

투자의견(하향) **Trading Buy**

목표주가(12M,상향) **▲ 42,400원**

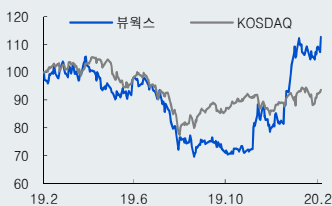
현재주가(20/02/11) 38,200원

상승여력 11%

영업이익(19F,십억원)	26
Consensus 영업이익(19F,십억원)	27
EPS 성장률(19F,%)	29.8
MKT EPS 성장률(19F,%)	-34.9
P/E(19F,x)	11.7
MKT P/E(19F,x)	15.4
KOSDAQ	682.34

시가총액(십억원)	382
발행주식수(백만주)	10
유동주식비율(%)	70.1
외국인 보유비중(%)	29.5
베타(12M) 일간수익률	0.74
52주 최저가(원)	23,600
52주 최고가(원)	38,200

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.4	48.9	16.5
상대주가	2.9	28.8	25.2



[첨단의료기기/헬스케어솔루션]

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

뷰웍스 (100120)

무력무력 자라고 있는 신사업

4Q19 Review: 영업이익 기준 시장 기대치 부합하는 실적

동사의 4Q19 매출액은 389억원(3.5% YoY)로 시장 기대치에 부합함. FP-DR(-0.6% YoY), 산업용카메라(-22.4% YoY) 등 주력사업이 부진했으나, 치과 및 NDT 같은 신사업 매출이 좋았음. 영업이익은 76억원(6.7% YoY, OPM 19.4%)으로 시장 기대치를 소폭 하회함.

2020년의 핵심은 신사업 확장

① **신사업:** 동사의 향후 성장동력은 치과용 디텍터. 동사는 CMOS 대신 TFT를 활용해 가격 경쟁력을 높임. 해상도도 CMOS에 뒤지지 않는 것으로 평가되고 있음. 2019년 전체 매출의 8.8%까지 성장했으며 2020년에는 11.6%까지 성장할 것으로 기대됨. 또한, 2019년 본격화된 NDT(비파괴검사)용 디텍터도 최근 글로벌 대형 기업과 공급계약을 체결함. 치과용 디텍터 및 NDT 디텍터 모두 B2B 사업인 만큼 기존 고객사 물량확대와 추가 고객 확보가 관건.

② **기존사업:** 주력사업인 FP-DR 은 과거와 같이 외형성장의 주요 동력보다는 Cash-Cow로서 역할이 더 클 것으로 보임. 산업용카메라는 수주 산업 특성상 매출 변동성이 크고, 실적 추정이 어렵지만 국내 유일의 검사용 카메라 모듈 제작사로써, 폴더블 및 롤러블 디스플레이 관련 기대감은 존재함. 동사의 신규 성장 동력인 TDI 라인 카메라도 느리지만 조금씩 외형성장이 진행되고 있는 것으로 추정됨.

목표주가 42,400원으로 상향하나, 투자의견은 Trading Buy로 하향

동사에 대한 실적추정치 조정을 반영하여 목표주가를 42,400원(기존 34,000원)으로 상향함. 상승여력이 11%인 점을 고려하여 투자의견은 Trading Buy로 하향함. 현재 동사의 주가는 12개월 FWD PER 기준 15.4배 수준. 최근 동사는 밸류에이션 매력 부각으로 저점 대비 59.5% 상승하였으나, 여전히 글로벌 Peer 평균(17.4배)대비 저평가 되고 있음.

동사는 Agile한 R&D 역량을 바탕으로 지속적으로 기업의 체질을 바꾸며 성장해옴. CCD 카메라로 출발하여 2012년 FP-DR, 2016년 산업용 카메라가 성장을 이끌었음. 향후 성장동력은 치과용 디텍터 사업과 NDT(비파괴검사)사업.

동사의 전통적인 성장공식은 B2B 계약 수주에 의한 영업 레버리지효과 극대화. B2B라는 특성상 계약시기 등을 추정하는 것은 불가능하지만, 동사의 경쟁력을 고려할 때 가능성은 충분함. 고정비가 낮은 동사의 마진 구조를 고려할 때 외형성장이 본격화되면 영업이익률 회복은 더 빨라질 것으로 전망됨.

