

Initiation

휴비츠 (065510)

이민영 minyoung.lee01@daisin.com

투자이견 BUY
매수, 신규

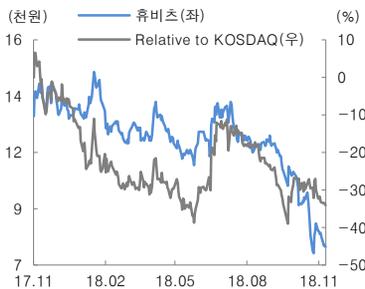
6개월 목표주가 10,300
신규

현재주가 (18.11.14) 8,000
스몰캡업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Sky Blue

KOSDAQ	671.56
시가총액	95십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	6십억원
52주 최고/최저	14,750원 / 7,750원
120일 평균거래대금	9억원
외국인지분율	9.81%
주요주주	김현수 외 3 인 26.51% Mondrian Investment Partners Limited 5.53%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-17.1	-31.6	-30.7	-43.1
상대수익률	-9.7	-22.4	-11.4	-35.9



실적 선방과 성장 사이

투자이견 매수, 목표주가 10,300원 제시

- 목표주가 10,300원은 2019F EPS에 국내 의료기기업종 2019F PER 13.8배를 적용해 산출
- 잔여이익평가모형(RIM)을 이용해 산정한 적정주가는 13,194원

세계적인 업체들과 경쟁하는 안광학 의료기기 전문업체

- 안경점용 기기: 2018F 매출 비중 67%이며 주력 제품은 검안기(시력 측정기), 렌즈미터(안경렌즈 또는 콘택트렌즈의 도수 측정기), 리플렉터(각 시력에 맞는 렌즈 도수를 사람의 손이 아닌 기계가 자동으로 선택, 렌즈 가공기(렌즈를 안경테에 맞춰서 가공)
- 안과용 진단기기: 2018F 매출 비중 17%. 주요 제품은 슬릿램프(각막, 전안방, 수정체 검사), 토노미터(안압 측정 및 녹내장 등의 질환 검사), OTC(망막진단기), 안경점용 기기 대비 수익성이 높은 제품군 확보
- 세계 안경점용 검안기 시장규모는 약 5,500억원이며 휴비츠의 점유율은 일본의 탐콘과 니텍에 이어 3위(약 10%) 추정
- 국내 안경점용 검안기 시장규모는 약 200억원이며 점유율 1위(50%)

2018년 3분기에 안정성이 돋보이는 실적 달성

- 3분기에 매출액 195억원(+7% YoY, -6% QoQ), 영업이익 25억원(+20% YoY, -14% QoQ) 기록. 전년동기대비 큰 폭의 영업이익 개선은 1) 전년에 발생했던 현미경 연구개발비상각, 신사옥 이전 비용 등의 일회성 비용 제거 및 2) 고수익성의 안과용 OTC(망막진단기) 판매 확대에 따른 제품 믹스 효과에 기인
- 4분기는 통상적으로 성수기여서 실적 개선세 이어질 전망. 예상 실적은 매출액 204억원(+12% YoY, +5% QoQ), 영업이익 27억원(+27% YoY, +8% QoQ). 전년에 출시한 신제품 4종 효과 및 OTC 부문의 성장 전망

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	67	70	77	84	91
영업이익	12	9	9	11	13
세전순이익	13	4	8	10	12
총당기순이익	11	3	8	9	10
지배지분순이익	11	3	7	9	10
EPS	956	268	634	748	857
PER	14.3	49.8	12.6	10.7	9.3
BPS	6,502	6,622	7,152	7,735	8,425
PBR	2.1	2.0	1.1	1.0	0.9
ROE	15.1	4.0	9.0	9.8	10.3
환율민감도(원달러)분석				2019F	2020F
환율 100원 상승시 EPS(주당순이익) 변동율				5.5%(↑)	5.7%(↑)

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 휴비츠, 대신증권 Research&Strategy본부

