LEADING
Mid-Cap Research

휴비츠 (065510 KQ)

검안 시장의 다크호스

2012년 6월 18일

Analyst: 송보금
bksong@leading.co.kr
82-2-2009-7193

Leading Traffic Light: Green

휴비츠는...

- ✓ 국내 1 위의 안광학 의료기기 중심 광전자 정밀기기 제조업체
- ✓ 유럽/일본 경쟁사가 세계시장 60%를 점유하는 시장에서 세계 3 위 위치 고수

Green light because:

- ✓ 꾸준한 성장 전망되는 중국에서 Mid-end 시장을 개척 선점
- ✓ 유로존 위기, 엔고 지속으로 일본/유럽 경쟁사가 부진한 반면 동사는 상대적 우위

성장 잠재력:

- ➢ 제품의 품질은 대형 경쟁사와 동등한 고품질을 유지하며 원가경쟁력으로 20%대 OPM 유지
- ➢ 중국시장에서 최근 4 년간 매출 성장률 CAGR 52.8%을 기록하는 등 성장 추세 지속 예상

경영진과 주주가치:

- ➢ CEO 은 국내 안광 의료기기 업계의 개척자
- ➢ 기술 우위에 중점을 두는 기업 문화와 임직원의 35%가 연구개발진으로 기술인력 보유

가치창출:

- ➢ 2014 년까지 20% 내외의 ROE 지속 예상
- ➢ 2011 년부터 매년 100 억원 이상의 잉여현금 창출 예상

Valuation:

- ➢ 목표주가는 PER 12.9x 를 적용한 14,600 원
- ➢ 현재주가 9,050 원에서 61.3%의 상승여력

CAVEAT EMPTOR!!! – Watch out for…

- ➢ 원/달러 환율 리스크: 수출비중 86%에 반해 원자재는 대부분 국내산
- ➢ 현미경 사업 확대 여부

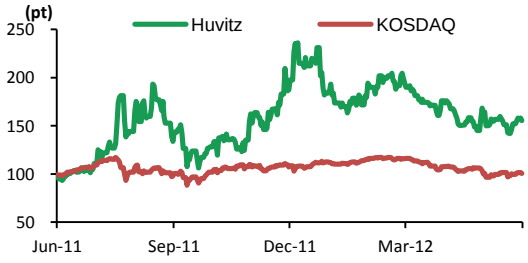
BUY

목표주가	14,600 원
현재주가	9,050 원
목표수익률	61.3%

Key Data	2012 년 6 월 15 일
산업분류	의료 장비 및 서비스
코스닥	467.75
시가총액 (십억원)	94.3
발행주식수 (백만주)	10.4
외국인 지분율 (%)	11.1
52 주 고가 (원)	13,750
저가 (원)	5,290
60 일 일평균거래대금 (십억원)	4.1
주요주주	(%)
김현수 외 특수관계자	29.1
Fidelity	9.1

주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	(3.2)	(17.0)	59.6
상대주가	(3.8)	(9.7)	58.0

Relative Performance



Valuation Forecast

FY	Sales (Wbn)	% chg yoy	OP (Wbn)	OPM (%)	NP (Wbn)	EPS (W)	EPS Growth (%)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	ROE (%)	P/B (x)
2009	38.6	25.0	7.6	19.7	6.8	748	54.9	12.1	8.0	24.9	2.7
2010	45.8	18.6	9.7	21.2	7.5	799	6.8	11.3	6.6	20.6	2.1
2011	57.0	24.5	11.5	20.1	9.5	1,013	26.7	8.9	5.7	20.4	1.7
2012E	67.2	17.9	13.0	19.4	10.9	1,132	11.8	8.0	5.1	19.3	1.4
2013F	78.1	16.2	14.9	19.1	13.1	1,364	20.5	6.6	4.5	19.6	1.2
2014F	90.0	15.3	17.1	19.0	15.3	1,597	17.1	5.7	4.0	19.3	1.0

목차

핵심 투자포인트 3

Section 1-1: Valuation – 목표주가 4

Section 1-2: Valuation – Peer Valuation 비교..... 5

Section 2: 기업 **snapshot?** 6

Section 3: 가치를 창출하는 기업인가**?** 8

Section 4: 잉여현금창출 능력과 배당정책은**?** 9

Section 5: 부채와 이자의 관리능력은**?** 10

Section 6: 증자**, CB, BW** 로 자금을 요구하는 회사인가**?** 11

Section 7: CEO 의 경영철학은**?** 12

Section 8: 환율에 대한 노출과 민감도 13

Section 9: 영업현황과 실적전망 14

핵심 투자포인트

✓ 국내 1 위, 세계 3 위 안광학 의료기기 업체 – 큰 변동 없이 꾸준히 성장하는 시장

2003년 코스닥에 상장한 휴비츠는 안구의 상태를 검사하는 안광학 의료기기와 렌즈 가공기기를 주 상품으로 한 광전자 정밀기기 제조업체이다. 동사는 일본 및 유럽의 대형 경쟁사들의 뒤를 이어 세계 3위~4위 그리고 국내 1위의 위치를 고수하고 있다. 눈에 관련된 제품은 (안광학 의료기기, 안경 등) 상대적으로 경기변동의 영향을 적게 받는 시장이어서 2008년부터의 금융위기에도 안정적인 매출 성장을 보였으며, 1차적 수요인 안경 착용인구 또한 세계적으로 꾸준한 증가 추세를 보이고 있어 시장의 성장전망은 견조하다. 일본 및 유럽의 소수 대형업체가 70% 이상의 시장점유율을 보이고 있는 상황이나, 동사는 경쟁사 대비 규모가 작으면서도 동일한 수준의 품질과 가격경쟁력을 통해 세계 3~4위의 위치를 고수하고 있다 (Page 14~15).

✓ 성장성 높은 중국 시장에서 상해 휴비츠 급성장 중

휴비츠는 2007 년 중국법인 상해휴비츠를 설립한 후 2011 년까지 CAGR 52.8%의 매출을 기록하는 급성장을 보였다. 중국시장은 원래 High end (Nideck, Topcon, 휴비츠)와 Low end (중국 로컬 업체)로 양분되어 있었으나 상해휴비츠는 Mid-end 에 중점을 두는 차별화를 통하여 경쟁을 최소화 하였다. 중국의 안경시장이 최근 10 년간 연간 17%의 성장률을 보이는 등 기본 시장환경이 양호한 반면 중국 로컬 업체의 포괄적인 기술력은 아직 동사 및 일본, 유럽 경쟁사를 따라오지 못하고 있다. 또한 안광학 의료기기의 경우 제조에 높은 수준의 복합 기술력과 다양한 자체 특허 기술이 요구된다. 따라서 자본력과 기술력이 부족한 소규모 로컬 업체로써는 진입이나 사업 확장이 쉽지 않다. 상해휴비츠의 현재와 같은 성장 추세는 적어도 2014 년까지 지속될 것으로 예상된다 (Page 17).

✓ 일본 경쟁사 ↓ vs. 휴비츠 ↑

광전자 의료기기 부문은 일본 및 유럽의 소수 대형업체가 시장을 독과점 하고 있는 상태이나, 최근 몇 년 간 경쟁사들의 경영악화와 수익성 부진에 동사의 반사이익과 점유율 확대가 예상된다. 유럽은 유로존 위기로 인해 대부분의 업체들이 도산 및 M&A 를 진행했으며, 일본의 경우 엔고 지속의 악영향과 작년 3 월 대지진으로 인한 악재가 겹치며 일부 기업이 관련 부문 철수를 고려할 정도로 경쟁력이 하락하였다. 반면 동사는 일본 경쟁사 대비 약 20%의 원가경쟁력을 갖추고 있어 상대적으로 실적이 견조하였다. 일본 경쟁사의 부진에 따라 동사의 상대적 우위 및 점유율 확대가 기대되고 있는 상황이다 (Page 16).

✓ 높은 진입장벽 + 원가경쟁력 + Mid-end 겨냥한 마케팅 = 20% 대의 OPM 과 ROE

안광학 의료기기 및 렌즈 가공기기는 포괄적이고 복합적인 기술력이 기본적으로 요구되는, 기술적인 진입장벽이 높은 사업 부문이다. 이러한 조건 내에서 동사는 동종업체와도 차별화된 자체 개발 기술력을 통해 일본 경쟁사 및 국내 의료기기 업종 평균에 비해 우월한 원가경쟁력을 갖추고 있다. 이에 따라 동사의 OPM 과 ROE 는 20% 대의 높은 수준을 유지 중이다. 이러한 원가경쟁력을 기반으로 유럽/일본의 고가 제품과 질적 차이가 없으면서도 그보다 저렴한 가격으로 Mid-end 층을 공략했으며, 이를 통해 유럽 선진시장 및 중국 등 신흥국에서 시장점유율을 높였다. 특히 중국에서는 본격적인 mid-end 공략을 통해 급성장을 보이고 있다 (Page 16).

✓ 목표주가 14,600 원은 61.3%의 상승여력

기계업종의 2012 년 평균 Consensus PER 은 9.9x 이나, 기계업종의 2012 년 Consensus OPM 8.7% 대비 휴비츠의 OPM 은 그 2 배가 넘는 18.9%이다. 또한 부가가치가 높은 기기를 생산하는 휴비츠는 2013 년 이후에도 업계 평균 OPM 의 2 배 이상을 꾸준히 창출할 것으로 예상된다. 따라서 업계 PER 9.9x 에 30%의 Premium 을 적용한 Per 12.9x 를 적정 Valuation 으로 산정한다. 동사의 2012 년 예상 EPS 1,132 원에 적정 PER 12.9x 를 적용하여 14,600 원을 적정주가로 산정하며, 이는 현재 주가인 9,050 원에서 61.3%의 상승여력을 나타낸다 (Page 4).

