



한국IR협회의

가업리서치센터

기업분석 2023.11.03



2023년 코스닥 라이징스타

KOSDAQ | 건강관리장비와서비스

뷰웍스 (100120)

보릿고개를 지나는 중

체크포인트

- 동사는 1999년에 설립, 2009년 코스닥 시장에 상장된 영상 솔루션 개발 기업임. 동사의 매출비중은 2023년 2분기 누적 기준 의료용 이미징 솔루션 71.2%, 산업용 솔루션 28.8%이며, 지역별 비중은 국내 31.8%, 유럽 27.4%, 북미 11.4%, 기타 29.4%임
- 동사의 매출비중이 가장 큰 의료용 이미징 솔루션 사업부는 엑스레이 디텍터임. 엑스레이는 30년 전에 이미 디지털화되었기 때문에 정지영상 엑스레이 디텍터의 경우 이미 시장은 성숙된 시장의 특성을 보이고 있음. 따라서 동사는 원가경쟁력을 갖춘 제품을 2019년말에 출시, VMX-S Vseries는 국내 시장점유율 4위 및 점유율 10%를 유지하며 안정적인 매출 성장세를 이루어 내면서 동사의 주요 cash cow 역할을 하고 있음
- 동사의 주요 경쟁사로는 바텍, 레이, 디알텍, 레이언스, Varex Imaging 등임. 이들의 2023년 평균 PER은 19.6배로 동사의 20.9배보다 낮아 동사의 2023년 예상 PER은 할증거래 되고 있다는 판단임. 향후 산업용 이미징 솔루션 사업부의 실적개선세로 밸류에이션 갭 축소가 가능하다는 판단임

주가 및 주요이벤트



재무지표



주: 2022년 기준, Fnguide WICS 분류 상 건강관리산업 내 등급화

밸류에이션 지표



주: PSR, PER은 2022년 기준, PBR은 2Q23기준 Trailing, Fnguide WICS 분류 상 건강관리산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저렴

뷰웍스 (100120)

Analyst 이달미 talmi@kirs.or.kr
RA 양준호 junho.yang@kirs.or.kr

영상 솔루션 전문 기업

동사는 1999년에 설립, 2009년 코스닥 시장에 상장된 영상 솔루션 개발 기업임. 동사는 차별화된 기술 리더십으로 디지털 디텍터, 산업용 카메라, 바이오 이미징 장비 등에 적합한 솔루션을 공급하며 글로벌 시장에서 영상 전문 기업으로 자리잡음. 동사의 매출비중은 2023년 2분기 기준 의료용 이미징 솔루션 71.2%, 산업용 솔루션 28.8%이며, 지역별 비중은 국내 31.8%, 유럽 27.4%, 북미 11.4%, 기타 29.4%임.

엑스레이 디텍터가 전체 성장세를 견인

동사의 매출비중이 가장 큰 의료용 이미징 솔루션 사업부의 엑스레이 디텍터로 이루어져 있음. 엑스레이는 30년 전에 이미 디지털화되었기 때문에 정지영상 엑스레이 디텍터의 경우 시장은 성숙된 시장의 특성을 보이고 있어 경쟁이 치열하며 가격에 대한 민감도가 높고 차별화가 떨어짐. 따라서 동사는 원가경쟁력이 있는 제품을 2019년말에 출시, VIVIX-S V series는 국내 시장점유율 4위 및 점유율 10%를 유지하며 안정적인 매출 성장세를 이루어 내면서 동사의 주요 cash cow 역할을 하고 있음.

경쟁사 대비 할증 거래 중

동사의 주요 경쟁사로는 바텍, 레이, 디알텍, 레이언스, 미국의 Varex Imaging 등이 있음. 이들의 2023년 평균 PER은 19.6배로 동사의 20.9배보다 낮아 동사의 2023년 예상 PER은 할증거래 되고 있다는 판단임. 그러한 이유는 산업용 이미징 솔루션 부문의 부진 때문이라는 판단인데, IT 전방산업의 업사이클 시기가 도래 된다면 밸류에이션 갭 축소는 가능하다 판단됨.

Forecast earnings & Valuation

	2019	2020	2021	2022	2023F
매출액(억원)	1,360	1,603	1,931	2,379	2,453
YoY(%)	3.5	17.8	20.5	23.2	3.1
영업이익(억원)	264	291	348	437	284
OP 마진(%)	19.4	18.1	18.0	18.3	11.6
지배주주순이익(억원)	242	229	335	265	139
EPS(원)	2,421	2,289	3,347	2,653	1,391
YoY(%)	16.6	-5.5	46.2	-20.7	-47.6
PER(배)	13.0	13.3	12.5	11.4	20.9
PSR(배)	2.3	1.9	2.2	1.3	1.2
EV/EBIDA(배)	8.4	8.3	9.8	6.2	8.6
PBR(배)	2.0	1.8	2.2	1.4	1.3
ROE(%)	16.0	13.8	18.7	13.4	6.5
배당수익률(%)	1.3	1.5	1.8	2.3	2.4

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

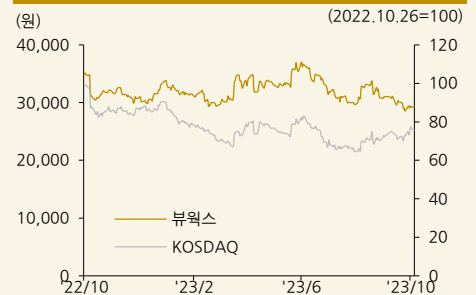
KOSDAQ

건강관리장비와서비스

Company Data

현재주가 (11/1)	29,100원
52주 최고가	37,000원
52주 최저가	28,550원
KOSDAQ (11/1)	739.23p
자본금	50억원
시가총액	2,911억원
액면가	500원
발행주식수	10백만주
일평균 거래량 (60일)	1만주
일평균 거래액 (60일)	4억원
외국인지분율	34.22%
주요주주	김후식 외 7인 28.47%
	FIDELITY MANAGEMENT & RESEARCH
	COMPANY LLC 외 6인 9.97%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.3	-14.9	-16.4
상대주가	6.6	-3.0	-20.8

▶ **참고 1)** 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '이자보상배율', 성장성 지표는 '영업이익 증가율', 수익성 지표는 'ROE', 활동성지표는 '순운전자본회전율', 유동성지표는 '당좌비율' 임. **2)** 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

▶ **코스닥 라이징스타**는 우수한 기술력과 성장가능성을 갖춘 기업을 발굴·육성하기 위해 매년 한국거래소가 선정하고 있는 기업군이지만, 투자종목을 권유하는 것은 아님.



기업 개요

1 영상 솔루션 전문 기업

동사는 엑스레이 디텍터와
산업용 카메라 제조/판매
사업을 영위 중

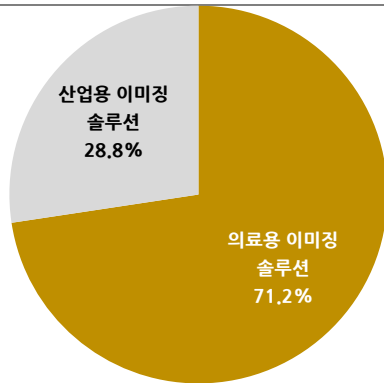
동사는 1999년에 설립, 2009년 코스닥 시장에 상장된 영상 솔루션 개발 기업이다. 동사는 차별화된 기술 리더십으로 디지털 디텍터, 산업용 카메라, 바이오 이미징 장비 등에 적합한 솔루션을 공급하며 글로벌 시장에서 영상 전문 기업으로 자리잡았다. 주요 품목으로는 정지영상 디텍터와 치과용 등의 다양한 동영상 엑스레이 디텍터 그리고 산업용 엑스레이 디텍터 및 산업용 카메라 등이 있다. 동사의 매출비중은 2023년 2분기 기준 의료용 이미징 솔루션 71.2%, 산업용 솔루션 28.8%이며, 지역별 비중은 국내 31.8%, 유럽 27.4%, 북미 11.4%, 기타 29.4%이다.

