

의료기기

(비중확대/Initiate)

무릎을 꿇었던 이유는 추진력을 얻기 위함이었다

[헬스케어장비/IT스몰캡]

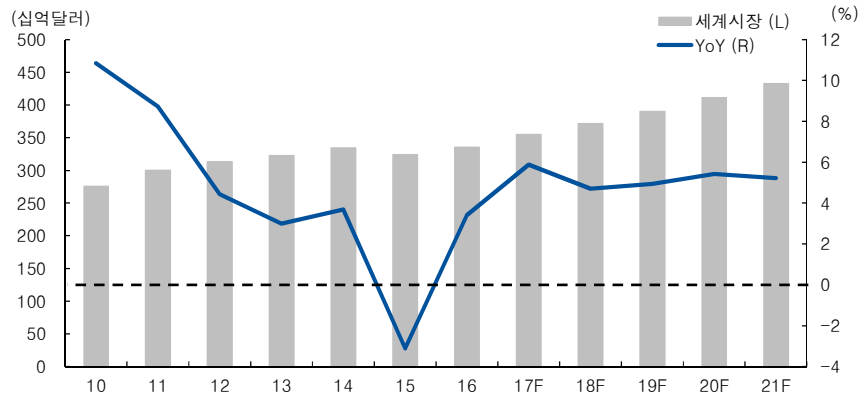
김충현, CFA
02-3774-1740
choonghyun.kim@miraeeasset.com

고령화에 의한 의료비용 상승 ≠ 의료기기 산업 성장

세계적으로 고령화가 진행되면서 자연스럽게 의료기기에 대한 관심이 크다. **고령화는 보건의료비용을 상승시키는 가장 큰 원인**이기 때문이다. 고령이 되면 만성질환 및 퇴행성 질환의 유병률이 높아진다. **실제로 고령화에 의해 의료비용은 꾸준히 상승했다.** 2016년 우리나라 건강보험 급여비용은 64.4조(11.3% YoY)로 지난 10년간 연평균 8.5% 상승했다. 선진국에서도 1인당 의료비 상승률은 연평균 3.2%~5.4%를 기록하고 있다.

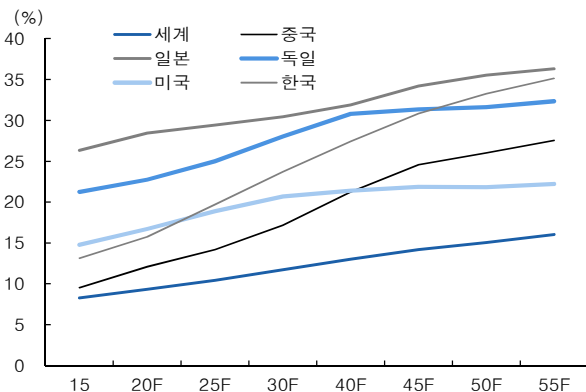
그러나 세계 의료기기 시장은 **2011년부터 2016년까지 연평균 2.2% 증가에 그쳤다.** 의료 비용의 증가가 의료기기 시장 확대로 이어지지 않은 것이다. 의료기기는 기계설비처럼 가동률을 높이는 것으로 단기 수요 증가에 대응할 수 있는 것이 주 원인으로 보인다. **의료수요가 늘어난다고 해도, 기존에 보유한 기기의 가동률을 높여도 되기 때문에 반드시 신규수요로 연결되지 않았던 것이다.**

그림 1. 세계 의료기기 시장규모 추이 및 전망



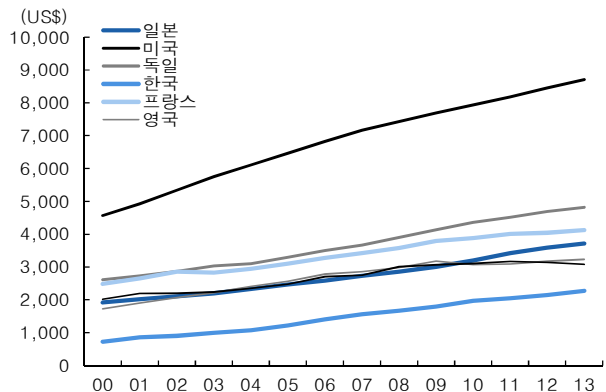
자료: 한국보건산업진흥원, BMI Espicom, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 주요 국가별 65세 이상 인구 수 추이



자료: UN, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 세계 1인당 의료비용 추이: 의료 비용 증가 지속 추세



자료: OECD, 미래에셋대우 리서치센터

특히 의료기기 시장의 80% 이상을 차지하는 선진국은 의료관련 시설과 기기가 잘 보급되어 있다. 대표적인 의료기기인 영상진단기기를 살펴보면, 우리나라만 해도 어디서든 비교적 쉽게 X-Ray나 CT촬영이 가능하다. **OECD국가의 CT와 MRI 보급률(설치대수/병원수)을 살펴보면 CT와 MRI 평균이 각각 93.1%, 59.1%**이다. 병상 수에 상관없이 병원 갯수를 대상으로 집계한 것이므로, 대형 진단기기가 들어갈 수 없는 중소형병원을 제외하면 저 수치는 실질적으로 더 높을 것이다.

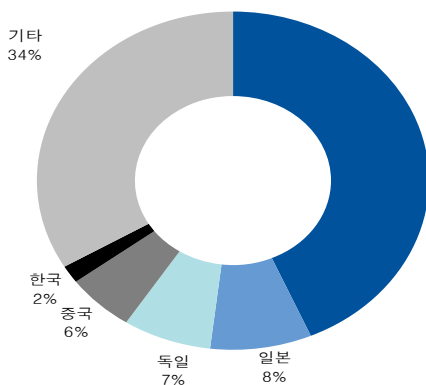
또한 **신흥지역은 상대적으로 고가인 의료기기에 대한 수요가 적다.** 고장이 나지 않으면 기존에 쓰던 기기를 최대한 지속해서 사용한다. 최근 X-Ray 기계는 디지털화되고 있지만 여전히 신흥국에서는 필름 방식의 아날로그 X-Ray를 사용한다. 이러한 이유로 지난 5년간 고령화로 의료수요가 상승하기는 했지만, 의료기기 수요에 미치는 영향은 제한적이었던 것으로 보인다.

그림 4. 의료수요가 늘어나도 기존기기의 가동률 상승으로 대응이 가능



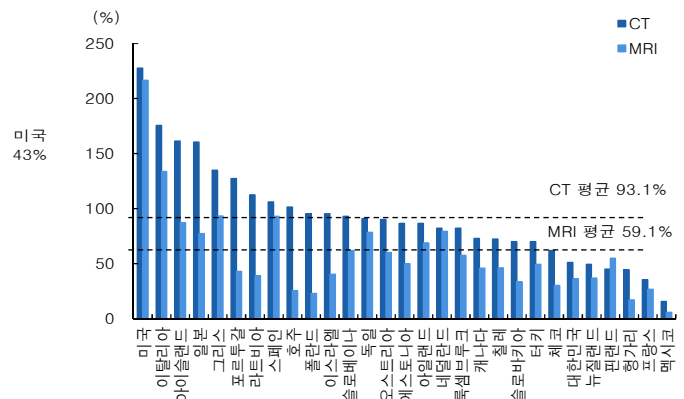
자료: 머니투데이, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 의료기기 시장 국가별 비중



자료: 한국보건산업진흥원, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. OECD 국가의 영상진단기기 설치대수/병원수 비율

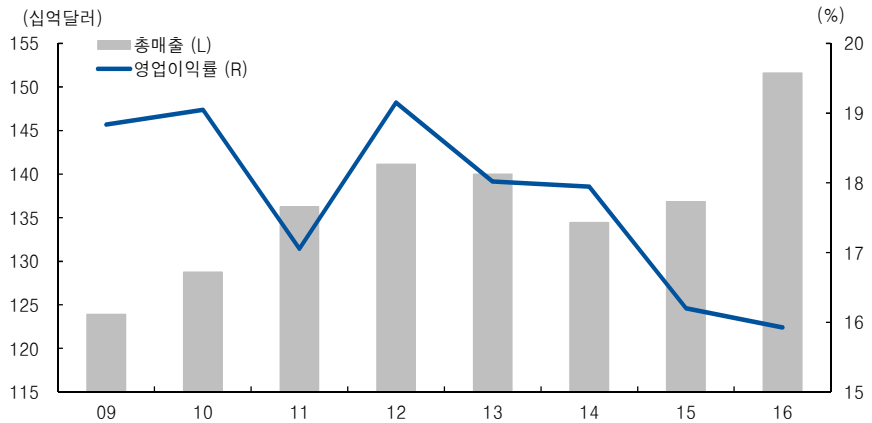


자료: OECD, 미래에셋대우 리서치센터

덩치가 큰 글로벌 기업의 경우, 시장보다 성장률이 더 낮았다. 글로벌 10대 기업의 합산 매출의 연평균 성장률은 2.1%로 전체 시장 성장률(2.2%)에 미치지 못했다. 2010년부터 계산해도 글로벌기업은 2.8%로 시장(3.3%)보다 작았다. **성장이 둔화되고 경쟁이 심화되면서 이익률도 감소했다.** 세계 10대 기업 합산 영업이익은 지속적으로 하락했다.

자연 성장이 둔화되면서, 사업 포트폴리오 다양화와 규모의 경제를 누리기 위해 M&A는 중요한 성장 방식 중 하나로 부각되었다. 의료기기시장에서는 매년 평균 100건 이상, 총 400억달러 규모의 M&A가 진행되고 있다. 특히 **Medtronic과 Danaher로 각각 연평균 11.0%, 21.4% 성장하며 시장과 경쟁사를 크게 상회하였다.** 2014년 Danaher는 스위스의 치과용 임플란트 업체인 Nobel Biocare를 인수하며 치과 사업을 강화하였다. 같은 해 Medtronic은 Covidien을 인수하며 단숨에 업계 선두로 부상하였다.

그림 7. 글로벌 10대기업의 합산 매출 vs. 영업이익률



자료: 각사, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 글로벌 10대 의료기기기업 매출 추이

(십억달러, %)

기업명	국가	주요 품목	10	11	12	13	14	15	16	CAGR
Medtronic	미국	제세동기, 심장박동기, 스텐트, 카테터, 척추재생재 등	15.4	15.5	16.2	16.6	17.0	20.3	28.8	11.0
Johnson & Johnson	미국	정형외과용 임플란트, 콘택트렌즈, 혈당측정기, 카테터, 스텐트 등	24.6	25.8	27.4	28.5	27.5	25.1	25.1	0.3
Siemens health	독일	CT, MRI, X-ray, 초음파진단기기, 의료용 진단실험장비 등	16.7	17.4	17.7	15.7	15.9	14.8	15.0	-1.7
GE health	미국	CT, MRI, PET, 초음파진단기기, PACS, 병원정보시스템, 환자감시장치 등	12.3	12.5	13.6	12.0	11.7	12.9	13.5	1.6
Danaher	미국	진단용 바이오메디칼 실험시스템, 임플란트 시스템	4.1	6.6	8.5	9.0	9.4	10.9	13.2	21.4
Roche diagnostics	스위스	체외진단용 기기	10.0	11.0	11.0	11.3	11.8	11.2	11.7	2.5
Philips Healthcare	네덜란드	X-ray, CT, MRI, 초음파영상진단기기, PACS, (원격)환자감시장치 등	11.4	12.3	12.8	12.7	12.1	11.4	11.9	0.7
Becton Dickinson	미국	약물 주입용 의료기기, 진단검사장비	7.4	7.6	7.7	8.1	8.4	10.3	10.9	6.7
Baxter International	미국	신장투석기, 카테터, 의약품 주입기 등	12.8	13.9	14.2	15.0	10.7	10.0	10.2	-3.8
Stryker	미국	정형외과용 임플란트, 수술용 내시경, 관절경 등	7.3	8.3	8.7	9.0	9.7	9.9	11.3	7.5
Abbott Laboratories	미국	체외진단, 심혈관 제품, 광학 제품 등	9.7	9.9	9.8	8.5	10.1	9.7	10.0	0.5
Covidein	미국	복강경, 수술용 스텝플러, 전기수술기, 스텐트 등 정형용품	8.4	9.6	9.9	10.2	10.7			
총합			129	136	141	140	134	137	152	2.8
세계 시장			276	300	313	323	335	324	335	3.3
비중			46.6	45.4	45.0	43.4	40.2	42.2	45.2	-

주: 2009년부터 2015년까지 10위 기업이 2016년과 달라 매출 총합과 각년도 별 매출 합계가 다름
 자료: Bloomberg, 각사, 미래에셋대우 리서치센터

의료기기 시장의 성장성을 가진 세부 시장에 주목하자

지난 5년간 의료기기 시장은 예상보다 큰 성장은 이루지 못했다. 그러나 2017년부터는 본격적으로 의료기기 시장의 성장성이 기대된다. 지난 5년간 연평균 2.2% 상승에 그쳤던 의료기기 시장의 성장률은 **2021년까지 연평균 5.2%로 상승할 것으로 전망된다.** 특히 **신흥국의 이연 혹은 지연되었던 의료기기 수요가 성장을 이끌 것으로 보인다.** 아시아/태평양과 중동/아프리카 지역은 각각 시장을 상회하는 6.4%, 8.7%의 성장률을 기록할 것으로 전망된다.

