

휴비츠 (065510 KQ)

향후 주가의 관건은 신규제품 시장 안착 여부

[자동차/스몰캡]
 한상준 Equity Analyst
 matthan@barofn.com
 +822-6099-8662

	Not Rated
Target Price	- 원
현재주가	12,800원
목표수익률	-

Key Data	2018년 07월 13일
산업분류	의료 장비 및 서비스
KODAQ	827.89

Trading Data	
시가총액 (억원)	1,521.0
발행주식수 (백만주)	11.9
외국인 지분율 (%)	8.8
52 주 고가 (원)	14,750
52 주 저가 (원)	11,150
60 일 일평균거래대금 (억원)	11.0

주요주주 (%)	
김현수 외 6인	26.7

Performance

기술력 레벨업을 통한 고객군 다변화

- 안광학 의료기기 전문업체. 검안기기(렌즈가공기 포함) 매출 비중 85%. 전방산업은 크게 3개: Screening, Clinical, R&D로 구성
- 기술력 레벨업을 통한 고객군 다변화: 기존 제품은 안경점 위주였다면 신규 출시 망막진단기 주력 판매는 병원. 18.04 유럽 CE인증 취득을 통해 최대 매출 지역인 유럽/CIS (17년 기준 40%) 판매 개시

영업이익률 망막진단기 시장 안착 여부, 영업외손익 개선 요인

- 18.1Q 매출 165억원 (+6.0% YoY), 영업이익률 7.5%. 과거 비슷한 수준의 분기 매출 비교 시 (16.1Q 매출 168억원, 영업이익률 20.0%, 16.4Q 169억원, 영업이익률 17.7) 감가상각 및 무형자산상각과 지급수수료 증가로 이익률 하락.
- 18.1Q 기준 경상연구개발비 비용처리 (관관비) 11억원, 연간 40-50억원 수준. 개발비 무형자산은 기말 기준 93억원. 신규 출시 망막진단기 시장 안착 여부가 중요
- 현미경 사업 중단으로 인한 비용 발생은 일단락. 영업외손익 개선 요인

신규 제품 시장 안착 시 기존 제품 판매 확대 요인

- 2018E 컨센서스 매출 1,521억원 (+116.1% YoY), 영업이익 125억원 (+37.2% YoY) 기준 현재 주가는 약 P/E 15배 수준. 글로벌 Top tier 12개월 FWD 기준 Topcon (일본) 23.1배, Carl-Zeiss (독일) 44.0배
- 동사의 신규 제품 망막진단기 (OCT: Optical Coherence Tomography) 시장규모는 2017년 기준 약 8,000억원 (\$697 m)에서 2022년 약 1조 원 (\$865 m), 연평균 4.4%로 성장할 것으로 전망되며 1위 업체 Carl Zeiss Meditec 시장점유율은 34%로 추산. 안광학 시장의 전통적인 강자인 Alcon, J&J Vision, Bausch+Lomb은 망막진단기 미 출시 (Market Scope 자료 참조)

Financial and Valuation Summary

Fiscal Year	2015	2016	2017	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18
매출액 (억원)	697.0	669.0	704.0	169.2	155.5	184.2	181.2	182.9	164.7
증감률 YoY (%)	8.8	(3.9)	5.2	14.6	(7.7)	4.6	16.6	8.1	6.0
영업이익 (억원)	113.0	124.0	91.0	29.9	17.0	31.5	21.0	21.6	12.4
영업이익률 (%)	16.2	18.6	12.9	17.7	10.9	17.1	11.6	11.8	7.5
순이익 (억원)	65.0	111.0	31.0	35.5	5.9	33.4	17.3	-25.5	12.3
EPS (원)	578	933	262						
EPS 증감률 (%)	339.4	61.5	-71.9						
P/E (x)	22.2	13.7	48.9						
EV/EBITDA (x)	10.3	11.2	13.5						
ROE (%)	10.1	15.1	4.0						
P/B (x)	2.2	2.1	1.9						

