LEADING

Mid-Cap Research

뷰웍스 (100120 KQ)

2011년 8월 22일

X-ray 투시력으로 본 미래성장성: 양호

Analyst : 김지나

jnkim@leading.co.kr

82-2-2009-7082

Leading Traffic Light: Green

뷰웍스는...

- ✓ 디지털 X-ray 시스템의 핵심 부품인 디지털 X-ray 감지기와 산업용디지털카메라 생산 업체
- ✓ X-ray 감지기 (Detector- CCDD-DR, R/F-DR)의 국내 유일한 생산 기업

Green light because:

- ✓ 2011 년 산업용 디지털 카메라 부문의 성장률이 71.1%로 동사의 성장 견인예상
- ✓ OPM 40~50%대의 고부가가치 신제품 2012 년 초 출시 예정

성장 잠재력:

- ➢ 향후 산업용 카메라가 군사용과 엔터테인먼트용까지 확대적용 되며 성장성 유지
- ➢ 탁월한 기술력과 R&D 로 향후 고부가가치 신제품 꾸준히 출시 가능

경영진과 주주가치:

- ➢ 탄탄한 엔지니어링 백그라운드를 가진 CEO 와 주요 임원들로 구성된 기술력 중심의 회사
- ➢ 배당수익률은 1% 이하로 낮은 수준이지만 미래 성장을 위한 투자에 중점을 두고 있음

탁월한 가치창출:

- ➢ 꾸준하게 20%대 이상의 ROE 와 ROIC 창출
- ➢ 2011E 이후에도 꾸준한 positive 잉여현금 창출로 2013F 에는 현재 시가총액의 약 45%에 이르는 순현금 보유 예상

Valuation:

- ➢ 과거에 꾸준히 시장 PER 대비 프리미엄을 받아왔으며 2012 년에도 수익성 높은 신제품으로 시장대비 40%의 프리미엄 예상
- ➢ 목표주가 15,000 원 = 63.9%의 상승여력

CAVEAT EMPTOR!!! – Watch out for…

- ➢ 신제품 출시가 KFDA 등 각 나라의 관련 부처에서 품질인증을 받는 시간에 따라 지연될 수 있는 위험성 존재
- ➢ 원재료가 특수제품인 경우가 많아 공급업체가 한정되어 있어 수급상의 리스크 존재

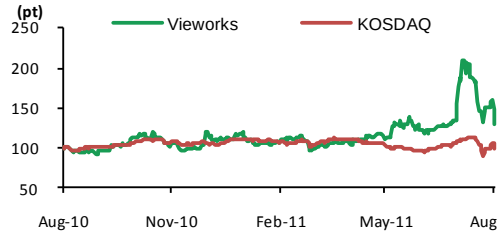
BUY

목표주가	15,000 원
현재주가	9,150 원
목표수익률	63.9%

Key Data	2011 년 8 월 19 일
산업분류	의료 장비 및 서비스
코스닥	474.65
시가총액 (십억원)	91.5
발행주식수 (백만주)	10.0
외국인 지분율 (%)	5.0
52 주 고가 (원)	14,700
저가 (원)	6,500
60 일 일평균거래대금 (십억원)	9.7
주요주주	(%)
김후식외 4인	27.4
장현석	4.6

주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	(30.7)	17.1	28.1
상대주가	(20.8)	25.6	29.4

Relative Performance



Valuation Forecast

FY	Sales (Wbn)	% chg yoy	OP (Wbn)	OPM (%)	NP (Wbn)	EPS (W)	EPS Growth (%)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	ROE (%)	P/B (x)
2008	21.3	27.3	6.3	29.5	6.2	1,235.9	36.1	7.4	5.6	36.4	2.3
2009	25.6	20.1	6.6	25.6	5.7	926.9	(25.0)	9.9	5.2	20.8	1.5
2010	30.5	19.3	7.6	25.0	7.3	1,116.4	20.4	8.2	5.1	19.0	1.4
2011E	39.1	28.2	10.6	27.1	9.3	926.1	(17.0)	9.9	5.8	19.8	1.5
2012E	56.2	43.6	15.1	26.9	13.2	1,320.7	42.6	6.9	3.8	23.2	1.4
2013E	75.1	33.7	20.4	27.2	17.6	1,756.7	33.0	5.2	2.3	24.6	1.1

목차

핵심 투자포인트 3

Section 1: 기업 **Snapshot** 4

Section 2: 가치를 창출하는 기업인가**?** 6

Section 3: 현금창출 능력과 배당정책은**?** 7

Section 4: 부채와 이자의 관리능력은**?** 8

Section 5: 환율에 대한 노출과 민감도**?** 9

Section 6: 동종업계의 기업들과 **Valuation** 비교 10

Section 7: CEO 의 경영철학은**?** 12

Section 8: 영업현황과 실적전망 13

Section 9: Valuation 19

핵심 투자포인트

✓ 의료용기기 디지털화 추세의 최대 수혜자!

X-ray 시스템의 트렌드는 최근 병원의 network 화에 따라 아날로그에서 디지털 시스템으로 옮겨가는 추이를 보이고 있다. 이는 마치 필름 카메라를 쓰던 사람들이 디지털 카메라를 사용하여 사진을 파일로 저장하는 모습과 유사하다고 볼 수 있다. 디지털 X-ray 역시 필름을 현상할 필요 없이 파일로 보관 가능하다. 세계 X-ray 시장은 여전히 아날로그 시스템이 70%를 차지하며 주를 이루고 있지만 디지털 X-ray 의 편리성과 더 나은 화질 (해상도)로 인해 이를 대체하고자 하는 수요가 높아만 가고 있다. 이러한 디지털화는 가속화 될 것으로 예측 됨에 따라 동사는 필요한 원천 기술력을 바탕으로 최대 수혜자가 될 것으로 예상된다 (Page 14~15).

✓ 산업용카메라 71.7% 성장 기대

동사의 매출은 2010 년까지 의료기기 부분인 X-ray detector 가 69.7%를 차지하며 의료용 기기에서 큰 부분 창출되고 있었다. 그러나 2009 년부터 산업용 카메라의 매출을 늘려왔고 2011 년에는 총 매출의 40%가 산업용 카메라에서 창출될 것으로 예상한다. 산업용 카메라의 매출증대는 동사의 매출뿐만 아니라 수익성 성장도 함께 이룰 것으로 판단된다 (Page 13).

✓ 매출 28.2%와 영업이익 27.1%의 견고한 동반 성장

2011 년 동사의 매출과 영업이익은 각각 28.2%와 27.1%씩 성장할 것으로 예상된다. 매출성장은 산업용 디지털 카메라와 동영상 (R/F-DR) 그리고 정지화상용 (CCD-DR) X-ray detector 의 견고한 성장이 바탕을 이룰 것이다. 특히, 산업용 카메라는 국내/외 수요가 크게 증가하며 70% 대의 성장률을 보일 것으로 예상된다. 동사의 영업이익률은 FP (Flat panel)-DR 과 ICG (Indocyanine green) perfusion imaging (말초 혈관 혈류 측정기)와 같은 고부가가치 신제품이 견인할 것으로 판단된다. FP-DR 과 ICG 말초 혈관 혈류 측정기는 40%~50%의 영업이익률을 보이고 있다 (Page 17~18).

✓ 무차입금과 꾸준한 Free Cashflow 창출로 2013 년에는 시총대비 40% 수준의 순현금 축적

뷰웍스는 2005 년부터 꾸준히 무차입 경영철학으로 운영해왔다. 2010 년말 기준으로 152 억의 순현금이 있으며 2011 년과 2012 년에는 연간 약 80 억원대의 Free Cashflow 와 2013 년에는 115 억원의 Free Cashflow 를 창출하며 2013 년말에는 현재 시가총액 대비 약 40%에 해당하는 약 400 억원의 순현금이 축적될 것으로 예상된다.

이러한 순현금 보유는 동사가 향후 R&D 또는 기업의 확장이 필요할 경우 자체자금으로 투자를 할 수 있으므로 향후 성장 가능성에도 큰 기여를 할 수 있는 기반이 될 수 있다 (Page 7~8).

✓ 적정주가 15,000 원 = 63.9% 상승가능

뷰웍스는 2009 년 상장후 꾸준히 시장 PER Valuation 보다 프리미엄을 받아왔다. 동사는 국내 유일한 산업용 디지털 카메라 생산업체이며 디지털 X-ray 시장을 과점하고 있으고 꾸준히 향상되는 수익성과 높은 성장성으로 향후에도 시장 PER Valuation 대비 프리미엄을 받을 것으로 예상된다. 따라서 2012 년 예상 시장 PER 대비 40% 프리미엄인 11.3X PER 을 뷰웍스의 2012 년 예상 EPS 인 1,321 원에 적용하여 적정주가 15,000 원을 산출하였다. 적정주가는 현재가에서 63.9%의 상승여력이 있는 가격이다.

Section 1: 기업 Snapshot

정밀이미지 시스템 제조업체

정밀이미지에 속하는 디지털 x-ray 시스템 detector 와 반도체 및 LCD 등 생산라인 검수를 위한 산업용 디지털 카메라 생산

과거에는 X-ray 를 찍으면 의사가 X-ray 필름을 형광판에 붙여 놓고 판독을 하였다 (도표 1). 그러나 디스플레이 기술이 발달된 현재는 의사들이 X-ray 를 컴퓨터 모니터로 바로 보며 판독할 수 있게 되었다 (도표 2).

뷰웍스는 디지털 X-ray detector 를 국내에서 독점으로 생산하는 업체이다. 그리고 2009 년부터 신규 사업으로 산업용 카메라도 제조하고 있다 (Page 13).

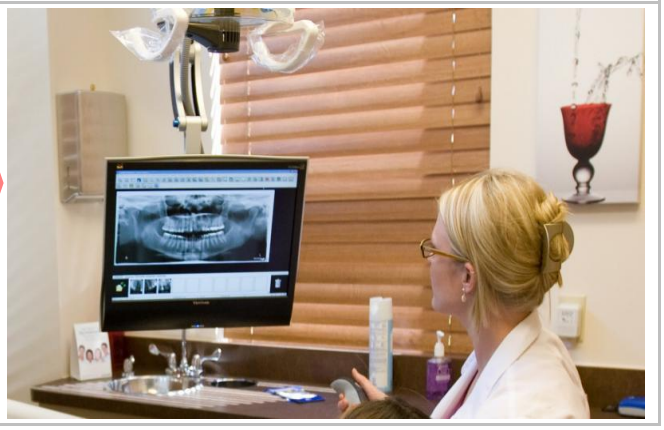
디지털 X-ray detector 는 X-ray 광선을 디지털 이미지로 변환 시켜주는 장치로써 기존에 필름으로 현상되던 아날로그 X-ray 와 구별된다. 뷰웍스의 X-ray detector 를 통해 의사들은 환자의 X-ray 이미지를 촬영 하거나 동영상으로 확인할 수 있다.