동사의 기업개요

회사명	주식회사 뷰웍스
대표이사	김후식
설립연도	1999년 9월
임직원수	484명
사업영역	의료용 및 산업용 이미징 솔루션 개발
자본금	50억원(2023년 2분기 기준)

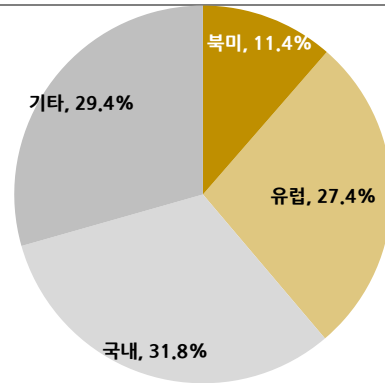
자료: 뷰웍스, 한국R협의회 기업리서치센터

동사의 매출 비중(2023년도 2분기 기준)



자료: 뷰웍스, 한국R협의회 기업리서치센터

동사의 지역별 매출 비중(2023년도 2분기 기준)



자료: 뷰웍스, 한국R협의회 기업리서치센터

2 연혁 및 종속회사 현황

동사는 1999년 9월 ㈜레이시스로 설립, 2006년 상호를 뷰웍스로 변경했고 2009년 4월에 코스닥 시장에 상장했다. 동사는 아날로그 엑스레이를 디지털화 시킬 수 있는 AED(자동노출감지) 기술을 세계 최초로 상용화하였고, 2012년 Flat Panel (평판형) 디텍터를 출시하며 본격적으로 의료용 디텍터 매출을 확대했다. 2017년에는 환자의 구강과 신경 부위를 촬영할 수 있는 동영상 디텍터를 출시하였고 제품 내부를 검사할 수 있는 산업용 디텍터까지 출시하며 통합 솔루션 기업으로 거듭났다.

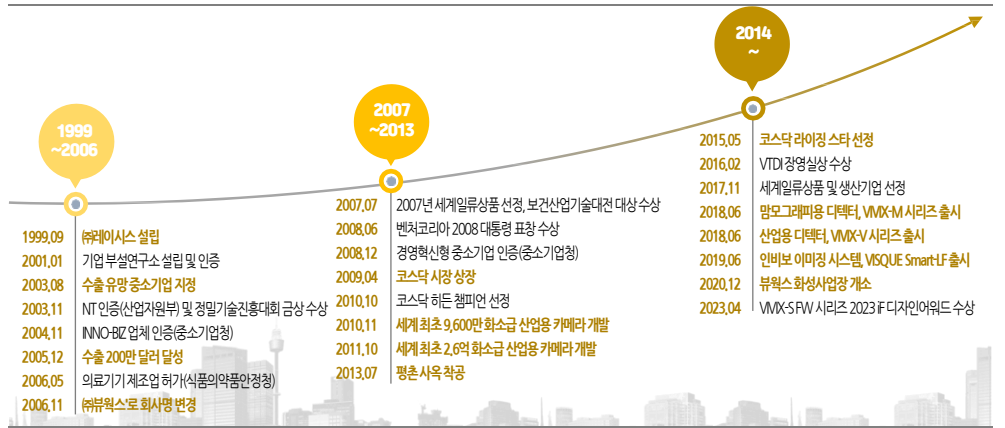
9개의 종속 회사 중, 국내에는

동사는 2023년 2분기 기준 9개의 종속회사를 보유하고 있다. 국내에는 3개의 계열사가 있는데 소노텍, 쉐

3개 해외에는 6개가 있음

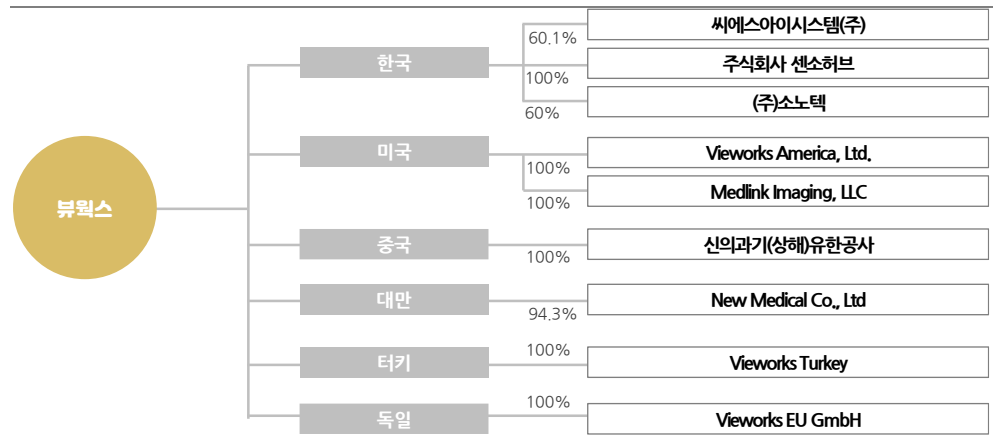
소허브, 씨에스아이시스템이 있다. 각각 이미징 센서 솔루션, 전력전자/제어시스템 솔루션 그리고 자동화 시스템 솔루션을 제공하고 있다. 해외에는 6개의 계열사가 있는데 그 중 Medlink Imaging(미국)와 New Medical Imaging(대만)은 해외 판매 법인이며 나머지 Vieworks America(미국), 신의과기(상해)유한공사, Vieworks EU, Vieworks Turkey는 제품 A/S를 담당하고 있다.

동사의 연혁



자료: 뷰웍스, 한국IR협의회 기업리서치센터

동사의 종속회사 현황



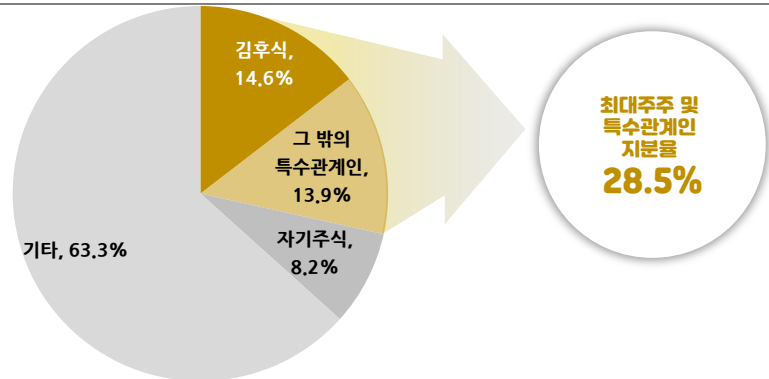
자료: 뷰웍스, 한국IR협의회 기업리서치센터

주: 2023년 2분기 기준

3 주주 현황

동사의 최대주주는 현 대표이사인 김후식으로 동사의 지분 14.6%를 보유하고 있으며, 창립 멤버인 서경열(4.9%), 장현석(4.6%), 임재희(3.6%)를 포함한 특수관계인이 13.9%의 지분을 보유하고 있다. 이 외 Fidelity Management & Research Company LLC(10.0%), FIL Limited(7.0%)도 지분을 보유하고 있다.

동사의 주주구성



자료: 뷰웍스, 한국IR협회의 기업리서치센터
주: 2023년 2분기 기준

산업 현황

1 엑스레이 디텍터

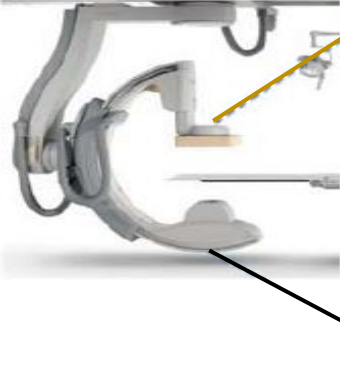
엑스레이 디텍터란 X선을 통해 체내의 변화를 파악할 수 있음

엑스레이란 사람 시각에 보이지 않는 X선을 환자에 투과시켜 체내의 변화를 탐지한다. 디지털화가 되기 전까지는 X선을 필름에 현상시킨 현상지로 확인했지만, 요즘은 X선의 촬영 결과가 모니터나 스크린을 통해 바로 확인이 가능해졌다. 이러한 추세속에서 디텍터 시장은 방사능이 최소한으로 노출되면서 고품질의 장비를 요구하며 경쟁이 점차 치열해지고 있다.

엑스레이는 아날로그에서 디지털로 변환되는 중

엑스레이는 1900년대 초부터 필름을 이용한 일반 아날로그 엑스레이 촬영기가 공급되기 시작하였고, 이후 GE, Siemens, Philips 등 대기업들이 엑스레이 촬영기 시장을 장악했다. 이 때 Kodak, Agfa, Fuji film 등의 사진 필름 제조 업체들이 엑스레이를 가시광선으로 변환시키는 섬광체(scintillator)가 부가된 엑스레이 필름을 개발해 시장에 공급했다. 이 업체들은 1983년부터 필름 대신 엑스레이 에너지를 저장하는 이미지 플레이트와 이를 레이저 스캔해 영상을 얻을 수 있는 스캐너로 구성된 CR(Computed Radiography)을 개발해 디지털 엑스레이 시대를 열었다. 그 후 CR에 대항하여 Trixell, GE 등이 스캐너가 없이도 이미지를 얻을 수 있는 디지털 엑스레이 디텍터를 개발하였고, 1990년경부터 상업적인 판매를 시작하여 현재에 이르고 있다.

