

2017/07/12

# 뷰웍스(100120)

디스플레이 정원석

(2122-9203) wschung@hi-ib.com

## 최근 주가 조정은 비중 확대의 기회

Buy (Maintain)

### ■ 최근 주가 급락은 근거가 불확실한 소문 영향인 것으로 판단

최근 동사 주가는 6월말 종가 대비 7 거래일 동안 13.9% 하락하며 급격한 조정을 보였다. 주가 급락의 원인으로선 일부 시장에서 ① 동사의 주요 고객사인 Carestream과 Agfa와의 X-ray용 detector 공급 계약이 이미 중단되었거나 중단될 예정인데 경쟁사 중 한 곳이 동사를 대신할 가능성이 높으며, ② 연초부터 시작된 삼성디스플레이의 후공정 신규 설비 투자가 7월경 마무리되면서 3분기 산업용 Imaging 부문 매출 규모가 급격히 하락할 것이라는 소문 때문인 것으로 파악된다.

그러나 당사가 확인한 결과 주요 고객사인 Carestream과 Agfa로의 X-ray detector 공급이 중단될 분위기는 감지되지 않는다. 또한 삼성디스플레이가 지난해 대규모 6세대 Flexible OLED 생산 설비를 증설하면서 올해 초부터 시작된 후공정 1차 투자가 7월경 마무리되는 것은 사실이나 올 들어 신규 설비 투자를 추가로 진행하고 있기 때문에 하반기에 후공정 2차 투자가 진행될 가능성이 높을 것으로 전망된다. 특히 올해부터 중국 업체들의 Flexible OLED 신규 설비 투자가 본격화되고 있는 가운데 국내 장비 업체들의 공급 가능성이 상당히 높아 3분기에도 동사의 산업용 Imaging 부문 실적도 견조할 가능성이 높아 최근 동사의 실적 성장성에 대한 우려는 과도한 것으로 판단된다.

### ■ 동영상 X-ray Detector 매출 성장이 주가 견인차 역할 할 것

지난 1Q17 동사의 산업용 Imaging 부문 매출 규모는 전년 동기 대비 3배 가량 증가한 반면 기존 주력 제품인 FP-DR 매출액은 전년 동기 대비 5.5% 감소하며 4Q16 (YoY: -1.1%)에 이어 역성장 하였다. 이로 인해 호실적을 기록 하였음에도 불구하고 오히려 동사 주가의 Multiple을 낮추는 역효과가 발생 하였다. 따라서 향후 동사 주가 상승 여부는 의료기기 부문 성장성이 관건이며 6월부터 매출이 발생하기 시작한 동영상 X-ray detector가 견인차 역할을 할 것으로 판단된다.

동사는 올해 초 동영상 X-ray detector 개발을 완료하고 현재 다수의 RF (Radiography Fluoroscopy) System 업체와 공급 협의를 진행하고 있는 것으로 파악된다. 동사가 개발한 TFT 기술 기반의 동영상 X-ray detector는 지금까지 상용화에 성공한 업체가 Varex와 Trixell 두 곳에 불과해 주요 고객사와

목표주가(12M)	68,000원
종가(2017/07/11)	49,500원

#### Stock Indicator

자본금	5십억원
발행주식수	1,000만주
시가총액	495십억원
외국인지분율	38.9%
배당금(2016)	200원
EPS(2017E)	3,014원
BPS(2017E)	13,878원
ROE(2017E)	24.2%
52주 주가	49,250~72,100원
60일평균거래량	82,480주
60일평균거래대금	4.8십억원

#### Price Trend



의 공급 계약 체결 가능성이 높을 것으로 판단되며 하반기를 시작으로 중장기적인 매출 확대가 본격화될 것으로 전망된다.

