8	-11.3

자료: 루트로닉, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표43 루트로닉 분기 실적 추이

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
매출액	19.7	22.5	20.8	22.8	20.5	23.6	19.0	29.0	24.0	28.9
매출총이익	11.3	11.1	10.3	11.9	10.3	11.8	9.1	14.4	12.0	15.6
GPM	57.1%	49.4%	49.5%	52.1%	50.3%	49.8%	47.8%	49.6%	49.8%	54.1%
판매관리비	11.2	12.6	11.3	12.3	13.5	13.6	13.7	17.1	17.6	16.2
영업이익	0.1	-1.5	-1.1	-0.4	-3.2	-1.9	-4.6	-2.7	-5.7	-0.6
OPM	0.5%	-6.4%	-5.1%	-1.8%	-15.4%	-8.0%	-24.3%	-9.3%	-23.6%	-1.9%
세전이익	-1.2	-0.9	-1.3	-1.9	-3.1	-0.8	-5.0	-4.9	-5.5	-0.5
당기순이익	-1.5	-1.5	-1.8	-2.3	-3.3	-1.1	-5.3	-5.7	-5.7	-0.2
NIM	-7.4%	-6.7%	-8.6%	-10.0%	-15.9%	-4.6%	-28.1%	-19.6%	-23.8%	-0.7%

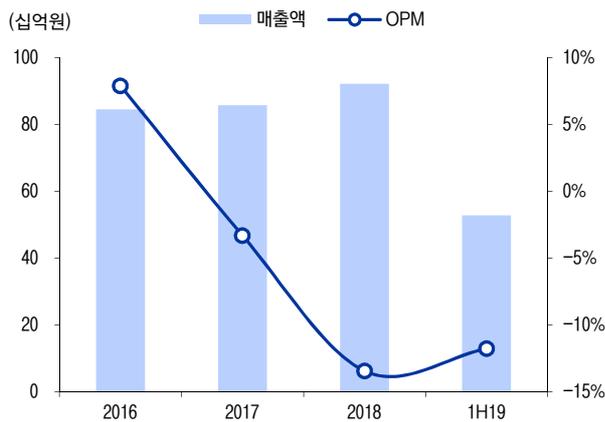
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표44 루트로닉 연간 실적 추이

(단위: 십억원)	2015	2016	2017	2018	1H19
매출액	72.1	84.5	85.8	92.1	52.9
매출총이익	37.2	46.9	44.5	45.5	27.6
GPM	51.6%	55.5%	51.9%	49.4%	52.2%
판매관리비	32.0	40.3	47.4	57.9	33.8
영업이익	5.3	6.7	-2.8	-12.4	-6.2
OPM	7.3%	7.9%	-3.3%	-13.4%	-11.8%
세전이익	5.8	7.6	-5.3	-13.9	-5.9
당기순이익	5.3	5.3	-7.0	-15.4	-5.9
NIM	7.3%	6.3%	-8.2%	-16.7%	-11.2%

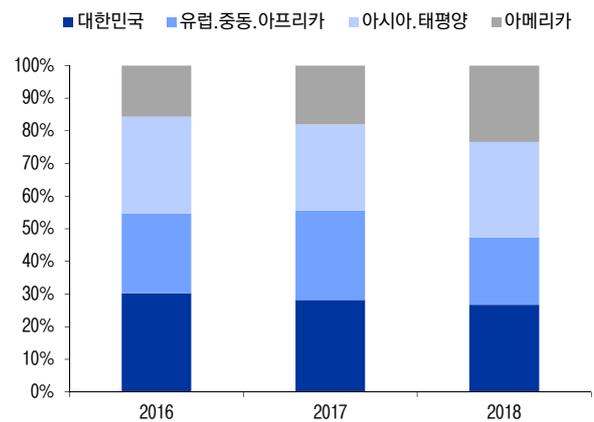
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림43 루트로닉 매출 및 수익성 추이



자료: 루트로닉, 이베스트투자증권 리서치센터

그림44 루트로닉 지역별 매출 비중 추이



자료: 루트로닉, 이베스트투자증권 리서치센터

표45 R:GEN 적응증

병명	타겟	내용
중심성장맥락망막병증(CSC)	희귀 질환	맥락망막의 질환 중 하나로 30-50대 남성에게 많이 발생하며 시력 저하의 원인
당뇨병성황반부종(DME)	2,600만 명	당뇨병 환자에서 황반중심으로부터 가까운 망막이 국소적으로 두꺼워진 경우를 지칭
연령관련 황반변성(AMD)	1.3억 명	노화에 따른 황반 내 노폐물(Drusen) 축적으로 발생하는 질환