의료기기 시장의 성장성이 기대되는 이유는 크게 두 가지다. 첫째, **고령화 지속으로 기동률을 올리는 것만으로는 수요에 대응하기 어려워지고 있다.** 특히 소모품 성격의 기기 중심으로 성장세가 기대된다.

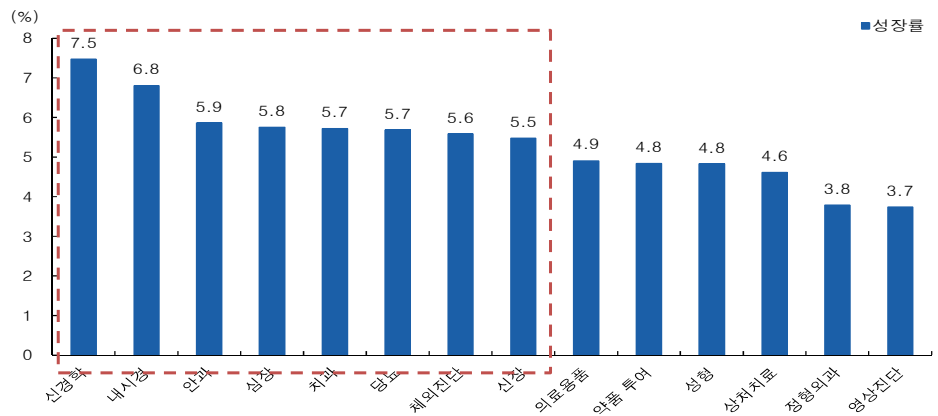
둘째, **디지털 기술이 도입됨에 따라 기존에 할 수 없었던 새로운 치료법이나 더 효율적인 치료법이 등장하고 있다.** 디지털 기술은 다양한 산업의 모습을 변화시켜왔다. 3D프린터는 제조업의 혁신을, 에어비앤비는 숙박업의 혁신을, 자율주행차는 자동차의 혁신을, 아마존은 물류의 혁신을 통해 산업을 바꾸어가고 있다. 이러한 혁신이 의료기기 시장에서도 나타나고 있다.

X-Ray는 필름형에서 PACS(의학영상정보시스템)과 연동이 가능한 디지털로 변화하고 있고, 치과용 임플란트는 디지털 수술법이 도입되어 골유착률을 높이고 통증을 경감시키고 있다. 연속혈당측정기(CGM)가 등장하여 자동으로 혈당관리가 가능하고, 스마트폰과도 연동이 가능하다. 수술분야에서는 로봇기술이 접목되어 직접수술 및 수술 보조로써 역할을 하며 수술 성공률을 높이는데 기여하고 있다. 또한, 100달러로 유전체분석을 가능하게 하겠다는 기업도 등장하고 있다.

다만, 의료기기는 2천개가 넘는 세부영역으로 이루어져있다. **의료라는 목적성을 제외하면 세부시장은 각각이 개별시장과 같다.** 예를 들어 X-Ray와 치과용 임플란트, 필터는 전부 의료기기지만, 전부 다른 성격을 지녔다. 따라서 **의료기기 시장은 성장을 주도할 세부 시장을 찾는 것이 중요하다.**

세부영역 중 전체 시장 성장률을 상회하는 시장을 살펴보면, 신경학, 내시경, 안과, 심장, 치과, 당뇨, 체외진단, 신장 등 8가지 영역이 꼽힌다. 의료기기 성장을 주도하는 영역을 살펴보면 크게 두 가지 특징이 확인된다. **첫째는 소모품적 특성으로 주기적인 신규수요가 발생 가능하다는 점과, 둘째로 디지털 기술에 의해 예전에 할 수 없었던 새로운 치료가 가능한 영역이라는 것이다.**

그림 8. 성장성이 높은 세부 영역에 주목하자



자료: Evaluategroup.com, 미래에셋대우 리서치센터

국내 의료기기 섹터 투자전략

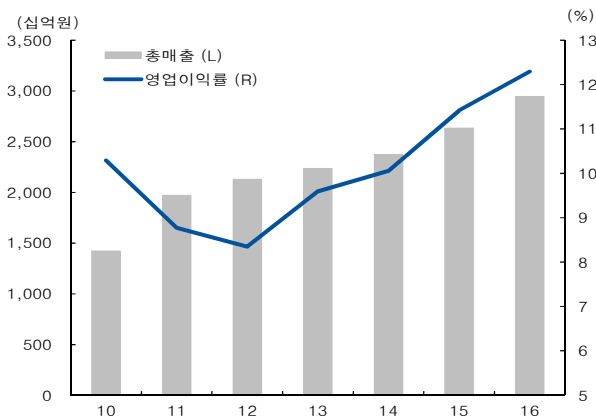
글로벌 기업과는 달리 국내 상장 의료기기 기업의 합산 매출은 연평균 12% 성장해왔다. 국내 의료기기 산업은 선도기업들을 중심으로 국내시장에서 수입품을 대체하고, 적극적인 해외 진출로 빠르게 성장하였다. 이러한 성장성이 주식시장에 반영되며, 국내 의료기기 섹터는 2007년부터 854.6% 성장했다. 같은 기간 미국 의료기기 섹터 시가총액은 112.1% 상승했다. 이로 인해 2007년 주식시장의 0.1% (KOSPI + KOSDAQ)에 불과했던 **한국의 의료기기시장은 2017년 현재 주식시장의 0.5%로 성장하였다.**

다만, 국내 의료기기 섹터의 최근 수익률은 2016년 대비 -4.3%, 연초부터는 -4.6%를 기록하며 시장을 하회했다. 이에 반해 미국 의료기기 섹터는 2016년 대비 21.9%, YTD 9.0% 상승하며 시장을 상회하고 있다. **2016년말 시작된 제약시장발 헬스케어 업종センチメント 악화에 이어 최근 시드 배치와 탄핵정국 사태로 인한 코스닥 시장 소외까지 겹치며 주가 부진이 지속된 것으로 보인다.**

국내 의료기기 섹터는 크게 펀더멘탈이 훼손되지 않은 상태에서 밸류에이션 매력이 발생하고 있다는 판단이다. 주요 의료기기 업체들은 대부분 3년래 최저 수준의 밸류에이션을 기록하고 있다. 긍정적인 부분은 최근 코스닥 시장 상승과 함께 의료기기 섹터의 주가 상승 움직임이 관찰되고 있다.

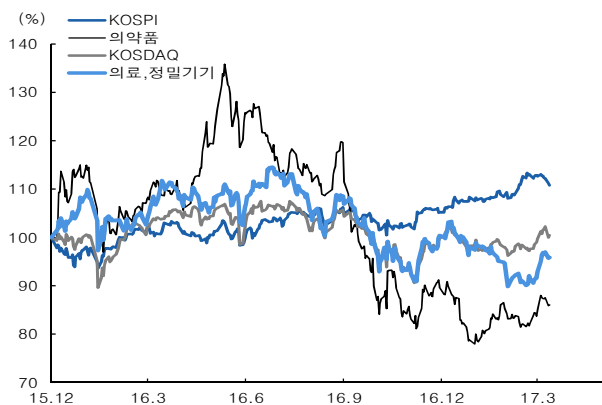
당사는 하반기로 갈수록 파이프 라인 가치가 부각되며 제약업종을 중심으로 헬스케어에 대한センチメント 개선이 진행될 것으로 예상된다. **밸류에이션 매력이 발생한 성장기업을 중심으로 의료기기산업에 대한 관심이 필요한 시점이라는 판단이다.**

그림 9. 국내 상위 38개기업의 실적추이



주: 상위 38개 기업 대상
자료: 각사, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 국내 의료기기 섹터 주가 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

미래에셋대우 의료기기 산업 Coverage

의료기기산업에 대한 비중확대 의견으로 분석을 개시한다. 국내 의료기기 기업들은 특화된 영역에서 경쟁력을 갖추며 견조하게 성장해왔다. 세계 의료기기 시장은 고령화, 디지털 기술의 도입에 의해 본격적으로 성장세가 시작될 것으로 전망되며, 국내 헬스케어 시장의センチメント도 점진적으로 개선이 예상된다. 시장환경과 펀더멘탈개선이 예상되는 국면에서 **성장성이 높은 세부시장에서 차별화된 경쟁력을 갖춘 기업을 찾는 것이 중요하다.**

당사는 의료기기산업 중 성장성이 기대되는 7개 유니버스로 조사분석을 개시한다.

영상진단 영역에서는 레트로핏이라는 교체시장이 존재하는 X-Ray 업체에 주목한다. 의료용 레트로핏 시장에서 경쟁력을 갖춘 X-Ray 디텍터 제조기업인 뷰웍스(100120/매수/TP 83,000원)와 영상진단 특화시장의 강자인 레이언스(228850/매수/TP 22,000원)를 추천한다.

체외진단 영역에서는 소모품 성격을 지니면서 예방영역까지 확장이 가능한 혈당측정기 업체에 주목한다. 자가혈당기 제조업에서 현상진단으로 영역을 확장하고 있는 아이센스(099190/매수/TP 40,000원)를 추천한다.

치과부문은 전형적인 소모품 성격을 지닌 영역이다. 국내 및 중국 치과용 임플란트 1위 기업 오스탬임플란트(048260/매수/TP 66,000원), Full Digital 임플란트 시스템으로 Digital dentistry를 선도하는 디오(039840/매수/TP 41,000원), 치과용 영상진단기기 세계 3위 기업인 바텍(043150/매수/TP 40,000원)를 추천한다.

수술/치료부문에서는 3D검사기술 기반의 수술 네비게이션 시스템으로 의료기기 시장에 진출할 고영(098460/매수/TP 62,000원)을 추천한다.

독보적인 Multiplex PCR 원천기술을 보유한 씨젠(096530), 병원용 POCT 진단기기 제조기업인 바디텍메드(206640), 10년 장기 임상데이터를 보유한 치과용 임플란트 기업인 덴티움(145720), 전문가용 체성분 분석기 세계 1위 기업인 인바디(041830), 에스테틱 치료부문 아시아 1위 기업인 루트로닉(085370)도 관심을 가질만하다.

