

# 의료기기

## 의료기기 업종 3Q18 Preview

### 3Q18 이후 의료기기 업종 주가 추이

① **국내기업:** 한스바이오메드(14.1%), EDGC(12.8%), )클래시스(7.9%), 뷰웍스(7.3%), 하이로닉(6.6%) 등이 높은 주가 상승을 기록했다. 주로 미용관련 업체들의 주가흐름이 좋았다. 그 밖에 제이브이엠(5.1%), 인피니트 헬스케어(3.7%)도 상대적으로 좋은 주가를 기록했다.

미래컴퍼니(-43.5%), 세종메디칼(-28.6%), 지노믹트리(-24.4%), 인터로조(-22.8%), 씨젠(-21.1%)는 상대적으로 부진했다. 상대적으로 고 P/E 주의 변동성이 높았다.

② **해외기업:** Tandem Diabetes(52.8%), Stereotaxis(48.8%), Takara Bio(32.9%), Genomic Health(26.1%), Trans- enterix (25.6%)등이 높은 주가 상승을 기록했다. 주로 전통적인 의료기기 업체보다는 상대적으로 새로운 시장을 개척하는 업체들의 주가가 높았다. 그 밖에 생명공학 기술을 활용한 생명공학 관련 기업들의 주가도 좋았다.

Cutera(-48.7%), Cyberdyne(-40.9%), BGI Genomics(-39.4%), Restoration Robotics(-35.0%), Varex Imaging(-30.2%)는 상대적으로 부진했다.

### 최선호주 덴티움, 실적개선주 뷰웍스, 저평가주 인바디, 바텍

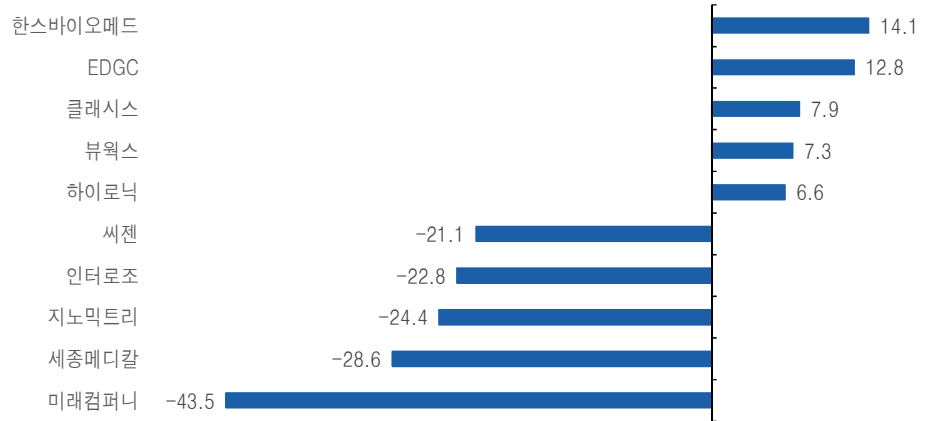
**의료기기 최선호주로 덴티움(145720/매수/TP 114,000원)을 제시한다.** 동사는 최근 시장의 변동성이 확대되는 상황에서 성장성(3년 CAGR 매출액 성장률 22%)과 수익성(18~20년 평균 OPM 26.7%), 밸류에이션 매력(12개월 FWD P/E 21.5x vs. Global Peer 24.9x)까지 겸비한 동사는 주목받을 수 밖에 없다.

**실적개선주로는 뷰웍스(100120/매수/TP 43,000원)를 제시한다.** 3Q18 들어 그동안 동사를 괴롭혔던 실적 기저효과(base effect)가 진정되며 다시 성장의 가능성이 발견되고 있다. 고정비가 낮은 동사의 마진 구조를 고려할 때 외형성장이 본격화되면, 영업레버리지 효과에 의해 영업이익률을 회복은 더 빠른 것으로 전망된다.

**저평가주로는 12개월 FWD P/E 기준 인바디(041830/매수/TP 37,000원)가 14.7x, 바텍(043150/매수/ TP 43,000원)이 9.7x로 역사적 저점 수준의 밸류에이션을 기록하고 있다.**

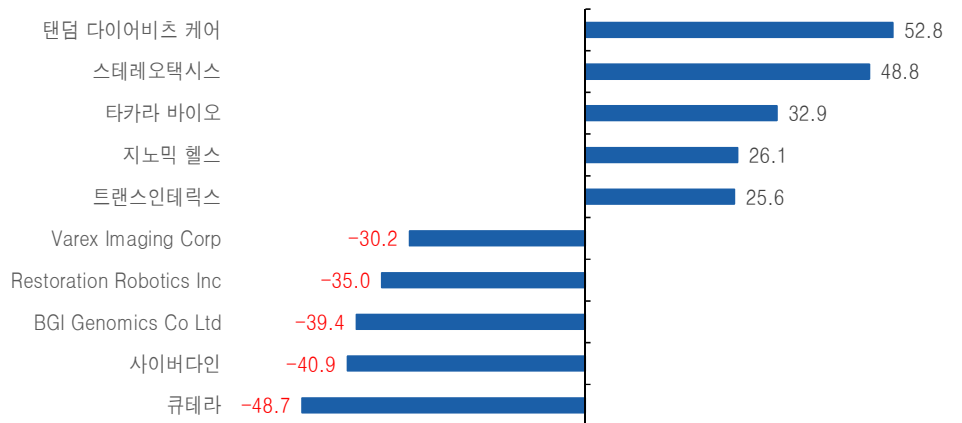
## 글로벌 의료기기 3Q18 주가 Performance

그림 1. 국내 의료기기관련 기업 주가 Performance 상위 5개 기업 및 하위 5개 기업



주: 2018년 6월 29일~10월 10일 기준  
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 글로벌 의료기기 기업 지난 3개월 주가 Performance 상위 5개 기업 및 하위 5개 기업



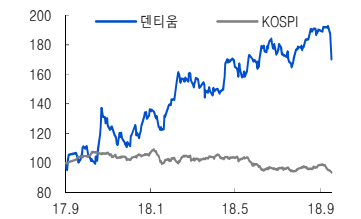
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

## 덴티움 (145720)

### 여전히 교과서적인 성장

#### 건강관리장비

투자의견(유지)	매수		
목표주가(12M,유지)	114,000원		
현재주가(18/10/10)	89,200원		
상승여력	28%		
영업이익(18F,십억원)	48		
Consensus 영업이익(18F,십억원)	49		
EPS 성장률(18F,%)	35.4		
MKT EPS 성장률(18F,%)	13.9		
P/E(18F,x)	24.3		
MKT P/E(18F,x)	8.8		
KOSPI	2,228.61		
시가총액(십억원)	987		
발행주식수(백만주)	11		
유동주식비율(%)	55.3		
외국인 보유비중(%)	30.2		
베타(12M) 일간수익률	0.82		
52주 최저가(원)	52,200		
52주 최고가(원)	101,000		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.7	10.1	59.6
상대주가	-8.3	21.1	74.3



[헬스케어장비/IT스몰캡]  
김충현, CFA  
02-3774-1740  
choonghyun.kim@miraeasset.com

#### 3Q18 Preview: 매출액 기준 시장 기대치와 유사한 실적 예상

동사의 3Q18 매출액은 447억원(15.2% YoY)로 시장 기대치와 유사할 것으로 기대된다. 해외 매출액이 24.2% YoY 성장하며 외형성장을 견인할 것으로 보인다. 특히 핵심시장인 중국은 40.0% YoY의 고성장을 지속할 것으로 예상된다. 내수는 -5.0% YoY로 부진할 것으로 예상된다. 영업이익은 118억원(12.3% YoY, OPM 26.4%)를 소폭 하회할 것으로 보인다.

#### 해외수출 중심의 견조한 외형 성장과 안정적인 마진구조

**1) 중국 중심의 해외시장 고성장세 지속:** 10년 이상의 장기 임상데이터를 바탕으로 한 해외시장의 고성장세는 2018년(33.2% YoY)에도 이어질 것으로 전망된다. 매출 성장은 주력시장인 중국이 주도(46.5% YoY)할 것으로 보인다. 4Q18에는 중국 현지 제조(연 30만 Fixture) 허가가 예상되어 장기성장 동력확보가 가능할 것으로 전망된다. 또한, 해외 신규법인 설립(이란, 터키, 베트남 등)으로 해외시장 확대 및 영업력 강화를 진행하고 있다.

**2) 국내 임플란트 정책 수혜:** 최근 둔화되고 있는 내수시장은 2018년 7월부터 임플란트 자기 부담금 축소 정책(내년 7월, 기존 50% → 30%)이 시행됨에 따라 수혜가 가능할 전망이다.

**3) 높은 마진구조:** 임플란트 업종의 마진구조를 결정짓는 가장 큰 요인은 영업 전략이다. 직판 비중이 높을수록 고정비가 증가하여 마진이 낮아진다. 동사는 직판과 딜러를 병행해서 활용하고 있다. 향후에도 낮은 고정비와 추가적인 비용상승요인이 제한적이라는 점에서 외형성장에 의한 영업레버리지 효과가 발생할 가능성이 높다.

#### 의료기기 최선호주, 투자의견 매수 및 목표주가 114,000원 유지

동사에 대한 매수의견과 목표주가 114,000원을 유지한다. 동사는 상장이후 Re-Rating (12개월 FWD P/E 11배 → 21.5배)이 진행되었으나, 여전히 글로벌 Peer(24.9배) 대비 저평가 되고 있다. 최근 시장의 변동성이 확대되는 상황에서 성장성(3년 CAGR 매출액 성장률 22%)과 수익성(18~20년 평균 OPM 26.7%), 밸류에이션 매력까지 겸비한 동사는 주목받을 수 밖에 없다.