Section 1-1: Valuation – 목표주가 14,600 원

휴비츠: 세계 5위 권 이내의 광전자 정밀기기 업체

휴비츠의 주요 사업은 안광학 의료기기와 렌즈 가공기기의 제조로 원래 유럽 및 일본 대형업체가 시장의 대부분을 점유하고 있는 어려운 환경을 극복하고 현재 세계 3~4 위 업체로 발전했다.

대기업이 진출하기에는 작고 중소기업이 진출하기에는 요구되는 기술력과 자금이 높은 시장

휴비츠의 사업은 타 중소기업이 진입하기에는 기술력과 자금력이 부담되어 진입 장벽이 높다. 반면 대기업이 진입하기에는 시장규모가 작다. 따라서 현재 국내시장에는 동사와 비견될 만한 동종업체가 없는 상황이며, 일본/유럽의 경쟁업체 또한 안광학 의료기기/렌즈 가공기기가 주요 부문이 아닌 부수적인 사업부문에 머물러 있는 상황이다.

2011년 기준 동사의 세계시장 점유율은 약 10%~13% : 3~4위 업체

동사는 2011 년 기준 약 10%~13%의 세계시장 점유율을 보이고 있으며, 성장성이 큰 중국에서 기존의 유럽/일본 경쟁업체(high-end 중심)와 중국 로컬 업체(low-end 중심)와는 차별화된 새로운 중가시장을 개척, 선점하고 있다. 2011 년 기준 매출 성장률은 +53.1% YoY, 영업이익률은 23.5%이다.

목표주가 14,600원 61.3%의 상승여력

기계업종의 2012 년 Consensus PER 은 9.9x 이다. 그러나 기계업종의 2012 년 Consensus OPM 이 8.7%인 반면 부가가치가 높은 기기를 생산하는 휴비츠의 OPM 은 2 배가 넘는 18.9%이며 2013 년과 그 이후에도 업계평균 OPM 의 2 배 이상의 OPM 을 꾸준히 창출할 것으로 예상된다. 따라서 업계 PER 에 30%의 Premium 을 적용한 12.9x 의 PER 을 적정 Valuation 으로 산정한다.

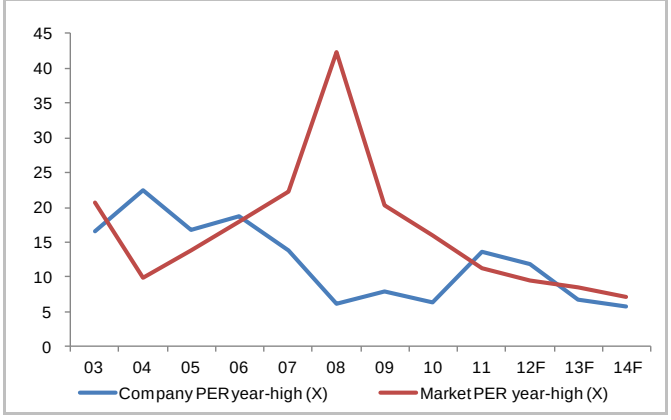
동사의 2012 년 예상 EPS 1,132 원에 적정 PER 12.9x 를 적용한 14,600 원을 적정주가로 산정하며, 이는 현재 주가인 9,050 원에서 61.3%의 상승여력을 나타낸다.

Exhibit 1. 휴비츠 Valuation VS. 시장 Valuation

(X, %)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Company year-high PER	22.4	16.7	18.7	13.9	6.1	8.0	6.3	13.6	11.9	6.6	5.7
Market year-high PER	9.9	13.9	17.9	22.3	42.4	20.4	16.0	11.2	9.5	8.6	7.2
Premium/(Discount) to market (%)	**125.9**	**20.4**	**4.6**	**(37.8)**	**(85.6)**	**(60.6)**	**(60.4)**	**21.3**	**25.0**	**(22.9)**	**(21.3)**
Company year-low PER (X)	5.3	9.4	10.6	N/A	2.3	2.3	3.8	4.6	5.9	6.6	5.7
Market year-low PER (X)	5.7	7.2	11.0	10.9	16.2	9.8	9.6	7.8	9.5	8.6	7.2
Premium/(Discount) to market (%)	**(7.2)**	**29.7**	**(3.4)**	**(14.1)**	**(85.9)**	**(76.1)**	**(60.2)**	**(41.1)**	**(37.7)**	**(22.9)**	**(21.3)**

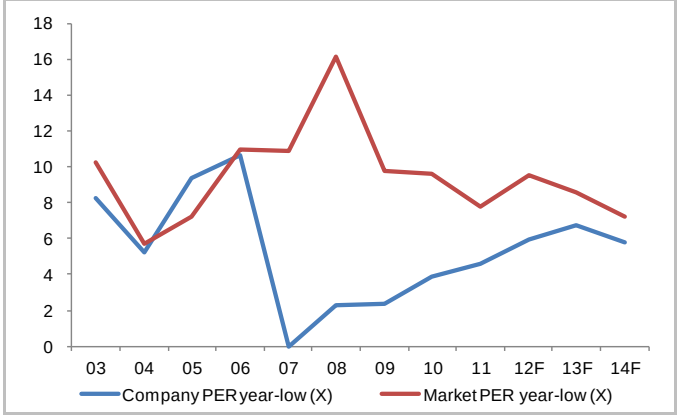
Source: Company data, Leading Research Center
**Market = KOSPI + KOSDAQ,*

Exhibit 2. 동사 PER high vs. 시장 PER high



Source:Fnguide, Leading Research Center

Exhibit 3. 동사 PER low vs. 시장 PER low



Source: Fnguide, Leading Research Center

Section 1-2: Valuation – Peer Valuation 비교

국내 상장한 동종업체가 없으므로 외국 Peer 와 비교

동사의 경쟁업체로는 Nideck(일본/비상장), Topcon(일본/상장: 7732 JP), 에실로(프랑스/상장: EI FP) 등을 들 수 있다. 국내에 상장된 안광학 의료기기 전문 업체는 휴비츠가 유일하며, 해외 경쟁사들도 안광학 의료기기/렌즈 가공기기 제조는 부수적 부문으로 삼고있다.

경쟁업체 대비 소규모임에도 세계 3~4위 위치 고수

서너 개의 업체들이 세계 안광학 의료기기/렌즈 가공기기 시장의 60% 이상을 장악하고 있는 업계 상황 상 위에 언급된 해외 경쟁사들은 대부분 시장에서 유명한 대형업체들이며, 휴비츠의 경우 경쟁업체 대비 소규모인데도 불구하고 세계 3~4 위의 위치를 고수하고 있다.

동종업체 대비 디스카운트, 그러나 업계 사정 상 정확한 비교는 불가능

현재 동사는 동종업체 대비 PER Valuation, EV/EBITDA 면에서 상당 부분 디스카운트를 받고 있다. 다만 외국 대형 경쟁사들은 안광학 의료기기, 렌즈 가공기기 부문을 동사처럼 주요 사업부문이 아닌 부수적 사업부문으로 삼고 있기에 정확한 비교는 불가능하다고 볼 수 있다.

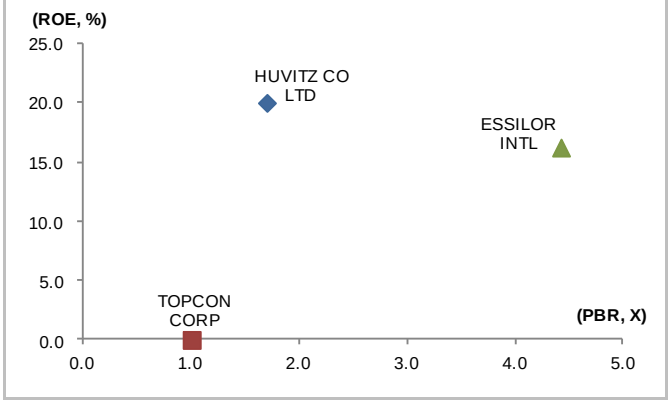
Exhibit 4. 동종업체 Valuation 비교

회사	종목코드	국가	시가총액 (백만 US$)	매출액 (백만 US$)				OPM (%)			
				10	11	12E	13E	10	11	12E	13E
HUVITZ CO LTD	065510 KS	한국	82.4	38.6	51.0	57.4	66.2	17.6	16.7	16.9	17.4
TOPCON CORP	7732 JP	일본	730.0	533.6	533.8			-0.6	0.6		
ESSILOR INTL	EI FP	프랑스	19,158.0	5,162.6	5,833.6	6,088.1	6,583.7	18.1	17.3	16.9	17.3

회사	PER (X)				EV/EBITDA (X)				P/B (X)				ROE (%)			
	10	11	12E	13E	10	11	12E	13E	10	11	12E	13E	10	11	12E	13E
HUVITZ CO LTD	6.7	15.4	9.0	7.5	4.7	9.6	5.7	4.9	1.2	2.6	1.7	1.4	19.6	17.4	20.0	20.4
TOPCON CORP					88.1	88.1			1.0	1.0			-0.6	-0.6		
ESSILOR INTL	21.9	22.4	25.6	23.2	11.6	13.3	15.0	13.7	3.4	3.4	4.4	4.0	16.5	16.6	16.2	16.2