## ■ 매수 투자이견 및 목표주가 유지

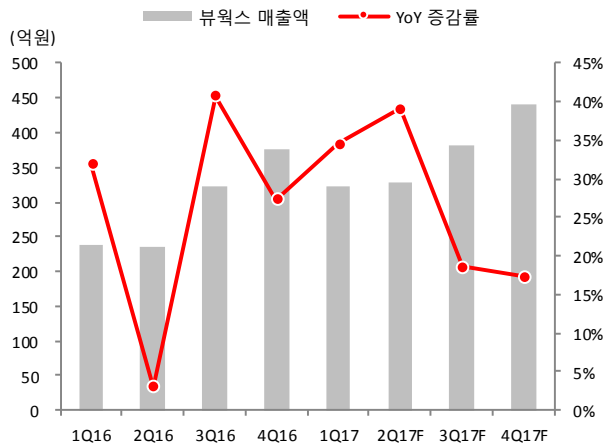
동사에 대한 매수 투자이견과 목표주가를 유지한다. 최근 근거가 불확실한 시장 소문 영향으로 최근 주가는 17년 예상 실적 기준 P/E 16.4배 수준까지 하락하였다. 과거 동사 주가와 동일한 방향성을 보여왔던 매출액과 영업이익이 향후 가파른 상승세를 나타낼 것으로 예상되어 상당히 저평가되어 있는 것으로 판단된다. 지난 5년간 동사 주가에 적용 받아왔던 평균 P/E 배수인 22.7배, 전세계 Peer group 평균인 20.6배 대비 현저히 낮은 수준이다. 특히 13년 이후 저점 P/E 배수와 P/B 배수가 각각 15.4배, 3.2배였다는 점을 고려할 때 주가의 하방경직성도 확보하였다 (현 주가 P/E 16.4배, P/B 3.6배). 따라서 최근 발생한 주가 조정을 비중 확대 기회로 활용하기를 바란다.

<표 1> 뷰웍스 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)											
	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016	2017F
매출액	239	236	322	377	322	328	382	442	934	1,173	1,473
YoY	32%	3%	41%	27%	35%	39%	19%	17%	32%	26%	26%
QoQ	-19%	-1%	36%	17%	-15%	2%	16%	16%	-	-	-
CCD-DR	8	5	4	6	1	4	4	5	28	23	14
FP-DR	158	154	188	210	149	178	210	238	632	710	775
R/F Table	15	9	9	14	20	10	9	14	68	48	53
기타	2	3	2	2	2	3	2	2	6	8	8
산업용 Imaging	57	65	118	144	151	134	157	182	199	383	623
매출원가	110	113	164	183	156	160	185	215	511	571	717
매출원가율	46%	48%	51%	49%	49%	49%	49%	49%	55%	49%	49%
매출총이익	129	123	157	193	165	168	196	227	424	602	757
매출총이익률	54%	52%	49%	51%	51%	51%	51%	51%	45%	51%	51%
판매비 및 관리비	81	67	79	70	89	87	91	82	240	298	349
판매비율	34%	29%	25%	19%	28%	27%	24%	19%	26%	25%	24%
영업이익	48	55	78	123	76	81	105	144	184	305	407
영업이익률	20%	23%	24%	33%	24%	25%	28%	33%	20%	26%	28%
YoY	107%	60%	33%	83%	58%	46%	35%	18%	39%	66%	34%
QoQ	-28%	15%	41%	57%	-38%	6%	30%	37%	-	-	-
당기순이익	40	53	47	129	31	64	86	120	158	269	300
순이익률	17%	22%	15%	34%	10%	19%	22%	27%	17%	23%	20%
YoY	79%	60%	-26%	233%	-22%	21%	82%	-7%	49%	70%	12%
QoQ	2%	34%	-11%	173%	-76%	107%	34%	40%	-	-	-