엑스레이 디텍터 아날로그/디지털 방식

	아날로그 <ul style="list-style-type: none"> 필름스크린으로 엑스선 검출 필름 현상 필요 및 영상 품질 저하
	디지털 <ul style="list-style-type: none"> CR <ul style="list-style-type: none"> Imaging Plate를 통한 엑스선 검출 필름 현상 과정을 디지털식으로 변환 촬영 후 즉각적인 영상 확인 불가 및 카세트 삽입/이동/판독 필요 DR <ul style="list-style-type: none"> 반도체센서를 이용한 엑스선 검출 촬영 후 즉각적인 영상 확인 가능 영상 품질 향상 <ul style="list-style-type: none"> 직접 방식 <ul style="list-style-type: none"> 기술장벽이 높아 전세계 소수 몇 개 기업만 생산 가능 고해상도 촬영으로 여성 유방촬영 동물, 경형외과용으로 사용 간접 방식 <ul style="list-style-type: none"> 의료용, 치과용, 산업용으로 사용 인체의 두꺼운 부위 촬영 시 유리

자료: 뷰웍스, 한국R협의회 기업리서치센터

엑스레이 디텍터 시장 구분



자료: 식품의약품안전처, 한국IR협회의 기업리서치센터

2 엑스레이 디텍터 시장현황

2022년 기준 글로벌 엑스레이 디텍터 시장규모는 2.9조원(22억 달러)

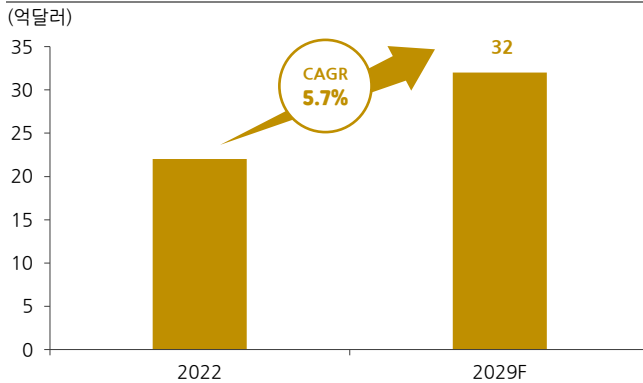
시장조사기관 Futureinsight에 따르면 글로벌 엑스레이 디텍터 시장규모는 2022년 기준 2.9조원(22억 달러)이며 2029년에 3.9조원(32억달러)까지 성장할 것으로 전망했다. 엑스레이 디텍터 시장은 이미 성숙될 만큼 성숙된 시장이다. 따라서 최근 엑스레이 디텍터 사업을 영위하고 있는 기업들은 새로운 성장동력을 만들기 위해 신사업(유방암 진단, 산업용 등)을 추진하고 있는 추세이다.

엑스레이 디텍터는 FPD(Flat Panel Detector)가 주를 이루고 있음

엑스레이 디텍터는 아날로그와 디지털로 구분된다. 아날로그 방식은 발생된 X선을 필름이나 마그네틱 테이프를 이용해 사진을 현상하듯이 이루어진다. 디지털 방식에 비해 비용이 저렴하지만, 필름 현상 과정이 오래 걸릴 뿐더러 영상 품질에 한계가 있다. 반면 디지털 방식은 엑스레이 체네레이터에서 발생된 X선을 디지털 화하여 모니터나 스크린을 통해 볼 수 있다. 아날로그 방식보다 편리하고 확인이 빠르다는 장점이 있어 디지털 엑스레이 산업으로 전환되었다.

특히 디지털 디텍터는 가시광선의 영상을 '특수 디지털 카메라'로 포착하여 디지털화 시키는 CCD(Charge Coupled Device) 방식과, 얇은 박막트랜지스터를 활용하여 디지털화 시키는 FPD(Flat Panel Detector)방식으로 제작되고 있다. CCD 타입의 장점은 긴 수명(약 7년), 단순한 공정, 고해상도의 영상 획득이 가능하다는 점이며, FPD 방식은 수명이 짧고 가격이 높지만 적은 피복량으로 선명한 화질을 창출할 수 있는 장점이 있다. 최근 고객사들은 선명한 화질을 요구하고 있어 기업들은 FPD 방식을 활용하고 있다.

글로벌 엑스레이 디텍터 시장규모



자료: Futureinsight, 한국IR협회의 기업리서치센터

엑스레이 디텍터 시장 구분

방식	디텍터 종류	차이점
아날로그	GR (General Radiography)	방출된 가시광선이 필름에 영상을 남김
디지털	CR (Computer Radiography)	GR를 디지털화하기 위해 특수형광판 사용
디지털	DR (Digital Radiography)	CCD 방식 가시광선의 영상을 특수 디지털 카메라로 포착
		FPD 방식 가시광선의 영상을 특수처리된 TFT Panel로 포착

자료: 뷰웍스, 한국IR협회의 기업리서치센터

국내 주요 경쟁사는 레이언스, 디알텍, 바텍

X-ray 디텍터 장비의 국내 주요 경쟁사로는 레이언스, 디알텍, 바텍이 있다. 레이언스는 FPD, CMOS 디텍터와 I/O 센서를 제조하는 기업이다. 레이언스의 TFT, CMOS 디텍터는 2015년 이후 연평균 5.4%씩 매년 성장하고 있으며, 2022년에도 COVID19(홍부용) 진단 수요 증가로 성장을 이어왔다. 디알텍은 X-ray 디텍터 전문 제조 기업이다. 간접방식 및 직접방식 디텍터를 제조하며 간접방식이 약 60% 매출 비중을 차지하고 있다. 디알텍은 Peer group에서 유일하게 직접방식 디텍터를 제조하고 있다. 바텍은 구강용 Digital X-ray 및 CT용 Generator를 개발하고 있다. 글로벌 1위 구강 X-ray 브랜드를 보유하고 있으며, 중국 치과 시장이 회복하면서 3D 장비의 매출이 늘어나고 있는 추세이다.

3 머신비전 시장현황

머신비전이란 사람이 눈으로 보고 뇌에서 판단하는 것을 카메라와 영상인식 알고리즘이 대체한 시스템

산업자동화 시장에 AI, 클라우드, 5G 등 4차 산업혁명 관련 기술이 빠르게 융합되고 있다. 그 중에서 가장 활발하게 적용된 분야는 단연 ‘머신비전’이다. 머신 비전이란 기계에 인간이 지닌 시각과 판단 기능을 부여한 것으로, 인간의 ‘눈(시각)’을 ‘카메라’가 대신하며, 인간의 ‘뇌(판단 기능)’를 ‘소프트웨어 시스템’이 대신하여 처리하는 기술을 의미한다. AI 기술이 발전하면서 기존 룰 기반(Rule Based)에서 AI기반으로 빠르게 전환되고 있는 추세이다.

2021년 말 정부는 ‘송유관 안전관리법’ 개정법률안을 공포하면서 머신비전의 수요가 높아진 상황

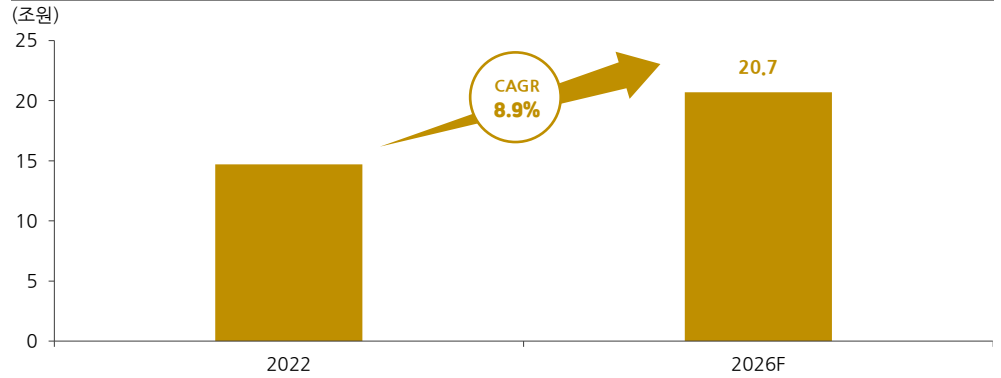
룰 기반(Rule Based) 검사는 사전에 정의한 불량 이미지를 알고리즘화해 검사를 진행한다. 그러다보니 비정형화된 오류는 탐지하기 어렵다는 한계가 있어 왔다. 반면 AI 기반 검사는 이미지를 딥러닝으로 학습하는 방식으로, 새로운 유형의 불량도 탐지가 가능하다. 초입 단계로 평가받던 딥러닝 기술이 머신비전 분야에서는 산업 부품 정밀도 등이 높아져 가고 있는 가운데, 사람의 검사작업 중노동을 대체하면서 빠르게 시장을 확대하고 있다. 특히 2021년 말 정부는 ‘송유관 안전관리법’ 개정법률안을 공포하면서 국내에 설치되어 있는 송유관의 이상유무를 판단해야 한다. 전체 1,344km에 달하는 전국 송유관의 99%가 20년 이상 돼 안전관리상 우려가 제기된 바 있어 머신비전의 수요는 굉장히 높은 상황이다.