해외 기업으로는 세계 외과수술 로봇 독점기업인 Intuitive Surgical(ISRG US)과 세계 최고의 NGS장비 제조업체인 Illumina(ILMN US)에 관심을 가질만하다.

Top-pick으로는 IT산업과의 시너지로 실적모멘텀이 높은 뷰웍스와 고영을 추천한다.

고영 (098460)

세계 최고 혹은 최초라는 의사결정 기준을 가진 기업

기업개요: 독보적인 3D 측정기술을 갖춘 검사장비 제조업체

고영은 3D 기반의 검사장비를 제조한다. 특히 PCB 제조 중 SMT 공정의 납도포 상태 검사 장비(3D SPI)와 부품 실장 상태 검사 장비(3D AOI)를 주력으로 한다. 3D SPI장비는 글로벌 점유율 약 50%로 독보적 1위이다. 3D AOI 장비는 2016년 처음으로 1위(점유율 18%)에 오른 것으로 추정된다. 향후 3D측정 기술을 플랫폼화하여 의료로봇, MOI 등으로 사업영역을 확장하고자 한다.

투자포인트

1) AOI 시장 점유율 확대로 SMT 지배력 강화: 주요 IT 업체들은 한 번 이상의 품질 관련 사고를 겪었고, 안전성을 최우선으로 하는 자동차의 전장화가 진행되면서 정밀검사의 수요가 증가하고 있다. 정밀 검사의 니즈가 확대되고 있는 만큼 AOI시장의 점유율 확대가 본격화될 것으로 예상된다. 세계에서 유일한 3D 측정기술을 보유한 만큼 AOI시장에서도 SPI시장 수준의 점유율 확대가 기대된다.

2) 신규사업 MOI 가시화: 동사는 독보적인 3D측정 기술을 플랫폼화하려고 한다. 신규사업의 대부분은 품질과 수율을 높이기 위한 외부 고객사의 요청으로 시작된다. 동사의 기술력에 대한 반응이다. 가장 가시적인 사업은 MOI이다. MOI는 기계 가공을 거친 제품(스마트폰 등)의 외관을 검사하는 장비다. 잠재 시장규모는 2,000~ 6,000억원으로 예상된다. MOI관련 매출은 늦어도 2H17부터 본격화될 가능성이 높은 것으로 전망된다.

3) 수술보조로봇 출시로 의료기기 시장 진출 본격화: 동사는 3D 측정기술을 활용하여 수술 부위의 해부학적 구조와 수술경로를 시각화하는 수술보조로봇을 개발했다. 적용부위는 신경외과(뇌수술)로 현재 의미있는 경쟁자가 없는 초기 시장이다. 장기적인 관점에서 임상 데이터를 확보하며 선도기업으로 브랜딩하는 것이 중요할 것으로 보인다. 하반기 국내에서 첫매출이 발생할 것으로 기대되며, 의미있는 매출발생은 미국 FDA 승인 이후로 예상된다.

투자의견 매수 및 목표주가 62,000원으로 조사분석 개시

목표주가는 글로벌 ROBO-STOX 평균에서 10% 할인한 P/E 25.0배를 적용했다. 목표주가는 동사의 성장성과 기술력을 고려할 때 충분히 달성가능한 수준으로 판단된다. 동사는 세계적으로 유일하게 SMT의 3D 측정 검사 기술을 상용화한 업체로 사람의 노동을 최소화하여 제조 공정의 완전 자동화를 가능하게 한다. 동사의 기술우위에 의한 시장지배력 확대는 지속될 것으로 전망된다.

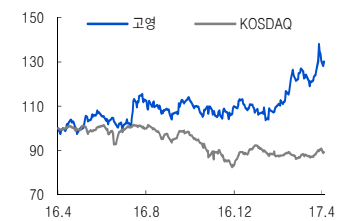
IT 중소형

(Initiate)	매수
목표주가(원, 12M)	62,000
현재주가(17/04/11, 원)	53,100
상승여력	17%

영업이익(17F, 십억원)	39
Consensus 영업이익(17F, 십억원)	42
EPS 성장률(17F, %)	14.6
MKT EPS 성장률(17F, %)	31.7
P/E(17F, x)	21.3
MKT P/E(17F, x)	9.4
KOSDAQ	621.64

시가총액(십억원)	726
발행주식수(백만주)	14
유동주식비율(%)	78.9
외국인 보유비중(%)	46.3
베타(12M) 일간수익률	0.34
52주 최저가(원)	39,800
52주 최고가(원)	56,300

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.5	17.6	33.4
상대주가	1.0	26.9	48.7



결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	143	146	172	203	247	298
영업이익 (십억원)	28	23	33	39	50	62
영업이익률 (%)	19.6	15.8	19.2	19.2	20.2	20.8
순이익 (십억원)	22	23	30	34	43	53
EPS (원)	1,645	1,728	2,173	2,491	3,149	3,904
ROE (%)	20.7	19.0	20.6	19.8	20.9	21.5
P/E (배)	26.0	22.4	20.8	21.3	16.9	13.6
P/B (배)	4.8	3.7	3.7	3.7	3.1	2.6
배당수익률 (%)	0.7	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8

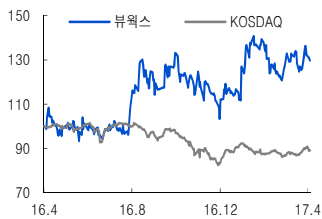
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 고영, 미래에셋대우 리서치센터

뷰웍스 (100120)

의료용 디텍터는 좋고, 산업용 카메라는 더 좋다

건강관리장비

(Initiate)	매수		
목표주가(원, 12M)	83,000		
현재주가(17/04/11, 원)	66,400		
상승여력	25%		
영업이익(17F, 십억원)	39		
Consensus 영업이익(17F, 십억원)	43		
EPS 성장률(17F, %)	18.1		
MKT EPS 성장률(17F, %)	31.7		
P/E(17F, x)	20.8		
MKT P/E(17F, x)	9.4		
KOSDAQ	621.64		
시가총액(십억원)	664		
발행주식수(백만주)	10		
유동주식비율(%)	70.7		
외국인 보유비중(%)	40.9		
베타(12M) 일간수익률	0.76		
52주 최저가(원)	47,800		
52주 최고가(원)	72,100		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.4	3.8	31.2
상대주가	-3.8	11.9	46.3



기업개요: 의료용 엑스레이 디텍터 및 산업용 머신비전 장비 제조업체

동사는 의료용 및 산업용 영상 솔루션 제조업체다. 의료용에서는 X-Ray 시스템의 핵심부품인 디텍터를 제조한다. 아날로그 X-Ray를 디지털로 변환하는 레트로핏 시장의 핵심기술인 AED기술을 세계 최초로 상용화하였다. 산업용 머신비전 카메라는 공정에 인간대신 투입되어 검사를 수행하는 장비다. 후공정에 투입되는 Area-scan 카메라가 주력사업이다.

투자포인트

1) 전방산업(OLED) 투자 확대 수혜 지속: 디스플레이의 패러다임이 LCD에서 OLED로 바뀌면서 산업용 카메라가 수혜를 받고 있다. 2016년에는 국내 기업의 대규모 설비투자가 이루어지며 동사는 2H16 산업용 카메라 매출은 139.3% YoY 증가했다. 2017년에도 해외기업을 중심으로 전방산업의 OLED 투자는 이어질 것으로 전망된다. 특히 폴더블 디스플레이가 본격화될 경우 산업용카메라의 매출 증대 기회가 지속될 것으로 예상된다.

2) 레트로핏 수요 증가 지속: 디지털 엑스레이 시장은 레트로핏이 견인하고 있다. 현재 보급된 엑스레이 기기의 대부분(80%)이 아날로그이며, 신규기기 구매보다 5~10배 저렴하기 때문이다. 2017년에는 최대 시장인 미국에서 아날로그와 CR방식에 대하여 보험수가를 낮추는 정책도 시행된다. 동사는 AED기술을 가장 먼저 상용화한 기업으로 세계 레트로핏 기기 생산업체에 B2B로 납품하고 있어 견조한 성장이 예상된다.

3) TDI 라인 카메라와 TFT 동영상 디텍터 등 신규사업: 동사는 지속적으로 신규사업을 시도하면서 성장했다. 동사는 향후 TDI라인 카메라와 TFT 동영상 디텍터로 시장을 확대하려고 한다. 양쪽 모두 돌파점 시장으로 시장 침투에 시간이 다소 필요할 것으로 보인다. 그러나 기존에 신규사업을 성공시킨 레퍼런스와 기술력을 확보하고 있어, 장기적으로 동사의 추가 성장동력이 될 가능성은 충분하다는 판단이다.

투자 의견 매수 및 목표주가 83,000원으로 조사분석 개시

목표주가는 동사의 실적모멘텀을 적극 반영하여 3년래 최고점에 20% 할증한 PER 26.0배 수준이다. 현재 동사의 주가는 20.8배로 경쟁사대비 고평가되고 있다. 견조한 의료분문 외에도 산업용 부문에서 경쟁사대비 뚜렷한 실적개선 가시성을 보여준다는 점에서 차별화되는 모습이다. 2017년에도 전방산업의 투자확대는 지속될 것으로 예상되며, 폴더블 디스플레이가 본격화될 경우 성장동력의 추가확보가 기대된다. 목표주가는 동사의 성장성을 고려할 때 충분히 달성 가능한 수준으로 판단된다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	71	93	117	144	165	186
영업이익 (십억원)	13	18	30	39	44	50
영업이익률 (%)	18.3	19.4	25.6	27.1	26.7	26.9
순이익 (십억원)	10	16	27	32	36	41
EPS (원)	1,048	1,589	2,697	3,185	3,639	4,124
ROE (%)	15.8	20.5	27.7	25.3	23.0	21.1
P/E (배)	32.7	28.0	22.2	20.8	18.2	16.1
P/B (배)	4.9	5.2	5.4	4.7	3.8	3.1
배당수익률 (%)	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 뷰웍스, 미래에셋대우 리서치센터

아이센스 (099190)

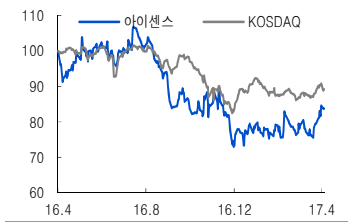
세계를 공략하는 자가혈당측정기 제조업체

건강관리장비

(Initiate)	매수
목표주가(원, 12M)	40,000
현재주가(17/04/11, 원)	31,000
상승여력	29%

영업이익(17F, 십억원)	30
Consensus 영업이익(17F, 십억원)	31
EPS 성장률(17F, %)	30.5
MKT EPS 성장률(17F, %)	31.7
P/E(17F, x)	18.5
MKT P/E(17F, x)	9.4
KOSDAQ	621.64
시가총액(십억원)	425
발행주식수(백만주)	14
유동주식비율(%)	75.4
외국인 보유비중(%)	40.8
베타(12M) 일간수익률	0.86
52주 최저가(원)	27,000
52주 최고가(원)	39,500

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.6	1.8	-12.8
상대주가	4.0	9.8	-2.8



기업개요: 자가혈당측정기 전문 제조 업체

동사는 혈당 측정기 전문업체로 자가혈당측정기를 생산 및 판매한다. 매출의 93%가 혈당측정기와 스트립 관련 매출이다. 자체 브랜드 전략과 ODM 전략을 병행하여 성장하고 있다. 주요 고객사로 일본 Arkray, 미국 아가메트릭스, 뉴질랜드 파마코 등을 확보하고 있다. 국내 혈당 측정 시장에서 2위이며, 국내 업체 중 1위를 기록하고 있다.