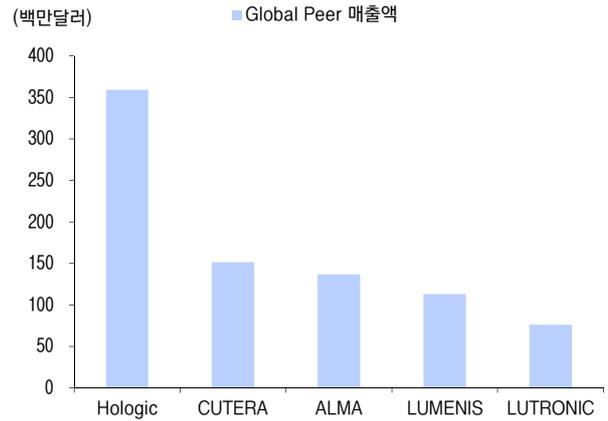
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림45 지역별 미용 시장 규모



자료: Medical Insight(2017), 이베스트투자증권 리서치센터

그림46 Global Peer 매출액



자료: 루트로닉, 이베스트투자증권 리서치센터

그림47 루트로닉 신제품 GENIUS



자료: 루트로닉, 이베스트투자증권 리서치센터

그림48 루트로닉 신제품 CLARITY II



자료: 루트로닉, 이베스트투자증권 리서치센터

루트로닉 (085370)

재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	32.5	56.1	115.0	113.4	116.7
현금 및 현금성자산	2.1	2.8	9.6	6.0	6.7
매출채권 및 기타채권	10.0	15.5	11.5	12.9	14.3
재고자산	15.6	17.4	22.0	25.8	31.5
기타유동자산	4.7	20.4	72.0	68.7	64.2
비유동자산	48.0	73.4	76.7	83.4	98.7
관계기업투자등	0.1	18.1	16.1	18.4	32.6
유형자산	23.0	23.9	26.0	28.1	28.7
무형자산	23.2	30.0	33.2	35.3	34.7
자산총계	80.5	129.5	191.7	196.7	215.4
유동부채	32.6	37.0	39.7	46.9	61.9
매입채무 및 기타채무	4.6	7.3	7.2	7.5	11.1
단기금융부채	21.4	18.6	23.3	33.7	43.4
기타유동부채	6.5	11.1	9.2	5.6	7.4
비유동부채	15.4	17.6	16.6	16.7	23.8
장기금융부채	10.9	9.6	8.4	7.2	9.9
기타비유동부채	4.5	8.0	8.2	9.5	13.9
부채총계	47.9	54.6	56.3	63.6	85.7
지배주주지분	33.8	76.8	137.2	134.3	131.2
자본금	5.2	5.4	6.5	12.9	13.1
자본잉여금	20.5	41.3	100.3	94.1	94.4
이익잉여금	9.7	17.8	22.7	15.0	-0.8
비지배주주지분(연결)	-1.3	-1.9	-1.8	-1.2	-1.6
자본총계	32.5	74.9	135.4	133.1	129.7

현금흐름표

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동 현금흐름	4.8	7.8	5.6	-4.4	-7.5
당기순이익(손실)	1.1	5.8	11.4	-5.0	-13.8
비현금수익비용가감	7.5	1.8	9.0	13.3	13.7
유형자산감가상각비	1.2	1.3	1.6	2.0	2.6
무형자산상각비	3.0	2.9	3.0	5.2	7.6
기타현금수익비용	0.4	-2.8	-5.4	1.4	-0.5
영업활동 자산부채변동	-2.7	1.7	-11.3	-11.0	-5.1
매출채권 감소(증가)	-8.2	-16.0	4.3	-3.2	-0.9
재고자산 감소(증가)	-3.3	-2.9	-6.0	-6.0	-6.2
매입채무 증가(감소)	6.2	13.4	-2.5	1.3	3.2
기타자산, 부채변동	2.7	7.2	-7.1	-3.1	-1.1
투자활동 현금	-10.1	-26.9	-66.1	-13.5	-5.5
유형자산처분(취득)	-2.5	-2.3	-3.7	-1.8	-3.1
무형자산 감소(증가)	-6.6	-11.4	-8.6	-9.1	-7.5
투자자산 감소(증가)	0.0	-15.7	-45.8	2.8	4.8
기타투자활동	-1.0	2.5	-8.1	-5.4	0.2
재무활동 현금	6.0	19.7	62.0	12.1	13.9
차입금의 증가(감소)	4.4	-4.2	3.4	9.6	12.3
자본의 증가(감소)	0.3	12.9	8.6	0.1	0.2
배당금의 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	1.3	11.0	50.0	2.3	1.4
현금의 증가	0.7	0.7	6.8	-3.6	0.7
기초현금	1.4	2.1	2.8	9.6	6.0
기말현금	2.1	2.8	9.6	6.0	6.7