결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	95	120	151	182	221	273
영업이익 (십억원)	17	29	41	48	59	73
영업이익률 (%)	17.9	24.2	27.2	26.4	26.7	26.7
순이익 (십억원)	14	20	30	41	48	59
EPS (원)	1,308	1,788	2,716	3,677	4,301	5,368
ROE (%)	32.4	33.7	26.0	22.3	21.1	21.3
P/E (배)	-	-	22.9	24.3	20.7	16.6
P/B (배)	-	-	3.8	4.4	3.7	3.0
배당수익률 (%)	-	-	0.2	0.2	0.2	0.2

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

덴티움 (145720)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
<b>매출액</b>	<b>151</b>	<b>182</b>	<b>221</b>	<b>273</b>
매출원가	44	53	65	81
매출총이익	107	129	156	192
판매비와관리비	66	81	97	119
조정영업이익	41	48	59	73
영업이익	41	48	59	73
비영업손익	-5	2	0	0
금융손익	0	-1	-1	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	36	50	59	73
계속사업법인세비용	6	9	11	13
계속사업이익	30	41	48	60
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>30</b>	<b>41</b>	<b>48</b>	<b>60</b>
지배주주	30	41	48	59
비지배주주	0	0	0	1
<b>총포괄이익</b>	<b>29</b>	<b>41</b>	<b>48</b>	<b>60</b>
지배주주	29	41	48	60
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	46	55	66	80
FCF	-51	-2	43	52
EBITDA 마진율 (%)	30.5	30.2	29.9	29.3
영업이익률 (%)	27.2	26.4	26.7	26.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	19.9	22.5	21.7	21.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
<b>유동자산</b>	<b>149</b>	<b>207</b>	<b>276</b>	<b>357</b>
현금 및 현금성자산	53	89	131	181
매출채권 및 기타채권	57	70	86	104
재고자산	35	43	53	64
기타유동자산	4	5	6	8
<b>비유동자산</b>	<b>162</b>	<b>196</b>	<b>189</b>	<b>183</b>
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	150	185	178	172
무형자산	2	1	1	0
<b>자산총계</b>	<b>311</b>	<b>404</b>	<b>465</b>	<b>540</b>
<b>유동부채</b>	<b>97</b>	<b>112</b>	<b>126</b>	<b>142</b>
매입채무 및 기타채무	10	12	15	18
단기금융부채	48	51	52	52
기타유동부채	39	49	59	72
<b>비유동부채</b>	<b>51</b>	<b>88</b>	<b>88</b>	<b>89</b>
장기금융부채	50	86	86	86
기타비유동부채	1	2	2	3
<b>부채총계</b>	<b>148</b>	<b>200</b>	<b>214</b>	<b>231</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>161</b>	<b>203</b>	<b>250</b>	<b>307</b>
자본금	6	6	6	6
자본잉여금	49	49	49	49
이익잉여금	127	168	214	272
<b>비지배주주지분</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>2</b>
<b>자본총계</b>	<b>162</b>	<b>204</b>	<b>251</b>	<b>309</b>

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>22</b>	<b>38</b>	<b>43</b>	<b>52</b>
당기순이익	30	41	48	60
비현금수익비용가감	16	17	18	20
유형자산감가상각비	4	6	7	6
무형자산상각비	1	1	0	0
기타	11	10	11	14
영업활동으로인한자산및부채의변동	-17	5	-12	-14
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-12	-3	-15	-17
재고자산 감소(증가)	-13	-8	-10	-11
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	5	0	2	2
법인세납부	-7	-24	-11	-13
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-74</b>	<b>-41</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>
유형자산처분(취득)	-72	-40	0	0
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-1	-1	-1	-1
기타투자활동	0	0	0	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>96</b>	<b>39</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	20	40	0	0
자본의 증가(감소)	45	0	0	0
배당금의 지급	-1	0	-1	-1
기타재무활동	32	-1	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>44</b>	<b>36</b>	<b>41</b>	<b>50</b>
기초현금	9	53	89	131
기말현금	53	89	131	181

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
P/E (x)	22.9	24.3	20.7	16.6
P/CF (x)	14.9	17.1	14.9	12.4
P/B (x)	3.8	4.4	3.7	3.0
EV/EBITDA (x)	15.9	18.7	14.9	11.8
EPS (원)	2,716	3,677	4,301	5,368
CFPS (원)	4,187	5,219	5,998	7,189
BPS (원)	16,343	20,060	24,244	29,495
DPS (원)	150	150	150	150
배당성향 (%)	4.3	3.2	2.7	2.2
배당수익률 (%)	0.2	0.2	0.2	0.2
매출액증가율 (%)	25.8	20.5	21.4	23.5
EBITDA증가율 (%)	43.8	19.6	20.0	21.2
조정영업이익증가율 (%)	41.4	17.1	22.9	23.7
EPS증가율 (%)	51.9	35.4	17.0	24.8
매출채권 회전율 (회)	3.0	3.0	3.0	3.1
재고자산 회전율 (회)	5.0	4.7	4.6	4.7
매입채무 회전율 (회)	8.0	8.2	8.3	8.4
ROA (%)	12.2	11.5	11.1	11.9
ROE (%)	26.0	22.3	21.1	21.3
ROIC (%)	19.9	17.1	19.0	22.6
부채비율 (%)	91.3	98.0	85.4	74.5
유동비율 (%)	153.6	185.3	219.1	251.8
순차입금/자기자본 (%)	25.9	22.1	1.3	-15.4
조정영업이익/금융비용 (x)	97.0	28.0	27.0	33.4

자료: 덴티움, 미래에셋대우 리서치센터

## 뷰웍스 (100120)

### 충분히 쉬었으니 이제는 지지개를 펼 때

#### 3Q18 Preview: 오랜만에 시장 기대치 크게 상회하는 실적 예상

동사의 3Q18 매출액은 327억원(17.6% YoY)으로 시장기대치를 크게 상회할 것으로 기대된다. FP-DR, 산업용 카메라, R/F부문은 각각 10.6% YoY(3Q17 기저효과), 20.8% YoY, 19.9% YoY를 기록하며, 전부문에서 견조한 외형성장을 기록할 것으로 예상된다. 영업이익은 65억원(-3.7% YoY, OPM 19.9%)으로 역시 시장기대치를 크게 상회할 것으로 보인다. 고정비 비중이 높지 않은 동사의 마진 구조를 고려할 때, 영업레버리지 효과 발생시 영업이익률 추가 상승 가능성도 존재한다.

#### 조심스럽게 성장의 실마리를 찾아가는 중

① **의료용 디텍터(FP-DR):** FP-DR 시장의 글로벌 치킨 게임의 끝자락이 감지되고 있다. ASP 하락을 주도했던 시장 1위 기업의 OPM이 1Q16 16.8% → 2Q18 3.8%까지 하락하였으며, 이 과정에서 저가의 중국업체들의 퇴출이 시작되고 있다. 또한, 미중 무역분쟁 심화로 미국기업들에 대한 중국향 수출 물량의 관세증가가 글로벌 기업의 실적압박 요인으로 작용하고 있다.

② **산업용 카메라:** 2H16년 시작된 디스플레이 패널업체의 OLED 관련 CAPEX 투자 수혜에 대한 기저효과가 1H18를 지나며 진정되었다. 수주 산업 특성상 매출 변동성이 크다는 점은 여전하지만, 대규모 실적하락 요인이 제거되었다는 점은 긍정적이다. 동사의 신규 성장 동력인 TDI 라인 카메라도 느리지만 조금씩 외형성장이 진행되고 있는 것으로 추정된다.

③ **R/F:** 동사의 TFT 동영상 디텍터인 R/F 부문은 동사의 신규 성장동력으로 기대되는 사업부문이다. 다양한 용도로 활용될 수 있으나, 가시적인 성과는 최근 중국을 중심으로 성장성이 높은 치과영역에서 시작될 것으로 기대된다. CMOS 디텍터가 대부분인 치과영역에서 높은 품질과 단가경쟁력으로 시장 침투를 진행할 것으로 기대된다.

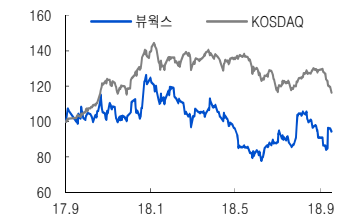
#### 목표주가 43,000원으로 상향하며 투자 의견도 매수로 상향

동사에 대한 목표주가는 실적추정 상향을 반영하여 43,000원(기존 37,500원)으로 상향한다. 목표주가 상향에 의하여 주가 상승여력이 24%로 증가함에 따라 투자 의견도 매수로 상향한다.

동사의 주가는 역사적 저점 수준으로 12개월 FWD PER 기준 14.8배로 글로벌 Peer 평균(17.4배) 대비 저평가 받고 있다. 3Q18 들어 그동안 동사를 괴롭혔던 실적 기저효과(base effect)가 진정되며 다시 성장의 가능성이 발견되고 있다. 고정비가 낮은 동사의 마진 구조를 고려할 때 외형성장이 시작되면 영업이익률 회복은 더 빠를 것으로 전망된다.

