

View를 넓히세요!!

Trading BUY

Valuation

Target Price: 18,120

Price: 18,100

Margin of Safety: 0.7 %

MktCap.(100mn): 1,077

ROE: 44.71 %

ROA: 42.15 %

Op.Magin: 29.52%

PER: 17.72

PBR: 5.44

Dividend Yield: 0.55%

Major Sh.Holder:

김후식 17.32 %

주가추이

기업분석 1팀

임상진, 최호선

조재명, 홍보화

● 경쟁사대비 우위

- DR이나 R/F 개발에 필요한 기술을 자체적으로 확보하고 있음
- 지난 해 경쟁자가 모두 적자를 내는 가운데 우수한 재무구조를 자랑하며 향후 주주 우위를 차지할 수 있는 기반 다짐

● 안정적인 수요를 기반으로 한 M/S 확보

- 뷰웍스가 무대로 삼고 있는 X선 장비 시장은 증가세에 있음
- 주 매출 상품인 CCD-RD와 R/F 장비 시장 또한 병원 정보화 추세에 힘입어 그 수요가 크게 늘어날 것으로 전망
- 해외시장으로의 진출 확대 노력으로, 수출에 의한 매출이 73%를 차지하는 당사의 경쟁력은 더욱 견고해 질 것으로 예상

● 높은 진입장벽

- 완성품의 특정부품 교체시 FDA 등의 의약당국으로부터 인허가 절차를 다시 밟아야 함
- 의료기기 시장의 경우 정부규제가 많기에 이에 대한 허가를 받기 위해서는 많은 시간과 노력이 필요함
- 신규진입자의 원재료 대량구매로 인한 원가절감을 얻을 수 없기에 이 역시 진입장벽으로 존재

● 낮지 않은 현재 주가

- 기업의 우수성에도 불구하고 PER 17.72와 PBR 5.44는 결코 낮지 않은 수치.
- 때문에, 향후 보호예수물량 일시 매도 등으로 인해 적정주가 이하로 내려간다면 적극 매수를 추천함



I . Introduction

Viewworks 기업 개요

뷰웍스의 시초는 삼성 테크윈의 우수 연구인력

뷰웍스는 삼성테크윈 디지털 카메라 사업부에서 나온 핵심인력들이 1999년 창립한 회사이다. 주력 제품은 X-ray detector로 이 중 CCD type detector를 양산 판매하고 있다. 전세계 CCD type detector는 누적수량 700대 이상이 설치되어 있는데, 현재 세계에서 CCD type detector를 양산, 판매하고 있는 회사는 캐나다의 IDC와 동사뿐이다. 주요 판매 지역은 유럽, 서유럽, 국내이다.

경쟁사 대 뛰어난 기술력, 점유율상승 예상

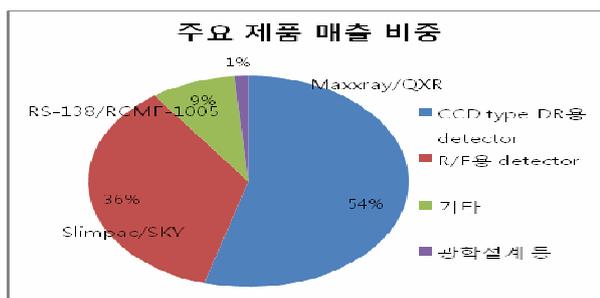
동사는 2009년 매출액과 영업이익이 각각 31.5%, 33.8% 증가한 280억원, 84억원을 기록할 것으로 예상하고 있다. CCD type detector 시장에서 동사는 꾸준히 점유율이 증가할 것으로 예상되고 또한 최근에 급등한 환율은 동사에 일시적인 환율 효과를 갖고 올 것으로 예상된다. 동사의 제품은 가격 대비 뛰어난 성능을 보유하고 있는데, 이는 카메라 기술, 프로그램 설계, 기구 설계 기술 등으로 제품개발에 있어 수직적인 기술을 모두 보유하고 있어 이는 경쟁업체 대비 우위를 지닌다.

뷰웍스의 BM 및 매출구성

X레이 시장 중 동사 주력 품목은 DR

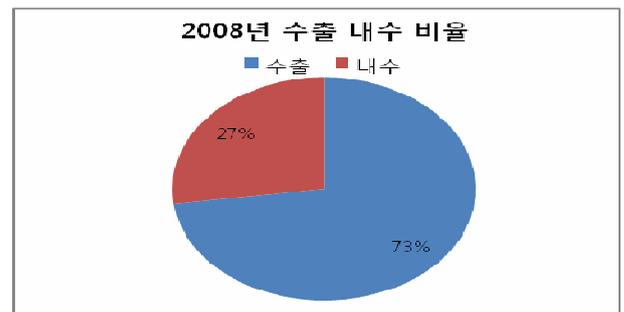
완성품 X레이 시장에 공급하는 X레이 detector가 동사의 사업모델이다. X레이 detector는 눈에 보이지 않는, 투시된 X레이 영상을 디지털 영상정보로 바꿔주는 촬상 소자로서 이는 X레이 완성품의 핵심 기술이라 할 수 있다. X레이 detector의 시장규모는 계속 증가하여 2012년 72억 달러에 이를 것으로 예상되고 있다. 동사의 주력 제품군은 CCD type detector와 R/F용 detector로 나뉘어진다. CCD type DR X-ray detector 시장에서는, IDC와 전세계 시장을 48:52 정도로 양분하고 있다. 이 제품의 주요 매출처는 Sedecal, 메디앤, 동강 등이다. 또한 R/F용 detector의 경우에는 수요자가 GE, Philips, Siemens, 일본 Toshiba사 등 4대 major 업체이다. 각 major 업체의 경우 한, 두 개의 detector 제조업체로부터 전량을 납품 받는 상황이다.