결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19P	12/20F	12/21F
매출액 (십억원)	117	123	131	136	149	157
영업이익 (십억원)	30	29	23	26	30	32
영업이익률 (%)	25.6	23.6	17.6	19.1	20.1	20.4
순이익 (십억원)	27	20	21	27	25	26
EPS (원)	2,697	1,963	2,077	2,695	2,461	2,647
ROE (%)	27.7	16.6	15.6	17.6	14.0	13.3
P/E (배)	22.2	20.8	15.9	11.7	15.5	14.4
P/B (배)	5.4	3.2	2.3	1.8	2.0	1.8
배당수익률 (%)	0.3	0.5	0.9	1.0	0.8	0.8

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

표 1. 4Q19 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	4Q18	3Q19	4Q19P			성장률	
			확정치	미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	37.6	32.5	38.9	36.9	36.9	3.5	19.8
영업이익	7.1	6.8	7.6	7.7	7.7	6.7	10.7
영업이익률 (%)	18.9	21.0	19.4	20.9	20.9	0.6	-1.6
세전이익	7.7	10.6		7.7	7.7		
순이익	5.5	8.8		6.3	5.6		

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	20F	21F	20F	21F	20F	21F	
매출액	145.9	154.7	148.7	157.4	1.9	1.8	4Q19 실적 반영
영업이익	29.7	32.5	29.8	32.4	0.1	-0.4	
세전이익	29.8	32.6	30.0	32.7	0.7	0.3	
순이익	24.4	26.4	24.7	26.5	1.0	0.3	
EPS (KRW)	2,444	2,640	2,467	2,647	1.0	0.3	

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋대우 리서치센터

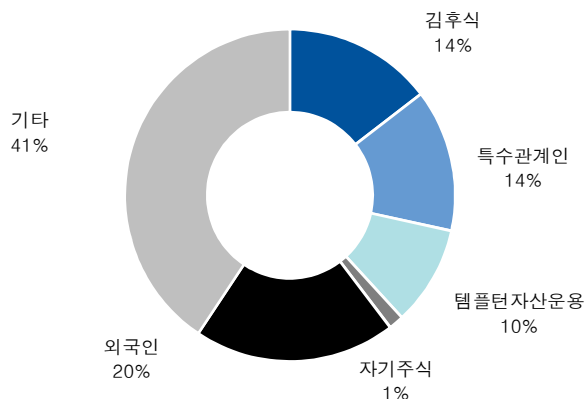
표 3. 분기별 실적 전망표

(십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19P	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019P	2020F	2021F
매출액	29.5	35.1	32.5	38.9	31.6	36.0	38.4	42.8	136.0	148.7	157.4
FP-DR	12.2	14.5	15.7	18.9	12.3	14.7	15.8	18.3	61.3	61.0	61.6
산업용 카메라	10.5	12.0	9.3	9.9	11.2	12.6	9.8	10.3	41.7	43.9	46.5
동영상 디텍터	2.1	3.3	2.5	4.1	2.0	2.1	6.4	6.8	11.9	17.3	18.9
기타	4.8	5.3	5.0	6.0	6.1	6.6	6.3	7.5	21.1	26.5	30.3
영업이익	5.6	6.4	6.8	7.6	5.9	6.8	8.1	9.0	26.4	29.8	32.4
세전이익	6.9	7.4	10.6	7.6	6.0	6.8	8.1	9.1	32.5	30.0	32.7
순이익	5.7	6.2	8.8	6.3	5.0	5.6	6.7	7.5	27.0	24.7	26.5
영업이익률 (%)	18.9	18.3	21.0	19.4	18.7	18.8	21.0	21.1	19.4	20.0	20.6
세전순이익률 (%)	23.4	21.1	32.7	19.6	18.9	19.0	21.2	21.2	23.9	20.2	20.8
순이익률 (%)	19.3	17.6	27.2	16.1	15.7	15.6	17.4	17.4	19.8	16.6	16.8