글로벌 머신비전 시장은 2021년 기준 14.7조원 규모

글로벌 시장조사기관 MarketsandMarket에 따르면 글로벌 머신비전 시장은 14.7조원(110억달러)이며 2026년에 20.7조원(155억달러)까지 성장할 것으로 전망된다. 산업의 고도화로 특히 2차전지/반도체 품질 검사와 검수에 대한 필요성이 증가하여 초고해상도의 카메라가 더욱 요구될 것으로 예상된다. 특히 디스플레이 시장에서 Micro LED에 대한 수요 증가로 submicro 해상도의 검수가 증가함에 따라 산업용 카메라는

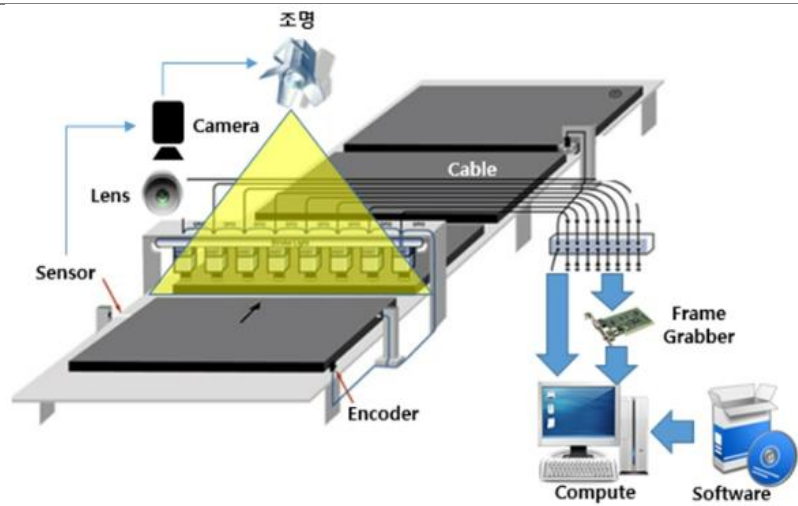
더욱 성장할 여력을 가지고 있다.

글로벌 머신비전 시장규모



자료: MarketsandMarket, 한국IR협회의 기업리서치센터

머신비전 구성요소



자료: 뷰웍스, 한국IR협회의 기업리서치센터



투자 포인트

1 정지영상 엑스레이 디텍터는 안정적인 cash cow 역할

의료용 이미징 솔루션은
매출비중 71.2%를 차지하며
전체 성장세를 견인

동사의 매출은 크게 의료용 이미징 솔루션과 산업용 이미징 솔루션으로 나뉘어져 있는데 매출비중이 높은 부문은 의료용 이미징 솔루션으로 2023년 2분기 기준 매출비중의 71.2%를 차지하고 있다. 그 만큼 동사 매출 성장세를 견인하는 중요한 부문이다. 의료용 이미징 솔루션은 대부분 엑스레이 디텍터인데 최근 신제품 출시로 바이오 이미징 솔루션, 유방검사용 엑스레이 디텍터 등의 다양한 제품군으로 이루어져 있다.

동사의 주요 매출 Breakdown

(단위: 백만원)

구분	품목	구체적 용도	주요 상표	매출액 (비율)
의료용 이미징 솔루션	정지영상 엑스레이 디텍터	정지영상 엑스레이 촬영	VMX-S	41,680 39.30%
	동영상 엑스레이 디텍터	동영상 엑스레이 촬영	VMX-D	17,323 16.30%
	산업용 엑스레이 디텍터	비파괴 검사 등	VMX-V	8,101 7.60%
	기타(바이오 이미징 솔루션, 유방검사용 엑스레이 디텍터, fluoroscopy 솔루션)	-	VISQUE, VVIX-M, Zexira	8,457 8.00%
산업용 이미징 솔루션	산업용 카메라 등			30,584 28.80%
총계				106,146

자료: 뷰웍스, 한국IR협의회 기업리서치센터
주: 2023년 2분기 누적 기준

엑스레이 디텍터는 기존 아날로그식의 엑스레이 필름을 대체하여 영상을 디지털화 하는 장비다. 엑스레이 디텍터는 정지영상(매출비중 39.3%), 동영상(16.3%), 산업용(7.6%)으로 나뉜다. 정지영상의 경우 주로 내과와 정형외과와 같은 병원에서 쓰이며 동영상의 경우 치과에서 쓰이며 산업용은 가스나 오일 파이프 등의 검사 혹은 폭발물 검사에 사용된다.

동사의 정지영상 엑스레이 디텍터는 병원에서 주로 쓰임



자료: 뷰웍스, 한국IR협의회 기업리서치센터

동사의 동영상 엑스레이 디텍터는 치과에서 주로 쓰임

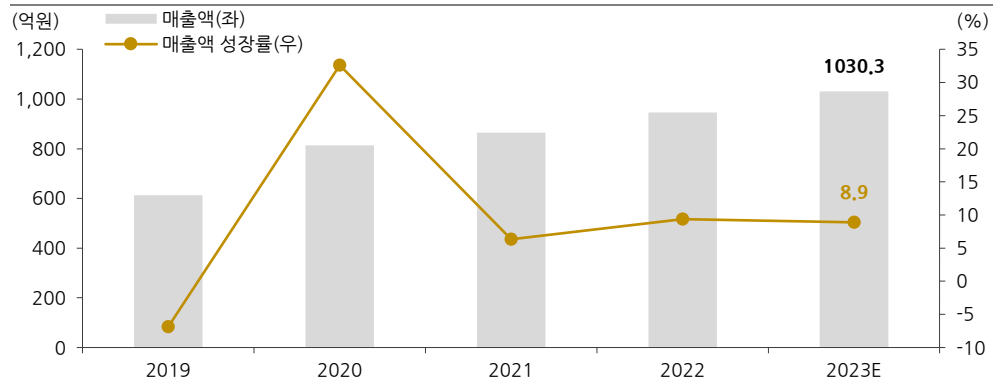


자료: 뷰웍스, 한국IR협의회 기업리서치센터

**원가경쟁력을 갖춘 신제품
출시로 꾸준한 cash cow
역할을 하고 있어**

엑스레이는 30년 전에 이미 디지털화 되었다. 따라서 정지영상 엑스레이 디텍터의 경우 이미 시장은 성숙된 시장의 특성을 보이고 있어 경쟁이 치열하며 가격에 대한 민감도가 높고 차별화가 떨어진다. 이러한 시장상황에서 살아남기 위해서는 원가경쟁력이 필수인데 동사는 원가경쟁력을 갖춘 제품인 VIVIX-S V series를 2019년말에 출시, 국내 시장점유율 4위 및 점유율 10%를 유지하며 안정적인 매출 성장세를 이루어내면서 동사의 주요 cash cow 역할을 하고 있다.