그림 1. 2008년 제품 매출 비중



자료: 사업보고서

그림 2. 2008년 수출, 내수 비율



자료: 사업보고서



정지화상용 X 레이 의료장비시장과 동영상용 X 레이 의료장비시장 비교

정지화상용 X 레이 의료기기 시장(CCD-DR Detector)

전세계 의료기기 시장 중 X-레이 시장은 2007 년 182 억불로 매년 4.2%의 성장이 예상되는 시장이다. 이 중에서 당사는 X-레이 완제품에 들어가는 X-레이 detector 를 판매하고 있고, 전술하였듯이 GR(General Radiography), CR(Computed Radiography), DR(Digital radiography) type 중 24%에 해당하는 DR type 의 detector 를 만들고 있다. 또한, DR type detector 는 Flat panel 과 CCD type 으로 나뉘어지는데, CCD type detector 분야에서 독보적인 위치를 점하고 있다. 그러나 CCD type detector 시장이 전체 DR type detector 시장의 10%에 불과하다는 점은 폭발적인 성장성을 의미하지는 않는다. 그러나 이러한 성장성을 커버하는 것이 수익성인데 당사는 연평균 30.1%에 달하는 영업이익률을 지속적으로 유지하고 있고, 앞으로 이러한 영업이익률은 지속될 것으로 보인다.

동영상용 X 레이 의료장비 시장(R/F Detector)

동영상용 X 레이 시장은 일본의 Toshiba 에 납품되는 동사의 주력 제품군 중의 하나이다. 2006 년 전세계 R/F 판매대수는 5400 대, 2007 년에는 6000 대이다. 동사의 판매대수는 2006 년 23 대에서 2007 년 224 대로 점유율이 3%대로 진입했다. 2006 년 시장에 진입시에 당사는 0.4%의 시장점유율을 기록한 것에 반해 무려 8 배 가 가까이 상승했다.

표 1. X선 정지화상용 Detector분야

제품	detector maker		완제품 업체	
	해외	국내	해외	국내
CCD-DR	IDC	뷰릭스	IDC, Sedecal 등	메디앤, 동강 등
CR	Kodak	-	Kodak	완제품 수입
	Agfa	-	Agfa	완제품 수입
	Fuji	-	Fuji	완제품 수입
Flat Panel DR	Trixel	-	Siemens, Philips	금산, 리스템
	Varian	-	-	리스템
	Perkin Elmer	-	GE	완제품 수입
	Canon	-	Canon	완제품 수입
	-	DR-tech	New medical	중외메디칼
	Anrad	-	Toshiba	-

자료: 투자보고서

표 2. X선 동영상용 Detector분야

제품	detector maker		완제품 업체	
	해외	국내	해외	국내
R/F, Angio	CMT	뷰릭스	Toshiba, GE	완제품 수입
	Infimed	-	GE, GMM	완제품 수입
	Siemens	-	Siemens	완제품 수입
Mamo	Anrad	-	Hologic	완제품 수입

자료: 투자보고서

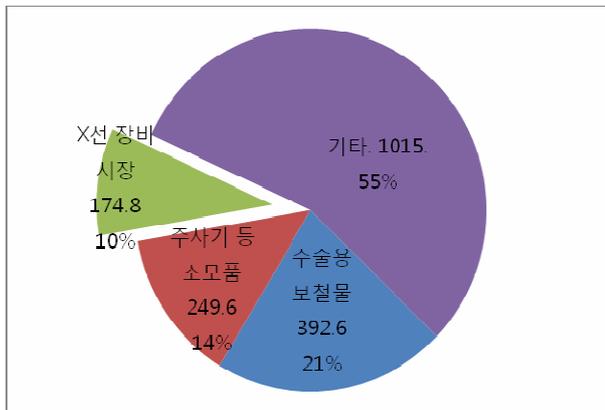
II. 증가하는 수요시장과 높은 M/S 유지를 통한 매출확대

세계 X선 장비시장의 규모 성장 추이

X선 장비 시장은 증가세

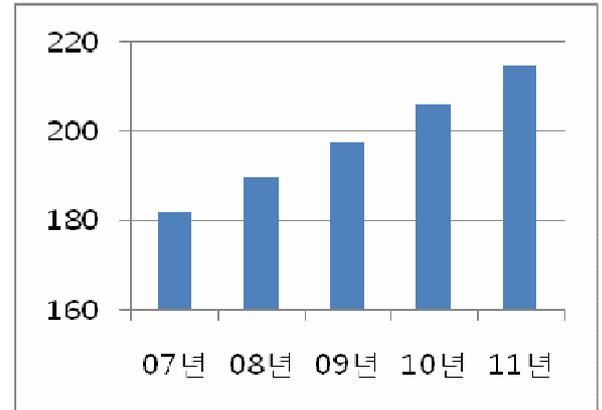
뷰웍스는 전체 매출의 73% 를 수출에 의존하고 있는 만큼 세계 시장의 수요변동 추이에 민감할 수밖에 없다. 뷰웍스의 주요시장은 X 선 장비시장이다. 세계 의료시장 중 X 선 장비는 전체 1832 억불 규모(2006 년 기준) 중 9.5%를 차지하고 있으며, 연간 약 4.2%씩 성장하여 2011년에는 아래 표에서 확인할 수 있는 것처럼 약 214.7 억불 상당이 될 것으로 예측되고 있다. 이는 작년 189.5 억불에 비해 13% 성장한 수치로, 그만큼 뷰웍스의 매출 규모 확대를 기대할 수 있는 부분이다.

그림 3. 06년 세계 의료기기 시장 구성 (억불,%)



자료: 뷰웍스 투자보고서

그림 4. X선 장비시장의 규모 예측치(단위:억불)



자료: Espicom, Medical Market Futures to 2011

X 선 장비의 세대교체와 뷰웍스의 입지

디지털 방식이 주목받고 있음

X 선 시장은 아직까지 아날로그 방식의 GR(General Radiography)장비가 주류를 이루고 있으나, 기술적으로는 진보가 정체된 상태이고 경쟁이 매우 치열하다. 또한 GR 은 인건비와 유지비가 많이 발생하기에 현재 병원들은 디지털화된 DR 로의 X 선 장비 교체를 서두르고 있는 상황이다. 즉, 전체 X-선 장비 시장의 성장에 더하여 오래된 GR 장비의 교체수요까지 발생하고 있는 것이다. 또한 병원에서는 효율적인 진료를 위해 PACS(Paicture Archiving And Communications System)의 도입을 점차 늘려가고 있어 R/F, Cardiac, Mamo 등이 큰 폭으로 성장할 것이라 주목 받는데 R/F 디텍터가 매출액의 2 번째 비중을 차지하는 동시에 있어서는 이 역시 호재라 할 수 있을 것이다.