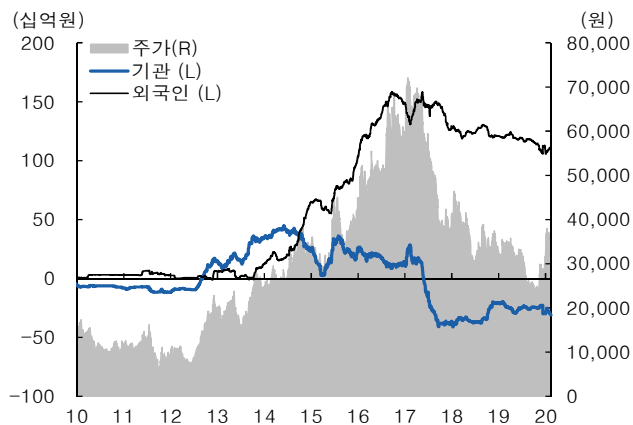
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 지분율



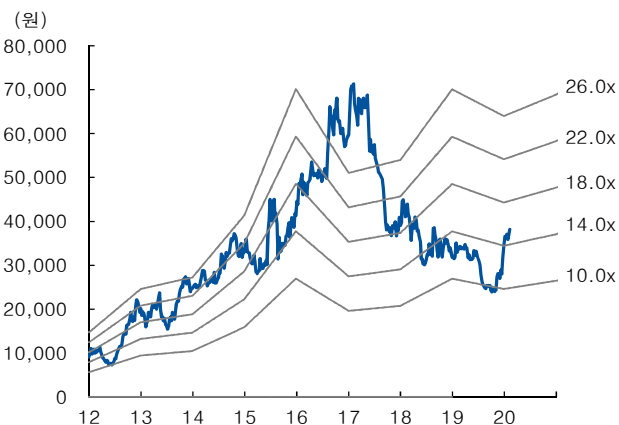
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 기관 및 외국인 순매수량 vs. 주가 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 12개월 선행 PER 밴드 차트



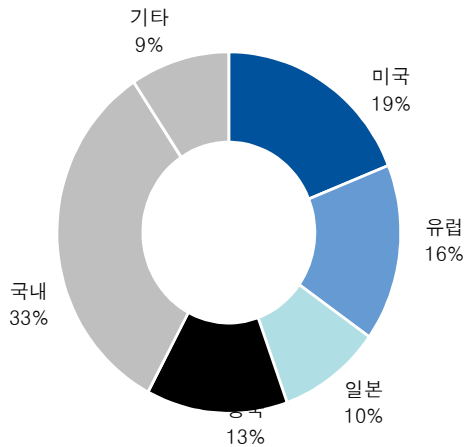
자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 4. Global peer valuation

