

뷰웍스
(100120)

이민영 minyoung.lee01@daishin.com

투자 의견 BUY
매수, 신규

6개월 목표주가 44,000
신규

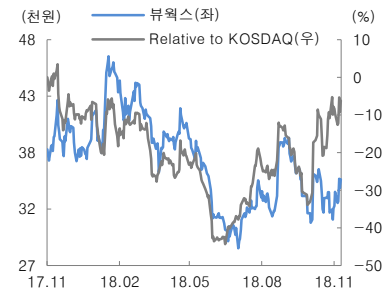
현재주가 35,900
(18.11.14)

스몰캡업종

4차 산업혁명/안전등급 Sky Blue

KOSDAQ	671.56
시가총액	359십억원
시가총액비중	0.16%
자본금(보통주)	5십억원
52주 최고/최저	46,450원 / 28,600원
120일 평균거래대금	14억원
외국인지분율	33.33%
주요주주	김후식 외 5 인 28.42% Templeton Asset Management, Ltd. 외 3 인 11.00%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.1	13.8	-3.8	-15.3
상대수익률	8.8	29.1	23.1	-4.6



Initiation

하반기에 강한 X-ray 디텍터업체

투자 의견 매수, 목표주가 44,000원 제시

- 목표주가 44,000원은 2019F EPS에 글로벌 경쟁사 그룹의 2019F PER 평균 16.6배를 적용해 산출
- 2019년은 2017년부터 이어진 업계의 단가인하 영향에서 벗어나는 원년으로 유의미한 실적 회복(매출액 +19% YoY, 영업이익 +31% YoY) 예상
- 또한, 2018년 5월에 출시한 치과용 동영상 디텍터의 판매 호조로 신제품 출시 효과가 온기로 반영될 전망
- 잔여이익평가모형(RIM)을 이용해 산정한 적정주가는 73,922원

세계적으로 인정받고 있는 X-ray 시스템 부품업체

- 의료용 사업부에서 X-ray 디텍터 제조. 디텍터는 피사체를 통과한 X-ray의 빛 신호를 사람이 모니터로 볼 수 있게 전자신호로 변환해주는 영상 솔루션이자 부품임. 고객사는 국내외 X-ray 시스템(장비)업체
- 산업용 카메라 사업부는 디스플레이 및 반도체 검사장비에 장착되는 고해상도 카메라 제조. 고객사는 국내외 디스플레이 패널 검사장비업체
- 2018F 매출 비중: 의료용 디텍터 57%(FP-DR 51%, RF-DR 6%), 산업용 카메라 38%, 기타 5%
- 세계 FP-DR 시장규모는 14억달러, 뷰웍스의 시장점유율은 7% 추정

하반기에 해가 떠오르니 지금이 매수 기회

- 2018년 3분기에 견조한 실적 달성. 2분기에 실적 바닥을 찍고 하반기에 안정적인 개선세 예상
- 최근 5년간 매출 기여도: 상반기 45%, 하반기 55%
- 3분기 실적은 매출액 338억원(+22% YoY, +10% QoQ), 영업이익 70억원(+3% YoY, +57% QoQ)으로 컨센서스를 각각 10%, 23% 상회
- 현재 주가는 2018F PER 16배로 이익 성장기인 과거 5년 평균 PER 24배 대비 33% 할인 거래 중

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	117	123	131	155	176
영업이익	30	29	23	31	36
세전순이익	33	23	26	30	36
총당기순이익	27	20	22	26	32
지배지분순이익	27	20	22	26	32
EPS	2,704	1,975	2,247	2,662	3,218
PER	22.1	20.7	16.0	13.5	11.2
BPS	11,032	12,614	14,666	17,059	20,063
PBR	5.4	3.2	2.4	2.1	1.8
ROE	27.7	16.6	16.2	16.5	17.1

환율민감도(원달러)분석

2019F 2020F

환율 100원 상승시 EPS(주당순이익) 변동율

2.7%(↑) 2.3%(↑)

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 뷰웍스, 대신증권 Research&Strategy본부