사실 GR 을 대체하는 것은 DR 이외에도 CR 이 있다. 그러나 CR 역시 아날로그방식이라 할 수 있고 DR(Digital Radiography)에 비해 값이 싼 장점이 있지만, 촬영시 리더기를 여러 번 옮겨야 한다는 단점이 있다. 뿐만 아니라 DR 에 비해 촬영시

간이 매우 길며 촬영에 쓰이는 특수 형광판을 새것으로 자주 교체해주어야 한다. 이는 잦은 기기의 사용 시 유지비용을 급증하게 한다. 때문에 CR 은 X 선을 촬영 빈도가 낮은 중소병원에 소량 판매되고 있을 뿐 GR 을 대체하기는 힘들 것으로 보인다. DR 은 필름을 쓰지 않기 때문에 관련 비용이 발생되지 않으며, 현상 과정이 필요 없어서 촬영시간 및 인건비를 절약할 수 있다는 장점이 있다. 이런 점에서 GR 을 대체하는 수요를 CR 이 아닌 DR 로 보는 이유라 할 수 있을 것이다.

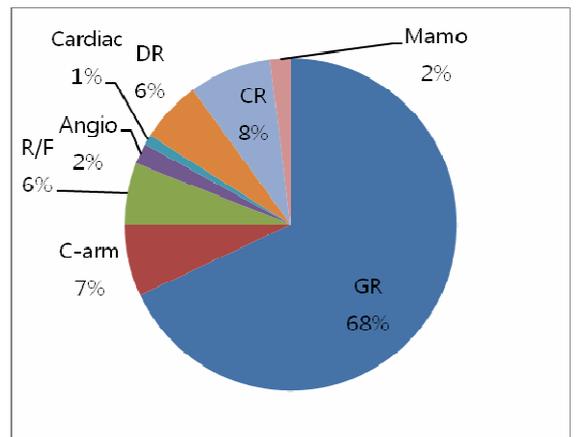
CCD-DR로 모두 대체 될 것이며, R/F는 대체 재가 없음

물론, 동사는 DR 시장 중에서도 CCD-DR 에 특화되어 있다. 밑의 표에서 보이는 바와 같이 Flat Panel DR 의 경우 CCD-DR 에 비해 더 나은 화질과 해상도를 보이지만 가격자체가 워낙 고가인데다 관리하기도 어렵고 무엇보다 수명도 약 3 년밖에 안되기에 일부 대형병원을 제외하고는 도입하기가 힘든 실정이다. 즉, CCD-DR 은 이러한 FP-DR 과 CR, GR 사이에 positioning 한다 할 수 있으며 위에서 제시한 각 제품의 한계점을 파고들어 GR 제품의 전량 교체 및 일부 대형병원을 제외한 나머지 전 병원들을 타겟으로 시장을 효율적으로 공략하는 중이다.

표 3. X선 장비 비교

주요특성	Flat panel DR	CCD-DR	CR
해상도	6-9M	6-16M	9M
화질	매우우수	우수	우수
수명	약 3년	약 7년	plate 교환 5000번
온도	매우취약	우수	우수
재촬영시간	20-30초	7초	2-3분
가격	고가	중간	저가

그림 5. 2006년 의료장비 별 시장점유율



자료: 뷰웍스 투자설명서

자료: 일본 T사 내부자료

정부 정책 과 R/F 장비 대체시장

뷰웍스 매출의 55%를 담당하는 CCD-DR 에 있어 또 하나의 시장확대 호재는 바로 정부 정책이다. 여러 직장이나 학교에서 집단 검진용으로 사용되고 있는 간찰기에 대해 건강보험 수가를 인정하지 않는 보건복지부의 기준이 시행되면서 피폭량에 대한 규제가 강화되면 CCD-DR 이 간찰기를 전부 대체할 것이다. Flat panel DR 이나 CR 은 온도변화나 충격에 매우 취약하여 차량에 탑재할 수 없기 때문이다.

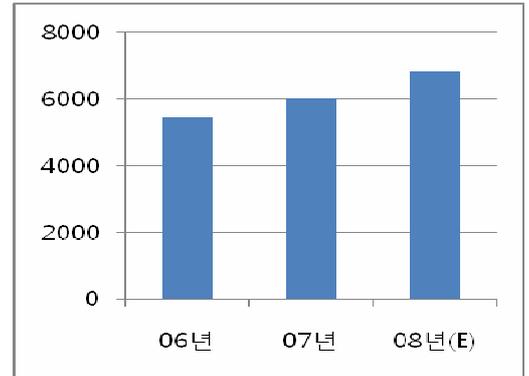
뷰웍스 매출의 36%를 차지하는 R/F 용 detector 는 의료장비의 기능 측면에서 다른 대체시장이 없는 상황이다. 따라서 더욱 안정적으로 시장확대를 할 수 있는 요건을 갖추었다고 말할 수 있는 부분이다.

표 4. 06년도 CCD-DR의 대체 상품 정보

	판매대수(대)	평균 판매 단가 (억원)	시장규모 (억원)
CCD-DR	550	0.8	440
Flat-Panel DR	4900	1.8	8820
CR	7200	0.6	4320
GR	61000	0.4	24400

자료: 일본 T사 내부자료

그림 6. 연도별 DR의 판매대수 및 추정치



자료: 일본 T사 내부자료

뷰웍스의 해외시장 입지 확대

해외시장으로 진출 확대

아래 표에서 확인할 수 있는 것처럼, 현재 세계 의료기기 시장은 미국이 45%에 육박하는 규모를 가지고 있으며 그 뒤를 일본과 독일이 뒤따르고 있다. 사업 초기부터 해외 시장을 집중 공략해온 뷰웍스는 미국과 일본 및 유럽 시장을 수출 대상으로 하였다. 뿐만 아니라 최근 수출국을 중국, 중남미 등으로 확장하면서 안정적인 매출처를 확보하려는 시도를 하고 있다.