연결대상 자회사 상해 휴비츠는 미래 성장 동력

중국에 고령화, 미세먼지 영향, 스마트 기기 보급률 증가 등으로 안경 착용자와 안경점이 늘어나고 있다. 이런 중국 내수시장에 진출하기 위해 동사는 2007년 상해 휴비츠를 설립했고 지분율은 67%이다. 나머지 33%는 중국 의료기기업체 Supore가 보유하고 있다. 중국 검안기기 시장에서 고가는 탐콘, 니텍, 그리고 휴비츠가 경쟁하고 저가는 수많은 현지 업체들이 선점했다. 상해 휴비츠는 현지 업체들 대비 우수한 기술력을 바탕으로 중저가 시장에서 두각을 나타내고 있다.

주요 도시 5성에 대리점 20여개를 확보하고, 직접 대리점에 검안기를 판매하기 때문에 영업비용은 높은 편으로 파악된다. 하지만 중국 내수 매출이 꾸준히 상승하면서 휴비츠에 연결되는 매출액이 증가하는 점은 긍정적이다. 또한, 지속적인 성장을 위해 2017년에 대규모 신공장을 건설했다. 지난 5년간 지배주주의 연결 실적에 반영된 상해 휴비츠의 매출액은 연평균 11% 증가했다. 매출 기여도 또한 2013년 7.5%에서 2017년 10.3%로 2.8%p 상승한 점은 고무적이다. 상해 휴비츠가 동사의 미래 성장 동력이 될 전망이다. 2018년 상해 휴비츠의 실적은 매출액 180억원(+11% YoY), 영업이익 30억원(+122% YoY)으로 예상된다.

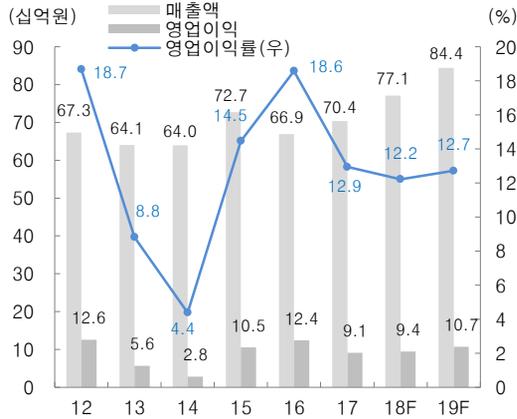
표 19. 휴비츠 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	2017				2018				2016	2017	2018F	2019F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QF				
매출액	15.5	18.4	18.1	18.3	16.5	20.8	19.5	20.4	66.9	70.4	77.1	84.4
증가율(%YoY)	-9.5	3.1	14.8	13.6	6.0	12.7	7.4	11.5	-8.0	5.2	9.5	9.5
안경점용 기기	12.9	14.4	13.9	12.7	12.3	14.1	12.4	13.0	53.2	53.8	51.9	54.1
안과용 기기	1.3	2.3	1.9	2.8	2.5	3.2	3.4	4.0	7.0	8.3	13.1	15.3
현미경	0.2	0.1	0.0	0.0	0.5	0.3	0.0	0.0	1.1	0.2	0.8	0.0
기타	0.0	0.1	0.4	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	0.5	0.7	0.9	0.9
상해 휴비츠+HS 파트너스	1.1	1.7	1.9	2.6	0.9	2.8	3.5	3.1	5.0	7.2	10.4	14.1
영업이익	1.7	3.2	2.1	2.2	1.2	2.9	2.5	2.7	12.4	9.1	9.4	10.7
영업이익률(%)	10.9	17.1	11.6	11.8	7.5	14.1	13.0	13.4	18.6	12.9	12.2	12.7
증가율(%YoY)	-47.0	-14.1	-2.3	-36.6	-26.9	-7.1	20.3	26.6	18.2	-26.7	3.5	13.9
지배주주지분순이익	0.6	3.3	1.7	-2.5	1.2	3.6	1.3	1.2	11.1	3.1	7.4	8.7
지배주주지분순이익률(%)	3.8	18.1	9.5	-13.9	7.5	17.3	6.8	5.8	16.5	4.4	9.5	10.3
증가율(%YoY)	-74.2	-5.2	1.0	적전	109.6	7.7	-23.2	흑전	69.4	-71.9	136.4	18.0