회사명	시가총액	영업이익률 (%)			PER (배)			PSR (배)			ROE (%)			EV/EBITDA (배)		
		18	19F	20F	18	19F	20F	18	19F	20F	18	19F	20F	18	19F	20F
GE	133,387	-16.7	10.2	11.4	24.5	21.3	16.5	1.0	1.3	1.2	-18.2	12.7	21.0	16.0	12.0	10.1
Siemens	53,239	15.8	15.9	17.2	27.0	22.5	20.6	2.8	2.7	2.5	16.3	17.7	18.1	16.5	15.0	13.8
코닝클레이커 필립스	51,526	9.5	12.1	13.0	28.7	21.0	18.4	2.2	1.9	1.9	11.6	14.2	14.8	13.1	0.0	0.0
히타치	44,365	5.5	8.0	8.8	20.5	14.7	7.6	0.5	0.5	0.4	6.1	8.3	14.6	9.4	5.6	4.9
캐논	41,816	8.7	6.4	6.6	19.1	18.6	18.1	0.8	1.1	1.1	6.0	6.0	6.4	6.8	8.9	8.8
테루모	32,211	17.8	18.5	19.4	32.7	33.7	30.4	4.7	4.7	4.4	12.6	12.1	12.3	18.4	18.3	16.6
후지필름 홀딩스	29,975	8.6	9.6	10.1	16.7	13.8	12.2	0.9	1.2	1.1	6.5	7.8	8.4	6.2	8.4	8.0
홀로직	16,590	-3.7	31.3	31.9	-	20.1	18.7	4.2	4.3	4.2	3.6	28.2	25.4	50.9	14.9	14.2
텔레다인 테크놀로지스	16,499	14.4	15.9	16.2	39.8	34.1	31.7	4.5	4.1	4.0	15.8	-	-	20.9	22.0	20.9
코니카 미놀타	3,713	5.9	2.4	4.5	33.5	27.9	11.2	0.3	0.3	0.3	1.9	1.8	4.9	7.1	8.0	6.2
바렉스 이미징	1,245	5.9	9.4	10.1	31.4	22.0	18.5	1.3	1.3	1.3	3.6	6.8	11.8	17.2	11.0	9.1
아그파 게바트	1,015	2.7	-	-	-	17.6	12.0	0.3	0.4	0.4	-8.4	15.5	26.6	6.9	6.7	6.2
뷰웍스	382	17.2	20.6	21.3	14.3	15.6	14.5	2.8	2.6	2.5	17.7	14.1	13.5	6.1	9.6	9.1
레이언스	241	18.2	18.0	18.5	14.4	12.7	12.7	1.9	1.9	1.8	8.4	9.8	9.1	3.9	5.5	5.2
전체 평균		7.8	13.7	14.5	25.2	21.1	17.4	2.0	2.0	1.9	6.0	11.9	14.4	14.3	10.4	9.5

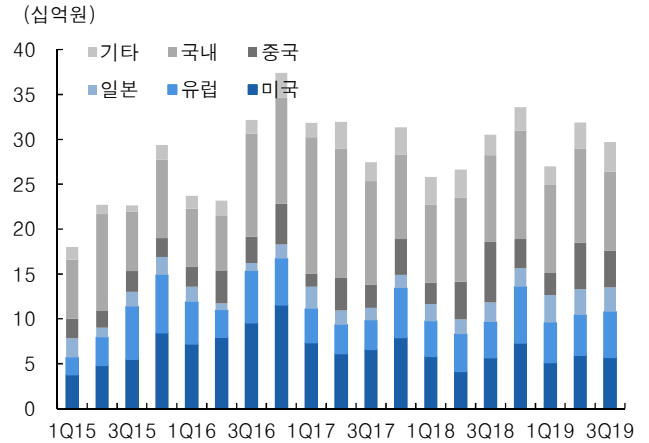
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 별도기준 지역별 매출 비중(누적 3Q19)



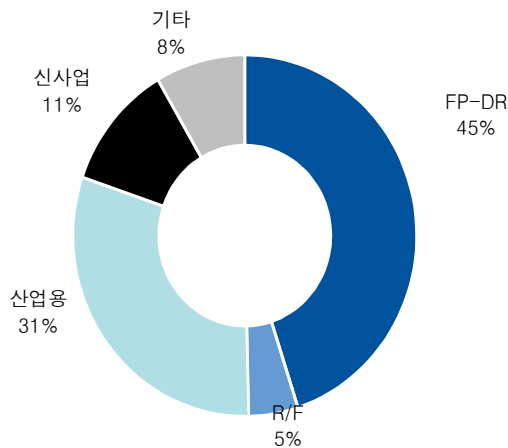
자료: 뷰웍스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 별도기준 지역별 매출 추이



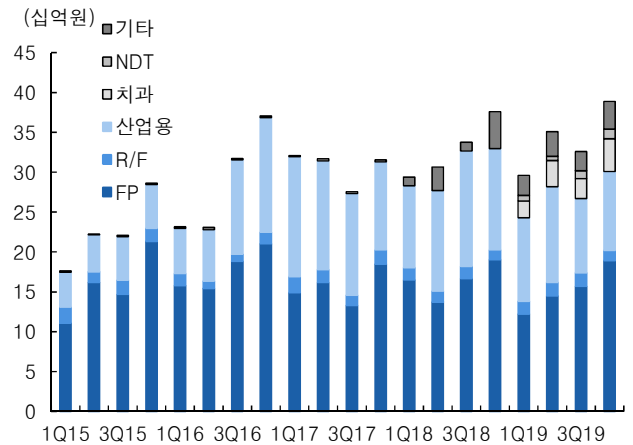
자료: 뷰웍스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 품목별 매출 비중(2019)