또한 뷰웍스는 일본 T사와 전략적 제휴관계에서 R/F 용 Detector 관련 기술개발을 하고 있는데, T사의 신규 주문의 50% 이상을 뷰웍스가 수주하고 있다. T사는 R/F 용 Detector를 이스라엘의 CMT 사로부터 공급 받았으나, 현재는 기능 및 성능상 비교 우위가 있는 당사의 제품으로 전환 중에 있으며, 2010년 이후에는 수요의 전량을 뷰웍스가 맡을 것이다. X선 의료 장비의 경우 병원 등 최종 수요자에게 납품한 이후 7년간 A/S를 보장하는 것이 관례이기 때문에, 2007년부터 T사에 제품 공급을 시작한 뷰웍스는 최소 2013년까지 안정적인 수요를 확보할 수 있을 것으로 보인다.

일본 T사의 안정적인 수요

이에 대해 T사가 전략적 제휴관계를 끊어 버리고 타사에 제품을 맡기면 어떻게 될까라는 의문이 제기될 수 있으나 이럴 가능성은 희박하다고 할 수 있다. 그 이유는 의료기기 완성품 업체와 부품업체와의 관계 때문이다. 의료기기 완성품 시장의 경우 GE, Philips, Siemens, Toshiba 등 4개의 회사가 Major 완성품 제조업체로 전체 시장의 약 70% 이상을 점유하고 있다. 이러한 Major 완성품 제조사의 경우

핵심 모듈 납품 업체를 소수 회사로 한정하여 Partnership 을 유지하고 있는 상황인데 그 중 동사는 T 사와 Partnership 을 체결하고 있는 것이다. 한 번 맺은 Partnership 은 쉽사리 깨지지 않는 모습을 보이는데 그 이유는 바로 영업에 대한 비밀유지 때문이다. 완성품 업체끼리는 치열한 경쟁 및 영업비밀노출을 방지를 위해 노력하고 있기 때문에 소수의 부품업체와 긴밀한 Partnership 을 맺을 수 밖에 없고 한 번 맺은 Partnership 은 특별한 하자가 없는 이상은 지속될 수 밖에 구조를 갖게 되는 것이다.

그림 7. 국가별 의료기기 시장규모

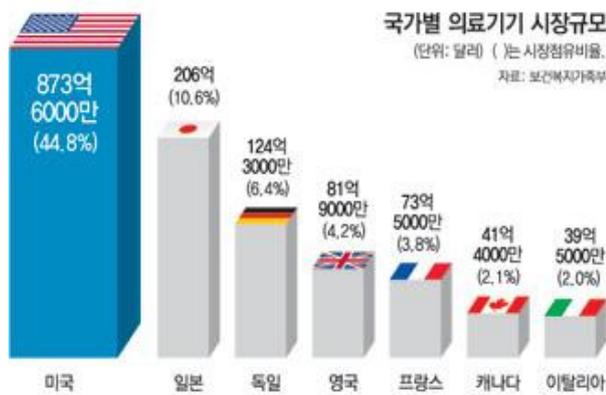
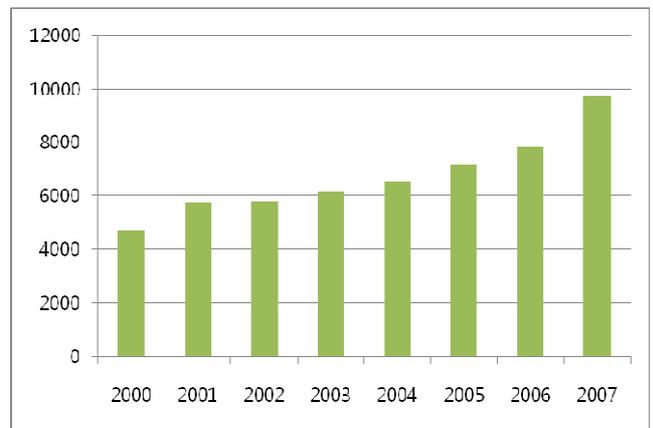


그림 8. 국내의료기기 수출규모(단위:억 원)



자료: 뷰웍스 투자보고서

III. 통합형 원천기술 보유 및 높은 진입장벽

통합형 원천기술

뛰어난 기술력

뷰웍스는 X선 의료장비용 Detector의 설계부터 생산까지 독자적으로 진행할 수 있는 기술을 보유하고 있다. 이러한 핵심기술의 직접 보유는 지속적인 기술개발과 품질 향상을 가능케 하며 X선 의료장비 완성품 업체의 요구사항에 신속하고 유연한 대처를 할 수 있게 한다. 이렇게 설계부터 생산까지 통합형 원천기술을 보유하는 점은 바로 IDC나 CMT등의 외국 경쟁사와 가장 차별화가 되는 점이라고 할 수 있을 것이다. IDC나 CMT는 제조 전 과정에 사용되는 통합형 원천기술을 보유하지 못하고 상당 부분을 외국에 아웃소싱하고 있고 이는 제품의 원가측면에서 동사에 뒤쳐지는 결과로 이어지고 있다. 또한 위에서 제시한 바와 같이 유연성 역시 떨어지는 큰 문제점을 안고 있는 것이다. 또한 뷰웍스는 이와 더불어 이미 완성된 기술의 응용을 통하여 산업용 카메라, CCTV용 카메라 등의 제품군으로 그 기술의 이용 확대를 추진하고 있다.

표 5. 뷰웍스의 기술적 개발 성과물 광기구 부분	전자 부분
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 다양한 광학계 설계 및 분석기술 ▪ 광기구 시스템 설계 및 제작기술 ▪ 광학성능 측정 및 시험평가 ▪ 가구 메커니즘 설계 및 시뮬레이션 ▪ 진동소음 및 신뢰성 관련 적용 기술 ▪ 신제품 설계 및 양산기술 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 영상센서 적용회로 디자인 ▪ 마이크로프로세서 적용 디자인 ▪ 엑스레이 디텍터 시스템 연결 ▪ 엑스레이 조사 분석 ▪ 엑스레이 디텍터 특성 측정 및 분석 ▪ 엑스레이 제너레이터와의 인터페이스