투자포인트

1) 글로벌 고객사를 통한 안정적 매출 확보: 동사는 Arkray, 아가메트릭스를 포함한 6개의 고객사로부터 매출의 절반 이상이 발생한다. 단순히 대형고객사를 확보하여 이익 변동성을 줄인 것이 아니라, 탁월한 품질과 원가경쟁력으로 대형고객사의 매출 비중을 늘려왔다. 2011년 1억원의 매출에서 2016년(273억원) 동사의 가장 큰 고객사로 성장한 Arkray가 대표적이다. 2016년부터 북미지역의 신규 고객사를 확보하여 추가 매출이 기대된다.

2) 중국 법인 매출 강화 본격화: 중국은 세계에서 당뇨병 환자가 가장 많은 국가(1억명)이다. 혈당 측정기 규모는 9천억원에 불과해 아직 초기 국면이다. 동사는 2015년부터 병원 영업망을 강화하여 2016년 매출액 171억원(175% YoY)으로 크게 성장했다. 현지업체들과 OTC 시장 침투도 본격화하고 있다. 1H17경 생산 및 판매허가가 기대되는 현지공장이 가동되면, 외형성장과 함께 이익률 개선도 본격화될 것으로 예상된다.

3) POCT 사업 본격화: 동사는 주력사업인 혈당측정외에도 다른 체외진단 사업으로 확장하고 있다. 대표적으로 POCT분야에서 혈액분석기를 판매하고 있다. 올해는 2015년 개발된 혈액 가스분석기 매출 확대가 본격화되고, 지난해 인수한 혈액가스분석기업체 Coag-Sense 효과로 100억원의 추가 매출이 발생할 것으로 예상된다.

투자의견 매수 및 목표주가 40,000원으로 조사분석 개시

동사에 대한 목표주가 40,000원과 매수의견으로 조사분석을 개시한다. 목표주가는 PER 24.0배로 동사의 Mid-cycle Valuation을 적용하였다. 동사는 글로벌 대형 고객사를 확보하고 있고, 신규 거래선을 확대하며 안정적으로 성장하고 있다. 동사의 매출성장률을 고려할 때 목표주가는 충분히 달성 가능하다는 판단이다. 동사는 2017년 최초로 현금배당(주당 100원)을 실시하며 주주환원정책도 펼치고 있다. 중국공장 생산 및 판매허가 완료시 센터멘트가 본격적으로 개선될 것으로 전망된다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	96	102	132	162	183	202
영업이익 (십억원)	18	19	26	30	38	43
영업이익률 (%)	18.8	18.6	19.7	18.5	20.8	21.3
순이익 (십억원)	14	15	18	23	29	33
EPS (원)	1,063	1,077	1,280	1,671	2,122	2,435
ROE (%)	13.1	11.8	12.5	14.2	15.6	15.4
P/E (배)	39.6	31.6	23.0	18.5	14.6	12.7
P/B (배)	4.9	3.5	2.7	2.5	2.1	1.8
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 아이센스, 미래에셋대우 리서치센터

오스템임플란트 (048260)

치과용 Total Solution Provider를 꿈꾼다

건강관리장비

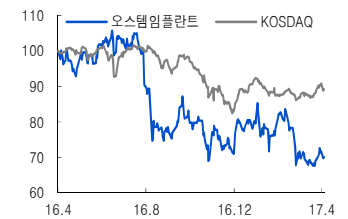
(Initiate)	매수
목표주가(원, 12M)	66,000
현재주가(17/04/11, 원)	52,800
상승여력	25%

영업이익(17F, 십억원)	48
Consensus 영업이익(17F, 십억원)	46

EPS 성장률(17F, %)	17.4
MKT EPS 성장률(17F, %)	31.7
P/E(17F, x)	27.3
MKT P/E(17F, x)	9.4
KOSDAQ	621.64

시가총액(십억원)	754
발행주식수(백만주)	14
유동주식비율(%)	76.6
외국인 보유비중(%)	47.5
베타(12M) 일간수익률	1.19
52주 최저가(원)	51,000
52주 최고가(원)	79,700

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.4	-10.2	-28.4
상대주가	-1.1	-3.1	-20.1



기업개요: 국내 및 중국 임플란트 1위 기업

오스템임플란트는 1997년 설립된 치과용 임플란트 전문업체이다. 차별화된 치과 의사 교육 시스템을 바탕으로 국내 시장 1위(시장점유율 50%)를 기록하고 있다. 총 22개의 해외 법인을 보유하고 있으며, 특히 중국에서 시장점유율 1위(시장점유율 36%)를 기록하고 있다.

투자포인트

1) 치과 임플란트 급여화의 최대 수혜주: 임플란트 보험 급여화 대상이 65세 이상으로 확대되며, 연간 120~610억원 수준의 신규시장이 형성될 것으로 추정된다. 동사의 제품은 치과 의사들이 가장 많이 사용하며, 환자들의 인지도도 압도적으로 많다. 의사와 환자들의 인지도, 시장 지배력 등을 고려할 때, 동사는 가장 큰 수혜를 누릴 것으로 예상된다.

2) 해외법인 성장으로 이익 개선 본격화: 2017년부터는 중국과 미국을 중심으로 본격적인 해외법인의 영업이익 턴어라운드 가능성이 높아질 것으로 예상된다. 2016년 영업허가 갱신 문제로 주춤했던 중국법인의 매출성장이 본격화 될 것으로 보이며, 미국법인도 견조한 성장을 보일 것으로 전망된다. 중국(광동법인 포함)과 미국법인은 각각 매출액 634억원(16.6% YoY), 559억원(18.8% YoY)을 기록할 것으로 전망된다.

3) Dental Total Solution Provider의 기능성: 동사는 치과용 임플란트 시장 밸류체인 전영역으로 다각화를 진행하고 있다. 향후 주력사업인 임플란트와 패키지 형식으로 조합 및 판매가 가능해, 외형 확대 및 마케팅 측면에서 도움이 될 전망이다. 현재 국내 치과용 의사 1위 업체로 성장했고, 연간 2,600억원 규모의 중국 체어시장에도 진출했다. 2017년부터는 순차적으로 디지털 덴티스트리에 필요한 장비(CBCT, CAD/CAM 등)를 출시 예정이다.

투자의견 매수 및 목표주가 66,000원으로 분석 개시

목표주가는 PER 34.0배로 글로벌 치과용 임플란트 업체 평균을 적용하였다. 동사는 중국의 보호무역주의와 임플란트 업계 회계 논란으로 인해 연초대비 13.0% 하락했다. 현재 주가는 역사적 최저점 수준으로, 높은 실적개선 가능성과 한국 및 중국 시장에서 시장점유율을 고려할 때 밸류에이션 매력이 발생하고 있다. 1분기 실적발표이후 센터테트 개선이 가능할 것으로 보인다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	239	278	345	383	411	452
영업이익 (십억원)	29	33	34	48	59	66
영업이익률 (%)	12.1	11.9	9.9	12.5	14.4	14.6
순이익 (십억원)	16	18	24	28	35	40
EPS (원)	1,100	1,259	1,645	1,932	2,423	2,783
ROE (%)	17.1	17.2	22.1	23.4	23.2	21.3
P/E (배)	32.4	64.4	36.9	27.3	21.8	19.0
P/B (배)	5.1	10.6	6.7	4.8	3.9	3.3
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

디오 (039840)

Digital Dentistry의 선도기업

건강관리장비

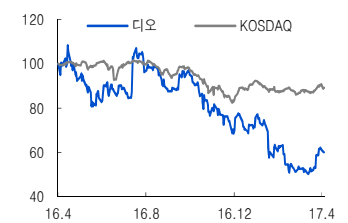
(Initiate)	매수
목표주가(원, 12M)	41,000
현재주가(17/04/11, 원)	32,850
상승여력	25%

영업이익(17F, 십억원)	28
Consensus 영업이익(17F, 십억원)	28

EPS 성장률(17F, %)	18.1
MKT EPS 성장률(17F, %)	31.7
P/E(17F, x)	21.3
MKT P/E(17F, x)	9.4
KOSDAQ	621.64

시가총액(십억원)	498
발행주식수(백만주)	15
유동주식비율(%)	79.5
외국인 보유비중(%)	18.7
베타(12M) 일간수익률	1.21
52주 최저가(원)	27,500
52주 최고가(원)	59,300

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	14.3	-34.6	-36.8
상대주가	12.5	-29.4	-29.6



기업개요: 국내 최초 Full-digital 임플란트 시스템을 상용화한 기업

디오는 1988년 설립된 동서기계가 2005년 계열사의 임플란트 사업을 양수, 2008년 상호를 디오로 변경함으로써 현재의 모습을 갖추었다. 동사는 후발주자로서 2014년 디지털 네비게이션 임플란트 기술이라는 신기술을 상용화하며 차별화하고 있다. 디지털 임플란트 기술이란 디지털 장비(CAD/CAM, 3D 프린터, 써지컬 가이드 등)를 이용해 임플란트를 시술하는 방식이다.

투자포인트

1) Digital Dentistry의 선도기업: 디지털 임플란트 시술은 일반 시술 대비 성공률과 식립정확도가 높고, 환자의 통증과 출혈이 경감된다는 장점이 있다. 임플란트의 골유착기간, 시술 시간도 단축된다. 이외에도 의료 분쟁시 치과외사의 책임범위를 줄여주는 효과도 있다. 이런 점들을 감안할 때, 임플란트 수술법은 장기적으로 디지털로 대체될 것으로 예상된다.

동사는 2014년 국내 최초로 Full Digital 방식의 임플란트 시스템(디오나비)를 상용화했다. 가장 정교한 SW 경쟁력을 갖추었고, 네비게이션 기능이 추가된 스마트 나비까지 출시하여 기능적인 면에서도 차별화를 이루었다. 또한, 디지털 교정 시스템까지 출시하여 디지털 시스템의 라인업을 확장하고 있다. 가장 차별화된 기술력(무치악 환자 시술 등)을 갖춘 동사는 디지털 시장 성장의 수혜를 받을 것으로 판단된다.

2) 이란과 중국 JV로 해외시장 확대 본격화: 2017년은 해외시장 확대가 본격화되는 원년이 될 것으로 전망된다. 동사는 대리점 비중을 줄이면서, 각국가 상위 치과 유통업체와 JV를 설립하는 전략을 구사하고 있다. 핵심지역은 중국과 이란이다. 중국에서는 Shanghai Fashion Medical과 합작회사를, 이란에서는 기존 대리상인 Afrand Atlas와 JV를 설립했다. JV효과를 중심으로 올해 해외법인 실적은 30.0% YoY 증가한 536억원을 기록할 것으로 예상된다.