정지영상 엑스레이 디텍터 연간 매출액 추이



자료: 뷰웍스, 한국IR협의회 기업리서치센터

동영상 엑스레이 디텍터는 디지털화 되어가는 치과에 최적화

2 성장 driver 역할은 동영상 엑스레이 디텍터와 바이오 이미지 솔루션

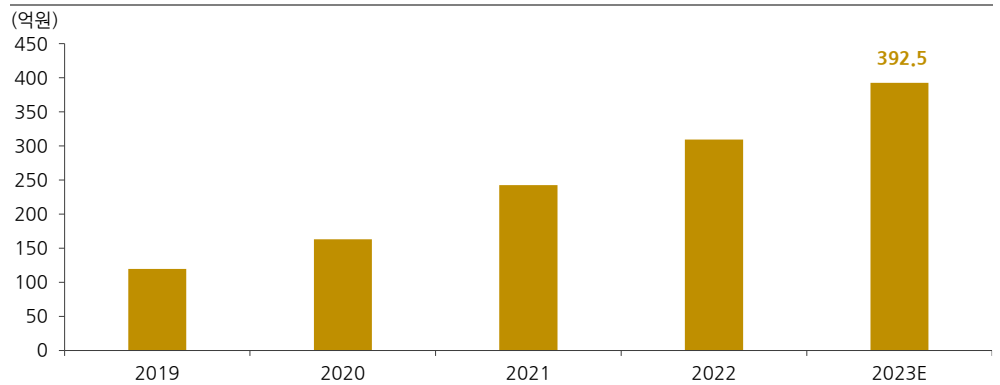
동영상 엑스레이 디텍터의 경우 2018년에 처음 출시, 2019년부터 본격적인 매출액을 발생하였다. 대부분 치과로 납품되고 있는데 최근 치과에서는 디지털화가 빠르게 이루어지면서 진단 가동률을 끌어올리고 있다.

동사의 동영상 엑스레이 디텍터는 TFT 패널을 사용하는 방식인데 이 상품의 대체 상품으로는 CMOS 센서를 사용하는 방식이 있다. CMOS 센서는 주로 치과용 CT에서 사용되는데 CMOS 센서의 방식으로 만든 디텍터는 TFT패널 사용 방식으로 만든 디텍터보다 가격이 비싸고 촬영 면적이 작아 TFT패널 사용 방식이 선호되고 있는 추세다.

특히 중국향 수출이 기대되는데 중국의 임플란트 수요 증가, 고객사인 레이의 중국 시장 진출 때문이다. 최근 중국은 1인당 가처분소득 증가와 고령화에 따른 치아건강에 대한 국민 관심도가 높아져 치과 의료서비스 시장이 계속 확대되고 있는 추세다. 치과 기구시장도 고성장하고 있는데 2017년부터 2021년까지 치아 교정과 임플란트의 연평균 성장률은 각각 28%, 16%로 높은 성장률을 보이고 있다. 이러한 시장 상황에서 레이는 중국 치과시장에 진출, 동사는 고객사인 레이에 디텍터 센서를 공급하고 있어 향후 중국 덴탈 시장 규모 확대에 따른 수혜를 입을 것으로 예상된다.

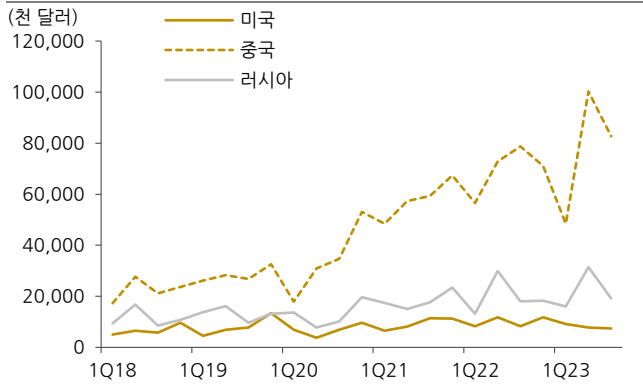
이러한 시장에서의 높은 수요로 인해 매출액은 고성장 중에 있는데 2021년 +49%YoY, 2022년 +27%YoY로 매년 두자리수대의 성장률을 기록하면서 동사의 의료용 이미징 솔루션 사업부의 성장세를 견인하고 있다.

동영상 엑스레이 디텍터의 연간 매출액 추이



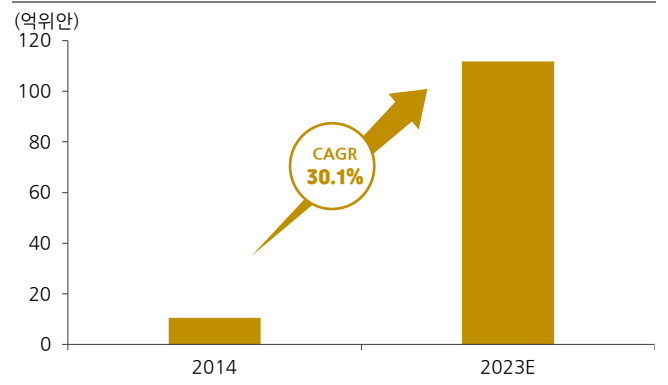
자료: 뷰웍스, 한국IR협의회 기업리서치센터

지역별 임플란트 수출 추이



자료: 무역협회, 한국IR협의회 기업리서치센터

중국 임플란트 시장규모



자료: 무역협회, 한국IR협의회 기업리서치센터

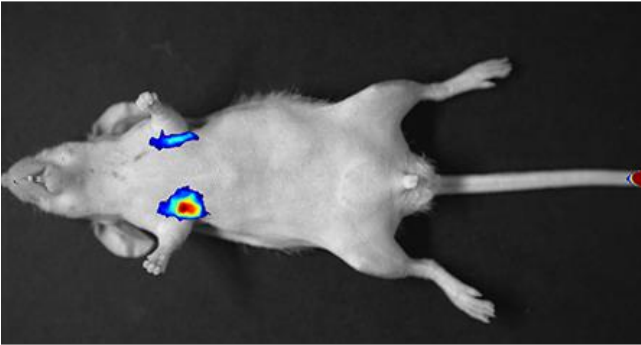
동사의 매출비중 중 가장 크게 차지하는 부문은 정지영상과 동영상 엑스레이 디텍터이지만 향후 성장 driver 역할을 할 것으로 예상되는 부문은 바이오 이미징 비즈니스이다. 바이오 이미징 비즈니스에서의 주요 제품은 전임상 단계에서 생쥐로 실험을 할 때 해당 약물이 생쥐에서 얼마나 퍼졌는지를 이미지로 확인할 수 있는 장비이다. 넓은 영역의 대구경 촬영이 가능한 광학계를 적용해 한번에 10마리의 실험용 생쥐를 동시에 촬영할 수 있다는 장점이 있다. 현재 이런 동물용 InVivo 제품은 외산 제품이 시장을 독점하고 있지만 동사가 국내에서 최초로 국산화를 시도하고 있다. 또한 동사 제품의 주요 경쟁력은 외산 장비 대비 형광 신호 검출 시험에서 더 나은 성능을 증명하여 주목받고 있어 향후 고가의 프리미엄 제품을 국산화 했을 때 경쟁우위에 있을 것으로 전망된다. 아직까지 매출규모는 크지는 않지만 이 제품 이외에도 VISQUE InViVo Smart-LF, 슬라이드 스캐너 등 다양한 포트폴리오를 확보하며 매출창출에 기여할 전망이다.

바이오 이미징 솔루션인 VISQUE InVivo Smart-LF



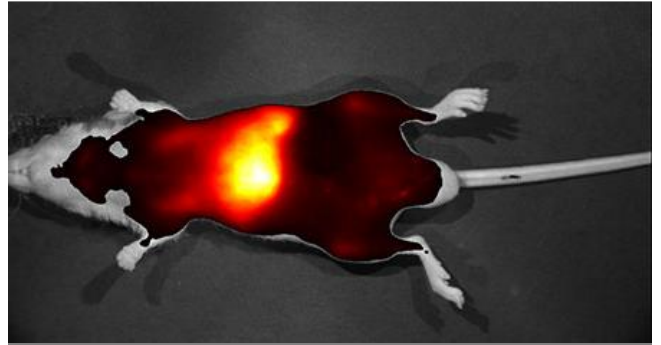
자료: 뷰웍스, 한국IR협의회 기업리서치센터

VISQUE InVivo Smart-LF를 통한 약물 인젝션 직후의 생쥐 촬영본



자료: 뷰웍스, 한국IR협의회 기업리서치센터

VISQUE InVivo Smart-LF를 통한 약물 인젝션 6시간 후의 생쥐 촬영본



자료: 뷰웍스, 한국IR협의회 기업리서치센터

영상의학 장비의 첨단화 추세로 의료용 이미징 솔루션 기술은 기존 아날로그 방식을 대체하는 역할을 하고 있다. 따라서 이러한 수요에 따라 동사는 이동식 엑스레이 촬영 장치 등과 같은 신제품 출시를 통해 동사의 매출 성장 동력으로 작용할 전망이다.