#### 건강관리장비

투자의견(상향)	매수
목표주가(12M,상향)	▲ 43,000원
현재주가(18/10/10)	34,750원
상승여력	24%
영업이익(18F,십억원)	22
Consensus 영업이익(18F,십억원)	19
EPS 성장률(18F,%)	2.8
MKT EPS 성장률(18F,%)	13.9
P/E(18F,x)	17.2
MKT P/E(18F,x)	8.8
KOSDAQ	747.50
시가총액(십억원)	348
발행주식수(백만주)	10
유동주식비율(%)	70.1
외국인 보유비중(%)	35.0
베타(12M) 일간수익률	0.52
52주 최저가(원)	28,600
52주 최고가(원)	46,450
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-6.6 -10.8 -5.6
상대주가	2.0 4.7 -17.3



[헬스케어장비/IT스몰캡]

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

결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	93	117	123	128	142	157
영업이익 (십억원)	18	30	29	22	30	34
영업이익률 (%)	19.4	25.6	23.6	17.2	21.1	21.7
순이익 (십억원)	16	27	20	20	25	28
EPS (원)	1,589	2,697	1,963	2,018	2,456	2,761
ROE (%)	20.5	27.7	16.6	15.1	16.1	15.6
P/E (배)	28.0	22.2	20.8	17.2	14.1	12.6
P/B (배)	5.2	5.4	3.2	2.4	2.1	1.8
배당수익률 (%)	0.2	0.3	0.5	0.6	0.6	0.6

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

뷰익스 (100120)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
<b>매출액</b>	<b>123</b>	<b>128</b>	<b>142</b>	<b>157</b>
매출원가	61	65	70	77
매출총이익	62	63	72	80
판매비와관리비	33	40	42	46
조정영업이익	29	22	30	34
영업이익	29	22	30	34
비영업손익	-6	3	0	0
금융손익	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	23	25	30	34
계속사업법인세비용	4	4	5	6
계속사업이익	20	20	24	28
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>24</b>	<b>28</b>
지배주주	20	20	25	28
비지배주주	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>24</b>	<b>28</b>
지배주주	20	20	25	28
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	32	25	32	36
FCF	16	11	21	24
EBITDA 마진율 (%)	26.0	19.5	22.5	22.9
영업이익률 (%)	23.6	17.2	21.1	21.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	16.3	15.6	17.6	17.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
<b>유동자산</b>	<b>99</b>	<b>109</b>	<b>135</b>	<b>164</b>
현금 및 현금성자산	37	41	58	78
매출채권 및 기타채권	22	25	28	31
재고자산	22	24	27	30
기타유동자산	18	19	22	25
<b>비유동자산</b>	<b>39</b>	<b>45</b>	<b>43</b>	<b>41</b>
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	32	36	34	32
무형자산	3	6	6	5
<b>자산총계</b>	<b>138</b>	<b>155</b>	<b>179</b>	<b>206</b>
<b>유동부채</b>	<b>11</b>	<b>13</b>	<b>14</b>	<b>15</b>
매입채무 및 기타채무	4	4	5	5
단기금융부채	0	1	1	1
기타유동부채	7	8	8	9
<b>비유동부채</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	1	1	1	1
<b>부채총계</b>	<b>12</b>	<b>13</b>	<b>15</b>	<b>17</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>126</b>	<b>141</b>	<b>164</b>	<b>189</b>
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	10	10	10	10
이익잉여금	114	129	152	177
<b>비지배주주지분</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>자본총계</b>	<b>126</b>	<b>141</b>	<b>164</b>	<b>189</b>

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>19</b>	<b>17</b>	<b>21</b>	<b>24</b>
당기순이익	20	20	24	28
비현금수익비용가감	13	6	8	8
유형자산감가상각비	2	2	2	2
무형자산상각비	2	1	0	0
기타	9	3	6	6
영업활동으로인한자산및부채의변동	-6	-4	-6	-6
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	2	1	-3	-3
재고자산 감소(증가)	1	-1	-3	-3
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-2	-4	0	0
법인세납부	-7	-5	-5	-6
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-8</b>	<b>-11</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>
유형자산처분(취득)	-3	-6	0	0
무형자산감소(증가)	-2	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-4	-1	-2	-2
기타투자활동	1	-4	0	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-5</b>	<b>-4</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	-1	1	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-2	-4	-2	-2
기타재무활동	-2	-1	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>17</b>	<b>21</b>
기초현금	35	37	41	58
기말현금	37	41	58	78

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
P/E (x)	20.8	17.2	14.1	12.6
P/CF (x)	12.6	13.2	10.8	9.7
P/B (x)	3.2	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA (x)	11.2	11.8	8.6	7.2
EPS (원)	1,963	2,018	2,456	2,761
CFPS (원)	3,234	2,639	3,220	3,567
BPS (원)	12,924	14,463	16,721	19,284
DPS (원)	200	200	200	200
배당성향 (%)	10.1	9.8	8.1	7.2
배당수익률 (%)	0.5	0.6	0.6	0.6
매출액증가율 (%)	5.1	4.1	10.9	10.6
EBITDA증가율 (%)	-5.9	-21.9	28.0	12.5
조정영업이익증가율 (%)	-3.3	-24.1	36.4	13.3
EPS증가율 (%)	-27.2	2.8	21.7	12.4
매출채권 회전을 (회)	5.3	5.5	5.4	5.3
재고자산 회전을 (회)	5.6	5.6	5.5	5.4
매입채무 회전을 (회)	18.0	24.2	22.8	22.5
ROA (%)	14.7	13.8	14.7	14.3
ROE (%)	16.6	15.1	16.1	15.6
ROIC (%)	32.7	22.5	27.0	29.2
부채비율 (%)	9.2	9.5	9.2	8.8
유동비율 (%)	918.0	871.6	963.2	1,060.7
순차입금/자기자본 (%)	-37.2	-36.0	-42.4	-48.2
조정영업이익/금융비용 (x)	2,866.9	477.8	645.2	724.9

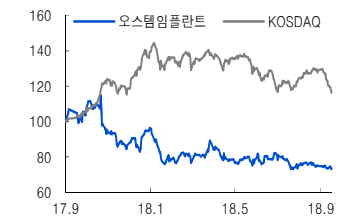
자료: 뷰익스, 미래에셋대우 리서치센터

## 오스템임플란트 (048260)

### 임플란트 자기부담금 축소정책의 최대 수혜주

#### 건강관리장비

투자의견(유지)	매수
목표주가(12M,유지)	64,000원
현재주가(18/10/10)	47,750원
상승여력	34%
영업이익(18F,십억원)	32
Consensus 영업이익(18F,십억원)	33
EPS 성장률(18F,%)	118.8
MKT EPS 성장률(18F,%)	13.9
P/E(18F,x)	30.8
MKT P/E(18F,x)	8.8
KOSDAQ	747.50
시가총액(십억원)	682
발행주식수(백만주)	14
유동주식비율(%)	76.6
외국인 보유비중(%)	41.4
베타(12M) 일간수익률	0.48
52주 최저가(원)	47,700
52주 최고가(원)	74,900
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-4.9 -9.4 -30.2
상대주가	3.9 6.3 -38.9



[헬스케어장비/IT스몰캡]

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

#### 3Q18 Preview: 시장기대치 부합하며 사상최대 분기매출 달성할 것으로 예상

동사의 3Q18 매출액은 1,143억원(14.8% YoY)으로 시장기대치에 부합할 것으로 기대된다. 해외매출은 22.7% YoY 상승하며 외형 성장을 견인할 것으로 보인다. 내수 매출은 6.1% YoY로 상대적으로 부진할 것으로 전망된다. 영업이익은 81억원(81.7% YoY, OPM 7.1%)을 기록하며 시장기대치를 하회할 것으로 예상된다.

#### 아시아 1등 임플란트 기업, 하반기부터 영업레버리지 효과 기대

1) **아시아 시장 지배력 확대:** 동사는 한국과 중국을 중심으로 아시아시장에서 2006년부터 출근 글로벌 1위인 스트라우만보다 1.1~2.5배 이상 많은 매출액을 기록해 왔다. 2018년에도 아시아지역에서 10% 이상(국내제외시 14.5% YoY)의 성장이 기대된다. 아시아시장을 비롯한 해외시장을 중심으로 한 견조한 외형성장은 2018년에도 이어질 것으로 전망된다.

2) **Total Solution Provider의 가능성:** 글로벌 치과용 의료기기 업체의 트렌드는 치과 진료관련 Total solution을 제공하는 것이다. 동사는 이미 매출의 28%가 임플란트 외에서 발생하고 있다. 동사가 치과용 체어사업을 국내에서 해외시장까지 확대한 것처럼, 디지털 이미징 장비도 국내사업 안정화(2H18)시 해외시장까지 확대될 것으로 예상된다. 다만, 치과용 장비 개발과정에서 R&D 비용 증가로 2018년 영업이익률 개선폭은 1.6%p에 그칠 것으로 보인다.

#### 투자의견 매수 및 목표주가 64,000원 유지

동사에 대한 매수의견과 목표주가 64,000원을 유지한다. 고정비 투자가 큰 동사의 사업전략을 고려할 때, 주가 상승을 위해서는 영업 레버리지 효과가 확인되어야 한다. 이를 위해서 ① 비용 안정화와 ② 지속적인 외형성장이 필수조건이다. 동사의 외형 성장 둔화에 대한 리스크는 커보이지 않는다. 결국 비용측면에서 얼마나 빠르게 안정화될 수 있는지가 관건이다. 동사는 지난 4Q17 어닝쇼크이후, 내부적으로 총당금설정과 영업통제를 보수적으로 실행해왔다. 이로 인해 실제 반품이 줄면서, 상반기 국내 임플란트 매출 성장이 20.5% YoY를 기록했다. 이제 일회성 비용에 대한 부담은 상당히 해소된 것으로 판단된다.

해외법인은 성장세는 견조하며, 하반기에는 국내 1위 기업으로써 임플란트 자기부담금 축소정책의 가장 큰 수혜가 기대된다. 하반기 영업레버리지 효과가 기대되는 가운데, 동사의 현주가는 12개월 FWD PER 기준 23.0배(글로벌 Peer 24.9배)로 역사적 저점 수준이다.