Source: Dataguide, Baro Research Center

Exhibit 1. 휴비츠 분기/연간 매출 및 비용 현황												
	16-1Q	16-2Q	16-3Q	16-4Q	17-1Q	17-2Q	17-3Q	17-4Q	18-1Q	2015	2016	2017
매출액	168	176	155	169	155	184	181	183	165	697	669	704
매출액 상해휴비츠 - 억원	32	41	37	44	30	41	47	44	31	185	156	162
매출액 상해휴비츠 - 천 RMB	17,686	22,839	22,285	26,213	18,172	24,943	27,709	26,234	18,610	102,516	89,023	97,058
매출액 대비 비용의 성격												
재고자산의 변동+원재료 및 상품 매입액	66	67	58	64	52	92	70	77	66	300	255	291
종업원급여	31	27	32	31	40	23	35	29	35	113	121	127
감가상각 및 무형자산상각	11	9	9	8	11	11	12	13	14	43	37	47
외주가공비	8	9	8	9	8	9	10	11	9	33	34	38
판매보증비용	1	1	2	1	1	-3	2	1	1	7	5	1
운반비	3	2	3	3	3	4	3	3	3	11	11	13
지급수수료	6	6	7	6	5	6	12	8	10	22	25	31
광고선전및판촉비용	2	1	2	1	2	1	2	4	2	8	6	9
기타비용	12	11	13	15	17	9	15	14	13	48	51	55
매출원가+판관비 합계	140	133	133	139	138	153	160	162	152	584	545	613
매출액 YoY	-7.1%	-9.9%	-9.6%	14.6%	-7.7%	4.6%	16.6%	8.1%	6.0%	8.8%	-3.9%	5.2%
매출액 상해휴비츠 - 억원	-30.9%	-27.9%	-9.0%	12.4%	-6.4%	1.1%	25.6%	-1.2%	3.1%	79.4%	-15.7%	4.4%
매출액 상해휴비츠 - 천 RMB	-33.6%	-28.4%	0.6%	20.1%	2.7%	9.2%	24.3%	0.1%	2.4%	70.3%	-13.2%	9.0%
매출액 대비 비용의 성격 비율												
재고자산의 변동+원재료 및 상품 매입액	39.2%	38.0%	37.3%	37.8%	33.4%	49.9%	38.6%	42.1%	40.1%	43.0%	38.1%	41.3%
종업원급여	18.4%	15.3%	20.6%	18.3%	25.7%	12.5%	19.3%	15.9%	21.2%	16.2%	18.0%	18.0%
감가상각 및 무형자산상각	6.5%	5.1%	5.8%	4.7%	7.1%	6.0%	6.6%	7.1%	8.5%	6.2%	5.6%	6.7%
외주가공비	4.7%	5.1%	5.1%	5.3%	5.1%	4.9%	5.5%	6.0%	5.5%	4.7%	5.0%	5.4%
판매보증비용	0.6%	0.6%	1.3%	0.6%	0.6%	-1.6%	1.1%	0.5%	0.6%	1.0%	0.7%	0.1%
운반비	1.8%	1.1%	1.9%	1.8%	1.9%	2.2%	1.7%	1.6%	1.8%	1.6%	1.7%	1.8%
지급수수료	3.6%	3.4%	4.5%	3.5%	3.2%	3.3%	6.6%	4.4%	6.1%	3.1%	3.8%	4.4%
광고선전및판촉비용	1.2%	0.6%	1.3%	0.6%	1.3%	0.5%	1.1%	2.2%	1.2%	1.2%	0.9%	1.3%
기타비용	7.1%	6.2%	8.4%	8.9%	10.9%	4.9%	8.3%	7.7%	7.9%	6.9%	7.6%	7.8%
매출원가+판관비 합계	83.1%	75.5%	85.6%	82.2%	88.8%	83.0%	88.3%	88.5%	92.3%	83.8%	81.4%	87.1%
영업이익률	20.0%	21.5%	14.7%	17.7%	10.9%	17.1%	11.6%	11.8%	7.5%	16.2%	18.6%	12.9%
기타비용					15				8	25	21	57
유형자산손상차손					0				0	9	0	13
무형자산손상차손					0				0	7	9	19
무형자산 (stock) 개발비 - 전기초									84	106	88	88
무형자산 (stock) 개발비 - 취득									14	31	10	35
무형자산 (stock) 개발비 - 상각									-5	-14	-3	-14
무형자산 (stock) 개발비 - 손상차손									0	-10		-26
무형자산 (stock) 개발비 - 기말									93	88	95	84
판관비 (flow) 경상연구개발비	13	9	10	11	10	11	12	14	11	46	42	47