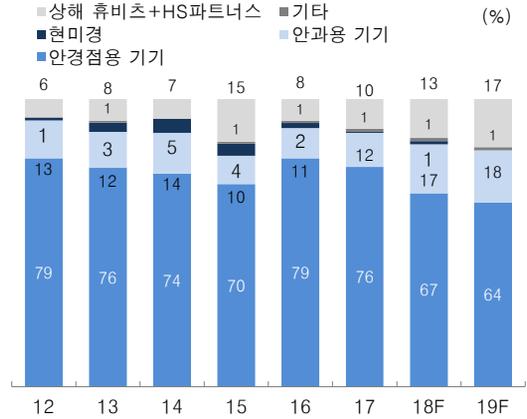
자료: 휴비츠, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 29. 연간 실적 추이



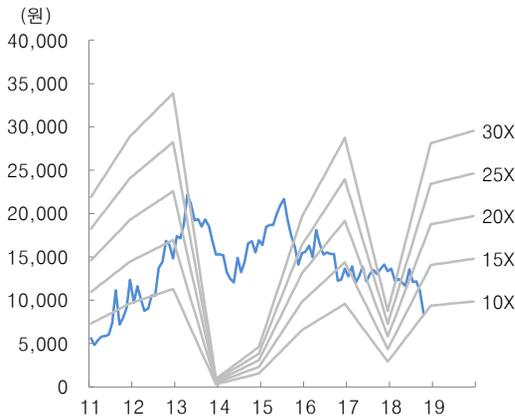
자료: 휴비츠, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 30. 사업부별 매출 비중



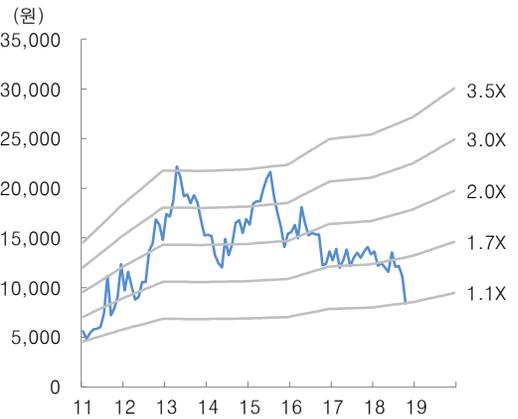
자료: 휴비츠, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 31. 휴비츠 PER 밴드



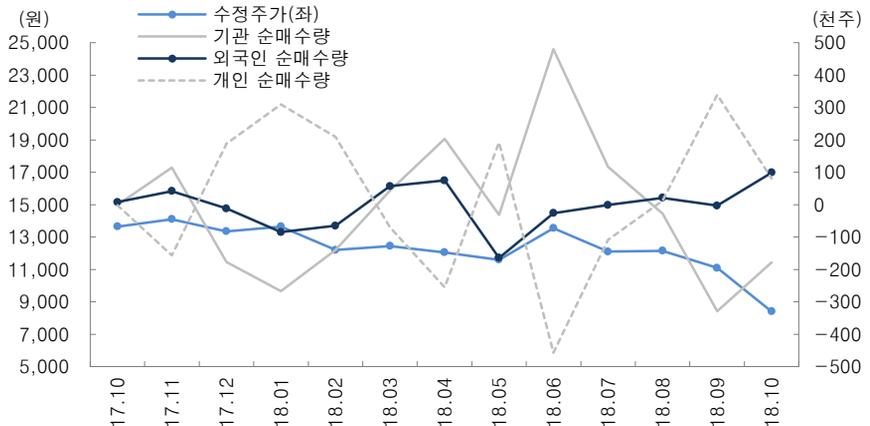
자료: 휴비츠, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 32. 휴비츠 PBR 밴드