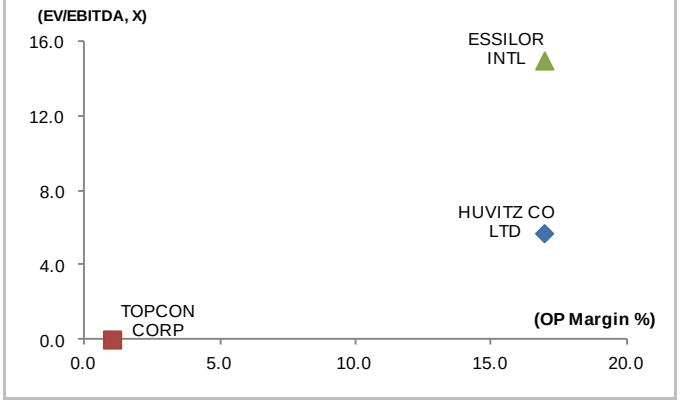
Source: Company data, Bloomberg, Leading Research Center (2012 년 6 월 13 일 기준)

Exhibit 5. 동종업체 PBR vs. ROE



Source: Bloomberg, Leading Research Center

Exhibit 6. 동종업체 EV/EBITDA vs. 영업이익률



Source: Bloomberg, Leading Research Center

Section 2: 기업 Snapshot

안광학 의료기기 제조업체

휴비츠: 안광학 의료기기 및 렌즈 가공기기 중심의 광전자 정밀기기 제조업체

휴비츠는 1999년에 설립되어 2003년 코스닥에 상장한 광전자 정밀기기 제조업체로, 안구 상태를 검사하는 안광학 의료기기(검안기)와 안경 렌즈 가공기기를 주력 제품으로 삼고있다. 전체 매출의 약 75%를 차지하는 안광학 의료기기 부문에서는 국내 1위, 세계 3위의 위치에 있다.

주요 제품: 안경점/안과용 의료기기, 렌즈 가공기기, 광학현미경

주요 사업부문 중 안광학 의료기기 부문은 안경점용과 안과용 양면을 포함하고 있으며, 2011년 하반기부터 광학 현미경 사업에도 진출하며 사업 부문을 확장하였다.

유로존 위기, 엔고 지속, 일본 대지진 등으로 인해 해외 경쟁사들의 상대적 부진

안광학 의료기기와 렌즈 가공기기 부문은 대체적으로 서유럽과 일본의 소수 업체들이 세계시장을 점유하고 있는 상태였으나 최근 유로존 위기 여파 및 일본의 대지진으로 인해 경쟁업체들의 수익성이 부진해지며 상대적인 강세를 보이고 있는 상황이다.

수출비중이 85%인 수출 위주 기업 – 상해법인을 통해 중국 매출이 급성장 중

동사는 총 수출판매 비중이 약 85%인 수출 위주 기업으로 그 중 유럽이 총 매출의 40%를 차지해 가장 큰 비중을 차지하고 있고 미국과 중국은 각각 6% 정도를 차지하고 있다. 다만 유럽과 미국은 관련 시장이 이미 성숙기이기 때문에 큰 변화가 예상되지 않는 반면, 최근 중국을 비롯해 신흥국에서의 수요가 늘어남에 따라 중국 관련 매출의 외형 성장이 상대적으로 클 것으로 예상된다.

동사는 2007년에 중국에 상해법인을 세워 2008년~2011년까지의 CAGR 52.8%의 매출 급성장을 보였으며 영업이익률 또한 2011년 기준 약 23.5%로 높은 편이어서 동사의 수익성 증가에 크게 기여하고 있다.

관련 시장은 fluctuation 이 별로 없는 완만한 성장이 전망됨

동사의 관련 시장은 큰 변동 없이 5% 내외의 완만한 성장이 예상되나, 동사는 상해휴비츠의 성장과 최근 몇 년 간 있었던 경쟁사의 재무적 부진함으로 인해 상대적인 비중 확대를 보일 것으로 예상된다.

2014년까지 15%대 이상의 매출 성장률 유지, 영업이익률은 18%대에서 안정화 예상

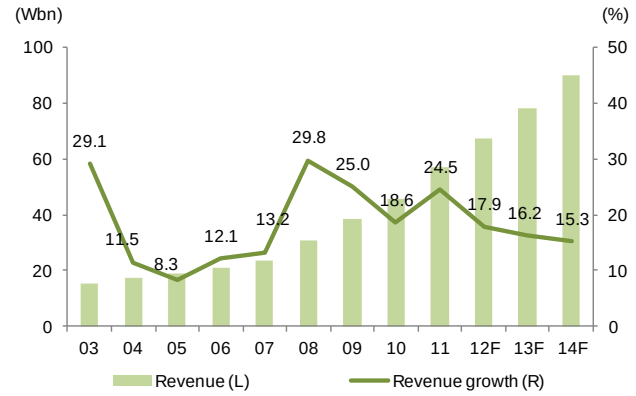
2014년까지 15%대 이상의 매출 성장률을 유지할 것으로 전망되며, 영업이익은 18%~19%대에서 안정될 것으로 보인다. 상해휴비츠의 향후 수익성에 따라 영업이익률이 상향조정 될 가능성도 있다.

Exhibit 7. 사업부별 제품별 매출 비중 (내수 기준)

(Wbn)	사업부	2011	매출비중
	안광학 의료기기	43.3	76.8%
	렌즈 가공기기	13.0	23.0%
	광학현미경	0.1	N/A
	총 합계	56.4	100.0%

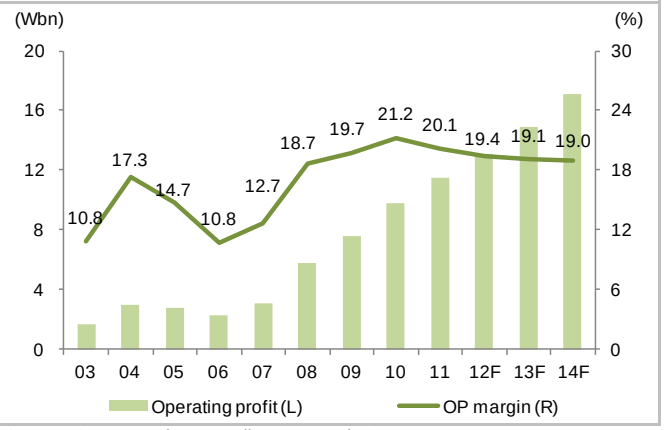
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 8. 매출액 및 매출증가율 추이



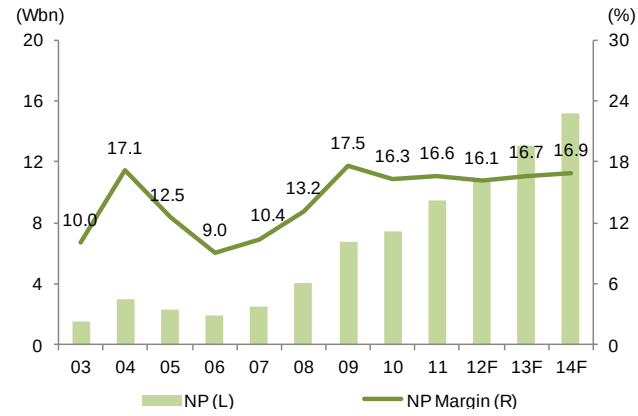
Source: Company data, Leading Research Center
**2010 년 K-GAAP 연결 기준, 2011 년 K-IFRS 연결 기준*

Exhibit 9. 조정영업이익 및 영업이익률 추이



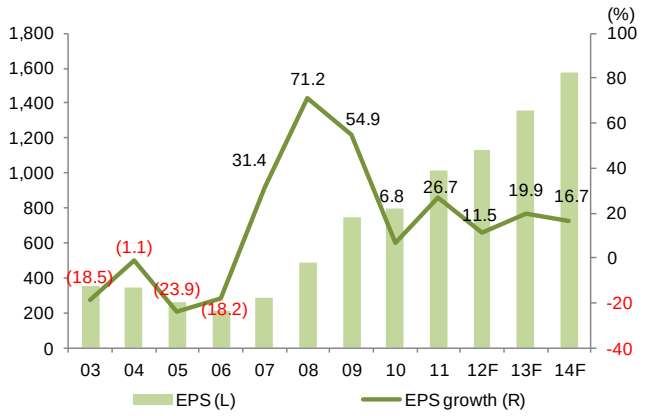
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 10. 순이익 및 순이익률 추이



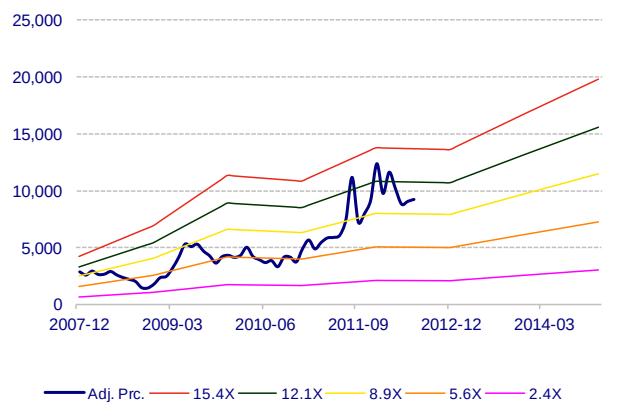
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 11. EPS 및 EPS 성장률 추이



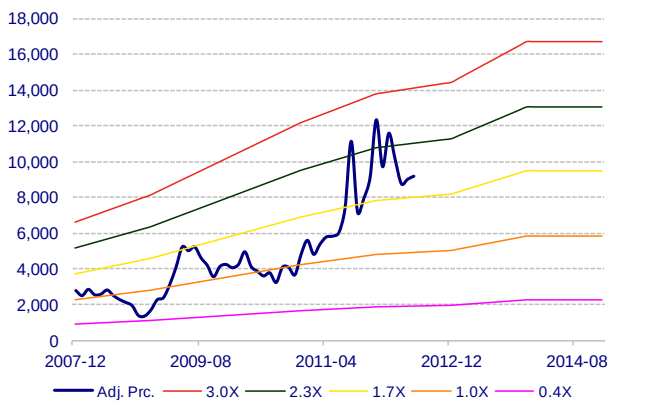
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 12. PER Band



Source: FnGuide

Exhibit 13. PBR Band



Source: FnGuide

Section 3: 가치를 창출하는 기업인가?