투자의견 매수 및 목표주가 41,000원으로 조사분석 개시

목표주가는 PER 27.0배로 동사의 Mid-cycle Valuation을 적용하였다. 현재 동사의 주가는 21.3배 수준으로 Peer 대비 저평가 받고 있는 상황이다. 동사의 영업이익은 디오나비 출시 이후 연평균 140% 성장해왔다. 동사는 임플란트 회계 논란으로 인한 센터먼트 악화로 연초 대비 16.9% 하락했다. 매출을 좀 더 보수적으로 인식할 가능성은 존재하지만 손익구조에 영향을 미칠 수준은 아닌 것으로 보인다. 1분기 실적 발표 이후 센터먼트 개선이 가능할 것으로 전망된다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	65	73	88	100	122	142
영업이익 (십억원)	5	22	26	28	37	44
영업이익률 (%)	7.7	30.1	29.5	28.0	30.3	31.0
순이익 (십억원)	-2	11	20	23	31	38
EPS (원)	-152	841	1,304	1,540	2,038	2,473
ROE (%)	-4.2	17.4	20.7	19.3	20.8	20.5
P/E (배)	-	35.7	30.3	21.3	16.1	13.3
P/B (배)	1.7	5.1	4.9	3.4	2.8	2.3
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 디오, 미래에셋대우 리서치센터

바텍 (043150)

의료기기 세부 시장에서 세계 1위에 가장 다가선 기업

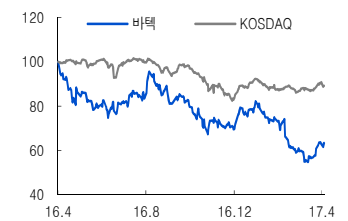
건강관리장비

(Initiate)	매수
목표주가(원, 12M)	40,000
현재주가(17/04/11, 원)	29,150
상승여력	37%

영업이익(17F, 십억원)	51
Consensus 영업이익(17F, 십억원)	53
EPS 성장률(17F, %)	19.4
MKT EPS 성장률(17F, %)	31.7
P/E(17F, x)	14.6
MKT P/E(17F, x)	9.4
KOSDAQ	621.64

시가총액(십억원)	433
발행주식수(백만주)	15
유동주식비율(%)	46.3
외국인 보유비중(%)	13.7
베타(12M) 일간수익률	1.02
52주 최저가(원)	25,200
52주 최고가(원)	44,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.0	-18.2	-33.0
상대주가	4.4	-11.8	-25.3



기업개요: 치과용 방사선 촬영장치 세계 3위 기업

동사는 치과용 방사선 촬영장치를 제조 및 판매하는 회사다. 수직계열화가 되어 있어 원가 구조 및 제품 생산속도, 유연성 등에서 강점이 있다. 국내 시장은 66%를 점유하고 있으며, 글로벌 시장에서는 Dentsply Sirona(24%), Planmeca(16%)에 이어 3위까지 성장하였다. 중국과 인도 시장 1위업체로 신흥지역에 강점을 보이고 있다. 최근 AI를 활용한 SW 솔루션을 개발하고 있어 하드웨어뿐 아니라 SW측면에서도 시장을 선도하고 있다.

투자포인트

1) 브랜드 가치 제고로 북미시장 고성장에 지속: 북미지역은 2012년부터 연평균 21.4% 성장하며 동사의 외형확대를 견인하고 있다. 주목해야할 점은 단순히 판매량이 증가할 뿐 아니라 브랜드 가치가 높아지고 있다는 점이다. 브랜드 가치 제고로 인하여 향후 북미시장에서 ASP를 높이는 수익성 제고 전략이 활용 가능할 것으로 전망된다. 또한, 높은 브랜드 가치는 신흥지역 침투시 마케팅 측면에서도 활용도가 높을 것으로 예상된다.

2) 세계 최초 2.5D 제품 출시로 제품믹스 강화: 치과시장 성숙도에 따라 사용되는 영상진단장비가 다르기 때문에, 제품믹스를 구축하는 것이 중요하다. 동사는 다양한 제품믹스를 갖추고 시장 성숙도에 따라 자연스럽게 상위 제품군으로 연결될 수 있는 전략을 활용한다. 이러한 전략으로 중국과 인도시장에서 1위기업으로 성장했다. 상반기에는 세계최초로 2.5D 제품을 출시하여 제품믹스를 더욱 공고히 할 계획이다.

3) 레이언스의 Non-Captive 매출 증가: 계열사인 레이언스의 실적은 동사의 연결실적으로 계상된다. 매출 계상시 내부거래가 제거되기 때문에, 레이언스의 바텍의 매출이 증가하는 것이 동사에게 좋다. 레이언스는 치과용 디텍터 외에도 진단영상 특화시장에 강점을 보이고 있고, 2016년에는 OSKO를 인수하며 동물용 의료기기사업도 본격화할 것으로 보인다. 레이언스의 바텍의 매출비중 증가는 2017년에도 지속될 것으로 전망된다.

투자이건 매수 및 목표주가 40,000원으로 조사분석 개시

목표주가는 PER 20.0배로 동사의 Mid-cycle Valuation을 적용하였다. 동사는 선진시장에서 브랜드 가치가 높아지고 있고, 중국, 인도 등의 신흥지역에서 성장성도 기대되고 있다. 또한, 2.5D 제품출시로 제품믹스도 더욱 강화될 것으로 전망된다. 최근 주가는 3년래 최저점 수준으로 동사의 성장성을 고려할 때 밸류에이션 매력 발생하고 있다는 판단이다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	195	217	238	263	291	324
영업이익 (십억원)	32	41	45	51	59	69
영업이익률 (%)	16.4	18.9	18.9	19.4	20.3	21.3
순이익 (십억원)	10	21	25	30	35	41
EPS (원)	653	1,433	1,667	1,992	2,327	2,770
ROE (%)	11.4	22.5	19.9	18.4	18.1	18.1
P/E (배)	40.0	27.6	21.7	14.6	12.5	10.5
P/B (배)	4.4	5.8	3.7	2.5	2.1	1.7
배당수익률 (%)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 바텍, 미래에셋대우 리서치센터

레이언스 (228850)

진단 영상 특화시장의 강자

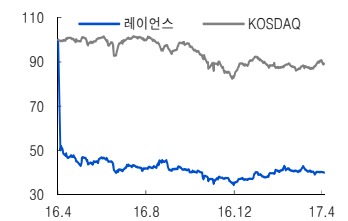
건강관리장비

(Initiate)	매수
목표주가(원, 12M)	22,000
현재주가(17/04/11, 원)	18,400
상승여력	20%

영업이익(17F, 십억원)	22
Consensus 영업이익(17F, 십억원)	22
EPS 성장률(17F, %)	22.4
MKT EPS 성장률(17F, %)	31.7
P/E(17F, x)	15.9
MKT P/E(17F, x)	9.4
KOSDAQ	621.64

시가총액(십억원)	305
발행주식수(백만주)	17
유동주식비율(%)	32.5
외국인 보유비중(%)	0.5
베타(12M) 일간수익률	0.75
52주 최저가(원)	15,800
52주 최고가(원)	23,850

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.2	-1.9	-20.2
상대주가	-4.6	5.9	-11.0



기업개요: 특화시장에 강점을 지닌 의료용 및 산업용 영상진단 솔루션 제조업체

레이언스는 2011년 바텍의 DR 사업부가 물적분할하여 설립된 의료용 및 산업용 영상 진단 솔루션 제조업체다. 동사는 X-Ray 시스템의 핵심부품인 디텍터 제조를 주력으로 한다. 세계최초로 CMOS와 TFT 제조기술을 모두 보유하고, I/O 센서까지 생산가능해 FP-DR 디텍터의 full line-up을 구축하고 있다. 다양한 특화시장에 강점을 보이고 있는데, I/O센서 세계 1위, 경주마 및 보안용 엑스레이 디텍터 북미지역 1위 기업이다.

투자포인트

1) OSKO인수 효과 본격화: 동사는 지난 2016년 9월 미국 엑스레이 솔루션 기업인 OSKO를 인수했다. 2017년은 OSKO인수 효과가 본격화될 것으로 예상된다. OSKO는 GMP인증을 받은 제조시설을 보유하고 중남미에 유통망을 보유하고 있다. OSKO 인수를 통해서 중남미지역의 진출 거점과 의료용 엑스레이 시스템 제작 기술을 포함한 현지 제조기반을 보유하게 되었다. 이를 통해 미국 동물용 의료기기 시장 진출도 본격화 될 것으로 보인다.

2) 특화시장의 강자: 동사는 다양한 특화시장에 강점을 보유하고 있다. 특화시장은 규모는 작지만, 공급업체가 많지 않다는 장점이 있다. 동사는 북미지역에서 보안용 및 경주마 검사용 디텍터 시장 1위기업이다. 또한, 치과용 2D 방식의 구강내 진단기기인 I/O센서 세계 1위 기업이다. 계열회사인 바텍과의 시너지, 글로벌 상위업체향 ODM계약 등으로 시장 점유율의 추가확대가 예상된다. 신규사업인 신흥지역에 대한 기술이전 사업(TMS)도 기대된다.

3) 안정적인 수익창출이 가능한 Captive 시장의 확보: 동사는 계열사인 바텍에 CMOS 디텍터를 독점 공급하고 있다. 바텍은 수직계열화에 의한 원가경쟁력과 기술력으로 세계 치과용 진단기기 시장 3위까지 성장했다. 바텍은 북미와 유럽지역외에도, 중국과 인도에서 시장 1위를 기록하며 신흥지역에서 강점을 보이고 있다. 동사는 동물용시장, 산업용 특화시장 등에 신규 진출하고 있는데, 이러한 안정적인 수익원의 존재는 실적의 안전판 역할을 할 수 있다.

투자조건 매수 및 목표주가 22,000원으로 조사분석 개시

목표주가는 PER 19.2배로 액션 디텍터 업체 평균을 적용하였다. 동사는 cash cow인 덴탈부문을 중심으로, 산업용, I/O 같은 특화시장에서 경쟁력을 확보하고 있다. 하반기부터는 본격적으로 미국 동물용 시장에도 진출한다. 동사의 주가는 2016년 4월 상장이후 지속적으로 하락하여 PER 15.9배 수준이다. 펀더멘탈이 건조한 상황에서 밸류에이션 매력이 발생하고 있다는 판단이다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	78	87	98	117	139	158
영업이익 (십억원)	11	20	18	22	27	32
영업이익률 (%)	14.1	23.0	18.4	18.8	19.4	20.3
순이익 (십억원)	3	14	15	19	24	29
EPS (원)	256	1,150	947	1,160	1,450	1,725
ROE (%)	7.2	27.3	13.1	11.0	12.3	13.1
P/E (배)	-	-	18.1	15.9	12.7	10.7
P/B (배)	-	-	1.7	1.6	1.4	1.3
배당수익률 (%)	-	-	1.7	1.6	1.6	1.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 레이언스, 미래에셋대우 리서치센터

씨젠 (096530)

ODM으로 의료기기 시장의 캐즘을 극복한다

기업개요: 독보적인 Multiplex PCR 원천기술을 보유한 분자진단기업

동사는 Multiplex(동시다중검사) PCR 원천기술을 보유한 분자진단회사이다. 한번의 검사로 다수의 병원체를 정확하고 빠르게 검사할 수 있다. 전세계에서 유일하게 Real-time PCR 방법으로 동시 다중 검사가 가능한 기술을 보유하고 있다. 현재 주력은 감염성 질환(호흡기, 소화기, 성감염증 등)진단 제품이다. 향후 비감염성질환(암, 유전질환) 진단 및 동식물 검역, 식품 검사 시장으로 확대해나갈 계획이다.

투자포인트

1) 독보적인 기술력: 동사는 동시다중 검사가 가능한 유전자증폭기술인 DPO기술(2005년), Real-time분석이 가능한 TOCE기술(2011년), 하나의 채널에서 여러 유전자를 동시에 검사할 수 있는 소프트웨어 기술인 MuDT 기술(2014년)을 원천기술로 보유하고 있다. 2013년 로슈의 Real-time PCR 특허가 만료됨에 따라 Real-time PCR 플랫폼 중 유일하게 동시다중 검사가 가능한 동사는 정확도와 비용 측면에서 돋보일 수 밖에 없다.

2) 글로벌 기업과의 ODM계약 매출 인식 본격화: 동사는 외형 확장을 위해 자체 브랜드 사업과 글로벌 기업과의 ODM계약을 병행하는 투트랙 전략을 활용하고 있다. 2014년 Beckman Coulter(Danaher에 인수), 2015년 Qiagen 및 Becton Dickinson, 2016년 Hologic 등 전세계 분자진단 기업 2~4위과 ODM 계약을 맺었다. 현재는 각 기업에 맞는 시약 개발과 인허가 준비가 진행되고 있다. ODM 매출은 2H17부터 순차적으로 발생할 것으로 기대된다.