자료: 휴비츠, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 33. 월간 매매주체별 수급 동향



자료: 오스템임플란트, 대신증권 Research&Strategy본부

표 20. 휴비츠 Global Peer Group

회사명		Topcon	Nidec	Carl Zeiss Meditec
국가		일본	일본	독일
주가(18.11.14)	(USD)	14	126	78
시가총액	(USDmn)	1,516	37,661	6,975
매출액 (USDmn)	2017A	1,188	11,094	1,315
	2018F	1,314	13,431	1,482
	2019F	1,348	14,209	1,631
영업이익 (USDmn)	2017A	88	1,298	200
	2018F	109	1,513	221
	2019F	138	1,798	256
OPM (%)	2017A	7.4	11.7	15.2
	2018F	8.3	11.3	14.9
	2019F	10.2	12.7	15.7
순이익 (USDmn)	2017A	41	1,033	149
	2018F	54	1,186	149
	2019F	69	1,412	181
NPM (%)	2017A	3.4	9.3	11.3
	2018F	4.1	8.8	10.1
	2019F	5.1	9.9	11.1
PER (배)	2017A	48.0	28.1	28.1
	2018F	36.5	36.9	47.7
	2019F	21.6	26.5	39.1
PBR (배)	2017A	3.5	3.7	3.3
	2018F	3.4	5.2	4.8
	2019F	2.4	4.0	4.4
EV/EBITDA (배)	2017A	13.0	21.9	19.8
	2018F	13.0	21.9	28.7
	2019F	8.9	15.7	24.5
ROE (%)	2017A	7.4	13.9	13.4
	2018F	9.7	14.8	10.3
	2019F	11.1	15.4	11.7
EPS (USD)	2017A	0.4	3.5	1.7
	2018F	0.6	4.0	1.7
	2019F	0.7	4.8	2.0
FY.M		3	3	9

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)	7	9	10	10	11	12	12	13	13	14
II 자기자본(지배지분) ^(주2)	85	92	100	107	115	125	134	145	156	168
추정ROE	9.0	9.8	10.3	9.8	9.5	9.2	9.0	8.8	8.5	8.3
III 필요수익률 ^(주3)	6.1									
무위험이자율 ^(주4)	2.1									
시장위험프리미엄 ^(주5)	4.0									
베타	1.00									
IV Spread(추정ROE-필요수익률)	2.9	3.7	4.2	3.7	3.4	3.1	2.9	2.7	2.4	2.2
V 필요수익	5	5	6	6	7	7	8	8	9	10
VI 잔여이익(I-V)	3	3	4	4	4	4	4	4	4	4
현가계수	0.99	0.94	0.88	0.83	0.79	0.74	0.70	0.66	0.62	0.58
잔여이익의 현가	3	3	4	4	3	3	3	3	3	3
VII 잔여이익의 합계	32									
VIII 추정기간 이후 잔여이익의 현가	43									
영구성장률(g) ^(주6)	0.0%									
IX 기초자기자본	79									
X 주주지분가치(VII+VIII+IX)	153									
총주식수(천주)	11,59									
	4									
XI 적정주당가치(원)	13,194									
현재가치(원)	8,000									
Potential (%)	64.9%									

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 입장에서의 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

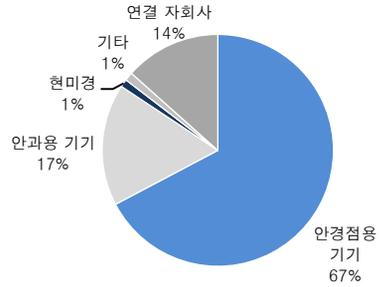
- 1999년에 설립, 2003년 코스닥 상장
- 국내 안경점용 검안기기 시장점유율 1 위(50%). 안과용 진단기기 신제품 출시를 통해 신규 성장 동력 확보
- 지역별 매출 비중: 한국 18%, 유럽/CS 40%, 남미 10%, 아시아 10%, 중국 7%, 북미 6%, 기타 9%
- 자산 1,550억원, 부채 650억원, 자본 910억원(2018F 기준)
(발행주식수: 11,882,871 / 자기주식수: 289,170)