상장 후 양호한 ROE 유지

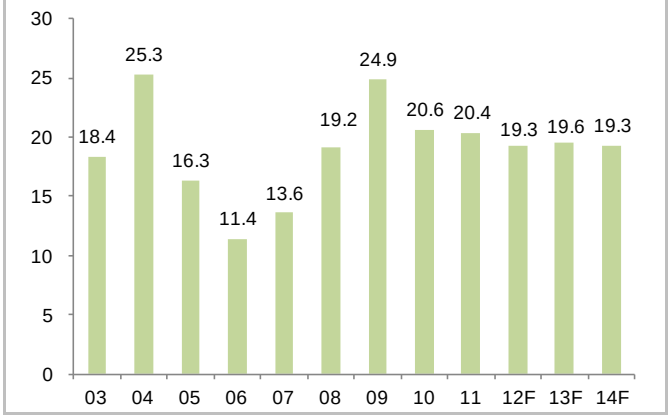
2009년부터 20% 이상의 양호한 ROE

동사의 ROE 는 상장 후 양호한 수준을 유지하는 중이다. 2006 년~2007 년에는 원재료비 및 판관비 상승으로 인한 순이익 하락으로 다소 둔화되어 있었으나 이후 다시 회복세를 보였다.

2014년까지 19%대의 ROE 지속 예상

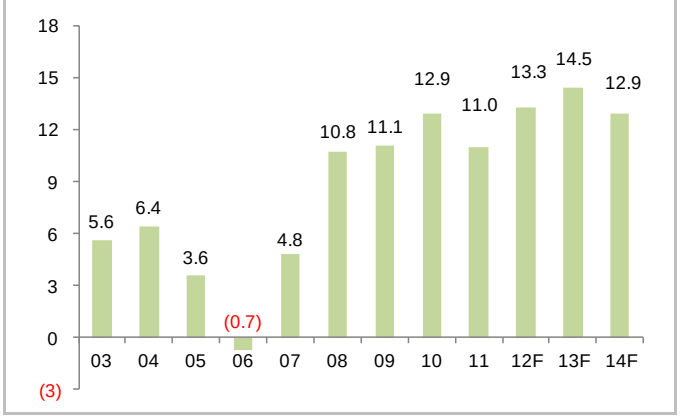
현재 ROE 는 20%대의 양호한 수준에서 유지되고 있으며, 2011 년에는 주식매수선택권 행사로 인해 자본이 증가하며 ROE 가 소폭 하락세를 보였으나 비중은 그리 크지 않다. 동사는 2014 년까지 평균 16.5%의 꾸준한 매출성장을 기반으로 19% 대 이상의 ROE 를 유지할 것으로 예상된다.

Exhibit 14. ROE (%)



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 15. EVA: ROIC less WACC (%)



Source: Company data, Leading Research Center

2007 년 원재료비 상승에 의한 영업이익 하락으로 인해 동사의 EVA 는 마이너스 대를 기록했으나 이를 제외하면 플러스 권내의 양호한 상태를 유지하고 있다. 2011 년에는 순이익 증가에 따른 자본 증가와 이자부채의 감소로 인해 자본 관련 WACC 가 상승하며 일시적으로 EVA 가 둔화되었으나 2012 년에는 다시 원래 수준으로 회복될 것으로 예상된다.

상해휴비츠 성장 덕에 2014년까지 EVA 12%~13%대로 성장 예상

상해휴비츠의 성장에 힘입어 2014 년까지 EVA 가 13%~15% 대에서 유지될 것으로 판단된다.

Section 4: 잉여현금창출능력과 배당정책은?

2011 년부터 확연한 현금창출 증가

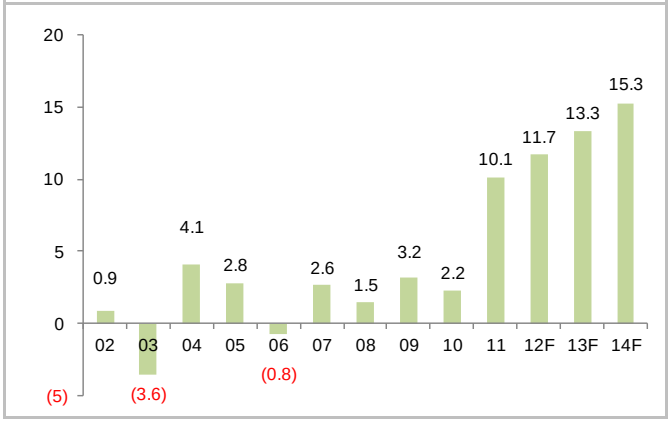
2007년부터 플러스 잉여현금 창출 지속

동사는 2007 년 이후 꾸준한 플러스 잉여현금을 창출해왔다. 2011 년에는 순이익이 27% YoY 의 큰 성장을 보이고 capex 가 감소하며 잉여현금이 크게 늘었다.

2014년까지 150억원 대 FCF 창출 전망

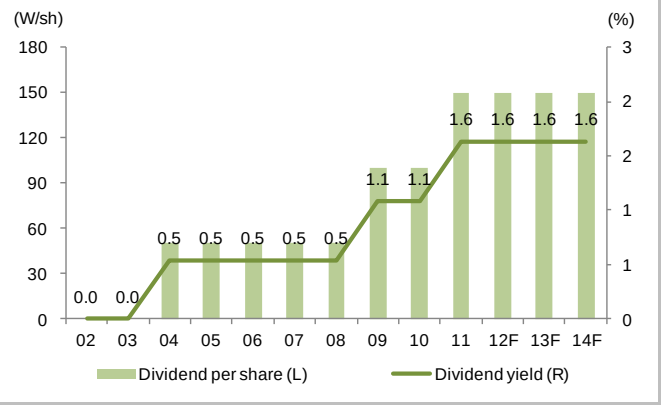
동사의 향후 잉여현금흐름 추세는 매출 성장과 순이익 성장의 기여로 인해 지속적인 성장을 보일 것으로 예상되며, 반면 capex 는 이전과 비슷한 수준에서 유지될 것으로 보여 2014 년까지 150 억원 대의 현금을 창출할 것으로 예상된다.

Exhibit 16. 잉여현금흐름 추이



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 17. 주당 배당금 및 배당수익률 추이



Source: Company data, Leading Research Center

지속적인 배당금 지급 예상

동사는 현재까지 배당금 지급을 꾸준히 해왔다. 향후로도 큰 변동이 없는 한 유사한 수준의 배당이 고려되고 있다.

Exhibit 18. 주당 배당금 및 배당수익률 추이

(Wbn)	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12F	13F	14F
영업활동에 의한 현금	1.7	1.2	4.7	4.8	3.3	4.2	6.3	9.8	7.3	12.7	16.7	18.6	20.8
CAPEX	0.8	4.8	0.5	2.0	4.0	1.5	4.9	6.6	5.0	2.6	5.0	5.3	5.5
잉여현금흐름	0.9	(3.6)	4.1	2.8	(0.8)	2.6	1.5	3.2	2.2	10.1	11.7	13.3	15.3
총 배당금	0.0	0.0	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	1.1	0.9	1.5	1.5	1.5	1.5
주당 배당금	0	0	50	50	50	50	50	100	100	150	150	150	150
배당 수익률 (%)	N/A	0.0	1.9	1.4	1.5	1.8	2.9	2.3	2.1	1.2	1.6	1.6	1.6

Note: 배당 수익률은 해당연도 종가기준
Source: Company data, Leading Research Center

Section 5: 부채와 이자의 관리능력은?

2009 년부터 순차입금비율 하락세 유지

2011년 순차입금비율 마이너스 권내 돌입

동사는 상장 이후 현재까지 최고 31% 대의 비교적 양호한 순차입금비율을 보이고 있다. 2009 년부터는 현금성자산의 증가와 부채 상환으로 인해 순차입금비율이 지속적으로 감소하고 있는 상태로, 2011 년에는 마이너스 권 내에 들어섰다.