산업용 디지털 카메라는 LCD 나 반도체, PCB 등 전기전자 부품 제조업체 라인에서 제품 외관에 대한 품질 검사를 위해 사용된다.

도표 1. 아날로그 X-ray (필름)

Source: Leading Research Center

도표 2. 디지털 X-ray (컴퓨터)



Source: Leading Research Center

1999년 광학렌즈 및 기기 엔지니어들 6명이 설립

뷰웍스는 1999 년 광학렌즈 및 기기 전문가들에 의해 설립되었다. 2000 년 초부터 기존 필름 X-ray 이미지를 디지털화 시키기 시작하였고 현재 국내 유일의 디지털 X-ray detector 제조 업체이다. 동사는 이러한 특수용 디지털 카메라(비디오 포함)를 설계부터 생산까지 독자적으로 진행할 수 있는 모든 필요 기술을 보유하고 있다.

경쟁업체 코닥의 자회사 레드메이크 2009년 국내시장에서 철수

이와 같은 요소 기술을 바탕으로 의료영상 기기 업체로 시작하여 2009 년부터 산업용 디지털 카메라로 그 영역을 확장하고 있다. 뷰웍스의 경쟁업체로는 Kodak 의 자회사인 레드메이크가 있었으나 2009 년 한국시장에서 영업을 철수하여 국내 유일의 생산 업체가 되었다 (Page 13).

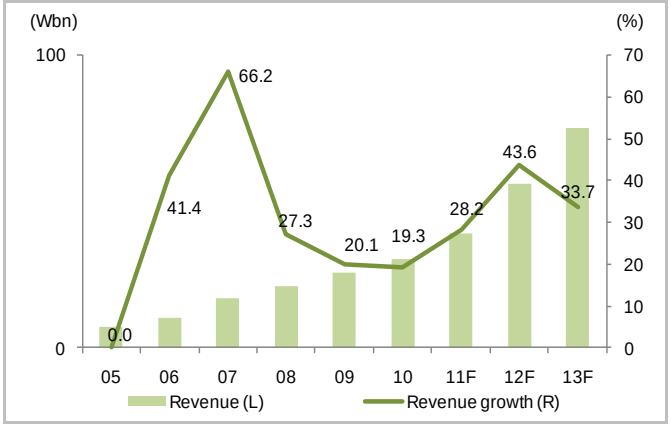
산업용 디지털 카메라는 산업 자동화 분야 중에서 머신 비전이라고 하는 중요한 영역에 포함되며 동사가 생산하는 산업용카메라는 LCD 판넬 및 반도체 검사용 카메라 시스템의 가장 중요한 요소 중 하나라고 할 수 있다. 동사의 카메라가 부착된 검사용 기기(시스템)는 글로벌 IT 기업인 삼성전자와 LG 디스플레이, Hitachi, Sharp 사 등에 공급되고 있다 (Page 13).

2011E~2013F 산업용 디지털 카메라는 동사의 매출성장률을 견인하는 주요인이 될 것

산업용 디지털 카메라는 고객 다각화를 통하여 2011E~2013F 동사의 매출 성장률을 기존 20%대에서 30%까지 끌어올리는 주 요인이 될 것으로 예상된다.

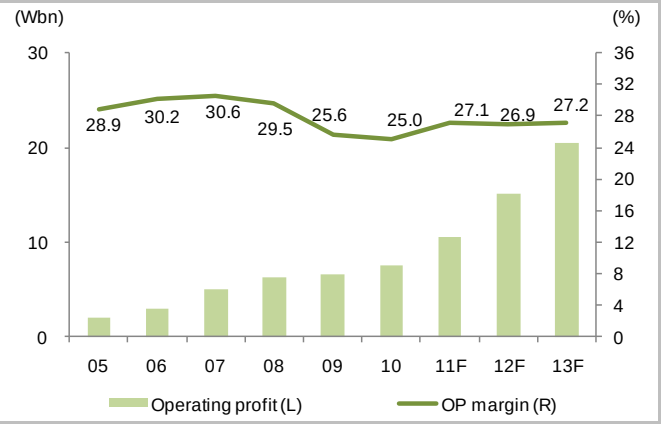
또한 의료사업부분 신제품들의 영업이익률은 40%~50%대인데 이는 기존 X-ray detector 의 30% 보다 높은 수치로 동사의 수익성 향상에 크게 기여할 것으로 판단된다 (Page 17~18).

도표 3. 매출액 및 매출증가율 추이



Source: Company data, Leading Research Center

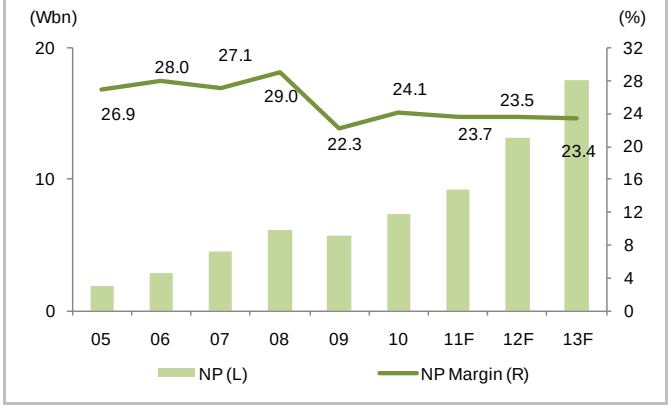
도표 4. 영업이익 및 영업이익률 추이



Source: Company data, Leading Research Center

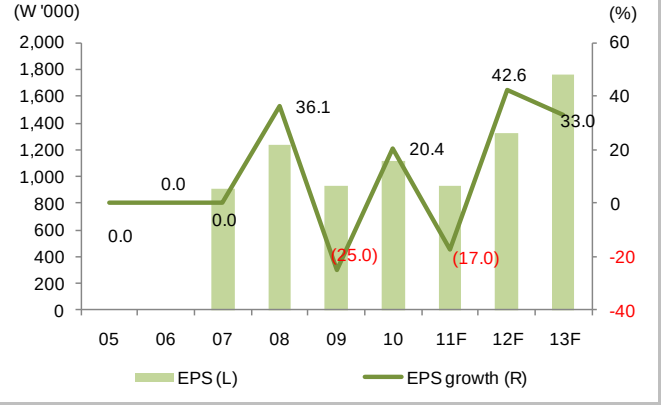
2009 년 EPS 성장률은 같은 해 코스닥 시장의 상장으로 인해 총 발행주식수가 5,569,000 주에서 6,141,000 주로 22.3% 증가하며 17.3% 하락 하였다. 2011 년 EPS 또한 지난 8 월 8 일 무상증자를 통하여 기존 주식수의 50%에 해당되는 3,333,955 주를 추가 상장하며 EPS 가 17% 하락할 것으로 예상된다.

도표 5. 순이익 및 순이익률 추이



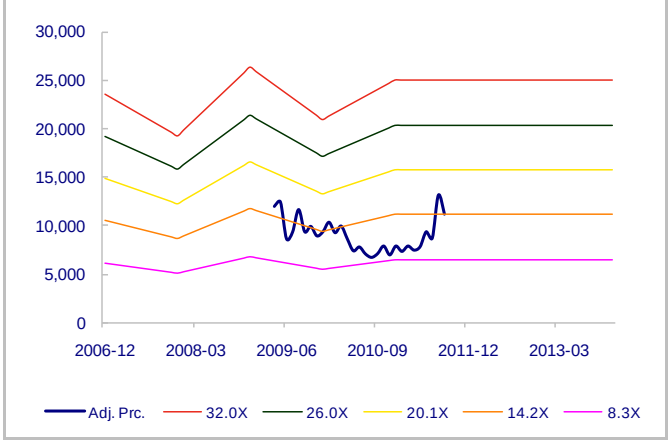
Source: Company data, Leading Research Center

도표 6. EPS 및 EPS 성장률 추이



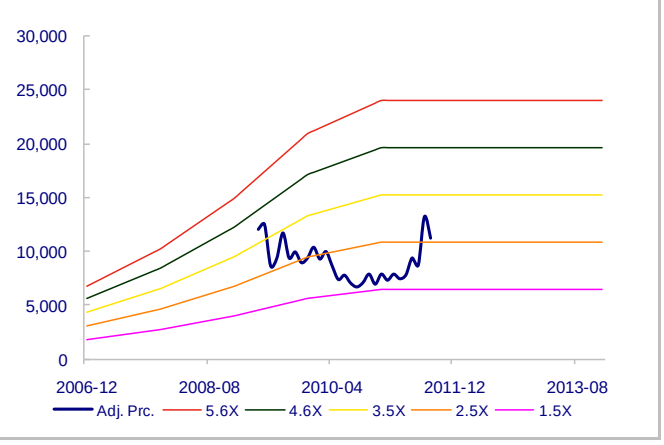
Source: Company data, Leading Research Center

도표 7. PER Band



Source: Company data, Leading Research Center

도표 8. PBR Band



Source: Company data, Leading Research Center

Section 2: 가치를 창출하는 기업인가?

양호한 가치창출 – 20%대의 ROE

2009년 코스닥 시장 상장

뷰웍스는 2000 년대 초반까지만 해도 소규모 신규 벤처기업이었다. 2008 년부터 비로소 중소기업의 모습을 띠며 2009 년 코스닥 시장에 상장하였다.

상장 전 동사의 ROE 는 35%를 상회하였으나 2009 년 상장 후 납입자본금과 자본잉여금이 각각 2008 년 상장전 25 억원과 16 억원에서 31 억원과 104 억원으로 증가하며 20.8%로 하락하였다.

향후 2013 년까지 동사의 ROE 는 2011 년 하반기와 2012 년 초 출시되는 고부가가치 제품을 기반으로 20%대를 유지할 것으로 보인다.