결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	278	345	398	451	519	597
영업이익 (십억원)	33	34	22	32	50	64
영업이익률 (%)	11.9	9.9	5.5	7.1	9.6	10.7
순이익 (십억원)	18	24	10	22	32	42
EPS (원)	1,259	1,645	708	1,548	2,237	2,930
ROE (%)	18.1	22.1	9.3	18.1	21.7	22.7
P/E (배)	64.4	36.9	83.5	30.8	21.3	16.3
P/B (배)	10.6	6.7	6.1	4.3	3.6	3.0
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

오스템임플란트 (048260)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
<b>매출액</b>	<b>398</b>	<b>451</b>	<b>519</b>	<b>597</b>
매출원가	166	196	222	259
매출총이익	232	255	297	338
판매비와관리비	210	224	247	274
조정영업이익	22	32	50	64
영업이익	22	32	50	64
비영업손익	-3	-3	-4	-4
금융손익	-4	-4	-4	-4
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	19	29	46	60
계속사업법인세비용	14	10	14	18
계속사업이익	6	19	32	42
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>6</b>	<b>19</b>	<b>32</b>	<b>42</b>
지배주주	10	22	32	42
비지배주주	-4	-3	0	0
<b>총포괄이익</b>	<b>6</b>	<b>19</b>	<b>32</b>	<b>42</b>
지배주주	10	26	43	57
비지배주주	-4	-7	-11	-15
EBITDA	31	41	58	71
FCF	-40	32	52	62
EBITDA 마진율 (%)	7.8	9.1	11.2	11.9
영업이익률 (%)	5.5	7.1	9.6	10.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.5	4.9	6.2	7.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
<b>유동자산</b>	<b>318</b>	<b>383</b>	<b>460</b>	<b>549</b>
현금 및 현금성자산	111	151	200	258
매출채권 및 기타채권	82	92	104	116
재고자산	90	100	113	126
기타유동자산	35	40	43	49
<b>비유동자산</b>	<b>237</b>	<b>230</b>	<b>222</b>	<b>214</b>
관계기업투자등	3	0	0	0
유형자산	190	186	180	173
무형자산	14	13	11	10
<b>자산총계</b>	<b>556</b>	<b>613</b>	<b>682</b>	<b>763</b>
<b>유동부채</b>	<b>352</b>	<b>393</b>	<b>429</b>	<b>468</b>
매입채무 및 기타채무	20	23	26	29
단기금융부채	91	100	101	101
기타유동부채	241	270	302	338
<b>비유동부채</b>	<b>83</b>	<b>82</b>	<b>82</b>	<b>83</b>
장기금융부채	78	76	76	76
기타비유동부채	5	6	6	7
<b>부채총계</b>	<b>435</b>	<b>475</b>	<b>512</b>	<b>551</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>113</b>	<b>132</b>	<b>163</b>	<b>205</b>
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	56	56	56	56
이익잉여금	85	104	136	178
<b>비지배주주지분</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>
<b>자본총계</b>	<b>120</b>	<b>139</b>	<b>170</b>	<b>212</b>

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>47</b>	<b>36</b>	<b>52</b>	<b>62</b>
당기순이익	6	19	32	42
비현금수익비용가감	23	29	26	29
유형자산감가상각비	7	8	7	6
무형자산상각비	2	2	1	1
기타	14	19	18	22
영업활동으로인한자산및부채의변동	14	-2	12	13
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-8	-11	-11	-12
재고자산 감소(증가)	-12	-11	-13	-13
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	6	2	2	2
법인세납부	-5	-8	-14	-18
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-47</b>	<b>-9</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>
유형자산처분(취득)	-75	-4	0	0
무형자산감소(증가)	-3	-1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-2	-3	-4	-4
기타투자활동	33	-1	0	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>36</b>	<b>10</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	36	8	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	0	2	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>35</b>	<b>40</b>	<b>49</b>	<b>58</b>
기초현금	76	111	151	200
기말현금	111	151	200	258

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
P/E (x)	83.5	30.8	21.3	16.3
P/CF (x)	29.3	14.0	11.7	9.6
P/B (x)	6.1	4.3	3.6	3.0
EV/EBITDA (x)	28.5	16.5	10.8	8.0
EPS (원)	708	1,548	2,237	2,930
CFPS (원)	2,015	3,409	4,076	4,987
BPS (원)	9,691	10,981	13,217	16,147
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	15.4	13.3	15.1	15.0
EBITDA증가율 (%)	-24.4	32.3	41.5	22.4
조정영업이익증가율 (%)	-35.3	45.5	56.3	28.0
EPS증가율 (%)	-57.0	118.6	44.5	31.0
매출채권 회전을 (회)	4.7	5.2	5.3	5.5
재고자산 회전을 (회)	4.7	4.7	4.9	5.0
매입채무 회전을 (회)	16.2	16.6	16.8	17.5
ROA (%)	1.1	3.3	4.9	5.8
ROE (%)	9.3	18.1	21.7	22.7
ROIC (%)	4.9	15.4	28.8	43.1
부채비율 (%)	361.6	342.5	300.2	259.5
유동비율 (%)	90.3	97.5	107.3	117.3
순차입금/자기자본 (%)	25.0	-4.1	-34.1	-56.5
조정영업이익/금융비용 (x)	4.4	6.6	10.3	13.2

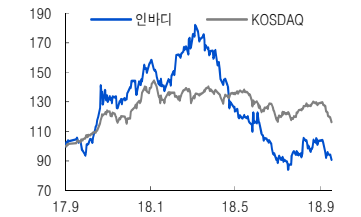
자료: 오스템임플란트, 미래에셋대우 리서치센터

## 인바디 (041830)

### 인바디 밴드 제외하면 나쁘지 않은 외형 성장

#### 건강관리장비

투자의견(유지)	매수		
목표주가(12M,유지)	37,000원		
현재주가(18/10/10)	25,200원		
상승여력	47%		
영업이익(18F,십억원)	25		
Consensus 영업이익(18F,십억원)	26		
EPS 성장률(18F,%)	10.1		
MKT EPS 성장률(18F,%)	13.9		
P/E(18F,x)	16.2		
MKT P/E(18F,x)	8.8		
KOSDAQ	747.50		
시가총액(십억원)	345		
발행주식수(백만주)	14		
유동주식비율(%)	69.8		
외국인 보유비중(%)	21.6		
베타(12M) 일간수익률	0.91		
52주 최저가(원)	23,350		
52주 최고가(원)	50,600		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.8	-48.4	-13.4
상대주가	2.9	-39.5	-24.2



[헬스케어장비/IT스몰캡]  
김충현, CFA  
02-3774-1740  
choonghyun.kim@miraeasset.com

#### 3Q18 Preview: 매출액 기준 시장기대치와 부합하는 실적 예상

동사는 3Q18 매출액은 258억원(5.4% YoY)로 시장기대치와 부합할 것으로 전망된다. 전문가용 인바디(SW포함)와 의료기기는 13.5% YoY, 45.7% YoY로 견조한 성장이 기대된다. 다만, 가정용 인바디 부문이 인바디밴드 판매부진 영향에 의해 부진(-59.1% YoY)할 것으로 보인다. 영업이익은 66억원(-5.6% YoY, OPM 25.6%)으로 시장기대치를 하회할 것으로 예상된다.

#### 해외시장 확대를 위한 직접 영업전략 본격화

**1) 해외시장 확대전략:** 동사는 이미 매출의 80%가 해외에서 발생하고 있으나, 여전히 지역별 시장 침투율은 5~30%에 불과하다. 해외 판매는 체성분 분석이 생소하다는 점에서 대리점방식보다 직접 영업방식이 효과적(법인 매출비중 75%)이다. 법인화에 성공한 지역(미국, 중국, 일본)은 매년 고성장(20~30%)을 거듭하고 있다. 현재 법인화가 진행되고 있는 유럽과 아시아 지역에서도 3대 법인 지역 수준의 성장 스토리가 기대된다.

**2) 다각화 전략:** ① 동사는 의료기기 영역(혈압계와 신장계 등)으로 다각화를 진행(매출비중 2015년 6.5% → 1H18 10.3%)하고 있다. 최근 동사의 혈압계가 유럽고혈압학회 임상시험을 통과함에 따라 해외판매 확대도 기대된다. ②가정용제품(인바디밴드, 인바디 다이얼)은 인바디 밴드를 통해 확보한 해외 네트워크를 활용해 점진적으로 확대해 나갈 것으로 예상된다.

**3) 고마진 전략:** 동사의 제품은 고마진 정책을 유지할 수 있다. ① 주고객이 B2C가 아닌 B2B(병원, 피트니스 클럽)로 가격저항이 낮기 때문이다. 동사의 고객은 동사의 제품을 통해 부가수익(개인 PT, 건강검진, 한약 처방 등)을 창출한다. 또한, ② 동사는 부위별 임피던스값을 직접 측정하여 경험변수가 없이도 가장 정확하게 체성분을 측정할 수 있다. 마지막으로 ③ 동사는 체성분 데이터를 이용한 데이터 기반 서비스를 확대 제공할 예정이다.

#### 투자의견 매수 및 목표주가 37,000원 유지

동사에 대한 매수의견과 목표주가 37,000원을 유지한다. 현재 동사의 주가는 12개월 FWD P/E 기준 14.7배 수준으로 5년래 저점 수준(미래에셋대우 의료기기 커버리지 평균 17.1X)이다. 2018년 들어 성장률이 둔화되었지만, 이는 직접 영업 확대전략의 영향으로 딜러 매출이 부진(1H18 -39.9% YoY)했기 때문이다. 여전히 법인 매출(1H18 25.8% YoY)은 견조하며, 동사의 성장 스토리와 실적 모멘텀이 훼손된 것은 아니다. 동사는 경기순환주가 아닌, 성장주다. 성장모멘텀은 여전히 가운데, 역사적 저점 수준의 밸류에이션에 주목해야 할 시점이다.