Source: 휴비츠, Baro Research Center

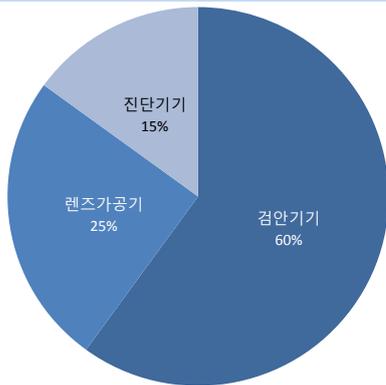
Exhibit 2. 휴비츠 매각예정으로 분류한 자산 및 부채의 현황		
구분	2017	18.1Q
처분자산 집단:		
제품	7	6
제품 평가충당금	-6	-6
원재료	18	14
원재료 평가충당금	-15	-14
합 계	5	0

Source: 휴비츠, Baro Research Center

Exhibit 3. 휴비츠 분기/연간 매출 및 비용 현황		
Auto-keratometers (검안기)		Optical Coherence Tomography (망막진단기)
Huvitz	한국	Heidelberg Engineering
NIDEK	일본	Carl Zeiss Meditec
Topcon	일본	TOPCON
HORIBA Medical	일본	Leica Microsystems
Shin-Nippon	일본	Agfa HealthCare
Righton	일본	Agiltron
US Ophthalmic	미국	DermaLumics
Micro Medical Devices	미국	Insight
Reichert	미국	Michelson Diagnostics
Johnson & Johnson Vision	미국	Moptim
Essilor instruments	미국	TOMEY
Alcon	미국	NIDEK
CANON USA	미국	Optovue
Carl Zeiss Meditec	독일	OPTOPOL Technology
Oculus	독일	Optos
Plusoptix	독일	BaySpec
Tianjin Suowei Electronic Technology	중국	
Shenzhen Certainn Technology Co., Ltd.	중국	
Alltion	중국	
Luneau Technology	프랑스	
Takagi Ophthalmic Instruments Europe	영국	
Haag-Streit Diagnostics	스위스	
CSO Costruzione Strumenti Oftalmici	이탈리아	
Medmont	호주	

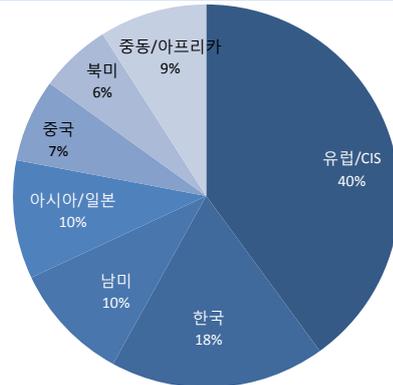
Source: Research & Markets 외 글로벌시장자료 참조, Baro Research Center

Exhibit 4. 휴비츠 제품군별 매출비중 (2017년 기준)