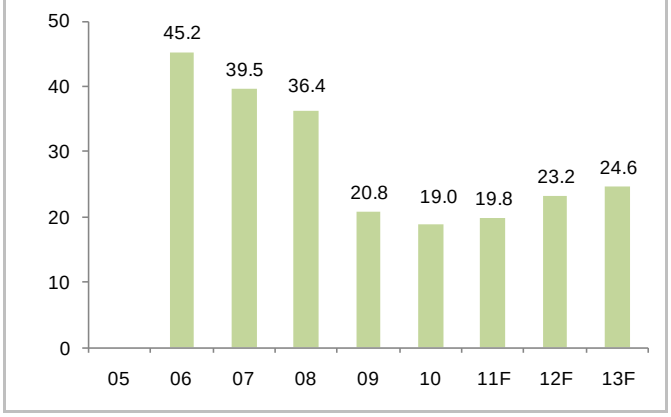
표 1. 자본금과 ROE 추이

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
자본총계 (십억원)	3.4	9.1	13.8	20.1	34.7	42.6	50.9	63.1	79.7
당기순이익 (십억원)	1.9	2.8	4.5	6.2	5.7	7.3	9.3	13.2	17.6
납입자본금 (십억원)	0.5	2.5	2.5	2.5	3.1	3.3	5.0	5.0	5.0
자본잉여금 (십억원)	0.0	1.6	1.6	1.6	10.4	11.6	9.9	9.9	9.9
ROE (%)	113.9%	45.2%	39.5%	36.4%	20.8%	19.0%	19.8%	23.2%	24.6%

ROIC 가 WACC 을 19%이상 지속적으로 초과하며 가치 창출 중

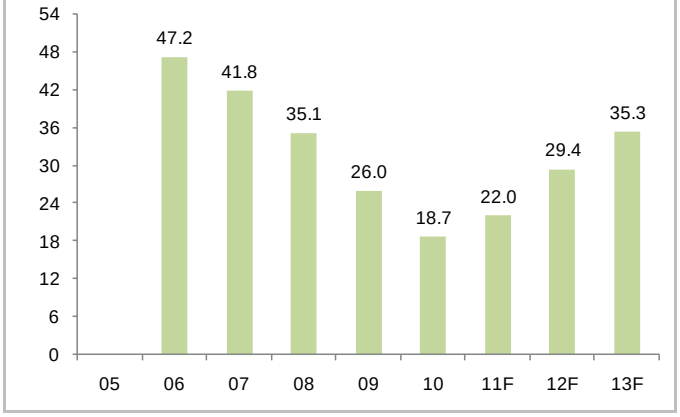
동사는 지난 5 년간 ROIC 가 WACC 을 19%이상 지속적으로 초과하며 가치를 창출해 왔다. 2012 년과 2013 년에도 성공적인 고부가가치의 신제품 출시와 함께 ROIC 가 WACC 를 각각 29.4%와 35.3% 초과하며 가치를 창출할 것으로 보인다.

도표 9. ROE (%)



Source: Company data, Leading Research Center

도표 10. ROIC less WACC (%)



Source: Company data, Leading Research Center

Section 3: 현금창출능력과 배당정책은?

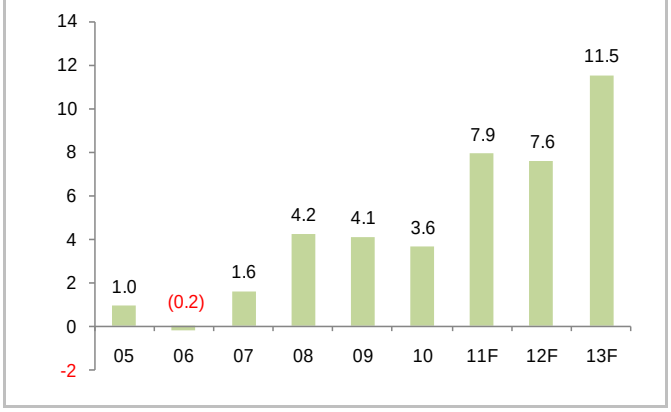
견고한 현금흐름 창출

견고한 잉여현금 흐름 창출

뷰웍스는 2006년을 제외한 지난 5년간 꾸준히 견고한 잉여현금흐름을 창출하였다. 2006년에는 현재의 사무실을 21억원에 취득하며 잉여현금흐름을 창출하지 못하였다.

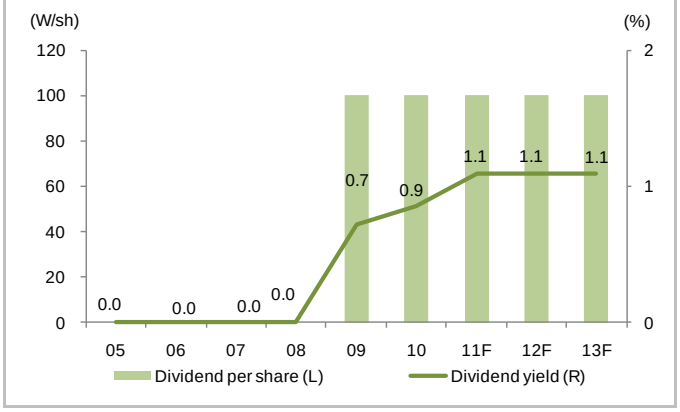
기술개발과 설계 후 제품생산은 외주를 주는 동사의 제품 구조상 큰 규모의 설비투자 없이 매출 증가가 가능하다. 따라서 2013 년까지 설비투자 없이 잉여현금흐름 증가세는 계속 이어져 2011 년에는 79 억원, 2013 년에는 110 억원으로 증가할 것으로 예상된다.

도표 11. 잉여현금흐름 추이



Source: Company data, Leading Research Center

도표 12. 주당 배당금 및 배당수익률 추이



Source: Company data, Leading Research Center

아직은 배당보다는 투자재원으로 유보

배당금 지급보다는 향후 회사의 투자재원을 위한 현금 내부유보 - 2010년 연말 종가기준 배당수익률 0.9%

동사의 경영진은 당분간은 주주들에게 배당금을 지급하기 보다는 향후 회사의 투자재원을 위해 현금을 보유하겠다는 생각을 가지고 있다. 2010 년 배당금은 연말 종가기준 배당수익률 0.9%에 해당되는 주당 100 원 (총 배당금 5 억원)을 지급하였다. 이러한 배당수익률이 주주 기준으로 보기에 인색한 것으로 해석될 수도 있으나 동사가 아직 성장 단계에 있다는 점을 감안하면 합리적인 경영판단이라는 주장도 설득력을 얻을 수 있다고 판단한다.

따라서 동사는 향후 비슷한 수준의 배당금을 유지할 것으로 전망된다.

Section 4: 부채와 이자 관리 능력은?

부채없음

현재 동사는 부채가 전무하다.

표 2. 차입금과 이자지급

(단위: 십억원)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
차입금	0.4	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금과 현금등가물	1.0	2.2	3.0	6.1	16.1	15.2	23.5	30.6	41.3
순차입금	(0.6)	(2.2)	(3.0)	(6.1)	(16.1)	(15.2)	(23.5)	(30.6)	(41.3)
순차입금/자기자본 (%)	(17.4)	(23.6)	(21.9)	(30.5)	(46.5)	(35.6)	(46.1)	(48.5)	(51.8)
지급이자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율 (X)	112.1	254.8	5889.1	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

Source: Company data, Leading Research Center

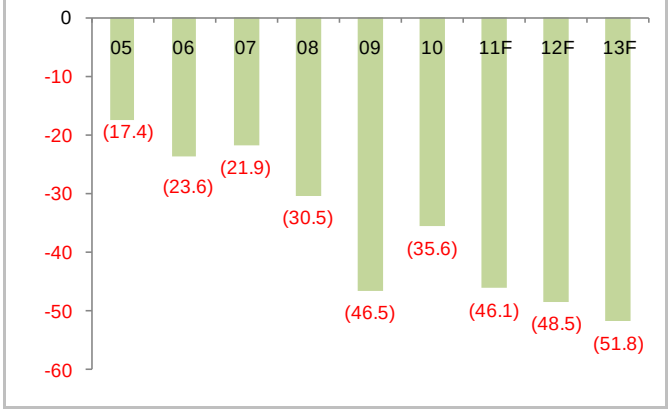
시가총액의 16% 에 해당되는 현금 자산 보유

2011년 2분기 기준 보유 현금 자산 시가총액의 16% 수준인 143억

2Q11 현재 동사가 보유한 현금 자산은 시가총액의 약 16% 수준인 143 억원이다. 향후 꾸준한 잉여현금 창출에 힘입어 순현금 자산은 2013 년까지 현 시가총액 (915 억원, 8/19 기준) 의 45%에 달하는 413 억원 상당이 될 것으로 전망된다.

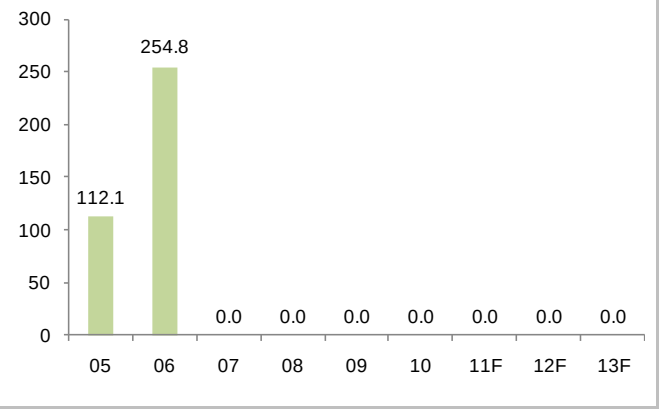
동사 경영진은 140 억~150 억원의 현금자산 유지를 목표로 하고 있다. 150 억원을 초과하는 순현금은 사업확장이나 투자등에 사용될 수 있으나 현재 결정된 투자계획이 없으므로 이 보고서에는 창출되는 모든 잉여현금이 현금성 자산으로 축적된다는 가정을 하였다.

도표 13. 순부채비율 (%)



Source: Company data, Leading Research Center

도표 14. 이자보상배율 (배)



Source: Company data, Leading Research Center

Section 5: 환율에 대한 노출과 민감도?

환율 민감도

2011년 총 매출의 53% 환율에 노출
원달러 환율 1% 변동시, 영업이익 2011년 기준 2.2% 증감

뷰웍스의 매출 중 약 64%가 해외에서 발생하고 원자재의 약 50%가 달러로 결제된다. 2011 년의 경우 전체 매출액 기준으로 약 53%가 환율에 노출되어 있다. 아래 환율 민감도 계산에서 보는 바와 같이 원달러 환율이 1% 변동시 동사의 영업이익은 2011 년 기준 2.2%, EPS 는 2.2% 증감한다.

동사는 현재 외화부채를 약 50 만 달러 정도 보유하고 있으나 매출대비 외화부채 금액이 작은 만큼 동사의 수익성에 미치는 영향은 미미할 것으로 판단된다.