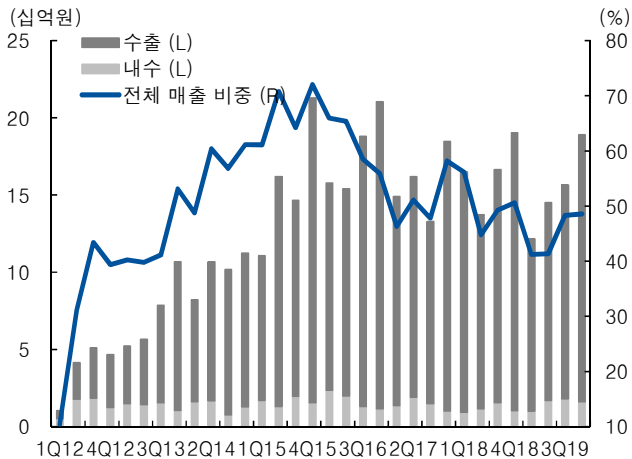
자료: 뷰웍스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 품목별 매출 추이



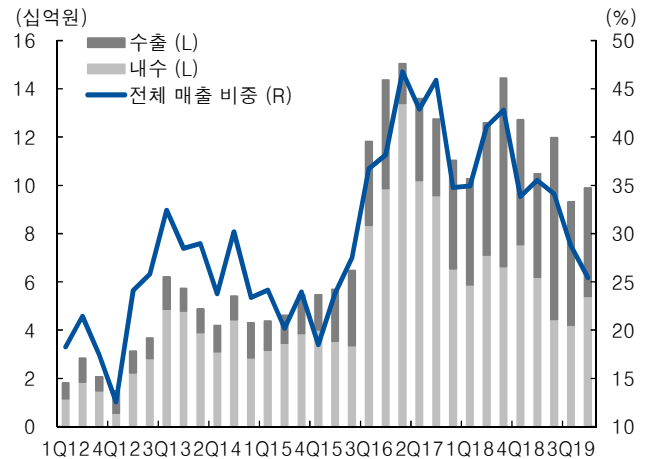
자료: 뷰웍스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 의료용 디텍터 매출 추이



자료: 뷰웍스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 산업용 카메라 매출 추이



자료: 뷰웍스, 미래에셋대우 리서치센터

표 5. 글로벌 엑스레이 시장 구분

시장	구분	ASP	주요 업체	주요 고객
신규	FP-DR 시스템	2~3억원	GE, Siemens, Philips, Toshiba 등	대형병원
교체	Retrofit	3~6천만원	Agfa, Carestream, Fuji, Konica, Canon 등	중소형 병의원

자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 글로벌 엑스레이 기기 설치비중 vs. 판매 비중

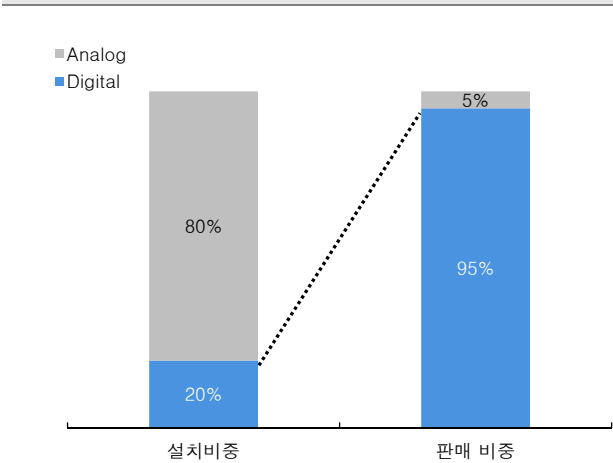
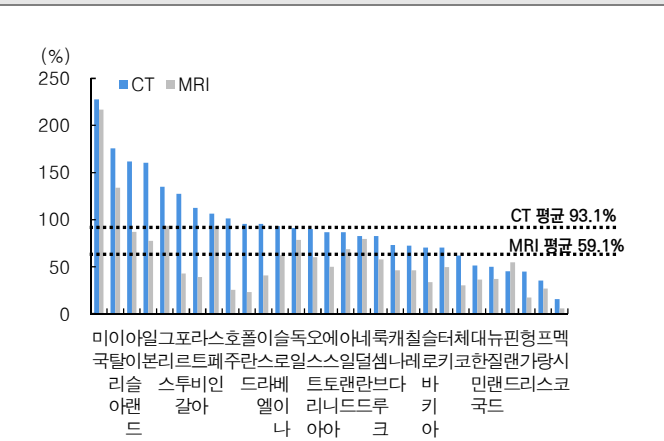