3) 분자진단 대중화를 이끌 원 플랫폼 솔루션: 동사는 하나의 검진장비로 다양한 분자진단이 가능한 솔루션을 개발하고 있다. 이를 위해 검사결과 자동표준화 SW기술, SG 올리고(범용형광 올리고) 등 원천기술을 이용하여 모든 제품 개발 과정을 자동화하고, 분자진단 제품의 파이프라인을 확대하는 것이 목표이다. 현재 세계 유수의 연구기관을 임상파트너를 확보하고 있는 중이며, 상용화시 분자진단의 표준화와 대중화가 가능할 것으로 전망된다.

실적 및 Valuation

동사는 2008년부터 연평균 42.9% 성장하여, 2016년 매출액 737억원을 시현했다. 현재 주가는 PER 74.3배 수준으로 글로벌 경쟁사 평균(27.7배)대비 상당히 높은 수준이다. 2015년 하반기 출시된 신제품 Allplex의 신규고객이 2015년 20곳에서 2016년 209곳으로 빠르게 증가했다. 올해에도 Allplex의 견조한 성장세가 기대된다. 또한, 그동안 지연되었던 ODM 매출도 올해부터 발생할 것으로 보여 본격적인 외형확대는 2017년 하반기부터 시작될 것으로 예상된다.

건강관리장비

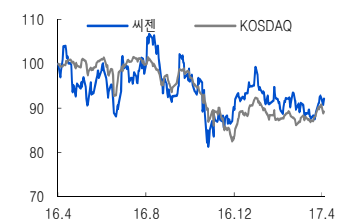
	Not Rated
목표주가(원, 12M)	-
현재주가(17/04/11, 원)	33,950
상승여력	-

영업이익(17F, 십억원)	12
Consensus 영업이익(17F, 십억원)	16

EPS 성장률(17F, %)	54.9
MKT EPS 성장률(17F, %)	31.7
P/E(17F, x)	80.7
MKT P/E(17F, x)	9.4
KOSDAQ	621.64

시가총액(십억원)	891
발행주식수(백만주)	26
유동주식비율(%)	65.3
외국인 보유비중(%)	17.7
베타(12M) 일간수익률	1.12
52주 최저가(원)	29,950
52주 최고가(원)	39,350

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.0	-3.3	-5.0
상대주가	-0.5	4.3	5.9



결산기 (12월)	12/11	12/12	12/13	12/14	12/15	12/16
매출액 (십억원)	0	0	0	64	65	74
영업이익 (십억원)	0	0	0	11	9	10
영업이익률 (%)	-	-	-	17.2	13.8	13.5
순이익 (십억원)	0	0	0	9	7	7
EPS (원)	0	0	0	362	262	272
ROE (%)	0.0	0.0	0.0	9.6	5.9	5.1
P/E (배)	-	-	-	90.0	144.2	128.7
P/B (배)	-	-	-	8.0	6.9	6.1
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 씨젠, 미래에셋대우 리서치센터

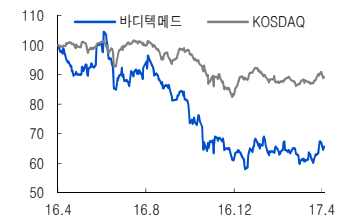
바디텍메드 (206640)

선진국향 매출 증가로 고성장세 지속

건강관리장비

	Not Rated
목표주가(원, 12M)	-
현재주가(17/04/11, 원)	19,000
상승여력	-

영업이익(17F, 십억원)	14
Consensus 영업이익(17F, 십억원)	19
EPS 성장률(17F, %)	11.3
MKT EPS 성장률(17F, %)	31.7
P/E(17F, x)	31.4
MKT P/E(17F, x)	9.4
KOSDAQ	621.64
시가총액(십억원)	403
발행주식수(백만주)	23
유동주식비율(%)	72.2
외국인 보유비중(%)	2.3
베타(12M) 일간수익률	1.09
52주 최저가(원)	16,813
52주 최고가(원)	30,300
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	7.5 -10.7 -33.0
상대주가	5.9 -3.7 -25.3



기업개요: 병원용 POCT 진단기기 및 카트리지 제조기업

동사는 면역진단 장비 및 카트리지를 제조 및 판매하는 기업이다. 33개의 질환을 측정할 수 있는 포트폴리오를 보유하고 있으며, 병원용 POCT가 주력이다. 진단에 필요한 항원 및 항체부터 진단기기까지 자체 생산하고 있어 원가경쟁력(원가율 37%, 글로벌 경쟁사 50% 수준)을 갖추고 있다. 자동화 진단플랫폼, PCT진단 카트리지, 동물 시장 등 고부가가치 제품 개발을 통하여 원가경쟁이 아닌 기술우위로 마진을 높이는 전략을 추구하고 있다.

투자포인트

1) 중국 시장 경쟁력 강화: 중국은 동사 매출의 45%를 차지하는 최대 매출처다. 동사는 2006년부터 중국에 진출하여 CRP진단시장에서 1위(점유율 38%)를 달성하고 있다. 올해부터 2016년 완공된 현지 공장에서 19종의 카트리지 생산이 본격화될 것으로 전망된다. 또한 주요 권역별로 판매채널 다변화하고, 유통 구조를 단순화하여 유통망을 강화할 계획이다.

2) ODM과 PB 모델로 미국과 일본 신규시장 진출: 2017년에는 미국과 일본 시장진출이 본격화될 것으로 예상된다. 침투 속도를 높이기 위해, 미국은 대형유통회사의 PB상품으로 일본은 Arkray와 ODM으로 진입한다.

동사는 2016년 3월 미국의 Immunostics를 인수하였다. 이번 인수로 미국 거대 유통회사 (McKesson, Henry Schein)와의 판매 네트워크와 제품 생산공장 부지를 확보했다. 현재 TSH, 헤모글로빈 등의 진단 제품이 FDA허가를 기다리고 있다. 일본에서는 Arkray와 ODM 계약으로 호흡기 질환 진단 제품을 판매할 예정이다. 현지 제품이 대부분 정성검사식 제품으로 정량검사가 가능한 동사의 제품이 경쟁력을 확보할 수 있을 것으로 전망된다.

실적 및 Valuation

동사는 2007년부터 연평균 54.4% 성장하여, 2016년 매출액 550억원을 시현했다. 현재 주가는 PER 22.5배 수준으로 글로벌 경쟁사 평균(22.7배)대비 유사한 수준이다. 전세계에 걸쳐 27,000대가 넘는 진단기기가 설치되어 있어 안정적인 성장이 가능하다. 휴대용 고감도 진단 플랫폼인 TRIAS, 전자동 진단 플랫폼인 AFIAS 등 고부가 진단 플랫폼의 판매량이 견조하고, 미국을 중심으로 한 선진국향 매출 증대로 외형 성장이 지속될 것으로 예상된다.

결산기 (12월)	12/11	12/12	12/13	12/14	12/15	12/16
매출액 (십억원)	0	0	0	31	40	55
영업이익 (십억원)	0	0	0	9	12	12
영업이익률 (%)	-	-	-	29.0	30.0	21.8
순이익 (십억원)	0	0	0	9	-2	13
EPS (원)	0	0	0	383	-85	544
ROE (%)	0.0	0.0	0.0	21.2	-3.9	18.8
P/E (배)	-	-	-	47.6	-	34.6
P/B (배)	-	-	-	10.1	12.9	5.6
배당수익률 (%)	-	-	-	0.0	0.0	0.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 바디텍메드, 미래에셋대우 리서치센터

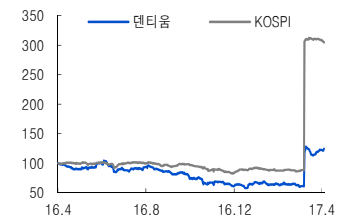
덴티움 (145720)

국내 유일의 10년 이상 장기 임상데이터 보유 기업

건강관리장비

	Not Rated
목표주가(원, 12M)	-
현재주가(17/04/11, 원)	36,050
상승여력	-

영업이익(17F, 십억원)	31		
Consensus 영업이익(17F, 십억원)	33		
EPS 성장률(17F, %)	22.3		
MKT EPS 성장률(17F, %)	31.7		
P/E(17F, x)	16.5		
MKT P/E(17F, x)	9.4		
KOSPI	2,123.85		
시가총액(십억원)	399		
발행주식수(백만주)	11		
유동주식비율(%)	54.7		
외국인 보유비중(%)	3.5		
베타(12M) 일간수익률	1.40		
52주 최저가(원)	32,800		
52주 최고가(원)	37,100		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.0	0.0	0.0
상대주가	0.0	0.0	0.0



기업개요: 국내 치과용 임플란트 2위 업체

동사는 2000년 6월 설립된 국내 2위(점유율 16%)의 치과용 임플란트 제조기업으로 2017년 3월 15일 코스닥에 상장되었다. 해외판매법인 14개, 제조법인 2개, LAB법인 1개로 적극적으로 해외로 진출하고 있다. 국내 최초로 SLA기술을 개발하여 국내에서 유일하게 10년 이상의 장기 임상데이터를 보유하고 있는 것이 특징이다. 장기 임상데이터와 식립이 용이한 디자인 등으로 치과 의사들이 가장 선호하는 임플란트 브랜드로 알려져 있다.

투자포인트

1) 10년 이상 SLA방식 임플란트의 장기 임상데이터 보유: 동사는 국내 최초로 SLA방식의 임플란트를 개발하여 가장 긴 임상데이터를 보유했다. 10년 이상된 242개의 임플란트에서 97.9%의 생존율을 기록한 임상연구가 SCI급 논문인 IJPRD에 지난 2015년 게재되기도 했다. 장기 임상데이터의 존재는 해외시장 침투시 강력한 무기가 될 수 있다.

2) 중국 법인의 높은 성장세: 중국은 1선도시(해안선에 위치한 대도시로 북경, 상해, 광저우 등)를 중심으로 고급 치과수요가 늘어나고 있다. 동사는 2009년 중국에 진출하여 연평균 두 배 이상 성장하고 있다. 2014년 상해법인이 설립 이후 외형이 크게 성장하여 2016년 기준 중국내 3위까지 도약한 것으로 추정된다. 또한, 외국기업 최초로 준공된 연 30만 Fixture 규모의 현지공장의 제조인증 취득시 원가개선 및 무역리스크의 상당부분이 해소될 수 있다.

3) 자체상품기반의 원가경쟁력과 치과장비 토탈 솔루션 제공: 동사는 전체 매출 중 92.5%가 상품이 아닌 제품으로 이익률(23.5%)이 경쟁사 대비 높다. 또한, Rainbow 브랜드로 Digital Dentistry 관련 제품 포트폴리오를 구축하고 있다. 2015년 CAD/CAM 제품 출시하였고, 2Q17 CBCT, 2018년 3D 구강스캐너를 내재화할 계획이다. 치과장비 포트폴리오 구축시, 제품간의 패키지 판매가 가능하고, 고객 충성도를 높일 수 있는 효과가 기대된다.

실적 및 Valuation

동사는 2004년부터 연평균 24.1% 성장하여, 2016년도 매출액 1,200억원을 시현했다. 2010년부터 꾸준히 20% 이상의 영업이익률을 시현하고 있다. 현재 주가는 PER 17.8배 수준으로 경쟁사 대비 저평가되고 있다. 상장전 회계논란으로 예상보다 낮은 공모가에 상장된 것이 가장 큰 영향으로 보인다. 회계논란은 감리 및 회계조사를 통하여 마무리되었고, 손익 구조에 큰 영향은 없는 것으로 보인다. 다만, 펀더멘탈 영향이 제한적인 상황에서 보호예수 물량(8.8%)이 적은 점은 단기적으로 수급 부담으로 존재할 수 있다.