결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	69	80	93	101	113	131
영업이익 (십억원)	20	22	25	25	29	34
영업이익률 (%)	29.0	27.5	26.9	24.8	25.7	26.0
순이익 (십억원)	17	17	19	21	24	29
EPS (원)	1,265	1,241	1,412	1,555	1,766	2,087
ROE (%)	25.5	20.1	19.4	18.4	17.7	17.7
P/E (배)	45.8	21.7	28.4	16.2	14.3	12.1
P/B (배)	10.4	4.0	5.0	2.7	2.3	1.9
배당수익률 (%)	0.1	0.4	0.3	0.5	0.5	0.5

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

인바디 (041830)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
<b>매출액</b>	<b>93</b>	<b>101</b>	<b>113</b>	<b>131</b>
매출원가	24	26	29	33
매출총이익	69	75	84	98
판매비와관리비	45	50	55	64
조정영업이익	25	25	29	34
영업이익	25	25	29	34
비영업손익	-2	1	0	1
금융손익	1	0	1	1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	23	26	29	35
계속사업법인세비용	4	5	5	6
계속사업이익	19	21	24	29
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>19</b>	<b>21</b>	<b>24</b>	<b>29</b>
지배주주	19	21	24	29
비지배주주	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	<b>18</b>	<b>22</b>	<b>24</b>	<b>29</b>
지배주주	18	22	24	29
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	27	27	31	36
FCF	13	-14	23	26
EBITDA 마진율 (%)	29.0	26.7	27.4	27.5
영업이익률 (%)	26.9	24.8	25.7	26.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	20.4	20.8	21.2	22.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
<b>유동자산</b>	<b>75</b>	<b>73</b>	<b>98</b>	<b>127</b>
현금 및 현금성자산	11	7	22	38
매출채권 및 기타채권	13	13	15	18
재고자산	11	11	13	15
기타유동자산	40	42	48	56
<b>비유동자산</b>	<b>37</b>	<b>72</b>	<b>71</b>	<b>69</b>
관계기업투자등	1	1	1	1
유형자산	32	67	66	64
무형자산	2	1	1	1
<b>자산총계</b>	<b>112</b>	<b>145</b>	<b>169</b>	<b>197</b>
<b>유동부채</b>	<b>5</b>	<b>19</b>	<b>20</b>	<b>21</b>
매입채무 및 기타채무	1	1	1	1
단기금융부채	0	14	14	14
기타유동부채	4	4	5	6
<b>비유동부채</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	1	1	1	1
<b>부채총계</b>	<b>6</b>	<b>20</b>	<b>21</b>	<b>22</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>107</b>	<b>126</b>	<b>148</b>	<b>175</b>
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	1	1	1	1
이익잉여금	103	122	144	171
<b>비지배주주지분</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>자본총계</b>	<b>107</b>	<b>126</b>	<b>148</b>	<b>175</b>

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>19</b>	<b>23</b>	<b>23</b>	<b>26</b>
당기순이익	19	21	24	29
비현금수익비용가감	7	6	7	7
유형자산감가상각비	1	2	2	2
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	6	4	5	5
영업활동으로인한자산및부채의변동	-5	0	-3	-4
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-3	-1	-2	-2
재고자산 감소(증가)	-1	0	-2	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	0	0
법인세납부	-4	-5	-5	-6
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-13</b>	<b>-39</b>	<b>-6</b>	<b>-8</b>
유형자산처분(취득)	-5	-37	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-7	-2	-6	-8
기타투자활동	-1	0	0	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-4</b>	<b>11</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	0	14	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-1	-3	-2	-2
기타재무활동	-3	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>1</b>	<b>-4</b>	<b>15</b>	<b>16</b>
기초현금	10	11	7	22
기말현금	11	7	22	38

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
P/E (x)	28.4	16.2	14.3	12.1
P/CF (x)	20.8	12.8	11.2	9.7
P/B (x)	5.0	2.7	2.3	1.9
EV/EBITDA (x)	18.7	11.6	9.4	7.5
EPS (원)	1,412	1,555	1,766	2,087
CFPS (원)	1,928	1,963	2,253	2,608
BPS (원)	8,008	9,386	11,034	13,003
DPS (원)	120	120	120	120
배당성향 (%)	8.4	7.6	6.7	5.7
배당수익률 (%)	0.3	0.5	0.5	0.5
매출액증가율 (%)	16.3	8.6	11.9	15.9
EBITDA증가율 (%)	12.5	0.0	14.8	16.1
조정영업이익증가율 (%)	13.6	0.0	16.0	17.2
EPS증가율 (%)	13.8	10.1	13.6	18.2
매출채권 회전을 (회)	8.0	8.0	8.2	8.3
재고자산 회전을 (회)	9.4	9.3	9.5	9.6
매입채무 회전을 (회)	66.9	77.3	78.3	78.6
ROA (%)	18.5	16.5	15.4	15.6
ROE (%)	19.4	18.4	17.7	17.7
ROIC (%)	41.0	28.9	26.5	30.5
부채비율 (%)	5.2	15.9	14.0	12.5
유동비율 (%)	1,509.1	378.5	487.3	602.1
순차입금/자기자본 (%)	-47.3	-26.7	-36.8	-45.0
조정영업이익/금융비용 (x)	0.0	95.0	68.8	80.6

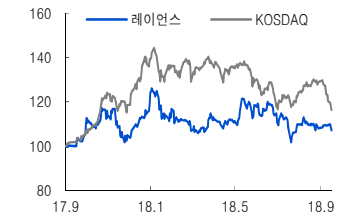
자료: 인바디, 미래에셋대우 리서치센터

## 레이언스 (228850)

### CMOS 매출 비중 확대에 따른 마진 개선에 주목

#### 건강관리장비

투자 의견(유지)	매수		
목표주가(12M, 유지)	26,000원		
현재주가(18/10/10)	18,550원		
상승여력	40%		
영업이익(18F, 십억원)	24		
Consensus 영업이익(18F, 십억원)	24		
EPS 성장률(18F, %)	39.8		
MKT EPS 성장률(18F, %)	13.9		
P/E(18F, x)	15.1		
MKT P/E(18F, x)	8.8		
KOSDAQ	747.50		
시가총액(십억원)	308		
발행주식수(백만주)	17		
유동주식비율(%)	30.3		
외국인 보유비중(%)	4.2		
베타(12M) 일간수익률	0.68		
52주 최저가(원)	17,300		
52주 최고가(원)	21,800		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.1	-1.1	7.2
상대주가	6.9	16.1	-6.1



[헬스케어장비/IT스몰캡]

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

#### 3Q18 Preview: 시장기대치에 부합하는 실적 예상

동사의 3Q18 매출액은 311억원(6.2% YoY)으로 시장기대치와 유사할 것으로 예상된다. CMOS부문은 덴탈 부문의 고성장(40.0% YoY)에 의해 33.6% YoY의 높은 성장을 달성할 것으로 기대된다. TFT부문은 -2.5% YoY로 부진할 것으로 보인다. 영업이익도 62억원(17.4% YoY, OPM 19.9%)으로 시장기대치에 부합할 것으로 전망된다.

#### 성공적인 매출 다각화와 마진 회복

**1) CMOS 부문:** CMOS부문은 경쟁이 심화되고 있는 TFT부문보다 마진이 높다는 점에서 실적 개선에 긍정적이다. ① 2018년부터는 덴탈 디텍터에 대하여 바택외에도 다른 기업으로 고객다각화를 진행한다. 최근 중국 기업과 5년간 146억원 규모의 계약이 체결된 것으로 알려져 있으며, 향후 추가 매출 증가가 기대된다. ② GE Healthcare와 5년 계약(235억원)으로 안정적인 매출이 발생하고 있는 맘모부문과 ③ 적용가능한 Application을 늘려가고 있는 산업용 디텍터도 다각화에 힘을 보태고 있다.

**2) TFT 부문:** TFT의 주력사업은 의료용 디텍터다. 의료부문은 글로벌 X-Ray 레트로핏 시장의 견조한 성장과 꾸준한 B2B 계약에 힘입어 매년 20~30% YoY 성장하고 있다. 2018년에도 ① 자회사인 오스코를 통한 중남미 시장 진출, ② GE Healthcare향 B2B 매출, ③ 브라질 기술 이전 사업 등에 의해 견조한 성장세가 기대된다.

**3) 기타부문:** 동사는 세계에서 유일한 Bendable I/O(구강 내)sensor를 바탕으로 글로벌 시장 1위(MS 23%)를 기록하고 있다. 이러한 경쟁력을 앞세워 작년부터 글로벌 기업향 ODM 매출이 발생하고 있다. 또한, I/O 센서는 치과용 외에도 새로운 수요처(타이어, 배터리, PCB 등 산업 수요)가 개발되고 있는 점도 긍정적이다.

#### 투자 의견 매수 및 목표주가 26,000원 유지

동사에 대한 매수의견과 목표주가 26,000원을 유지한다. 현재 동사의 주가는 12개월 FWD기준 PER 13.4배로 글로벌 Peer(PER 17.4배)보다 저평가되고 있다. 동사는 CMOS와 TFT 설계기술을 모두 보유한 점을 활용하여 사업다각화를 진행하고 있다. 이로 인해 외형성장과 마진 개선이 동시에 진행되고 있으며, 밸류에이션 측면에서도 충분히 매력적이다.