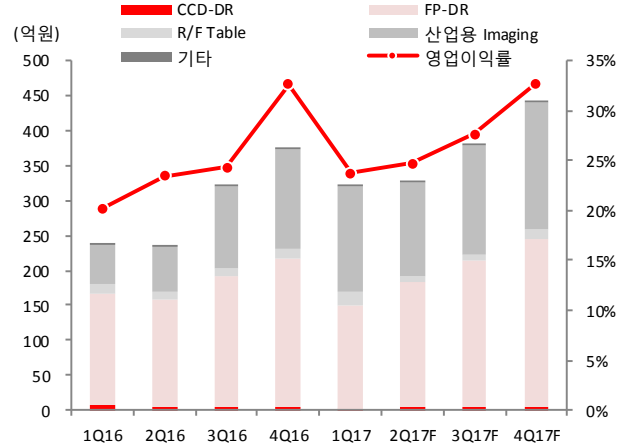
자료: 뷰웍스, 하이투자증권

<그림 1> 뷰웍스 분기별 매출액 추이 및 전망



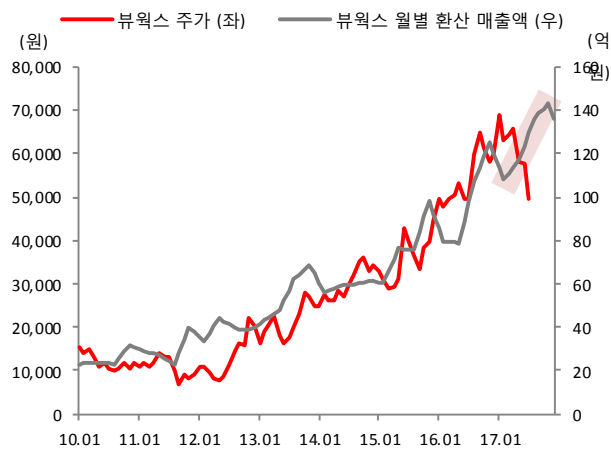
자료: 뷰웍스, 하이투자증권

<그림 2> 뷰웍스 제품별 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



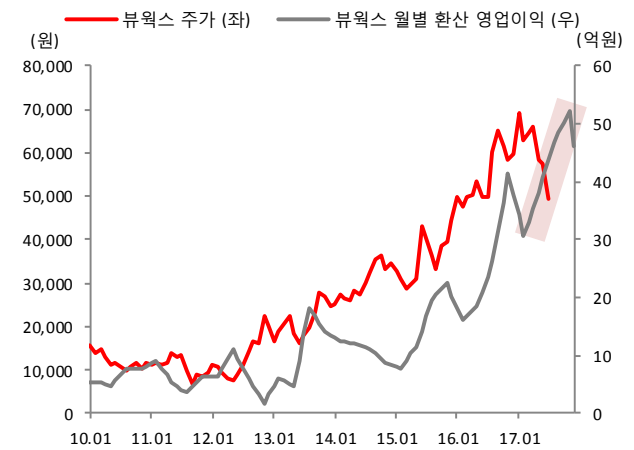
자료: 뷰웍스, 하이투자증권

<그림 3> 뷰웍스 주가와 월별 환산 매출액 추이



자료: 하이투자증권

<그림 4> 뷰웍스 주가와 월별 환산 영업이익 추이



자료: 하이투자증권

<그림 5> 동영상 X-ray detector 가 활용되는 C-arm 의료 장비



자료: 업계, 하이투자증권

<그림 6> 동영상 X-ray detector 활용되는 위장조영술 촬영기



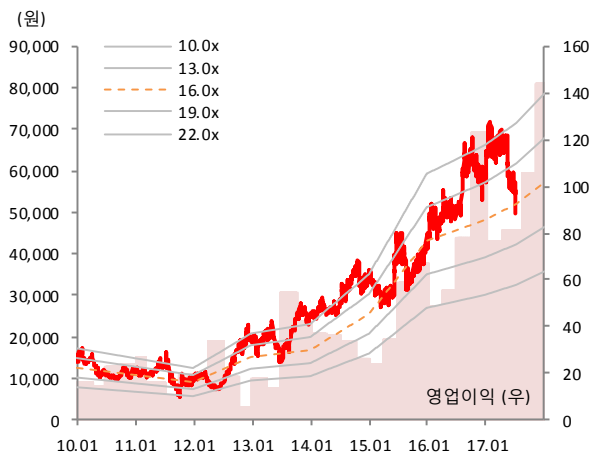
자료: 업계, 하이투자증권

&lt;표 2&gt; 뷰웍스 목표주가 산출

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	
EPS (원)	675	566	946	1,048	1,589	2,697	3,014	
BPS (원)	4,880	5,332	6,184	7,068	8,458	11,032	13,878	
고점 P/E (배)	24.1	40.3	29.5	36.6	28.3	25.2	23.9	최근 5년간 평균: 28.7
평균 P/E (배)	16.0	22.0	21.8	28.3	22.1	20.1	21.1	최근 5년간 평균: 22.7
저점 P/E (배)	8.2	12.9	14.5	23.1	17.1	15.4	16.4	최근 5년간 평균: 17.3
고점 P/B (배)	3.3	4.3	4.5	5.4	5.3	6.2	5.2	최근 5년간 평균: 5.3
평균 P/B (배)	2.2	2.3	3.3	4.2	4.2	4.9	4.6	최근 5년간 평균: 4.2
저점 P/B (배)	1.1	1.4	2.2	3.4	3.2	3.8	3.6	최근 5년간 평균: 3.2
ROE	13.7%	11.1%	16.4%	15.8%	20.5%	27.7%	24.2%	
Target P/E (배)							21.4	17년 매출 비중 기준 가중치 적용
의료기기								17년 예상 매출 비중: 57.7%
산업용 Imaging								17년 예상 매출 비중: 42.3%
적용 EPS (원) = 17년							3,014	
적정주가 (원)							64,364	
목표주가 (원)							68,000	
전일 종가 (원)							49,500	17년 예상 실적 기준 P/E: 16.4배
상승 여력							37.4%	