자료: 뷰웍스 홈페이지

다년간 쌓아온 신뢰성과 성능

진입장벽 1 - 검증된 제품의 신뢰성과 성능

의료장비의 경우 환자의 진료와 치료에 직접적으로 사용됨에 따라 제품의 신뢰성과 성능이 중요하며, 이런 이유로 인하여 기존의 제품이 특별한 문제가 없는 경우, 같은 회사의 제품을 지속적으로 구매하는 경향이 있다. 따라서 의료기기 시장에 진입하기 위해서는 우선 제품의 신뢰성이 확보되어야 하는데 Detector 분야의 제품들이 신뢰성이 확보되었다는 것을 증명하는 가장 좋은 방법은 완성품에 장착되어 일선 병원에 공급되고 있고, 잘 작동되고 있다는 것을 보여주는 것이다. 완성품 업체의 경우 특정 부품을 바꾸게 되면 유럽의 CE, 미국의 FDA, 한국의 KFDA 등의 인증을 다시 받아야 하는데 이러한 인증을 받는데 3 개월에서 1 년 정도의 기간과 막대한 비용이 소요된다. 뷰웍스의 경우 다년간 해외의 T 사 및 국내의 완성품 제조업체에 납품하고 있고, 이를 통해 해당 완성품을 사용하는 병원에서부터 오랜 기간 축적된 임상자료를 Feedback 받아 제품에 적용하고 있다. 뷰웍스의 이러한 신뢰성은 의료기기 산업의 특성상 중요한 진입장벽 요소라 할 수 있다.

그림 9. 뷰웍스 취득 인증 현황

	GMP (Jan. 12, 2007)		ISO 9001 / ISO 13485 (Sep. 24, 2004)
	KFDA (May. 10, 2006 / Maxxray , QXR-9 , QXR-16 , SlimPac)		CE 0434 (Oct. 12, 2004 / Maxxray , QXR-9 , QXR-16 , SlimPac)
	ISO 13485 : 2003 CMDCAS (Mar. 12, 2008)		FDA (Nov. 13, 2007 / QXR-9 , QXR-16)

자료: 뷰웍스 홈페이지

과점 시장인 CCD-Type Detector와 과점적 공급 상황인 R/F용 Detector

진입장벽 2 - 과점시장진입의 어려움

뷰웁스의 주력 제품군인 CCD-Type Detector 시장은 경쟁업체인 캐나다 소재 IDC사와 과점 시장을 형성하고 있는데 약 48(뷰웁스):52(IDC)의 점유율을 유지하고 있다. 다른 주력 제품군인 R/F용 Detector의 경우에는 전체 시장에서 과점은 아니지만 주요 수요업체가 GE, Philips, Siemens, 일본 T사 등 4대 Major 업체이다. 각 메이저사의 경우 1~2개의 Detector 제조업체로부터 전량을 납품 받는 상황에서 뷰웁스의 R/F용 Detector의 경우 유효한 경쟁업체는 동사와 함께 일본 T사에 납품하는 이스라엘 소재의 CMT사가 있으며, 현재 일본 T사 신규 주문의 50% 이상을 뷰웁스가 수주하고 있다.

제품의 허가 및 승인 등 규제가 많은 의료 기기 산업

진입장벽 3 - 규제가 많은 산업

의료기기는 산업의 특성상 각 대상 국가의 법적 규제 준수 의무가 있는 산업이다. 완성품업체의 경우 회사 전체적으로 승인을 받고 다시 제품별로 품목 허가를 받아야 한다. 인간의 생명과 관련이 있는 만큼 허가 및 승인의 과정이 까다롭고 상대적으로 긴 시간이 소요되는 특징이 있는 것이다. 또한, 앞서 언급했듯이 완성품의 특정부품 교체 시에는 FDA 등의 의약당국으로부터 인허가를 다시 받아야 하는 등 타 산업보다 법적, 제도적 규제가 많은 산업으로 진입장벽이 높은 산업이라 할 수 있다.

신규진입자 대비 유리한 원가 경쟁력

진입장벽 4 - 신규진입자 대비 원가측면에서 유리한 원재료 조달

동사의 주요 원자재인 CCD와 CsI를 생산하는 업체들은 장치산업에 속하는 기업들이므로 제조원가 중 상당 부분이 고정비이다. 따라서 구매량이 증가하면 높은 할인을 부여 받고 있는 상황이다. 동사의 경우 구매량이 매년 80% 이상씩 증가함에 따라, 구매단가가 지속적으로 하락하고 있는데 만약 신규 경쟁자가 진입한다면 초기에 많은 수요처를 확보할 수 없으므로 일시에 많은 원재료를 구입할 수는 없게 된다. 이 경우 높은 원가를 지불해야 하고 이는 기업의 경쟁력 약화로 이어질 것이기에 일종의 진입장벽 역할을 한다고 할 수 있다. 다만, 주요 원자재인 CCD와 CsI는 모두 수입을 하고 있는 관계로 환율의 영향을 받을 수 있는데 이 부분은 뒤의 RISK부분에서 언급하기로 한다.

IV. 우수한 영업구조와 안정적 재무상황

뷰릭스의 또 다른 투자매력 중 하나는 바로 건실한 재무구조에 있다.

수익성 분석

경쟁사 대비 우수한
매출총이익률과 영업이익률

매출총이익률의 경우 2006년 56.1%, 2007년 56.23%, 2008년 58.88%로 꾸준히 증가추세에 있다. 그러나 매출총이익률이 소폭 증가하게 된 원인은 재고자산이 꾸준히 증가한 원인이 크기에 큰 의미를 부여하기는 어렵다. 그러나 이러한 상승추세를 제외하더라도 50%가 넘는 수치 자체는 동사 제품이 높은 마진을 창출하는 고부가가치 품목임을 확인할 수 있는 대목이다. 영업이익률 역시 2004년 9.6%에서 2008년 기준 29.52%로 수직 상승한 수치를 보여주는데 30%에 육박하는 영업이익률 역시 동사가 매우 우수한 수익구조를 갖고 있음을 보여주는 자료라 할 수 있다. 이러한 우수한 수익구조는 경쟁자와의 비교했을 시 더욱 극명하게 드러난다.