그림 11. OECD 국가의 CT 및 MRI 보급률



자료: 산업자료, 미래에셋대우 리서치센터

자료: OECD, 미래에셋대우 리서치센터

표 6. X-Ray 영상 진단 장치의 종류 및 player

분류				특징	국내기업	해외기업	ASP
Digital	DR	간접변환	TFT(A-Si)	- 경제성 있는 대면적 센서가능 (정지영상에 적합) - 기판이 부도체로 내구성이 우수함 - 잔상 현상으로 동영상 구현이 어려움(반응회복 시간필요) - 대부분의 일반의료용, 동물용, 산업용	- 레이언스, - 뷰웍스 - 디알텍	- Varian - Trixell	1,000~3,000만원
			CMOS	- 잔상없는 고속 영상 획득 가능(동영상에 적합) - 고집적, 고해상도 센서 설계 가능 - 웨이퍼로 만들어 원가/잉곳 사이즈문제로 대면적 설계가 제한적 - 치과용, 유방암 진단, 산업용	- 레이언스	- Varian - DALSA	1,000~1,500만원
			CCD	- CCD 카메라로 영상 획득 - 경제성 우수 - 화질이 떨어지고 방사선 피폭량이 높음 - 의료용, 동물용, 산업용	- 뷰웍스		200~1,000만원
		직접변환	TFT(A-Se)	- X-ray 에너지를 전기적 신호로 직접 변환하는 방식 - 노이즈가 적고, 생산성 및 경제성이 높음 - 방사선 피폭이 적음	- 디알텍	- Hologic	
	CR		- 기존 필름을 대체 - 형광물질이 도포된 IP(Imaging Plate)를 사용 - IP에 잔재된 X-Ray 제거후 반복 사용 가능		- Carestream - Agfa - Fuji		
Analog			- 필름 스크린을 통해 인체를 투과한 X-Ray를 검출 - 필름 현상 및 보관 장소 필요 - 영상 전송 불가 및 품질에 한계				

자료: 미래에셋대우 리서치센터

뷰웍스

무력무력 자라고 있는 신사업

뷰웍스 (100120)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액	131	136	149	157
매출원가	66	63	73	77
매출총이익	65	73	76	80
판매비와관리비	43	47	46	48
조정영업이익	23	26	30	32
영업이익	23	26	30	32
비영업손익	2	7	0	1
금융손익	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	25	33	30	33
계속사업법인세비용	4	6	5	6
계속사업이익	21	27	25	26
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	21	27	25	26
지배주주	21	27	25	26
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	21	27	25	26
지배주주	20	27	25	26
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	26	30	33	35
FCF	18	21	24	30
EBITDA 마진율 (%)	19.8	22.1	22.1	22.3
영업이익률 (%)	17.6	19.1	20.1	20.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	16.0	19.9	16.8	16.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
유동자산	107	129	155	181
현금 및 현금성자산	47	72	93	119
매출채권 및 기타채권	22	23	25	25
재고자산	24	25	27	27
기타유동자산	14	9	10	10
비유동자산	50	53	50	47
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	39	42	39	38
무형자산	6	6	5	5
자산총계	156	181	205	228
유동부채	13	14	15	15
매입채무 및 기타채무	7	7	7	7
단기금융부채	0	0	0	0
기타유동부채	6	7	8	8
비유동부채	2	3	3	3
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	2	3	3	3
부채총계	16	16	18	18
지배주주지분	141	165	187	210
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	10	10	10	10
이익잉여금	131	155	177	201
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	141	165	187	210