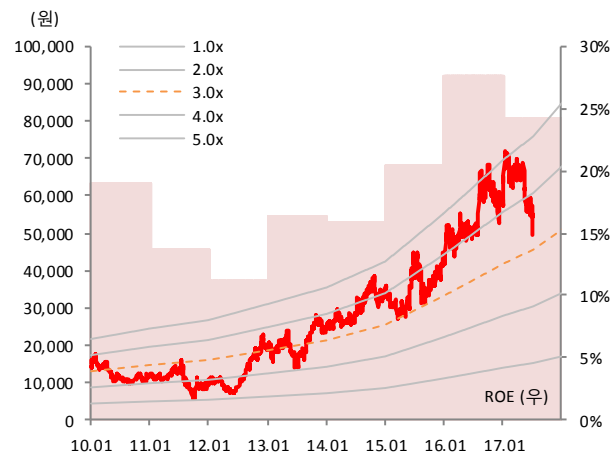
자료: 뷰웍스, 하이투자증권

&lt;그림 7&gt; 뷰웍스 12개월 Forward P/E Chart



자료: 하이투자증권

&lt;그림 8&gt; 뷰웍스 12개월 Forward P/B Chart



자료: 하이투자증권

&lt;표 3&gt; X 선 Detector 관련 제조사 Peer Valuation table

국가	업체명	주가	시가총액	P/E (배)			P/B (배)			EV/EBITDA (배)			ROE (%)		
				2015	2016	2017F	2015	2016	2017F	2015	2016	2017F	2015	2016	2017F
한국	뷰웍스	49,500	4,951	33.5	34.0	17.1	5.0	6.4	3.6	20.4	8.2	10.5	20.5	18.5	23.4
	바텍	29,400	4,367	47.3	27.4	6.2	5.3	5.7	1.9	13.3	9.2	8.4	22.5	19.5	34.3
	레이언스	19,300	3,202	n.a	16.8	17.3	n.a	4.0	1.7	n.a	10.4	8.5	27.3	12.6	10.5
미국	Varian	103.1	9,473	20.9	19.9	26.3	5.2	4.9	n.a	13.2	12.7	16.4	24.7	23.3	20.3
	PerkinElmer	68.5	7,533	31.7	27.7	24.0	2.7	2.8	3.0	n.a	17.8	16.4	n.a	10.2	13.5
	Telecyne	132.7	4,683	17.9	19.0	24.4	2.5	2.6	n.a	n.a	11.2	n.a	n.a	14.1	n.a
	Varex	33.1	1,243	n.a	n.a	18.4	n.a	n.a	3.3	n.a	n.a	12.1	n.a	15.1	15.4
	Analogic	70.6	880	27.1	25.2	27.2	2.0	1.9	1.6	16.6	16.2	11.3	6.4	2.3	n.a
일본	Canon	3,769	5,027	17.2	15.5	20.6	1.4	1.2	1.4	7.2	6.0	9.1	7.4	5.2	7.1
	Fujifilm	4,143	2,132	20.3	16.1	16.6	1.0	0.9	0.9	7.5	6.8	6.8	5.6	5.8	5.3
	Konica minolta	963	484	18.4	13.8	13.7	1.3	0.9	0.9	6.4	4.7	5.4	8.0	6.1	6.7
	Hamamatsu	3,500	586	24.7	30.2	33.2	2.2	2.7	3.0	15.6	13.4	15.7	9.5	8.3	9.5
업종 평균				25.9	22.3	20.4	2.9	3.1	2.1	12.5	10.6	11.0	14.7	11.7	14.6

자료: Bloomberg, 하이투자증권

주: 7월 12일 종가, 각국 통화 기준 (한국: 원/십억원, 미국: 달러/백만달러, 일본: 엔/십억엔). Bloomberg Consensus 적용