표 3. 2011 년 환율 민감도

원달러 환율 변동	-5%	-1%	Base	1%	5%
기말기준 환율	1,020	1,063	1,074	1,085	1,128
연평균 기준 환율	1,028	1,071	1,082	1,093	1,136
매출액(십억원)	37.8	38.9	39.1	39.4	40.4
영업이익(십억원)	9.6	10.4	10.6	10.8	11.6
순이익(십억원)	8.2	9.1	9.3	9.5	10.3
주당순이익(원)	822	905	926	947	1,030
PER	11.1	10.1	9.9	9.7	8.9
매출액 증가율(%)	(3.2)	(0.6)	0.0	0.6	3.2
영업이익 증가율(%)	(9.8)	(2.0)	0.0	2.0	9.8
순이익 증가율(%)	(11.2)	(2.2)	0.0	2.2	11.2
주당순이익 증가율(%)	(11.2)	(2.2)	0.0	2.2	11.2

Source: Company data, Leading Research Center

표 4. 2012 년 환율 민감도

원달러 환율 변동	-5%	-1%	Base	1%	5%
기말기준 환율	960	1,001	1,011	1,021	1,062
연평균 기준 환율	979	1,020	1,030	1,040	1,082
매출액(십억원)	54.4	55.8	56.2	56.5	58.0
영업이익(십억원)	13.6	14.8	15.1	15.4	16.6
순이익(십억원)	11.7	12.9	13.2	13.5	14.7
주당순이익(원)	1,168	1,290	1,321	1,351.1	1,472.9
PER	7.8	7.1	6.9	6.8	6.2
매출액 증가율(%)	(3.2)	(0.6)	0.0	0.6	3.2
영업이익 증가율(%)	(10.1)	(2.0)	0.0	2.0	10.1
순이익 증가율(%)	(11.5)	(2.3)	0.0	2.3	11.5
주당순이익 증가율(%)	(11.5)	(2.3)	0.0	2.3	11.5

Source: Company data, Leading Research Center

표 5. 2013 년 환율 민감도

원달러 환율 변동	-5%	-1%	Base	1%	5%
기말기준 환율	1,014	1,056	1,067	1,078	1,120
연평균 기준 환율	1,002	1,044	1,055	1,066	1,108
매출액(십억원)	72.7	74.6	75.1	75.6	77.5
영업이익(십억원)	18.4	20.0	20.4	20.8	22.5
순이익(십억원)	15.5	17.2	17.6	18.0	19.6
주당순이익(원)	1,553	1,716	1,757	1,797.5	1,960.5
PER	5.9	5.3	5.2	5.1	4.7
매출액 증가율(%)	(3.2)	(0.6)	0.0	0.6	3.2
영업이익 증가율(%)	(10.0)	(2.0)	0.0	2.0	10.0
순이익 증가율(%)	(11.6)	(2.3)	0.0	2.3	11.6
주당순이익 증가율(%)	(11.6)	(2.3)	0.0	2.3	11.6

Source: Company data, Leading Research Center

Section 6: 동종 업계 비교

완제품 생산 기업이 아닌 부품제조업체에 대한 자료 미비로 경쟁사 비교 어려움

뷰웍스는 X-ray 시스템에 장착되는 주요 부품인 detector 를 제조하는 부품제조업체이다. 뷰웍스의 경쟁사를 비교하기란 쉽지 않았는데 이는 완제품 생산을 하는 업체가 아닌 부품 제조업체를 기준으로 동종 회사들을 비교하기가 쉽지 않기 때문이다. 대부분의 통계는 완제품을 기준으로 작성되고 따라서 디지털 X-ray 부품을 생산하는 뷰웍스와 match 되는 다른 기업을 찾기 어려웠다. 특히, 상장되어 있는 회사를 찾기란 더욱 쉽지 않았다.

제품별 경쟁사 선정

1) **CCD-DR - 캐나다 IDC 사**
2) **R/F- DR - 이스라엘 CMT 사**
3) **FP-DR – 국내 바텍**

이러한 상황에서 우리는 같은 제품을 생산하는 기업을 상대로 뷰웍스와 비교해 보았다. 먼저, 디지털 X-ray 시스템의 CCD-DR (정지영상용 X-ray) detector 를 생산하는 캐나다 회사 IDC 와 R/F-DR (동영상용 X-ray) detector 를 생산하는 이스라엘 회사 CMT, 그리고 향후 경쟁사가 될 것으로 예상되는 국내업체 바텍을 비교해 보았다.

산업용 디지털 카메라는 현재 국내에서는 독보적인 위치로 경쟁사가 없다고 봐도 무관하다.

표 6. 동종업계 비교

제품		회사	국가
정지영상용 X-ray detector	CCD-DR	IDC	캐나다
	FP-DR	Vatech	대한민국
동영상용 X-ray detector		CMT	이스라엘
		InfiMed	미국
산업용카메라		SVS-Vistek	독일
		Imperx	미국
		Point Grey	캐나다

Source: Company data, Leading Research Center

동사와 캐나다 IDC 사만이 현재 양산 가능하며 동사의 마진율이 IDC 보다 우수

대표적인 경쟁사 IDC 를 제외하고 전세계적으로 소규모 CCD-DR 제조업체들이 존재한다. 그러나 뷰웍스와 IDC 만이 양산 가능한 수준에 올라와 있다. 또한 IDC 는 CCD-DR 을 장착한 디지털 카메라 시스템 완제품도 생산하고 있으나 실적면에서는 뷰웍스가 월등히 높은 수준이다. IDC 의 매출 원가율이 뷰웍스보다 높은데 이는 광학렌즈의 설계부터 모든 원천 기술을 보유하고 있는 뷰웍스와 달리 광학렌즈를 포함한 광학 부분과 소프트웨어를 외주 받고 있기 때문이다. 또한 판매관리비의 비율도 뷰웍스 대비 높은데 IDC 의 경우 detector 뿐만 아니라 디지털 X-ray 완제품으로도 판매하기도 하여 그에 따른 영업 관련 비용이 발생하기 때문이라고 판단된다.

2009년 기준 동사 이스라엘의 CMT 사 대비 2배 이상의 세전이익률 기록

동사와 동영상 x-ray 분야에서 가장 직접적인 경쟁 업체는 이스라엘의 CMT 사이다. CMT 는 GE 및 일본 기업에게 detector 를 공급하고 있다. 뷰웍스 역시 같은 일본 기업에 detector 를 공급하고 있다. CMT 는 IDC 사와 마찬가지로 광학부분을 외주 받고 있으며 하드웨어를 외부에서 개발 조달하고 있다. 2007 년 이후 일본 T 사에 본격적으로 납품을 시작하며 동사의 R/F detector 는 CMT 사의 제품을 대체하기 시작하였다. 이로써 동사의 입지는 다져져 가고 있는 반면 CMT 의 입지는 점점 작아지고 있다.

국내 경쟁사 없음 - 전세계적으로 동사와 같은 방식의 카메라 생산 경쟁사는 약 10개 기업에 불과

산업용 카메라는 전세계적으로 약 50 여개의 기업에서 생산되고 있다. 이 중에서 동사가 생산하는 제품과 같은 방식인 고해상도 Area-Scan 방식 카메라를 생산하는 경쟁사는 약 10 개 기업으로 간추릴 수 있겠다. 주 경쟁사들은 독일의 SVS-Vistek, 미국의 Imperex, 캐나다의 Point Grey 등이 있다.

표 7. 뷰웍스와 IDC 사의 손익구조 비교표 (2010)

(십억원)	Vieworks	(%)	IDC	(%)
매출	30.5	100.0	5.8	100.0
매출원가	15.9	52.2	3.8	65.5
매출총이익	14.6	47.8	2.0	34.5
판매비와관리비	6.9	22.8	6.5	112.0
EBIT	8.4	27.5	(4.9)	-

Source: Company data, Leading Research Center
**Exchange rate = W1,082/US$*

표 8. 뷰웍스와 CMT 사의 손익구조 비교표 (2009)

(십억원)	Vieworks	(%)	CMT	(%)
매출	25.6	100.0	23.2	100.0
매출원가	12.7	49.8	12.9	55.6
매출총이익	12.8	50.2	10.3	44.4
판매비와관리비	6.3	24.5	7.9	34.0
EBIT	6.6	25.8	2.4	10.3

Source: Company data, Leading Research Center
**Exchange rate = W1,082/US$*

비교할만한 유일의 국내 기업 치과용 디지털 X-ray 장비 생산 기업인 바텍

상장된 기업 중 동사와 비교할 국내 기업을 찾아보았으나 정확히 서로 부합하는 기업은 없었다. 그나마 바텍 (043150KS)이 치과용 디지털 X-ray 장비를 생산하는 업체로 비교해 보았다.

아래 표와 같이 뷰웍스가 바텍 대비 2009 년부터 2 배 이상 높은 영업이익률과 ROE 를 보이고 있고 향후 동사의 매출과 영업이익률 성장은 지속될 것이라 판단된다.

표 9. 동종업체 밸류에이션 비교

Company	Ticker	Country	Mkt. Cap	Sales (US$ mn)				OP Margin (%)			
				09	10	11E	12E	09	10	11E	12E
Vieworks	**100120 KS**	**Korea**	**85.3**	**20.1**	**26.4**	**36.4**	**52.3**	**25.6**	**25.0**	**27.1**	**26.9**
Vatech	043150 KS	Korea	110.2	74.6	109.6	N/A	N/A	6.1	10.7	N/A	N/A

Company	P/E (X)				EV/EBITDA (X)				P/B (X)				ROE (%)			
	09	10	11E	12E	09	10	11E	12E	09	10	11E	12E	09	10	11E	12E
Vieworks	**14.2**	**10.0**	**9.9**	**6.9**	**9.4**	**7.1**	**5.8**	**3.8**	**2.5**	**1.8**	**1.4**	**1.1**	**20.8**	**19.0**	**19.8**	**23.2**
Vatech	12.4	14.5	N/A	N/A	8.3	10.8	N/A	N/A	1.5	2.3	N/A	N/A	13.2	15.2	N/A	N/A

Source: Bloomberg, Leading Research Center

Section 7: CEO 의 경영철학은?

뷰웍스는 기술력이다!

고급 연구개발 인력과 기술력을 기반으로 인정받는 결과를 보여주는 것이 이상적인 회사의 모습이라는 경영철학

뷰웍스는 1999 년 삼성테크윈에서 디지털 카메라분야에 종사하던 6 명의 엔지니어들이 설립하였다. 창립멤버 6 명 모두가 튼튼한 엔지니어링 백그라운드를 가지고 있으며 이러한 엔지니어링 백그라운드에서 발생된 원천기술은 회사의 가장 중요한 자산 중 하나이다. 김후식 대표이사는 고급 연구개발 인력과 기술력을 기반으로 결과를 보여주는 것이 이상적인 회사의 모습이라는 경영철학을 지니고 있다.

김후식 대표는 1997 년 삼성테크윈에서 광학엔지니어를 역임하며 X-ray detector 에 관한 임무를 수여 받았었다. 그러나 곧바로 발생한 IMF 로 인하여 삼성테크윈 내에서 광학사업부가 폐쇄되었다.