표 6. 경쟁사와의 재무비교분석 (2008년 기준)

구분	뷰릭스	IDC	CMT
매출총이익률	58.88%	26.34%	45.19%
영업이익률	29.52%	-53.78%	-13.94%
매출액순이익률	29.02%	-93.02%	-20.02%
유동비율	659.02%	185.17%	469.89%
당좌비율	429.13%	87.89%	327.75%
부채비율	11.61%	95.37%	43.99%

자료: Research 1 Team Database

위의 표에서 드러나는 바와 같이 뷰릭스의 경우 IDC 와 CMT에 비해서 우수한 수익구조를 갖고 있음을 알 수 있다. 또한 판매관리비와 기타 영업외비용관리에 있어서도 경쟁사에 비해 훨씬 효율적으로 이루어지고 있음을 알 수 있다. 타 경쟁사의 경우 매년 계속되는 손실로 결손이 누적되고 있어 뷰릭스와의 경쟁구조에서 점차 그 지위를 잃어가고 있는 실정이다.

성장성 분석

총자산 증가율과 매출액
증가율의 꾸준한 상승

총자산의 경우 매기 꾸준히 증가하고 있다. 자본조달 수단은 거의 부채가 아닌 자기자본조달로 이루어지고 있으며, 2009년의 상장으로 약 90억의 자본이 추가로 유입된 상황이며 이 돈은 미국과 중국 자회사 설립에 드는 운영자금과 한국의 생산설비 확장에 사용될 것이다. 또한 이렇게 자산이 증가하는 만큼 매출액도 꾸준히 증가하고 있는데 5년 평균 매출액 성장률은 약 42.63%에 달한다. 즉, 늘어나는 자산만큼 꾸준히 매출로 연결시키고 있음을 확인할 수 있는 대목인 것이다.



총자산회전율, 유형자산회전율의 안정적 수치유지

활동성 분석

성장성 분석에서 제시한 바와 같이 늘어나는 자산만큼 매출액으로 효율적으로 연결시키고 있기에 총자산 회전율의 경우 매기 일정한 수준을 유지하고 있다. 또한 늘어나는 생산설비만큼 매출액도 증가하기에 유형자산회전율도 매기 일정한 수준을 보이고 있다. 조금 문제로 여겨지는 부분은 매출채권 회전율이다. 연이은 고속 성장으로 매출채권 잔액도 꾸준히 증가하고 있는데 매출채권 회전율의 경우 점차 감소하고 있는 추세를 보인다. 이는 매출채권의 현금회수기간이 길어진다는 의미로 해석할 수 있기에 기업의 유동성 및 자금운용에 부정적 영향을 줄 수 있는 요인으로 해석된다. 이 부분에 대해서는 추후 RISK 파트에서 언급하기로 한다.

너무나도 안정적인 자기 자본비율과 유동비율

안정성 분석

무엇보다 두드러지는 부분은 안정성 부분이다. 부채비율의 경우 08년도 기준으로 11%수준에 불과하다. 이는 자본의 안정성을 나타내며 부채로 인한 자본잠식의 우려를 없애는 지표라 할 수 있다. 또한 유동비율과 당좌비율의 경우 659%와 429%에 달해 기업의 유동성 자금현황이 충분한 상황임을 나타내며 향후 투자기회나 자금운용에 있어서 유연하게 대처할 수 있음을 보여준다. 또한 이러한 안정적인 재무구조는 위의 표에서 보이는 바와 같이 경쟁사와 비교했을 시에도 가장 안정적인 재무구조 상태라 말할 수 있을 것이다.

그림 10. SACL Curve

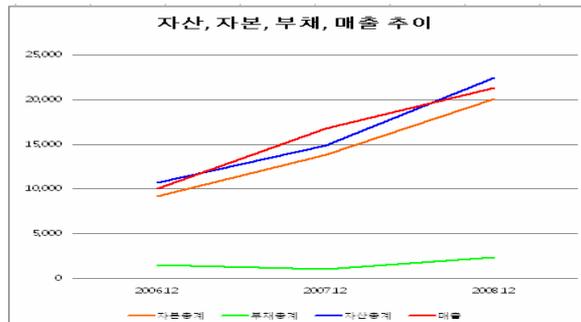


그림 11. ROE & ROA

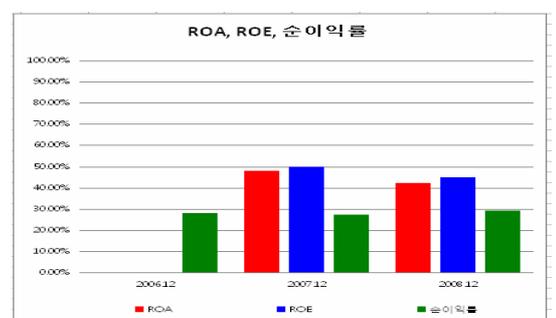


그림 12. Cash Flow Activity

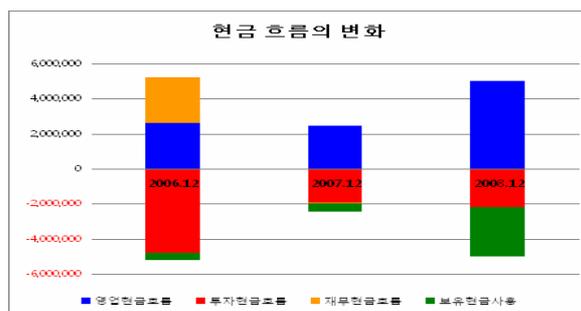
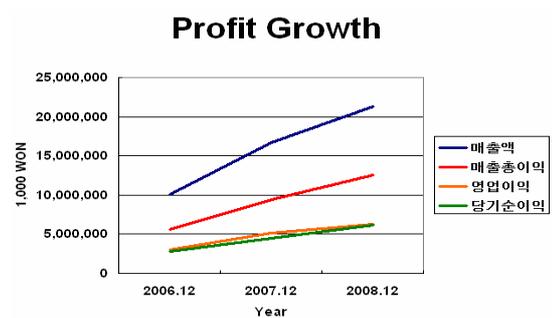


그림 13. Profit Growth



자료: Research 1 Team Database

V. RISK

의무보호예수

현재 60%가 유통 불가능한 물량
-> 해제되면?