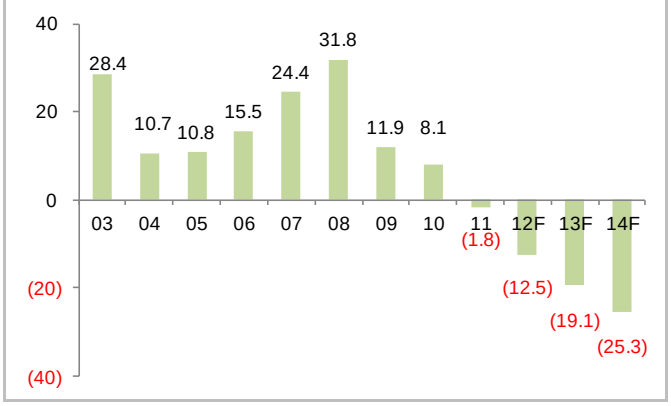
2014년까지 순차입금비율 하락 예상

동사는 당분간 부채를 꾸준히 상환할 의지를 보이고 있으며 2012 년부터는 지속적인 잉여현금 창출로 대부분의 투자를 충당할 수 있을 것으로 보여 2014 년까지 -20% 대 이하로 순차입금비율을 낮출 수 있을 것으로 예상된다.

2014년까지 이자보상배율 지속적인 상승 예상

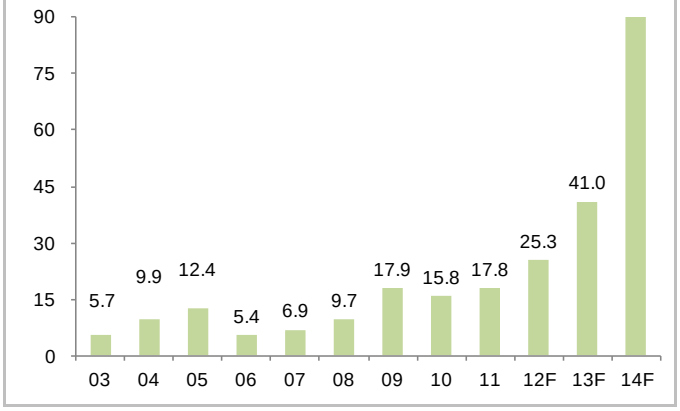
한편 동사의 이자보상배율은 영업이익 증가와 금융비용의 점진적인 하락에 따라 2014 년까지 꾸준히 상승할 것으로 예상된다.

Exhibit 19. 순차입금비율 (%)



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 20. 이자보상배율 (배)



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 21. 차입금과 이자보상비율

(Wbn)	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12F	13F	14F
차입금	3.7	6.4	5.2	5.9	7.5	8.3	11.0	8.8	14.8	11.4	10.1	5.1	0.1
현금과 현금성 자산	2.3	3.4	3.9	4.1	4.9	3.6	3.6	5.0	11.4	12.3	17.7	19.0	22.0
순차입금	1.3	3.0	1.4	1.7	2.7	4.7	7.4	3.7	3.3	(0.9)	(7.6)	(13.9)	(21.9)
순차입금/총자본 (%)	21.1	28.4	10.7	10.8	15.5	24.4	31.8	11.9	8.1	(1.8)	(12.5)	(19.1)	(25.3)
이자비용	0.2	0.3	0.3	0.2	0.4	0.4	0.6	0.4	0.6	0.6	0.5	0.4	0.1
이자보상배율 (배)	12.0	5.7	9.9	12.4	5.4	6.9	9.7	17.9	15.8	17.8	25.3	41.0	140.8

Source: Company data, Leading Research Center

Section 6: 증자, CB, BW 로 자금을 요구하는 회사인가?

상장 후 주식매수선택권 외 증자 없음

상장 후 주식매수선택권 외 증자 없었음

동사는 2003 년 10 월 자본금 22 억원으로 코스닥 시장에 상장한 이후 임직원 대상의 주식매수선택권을 발행한 것 외에는 별다른 증자가 없었다.

주식매수선택권 외 증자를 통한 자금 조달 가능성은 적음

약 7 년 전에 발행되었던 주식매수선택권의 행사가 2009 년~2011 년 동안 분기분할로 인식되었으며, 2011 년 10 월 동일한 종류의 주식매수선택권이 발행된 바 있다. 이러한 임직원 대상 주식매수선택권 발행은 향후에도 이어질 것으로 예상된다.

Exhibit 22. 주식 발행으로 인한 조달금 추이

(Wbn)	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	증가분 '2001-2011
	비상장		상장									
납입자본금	1.2	1.8	2.2	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.7	4.8	5.1	2.9
주식발행초과금	0.7	0.3	2.5	0.3	0.5	0.6	0.7	0.7	1.4	2.2	3.9	1.5
주식발행으로 인한 조달금	1.9	0.1	2.6	0.1	0.1	0.2	0.1	0.0	0.7	1.0	2.0	6.9

Source: Company data, Leading Research Center

Overhang – 2015 년 128 만주 추가 상장 가능

대표이사 및 특수관계자 보유 미행사 BW 물량 128.4만주 존재

동사는 2010 년 8 월 제 1 회 무보증 사모분리형 신주인수권부사채를 발행하였다. 권면 총액은 70 억원으로 행사가액은 3,816 원이다. 현재 미행사 BW 의 권면 총액은 49 억원으로 행사가능주식수는 1,284,067 주 (총 상장주식의 12.3%) 이다.

총 70 억원 중 49 억원 가량은 최대주주 및 특수관계자가, 21 억원 가량은 산업은행 캐피탈이 보유하고 있었다. 산은 캐피탈의 보유량은 이미 행사가 끝난 상태이다.

미전환된 BW 잔량이 모두 전환되어 상장된다고 가정할 시 총 발행주식수는 11,705,380 주이며 미전환 잔량은 총 발행주식수의 11%에 해당된다.

Exhibit 23. BW 발행현황

종류	발행일	만기일	권면총액 (Wbn)	행사가능기간	주당 행사가격	미행사액 (Wbn)	행사가능 주식수
분리형 BW (무보증)	2010.8.11	2015.8.11	7.0	2011.8.11~2015.8.04	3,816	4.9	1,284,067
합계			**7.0**			**4.9**	**1,284,067**

Source: Company data, Leading Research Center

Section 7: CEO 의 경영철학은?

국내 안광학 의료기기 시장의 개척자
- **일본/유럽 경쟁사가 시장 장악한 상태에서 수 년 만에 세계 3~4위 업체로 부상**

휴비츠의 김현수 대표이사는 국내 안광학 의료기기 시장의 개척자 중 한 명으로, 사업 초기 일본과 유럽 경쟁사의 제품이 이미 시장을 석권하고 있는 불리한 환경이었음에도 현재는 국내 1 위, 세계 3~4 위 업체로써 경쟁력을 인정받고 있다.

원래 안광학 의료기기 및 렌즈 가공기기 사업은 LG 산전 Healthcare 개발팀이 추진하고 있던 부문이었으나 정식으로 도입되기 전에 중단되었다. 그 후 개발팀장이었던 김현수 대표이사와 개발팀을 주축으로 휴비츠를 설립하게 되었다.

LG Healthcare 개발팀 연구 인수: 중소기업 임에도 대기업 급 기술력 기반

안광학 의료기기 및 렌즈 가공기기는 대형기업이 주요 사업부문으로써 추진하기에는 시장규모가 작고 성장 또한 완만해 대형업체의 진입이 드문 편이다. 또한 중소규모 기업으로써는 초기 개발비용이 큰 편인데다 기계, 전자, 광학, 네트워크 등의 복합적인 높은 기술력이 요구되는 부문이어서 중소기업 만으로는 사업 설립이 어려워 자연적인 진입장벽이 높은 편이다. 한편 휴비츠는 LG 의 개발성과를 인수하고 개발팀이 주축이 됨으로써 예외적으로 고품질 제품이 생산 가능한 중소기업으로서 세계시장에 진출할 수 있었다.

이미 시장을 독과점 하고 있던 일본, 유럽 경쟁사 제품 대비 저렴한 가격으로 공략을 시작했으며, 현재는 제품 질적으로도 경쟁력을 인정받고 있는 상태이다.

유로존 위기, 엔고 등으로 경쟁사 수익성이 부진한 동안 동사 비중 확대

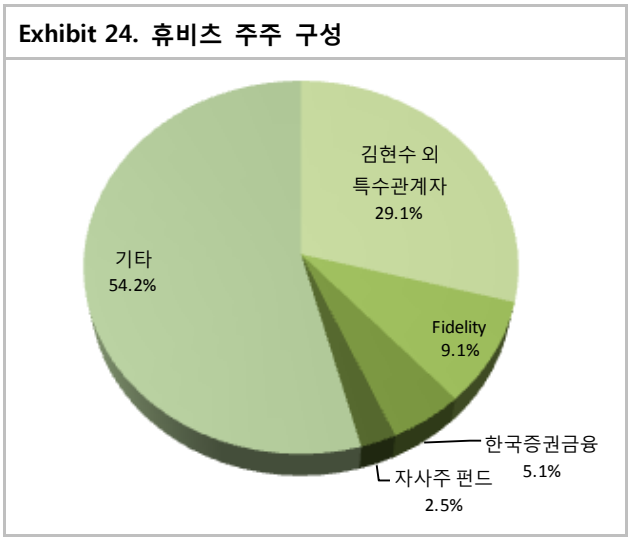
2008 년부터 시작된 유로존 위기로 인해 유럽 경쟁사들의 도산 등 자체 정리가 진행되었고, 일본의 경우 최근 몇 년 간 엔고가 지속되며 관련 부문의 수익성이 매우 낮아져 사업 철수의 가능성도 제시되고 있는 상황이다. 반면 휴비츠는 경쟁사 대비 원가경쟁력이 있어 상대적으로 타격을 덜 받았고, 일본 경쟁사들이 주춤한 틈에 비중을 확대하였다.