**산업용 이미지 솔루션은
고객사들의 설비투자 규모에
따라 실적이 좌우되어 전방
산업 회복이 중요**

3 신제품이 성장세를 견인하는 산업용 이미지 솔루션

머신 비전(Machine Vision)은 조명, 렌즈(광학계), 산업용 카메라, 영상처리 소프트웨어를 통해 대상을 검사하고 측정한다. 따라서 이러한 시스템에서는 렌즈와 산업용 카메라는 핵심 디바이스라 할 수 있다. 동사의 산업용 카메라는 단순 측정뿐만 아니라 찍힌 영상의 처리, 해석, 판단까지 사용 목적에 맞게 다양하게 이용되고 있으며 가장 많이 활용되는 분야는 산업 자동화를 통한 AOI(Automatic Optical Inspection)이다.

동사의 산업용 카메라 주요 고객사들은 주로 국내, 중국, 일본 대만 등의 전자, 반도체 FPD(Flat Panel Display) 제조사에게 장비를 납품하는 회사들이다. 국내에서는 산업용 카메라가 반도체 검사, OLED 등 FPD 검사, PCB 검사에 주로 쓰인다. 삼성전자 등 주요 FPD 제조업체에서는 생산 수율을 높이고 원가를 감축할 수 있는 검사 장비를 만들기 위해 해상도와 속도가 매우 높은 산업용 카메라를 필요로 하고 있다. 이러한 시장상황 때문에 동사의 산업용 이미지 솔루션 부문은 전방산업의 설비투자 규모에 따라 실적이 좌우된다.

동사는 2021년 6월에 1억5,200만 화소(152메가픽셀)인 High-end 산업용 카메라인 VP-152MX를 출시했다. VP-152MX는 대면적 고속 이미지 센서(CMOS)를 장착해 저조도 환경에서 고품질 이미지를 제공한다. 또한 동사는 세계 최초로 글로벌 셔터를 산업용 카메라에 장착했다. 글로벌 셔터는 이미지 센서에 들어오는 모든 빛을 한 번에 읽어내는 방식으로 이미지를 왜곡없이 포착할 수 있어 제품의 불량률을 개선시킬 수 있다. 따라서 동사의 산업용 카메라는 액정표시장치(LCD), 유기발광다이오드(OLED)패널 검사 시간을 단축시킬 수 있고 사전에 불량률을 미리 파악할 수 있다는 장점이 있다.

**골프 시뮬레이션용 카메라와
같은 신제품 출시로 지속적인
성장을 이루어낼 전망**

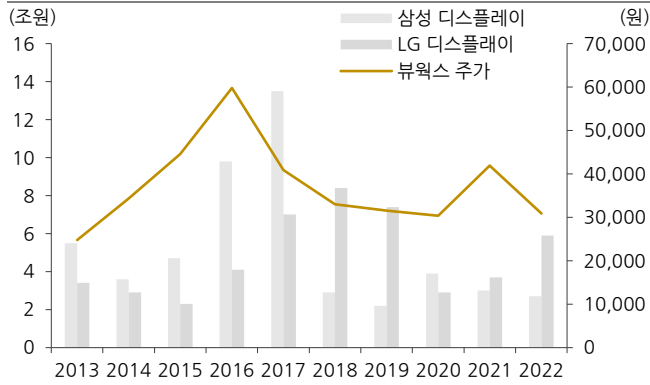
2023년부터는 금리인상 등과 같은 거시변수로 인해 글로벌 IT 설비투자 감소가 이루어지고 있다. 따라서 현재 산업용 이미지 솔루션 사업부문은 어려운 상황이나 동사 고유의 기술을 내재화해서 개발한 신제품 TDI Line-scan 카메라 및 실내 골프 시뮬레이션용 카메라는 지속적인 성장세를 이루어 내고 있어 향후 산업용 카메라 사업부의 매출성장세에 기여할 전망이다.

산업용 이미징 솔루션 응용 분야

용도	상세 응용 분야
AOI (Automatic Optical Inspection)	FPD(Flat Panel Display) 검사, PCB(Printed Circuit Board) 등 전자 부품 검사, 반도체 검사, 태양전지 검사, 자동차, 포장, 식품, 물류, 유리, 물강 등 생산라인 공정 검사,
감시(surveillance)	항공 촬영, ITS(Intelligent Transportation System), 철도
기타(과학연구, digitalization, 엔터테인먼트 등)	2D,3D 측정 시스템, 바이오 영상장비, 현미경, 화학, 필름 스캔, 문서 디지털화, 골프 시뮬레이터

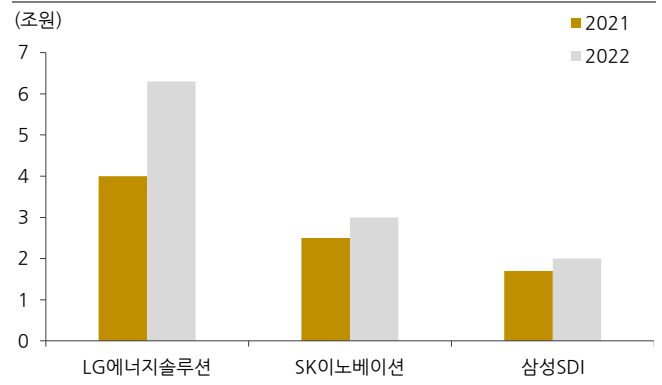
자료: 뷰웍스, 한국IR협회의 기업리서치센터

삼성 디스플레이, LG디스플레이 CAPEX 금액 추이



자료: 각사, 한국IR협의회 기업리서치센터

국내 배터리 3사 CAPEX 금액 추이



자료: 각사, 한국IR협의회 기업리서치센터



실적 추이 및 전망

1 지속적인 성장세를 시현 중

코로나19 이후 공급 부족으로
2021년, 2022년 호실적 기록

동사는 꾸준하고 지속적인 매출액 및 영업이익의 성장세를 시현 중이다. 특히 지난 2021년과 2022년에 각각 +20.5%YoY, +23.2%YoY의 높은 매출 성장률을 기록하였다. 높았던 성장률의 주된 원인은 코로나19 이후 일시적으로 문을 닫았던 공장이 2021년부터 재가동이 되면서 그 동안 산업에서 공급 부족을 겪으며 수요가 급증하게 되었다. 이에 따라 급증한 수요는 동사의 매출증가로 이어지면서 2022년까지 호실적을 기록할 수 있었으며 수출비중이 높기 때문에 2022년도에는 환율에 대한 수혜도 있었다.

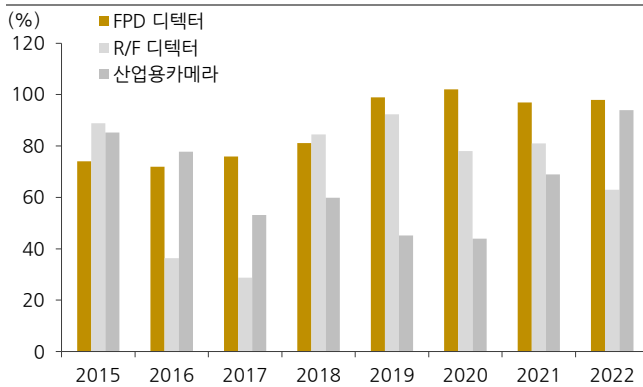
2 2023년 실적은 상저하고

2023년 실적은 2022년대비
부진할 전망이나 2024년부터는
신제품 출시로 인해 본격적인
개선세 예상

2021년, 2022년 실적 고성장세를 시현했던 반면, 이후 전방산업에서의 재고 증가로 인해 2023년에는 실적이 주춤할 것으로 전망된다. 2023년 연결기준 연간 실적은 매출액 2,453억원(+3.1%YoY), 영업이익 284억원(-35.0%YoY, OPM 11.6%) 시현이 예상, 우선 매출액 성장률은 2022년도의 +23.2%YoY 대비 둔화될 것으로 전망된다. 매출 성장률 둔화의 가장 큰 원인은 경기영향을 많이 받는 산업용 카메라가 2022년 하반기부터 성장률이 둔화되기 시작하였기 때문이다. 영업이익 감소의 원인은 연구개발비 증가 때문이다. 연구개발비 집행은 신제품 개발에 따른 비용으로 본격적인 실적개선세는 신제품 출시가 본격화되는 2024년부터 예상된다.