결산기 (12월)	12/11	12/12	12/13	12/14	12/15	12/16
매출액 (십억원)	71	62	74	82	95	120
영업이익 (십억원)	19	12	21	18	17	29
영업이익률 (%)	26.8	19.4	28.4	22.0	17.9	24.2
순이익 (십억원)	14	7	15	17	14	20
EPS (원)	1,457	727	1,351	1,542	1,308	1,788
ROE (%)	38.6	19.5	37.1	38.8	30.1	31.8
P/E (배)	-	-	-	-	-	-
P/B (배)	-	-	-	-	-	-
배당수익률 (%)	-	-	-	-	-	-

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 덴티움, 미래에셋대우 리서치센터

인바디 (041830)

전문가용 체성분 분석기 세계 1위 기업

기업개요: 새로운 시장을 만들어 낸 체성분 분석기 전문 기업

인바디는 회사명과 동일한 체성분분석기를 제조 및 판매한다. 병원, 피트니스 클럽 등에서 사용되는 전문가용 인바디가 주력모델이다. 모방이 어려운 SW 알고리즘에 의한 기술우위로 경쟁사대비 높은 ASP를 책정하고 있다. 국내 시장의 7~80%를 점유하고 있으며, 세계 시장(BIA 측정법 기준)의 40% 이상을 점유하고 있는 것으로 추정된다.

투자포인트

1) 초기 시장인 체성분 분석 시장의 선도기업: 우리에게 친숙한 개념이지만 체성분 분석 시장은 형성되지 얼마되지 않았다. 미국에서는 여전히 신체부위를 집게(Skinfold Caliper)로 집어 피하지방을 측정하는 점자실측법이 널리 사용된다. 체성분 분석은 치료목적으로 병원, 연구시설 등에 한정된 매우 작은 시장이었다. 가정용 기기를 주력으로 하는 경쟁사와 달리, 동사는 전문가용(병원, 피트니스 센터) 기기에 집중하여 시장을 개척하였다.

동사의 해외수출은 98년부터 연평균 38.2% 상승하여 현재 매출의 80%까지 성장하였다. 가장 고도화된 체성분 분석 시장인 국내시장을 고려할 때, 세계 시장은 여전히 초기 국면이다. 의료의 패러다임이 예방으로 확대되고 있어 시장 성장 가능성은 충분하다는 판단이다.

2) 모방이 어려운 세계 최고수준의 기술력: 동사의 강점은 기술력이다. 체성분 분석에서 가장 정확한 측정법은 X-ray를 이용한 DEXA법이나, 방사선 피폭과 고가의 대형 장비라는 점에서 대중화되기 어려웠다. 대안으로써 주목받은 기술이 인체의 전기저항을 이용한 생체전기 임피던스법(BIA)이다. 동사는 BIA방식을 기반으로 부위별 직접측정, 다주파수 측정, 8점 터치식 측정, 경험변수를 배제할 수 있는 알고리즘 등의 자체기술력을 더해 정밀성을 높였다.

특히 동사의 기술우위는 SW 알고리즘에 있어 경쟁사가 모방하기 어렵다는 장점이 있다. 이러한 기술력을 바탕으로 개인용 웨어러블시장으로 사업영역을 확대하고 있다. 세계 최초로 체성분 분석이 가능한 인바디밴드를 출시하였고, 동맥맥파속도(PWV) 측정으로 심혈관 건강관리가 가능한 인바디워치를 출시할 예정이다.

실적 및 Valuation

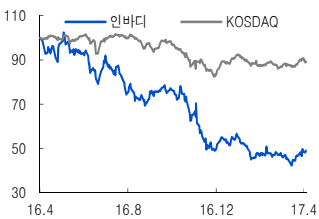
동사는 1998년도부터 연평균 24.9% 성장하여, 2016년도 매출액 798억원을 시현했다. 현재 주가는 PER 15배 수준으로 경쟁사 및 업종평균 대비 저평가되고 있다. 기대를 모았던 인바디밴드의 판매량 저조가 주가하락으로 이어지고 있는 것으로 보인다. 그러나 체성분 분석 시장은 초기시장으로 꾸준히 성장하고 있고, 동사의 기술우위도 여전히다. 전문가용 인바디를 중심으로한 실적 개선은 지속될 것으로 예상된다.

Not Rated	
목표주가(원, 12M)	-
현재주가(17/04/11, 원)	24,000
상승여력	-

영업이익(17F, 십억원)	22
Consensus 영업이익(17F, 십억원)	25
EPS 성장률(17F, %)	7.2
MKT EPS 성장률(17F, %)	31.7
P/E(17F, x)	18.0
MKT P/E(17F, x)	9.4
KOSDAQ	621.64

시가총액(십억원)	328
발행주식수(백만주)	14
유동주식비율(%)	69.8
외국인 보유비중(%)	20.2
베타(12M) 일간수익률	1.05
52주 최저가(원)	20,750
52주 최고가(원)	50,100

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.4	-34.4	-50.3
상대주가	4.8	-29.3	-44.6



결산기 (12월)	12/11	12/12	12/13	12/14	12/15	12/16
매출액 (십억원)	32	33	37	49	69	80
영업이익 (십억원)	4	5	7	10	20	22
영업이익률 (%)	12.5	15.2	18.9	20.4	29.0	27.5
순이익 (십억원)	6	6	6	9	17	17
EPS (원)	404	412	453	649	1,265	1,241
ROE (%)	13.2	12.8	12.7	16.0	25.5	20.1
P/E (배)	30.2	14.1	19.2	48.5	45.8	21.7
P/B (배)	4.0	1.7	2.3	7.2	10.4	4.0
배당수익률 (%)	0.3	0.7	0.5	0.2	0.1	0.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 인바디, 미래에셋대우 리서치센터

루트로닉 (085370)

안과질환 치료 시장으로 보폭을 넓히다

기업개요: 레이저 원천 기술을 보유한 에스테틱 치료 부문 아시아 1위 기업

동사는 1997년 설립된 레이저 의료기기 전문기업이다. 색소제거 관련 YAG 레이저 기기가 주력이다. 국내 에스테틱(피부과) 시장 점유율 1위(20~25%)이자, 아시아 1위(글로벌 점유율 3~4%) 기업이다. 원천기술인 레이저 기술을 활용하여 최소침습 스마트 수술(척추) 및 안과질환 등으로 사업영역을 넓혀나가고 있다.

투자포인트

1) 세계 최초 망막병증 치료기기 R:GEN 출시: 동사는 세계 최초로 망막질환용 레이저 치료 기기인 알젠을 개발하여 FDA, CE, 식약처 허가를 모두 획득했다. 십억달러 규모의 망막병증 치료시장은 완벽한 치료법이 존재하지 않아 주로 눈에 직접 주사기를 찔러 약물을 주입하거나 레이저를 이용한 치료가 이루어진다. 알젠은 망막전체를 태웠던 기존 레이저 치료법과 달리 망막색소상피층의 이상 부위만 선택적으로 손상시켜 자가 재생을 유도한다.

레이저 치료시 발생하는 소리와 빛을 감지하여 레이저를 제어하는 기술이 핵심이다. 올해부터 국내 매출이 발생 가능할 것으로 기대된다. 다만, 세계 시장으로 확대되기까지는 시간이 필요하다. 혁신 의료기기 특성상 임상데이터 확보가 필수적이기 때문이다. 미국 및 한국 망막학회장의 지지아래, 임상시험 확장이 진행 중이다. 가장 근원적인 치료법임과 동시에 병원의 수익을 극대화할 수 있는 치료술 판매 모델을 도입하여 장기적으로 성장성이 기대된다.

2) 장기성장을 위한 준비: 동사는 지난 2016년 610억을 유상증자했다. 이중 96억원은 중국 시장 진입에, 514억원은 외국 레이저업체 인수에 사용될 것으로 예상된다. 중국시장 진출은 루동현과 미용전문병원 설립으로 이루어질 예정이다. 단기 수익사업보다는 에스테틱 치료 기술을 갖춘 의사들을 양성하는 것이 목표이다. 해외기업 인수는 북미 및 유럽지역의 브랜드 파워가 높은 기업으로 진행될 것으로 예상된다.

실적 전망

동사는 2004년도부터 연평균 24.1% 성장하여, 2016년 매출액 845억원을 시현했다. 현재 주가는 PER 24.9배 수준으로 경쟁사(26.7배) 대비 저평가되고 있다. 올해부터 안과 질환 치료기기인 알젠의 매출이 본격적으로 발생하지만, 이로 인한 무형상각비(5년간 200억원) 증가로 단기적인 실적둔화가 예상된다.

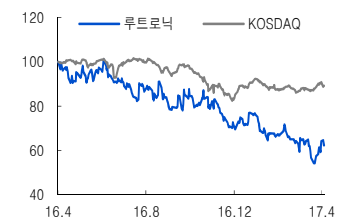
본업인 에스테틱 시장에서의 경쟁력이 탄탄하고 중국시장진출 및 해외기업 M&A같은 장기 성장을 위한 준비도 순조롭다. 독보적인 기술력에 의한 안과질환 치료시장 개척이 기대되며, 안과질환 분야의 사업가치가 점진적으로 주가에 반영될 것으로 예상된다.

결산기 (12월)	12/11	12/12	12/13	12/14	12/15	12/16
매출액 (십억원)	42	46	52	65	72	84
영업이익 (십억원)	0	0	1	3	5	7
영업이익률 (%)	0.0	0.0	1.9	4.6	6.9	8.3
순이익 (십억원)	-2	0	-1	2	6	6
EPS (원)	-134	2	-25	73	276	258
ROE (%)	-7.6	0.1	-1.6	4.5	10.6	5.3
P/E (배)	-	1,217.1	-	149.0	81.8	68.7
P/B (배)	1.3	1.5	3.7	6.2	6.2	3.2
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.2	0.2	0.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 루트로닉, 미래에셋대우 리서치센터

건강관리장비

Not Rated			
목표주가(원, 12M)	-		
현재주가(17/04/11, 원)	14,350		
상승여력	-		
영업이익(17F, 십억원)	8		
Consensus 영업이익(17F, 십억원)	7		
EPS 성장률(17F, %)	130.7		
MKT EPS 성장률(17F, %)	31.7		
P/E(17F, x)	24.1		
MKT P/E(17F, x)	9.4		
KOSDAQ	621.64		
시가총액(십억원)	308		
발행주식수(백만주)	25		
유동주식비율(%)	71.6		
외국인 보유비중(%)	4.0		
베타(12M) 일간수익률	1.11		
52주 최저가(원)	12,500		
52주 최고가(원)	23,295		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.7	-25.5	-35.6
상대주가	-5.1	-19.7	-28.2



Intuitive Surgical (ISRG US)

세계 유일의 외과수술 로봇 생산 기업

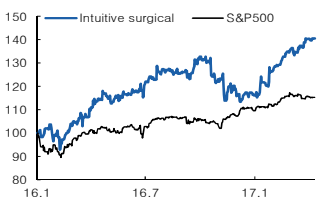
건강관리장비

Bloomberg 목표주가평균	USD 758.00
현재 주가 (17/04/10)	USD 767.04
국가	미국
거래소	NASDAQ
상승여력	-1.2%

Bloomberg Rating		
매수	보유	매도
63%	32%	5%

EPS 성장률 (17F,%)	2.4
P/E(17F,x)	32.6
MKT P/E(17F,x)	18.3
배당수익률(%)	28.2
시가총액(십억USD)	36.3
유통주식수(백만주)	610.71
52주 최저가(USD)	775.91
52주 최고가(USD)	771.57

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.5	8.0	23.7
상대주가	5.2	-2.1	7.1



기업개요: 의료용 로봇시장의 65%를 점유하고 있는 독보적 기업

Intuitive Surgical은 1995년 미국에서 NASA, IBM 출신 기술자들이 창립한 외과수술로봇 제조업체이다. 동사에서 1999년에 개발한 복강경 수술시스템 다빈치는 미세한 로봇 팔을 환자 복부에 삽입한 다음, 의사가 외부 조종석 앉아 로봇 팔을 조작하는 최첨단 수술 시스템이다. 2000년도에 FDA승인을 받아 2016년 말 기준 전 세계에 3,919대가 보급되어 있다

투자포인트

1) 세계 유일의 수술 로봇제조업체: 동사는 1,000여개가 넘는 특허를 통해 시장을 선점하고, 2003년 가장 큰 경쟁사인 Computer Motion를 인수한 이후 외과 수술 시장을 지배해왔다. 수술로봇의 특허 대부분을 동사가 보유하고 있어 진입장벽이 매우 높다. 또한, 현대의학은 신기술일수록 임상데이터가 매우 중요하다. 동사는 10,000건이 넘는 의학 논문 및 임상데이터를 확보하고 있어, 경쟁사가 동사를 따라잡는 것은 쉽지 않아 보인다.