결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	87	98	107	121	140	155
영업이익 (십억원)	20	18	17	24	28	31
영업이익률 (%)	23.0	18.4	15.9	19.8	20.0	20.0
순이익 (십억원)	14	15	15	20	23	26
EPS (원)	1,150	947	881	1,232	1,383	1,564
ROE (%)	27.3	13.1	8.5	11.2	11.5	11.7
P/E (배)	-	18.1	21.0	15.1	13.4	11.9
P/B (배)	-	1.7	1.7	1.5	1.4	1.2
배당수익률 (%)	-	1.7	0.5	0.5	0.5	0.5

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

레이언스 (228850)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
<b>매출액</b>	<b>107</b>	<b>121</b>	<b>140</b>	<b>155</b>
매출원가	66	74	86	95
매출총이익	41	47	54	60
판매비와관리비	23	23	26	29
조정영업이익	17	24	28	31
영업이익	17	24	28	31
비영업손익	-2	1	0	1
금융손익	1	1	1	2
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	15	25	28	32
계속사업법인세비용	0	5	5	6
계속사업이익	14	20	23	26
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>14</b>	<b>20</b>	<b>23</b>	<b>26</b>
지배주주	15	20	23	26
비지배주주	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	<b>15</b>	<b>21</b>	<b>23</b>	<b>26</b>
지배주주	15	20	23	26
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	24	30	34	36
FCF	16	15	22	25
EBITDA 마진율 (%)	22.4	24.8	24.3	23.2
영업이익률 (%)	15.9	19.8	20.0	20.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	14.0	16.5	16.4	16.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
<b>유동자산</b>	<b>141</b>	<b>156</b>	<b>186</b>	<b>218</b>
현금 및 현금성자산	21	25	40	57
매출채권 및 기타채권	19	32	37	42
재고자산	27	25	29	33
기타유동자산	74	74	80	86
<b>비유동자산</b>	<b>56</b>	<b>53</b>	<b>47</b>	<b>42</b>
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	34	32	28	25
무형자산	20	20	17	15
<b>자산총계</b>	<b>196</b>	<b>209</b>	<b>233</b>	<b>260</b>
<b>유동부채</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>20</b>	<b>22</b>
매입채무 및 기타채무	9	11	13	14
단기금융부채	5	4	4	4
기타유동부채	4	3	3	4
<b>비유동부채</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	2	2	2	2
<b>부채총계</b>	<b>19</b>	<b>20</b>	<b>22</b>	<b>25</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>177</b>	<b>188</b>	<b>210</b>	<b>234</b>
자본금	8	8	8	8
자본잉여금	108	108	108	108
이익잉여금	68	84	106	130
<b>비지배주주지분</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>자본총계</b>	<b>177</b>	<b>189</b>	<b>211</b>	<b>235</b>

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>21</b>	<b>16</b>	<b>22</b>	<b>25</b>
당기순이익	14	20	23	26
비현금수익비용가감	11	12	10	9
유형자산감가상각비	3	4	3	3
무형자산상각비	3	3	3	2
기타	5	5	4	4
영업활동으로인한자산및부채의변동	-4	-14	-7	-7
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	3	-14	-5	-5
재고자산 감소(증가)	-3	1	-4	-4
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-1	1	1	1
법인세납부	-2	-3	-5	-6
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-3</b>	<b>-2</b>	<b>-6</b>	<b>-6</b>
유형자산처분(취득)	-5	-1	0	0
무형자산감소(증가)	-5	-2	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	7	1	-6	-6
기타투자활동	0	0	0	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-6</b>	<b>-10</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	-2	-2	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-2	-3	-2	-2
기타재무활동	-2	-5	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>12</b>	<b>5</b>	<b>15</b>	<b>17</b>
기초현금	9	21	25	40
기말현금	21	25	40	57

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
P/E (x)	21.0	15.1	13.4	11.9
P/CF (x)	12.1	9.6	9.4	8.7
P/B (x)	1.7	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA (x)	9.5	7.2	5.9	4.8
EPS (원)	881	1,232	1,383	1,564
CFPS (원)	1,531	1,937	1,966	2,125
BPS (원)	11,086	12,098	13,385	14,854
DPS (원)	100	100	100	100
배당성향 (%)	11.2	7.7	6.9	6.1
배당수익률 (%)	0.5	0.5	0.5	0.5
매출액증가율 (%)	9.2	13.1	15.7	10.7
EBITDA증가율 (%)	4.3	25.0	13.3	5.9
조정영업이익증가율 (%)	-5.6	41.2	16.7	10.7
EPS증가율 (%)	-7.0	39.8	12.3	13.1
매출채권 회전을 (회)	5.3	4.8	4.0	3.9
재고자산 회전을 (회)	4.1	4.6	5.1	5.0
매입채무 회전을 (회)	9.1	10.4	10.3	10.1
ROA (%)	7.4	10.1	10.4	10.5
ROE (%)	8.5	11.2	11.5	11.7
ROIC (%)	18.2	19.7	22.5	24.8
부채비율 (%)	11.0	10.5	10.5	10.4
유동비율 (%)	799.5	861.2	915.2	973.6
순차입금/자기자본 (%)	-47.7	-47.3	-52.2	-56.5
조정영업이익/금융비용 (x)	28.3	96.0	107.5	120.3

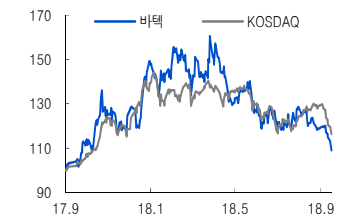
자료: 레이언스, 미래에셋대우 리서치센터

## 바텍 (043150)

### 역사적 저점 수준의 밸류에이션에 주목

#### 건강관리장비

투자의견(유지)	매수		
목표주가(12M,유지)	▼ 43,000원		
현재주가(18/10/10)	28,850원		
상승여력	49%		
영업이익(18F,십억원)	42		
Consensus 영업이익(18F,십억원)	45		
EPS 성장률(18F,%)	-53.5		
MKT EPS 성장률(18F,%)	13.9		
P/E(18F,x)	11.7		
MKT P/E(18F,x)	8.8		
KOSDAQ	747.50		
시가총액(십억원)	429		
발행주식수(백만주)	15		
유동주식비율(%)	46.4		
외국인 보유비중(%)	20.6		
베타(12M) 일간수익률	0.78		
52주 최저가(원)	26,900		
52주 최고가(원)	42,500		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.3	-23.8	4.9
상대주가	-2.0	-10.5	-8.1



[헬스케어장비/IT스몰캡]

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

#### 3Q18 Preview: 매출액 기준 시장기대치에 부합하는 실적 예상

동사의 3Q18 매출액은 584억원(5.1% YoY)로 시장 기대치에 부합할 것으로 기대된다. 최근 북미지역 달러의 재고정책 변경 영향으로 외형성장이 다소 둔화될 것으로 보인다. 영업이익은 84억원(6.3% YoY, OPM 14.3%)으로 시장기대치를 크게 하회할 것으로 예상된다. 제품 Mix 측면에서 마진이 낮은 2D제품 판매 증가가 증가할 것으로 예상되기 때문이다.

#### 선진국 중심의 견조한 성장과 장기성장을 위한 다각화

- 1) 선진국 시장의 브랜드 강화 전략:** 당사는 저선량 장비라는 차별화 전략으로 북미지역에서 시장점유율이 3D 제품은 20% 수준, 2D 제품은 10%초반까지 성장한 것으로 추정된다. 북미 시장의 고성장을 발판으로 세계 1위 (판매수량 기준)에 점점 가까워져 가고 있다.
- 2) 중국시장 가격경쟁력 강화:** 중국은 이머징 시장의 핵심 시장이다. 2018년 6월 주력제품인 3D 스마트의 판매허가 취득으로 가격 경쟁력 제고에 의한 시장 침투가 기대된다.
- 3) 레이언스의 실적 안정화:** 동사가 지분법으로 인식하고 있는 레이언스는 올해 15%수준의 외형성장과 18%수준의 영업이익률을 기록하며 동사의 이익개선에 기여할 것으로 보인다.
- 4) 디지털 덴티스트리를 위한 다각화:** 당사는 영상 장비 Full line-up을 구축하기 위해 포터블 엑스레이, 구강 센서, 3D 구강스캐너(4Q18 출시 예정) 등의 구강 내(Intra Oral) 장비를 강화하고 있다.

#### 투자의견 매수 유지하며 목표주가 43,000원으로 하향

동사에 대한 매수의견을 유지하며 목표주가는 43,000(기존 47,000원)으로 하향한다. 동사의 현재주는 12개월 FWD P/E 기준 9.7배(Peer 20.1배)로 역사적 저점수준이다. 당사는 이머징 장비가 주력임에도 매출액 3년 CAGR 성장률이 9.3%(글로벌 경쟁사 4~5%)로 예상된다. 선진시장에서 브랜드 가치가 높아진 가운데, 급성장하고 있는 중국시장에서 전략제품 효과가 기대되기 때문이다. 역사적 저점 수준의 밸류에이션 매력에 주목해야할 시점이다.

결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	217	179	219	233	256	280
영업이익 (십억원)	41	30	39	42	48	54
영업이익률 (%)	18.9	16.8	17.8	18.0	18.8	19.3
순이익 (십억원)	21	25	79	37	44	50
EPS (원)	1,433	1,667	5,324	2,476	2,977	3,393
ROE (%)	22.5	19.9	46.1	17.3	17.7	17.1
P/E (배)	27.6	21.7	6.4	11.7	9.7	8.5
P/B (배)	5.8	3.7	2.6	1.9	1.6	1.3
배당수익률 (%)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3