의무보호예수란 증권시장에 새롭게 상장되거나 인수·합병, 유상증자가 있을 때 최대주주 등이 보유한 주식을 일정기간 동안 팔지 못하고 의무적으로 보유하도록 만든 제도를 말한다. 뷰웍스는 상장된 지 한 달이 채 안된 기업이기 때문에 현재 60%정도의 주식이 의무보호예수에 의해 유통 불가능한 물량이다. 이 유통 불가능한 물량은 기간에 따라 순차적으로 해제되는데 우선 5월 중으로 약 22%의 주식이 해제되고 2010년 4월에 약 38%의 주식이 추가적으로 해제된다. 단지 의무보호예수가 해제됐다고 해당 주식이 모두 시장에 매물로 나오는 것은 아니나 물량부담에 대한 우려 자체만으로 주가에 영향을 미칠 수 있기 때문에 잠재된 리스크라 할 수 있다.

표 7. 뷰웍스 유통물량 현황

(단위: 주, %)

구 분			공모후 기준		보호예수 및 매도불가능 기간	
			주식수(주)	지분율(%)		
유통 불가능 물량	구주주	최대주주 및 특수관계인	2,104,830	34.80	상장후 1년간 보호예수	
	구주주	벤처금융 3개사	624,791	10.33	상장후 1개월간 보호예수	
	구주주	벤처금융 3개사 및 직원	720,000	11.90	상장후 1개월	
	공모분	우리사주조합		210,000	3.47	상장 후 1년간 의무예탁
		기관 의무확약 분		73,657	1.22	상장 후 15일간 의무확약
소 계			3,733,278	61.73		
유통 가능 물량	구주주	기타주주	1,548,289	25.60		
	공모분	공모주주	766,343	12.67		
	소 계		2,314,632	38.27		
합 계			6,047,910	100.00	-	

자료: 뷰웍스 투자보고서

환율

점차 증가하는 외화 결제 규모와 환위험

뷰웍스는 2008년 기준으로 수출 비중이 약 73%를 차지하고 있으며 수출 확대에 따라 외화 결제 규모도 점차 증가하고 있다. 뷰웍스는 2008년 5월부터 100만 달러 규모의 선물환 계약을 체결하여 일정 부분 환위험에 대비하고 있으나, 수출 규모와 성장세를 볼 때 급격한 환율 변동은 동사의 수익성에 영향을 줄 수 있을 것이다. 그러나 뷰웍스는 원자재의 약 39%를 수입원자재에 의존(2008년 기준)하기 때문에 환율에 따른 위험은 이에 의해 어느 정도 헷지된다고 할 수 있다.



표 8. 뷰웍스 외화관련손익

구분		2006년	2007년	2008년
외화관련 이익	외환차익	14,608	66,551	938,532
	외화환산이익	9	13,432	318,513
	통화선도평가이익	-	-	7,303
	소계	14,617	78,983	1,264,348
외화관련 손실	외환차손	67,319	89,750	286,227
	외화환산손실	29,072	1,931	126,545
	통화선도평가손실	-	-	117,026
	통화선도거래손실	-	-	19,431
	소계	96,390	91,681	549,229
외화관련손익		(81,733)	(12,698)	715,119

그림 14. 환율에 따른 연도별 외화손익



자료 : 뷰웍스 투자보고서

자료 : Research 1 Team Database

증가하는 Cash Conversion Cycle

재고자산 증가로 인한 CCC 증가

과거 3 개년간 회사 전체적인 현금흐름과 영업현금흐름 능력은 굉장히 양호한 수준이다. 그러나 최근 들어 CCC 가 급격하게 높아지고 있는데 이는 회사로서 조금 부담이 되는 측면이라 할 수 있다. 매출채권회수기간은 점차 늦어지고 있으면 매입채무 지불기간은 점차 빨라지는 추세를 보이는데 이는 기업의 Bargaining 파워가 떨어지는 것으로 해석할 수 있는 부분이다. 그러나 큰 폭의 CCC 상승의 주도는 매출채권과 매입채무의 회전율이 아닌 재고자산이 큰 폭으로 증가하였기 때문이다. 기업입장에서는 최근 큰 폭의 매출액 상승을 대비해서 재고자산을 큰 폭으로 상승시켰는데 이로 인한 재고자산 처리기간이 길어졌기 때문이다. 지금 늘어난 재고자산이 적절한 수준인지 과도한 수준인지는 09 년도 10 년도 추이를 지켜봐야 할 것이다.

GR의 교체가 전부 완료된다면? 그 후에는?

**GR부문 대체가 끝이 난다면?
→ 주기적인 교체수요 존재**

동사가 큰 폭의 매출액 상승을 할 수 있게 된 데에는 X 선 시장자체의 성장도 있지만 기존 GR 제품을 대체하는 효과가 컸다고 할 수 있다. 아직까지는 GR 제품의 비중이 60 %가 넘는 상황이기에 향후 10 년 정도는 꾸준한 교체 수요가 있을 것으로 예상된다. 그러나 이렇게 GR 시장이 전부 DR 로 교체되고 난 뒤에는 지금의 성장이 둔화될 가능성이 존재한다. 그러나 그 때쯤 이르러서는 지금까지 공급한 DR 제품의 꾸준한 교체수요(교체주기: 7 년)가 발생할 것이기에 GR 시장 대체로 인해 얻었던 매출효과를 이어나갈 것으로 예측된다.

VI. Valuation

뷰웍스 의 경우 기업의 재무정보 자체가 3년치 밖에 공개되어 있지 않기에 절대평가 방법보다는 상대적 평가방법이 적절하다고 판단된다. 상대 평가방법의 대상기업으로는 이스라엘의 CMT와 캐나다의 IDC 양사의 PER나 EV/EBITDA를 사용하여야 할 것이다. 그러나 CMT와 IDC모두 계속되는 적자로 인하여 PER의 경우 산출되지 않고 EBITDA역시 (-)가 생성되어 적용하기 곤란하므로 국내기업 중 유사한 업종을 하는 바텍 과 인포피아, 루트로닉의 자료를 이용하여 PER Method를 사용하였다.

투입요소에 대한 가정

(1) 가중치 결정

3사의 가중치 결정은 Business Model , Market Position, Growth, Operating Margin, Financial Status 5가지 요소를 비교하여 적절한 가중치를 설정하였다. 3사에 대한 가중치 자료는 밑의 표와 같다.

(2) Adjusted EPS 산출

3사의 당기순이익에서 비경상적인 이익과 손실을 배제하고 영업적인 이익만을 산출하고 그를 통해 Adjusted EPS를 산출하였다. 결과는 밑의 표와 같다.