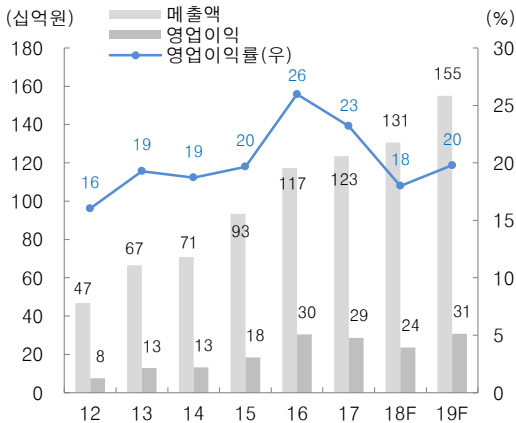
표 14. 뷰웍스 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	2017				2018				2016	2017	2018F	2019F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QF				
매출액	32.1	31.7	27.7	31.7	29.3	30.6	33.8	36.7	117.3	123.5	130.6	155.1
증가율(% YoY)	34.5	34.7	-13.6	-15.7	-8.7	-3.4	21.6	15.7	25.5	5.2	5.8	18.8
CCD-DR	0.1	0.1	0.2	0.2					2.3	0.5		
FP-DR	14.9	16.2	13.3	18.5	16.5	13.7	16.7	19.7	71.0	62.8	66.6	74.4
R/F	2.0	1.6	1.3	1.8	1.5	1.4	1.5	3.7	4.8	6.7	8.1	21.2
산업용 카메라	15.1	13.6	12.7	11.0	10.3	12.6	14.5	12.0	38.3	52.5	49.4	53.1
기타	0.2	0.3	0.2	0.3	1.1	3.0	1.1	1.4	0.8	0.9	6.5	6.4
영업이익	7.6	7.5	6.7	6.8	4.1	4.4	7.0	8.0	30.5	28.6	23.5	30.7
영업이익률(%)	23.7	23.5	24.2	21.4	13.9	14.4	20.6	21.8	26.0	23.2	18.0	19.8
증가율(% YoY)	58.4	34.7	-13.9	-44.6	-46.5	-40.6	3.2	17.8	65.8	-6.0	-18.0	30.5
지배주주지분순이익	3.1	7.2	5.3	4.0	3.2	6.4	5.6	7.0	27.0	19.6	22.2	26.3
지배주주지분순이익률(%)	9.8	22.6	19.1	12.6	10.9	20.8	16.7	18.9	23.0	15.9	17.0	16.9
증가율(% YoY)	-21.4	35.1	11.5	-69.0	2.1	-11.4	6.6	73.8	69.7	-27.2	13.0	18.5

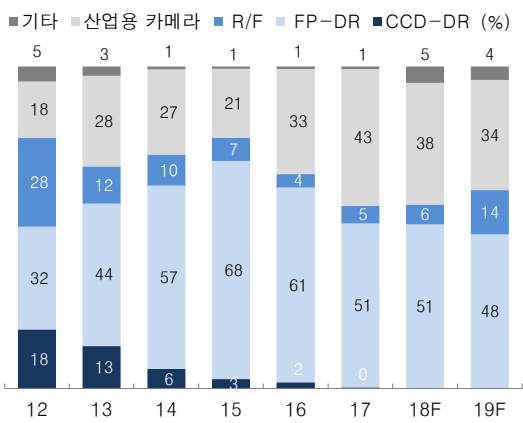
자료: 뷰웍스, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 9. 연간 실적 추이



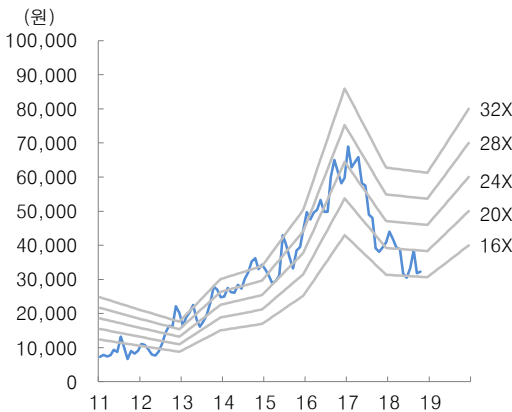
자료: 뷰웍스, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 10. 사업부별 매출 비중