6명의 엔지니어들이 삼성테크윈에서 독립하여 뷰웍스 창립

김후식 대표를 포함하여 각각 뛰어난 기술력을 보유하고 있던 6 명의 엔지니어들은 직접 X-ray detector 회사를 설립하기로 하였고 뷰웍스를 창립하게 되었다. 당시 한국의 주요 의료기기 회사인 메디슨이 뷰웍스의 기술력을 믿고 20%의 지분을 확보하며 큰 투자자가 되었다.

그러나 2002 년 메디슨의 부도로 뷰웍스 또한 위기를 맞게 되었고 김후식 대표는 메디슨이 보유하던 지분을 인수하며 대표이사로 취임하게 되었다.

일본 도시바에 x-ray detector 를 공급하며 글로벌 시장에서 인지도 확보

그 후 광학렌즈 설계 등을 타 기업에게 공급하며 지속적인 연구개발을 해왔고 도시바에 x-ray detector 를 공급하게 되었다.

총 직원 80명 중 45명이 연구인력이며 영업인력은 단 3명뿐인 연구개발 중심의 회사

뷰웍스의 영업인력은 총 직원 80 여명 중 3 명이고 연구인력은 45 명으로 연구개발 중심의 회사라고 할 수 있다. 동사가 현저히 적은 영업인력으로 사업을 영위할 수 있었던 것은 의료기기 사업의 특성 때문이다. 의료기기 사업은 마케팅보다는 제품의 안정성과 신뢰성을 더 중시하고 고객의 특성에 따라 특화된 기기를 제공할 수 있어야 한다. 따라서 마케팅 보다는 R&D 에 중점을 두고 있다.

대표이사를 포함한 경영진은 여전히 원천기술력과 연구개발인력이 회사의 가장 중요한 자산이라고 생각하나 2011 년 하반기부터는 글로벌 수출기지 확장에 따른 영업인력을 확충할 계획이다.

배당보다는 향후 투자를 위한 재원으로 자금 내부 유보 중

동사의 경영진은 투자자 배당보다는 향후 투자를 위한 자금으로 유보시키길 바라고 있으며 이에 따라 배당수익률은 1%대를 유지할 것으로 보인다.

CEO 프로필

김후식 대표이사

기간	경력 및 학력
2002 년 ~ 현재	뷰웍스 대표
1999 년 ~ 2001	미국 ADO(Advanced Digital Optics)사 수석 엔지니어
1990 년 ~ 1999	삼성테크윈 수석 엔지니어
1997 년	카이스트 물리학 석사
1987 년	서울대학교 물리학 학사

Section 8: 영업현황 및 실적전망

디지털 X-ray detector 와 산업용 카메라 생산업체

2013년까지 의료사업부분과 디지털 산업용 카메라 부분 매출 균형 이룰 것

뷰웍스는 디지털 x-ray detector 와 산업용 디지털 카메라를 생산하고 있으며 광학기기 설계, 디자인 사업을 영위하고 있다. 2010 년까지 동사의 매출비중은 X-ray detector 에 치중되어 있었으나 2009 년부터 산업용 카메라를 생산하며 지속적으로 매출비중의 균형을 이루기 위한 노력을 하고 있다. 이에 따라 2011 년에는 산업용 카메라 매출 비중이 러시아, 인도 등으로 수출증가에 힘입어 40%에 다다를 것으로 예상된다.

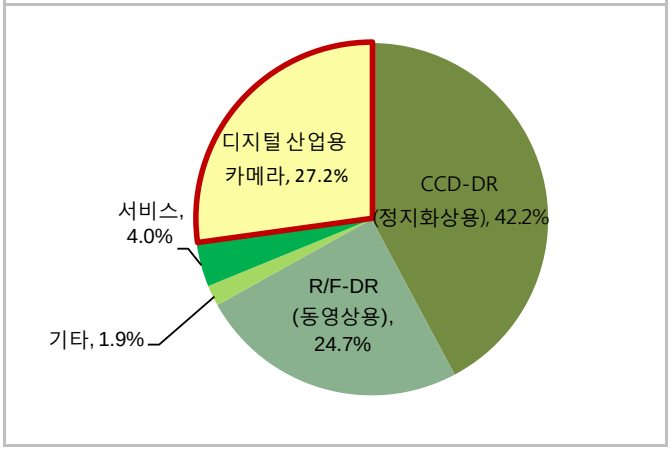
100% 수입에 의존하던 국내 산업용 디지털 카메라 시장을 대체 중

동사의 산업용 카메라는 기존 수입에 의존하던 국내 산업용 카메라 시장을 30% 가량 저렴한 가격으로 대체하고 있다. 국내에서 동사 유일의 경쟁사였던 Kodak 의 자회사 레드메이크가 2009 년 국내 시장에서 철수하며 현재 의미 있는 경쟁사는 없다고 봐도 무관하다.

직접 공급이 아닌 완제품 생산업체 에스엔유 또는 인텍플러스 등을 통해 공급

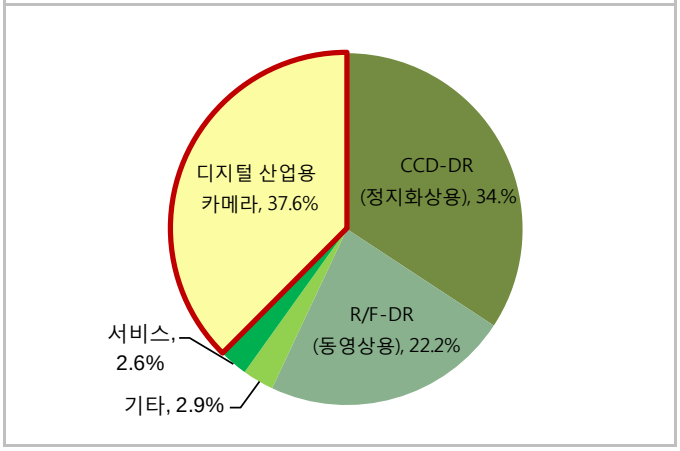
산업용 디지털 카메라의 주요 고객은 삼성전자 또는 LG 디스플레이 등 반도체와 LCD 를 제조하는 기업으로 생산라인에 설치되어 검사 목적으로 사용된다. 국내 기업 외에도 일본 Hitachi 와 Sharp 그리고 대만 치메이와 AUO 등에 납품되고 있다. 그러나 뷰웍스가 최종 수요자인 상기 기업들에게 직접 공급하는 것이 아니라 완제품 생산업체인 에스엔유와 인텍플러스 등에 공급하는 방식이다.

도표 15. 2010 매출 비중



Source: Company data, Leading Research Center

도표 16. 2011 매출 비중



Source: Company data, Leading Research Center

도표 17. 산업용 디지털 카메라

Source: Company data, Leading Research Center

의료기기 사업부분 총 매출 56%가량 차지

뷰웍스의 매출 비중 중 2011 년 56% 가량을 차지할 것으로 예상되는 의료기기 사업부는 정지화상용/동영상용 X-ray detector 를 생산하고 있다. X-ray detector 는 X-ray 촬영 시 피사체를 통과한 X-ray 를 전자신호로 전환시켜주는 역할을 한다.

Detector 는 1) 정지화상용과 2) 동영상용으로 나뉘어 지며 정지화상용은 또 다시 기술에 따라 세 가지 다른 타입으로 다음과 같이 나누어 진다 (Page 15).

i) GR (General Radiography) = 기존 필름 X-ray 방식
ii) CR (Computed Radiography) = 디지털 방식이나 특수형광판 사용
iii) DR (Digital Radiography) = 동사의 디지털 X-ray 방식으로 디지털 카메라 사용

동사 주요 제품은 CCD-DR
동물용 FP-DR 2012년 초 생산 예정

이 중 DR 은 1) CCD-DR 과 2) FP-DR 로 나누어 지는데 뷰웍스의 주요 제품은 CCD-DR detector 이고 2012 년부터 동물용 FP-DR 또한 생산할 것이다.

동사 detector 의 수요처는 의료용 X-ray 영상 장치 완제품 생산 업체들이다. 미국의 경우 Dristek 과 Sedecal 등이 주요 수요처이고, 중국의 경우에는 Everblooming 과 New Medical 이 주요 고객이다. 국내의 경우 동강메디칼과 씨텍메디칼, 리스템 등에 공급하고 있다.

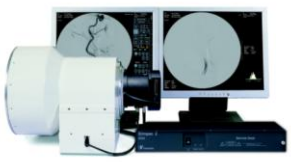
표 10. X-ray detector 와 산업용 카메라의 분류

	Type	제품		특성
의료기기용	정지영상용	GR (General Radiography)		필름 사용
		CR (Computed Radiography)		특수형광판 (fluorescent plate) 사용
		DR (Digital Radiography)	***CCD-DR***	디지털 카메라 사용
			FP-DR	FP (flat panel) 사용
	동영상용	***C-arm***		정형외과에서 사용
		Super C-arm		뇌 촬영 기능 추가 (높은 해상도)
		R/F		위, 대장 등 조형제 투입 후 촬영
		Angio / Cardiac / CT		혈관 움직임 관찰 / 심장박도 관찰 / 3D 영상
산업용		***Industrial camera***		생산라인에서 제품 검사 시 사용, 그 외 다수처 사용 가능

Source: Company data, Leading Research Center
이탈리아제 제품 동사가 생산중인 제품

도표 18. 의료기기용 제품 (DR/ RF/ FP detector)

DR imaging solution(QXR / MAXXray)



R/F imaging solution (Slimpac2)

Flat Panel X-ray Detector

Source: Company data, Leading Research Center

의료용기기 디지털화 추세의 최대 수혜자!

디지털화 추세의 x-ray 시스템의 최대 수혜자로 시간단축과 높은 해상도 등의 장점 제공

뷰웍스는 디지털화 되는 x-ray 시스템의 최대 수혜자가 될 것으로 예상된다. X-ray 의 추세는 최근 아날로그에서 점차 디지털화 되어 가고 있는데 기존 일반 필름 카메라가 디지털 카메라로 대체된 것과 같은 맥락이다.

디지털 X-ray 시스템은 X-ray 촬영 시 단 몇 초 내 촬영을 가능케 할 뿐만 아니라 그 해상도 또한 높아 필름 X-ray 보다 뚜렷한 화질을 가진다.