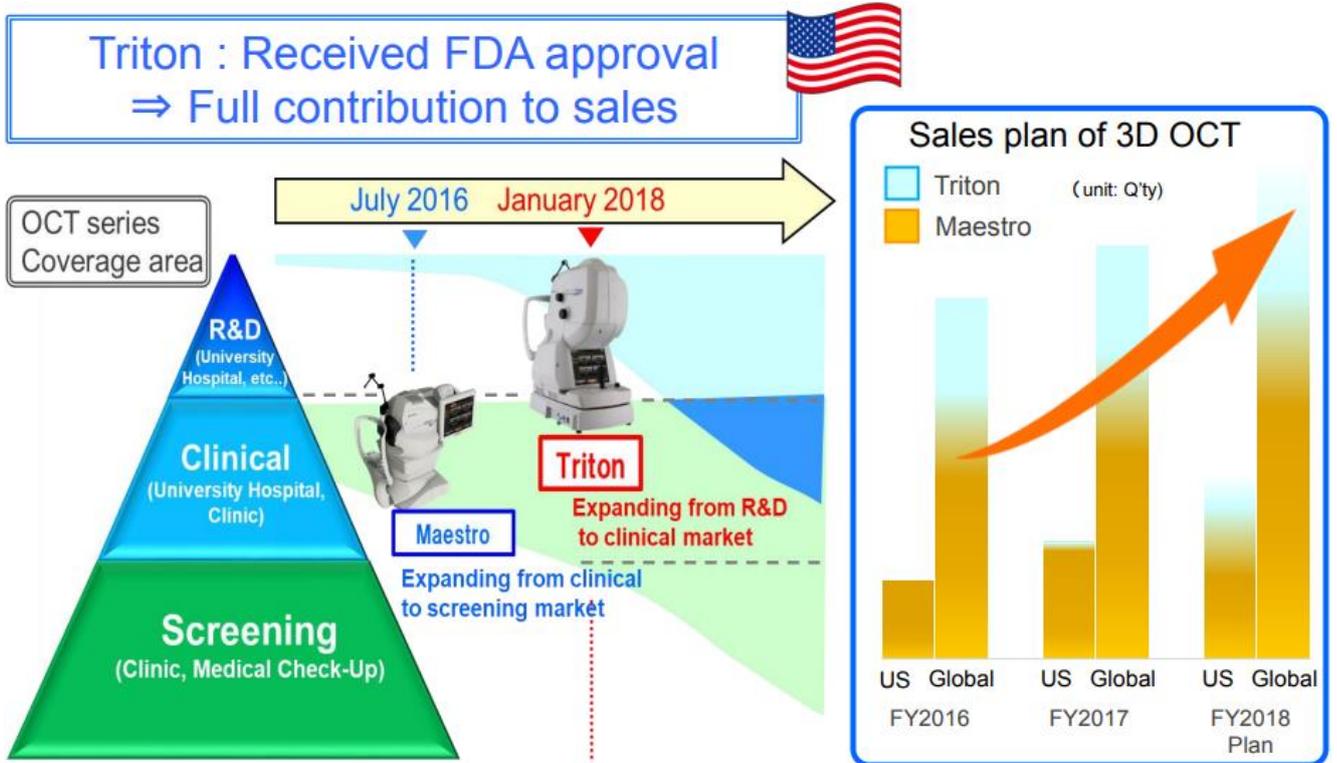
Source: 휴비츠, Baro Research Center

Exhibit 5. 휴비츠 지역별 매출비중 (2017년 기준)



Source: 휴비츠, Baro Research Center

Exhibit 6. Topcon 망막진단기 현황



Source: Topcon, Baro Research Center

휴비츠(065510) 재무제표

대차대조표

결산기(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
유동자산	41.8	46.1	47.8	46.6	42.1
현금성자산	13.0	15.2	16.7	7.7	4.1
매출채권	11.1	11.3	13.1	16.0	18.0
재고자산	14.2	15.1	15.5	15.9	17.2
비유동자산	59.9	60.7	66.7	92.9	98.8
투자자산	5.3	4.4	4.7	4.1	16.8
유형자산	44.0	43.1	48.9	76.9	70.4
무형자산	10.5	13.2	13.1	11.9	11.6
자산총계	101.6	106.8	114.5	139.5	140.9
유동부채	18.7	22.6	17.7	26.6	26.3
매입채무	4.0	4.5	3.7	3.7	6.6
유동성이자부채	14.0	14.7	12.8	20.2	17.9
비유동부채	17.7	19.1	22.6	30.2	30.4
비유동이자부채	15.9	16.0	17.5	23.3	23.1
부채총계	36.3	41.7	40.3	56.8	56.7
자본금	5.3	5.3	5.9	5.9	5.9
자본잉여금	7.8	7.9	12.5	12.9	12.9
이익잉여금	47.5	48.1	52.5	61.7	63.7
자본조정	0.7	(0.5)	(2.1)	(3.3)	(3.8)
자기주식	0.0	(1.4)	(3.2)	(4.0)	(4.0)
자본총계	65.3	65.1	74.2	82.7	84.2
투하자본	80.7	80.5	87.7	118.4	121.0
순차입금	16.9	15.4	13.5	35.8	36.8
ROA	(0.3)	1.3	5.9	8.7	2.2
ROE	(0.4)	2.3	10.1	15.1	4.0
ROIC	5.7	2.8	11.7	10.9	5.5