현재 중국에서 중가시장 선점 중

현재 관련 수요가 크게 늘어가고 있는 중국시장에서 상해휴비츠 법인을 통해 큰 폭의 매출 성장을 이루고 있다.

주요 경영진 프로필

Exhibit 24. 휴비츠 주주 구성



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 25. 주요 경영진 프로필

김현수 대표이사		경력 / 학력
경력	1999~	휴비츠 대표이사
	1995	LG 산전 Healthcare 개발팀장
학력		연세대학교 대학원 물리학 박사

Source: Company data, Leading Research Center

Section 8: 환율에 대한 노출과 민감도

환율 민감도: 수출 비중 85% - 환율 노출 큰 편

매출 중 수출비중은 85%, 환율 민감도 큰 편

2011 년 기준 동사의 전체 매출 중 수출은 85% 내외로 상당히 큰 편이며 대부분이 달러로 결제되고 있다. 원재료는 전부 국내에서 조달하고 있어 자연적인 헷지 비율이 거의 없는 편이다.

전체 매출의 85% 정도가 환율 변동에 노출되어 있어 5% 환율 변동 시 2012 년 기준 영업이익은 약 22%, 순이익은 약 26% 변동한다.

Exhibit 26. 2012 년 환율 민감도

환율 변동	-5%	-1%	Base	1%	5%
연평균 기준 환율(KRW/US$)	1,060	1,105	1,116.0	1,127	1,172
매출액(십억원)	64.4	66.6	67.2	67.8	70.1
영업이익(십억원)	10.2	12.5	13.0	13.6	15.9
순이익(십억원)	8.0	10.3	10.9	11.4	13.7
주당순이익(원)	835	1,072	1,132	1,191	1,429
PER	10.8	8.4	8.0	7.6	6.3
매출 변화 (%)	(4.3)	(0.9)		0.8	4.3
매출원가 변화 (%)	0.0	0.0		0.0	0.0
영업이익 변화 (%)	(21.9)	(4.4)		4.4	21.9
순이익 변화 (%)	(26.3)	(5.3)		5.3	26.3

Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 27. 2013 년 환율 민감도

환율 변동	-5%	-1%	Base	1%	5%
연평균 기준 환율(KRW/US$)	1,016	1,058	1,069.0	1,080	1,122
매출액(십억원)	74.8	77.4	78.1	78.8	81.4
영업이익(십억원)	11.6	14.3	14.9	15.6	18.2
순이익(십억원)	9.8	12.4	13.1	13.8	16.4
주당순이익(원)	1,018	1,294	1,364	1,433	1,709
PER	8.9	7.0	6.6	6.3	5.3
매출 변화 (%)	(4.2)	(0.9)		0.9	4.3
매출원가 변화 (%)	0.0	0.0		0.0	0.0
영업이익 변화 (%)	(22.3)	(4.5)		4.5	22.3
순이익 변화 (%)	(25.3)	(5.1)		5.1	25.3

Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 28. 2014 년 환율 민감도

환율 변동	-5%	-1%	Base	1%	5%
연평균 기준 환율(KRW/US$)	1,018	1,061	1,071.5	1,082	1,125
매출액(십억원)	86.2	89.3	90.0	90.8	93.9
영업이익(십억원)	49.8	49.8	49.8	49.8	49.8
순이익(십억원)	23.1	23.1	23.1	23.1	23.1
주당순이익(원)	13.3	16.3	17.1	17.9	20.9
PER	11.5	14.6	15.3	16.1	19.2
매출 변화 (%)	(4.2)	(0.8)	0.0	0.8	4.3
매출원가 변화 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익 변화 (%)	(22.4)	(4.5)	0.0	4.5	22.4
순이익 변화 (%)	(25.0)	(5.0)	0.0	5.0	25.0

Source: Company data, Leading Research Center

Section 9: 영업현황 및 실적전망

기업개요

휴비츠: 안광학 의료기기 / 렌즈 가공기기 중심의 광전자 정밀기기 업체

휴비츠는 1999년에 설립되어 2003년 코스닥에 상장한 광전자 정밀기기 제조업체로 안광학 의료기기와 렌즈 가공기기를 주력 제품으로 삼고 있다. 안광학 의료기기 부문에서는 국내 1위, 세계 4위의 위치에 있다.

2011년 하반기에 광학현미경 사업에 진출

주요 사업부문인 안광학 의료기기와 렌즈 가공기기 중 안광학 의료기기 부문은 안경점용과 안과용 양면을 포함하고 있으며, 2011년 하반기부터는 광학 현미경 사업에 진출하며 사업 부문을 확장하였다.

관련 세계시장은 유럽 및 일본 대형 경쟁업체가 독과점 상태
- **동사는 중소업체임에도 세계 3~4위**

안광학 의료기기와 렌즈 가공기기 부문은 대체적으로 서유럽과 일본의 소수 업체들이 세계시장을 점유하고 있는 상태이다. 안광학 의료기기는 일본의 니덱(Nidek)과 탑콘(Topcon)이 세계시장의 60% 가량을, 렌즈 가공기기는 니덱과 프랑스의 에실로가 마찬가지로 60% 가량을 점유하고 있다. 동사의 제품군 기준 2011년 세계시장 점유율은 약 10%~13% 정도이나, 최근 불황의 여파로 경쟁업체들이 부진해지며 상대적인 강세를 보이고 있는 상황이다.

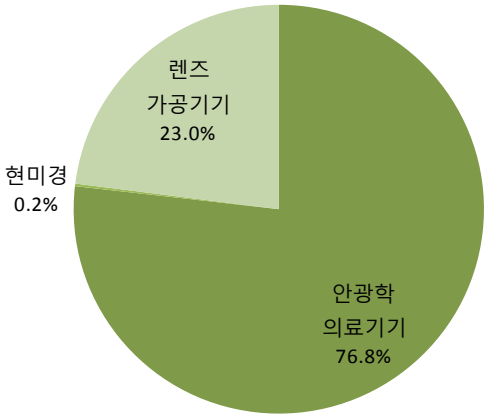
수출비중 85%인 수출 위주 기업
- **상해법인을 통한 중국 매출 급성장**

동사는 총 수출판매 비중이 약 85%인 수출 위주 기업으로 약 100여 개국에 수출을 하고 있으며, 그 중 유럽이 총 매출의 40%를 차지해 가장 큰 비중을 차지하고 있고 미국과 중국은 각각 6% 정도를 차지하고 있다. 다만 유럽과 미국은 관련 시장이 이미 성숙기이기 때문에 큰 폭의 성장이 예상되지 않는 반면, 최근 중국을 비롯해 신흥국에서의 수요가 늘어남에 따라 중국 관련 매출의 외형 성장이 상대적으로 클 것으로 예상된다.

Exhibit 29. 제품군

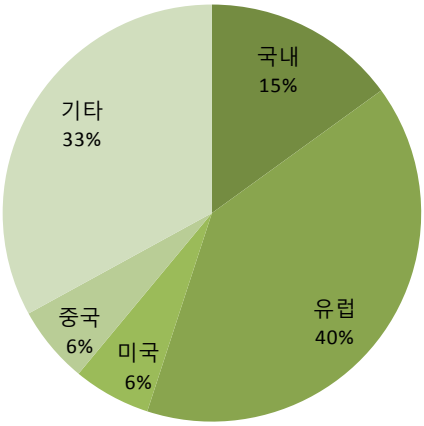
사업 부문	OPM	상품	매출 타겟	매출비중
안광학 의료기기	20%	자동 검안기, 자동 렌즈미터, 리플렉터 등 진단기기	안경점	65%
		세극등현미경, 안압계 등 진단기기	안과	10%
렌즈 가공기기	15~17%	렌즈 가공기	안경점	25%
광학 현미경	N/A	입체 현미경, 정립 현미경	기업, 병원, 연구소, 학교 등	N/A

Exhibit 30. 제품별 매출비중 (2011 년)



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 31. 지역별 매출비중 (2011 년, 본사 기준)



Source: Company data, Leading Research Center

시장 현황: 현재는 작은 편이나 큰 변동 없이 꾸준한 성장 중

기본 수요인 안경착용인구는 국민소득 수준에 좌우되는 편

동사의 주요 사업부문인 안광학 의료기기와 렌즈 가공기기는 기본적으로 안경 착용 인구를 기반으로 하고 있는데, 질병 대책이라기 보다는 건강 보조 기구에 가까운 안경의 특성 상 국민소득이 일정 수준 이상이어야 시장 기반이 확보가 된다.

선진시장은 성숙기이나 신흥시장은 이제야 성장기에 진입

따라서 선진시장인 유럽과 미국의 경우 안광학 의료기기와 렌즈 가공기기 시장이 이미 성숙기이지만 중국, 인도 등 신흥국은 인구 대비 시장 규모가 매우 작은 편이다. 기본적인 시장규모가 작다는 것은 관련 업체에 있어 부정적인 사항이나, 한편으로는 시장 확대의 가능성이 충분히 남아있는 것으로 볼 수도 있다.

전방시장인 안경시장에서 지속적인 수요 성장 예상

현재 안광학 의료기기 및 렌즈가공기기의 전방시장인 안경시장에서의 지속적인 수요 성장이 예상됨에 따라 향후 관련 시장 또한 꾸준한 성장성이 보장되어 있다고 예상된다.

인구 노령화, 청년/어린이의 평균 시력 저하로 안경착용인구가 확대

세계적인 인구 노령화에 더불어 컴퓨터, 스마트 기기 등의 발전으로 인한 청년층 및 어린이의 평균 시력 저하로 인해 최초 안경 착용 연령대 또한 낮아지고 있는 추세이기 때문이다.