주가 변동요인

- 원/달러 환율
- 원/유로 환율
- 수출 물량 증가 여부
- 신제품 출시
- 환경적 요인에 따른 안과 환자 수 증가

자료: 휴비츠, 대신증권 Research&Strategy본부

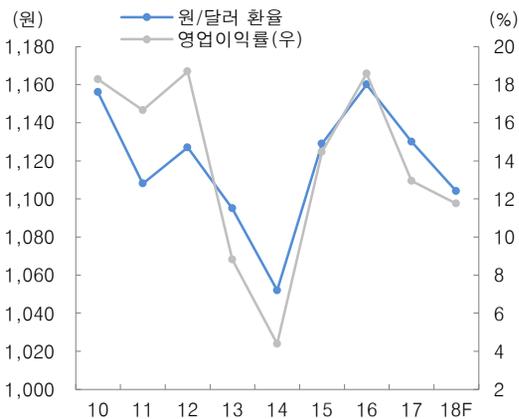
휴비츠 사업부문별 매출 비중



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

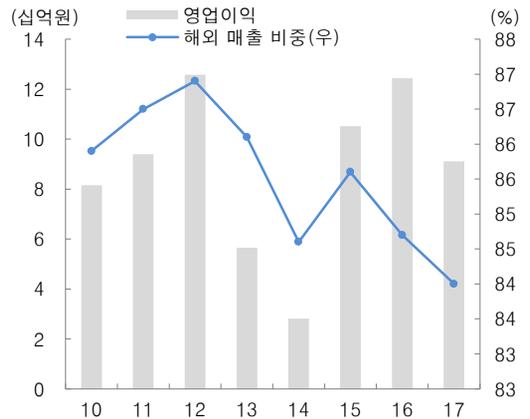
Earnings Driver

그림 34. 원/달러 vs. 영업이익률



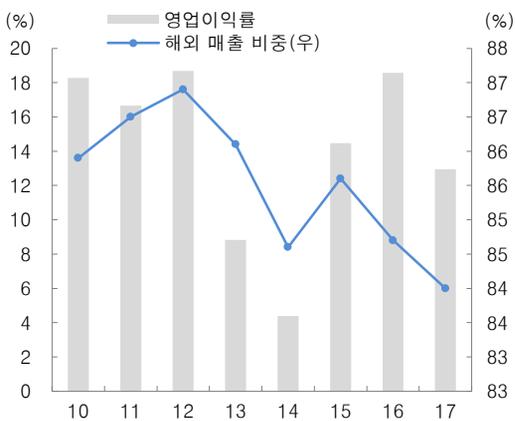
자료: 휴비츠, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 35. 수출 증가는 영업이익 개선으로 이어져



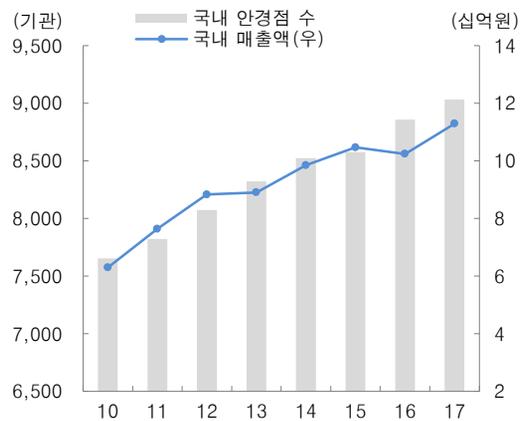
자료: 휴비츠, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 36. 수출과 영업이익률 연동 됨



자료: 휴비츠, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 37. 국내 매출액 vs. 국내 안경점 수