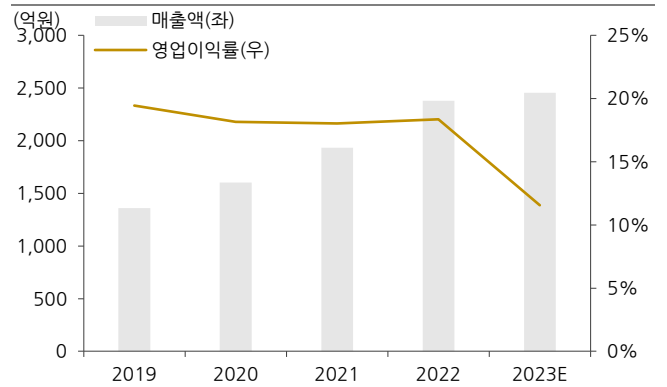
2023년 상반기 실적은 매출액 1,062억원(-9.8%YoY), 영업이익 60억원(-76.8%YoY)을 시현하며 매출액, 영업이익이 모두 전년대비 감소하였다. 우선 산업용 카메라의 매출감소가 매출 감소의 주된 원인이었으며 원가부담, 개발비와 고정비 증가로 인해 영업이익이 큰 폭의 감소세를 시현하였다. 다만, 하반기에는 실적 회복이 예상되는데 의료용 엑스레이 디텍터의 신규 주문 증가 및 계절적 성수기 도래, 인건비 등 각종 비용 절감이 전망되기 때문이다.

동사의 제품별 가동률 현황



자료: 뷰웍스, 한국IR협의회 기업리서치센터

동사의 매출액 및 영업이익률



자료: 뷰웍스, 한국IR협의회 기업리서치센터

동사의 연간 실적 전망

(단위: 억 원)

	2019	2020	2021	2022	2023E
매출액	1360.1	1602.6	1931.4	2379.3	2453.0
의료용 이미징 솔루션	936.1	1243.8	1402.5	1576.9	1790.7
정지영상 엑스레이 디텍터	613.6	813.7	865.3	946.3	1030.3
동영상 엑스레이 디텍터	119.4	163.1	242.7	309.5	392.5
산업용 엑스레이 디텍터	33.7	114.7	123.6	137.4	171.7
기타(바이오 이미징 등)	169.5	152.3	170.9	183.8	196.2
산업용 이미징 솔루션	424.0	358.8	528.9	802.4	662.3
영업이익	264.3	290.7	348.1	436.6	283.6
세전계속사업이익	301.6	279.8	396.1	330.6	196.0
당기순이익	243.2	229.6	335.0	264.6	161.1

자료: 뷰웍스, 한국IR협의회 기업리서치센터

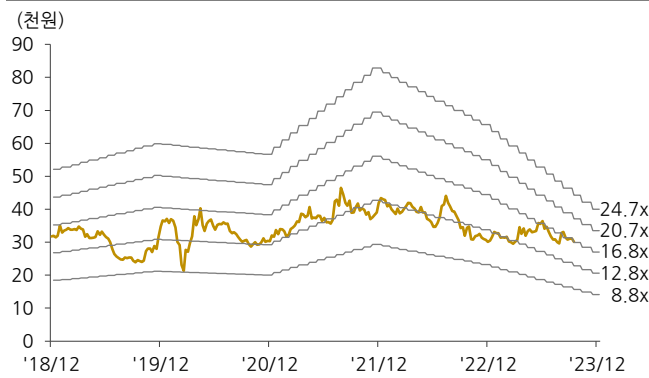
Valuation

1 경쟁사 대비 할증 거래 증

동사의 유사 경쟁사 대비 할증 거래되고 있어 향후 산업용 이미징 솔루션 사업부의 실적 턴어라운드 필요

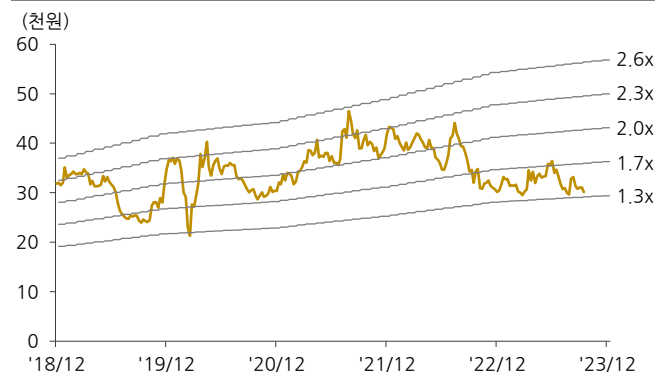
동사의 주요 경쟁사로는 바텍, 레이, 디알텍, 레이언스, 미국의 Varex Imaging 등이 있다. 이들의 2023년 평균 PER은 19.6배로 동사의 20.9배보다 낮아 동사의 2023년 예상 PER은 할증거래 되고 있다는 판단이다. 그러한 이유는 산업용 이미징 솔루션 부문의 부진 때문이라는 판단인데, IT 전방산업의 업사이클 시기가 도래 된다면 밸류에이션 갭 축소는 가능하다는 판단이다.

동사의 PER 밴드 차트(지배순이익 기준)



자료: 뷰웍스, 한국IR협회의 기업리서치센터

동사의 PBR 밴드 차트(지배지분 기준)



자료: 뷰웍스, 한국IR협회의 기업리서치센터

동사의 주요 경쟁사 Valuation Table

(단위: 원, 억원, 배, %)

		뷰웍스	바텍	레이	디알텍	레이언스	Varex Imaging	평균
코드		A100120	A043150	A228670	A214680	A228850	VREX.O	
현재 주가 (11/1)		29,100	29,600	19,540	3,810	9,090	23,440	
시가총액		2,911	4,397	2,986	2,758	1,508	9,470	
매출액	2020	1,603	2,443	552	553	1,015	8,610	
	2021	1,931	3,390	903	703	1,346	9,656	
	2022	2,379	3,951	1,290	895	1,472	12,375	
	2023F	2,453	4,104	1,581	1,034	1,516	12,149	
영업이익	2020	291	316	46	(55)	84	(425)	
	2021	348	655	34	24	241	875	
	2022	437	796	162	49	254	1,270	
	2023F	284	779	165	63	244	1,464	
영업이익률	2020	18.1	12.9	8.3	(9.9)	8.3	(4.9)	
	2021	18.0	19.3	3.7	3.4	17.9	9.1	
	2022	18.3	20.2	12.6	5.5	17.2	10.3	
	2023F	11.6	19.0	10.4	6.1	16.1	12.1	
순이익	2020	229	(242)	79	(72)	(19)	(675)	
	2021	335	512	(0)	40	145	205	
	2022	265	769	80	60	220	436	
	2023F	139	665	117	60	193	879	
EPS 성장률	2020	(5.5)	(171.5)	(37.8)	(801.2)	(113.0)	(476.7)	(320.0)
	2021	46.2	311.6	(100.2)	152.8	854.7	129.3	269.6
	2022	(20.7)	50.1	60,832.6	33.2	52.5	105.8	12,214.8
	2023F	(47.6)	(11.8)	(42.5)	(16.2)	108.3	85.6	24.7
PER	2020	13.3	N/A	44.9	N/A	N/A	N/A	44.9
	2021	12.5	10.3	N/A	23.5	14.1	66.2	28.5
	2022	11.4	6.3	43.4	14.0	8.3	29.0	20.2
	2023F	20.9	6.6	25.5	45.8	7.8	12.4	19.6
PBR	2020	1.8	1.5	5.4	2.2	0.9	1.1	2.2
	2021	2.2	1.9	4.1	2.3	1.0	2.3	2.3
	2022	1.4	1.4	3.0	1.5	0.8	1.6	1.6
	2023F	1.3	1.1	2.3	4.5	0.6	1.5	2.0
ROE	2020	13.8	(10.3)	12.9	(20.5)	(1.0)	(12.9)	(6.4)
	2021	18.7	20.7	(0.0)	10.5	7.4	3.7	8.5
	2022	13.4	24.7	7.3	11.4	10.4	6.0	12.0
	2023F	6.5	17.4	9.4	9.5	8.4	5.3	10.0
PSR	2020	1.9	1.4	6.4	1.3	1.8	0.7	2.3
	2021	2.2	1.6	4.4	1.4	1.5	1.4	2.0
	2022	1.3	1.2	2.7	0.9	1.2	1.0	1.4
	2023F	1.2	1.1	1.9	2.7	1.0	0.8	1.5