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

바텍 (043150)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
<b>매출액</b>	<b>219</b>	<b>233</b>	<b>256</b>	<b>280</b>
매출원가	114	117	131	143
매출총이익	105	116	125	137
판매비와관리비	66	74	78	83
조정영업이익	39	42	48	54
영업이익	39	42	48	54
비영업손익	-5	7	7	9
금융손익	-1	-1	-1	0
관계기업등 투자손익	0	4	8	9
세전계속사업손익	34	49	55	63
계속사업법인세비용	9	10	9	10
계속사업이익	25	39	47	53
중단사업이익	59	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>84</b>	<b>39</b>	<b>47</b>	<b>53</b>
지배주주	79	37	44	50
비지배주주	5	2	2	3
<b>총포괄이익</b>	<b>83</b>	<b>39</b>	<b>47</b>	<b>53</b>
지배주주	79	38	45	51
비지배주주	4	1	2	2
EBITDA	46	49	54	60
FCF	35	34	40	45
EBITDA 마진율 (%)	21.0	21.0	21.1	21.4
영업이익률 (%)	17.8	18.0	18.8	19.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	36.1	15.9	17.2	17.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
<b>유동자산</b>	<b>138</b>	<b>169</b>	<b>224</b>	<b>280</b>
현금 및 현금성자산	20	42	83	124
매출채권 및 기타채권	53	57	63	70
재고자산	51	55	61	67
기타유동자산	14	15	17	19
<b>비유동자산</b>	<b>183</b>	<b>186</b>	<b>185</b>	<b>189</b>
관계기업투자등	92	96	101	111
유형자산	69	68	63	59
무형자산	12	10	8	6
<b>자산총계</b>	<b>321</b>	<b>355</b>	<b>409</b>	<b>469</b>
<b>유동부채</b>	<b>78</b>	<b>77</b>	<b>84</b>	<b>90</b>
매입채무 및 기타채무	35	37	41	46
단기금융부채	26	21	21	21
기타유동부채	17	19	22	23
<b>비유동부채</b>	<b>44</b>	<b>45</b>	<b>47</b>	<b>49</b>
장기금융부채	29	28	28	28
기타비유동부채	15	17	19	21
<b>부채총계</b>	<b>123</b>	<b>122</b>	<b>131</b>	<b>139</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>196</b>	<b>228</b>	<b>271</b>	<b>320</b>
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	8	8	8	8
이익잉여금	180	212	255	304
<b>비지배주주지분</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>7</b>	<b>10</b>
<b>자본총계</b>	<b>199</b>	<b>233</b>	<b>278</b>	<b>330</b>

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>51</b>	<b>37</b>	<b>40</b>	<b>45</b>
당기순이익	84	39	47	53
비현금수익비용가감	-63	12	8	6
유형자산감가상각비	5	5	5	4
무형자산상각비	3	2	2	2
기타	-71	5	1	0
영업활동으로인한자산및부채의변동	26	1	-5	-5
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	14	-2	-6	-6
재고자산 감소(증가)	10	-4	-6	-6
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	9	2	4	4
법인세납부	0	-12	-9	-10
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-37</b>	<b>-6</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>
유형자산처분(취득)	-13	-4	0	0
무형자산감소(증가)	-2	-1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	77	-2	-2	-2
기타투자활동	-99	1	0	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-19</b>	<b>-9</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	-18	-5	0	0
자본의 증가(감소)	-28	0	0	0
배당금의 지급	-1	-3	-1	-1
기타재무활동	28	-1	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>-5</b>	<b>22</b>	<b>40</b>	<b>41</b>
기초현금	26	20	43	83
기말현금	20	43	83	124

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
P/E (x)	6.4	11.7	9.7	8.5
P/CF (x)	24.5	8.5	7.9	7.2
P/B (x)	2.6	1.9	1.6	1.3
EV/EBITDA (x)	11.5	8.7	7.2	5.8
EPS (원)	5,324	2,476	2,977	3,393
CFPS (원)	1,388	3,409	3,646	4,008
BPS (원)	13,196	15,373	18,250	21,544
DPS (원)	100	100	100	100
배당성향 (%)	1.8	3.8	3.2	2.8
배당수익률 (%)	0.3	0.3	0.3	0.3
매출액증가율 (%)	22.3	6.4	9.9	9.4
EBITDA증가율 (%)	12.2	6.5	10.2	11.1
조정영업이익증가율 (%)	30.0	7.7	14.3	12.5
EPS증가율 (%)	219.4	-53.5	20.2	14.0
매출채권 회전을 (회)	3.6	4.3	4.4	4.3
재고자산 회전을 (회)	3.9	4.4	4.4	4.4
매입채무 회전을 (회)	4.5	3.8	3.9	3.8
ROA (%)	23.5	11.4	12.2	12.1
ROE (%)	46.1	17.3	17.7	17.1
ROIC (%)	16.6	24.2	29.4	32.9
부채비율 (%)	61.9	52.5	47.1	42.2
유동비율 (%)	176.4	218.8	267.2	309.5
순차입금/자기자본 (%)	11.6	-2.5	-17.1	-27.3
조정영업이익/금융비용 (x)	22.7	29.9	36.0	40.5

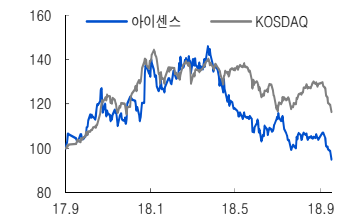
자료: 바텍, 미래에셋대우 리서치센터

## 아이센스 (099190)

### 영업 레버리지 효과는 4Q18부터

#### 건강관리장비

투자의견(유지)	매수
목표주가(12M,유지)	▼ 29,000원
현재주가(18/10/10)	19,700원
상승여력	47%
영업이익(18F,십억원)	23
Consensus 영업이익(18F,십억원)	24
EPS 성장률(18F,%)	12.0
MKT EPS 성장률(18F,%)	13.9
P/E(18F,x)	15.3
MKT P/E(18F,x)	8.8
KOSDAQ	747.50
시가총액(십억원)	271
발행주식수(백만주)	14
유동주식비율(%)	74.7
외국인 보유비중(%)	39.1
베타(12M) 일간수익률	0.46
52주 최저가(원)	19,700
52주 최고가(원)	30,300
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-9.6 -31.1 -9.0
상대주가	-1.3 -19.2 -20.3



[헬스케어장비/IT소몰캡]  
김충현, CFA  
02-3774-1740  
choonghyun.kim@miraeasset.com

#### 3Q18 Preview: 매출액 기준 당사 기대치 부합

동사의 3Q18 매출액은 438억원(9.1% YoY)으로 시장기대치에 부합할 것으로 전망된다. 혈당 측정기 매출액은 10.6% YoY, 혈액응고(PT/INR) 측정기와 가스분석기 사업부문은 각각 16.1% YoY, 20.2% YoY 상승할 것으로 예상된다. 영업이익은 55억원(12.2% YoY, OPM 12.6%)으로 시장기대치를 하회할 것으로 전망된다. 2Q18에 이어 일회성비용(10억원 수준)이 발생할 것으로 예상되기 때문이다.

#### 2018년은 포트폴리오 확대를 위한 체질 개선의 해

1) **메가 트렌드:** 최근 가장 큰 북미시장의 보험 수가하락으로 자가혈당측정(SGM)시장의 성장성이 둔화되고 있고, 기술과 규제 개선으로 연속혈당측정기(CGM) 시장이 성장하고 있다. 비용-효과성을 고려할 때, CGM이 SGM을 완전히 대체하기 보다는 인슐린 의존형 환자는 CGM으로, 비인슐린 의존형 환자는 SGM으로 양분될 가능성이 더 크다. 앞으로 시장 흐름에 맞게 기업의 체질을 개선할 수 있느냐가 중요하다.

2) **체외진단 포트폴리오 확대:** 동사는 사업다각화를 통해 혈당측정기의 매출비중(10년 97.1% → 17년 90.1%)을 지속적으로 줄여 나가고 있다. 이것이 17년 혈당측정기 사업의 부진에도 견조한 성장을 달성한 이유이다. 2018년에는 미국 Coagu-Sense의 성장과 면역진단제품(심혈관 진단용)도 상용화를 목표로 하고 있어, POCT 사업 확대는 지속될 것으로 예상된다.

3) **중국 공장 가동 가능성:** 동사는 중국 현지 제조제품의 ① 중국 내수판매와 ② 중국의 수출허가 절차를 동시에 진행하고 있다. 4Q18에는 중국의 수출허가를 받을 것으로 기대된다.

4) **연속혈당측정 사업:** 동사의 CGM은 Abbott이 사용하는 FGM(Flash Glucose Monitor)방식이며, 경쟁사보다 높은 가격경쟁력을 갖출 것으로 기대된다. 2019년말 상용화 예정이다. CGM은 최근 문재인 대통령이 발표한 의료기기 규제혁신안에서 가장 의미 있게 다룬 품목 중 하나이며, 동사는 국내에서 거의 유일한 CGM 개발사라는 점이 긍정적이다.

#### 투자의견 매수 유지하며 목표주가 29,000원으로 하향

동사에 대한 매수의견을 유지하며 목표주가는 29,000원으로 하향한다. 동사의 주가는 역사적 저점 수준으로 12개월 FWD PER 기준 11.4배로 글로벌 Peer 평균(15.5배) 대비 저평가 받고 있다. 현재 동사는 회사의 체질을 개선시키고 있는 만큼 당분간 외형성장보다는 마진개선이 중요할 것으로 보인다. 마진 개선은 일회성비용이 정리된 4Q18 이후가 될 것으로 예상된다.