&lt;표 4&gt; X 선 Detector 관련 제조사 Peer Group 실적 Table

국가	업체명	매출액			영업이익			순이익			순이익 증가율(%)		
		2015	2016	2017F	2015	2016	2017F	2015	2016	2017F	2015	2016	2017F
한국	뷰웍스	934	1,173	1,428	184	305	376	159	269	290	49.0	71.9	65.1
	바텍	2,174	2,383	2,123	410	453	394	213	248	705	119.4	16.3	184.5
	레이언스	866	985	1,153	197	180	216	145	147	183	350.1	1.8	23.9
미국	Varian	3,099	3,218	2,747	549	551	469	411	402	365	1.9	-2.2	-9.2
	PerkinElmer	n.a	2,105	2,210	n.a	251	427	n.a	212	313	n.a	n.a	47.5
	Telecyne	n.a	2,298	2,502	n.a	282	300	n.a	196	191	n.a	n.a	-2.6
	Varex	632	620	692	128	106	109	80	62	68	-27.3	-23.0	10.3
	Analogic	540	509	492	41	25	44	33	12	33	-2.9	-63.8	171.3
일본	Canon	3,800	3,401	3,988	355	229	295	220	151	199	-13.6	-31.6	32.1
	Fujifilm	2,493	2,492	2,380	172	191	187	119	123	111	46.4	4.0	-10.0
	Konica minolta	1,003	1,032	992	66	60	53	41	32	35	44.4	-21.9	9.3
	Hamamatsu	121	122	128	24	21	22	17	14	17	9.5	-13.1	15.1

자료: Bloomberg, 하이투자증권

주: 7월 12일 종가, 각국 통화 기준 (한국: 억원, 미국: 백만달러, 일본: 십억엔). Bloomberg Consensus 적용

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	92	127	175	243
현금 및 현금성자산	35	68	112	179
단기금융자산	7	7	7	7
매출채권	25	29	33	35
재고자산	22	20	21	19
비유동자산	38	37	36	36
유형자산	32	32	32	32
무형자산	3	2	1	1
자산총계	130	164	212	279
유동부채	17	22	36	64
매입채무	9	15	28	57
단기차입금	0	0	0	0
유동성장기부채	1	1	1	1
비유동부채	3	3	3	3
사채	-	-	-	-
장기차입금	0	0	0	0
부채총계	20	25	39	67
지배주주지분	110	139	174	212
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	10	10	10	10
이익잉여금	96	124	159	197
기타자본항목	-1	-1	-1	-1
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	110	139	173	212

포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	117	147	159	176
증가율(%)	25.5	25.6	7.8	10.8
매출원가	57	72	77	86
매출총이익	60	76	82	90
판매비와관리비	30	35	38	42
연구개발비	11	14	15	17
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	30	41	44	48
증가율(%)	65.8	33.7	8.0	10.2
영업이익률(%)	26.0	27.6	27.7	27.6
이자수익	0	0	0	1
이자비용	0	0	0	0
지분법이익(손실)	0	0	0	0
기타영업외손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	33	37	45	49
법인세비용	7	7	9	9
세전계속이익률(%)	28.5	25.0	28.3	28.0
당기순이익	27	30	36	40
순이익률(%)	22.9	20.4	22.9	22.8
지배주주귀속 순이익	27	30	37	40
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	27	30	37	40
지배주주귀속총포괄이익	27	30	37	40

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	20	44	53	76
당기순이익	27	30	36	40
유형자산감가상각비	0	0	0	0
무형자산상각비	2	1	1	0
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	-9	-1	-2	-1
유형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
금융상품의 증감	-4	0	0	0
재무활동 현금흐름	-2	-2	-2	-2
단기금융부채의 증감	0	-	-	-
장기금융부채의 증감	-	-	-	-
자본의 증감	-	0	-	-
배당금지급	-1	-2	-2	-2
현금및현금성자산의증감	10	33	44	67
기초현금및현금성자산	25	35	68	112
기말현금및현금성자산	35	68	112	179

주요투자지표	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	2,697	3,014	3,650	4,018
BPS	11,032	13,878	17,361	21,212
CFPS	2,940	3,174	3,767	4,105
DPS	200	200	200	200
Valuation(배)				
PER	22.2	16.4	13.6	12.3
PBR	5.4	3.6	2.9	2.3
PCR	20.3	15.6	13.1	12.1
EV/EBITDA	17.0	10.0	8.4	6.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	27.7	24.2	23.4	20.8
EBITDA 이익률	28.0	28.7	28.4	28.1
부채비율	17.7	17.9	22.2	31.7
순부채비율	-36.4	-52.7	-67.8	-86.9
매출채권회전율(x)	5.6	5.4	5.1	5.2
재고자산회전율(x)	6.3	6.9	7.7	8.8

자료 : 뷰웍스, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 차이



투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이

의견제시일자	투자 의견	목표주가
2017-07-10	Buy	68,000
2017-03-06(담당자변경)	Buy	86,000
2016-02-22	Buy	65,600

## Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자 : 정원석\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

## 하이투자증권 투자비율 등급 공시 2017-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	89.2 %	10.8 %	-