자료: 휴비츠, 대신증권 Research&Strategy본부

재무제표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	67	70	77	84	91
매출원가	38	42	46	51	54
매출총이익	29	28	31	34	38
판매비와관리비	17	19	21	23	25
영업이익	12	9	9	11	13
영업이익률	18.6	12.9	12.2	12.7	14.1
EBITDA	17	14	14	15	17
영업외손익	1	-6	-2	-1	-1
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	1	0	0	0	0
외환관련이익	2	1	1	1	1
금융비용	0	-1	-1	-1	-1
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	0	-5	-1	0	0
법인세비용차감전순이익	13	4	8	10	12
법인세비용	-1	1	0	-1	-1
계속사업순이익	12	5	8	9	10
중단사업순이익	-1	-1	0	0	0
당기순이익	11	3	8	9	10
당기순이익률	17.0	4.9	10.0	10.9	11.4
비지배자분순이익	0	0	0	1	1
지배자분순이익	11	3	7	9	10
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	10	3	8	9	10
비지배자분포괄이익	0	0	0	1	1
지배자분포괄이익	10	2	7	9	10

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	956	268	634	748	857
PER	14.3	49.8	12.6	10.7	9.3
BPS	6,502	6,622	7,152	7,735	8,425
PBR	2.1	20	1.1	1.0	0.9
EBITDAPS	1,414	1,178	1,180	1,279	1,452
EV/EBITDA	12.1	14.3	9.3	8.2	6.8
SPS	5,638	5,925	6,489	7,104	7,693
PSR	2.4	2.3	1.2	1.1	1.0
CFPS	1,549	1,086	1,552	1,707	1,852
DPS	100	150	150	150	150

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성					
매출액 증가율	-3.9	5.2	9.5	9.5	8.3
영업이익 증가율	10.4	-26.7	3.5	13.9	20.2
순이익 증가율	53.2	-69.6	122.1	19.4	13.9
수익성					
ROC	10.7	9.9	8.3	8.9	10.2
ROA	9.8	6.5	6.4	6.7	7.7
ROE	15.1	4.0	9.0	9.8	10.3
안정성					
부채비율	68.7	67.4	71.0	66.0	60.9
순차입금비율	42.6	43.4	32.2	23.1	13.7
이자보상배율	235.7	11.7	8.7	10.1	12.0

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	47	42	61	72	83
현금및현금성자산	8	4	19	25	33
매출채권 및 기타채권	16	18	21	22	24
재고자산	16	17	19	21	22
기타유동자산	7	3	3	3	3
비유동자산	93	99	94	91	89
유형자산	77	70	65	62	60
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	16	28	29	29	29
자산총계	140	141	155	163	172
유동부채	27	26	35	36	36
매입채무 및 기타채무	4	7	6	6	7
차입금	12	15	24	24	24
유동성채무	9	3	5	5	5
기타유동부채	3	1	1	1	1
비유동부채	30	30	29	29	29
차입금	23	23	20	20	20
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	7	7	9	9	9
부채총계	57	57	65	65	65
자배지분	77	79	85	92	100
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	13	13	13	13	13
이익잉여금	62	64	69	76	84
기타지분변동	-3	-4	-3	-3	-3
비지배자분	5	5	6	6	7
자본총계	83	84	91	98	107
순차입금	35	37	29	23	15

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	12	10	10	14	15
당기순이익	11	3	8	9	10
비현금항목의 가감	7	9	11	11	12
감가상각비	4	5	5	4	4
외환손익	-1	1	1	1	1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	3	4	5	6	6
자산부채의 증감	-6	-2	-7	-5	-5
기타현금흐름	0	-1	-1	-2	-2
투자활동 현금흐름	-34	-10	4	1	1
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	-31	-10	3	0	0
기타	-3	0	1	1	1
재무활동 현금흐름	14	-3	6	-1	-1
단기차입금	6	-2	9	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	15	3	-3	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-1	-1	-2	-2	-2
기타	-6	-3	2	0	0
현금의 증감	-8	-4	15	7	8
기초 현금	15	8	4	19	25
기말 현금	8	4	19	25	33
NOPLAT	11	12	9	10	12
FCF	-20	-3	12	13	14

자료: 휴비츠, 대신증권 Research&Strategy 본부