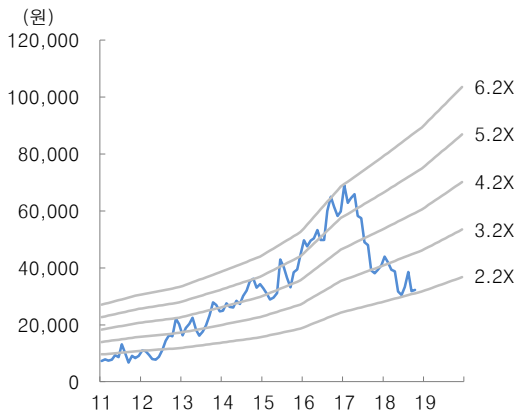
자료: 뷰웍스, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 11. 뷰웍스 PER 밴드



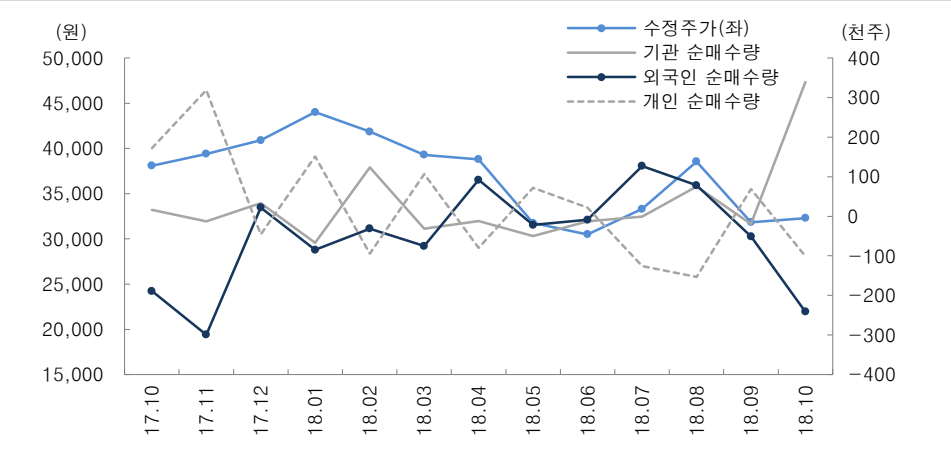
자료: 뷰웍스, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 12. 뷰웍스 PBR 밴드



자료: 뷰웍스, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 13. 월간 매매주체별 수급 동향



자료: 뷰웍스, 대신증권 Research&Strategy본부

표 15. 뷰웍스 Global Peer Group

회사명		Canon	Varex Imaging	Teledyne Technologies	레이언스
국가		일본	미국	미국	한국
주가(18.11.14)	(USD)	29	26	221	13
시가총액	(USDmn)	38,241	992	7,976	209
매출액 (USDmn)	2017A	36,390	698	2,604	94
	2018F	35,541	773	2,881	106
	2019F	35,622	781	3,006	124
영업이익 (USDmn)	2017A	2,956	84	336	15
	2018F	3,097	97	413	20
	2019F	3,124	94	451	24
OPM (%)	2017A	8.1	12.0	12.9	16.2
	2018F	8.7	12.5	14.3	19.0
	2019F	8.8	12.1	15.0	19.4
순이익 (USDmn)	2017A	2,158	52	227	13
	2018F	2,244	57	324	17
	2019F	2,220	60	338	19
NPM (%)	2017A	5.9	7.4	8.7	13.5
	2018F	6.3	7.3	11.2	15.9
	2019F	6.2	7.7	11.2	15.4
PER (배)	2017A	18.8	21.1	28.2	20.7
	2018F	13.8	17.8	25.3	12.6
	2019F	13.9	16.9	24.4	11.1
PBR (배)	2017A	1.6	3.4	3.3	1.7
	2018F	1.2	2.0	NA	1.2
	2019F	1.2	1.9	NA	1.1
EV/EBITDA (배)	2017A	7.2	13.5	15.4	9.2
	2018F	7.6	10.9	16.4	5.6
	2019F	7.7	10.8	15.4	4.9
ROE (%)	2017A	8.6	14.5	13.0	8.4
	2018F	8.7	11.5	NA	10.3
	2019F	8.5	11.9	NA	10.8
EPS (USD)	2017A	2.3	1.6	6.4	0.8
	2018F	2.1	1.5	8.7	1.0
	2019F	2.1	1.5	9.1	1.2
FY.M		12	9	12	12