(3) Discount Rate

현재 헬스케어 관련 산업의 시장기대치가 과도하게 적용된 면이 있으므로 20 % 의 주관적인 Discount 를 행하였다.

표9. 투입요소 자료-가중치결정

	Proportion	바텍	인포피아	루트로닉	바텍	인포피아	루트로닉	바텍	인포피아	루트로닉	
		Rank			최종 가중치						
Business Model	30	1	3	2	1/2	1/6	1/3	1500	500	1000	
Market Position	20	3	2	1	1/6	1/3	1/2	333	667	1000	
Growth	30	1	3	2	1/2	1/6	1/3	1500	500	1000	
Operating Margin	10	3	1	2	1/6	1/2	1/3	167	500	333	
Financial Status	10	3	1	2	1/6	1/2	1/3	167	500	333	
overall	100							3667	2667	3667	10000

자료: Research 1 Team Database



표10. Adjusted EPS 산출

	바텍	인포피아	루트로닉	뷰웍스
보통주당기술이익	5,362,255,600	5,554,885,726	4,009,701,701	6,176,766,361
조정항목				
금융비용	348,952,688	38,960,268	145,238,794	
금융수익	775,646,805	176,831,417	539,101,080	171,543,610
외환차손	3,202,078,875	252,662,547	658,172,473	286,227,032
외환차익	3,463,228,659	1,688,156,576	737,822,651	938,532,469
외환환산손실	1,064,010,594	142,223,918	619,394,699	126,544,953
외환환산이익	1,570,333,011	1,623,696,110	780,270,561	318,512,913
투자자산관련이익		303,447,761		
투자자산관련손실		2,611,710,315		76,444,445
비경상손실	11,437,017	810,281,912	2,456,312	129,193,802
비경상이익	388,715,259	64,193,380	4,081,673	51,069,377
수정보통주N/I	4,237,458,294	5,554,546,220	3,548,628,028	5,552,361,462
가중평균유통보통주식수	9,011,115	4,923,454	8,212,500	6,047,910
Adjusted EPS	470.25	1128.18	432.10	918.06

자료: Research 1 Team Database

표11. Conclusion

	바텍	인포피아	루트로닉	ave.	weighted ave.	Discount Rate	뷰웍스	적정주가
Adjusted PER	34.02	27.48	13.28	24.98	24.67	20%	19.74	18,119.87
Adjusted EPS (원)	470.25	1,128.18	432.10				918.06	

자료: Research 1 Team Database

Conclusion)

밸류에이션 결과 적정주가 18,120 원으로 현재가 18,100 원에 근접한다. 이에 대하여 HOLD 의견이 적절할 수 있으나 성장하는 시장과 현재 기업의 상황, 경쟁자 분석 등을 검토 하면 기업의 본질적인 가치는 충분히 매력적인 상황이라 할 수 있다. 따라서 본 리서치 팀은 보호예수물량 해제나 일시적 조정 등으로 인하여 주가가 지금의 수준에서 20 % ~ 30% 정도 하락한다면 그 기회를 노리는 TRADING BUY를 추천하는 바이다.

VII. Appendix

* 요약 대차대조표			
과 목	2006.12	2007.12	2008.12
자산총계	10,677,177	14,904,259	22,457,794
유동자산	6,117,366	8,941,726	15,395,216
당좌자산	4,481,813	5,857,568	10,024,766
매출채권	1,832,025	2,817,810	3,260,939
재고자산	1,635,553	3,084,158	5,370,449
비유동자산	4,559,811	5,962,533	7,062,578
투자자산	35,000	350,362	331,877
유형자산	2,781,567	3,418,029	3,951,540
무형자산	1,563,021	2,046,020	2,620,944
기타비유동자산	180,224	148,122	158,218
부채총계	1,534,576	1,087,567	2,336,085
유동부채	941,512	1,087,567	2,336,085
매입채무	349,066	290,031	778,297
비유동부채	593,064	0	0
자본총계	9,142,601	13,816,692	20,121,709
자본금	2,498,955	2,498,955	2,498,955
자본잉여금	1,604,969	1,604,969	1,604,969
자본조정	4,311	138,938	267,189
기타포괄손익누계액	0	0	0
이익잉여금	5,034,366	9,573,829	15,750,595
보통주	500	4,998	4,998
우선주	0	0	0

* 요약 손익계산서			
과 목	2006.12	2007.12	2008.12
매출액	10,066,308	16,725,176	21,282,881
매출원가	4,419,573	7,321,207	8,750,664
매출총이익	5,646,735	9,403,968	12,532,217
판매비와관리비	2,610,237	4,292,196	6,250,546
영업이익	3,036,498	5,111,772	6,281,671
영업외수익	168,275	199,496	1,486,962
영업외비용	122,023	98,964	775,713
이자비용	11,916	868	0
법인세차감전계속사업이익	3,082,750	5,212,304	6,992,919
법인세비용	260,014	672,841	816,153
계속사업이익	2,822,737	4,539,463	6,176,766
중단사업이익	0	0	0
*중단사업법인세효과	0	0	0
당기순이익	2,822,737	4,539,463	6,176,766
*주당계속사업손익	701	908	1,236
*주당순이익	701	908	1,236
*회석화주당계속사업손익	0	0	0

* 요약 현금흐름표			
과 목	2006.12	2007.12	2008.12
영업활동으로인한현금흐름	2,633,093	2,426,406	5,028,273
당기순이익	2,822,737	4,539,463	6,176,766
현금유출이없는비용	793,682	1,096,891	2,077,196
현금유입이없는수익	0	31,799	124,889
영업활동으로인한자산부채변동	-983,326	-3,178,150	-3,100,800
투자활동으로인한현금흐름	-4,812,948	-1,945,763	-2,211,430
투자활동현금유입액	217,700	2,632,902	729,506
투자활동현금유출액	5,030,648	4,578,665	2,940,935
재무활동으로인한현금흐름	2,568,343	-50,000	0
재무활동현금유입액	3,040,498	0	0
재무활동현금유출액	472,155	50,000	0
현금의증가	388,487	430,643	2,816,843
기초현금	960,328	1,348,815	1,779,459
기말현금	1,348,815	1,779,459	4,596,302