신흥국의 평균 국민소득 성장하며 안경착용인구의 증가가 가속화

이처럼 기본적인 잠재고객(시력저하인구)이 증가세인 상태에서 신흥국의 경제기반과 평균 소득이 성장하며 안경착용인구(직접적 수요)의 증가 또한 자연적으로 가속화하고 있다.

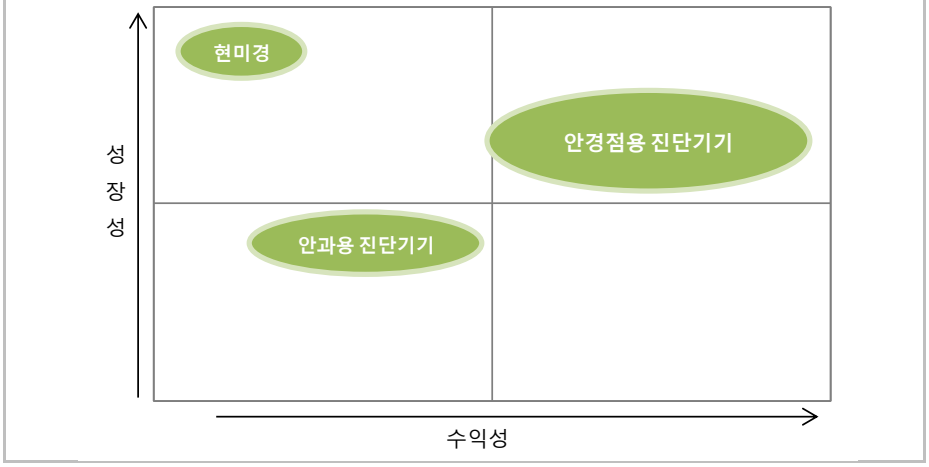
안경점의 독자적인 검사 서비스 수요 증가 추세

한편 안경점이 독자적인 검사 시스템을 갖추는 종합적 서비스 또한 점차 늘어갈 전망이다. 현재 안경을 맞추고자 할 때는 먼저 안과의사의 검사를 거친 후 처방을 받아 안경점에서 안경을 맞추는 것이 일반적이다. 그러나 안경착용인구가 늘어나고 안과와 안경점을 횡단하는 번거로움 때문에 고객들은 한 장소에서 시력을 검사하고 안경도 맞추는 종합 서비스 시스템의 선호도가 높아지고 있는 상태이다. 이에 따라 기본적인 시력 검사를 위해 검사 기기를 구비하는 안경점이 증가하고 있어 안경점용 검사기기를 판매하는 동사에게는 좋은 영향이 미칠 것으로 여겨진다.

안광학 기기 세계시장 5,000억원
렌즈 가공기기 세계시장 3,000억원
연평균 성장률 5%

현재 안광학 의료기기의 세계시장 규모는 약 5,000억원, 렌즈 가공기기 세계시장은 약 3,000억원 인 것으로 추정되고 있으며, 연평균 성장률은 각각 5% 내외로 완만한 편이다.

Exhibit 32. 사업부문별 성장성 및 수익성



Source: Company data, Leading Research Center

반면 특성 상 경기 변동에 크게 영향을 받지 않는 시장이며, 급격한 수요 상승 요인은 없어도 하락 요인 또한 없어 이후로도 꾸준하고 안정적인 성장이 이어질 것으로 판단된다.

높은 진입장벽 + 원가경쟁력 + 중간층 겨냥 마케팅 = 높은 OPM

기술경쟁력 → 원가경쟁력 = 경쟁사 원가율 80% vs. 동사 58%

안광학 의료기기 및 렌즈 가공기기는 포괄적이고 복합적인 기술력이 기본적으로 요구되는, 기술적인 진입장벽이 높은 사업 부문이다. 이러한 조건 내에서 동사는 동종업체와도 차별화된 기술력을 통해 일본 경쟁사 및 국내 의료기기 업종 평균에 비해 우월한 원가경쟁력을 갖추고 있다. 예를 들어 자체개발 광학기술, 전자기술에서의 우위를 기반으로 제품에 사용되는 모터 및 렌즈 수와 기판 수가 반으로 절감되는 형식이다.

이러한 기술적 차별화는 자연스럽게 매출원가의 하락으로 이어져, 2009년 기준 국내 의료기기 업종평균 매출원가율이 75%, 일본 경쟁사 Topcon 이 80%일 때 동사는 57.9% 였을 정도로 원가경쟁력이 우월하다.

원가경쟁력 기반해 중가 시작 공략

동사는 원가경쟁력을 기반으로 유럽/일본의 고가 제품과 질적 차이가 없으면서도 그보다 저렴한 가격으로 중간층을 공략했으며, 이를 통해 유럽 선진시장 및 중국 등의 신흥국에서 시장점유율을 높였다. 특히 중국에서는 본격적인 mid-end 공략을 통해 급성장을 보이고 있다.

엔고, 유로존 위기로 경쟁사들이 상대적 부진

일본, 유럽의 대형 경쟁업체가 시장을 독과점하고 있는 상태

현재 안광학 의료기기와 렌즈 가공기기 부문은 일본과 서유럽의 서너개 업체가 시장을 석권하고 있는 독과점 시장이다. 동사의 세계시장 점유율은 10%~13% 정도에 머물렀으나, 최근 2~3년 사이 경쟁사들이 부진함을 보이며 상대적인 반사이익과 점유율 확대 기회를 얻게 되었다.

그러나 유로존 위기로 유럽 현지업체들의 도산 및 M&A 활발

유럽 경쟁사의 경우 유로존 위기로 인해 현지 업체들의 도산 및 M&A 가 활발하다. 특히 프랑스의 에실로 사는 적극적으로 M&A 추진에 나서고 있다.

일본은 엔고의 악영향으로 내부 경쟁력 하락

일본 경쟁사의 경우 세계 경제 위기에 뒤따른 엔고의 악영향으로 가격경쟁력과 내부 경쟁력이 급격히 하락했다. 그에 더해 2011년 3월에 있었던 대지진 여파로 인해 부품 공급이 원활하지 못하는 등 악재가 겹치며 결과적으로 매출과 수익성이 하락하였다.

시장 재편 가능성이 엿보이는 가운데 동사는 상대적으로 우월한 원가경쟁력 통해 동사 비중 확대

유럽과 일본 경쟁사들은 대부분이 대형업체로, 안광학 의료기기 및 렌즈 가공기기 부문은 주요 사업부문이 아닌 경우가 많다. 이런 상황에서 안광학 의료기기 부문의 악재가 겹치게 되자 적극적인 사업 확장 및 투자보다는 축소 쪽에 중점을 두기 시작했다. 실제로 캐논, 니콘 등의 일본 업체가 관련 사업 부문에서 철수하거나 신제품 라인업을 멈추었을 정도로 입지가 축소된 상태여서 시장이 재편될 가능성도 보이고 있다.

기본적으로 동사의 제품은 일본, 유럽 경쟁사의 제품에 비해 약 20% 내외의 가격경쟁력을 가지고 있고 원가경쟁력이 상대적으로 높아 타국 경쟁사에 비해 수익 상태가 양호하다.

중국에서 시장기반 확대 중

신성장동력 – 중국의 안경시장 확대

2010년 기준 중국의 안경 착용자 수가 약 2억명으로 추정되는 가운데, 안경 착용 필요 인구는 그 두배인 4억명 정도로 추정되고 있다. 중국의 안경점 갯수는 약 35,000개로 인구 37,000명 당 1개에 불과하여 5,000명 당 1개 꼴인 한국과는 큰 차이를 보이고 있다.

상해휴비츠를 통해 중가시장 개척, 선점 중

그러나 최근 몇 년간 경제성장을 거듭해 국민소득이 증가하면서 시장 기반이 확대되며 관련 제품에 대한 수요가 크게 늘어나고 있는 상황이다. 최근 10년 중국의 안경시장은 연간 17% 성장률을 보이고 있다. 동사는 2008년 상해휴비츠(지분율 67%)를 설립하여 본격적으로 중국시장을 공략하고 있다. 그 이전부터 중국향 매출이 존재했으나 이는 Nideck, Topcon 등의 경쟁사와 동일하게 고가 시장을 중점으로 하고 있었다. 상해휴비츠는 본사 및 일본, 유럽의 고가시장이나 중국 로컬업체의 저가시장의 사이를 파고들어 중가 중심의 새로운 시장을 개척, 선점하고 있다. 진출 후 2011년까지 CAGR 52.8%의 매출 성장률을 보이며 급성장 중이다. 2011년 기준 영업이익률은 23.5%로 상당히 높은 편이다.

로컬 업체가 단기간 내 동사를 따라잡을 가능성은 낮음
- **복합적인 기술력 요구와 특허 장벽**

중국의 저가 로컬 업체들이 동사를 따라잡을 수 있다는 우려도 제기되고 있으나, 안광학 의료기기는 기계, 전자, 광학, 네트워크 등 4가지 기술이 복합적으로 작용해야 하는 기술력이 기본적으로 요구되고 특허 등의 지적재산권 출원, 등록이 중요시되어 현재 로컬 업체가 단기간에 휴비츠 수준의 기기를 따라잡기에는 어려울 것으로 보인다. 또한 안광학 의료기기 부문은 매출이 발생하기까지 약 70억원의 자본이 필요한 것으로 추정되고 있어 중소업체로써는 진입하기가 힘든 시장이기도 하다. 이러한 자연적 진입장벽과 기술력 요구 수준으로 인해 중국 현지 업체가 빠른 시일 내에 동사를 따라잡을 가능성은 작을 것으로 판단된다.