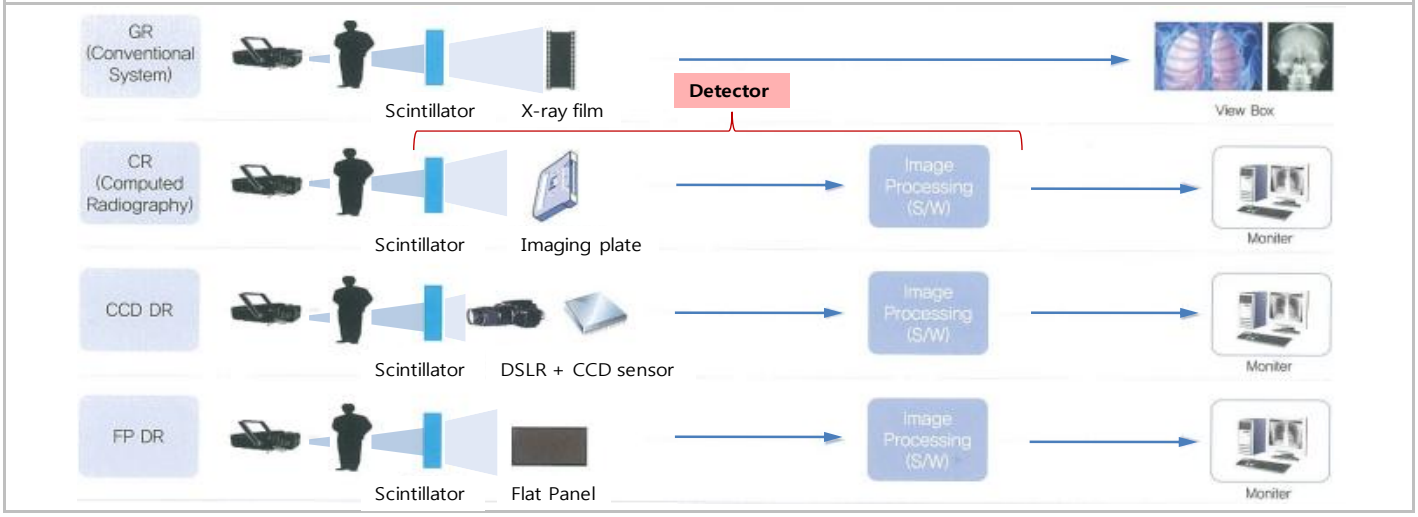
필름이 아닌 파일로 저장 가능하여 물리적 이동 없이 전세계 어디서든 바로 공유가능

또한 촬영 된 x-ray 이미지는 컴퓨터 화면으로 즉시 전송 할 수 있으므로 필름 현상시간을 기다리지 않아도 된다. 이러한 이미지는 물리적 이동 없이 파일로 세계 어느 나라의 의사나 연구원에게 전송 가능하다. 이러한 이동성은 필름을 저장해둘 공간과 관리 직원이 필요한 병원의 비용과 시간을 절약할 수 있다. 디지털 x-ray 사진은 필름보다 훨씬 쉽고 간단하게 그리고 저렴하게 컴퓨터 하드나 USB 등에 저장 가능하고 이메일을 통해 전송 할 수도 있다.

아날로그(필름)x-ray 시스템 여전히 글로벌 시장 70% 차지 – 몇 년 내 디지털 X-ray 시스템으로의 대체 수요 증가 할 것

현재 필름 X-ray 가 글로벌 시장의 70%를 차지하며 30%를 차지하는 디지털 X-ray 시장보다는 우위를 보이고 있다. 그러나 향후 몇 년 내 기존 아날로그 X-ray 시스템은 편리성을 갖춘 디지털 시스템으로 대체 될 것으로 예상된다. 이에 따른 뷰웍스의 digital X-ray detector 성장 잠재력 또한 크다고 판단되며 동사는 이러한 추세의 최대 수혜자가 될 것으로 예상된다.

도표 19. 정지영상용 X-ray detector 와 프로세스



Source: Company data, Leading Research Center

시장에서의 위치

글로벌 CCD-DR(정지영상용) 시장 점유 50%

뷰웍스의 전세계 정지화상용 detector, CCD-DR 시장 점유 비율은 50%이고 나머지 50%는 캐나다 기업 IDC 가 차지하고 있다. 현재 전 세계적으로 두 회사만이 양산을 하고 있다.

국내 디지털 산업용 카메라 시장 중 area-scan 방식의 시장 점유율 30%

산업용 디지털 카메라는 line-scan 방식과 area-scan 방식으로 적용 센서의 촬영 방식에 따라 크게 두 가지로 구분된다. Line-scan 방식의 글로벌 산업용 디지털 카메라 시장은 약 2,200억원으로 추정되고, area-scan 방식 카메라는 약 1,800억원 정도로 예상된다. 이 중 동사가 생산하고 있는 1백만 화소 이상 해상도 area-scan 카메라 시장은 약 1,300억원대로 추정된다.

글로벌 시장점유율은 크지 않으나 향후 몇 년 내 아시아 시장 점유율 20% 목표

국내 산업용 카메라 시장은 약 600억원, 이 중 동사가 참여하고 있는 area-scan 방식의 카메라 시장은 300억원으로 50% 정도이다. 동사는 이 area-scan 방식의 산업용 카메라 시장에서 약 30% 점유율을 차지하고 있고 고해상도 (8백만 픽셀이상) 타입의 카메라 시장만을 고려하면 70%이상의 점유율로 국내시장을 과점하고 있다. 이는 곧 동사의 기술력을 입증해 주기도 한다. 또한 동사 주력 제품인 area-scan 방식의 산업용 카메라는 특별한 대체 기술이나 상품이 존재하지 않아 대체 기술에 대한 우려 없이 향후 점유율을 늘려나갈 것으로 판단된다.

아직까지 동사 산업용 카메라의 글로벌 시장 점유율은 크지 않으나 매출의 빠른 증가세에 힘입어 아시아 시장 점유율 20%를 목표로 하고 있다.

의료기기 시장의 높은 진입장벽

동사의 주 사업부분에 해당되는 의료기기 시장에 대한 신규진입의 위험은 낮다고 볼 수 있다. 그 이유는 장기간의 개발기간, 까다로운 인증절차, 그리고 높은 수준의 제품성이라는 진입장벽이 있기 때문이다.

1. 최소 5~7 년의 개발기간 필요

신규개발에 최소 5~7년의 기간 필요 - Detector 개발 3년과 각 국가별 인증 2년

X-ray detector 시장에 진입하기 위해서는 최소 평균 3 년이라는 개발 시간과 개발 후 각 나라별로 2 년여의 인증시간이 필요하다. 이로써 동사는 높은 진입장벽이 존재하는 사업을 영위하고 있다고 볼 수 있고 새로운 경쟁사가 생긴다고 하여도 향후 최소 5 년에서 7 년까지는 위협적인 존재로 다가올 수 없다.

2. 까다로운 인증절차

완제품 생산업체가 부품 교체시 각 나라별로 새로 인증을 받아야 하는 특성상 한번 supplier 가 된 동사와 같은 부품업체를 변경하는 것은 거의 불가

완제품 생산 업체들은 완제품 내 부품을 교체할 때마다 새로 인증을 받아야 하는데 유럽의 경우 Conformité Européene (CE: European Conformity)에서 제공되는 인증을 받아야 하며 미국(FDA), 한국(KFDA) 등 각 나라별에서 요청되는 인증을 받아야만 한다. 따라서 완제품 생산업체가 시간과 돈을 할애해 가며 기존 부품 공급 업체를 변경하는 일은 매우 드물다. 뿐만 아니라 공급업체는 완제품 생산 고객에 따라 많게는 2,600가지의 테스트를 통과해야만이 공급자로 채택 될 수 있다.

완제품 생산기업은 병원에 이미 설치되어 실질적으로 사용중인 타사의 완제품을 관찰하며 성능이 입증된 부품업체와 거래하기를 원함

제품과 기업에 대한 안정성과 신뢰성이 최우선시 되는 의료기기 산업의 특성상 부품 제공 업체들은 "Reference Site" 라는 것을 통하여 이를 입증 받는다. Reference Site 란 완제품 생산 기업들이 특정 부품회사의 부품이 장착되어 병원에서 실질적으로 사용중인 타사의 완제품을 관찰하며 그 성능을 확인하는 것을 말한다. 완제품 제조업체들은 시장에 나와 있는 기존의 타사 완제품을 통해 성능이 입증 된 부품을 사용하고자 하는 것이다. 이는 곧 기존 부품 제조 업체들에게는 또 다른 거래처를 확보하기는 비교적 수월하지만 새로 진입하려는 기업들은 상대적으로 그만큼 까다로운 것이다.

3. 높은 수준의 제품성 구현 필요

인간의 생명과 직접적으로 연관되는 의료기기 시장의 특성상 높은 수준의 기술력 필요

의료기기 시장에 진입하기 위해서는 제품이 높은 수준의 성능을 구현할 수 있어야만 하는데 이는 인간의 생명과 직접적으로 연관되는 제품들이기 때문이다. 이러한 수준의 제품을 생산하기 위해서 업체는 하드웨어와 소프트웨어 기술 모두를 보유 하고 있는 것이 좋은데 이로써 오차를 줄일 수 있고 빠른 A/S 를 제공할 수 있기 때문이다. 뷰웍스는 필요한 원천기술을 이미 보유하고 있으며 이러한 점들이 동사가 속해 있는 시장에서의 높은 진입 장벽을 구축해 주고 있다.

실적전망

2 분기 주춤, 그러나 2011E 성장은 견고할 것

2Q11 매출과 영업이익 지난 1분기 대비 각각 4.3%와 41.1% 감소

뷰웍스의 2Q11 매출과 영업이익은 지난 1 분기 대비 각각 4.3%와 41.1% 감소하며 다소 실망스러운 모습을 보였다. 2 분기가 특별한 계절성을 띠고 있는 것은 아니지만 역사적으로 1 년을 기준하여 보았을 때 2 분기에 동사는 항상 약세를 보이는 경향이 있다.

R/F detector 와 디지털 산업용 카메라 수출이 각각 28.2%와 39.5% 감소하며 전체 수출 20.3% 감소

R/F detector 와 산업용 카메라의 수출 또한 각각 28.2%와 39.5%씩 감소하였으며 이로 인해 총 수출이 20.3% 감소하였다. 수출이 감소한 이유는 상반기 일본의 지진으로 인해 도시바에서 예상했던 것 만큼 R/F detector 수주를 받지 못했다. 그러나 하반기부터는 점차 증가하는 추세이므로 정상수준을 회복할것으로 예상된다. 반면, 내수는 CCD-DR detector 의 매출이 성장하며 40.1% 증가하였다.

영업이익 -41.1% 기록 – 영업인력 보충에 따른 판매관리비 30.7% 증가

1Q11 대비 2Q11 영업이익이 41.1% 감소한 이유는 영업인력을 보충하며 판매관리비가 30.7% 증가하였고 기타영업수익이 79.9% 감소한 것에 기인한다. 기타영업수익의 금액은 미미하고 당분간 추가 인력 보충 계획이 없는 것으로 미루어 보아 하반기에는 정상적인 영업이익률이 예상된다.