주:1) 뷰웍스의 미래전망치는 당사 전망치, 경쟁사의 미래전망치는 컨센서스 기준, 2) 시가총액과 주가는 11월 1일 종가 기준

자료: Fnguide, 한국IR협의회 기업리서치센터

! 리스크 요인

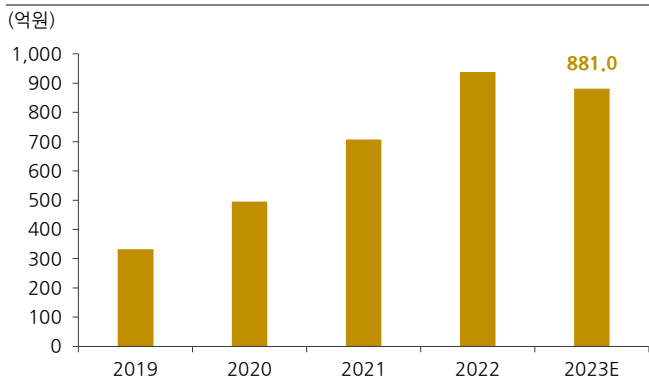
1 재고자산 줄이기와 전방산업의 업사이클 도래가 관건

전방산업에서의 업사이클 도래 시기가 관건

동사의 첫번째 리스크는 적정치 보다 늘어난 재고자산이다. 2021년, 2022년 수요가 급증하던 시기에 높은 실적 성장세를 기록하면서 재고를 쌓아 두었다. 그러나 2023년부터 전방 산업에서의 수요가 줄어들면서 관련하여 매출 성장률도 하락하였다. 이에 따라 재고자산이 증가하게 되어 2022년부터 재고를 줄이는 작업에 들어가게 되었다. 2022년에는 938억원에 달하던 재고자산이 2023년에는 소폭 줄어든 881억원이 예상되며 2024년에는 적정 재고 수준인 600억원에서 700억원 수준을 유지할 전망이다.

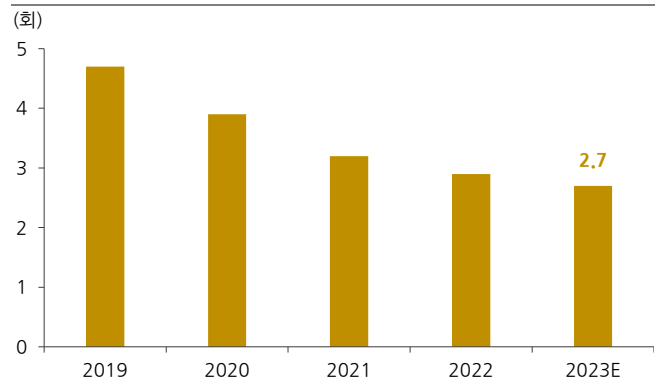
두번째 리스크는 전방산업에서의 사이클 도래 시기의 관건이다. 산업용 카메라의 경우 현재 고객사들이 설비투자를 하지 않고 있는 상황이다. 이러한 침체기가 언제까지 지속될 지에 대한 불확실성은 존재한다. 이러한 불확실성은 각종 경기의 변동, 전쟁, 금리변화 등의 거시적인 변수들이 영향을 미친다. 따라서 이러한 거시변수는 동사의 매출액 증감에 큰 영향을 미칠 것으로 전망된다. 그러나 지속적인 신제품 출시를 통한 상품성 개선, 이에 따른 고객사 확대가 꾸준히 이루어진다면 매출 성장률은 지속될 것으로 판단된다.

동사의 연간 재고자산 추이



자료: 뷰웍스, 한국IR협의회 기업리서치센터

동사의 재고자산회전을 추이



자료: 뷰웍스, 한국IR협의회 기업리서치센터

포괄손익계산서

(억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
매출액	1,360	1,603	1,931	2,379	2,453
증가율(%)	3.5	17.8	20.5	23.2	3.1
매출원가	641	776	974	1,285	1,516
매출원가율(%)	47.1	48.4	50.4	54.0	61.8
매출총이익	719	827	957	1,094	937
매출이익률(%)	52.9	51.6	49.5	46.0	38.2
판매관리비	455	536	609	658	653
판매비율(%)	33.5	33.4	31.5	27.7	26.6
EBITDA	299	329	403	498	346
EBITDA 이익률(%)	22.0	20.5	20.9	20.9	14.1
증가율(%)	16.4	10.2	22.5	23.4	-30.6
영업이익	264	291	348	437	284
영업이익률(%)	19.4	18.1	18.0	18.3	11.6
증가율(%)	17.1	10.0	19.8	25.4	-35.0
영업외손익	37	-11	48	-102	-111
금융수익	54	41	84	71	66
금융비용	19	54	45	175	178
기타영업외손익	3	1	9	1	1
종속/관계기업관련손익	-0	0	-0	-4	-4
세전계속사업이익	302	280	396	331	169
증가율(%)	20.0	-7.2	41.6	-16.5	-48.9
법인세비용	58	50	61	66	30
계속사업이익	243	230	335	265	139
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	243	230	335	265	139
당기순이익률(%)	17.9	14.3	17.3	11.1	5.7
증가율(%)	16.9	-5.6	45.9	-21.0	-47.6
지배주주지분 순이익	242	229	335	265	139

현금흐름표

(억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
영업활동으로인한현금흐름	187	63	162	-15	266
당기순이익	243	230	335	265	139
유형자산 상각비	25	29	46	51	50
무형자산 상각비	10	9	10	11	12
외환손익	9	11	3	28	0
운전자본의감소(증가)	-119	-245	-340	-451	49
기타	19	29	108	81	16
투자활동으로인한현금흐름	-116	-133	-115	-188	-15
투자자산의 감소(증가)	80	-0	-70	-12	2
유형자산의 감소	0	0	1	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-81	-232	-54	-134	0
기타	-115	99	8	-42	-17
재무활동으로인한현금흐름	-20	-69	-30	212	-63
차입금의 증가(감소)	13	63	130	290	1
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-30	-39	-43	-69	-64
기타	-3	-93	-117	-9	0
기타현금흐름	15	4	2	-13	-4
현금의증가(감소)	66	-135	19	-5	184
기초현금	465	531	396	415	410
기말현금	531	396	415	410	594

재무상태표

(억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
유동자산	1,244	1,182	1,567	1,893	2,037
현금성자산	531	396	415	410	594
단기투자자산	134	23	48	69	70
매출채권	203	232	334	406	418
재고자산	332	495	707	938	881
기타유동자산	43	36	62	70	72
비유동자산	566	787	841	991	931
유형자산	455	667	674	761	712
무형자산	64	64	61	68	56
투자자산	27	30	60	55	56
기타비유동자산	20	26	46	107	107
자산총계	1,810	1,969	2,408	2,884	2,967
유동부채	169	250	496	760	768
단기차입금	17	80	210	500	500
매입채무	44	29	79	56	58
기타유동부채	108	141	207	204	210
비유동부채	27	13	30	31	32
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	27	13	30	31	32
부채총계	196	263	526	791	800
지배주주지분	1,614	1,703	1,880	2,092	2,167
자본금	50	50	50	50	50
자본잉여금	103	103	102	102	102
자본조정 등	-59	-149	-258	-258	-258
기타포괄이익누계액	1	-9	-15	-14	-14
이익잉여금	1,518	1,708	2,001	2,212	2,287
자본총계	1,615	1,706	1,882	2,093	2,168

주요투자지표

	2019	2020	2021	2022	2023F
P/E(배)	13.0	13.3	12.5	11.4	20.9
P/B(배)	2.0	1.8	2.2	1.4	1.3
P/S(배)	2.3	1.9	2.2	1.3	1.2
EV/EBITDA(배)	8.4	8.3	9.8	6.2	8.6
배당수익률(%)	1.3	1.5	1.8	2.3	2.4
EPS(원)	2,421	2,289	3,347	2,653	1,391
BPS(원)	16,139	17,022	18,800	20,916	21,665
SPS(원)	13,598	16,023	19,310	23,788	24,526
DPS(원)	400	450	750	700	700
수익성(%)					
ROE	16.0	13.8	18.7	13.4	6.5
ROA	14.4	12.2	15.3	10.0	4.7
ROIC	23.7	20.1	18.9	18.1	11.8
안정성(%)					
유동비율	737.0	473.6	316.0	249.1	265.2
부채비율	12.1	15.4	27.9	37.8	36.9
순차입금비율	-39.8	-18.9	-11.7	2.7	2.7
이자보상배율	392.6	764.0	89.8	40.7	19.2
활동성(%)					
총자산회전율	0.8	0.8	0.9	0.9	0.8
매출채권회전율	6.5	7.4	6.8	6.4	6.0
재고자산회전율	4.7	3.9	3.2	2.9	2.7

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소형 기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소형 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.)