결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	102	132	157	170	189	214
영업이익 (십억원)	19	26	23	23	30	36
영업이익률 (%)	18.6	19.7	14.6	13.5	15.9	16.8
순이익 (십억원)	15	18	16	18	25	30
EPS (원)	1,077	1,280	1,146	1,284	1,842	2,158
ROE (%)	11.8	12.5	10.1	10.3	13.3	13.7
P/E (배)	31.6	23.0	22.1	15.3	10.7	9.1
P/B (배)	3.5	2.7	2.1	1.5	1.3	1.2
배당수익률 (%)	0.0	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5

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

아이센스 (099190)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
<b>매출액</b>	<b>157</b>	<b>170</b>	<b>189</b>	<b>214</b>
매출원가	88	94	101	114
매출총이익	69	76	88	100
판매비와관리비	46	54	57	65
조정영업이익	23	23	30	36
영업이익	23	23	30	36
비영업손익	-4	-1	1	1
금융손익	-1	-1	-1	-1
관계기업등 투자손익	-2	0	2	2
세전계속사업손익	19	22	31	37
계속사업법인세비용	4	4	6	7
계속사업이익	15	17	25	30
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>15</b>	<b>17</b>	<b>25</b>	<b>30</b>
지배주주	16	18	25	30
비지배주주	-1	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	<b>13</b>	<b>18</b>	<b>25</b>	<b>30</b>
지배주주	14	18	26	30
비지배주주	-1	0	-1	-1
EBITDA	30	31	38	43
FCF	-1	17	27	29
EBITDA 마진율 (%)	19.1	18.2	20.1	20.1
영업이익률 (%)	14.6	13.5	15.9	16.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	10.2	10.6	13.2	14.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
<b>유동자산</b>	<b>96</b>	<b>111</b>	<b>144</b>	<b>183</b>
현금 및 현금성자산	27	36	61	87
매출채권 및 기타채권	38	41	46	53
재고자산	29	32	35	41
기타유동자산	2	2	2	2
<b>비유동자산</b>	<b>138</b>	<b>140</b>	<b>133</b>	<b>128</b>
관계기업투자등	3	4	4	5
유형자산	99	100	94	89
무형자산	19	19	18	16
<b>자산총계</b>	<b>234</b>	<b>250</b>	<b>277</b>	<b>311</b>
<b>유동부채</b>	<b>26</b>	<b>28</b>	<b>31</b>	<b>35</b>
매입채무 및 기타채무	16	17	19	22
단기금융부채	5	5	5	5
기타유동부채	5	6	7	8
<b>비유동부채</b>	<b>43</b>	<b>42</b>	<b>43</b>	<b>44</b>
장기금융부채	38	37	37	37
기타비유동부채	5	5	6	7
<b>부채총계</b>	<b>69</b>	<b>70</b>	<b>73</b>	<b>79</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>163</b>	<b>178</b>	<b>202</b>	<b>230</b>
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	46	46	46	46
이익잉여금	112	127	151	179
<b>비지배주주지분</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
<b>자본총계</b>	<b>165</b>	<b>180</b>	<b>204</b>	<b>232</b>

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>22</b>	<b>22</b>	<b>27</b>	<b>29</b>
당기순이익	15	17	25	30
비현금수익비용가감	13	15	14	15
유형자산감가상각비	6	6	6	5
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	6	8	7	9
영업활동으로인한자산및부채의변동	-3	-5	-5	-8
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-5	-3	-5	-7
재고자산 감소(증가)	2	-3	-4	-5
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	2	0	1	1
법인세납부	-6	-5	-6	-7
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-28</b>	<b>-8</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>
유형자산처분(취득)	-24	-6	0	0
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	2	0	0	-1
기타투자활동	-5	-2	0	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>8</b>	<b>-4</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	6	-1	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-1	-3	-1	-1
기타재무활동	3	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>2</b>	<b>9</b>	<b>25</b>	<b>26</b>
기초현금	26	27	36	61
기말현금	27	36	61	87

예상 주당가치 및 valuation (요약)

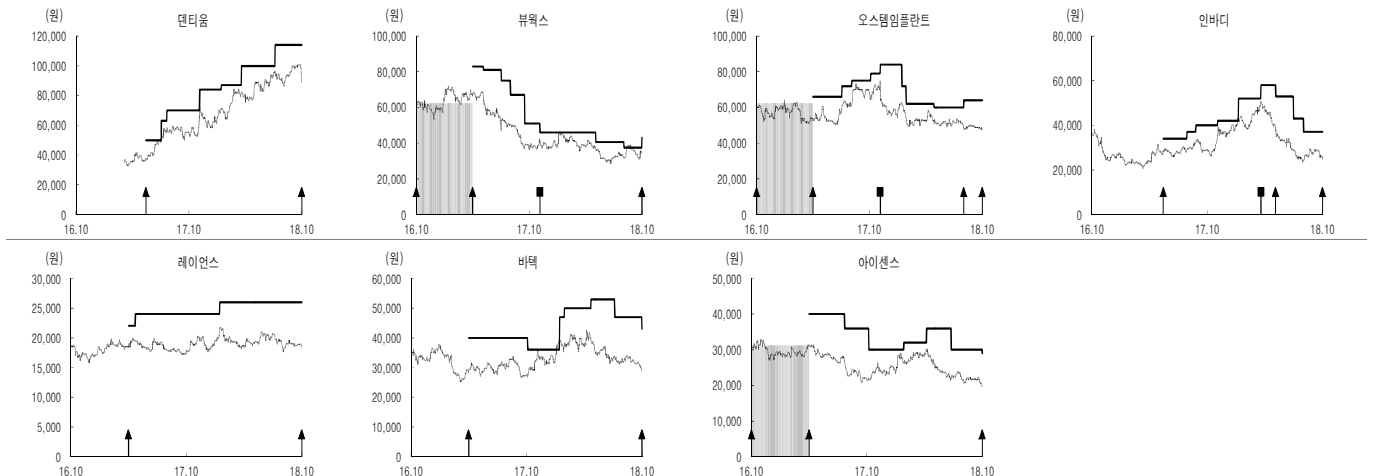
	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
P/E (x)	22.1	15.3	10.7	9.1
P/CF (x)	12.3	8.4	6.9	6.1
P/B (x)	2.1	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA (x)	12.1	9.1	6.7	5.3
EPS (원)	1,146	1,284	1,842	2,158
CFPS (원)	2,058	2,348	2,855	3,234
BPS (원)	11,856	12,968	14,711	16,770
DPS (원)	100	100	100	100
배당성향 (%)	9.1	7.9	5.5	4.6
배당수익률 (%)	0.4	0.5	0.5	0.5
매출액증가율 (%)	18.9	8.3	11.2	13.2
EBITDA증가율 (%)	-6.3	3.3	22.6	13.2
조정영업이익증가율 (%)	-11.5	0.0	30.4	20.0
EPS증가율 (%)	-10.5	12.0	43.5	17.2
매출채권 회전을 (회)	4.5	4.5	4.5	4.5
재고자산 회전을 (회)	5.2	5.6	5.6	5.6
매입채무 회전을 (회)	14.0	12.7	12.4	12.3
ROA (%)	6.7	7.2	9.5	10.1
ROE (%)	10.1	10.3	13.3	13.7
ROIC (%)	10.9	10.7	13.7	16.2
부채비율 (%)	41.7	38.9	36.0	33.8
유동비율 (%)	371.5	397.7	471.8	528.7
순차입금/자기자본 (%)	8.9	2.6	-9.9	-19.9
조정영업이익/금융비용 (x)	18.4	20.7	29.7	35.0

자료: 아이센스, 미래에셋대우 리서치센터

투자이건 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자이건	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자이건	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
덴티움(145720)					2018.08.12				
2018.07.17	매수	114,000	-	-	2018.07.11	매수	43,000	-40.09	-32.91
2018.03.30	매수	100,000	-14.93	-3.50	2018.05.16	매수	53,000	-38.40	-31.79
2018.01.24	매수	87,000	-13.18	-2.76	2018.05.15	매수	58,000	-22.82	-14.83
2017.11.15	매수	84,000	-23.51	-15.00	2018.03.30	Trading Buy	58,000	-22.48	-14.83
2017.08.01	매수	70,000	-19.89	-6.43	2018.01.18	매수	52,000	-16.51	-2.69
2017.07.14	매수	63,000	-12.54	-8.10	2017.11.13	매수	42,000	-9.83	2.62
2017.05.25	매수	50,000	-12.42	0.40	2017.09.05	매수	40,000	-25.14	-15.50
뷰웍스(100120)					2017.08.08				
2018.10.11	매수	43,000	-	-	2017.05.25	매수	34,000	-17.26	-10.59
2018.08.14	Trading Buy	37,500	-4.72	3.60	레이언스(228850)				
2018.05.15	Trading Buy	40,600	-20.61	-9.98	2018.01.25	매수	26,000	-	-
2017.11.15	Trading Buy	46,000	-13.01	0.98	2017.05.03	매수	24,000	-22.27	-10.42
2017.09.27	매수	51,000	-24.78	-16.86	2017.04.11	매수	22,000	-12.03	-9.32
2017.08.12	매수	67,000	-32.71	-25.37	바텍(043150)				
2017.07.13	매수	75,000	-31.48	-28.13	2018.10.11	매수	43,000	-	-
2017.05.16	매수	81,000	-29.90	-20.74	2018.07.17	매수	47,000	-31.52	-27.66
2017.04.11	매수	83,000	-19.29	-17.11	2018.05.03	매수	53,000	-34.36	-26.70
2016.03.31	분석 대상 제외	-	-	-	2018.02.08	매수	50,000	-22.05	-15.00
오스템임플란트(048260)					2018.01.24				
2018.08.12	매수	64,000	-	-	2017.10.15	매수	36,000	-9.56	9.72
2018.05.08	Trading Buy	60,000	-14.43	-10.67	2017.04.11	매수	40,000	-24.85	-15.50
2018.02.07	Trading Buy	62,000	-14.73	-6.13	아이센스(099190)				
2018.01.24	Trading Buy	72,000	-19.37	-13.33	2018.10.11	매수	29,000	-	-
2017.11.15	Trading Buy	84,000	-29.54	-23.45	2018.07.05	매수	30,000	-26.62	-20.00
2017.10.15	매수	79,000	-11.09	-5.19	2018.04.18	매수	36,000	-30.97	-16.67
2017.08.15	매수	75,000	-7.83	-2.40	2018.02.05	매수	32,000	-12.10	-5.31
2017.07.14	매수	72,000	-13.97	-11.53	2017.10.17	매수	30,000	-17.68	-3.17
2017.04.11	매수	66,000	-18.32	-8.03	2017.08.02	매수	36,000	-36.03	-29.44
2016.08.22	분석 대상 제외	-	-	-	2017.04.11	매수	40,000	-28.92	-21.50
인바디(041830)					2016.08.22				
					분석 대상 제외				

\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자이건 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 약화
비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
73.40%	14.78%	11.82%	0.00%

\* 2018년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 레이언스의 자기주식 취득 및 처분을 위한 신탁 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.