자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy 본부

주당 내재가치

RIM(잔여이익모델)		(단위: 십억원, 원, %)									
		2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
I	순이익(지배지분) ^(주2)	22	26	32	33	35	37	39	40	43	45
II	자기자본(지배지분) ^(주2)	147	171	201	233	272	317	370	431	503	587
	추정ROE	16.2	16.5	17.1	14.3	12.9	11.6	10.4	9.4	8.5	7.6
III	필요수익률 ^(주3)	4.1									
	무위험이자율 ^(주4)	2.1									
	시장위험프리미엄 ^(주5)	4.0									
	베타	0.50									
IV	Spread(추정ROE-필요수익률)	12.1	12.4	13.0	10.2	8.8	7.5	6.3	5.3	4.3	3.5
V	필요수익	5	6	7	8	10	11	13	15	18	21
VI	잔여이익(Ⅰ－Ⅴ)	17	20	25	25	25	26	26	25	25	24
	현가계수	1.00	0.96	0.92	0.88	0.85	0.81	0.78	0.75	0.72	0.69
	잔여이익의 현가	17	19	23	22	22	21	20	19	18	17
VII	잔여이익의 합계	197									
VIII	추정기간 이후 잔여이익의 현가	405									
	영구성장률(g) ^(주6)	0.0%									
IX	기초자기자본	126									
X	주주지분가치(VII+VIII+IX)	729									
	총주식수(천주)	9,855									
XI	적정주당가치(원)	73,922									
	현재가치(원)	35,900									
	Potential (%)	105.9%									

주1: RIM(Residual Income Model)은 현시점에서의 자기자본 금액에 추정기간(10년)의 예상실적을 반영한 초과이익과 추정기간 이후의 잔여이익(R)을 합산하여 주주지분가치를 산출하는 Valuation 방식. 이론적으로 DDM, DCF, EVA 등의 방식과 같은 주주지분가치를 도출하게 되지만, 타 방식 대비 추정의 주관성을 최소화하면서 기업의 본질가치를 산출할 수 있는 방식으로 평가

주2: 연결대상 자회사가 존재하는 경우는 보유하고 있는 지분만큼의 가치를 반영하기 위해 비지배지분 가치를 차감하여 반영

주3: 필요수익률은 자기자본비용(Cost Of Equity)으로 리스크를 부담하는 주주 입장에서 기대수익률. CAPM(Capital Asset Pricing Model)을 통하여 산출하며, 산출방식은 자기자본비용 = 무위험이자율 + 베타 * 시장위험프리미엄

주4: 무위험이자율은 미래 장기 현금흐름에 대한 가치평가를 위해 5년만기 국고채수익률에 준하여 반영

주5: 시장위험프리미엄은 시장포트폴리오 기대수익률과 무위험이자율과의 차이. 일반적으로 6~8% 수준에서 반영되어 왔으나, 최근 저성장 국면에서의 낮아진 기대치를 반영하여 3~5% 수준에서 반영

주6: 영구성장률(g)은 추정기간(10년) 이후 잔여이익의 영구적인 성장률을 의미하며, 물가상승률을 감안하여 0%를 반영

기업개요

기업 및 경영진 현황

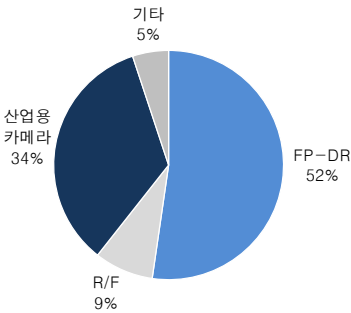
- 1999년에 삼성테크윈 출신 직원들이 설립, 2009년 코스닥 상장
- 2018F 사업부별 매출 비중: 의료용 디텍터 61%, 산업용 카메라 34%,
- Cash cow는 X-ray 시스템의 핵심 부품인 FP-DR
- 주주현황: 대표이사 김후식 14.6%, 임직원 및 친인척 13.9%, Franklin Templeton Investment 외 3인 11%
- 자산 1,600 억원, 부채 130 억원, 자본 1,470 억원(2018F 기준)
(발행주식수: 10,001,865 / 자기주식수: 74,417)