2) 소모품 판매 및 용역에 의한 안정적인 수익구조: 다빈치 시스템은 ASP가 16억원에 이르는 고가장비로, 판매이후 부품 교체 및 사후관리가 필요하다. 마진이 높은 After-market의 존재는 수익의 안전판 역할을 한다. 동사의 영업이익은 부품 및 사후관리 매출이 본격화된 2004년 흑자전환한 이후 지속적으로 30%대의 영업이익률을 유지하고 있다. 현재 매출의 70%가 부품과 사후관리에서 발생하고 있다.

3) 초기단계인 수술로봇시장: 수술로봇은 초기 시장으로 섬세한 구조로 이루어진 부위 위주로 사용된다. 아직 다른 분야에서는 추가 임상데이터 확보가 필요하다. 로봇수술이 활성화된 미국에서 전립선 수술과 악성 자궁절제술은 로봇 수술 비중이 80%를 넘는다. 장기적으로 로봇 수술의 장점을 고려할 때 비뇨기과나 산부인과처럼 다른 분야로 로봇수술이 침투할 가능성은 매우 높다. 시장확대는 독보적인 기술력과 임상데이터를 지닌 동사에게 유리하다.

실적 및 Valuation

동사는 1999년도부터 연평균 38% 성장하여, 2016년도 매출액 27.4억달러를 시현했다. 영업이익은 2004년 흑자전환한 이후 30%대의 영업이익률을 꾸준히 기록하고 있다. 2017년 매출액과 영업이익은 29.6억달러(9.5%YoY)와 11.7억달러(24.4%YoY)를 기록할 것으로 예상된다. 동사는 주가는 연초대비 21.0% 상승했다.

현재 주가수준은 PER 32.6배로 미국 의료기기업종(17.3배)과 로봇자동화 업종(27.9배)을 모두 상회하고 있다. 시장 독점과 기술우위에 대한 프리미엄을 받고 있는 것으로 보인다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억USD)	2.1	2.4	2.7	3.0	3.2	3.6
영업이익 (십억USD)	0.5	0.7	0.9	1.2	1.3	1.5
영업이익률 (%)	25.6	31.0	35.0	39.7	40.9	41.3
순이익 (십억USD)	0.42	0.59	0.74	0.73	0.84	0.90
EPS (USD)	11.35	15.87	19.21	19.67	21.92	24.02
ROE (%)	12.2	15.3	14.6	15.7	19.1	19.2
P/E (배)	41.4	34.6	34.2	32.6	28.9	26.0
P/B (배)	5.7	4.7	4.3	5.7	5.1	4.6

주: 추정치는 Bloomberg 기준
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

llumina (ILMN US)

차세대 염기서열분석(NGS)의 왕자

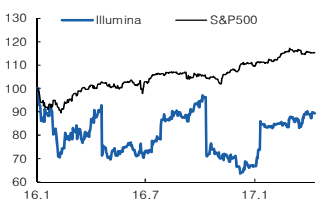
건강관리장비

Bloomberg 목표주가평균	USD 163.53
현재 주가 (17/04/10)	USD 171.52
국가	미국
거래소	NASDAQ
상승여력	-4.7%

Bloomberg Rating		
매수	보유	매도
48%	38%	14%

EPS 성장률 (17F, %)	6.6
P/E(17F,x)	47.1
MKT P/E(17F,x)	18.3
시가총액(십억USD)	25.0
유통주식수(백만주)	144.2
52주 최저가(USD)	119.37
52주 최고가(USD)	186.88

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.6	23.4	1.0
상대주가	3.2	11.9	-12.5



기업개요: 세계 최고의 NGS장비 제조업체

llumina는 유전체 분석 장비인 DNA 시퀀서를 제조 및 판매하는 업체이다. 가장 뛰어난 차세대 염기서열분석(NGS) 장비를 제조하고 있으며, NGS 장비시장의 70% 이상을 점유하고 있다. GenBank에 등록된 염기서열의 90% 가량이 동사의 플랫폼으로 생성된 데이터다. 동사의 사업모델은 시퀀서를 구매한 고객에게 유전체 분석 시약을 반복적으로 판매하는 방식이다. 꿈의 유전체분석비용으로 여겨진 1,000달러 검사를 최초로 선언한 것으로 유명하다.

투자포인트

1) 정밀의료 초기 단계의 최대 수혜주: 정밀의료는 유전정보 확보가 선행되어야 한다. 현재 각국에서 대규모 유전정보 구축 작업이 진행중이다. 현재 확보된 유전체정보로는 제공할 수 있는 분석서비스가 제한적이다. 정밀의료에 활용가능한 대규모 유전정보가 확보되기 전까지 유전분석업체보다는 유전체분석장비 업체가 수혜를 받을 가능성이 높다. 동사는 시장점유율 70%의 압도적 1위 기업으로 유전체분석장비 시장을 선도하고 있다.

2) NGS 시장을 주도하는 기술력: NGS분석법은 유전체를 작게 분해해 해석하고 다시 조합하여 검사속도를 비약적으로 상승시킨다. NGS의 등장으로 유전체 분석비용과 시간이 감소하여 정밀의료의 가시화되었다. NGS시장은 매년 20%씩 증가하여 2021년에는 103억달러 규모에 이를 것으로 예상된다. NGS분석법은 한번 가동할 때 산출되는 데이터양이 많아 단가를 낮출 수 있다. 동사의 제품은 한 번에 가장 많은 데이터를 생산한다.

동사는 지난 2014년 Hiseq X Ten을 출시하며 이론적으로 30시간안에 1,000달러로 인간의 유전체 분석이 가능하다고 발표했다. 1990년 게놈프로젝트 때는 13년간 30억달러가 소요되었다. 나아가 2017년 1월에는 2일내 최대 6TB를 해독할 수 있는 Novaseq를 출시하였다. Hiseq를 사용하면 같은 데이터를 분석하는데 2주가 걸린다. 동사는 Hiseq 출시로 유전체 분석 가격의 의미있는 하락을 주도하였고, 그 이후에도 기술적 흐름을 주도하고 있다.

실적 및 Valuation

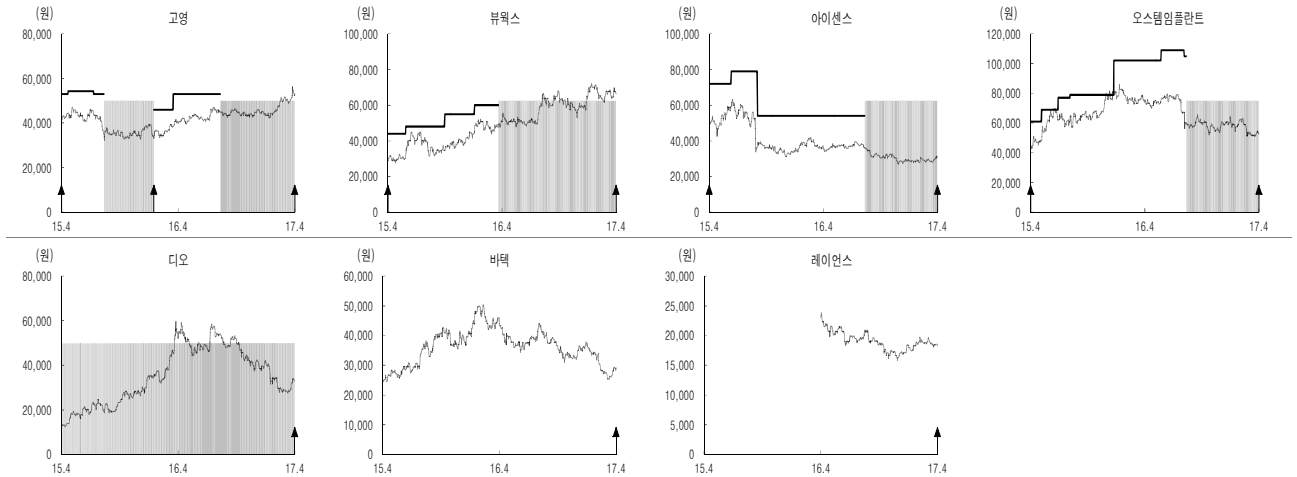
동사는 2006년부터 연평균 29.2% 성장하여, 2016년 매출액 23.9억달러를 시현했다. 영업이익은 2006년 흑자전환한 후 20%대의 영업이익률을 꾸준히 기록하고 있다. 2017년 매출액과 영업이익은 265억달러(10.4%YoY)와 6.9억달러(17.6%YoY)를 기록할 것으로 예상된다. 동사는 주가는 연초대비 34.0 % 상승했다. 현재 주가수준은 PER 47.1배로 미국 의료기기업종(17.3배)을 모두 상회하고 있다. 기술력에 대한 프리미엄을 받고 있는 것으로 보인다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억USD)	1.9	2.2	2.4	2.6	3.0	3.4
영업이익 (십억USD)	0.5	0.6	0.6	0.7	0.8	1.0
영업이익률 (%)	27.7	27.6	24.5	25.9	28.1	28.5
순이익 (십억USD)	0.35	0.46	0.46	0.49	0.59	0.68
EPS (USD)	2.61	3.19	3.09	3.29	3.95	4.49
ROE (%)	23.6	27.9	22.4	22.6	21.5	20.1
P/E (배)	80.4	65.5	42.7	47.1	39.9	35.1
P/B (배)	18.5	15.2	8.5	9.8	8.1	6.6

주: 추정치는 Bloomberg 기준
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)	종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
고영(098460)	2017.04.11	매수	62,000원	오스템임플란트(048260)	2015.09.13	매수	54,000원
		분석 대상 제외			2015.06.21	매수	79,000원
	2016.03.27	매수	53,000원		2015.04.02	매수	72,000원
	2016.01.26	매수	46,000원		2017.04.11	매수	66,000원
		분석 대상 제외				분석 대상 제외	
	2015.07.22	매수	53,000원		2016.08.15	매수	105,000원
뷰릭스(100120)	2017.04.11	매수	83,000원	2016.06.02	매수	109,000원	
		분석 대상 제외		2016.01.03	매수	102,000원	
	2016.01.14	매수	60,000원	2015.08.16	매수	79,000원	
	2015.10.11	매수	55,000원	2015.07.09	매수	77,000원	
	2015.06.08	매수	48,000원	2015.05.17	매수	69,000원	
아이센스(099190)	2017.04.11	매수	40,000원	2015.03.19	매수	61,000원	
		분석 대상 제외		2017.04.11	매수	41,000원	
	2014.11.28	매수	44,000원		분석 대상 제외		
			2017.04.11	매수	40,000원		
			2017.04.11	매수	22,000원		



투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 하락
비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
75.13%	13.99%	10.88%	0.00%

* 2016년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 씨젠(을)를 기초자산으로 하는 주식선물(를)에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.