현금흐름표

결산기(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
영업현금	6.1	10.1	11.0	12.4	9.9
당기순이익	0.3	1.6	7.4	11.4	3.5
자산상각비	5.1	4.7	4.8	4.4	4.9
운전자본증감	(4.3)	1.4	(5.3)	(5.9)	(1.6)
매출채권감소(증가)	1.5	0.7	(0.6)	(0.4)	0.4
재고자산감소(증가)	(4.1)	(1.1)	(0.6)	(1.8)	(0.9)
매입채무증가(감소)	0.4	(0.5)	(2.0)	(1.8)	0.3
투자현금	(21.0)	(6.0)	(11.6)	(33.7)	(10.1)
단기투자자산감소	1.0	1.5	(0.3)	1.3	0.3
장기투자증권감소	0.0	2.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(17.8)	(2.0)	(14.4)	(31.3)	(15.9)
유무형자산감소	(4.9)	(4.8)	3.2	(3.8)	2.5
재무현금	16.6	(2.3)	1.3	13.5	(3.2)
차입금증가	18.1	(0.5)	(1.1)	15.2	(2.4)
자본증가	(1.6)	(0.5)	3.9	(1.2)	(1.2)
배당금지급	1.6	0.5	1.0	1.2	1.2
현금 증감	1.7	1.7	0.8	(7.7)	(3.6)
총현금흐름(Gross CF)	12.2	9.8	17.2	18.4	12.9
(-) 운전자본증가(감소)	4.8	(1.0)	3.1	6.4	(2.9)
(-) 설비투자	17.8	2.0	14.4	31.3	15.9
(+) 자산매각	(4.9)	(4.8)	3.2	(3.8)	2.5
Free Cash Flow	(15.3)	3.9	2.9	(23.1)	2.5
(-) 기타투자	(0.0)	(2.0)	0.0	0.0	0.0
잉여현금	(15.3)	5.9	2.9	(23.1)	2.5

Source: Company Data, Baro Research Center

손익계산서

결산기(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	64.1	64.0	69.7	66.9	70.4
증가율 (Y-Y,%)	(8.0)	(0.1)	8.8	(3.9)	5.2
영업이익	5.6	2.8	11.3	12.4	9.1
증가율 (Y-Y,%)	(49.9)	(50.3)	301.4	10.4	(26.7)
EBITDA	10.7	7.5	16.1	16.8	14.0
영업외손익	(7.2)	(0.8)	(1.9)	0.9	(5.6)
순이자수익	(0.2)	(0.5)	(0.3)	0.1	(0.7)
외화관련손익	(0.1)	0.3	0.6	0.8	(1.6)
지분법손익	(0.2)	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	(1.5)	2.0	9.3	13.4	3.5
당기순이익	0.3	1.6	7.4	11.4	3.5
지배기업당기순이익	(0.3)	1.4	6.5	11.1	3.1
증가율 (Y-Y,%)	(95.6)	395.4	358.4	53.2	(69.6)
NOPLAT	4.1	2.2	9.9	11.2	6.6
(+) Dep	5.1	4.7	4.8	4.4	4.9
(-) 운전자본투자	4.8	(1.0)	3.1	6.4	(2.9)
(-) Capex	17.8	2.0	14.4	31.3	15.9
OpFCF	(13.4)	5.9	(2.8)	(22.1)	(1.5)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	11.8	3.9	1.1	1.5	3.2
영업이익증가율(3Yr)	(16.6)	(37.5)	(3.6)	30.1	48.1
EBITDA 증가율(3Yr)	(6.6)	(21.4)	(1.6)	16.1	23.2
순이익증가율(3Yr)	(64.8)	(44.5)	(14.3)	226.5	28.8
영업이익률(%)	8.8	4.4	16.2	18.6	12.9
EBITDA 마진(%)	16.8	11.7	23.1	25.1	19.9
순이익률 (%)	0.5	2.5	10.7	17.0	4.9

주요투자지표

결산기	2013	2014	2015	2016	2017
Per share Data					
EPS	(25)	131	578	933	262
BPS	5,829	5,775	5,815	6,502	6,622
DPS	50	100	100	100	150
Multiples(x,%)					
PER	(610.0)	128.6	22.2	13.7	48.9
PBR	2.6	2.9	2.2	2.0	1.9
EV/ EBITDA	16.5	25.8	10.3	11.2	13.5
배당수익율	0.3	0.6	0.8	0.8	1.2
PCR	13.1	18.2	10.1	8.8	12.3
PSR	2.5	2.8	2.5	2.4	2.3
재무건전성 (%)					
부채비율	55.6	64.0	54.4	68.7	67.4
Net debt/Equity	25.8	23.7	18.2	43.3	43.7
Net debt/EBITDA	157.2	205.7	83.9	213.0	262.8
유동비율	223.6	204.2	269.6	175.1	160.0
이자보상배율	32.5	5.5	38.0	N/A	13.8
이자비용/매출액	0.9	1.4	0.8	0.1	1.1
자산구조					
투하자본(%)	81.5	80.4	80.3	90.9	85.3
현금+투자자산(%)	18.5	19.6	19.7	9.1	14.7
자본구조					
차입금(%)	31.4	32.0	29.0	34.5	32.7
자기자본(%)	68.6	68.0	71.0	65.5	67.3

Note: EPS 는 완전희석 EPS