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
영업활동으로 인한 현금흐름	28	25	24	30
당기순이익	21	27	25	26
비현금수익비용가감	9	7	8	9
유형자산감가상각비	2	2	2	2
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	6	4	5	6
영업활동으로인한자산및부채의변동	1	-3	-4	0
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	3	-2	-2	0
재고자산 감소(증가)	-1	-1	-3	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-1	1	0	0
법인세납부	-4	-6	-5	-6
투자활동으로 인한 현금흐름	-15	0	-1	0
유형자산처분(취득)	-9	-4	0	0
무형자산감소(증가)	0	-1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	6	0	-1	0
기타투자활동	-12	5	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-5	-4	-3	-3
장단기금융부채의 증가(감소)	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-2	-3	-3	-3
기타재무활동	-3	-1	0	0
현금의 증가	9	25	21	27
기초현금	37	47	72	93
기말현금	47	72	93	119

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
P/E (x)	15.9	11.7	15.5	14.4
P/CF (x)	10.9	9.2	11.7	10.9
P/B (x)	2.3	1.8	2.0	1.8
EV/EBITDA (x)	10.6	8.0	8.7	7.4
EPS (원)	2,077	2,695	2,461	2,647
CFPS (원)	3,016	3,406	3,279	3,499
BPS (원)	14,665	17,099	19,264	21,616
DPS (원)	300	300	300	300
배당성향 (%)	14.2	11.0	12.0	11.2
배당수익률 (%)	0.9	1.0	0.8	0.8
매출액증가율 (%)	6.5	3.8	9.6	5.4
EBITDA증가율 (%)	-18.8	15.4	10.0	6.1
조정영업이익증가율 (%)	-20.7	13.0	15.4	6.7
EPS증가율 (%)	5.8	29.8	-8.7	7.6
매출채권 회전율 (회)	6.0	6.1	6.3	6.4
재고자산 회전율 (회)	5.7	5.5	5.7	5.8
매입채무 회전율 (회)	18.9	14.0	15.2	15.5
ROA (%)	14.1	16.0	12.7	12.2
ROE (%)	15.6	17.6	14.0	13.3
ROIC (%)	23.4	25.4	28.1	30.6
부채비율 (%)	11.1	9.9	9.6	8.4
유동비율 (%)	796.0	930.1	1,018.3	1,202.9
순차입금/자기자본 (%)	-40.5	-46.6	-52.4	-59.2
조정영업이익/금융비용 (x)	350.1	462.5	892.4	956.1

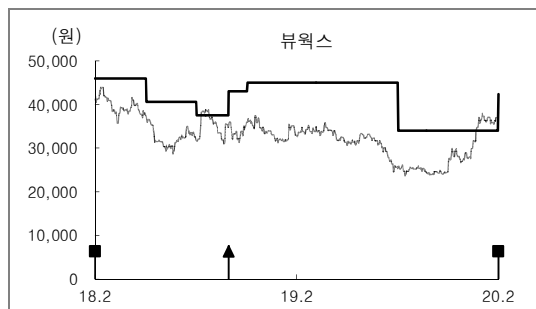
자료: 뷰웍스, 미래에셋대우 리서치센터

뷰웍스

무력무력 자라고 있는 신사업

투자 의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
뷰웍스(100120)				
2020.02.11	Trading Buy	42,400	-	-
2019.08.14	매수	34,000	-16.67	11.91
2018.11.14	매수	45,000	-27.68	-16.78
2018.10.11	매수	43,000	-21.96	-16.28
2018.08.14	Trading Buy	37,500	-4.72	3.60
2018.05.15	Trading Buy	40,600	-20.61	-9.98
2017.11.15	Trading Buy	46,000	-13.01	0.98



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

투자 의견 분류 및 적용기준

기업

매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상

산업

비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

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

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
84.05%	9.82%	6.13%	0.00%

* 2019년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 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.