주가 변동요인

- FP-DR 글로벌 고객사 확보에 따른 물량 증가
- 원/달러 환율
- 원/유로 환율
- 글로벌 X-ray 시스템 및 디텍터 시장 확대
- 신제품(동영상용 디텍터, 산업용 카메라) 출시

자료: 뷰웍스, 대신증권 Research&Strategy본부

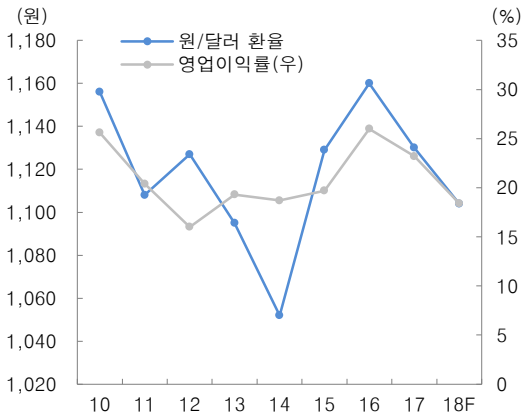
뷰웍스 사업부문별 매출 비중



주: 2018년 전망치 기준
자료: 뷰웍스, 대신증권 Research&Strategy본부

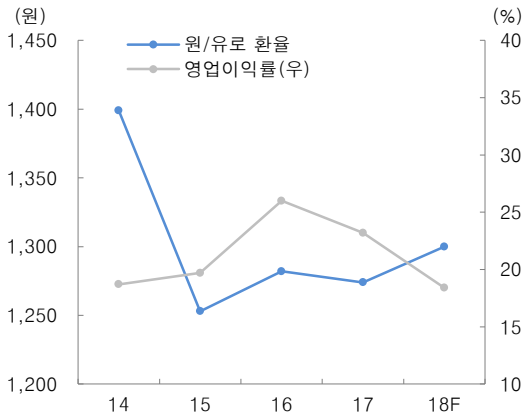
Earnings Driver

그림 14. 원/달러 vs. 영업이익률



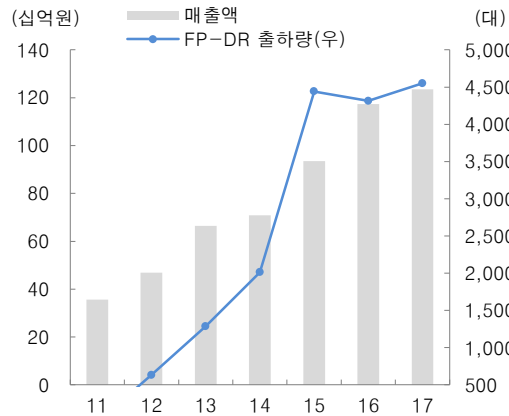
자료: 뷰웍스, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 15. 원/유로 vs. 영업이익률



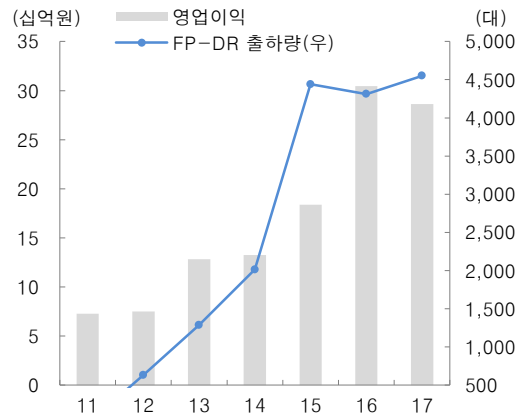
자료: 뷰웍스, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 16. FP-DR은 뷰웍스의 성장 모멘텀



자료: 뷰웍스, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 17. FP-DR 출하량 확대에 따른 영업이익 개선