주: IFRS 연결 기준
 자료: 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	65.1	72.1	84.5	85.8	92.1
매출원가	34.3	34.9	37.6	41.3	46.6
매출총이익	30.8	37.2	46.9	44.5	45.5
판매비 및 관리비	28.0	32.0	40.2	47.3	57.9
영업이익	2.8	5.3	6.7	-2.8	-12.4
(EBITDA)	7.0	9.5	11.2	4.3	-2.2
금융손익	-0.6	-0.4	-0.2	-1.5	0.3
이자비용	1.0	0.9	0.8	0.9	1.3
관계기업등 투자손익	-0.6	2.3	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.5	-1.4	1.1	-1.0	-1.8
세전계속사업이익	1.1	5.8	7.5	-5.3	-13.9
계속사업법인세비용	0.2	0.6	2.2	1.7	1.5
계속사업이익	0.9	5.3	5.3	-7.0	-15.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	0.9	5.3	5.3	-7.0	-15.4
지배주주	1.5	5.9	5.6	-7.3	-15.0
총포괄이익	-0.4	17.6	2.9	-4.9	-4.7
매출총이익률 (%)	47.3	51.6	55.5	51.9	49.4
영업이익률 (%)	4.3	7.3	7.9	-3.3	-13.4
EBITDA 마진률 (%)	10.8	13.1	13.3	5.0	-2.4
당기순이익률 (%)	1.3	7.3	6.3	-8.2	-16.7
ROA (%)	2.0	5.6	3.5	-3.8	-7.3
ROE (%)	4.5	10.6	5.3	-5.4	-11.3
ROIC (%)	4.1	7.8	6.9	-2.6	-10.8

주요 투자지표

	2014	2015	2016	2017	2018
투자지표 (x)					
P/E	146.5	79.8	33.7	-25.5	-14.5
P/B	6.7	6.3	1.5	1.7	1.8
EV/EBITDA	36.1	51.0	17.3	48.3	-101.7
P/CF	26.5	62.2	9.3	24.0	n/a
배당수익률 (%)	0.2	0.2	0.8	0.2	n/a
성장성 (%)					
매출액	24.7	10.8	17.2	1.5	7.4
영업이익	163.9	89.1	26.7	적전	적지
세전이익	흑전	453.8	29.4	적전	적지
당기순이익	흑전	504.8	0.8	적전	적지
EPS	흑전	281.5	-5.3	적전	적지
안정성 (%)					
부채비율	147.4	73.0	41.6	47.8	66.1
유동비율	99.7	151.5	289.5	241.6	188.4
순차입금/자기자본(x)	82.3	8.5	-34.8	-23.6	-11.3
영업이익/금융비용(x)	2.8	5.9	8.0	-3.0	-9.2
총차입금 (십억원)	32	28	32	41	53
순차입금 (십억원)	27	6	-47	-31	-15
주당지표 (원)					
EPS	74	283	268	-354	-622
BPS	1,626	3,599	5,858	5,220	5,003
CFPS	411	363	969	376	n/a
DPS	25	50	75	15	n/a

캐리소프트 목표주가 추이	투자이견 변동내역											
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
<p>(원)</p> <p>16,000 14,000 12,000 10,000 8,000 6,000 4,000 2,000 0</p> <p>19/10 19/11</p>	2019.11.05	신규	김한경									
	2019.11.05	NR	김한경									

아톤 목표주가 추이	투자이견 변동내역											
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
<p>(원)</p> <p>50,000 48,000 46,000 44,000 42,000 40,000 38,000 36,000</p> <p>19/10 19/10 19/10 19/11</p>	2019.11.05	신규	정홍식									
	2019.11.05	NR	정홍식									

뉴웍스 목표주가 추이	투자이견 변동내역											
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
<p>(원)</p> <p>50,000 40,000 30,000 20,000 10,000 0</p> <p>17/11 18/05 18/11 19/05 19/11</p>	2019.11.05	신규	정홍식									
	2019.11.05	NR	정홍식									

서흥 목표주가 추이	투자이견 변동내역											
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
<p>(원)</p> <p>50,000 40,000 30,000 20,000 10,000 0</p> <p>17/11 18/05 18/11 19/05 19/11</p>	2019.11.05	신규	정홍식									
	2019.11.05	Buy	정홍식									

레이언스 목표주가 추이	투자이견 변동내역													
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)				
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비		
	2019.11.05	신규	정홍식											
	2019.11.05	NR	정홍식											

아이센스 목표주가 추이	투자이견 변동내역													
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)				
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비		
	2019.11.05	신규	정홍식											
	2019.11.05	NR	정홍식											

휴비츠 목표주가 추이	투자이견 변동내역													
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)				
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비		
	2018.07.16	신규	김한경											
	2018.07.16	Buy	18,500	-26.5	-38.3									
	2018.10.30	Buy	11,000	-1.4	-17.3									
	2019.05.28	Buy	13,000											

클래시스 목표주가 추이	투자이견 변동내역													
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)				
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비		
	2019.11.05	신규	김한경											
	2019.11.05	NR	김한경											

루트로닉 목표주가 추이		투자 의견 변동내역												
(원) 25,000 20,000 15,000 10,000 5,000 0 17/11 18/05 18/11 19/05 19/11 — 주가 — 목표주가		일시	투자 의견	목표 가격	과라율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과라율(%)			
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
		2019.11.05	신규	김한경										
		2019.11.05	NR	김한경										

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다 (작성자: 정홍식, 김한경).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천기업은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천기업은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천기업에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	94.6% 5.4%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
				100.0%	투자 의견 비율은 2018. 10. 1 ~ 2019. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)