반면, 전년 동기 대비 동사의 매출은 16.9%, 영업이익률은 18.2% 증가한 모습이다.

표 11. 분기별, 전년 동기별 실적 증감

(단위: 십억원)	1Q11	2Q11	*QoQ(%)*	2Q10	2Q11	*YoY(%)*
매출	8.7	8.3	-4.3%	7.1	8.3	16.9%
매출총이익	4.4	3.9	-11.8%	3.3	3.9	18.2%
영업이익	2.7	1.6	-41.1%	1.4	1.6	14.3%
세전이익	2.8	1.6	-42.7%	1.8	1.6	-11.1%
당기순이익	2.4	1.4	-41.3%	1.5	1.4	-6.7%

Source: Company data, Leading Research Center

3Q11부터 디지털 산업용 카메라와 R/F detector 성장에 기인하여 총 매출성장 28.2% 기대

동사의 2011 년 매출은 2H11 를 저점으로 3Q11 부터 회복되는 추세를 보여 28.2% 성장할 것으로 예상된다. 이와 같은 성장에 산업용카메라가 큰 기여를 할 것으로 기대되고 R/F detector 매출 또한 기여할 것으로 예상된다.

2012 년에는 고부가가치 신제품 ICG 말초 혈관 혈류 측정기 및 동물용 FP-DR 등이 출시되며 매출 증가를 견인할 것으로 판단된다. 그 외 방산 및 기타용(엔터테인먼트용) 카메라 등으로 산업용 카메라 적용처를 다각화 하는 동시 고객층 또한 러시아, 인도 등으로 넓혀 갈 것이다. 이와 같은 노력으로 2012 년 동사의 매출은 43.6% 증가할 것으로 예상된다.

표 12. 제품별 실적 전망

제품별 매출(십억원)	2009	2010	2011E	2012F	2013F
CCD-DR	10.7	12.6	14.0	17.4	21.4
R/F detector	9.7	7.4	8.9	12.5	17.9
기타	0.5	1.2	1.2	1.2	1.1
용역	1.1	1.2	1.0	4.7	9.5
산업용카메라	3.5	8.1	13.9	20.4	25.2
성장률(%)	**2009**	**2010**	**2011E**	**2012F**	**2013F**
CCD-DR	(7.6)	17.6	11.5	23.8	22.9
R/F detector	28.4	(24.1)	20.8	40.0	43.4
기타	(73.7)	154.2	(0.1)	(4.0)	(2.0)
용역	283.7	4.0	(17.1)	379.6	100.0
산업용카메라	N/A	132.5	71.7	46.4	23.7

Source: Company data, Leading Research Center

표 13. 연간 실적 전망

(단위: 십억원,%)	2010	2011E	2012F	2013F	*11E YoY*	*12E YoY*	*13E YoY*
매출	30.5	39.1	56.2	75.1	28.2%	43.6%	33.7%
매출총이익	14.6	19.6	27.9	37.6	34.1%	42.8%	34.5%
영업이익	7.6	10.6	15.1	20.4	38.8%	42.6%	35.2%
세전이익	8.4	11.3	16.1	21.4	34.8%	42.6%	33.0%
당기순이익	7.3	9.3	13.2	17.6	26.0%	42.6%	33.0%
EPS	1116.4	926.1	1320.7	1756.7	-17.0%	42.6%	33.0%
영업이익률 (%)	25.0	27.1	26.9	27.2	-	-	-
순이익률 (%)	24.1	23.7	23.5	23.4	-	-	-

Source: Company data, Leading Research Center

2011E~2013F 에도 높은 영업이익률 추세는 지속될 것

2013년까지 고부가가치 신제품을 바탕으로 20% 중반 대 영업이익률 예상

뷰웍스는 지난 5 년간 영업이익률 20%~30%대를 유지해 왔다. 2013 년까지 고부가가치 신제품 출시를 바탕으로 20% 중반 대를 지속해 갈 것이라 판단된다.

신제품 영업이익률 40%~50%대

신제품 FP-DR detector 와 ICG 말초혈관 혈류 측정기의 영업이익률은 40%~50%대로 기존 의료사업부분 영업이익률 30%대, 산업용카메라 부분 20%대와 함께 동사의 높은 마진율을 견인할 것이다.

신제품 FP-DR detector 판매단가 기존 CCD-DR detector 의 최고 3배 수준

FP-DR detector 의 판매단가는 1 억 5 천만원~ 2 억 5 천만원으로 8 천만원인 CCD-DR detector 의 최고 3 배 가까이 된다. 따라서 CCD-DR 은 주로 중국과 인도네시아 등의 개발 도상국으로 수출하고 FP-DR 은 선진국인 유럽과 북미에 수출하게 될 것이다.

Section 9: Valuation – 목표주가 15,000 원

2009년 상장 후 꾸준히 시장 PER 대비 프리미엄에 거래

뷰웍스는 2009 년 4 월 상장 직후 시장 PER 대비 66.6%의 Valuation 프리미엄까지 받았으나 2010 년에는 시장 PER 과 비슷한 PER 수준에서 거래되었다. 현재 시장대비 6.5% 프리미엄 수준인 PER 9.9X 수준에서 거래되고 있으며 2011 년도 최고 PER 기준으로 시장대비 71.0%의 프리미엄까지 받았다.

높은 부가가치 창출로 향후에도 시장 PER 대비 프리미엄 받을 것으로 예상

뷰웍스는 국내 유일한 산업용 디지털 카메라 생산업체로 그리고 과점적 디지털 X-ray detector 생산업체로 높은 부가가치를 창출하는 기업이다. 따라서 비록 짧은 기간이지만 역사적으로 꾸준히 시장 PER 대비 프리미엄을 받았다.

향후 수익성이 높은 신제품이 기대되는 2012 년과 2013 년에도 프리미엄을 받을 것으로 예상된다.

예상 2012년 시장 PER 대비 40% 프리미엄인 11.3X PER 적용하여 적정가치 15,000원 산출 – 63.9% 상승여력

우리는 뷰웍스의 2012 년 PER 는 시장 PER 인 8.1X 대비 40%의 프리미엄인 11.3X 가 적정한 수준이라고 판단한다. 따라서 2012 년 예상 EPS 인 1,321 원에 PER 11.3 배를 적용하여 15,000 원을 적정주가로 산정한다.

2009 년부터 현재까지 시장대비 PER Valuation 프리미엄을 최고 71.0%까지 받았고 디스카운트률은 10%를 넘은 적이 없다는 점을 감안하고, 또 향후 동사의 성장성과 수익성을 감안하면 40%의 프리미엄은 적당하다고 판단된다.

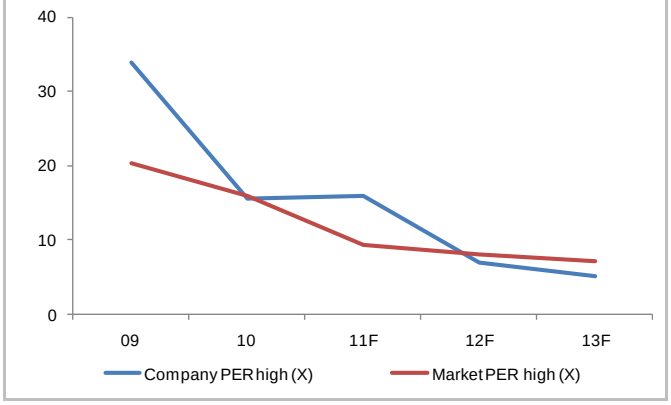
적정주가 15,000 원은 현재 주가인 9,150 원 대비 63.9%의 상승여력이 있다.

표 14. 시장 PER 에 대한 뷰웍스의 디스카운트 정도

(x, %)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012F	2013F
뷰웍스 PER high	비상장	비상장	비상장	비상장	비상장	비상장	비상장	33.9	15.6	15.9	6.9	5.2
Market PER high	19.9	20.7	9.9	13.9	17.9	22.3	42.4	20.4	16.0	9.3	8.1	7.2
Discount/(Premium) to market (%)	**N/A**	**N/A**	**N/A**	**N/A**	**N/A**	**100.0**	**100.0**	**(66.6)**	**2.4**	**(71.0)**	**14.7**	**28.0**
뷰웍스 PER low	비상장	비상장	비상장	비상장	비상장	비상장	비상장	13.2	8.7	10.5	6.9	5.2
Market PER low	9.9	10.2	5.7	7.2	11.0	10.9	16.2	9.8	9.6	9.3	8.1	7.2
Discount/(Premium) to market (%)	**N/A**	**N/A**	**N/A**	**N/A**	**N/A**	**100.0**	**100.0**	**(34.8)**	**9.5**	**(13.3)**	**14.7**	**28.0**

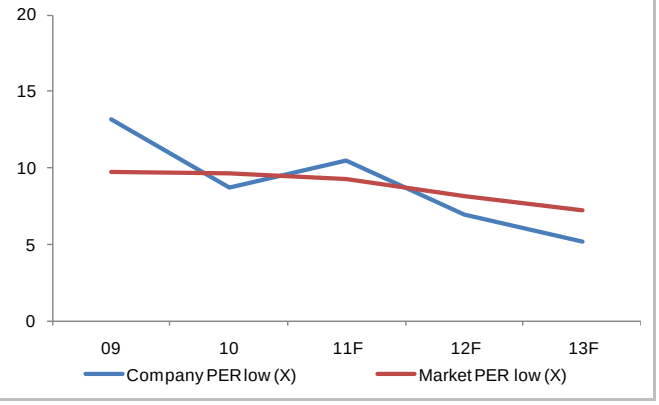
Source: Company data, Leading Research Center
**Market = KOSPI + KOSDAQ,*