자료: 뷰웍스, 대신증권 Research&Strategy본부

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	117	123	131	155	176
매출원가	57	61	66	78	88
매출총이익	60	62	65	77	88
판매비와관리비	30	33	42	47	52
영업이익	30	29	23	31	36
영업이익률	26.0	23.2	18.0	19.8	20.3
EBITDA	34	32	29	36	42
영업외손익	3	-5	2	-1	1
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	4	1	4	2	3
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-1	-7	-2	-3	-2
외환관련손실	1	7	1	1	1
기타	0	0	0	0	0
법인세비용차감전순이익	33	23	26	30	36
법인세비용	-7	-4	-3	-4	-5
계속사업순이익	27	20	22	26	32
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	27	20	22	26	32
당기순이익률	22.9	15.9	16.9	16.9	18.0
비지배자분순이익	0	0	0	0	0
지배자분순이익	27	20	22	26	32
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	27	20	22	26	32
비지배자분포괄이익	0	0	0	0	0
지배자분포괄이익	27	20	22	26	32

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	2,704	1,975	2,247	2,662	3,218
PER	22.1	20.7	16.0	13.5	11.2
BPS	11,032	12,614	14,666	17,059	20,063
PBR	5.4	3.2	2.4	2.1	1.8
EBITDAPS	3,397	3,236	2,904	3,629	4,158
EV/EBITDA	16.4	11.2	10.4	7.9	6.3
SPS	11,728	12,344	13,054	15,507	17,577
PSR	5.1	3.3	2.8	2.3	2.0
CFPS	3,712	3,234	3,162	3,894	4,420
DPS	200	200	200	200	200

재무비율

(단위: 원, 배, %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성					
매출액 증가율	25.5	5.2	5.8	18.8	13.3
영업이익 증가율	65.8	-6.0	-18.0	30.5	16.5
순이익 증가율	70.3	-27.0	12.7	18.5	20.9
수익성					
ROIC	36.3	31.4	23.7	28.4	30.4
ROA	26.8	21.4	15.8	17.9	18.0
ROE	27.7	16.6	16.2	16.5	17.1
안정성					
부채비율	17.7	9.2	8.7	7.8	6.8
순차입금비율	-36.4	-37.2	-39.6	-42.8	-47.7
이자보상배율	3,867.1	2,866.9	38.1	12.9	23.9

자료: 뷰릭스, 대신증권 Research&Strategy 본부

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	92	99	114	137	167
현금및현금성자산	35	37	47	61	84
매출채권 및 기타채권	25	23	24	28	32
재고자산	22	22	24	28	32
기타유동자산	10	17	20	20	20
비유동자산	38	39	46	46	47
유형자산	32	32	36	36	36
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	6	7	10	11	11
자산총계	130	138	159	184	214
유동부채	17	11	11	11	12
매입채무 및 기타채무	9	7	8	8	9
차입금	0	0	1	1	1
유동상채무	1	0	0	0	0
기타유동부채	7	3	2	2	2
비유동부채	3	1	2	2	2
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	3	1	2	2	2
부채총계	20	12	13	13	14
자배지분	110	126	147	171	201
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	10	10	10	10	10
이익잉여금	96	114	134	159	188
기타지분변동	-1	-3	-3	-3	-3
비지배자분	0	0	0	0	0
자본총계	110	126	147	171	201
순차입금	-40	-47	-58	-73	-96

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	20	19	20	19	26
당기순이익	27	20	22	26	32
비현금항목의 가감	10	13	10	13	13
감가상각비	4	4	6	6	6
외환손익	-2	3	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	8	6	4	7	6
자산부채의 증감	-13	-6	-10	-15	-14
기타현금흐름	-4	-7	-1	-4	-4
투자활동 현금흐름	-9	-8	-15	-6	-6
투자자산	-1	-1	0	-1	0
유형자산	-4	-3	-6	-2	-2
기타	-4	-4	-9	-3	-4
재무활동 현금흐름	-2	-5	-1	-2	-2
단기차입금	0	0	1	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-1	-2	-2	-2	-2
기타	-1	-3	0	0	0
현금의 증감	10	3	9	15	23
기초 현금	25	35	37	47	62
기말 현금	35	37	47	62	84
NOPLAT	25	24	20	27	31
FCF	24	23	14	27	31