도표 20. 뷰웍스 PER high vs. 시장 PER high



Source:Fnguide, Leading Research Center

도표 21. 뷰웍스 PER low vs. 시장 PER low



Source: Fnguide, Leading Research Center

재무제표

손익계산서

(십억원)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
매출액	**0.0**	**0.0**	**7.1**	**10.1**	**16.7**	**21.3**	**25.6**	**30.5**	**39.1**	**56.2**	**75.1**
매출액 증가율 (%)	N/A	N/A	N/A	41.4	66.2	27.3	20.1	19.3	28.2	43.6	33.7
매출원가	0.0	0.0	3.2	4.4	7.3	8.8	12.7	15.9	19.6	28.3	37.6
매출총이익	**0.0**	**0.0**	**3.9**	**5.6**	**9.4**	**12.5**	**12.8**	**14.6**	**19.6**	**27.9**	**37.6**
매출총이익율 (%)	N/A	N/A	55.2	56.1	56.2	58.9	50.2	47.8	50.0	49.7	50.0
판매관리비	**0.0**	**0.0**	**1.9**	**2.6**	**4.3**	**6.3**	**6.3**	**6.9**	**9.0**	**12.8**	**17.1**
영업이익	**0.0**	**0.0**	**2.1**	**3.0**	**5.1**	**6.3**	**6.6**	**7.6**	**10.6**	**15.1**	**20.4**
영업이익률 (%)	N/A	N/A	28.9	30.2	30.6	29.5	25.6	25.0	27.1	26.9	27.2
영업외수익	0.0	0.0	0.1	0.2	0.2	1.5	0.7	1.1	1.1	1.4	1.4
이자수익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	0.3	0.5	0.6	0.6	0.7
Net 외화관련이익	0.0	0.0	(0.0)	(0.1)	(0.0)	0.7	(0.2)	(0.0)	0.0	0.2	0.1
지분법 평가이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업외비용	0.0	0.0	0.2	0.1	0.1	0.8	0.7	0.3	0.4	0.4	0.4
지급이자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외화관련손실	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.4	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3
지분법 평가손실	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전이익	**0.0**	**0.0**	**2.0**	**3.1**	**5.2**	**7.0**	**6.6**	**8.4**	**11.3**	**16.1**	**21.4**
법인세	0.0	0.0	0.1	0.3	0.7	0.8	0.9	1.0	2.0	2.9	3.9
법인세율 (%)	N/A	N/A	3.8	8.4	12.9	11.7	13.6	12.3	18.0	18.0	18.0
당기순이익	**0.0**	**0.0**	**1.9**	**2.8**	**4.5**	**6.2**	**5.7**	**7.3**	**9.3**	**13.2**	**17.6**

대차대조표

(십억원)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
현금	0.0	0.0	1.0	1.2	1.7	4.1	5.0	4.0	6.9	9.7	11.5
단기금융상품	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	5.3	6.5	8.0	11.5
매출채권	0.0	0.0	1.4	1.8	2.8	3.3	4.0	5.8	8.2	12.4	16.0
기타	0.0	0.0	0.1	0.5	0.3	0.9	0.9	1.1	0.8	0.8	0.9
당좌자산	0.0	0.0	2.5	4.5	5.9	10.0	18.8	21.2	31.5	42.3	54.2
재고자산	0.0	0.0	1.2	1.6	3.1	5.4	7.0	7.7	7.0	8.5	10.7
유동자산	**0.0**	**0.0**	**3.6**	**6.1**	**8.9**	**15.4**	**25.8**	**29.0**	**38.5**	**50.8**	**64.9**
투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4	0.3	2.2	1.4	1.5	1.8	4.6
고정자산	0.0	0.0	0.1	2.8	3.4	4.0	4.0	5.8	6.0	6.7	7.0
기타	0.0	0.0	1.0	1.7	2.2	2.8	5.0	8.9	7.6	6.7	5.8
비유동자산	**0.0**	**0.0**	**1.1**	**4.6**	**6.0**	**7.1**	**11.2**	**16.1**	**15.1**	**15.2**	**17.4**
자산총계	**0.0**	**0.0**	**4.8**	**10.7**	**14.9**	**22.5**	**37.0**	**45.1**	**53.6**	**66.0**	**82.3**
매입채무	0.0	0.0	0.2	0.3	0.3	0.8	1.0	0.6	0.8	0.9	0.7
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성 장기차입금	0.0	0.0	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	0.0	0.4	0.6	0.8	1.6	1.3	1.9	1.9	1.9	1.9
유동부채	**0.0**	**0.0**	**1.0**	**0.9**	**1.1**	**2.3**	**2.3**	**2.5**	**2.7**	**2.8**	**2.6**
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
퇴직급여충당금	0.0	0.0	0.4	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	**0.0**	**0.0**	**0.4**	**0.6**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
부채총계	**0.0**	**0.0**	**1.4**	**1.5**	**1.1**	**2.3**	**2.3**	**2.5**	**2.7**	**2.8**	**2.6**
납입자본금	0.0	0.0	0.5	2.5	2.5	2.5	3.1	3.3	5.0	5.0	5.0
자본잉여금	0.0	0.0	0.0	1.6	1.6	1.6	10.4	11.6	9.9	9.9	9.9
이익잉여금	0.0	0.0	2.8	5.0	9.6	15.8	20.9	27.7	35.9	48.1	64.7
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.3	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1
자본총계	**0.0**	**0.0**	**3.4**	**9.1**	**13.8**	**20.1**	**34.7**	**42.6**	**50.9**	**63.1**	**79.7**

현금흐름표

(십억원)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
당기순이익	**0.0**	**0.0**	**1.9**	**2.8**	**4.5**	**6.2**	**5.7**	**7.3**	**9.3**	**13.2**	**17.6**
비현금성 비용의 가산	**0.0**	**0.0**	**0.7**	**0.8**	**1.2**	**2.1**	**1.8**	**2.0**	**6.4**	**6.4**	**6.4**
감가상각비	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4
지분법평가손실	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	0.0	0.6	0.7	0.9	1.8	1.5	1.5	6.0	6.0	6.0
비현금성 수익의 차감	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.1**	**0.0**	**0.1**	**3.3**	**3.5**	**3.4**
지분법평가이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	3.3	3.5	3.4
영업자산과 부채의 가산	0.0	0.0	(1.6)	(1.0)	(3.2)	(3.1)	(2.9)	(3.3)	(1.5)	(5.5)	(6.0)
운전자금의 증가 (감소)	0.0	0.0	2.3	0.8	2.5	2.2	2.2	2.9	1.5	5.5	6.0
기타	0.0	0.0	0.7	(0.2)	(0.7)	(0.9)	(0.7)	(0.4)	0.0	0.0	0.0
영업활동현금흐름	**0.0**	**0.0**	**1.0**	**2.6**	**2.5**	**5.0**	**4.6**	**5.9**	**10.9**	**10.6**	**14.5**
설비투자	0.0	0.0	0.0	2.8	0.9	0.8	0.5	2.3	3.0	3.0	3.0
잉여현금흐름	**0.0**	**0.0**	**1.0**	**(0.2)**	**1.6**	**4.2**	**4.1**	**3.6**	**7.9**	**7.6**	**11.5**
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.5	1.0	1.0	1.0
투자자산증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.2	2.0	4.7	0.1	0.3	2.8
신주발행	0.0	0.0	0.1	3.0	0.0	0.0	9.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채증가	0.0	0.0	0.4	(0.4)	(0.1)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	0.0	0.5	2.2	0.7	1.7	10.3	(0.6)	0.0	0.0	0.0
순현금흐름	**0.0**	**0.0**	**1.0**	**0.2**	**0.5**	**2.3**	**0.8**	**(1.0)**	**6.8**	**6.3**	**7.7**
기초현금	0.0	0.0	0.0	1.0	1.2	1.7	4.1	5.0	4.0	10.8	17.1
기말현금	0.0	0.0	1.0	1.2	1.7	4.1	5.0	4.0	10.8	17.1	24.8

재무안정성 지표

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
유동비율 (%)	N/A	N/A	375.4	649.7	822.2	659.0	1,131.6	1,178.7	1,425.5	1,812.7	2,496.1
당좌비율 (%)	N/A	N/A	239.6	320.3	419.2	315.4	392.4	613.8	799.9	1,073.5	1,499.9
재고보유기간 (일)	N/A	N/A	66.6	115.5	117.7	176.3	177.4	169.0	137.6	100.1	93.3
매출채권 회수기간 (일)	N/A	N/A	34.7	57.7	50.7	52.1	51.9	58.8	65.5	66.8	68.9
매입채무 지급기간 (일)	N/A	N/A	9.4	21.3	13.3	17.7	22.3	17.2	13.6	10.4	7.3
차입금 (십억원)	0.0	0.0	0.4	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금과 현금등가물	0.0	0.0	1.0	2.2	3.0	6.1	16.1	15.2	23.5	30.6	41.3
순차입금 (십억원)	0.0	0.0	(0.6)	(2.2)	(3.0)	(6.1)	(16.1)	(15.2)	(23.5)	(30.6)	(41.3)
순차입금/자기자본 (%)	N/A	N/A	(17.4)	(23.6)	(21.9)	(30.5)	(46.5)	(35.6)	(46.1)	(48.5)	(51.8)
부채비율 (%)	N/A	N/A	41.6	16.8	7.9	11.6	6.6	5.8	5.3	4.4	3.3
이자보상배율 (배)	N/A	N/A	112.1	254.8	5889.1	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

Valuations and margins

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
EV/EBITDA (배)	N/A	N/A	(0.2)	(0.6)	7.4	5.6	5.2	5.1	5.8	3.8	2.3
EPS (원)	N/A	N/A	N/A	N/A	908	1,236	927	1,116	926	1,321	1,757
EPS 변동률 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	#DIV/0!	36.1	(25.0)	20.4	(17.0)	42.6	33.0
PER (배)	N/A	N/A	N/A	N/A	10.1	7.4	9.9	8.2	9.9	6.9	5.2
BVPS (원)	N/A	N/A	N/A	N/A	5,529	4,026	6,230	6,704	6,143	6,314	7,970
P/BVPS (배)	N/A	N/A	N/A	N/A	1.7	2.3	1.5	1.4	1.5	1.4	1.1
주당배당금 (원)	0	0	0	0	0	100	100	100	100	100	100
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
ROE (%)	N/A	N/A	113.9	45.2	39.5	36.4	20.8	19.0	19.8	23.2	24.6
ROA (%)	N/A	N/A	80.5	36.6	35.5	33.1	19.2	17.9	18.8	22.1	23.7
매출총이익률 (%)	N/A	N/A	55.2	56.1	56.2	58.9	50.2	47.8	50.0	49.7	50.0
영업이익률 (%)	N/A	N/A	28.9	30.2	30.6	29.5	25.6	25.0	27.1	26.9	27.2
순이익률 (%)	N/A	N/A	26.9	28.0	27.1	29.0	22.3	24.1	23.7	23.5	23.4
EBITDA 이익률 (%)	N/A	N/A	35.9	33.7	34.7	33.2	29.9	29.0	29.9	28.9	28.7
ROIC (%)	N/A	N/A	143.6	57.1	50.3	44.9	34.8	29.4	32.2	41.9	47.8
WACC (%)	N/A	N/A	11.2	9.9	8.5	9.9	8.8	10.7	10.2	12.5	12.5
ROIC less WACC (%)	N/A	N/A	132.4	47.2	41.8	35.1	26.0	18.7	22.0	29.4	35.3

▪ 본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
▪ 당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
▪ 본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
▪ 당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
▪ 본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
▪ 당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.
▪ 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
▪ 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.

©. 2011 **Leading Investment & Securities Co**. All rights reserved