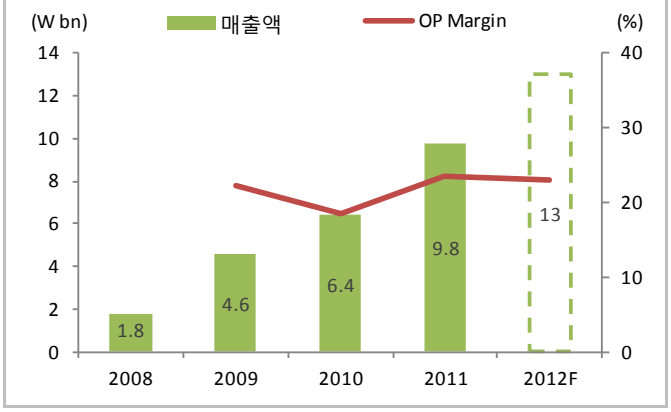
현미경 시장에 진출, 사업 다각화

2011년 하반기에 광학현미경 사업에 진출
- **국내 시장규모만 480억원으로 추정**
- **성장성이 높음**

2011년에 입체 현미경, 정립 현미경을 출시하며 광학 현미경 시장에 진출하였다. 현미경 시장은 국내 시장만 약 480억원으로 추정되고 있는 상태로 경쟁사 대부분이 일본 업체이다. 동사는 이들보다 약 20% 저렴한 가격으로 시장을 공략할 계획이다.

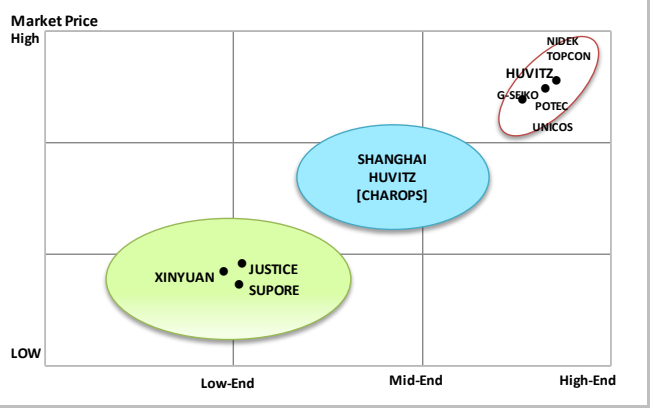
현재 정부기관과 대기업(식약청, 삼성, 현대, LG, SK)으로의 납품이 이미 성사되어 이를 계기로 해외시장 진출이 용이해질 것으로 기대하고 있다. 손익분기점은 올해 무난히 넘길 수 있을 것으로 예상된다.

Exhibit 33. 상해 휴비츠 매출 및 영업이익 추이



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 34. 중국 내 안광학 의료기기 업체



Source: Company data, Leading Research Center

실적현황 및 전망

1Q12 순이익 23억원, 매출원가 및 판관비 비중 증가로 예상보다 소폭 낮은 편

동사의 1Q12 실적은 매출 139억원, 조정영업이익 19억원, 순이익 23억원이다. 매출원가와 판관비의 비중 증가로 인해 전체적인 비용이 증가하여 매출 증가에 비해 영업이익과 순이익 증가가 소폭 낮은 편이었다.

상해휴비츠의 매출 급성장 추세가 전체 수익성 뒷받침 할 것

동사는 2011년까지 큰 변동 없이 꾸준한 매출 및 영업이익 성장을 보여왔으며, 경기변동 대비 민감도가 상대적으로 낮은 기본시장의 특성 상 이러한 추세는 앞으로도 계속될 것으로 보여진다. 다만 동사의 중국법인 상해휴비츠가 현재 매출 급성장 추세를 유지하고 있어 당분간은 성장세가 비교적 높은 상태를 지속할 듯 하다.

2012E 매출 672억원, 영업이익 130억원, 순이익 109억원 전망

2012년 예상 실적은 매출 672억원(+17.9% YoY), 영업이익 130억원(+13.5% YoY), 순이익 109억원(+14.9% YoY)으로 전망되며, 중국법인의 성장폭에 따라 추가적인 영업이익 증가가 가능할 것으로 예상된다.

2014년까지 연평균 16%대의 매출 성장률 예상

2014년까지 연평균 16% 대의 매출 성장을 전망하고 있으며, 영업이익의 경우 중국법인의 성장에 따라 성장률이 확대될 가능성도 있다고 보인다.

Exhibit 35. 연간 및 분기별 실적

	IFRS 개별								IFRS 연결			
(Wbn, %)	3Q11	4Q11	2011	1Q12	2Q12 E	3Q12 E	4Q12 E	2012E	2011	2012F	2013F	2014F
매출	14.4	15.6	56.4	13.9	17.2	17.5	17.8	66.4	57.0	67.2	78.1	90.0
조정영업이익	2.6	2.0	9.4	1.9	2.7	2.8	3.0	10.3	11.5	13.0	14.9	17.1
세전이익	0.5	2.3	7.3	2.6	2.2	1.4	2.7	8.9	9.8	12.1	14.6	17.0
순이익	0.4	2.3	7.3	2.3	2.1	1.2	2.5	8.1	9.5	10.9	13.1	15.3
이익률 (%)												
영업이익률	17.8%	12.8%	16.7%	13.8%	15.4%	15.7%	16.7%	15.5%	20.1%	19.4%	19.1%	19.0%
순이익률	3.0%	14.5%	13.0%	16.2%	12.2%	6.9%	14.3%	12.2%	16.6%	16.2%	16.8%	17.0%
성장률 (%, YoY)												
매출액	N/A	N/A	26.3%	16.7%	18.1%	21.9%	14.0%	17.6%	24.5%	17.9%	16.2%	15.3%
영업이익	N/A	N/A	15.1%	-8.6%	-3.3%	7.4%	49.3%	9.6%	18.0%	13.5%	14.4%	14.7%
순이익	N/A	N/A	10.1%	17.2%	-23.1%	183.2%	12.6%	10.4%	26.7%	14.9%	20.5%	17.1%

Source: Company data, Leading Research Center

재무제표

손익계산서

(Wbn)	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12F	13F	14F
매출액	**12.0**	**15.5**	**17.3**	**18.8**	**21.0**	**23.8**	**30.9**	**38.6**	**45.8**	**57.0**	**67.2**	**78.1**	**90.0**
매출액 증가율 (%)	25.7	29.1	11.5	8.3	12.1	13.2	29.8	25.0	18.6	24.5	17.9	16.2	15.3
매출원가	6.5	9.3	9.8	10.5	12.7	14.3	17.6	22.4	24.7	31.2	37.1	43.2	49.8
매출총이익	**5.6**	**6.3**	**7.5**	**8.3**	**8.4**	**9.5**	**13.3**	**16.2**	**21.1**	**25.8**	**30.1**	**34.9**	**40.3**
매출총이익율 (%)	46.2	40.3	43.2	44.1	39.9	40.0	43.1	42.1	46.1	45.3	44.8	44.7	44.7
판매관리비	**3.7**	**4.6**	**4.5**	**5.5**	**6.1**	**6.5**	**7.6**	**8.6**	**11.4**	**14.4**	**17.1**	**20.0**	**23.1**
조정영업이익	**1.9**	**1.7**	**3.0**	**2.8**	**2.3**	**3.0**	**5.8**	**7.6**	**9.7**	**11.5**	**13.0**	**14.9**	**17.1**
조정영업이익률 (%)	15.8	10.8	17.3	14.7	10.8	12.7	18.7	19.7	21.2	20.1	19.4	19.1	19.0
순 기타수익	(0.6)	0.0	(0.2)	(0.0)	(0.5)	0.1	0.5	(0.1)	(0.5)	(0.7)	(0.3)	0.0	(0.1)
발표영업이익	**1.9**	**1.7**	**3.0**	**2.8**	**2.3**	**3.0**	**5.8**	**7.6**	**9.7**	**11.5**	**12.7**	**14.9**	**17.0**
순 지분법 이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	(0.2)	(0.1)	0.2	(0.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
금융수익	0.2	0.3	0.7	0.4	0.9	0.4	0.2	0.2	0.5	1.5	1.2	1.4	1.6
금융비용	0.2	0.4	0.3	0.3	0.6	0.6	1.7	0.4	1.2	2.4	1.8	1.8	1.5
법인세비용차감전 순이익	1.3	1.6	3.1	2.8	2.1	2.7	4.7	7.6	8.4	9.8	12.1	14.6	17.0
법인세 비용	(0.3)	0.0	0.1	0.5	0.2	0.2	0.6	0.8	1.0	0.4	1.2	1.5	1.7
법인세율	(0.2)	0.0	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
당기순이익	**1.5**	**1.6**	**3.0**	**2.3**	**1.9**	**2.5**	**4.1**	**6.8**	**7.5**	**9.5**	**10.9**	**13.1**	**15.3**
지배주주	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	7.1	8.8	10.0	12.1	14.2
비지배주주	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4	0.7	0.9	1.0	1.1
기타포괄손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	(0.3)	0.1	0.1	0.1	0.1
총포괄이익	1.5	1.6	3.0	2.3	1.9	2.5	4.1	6.8	7.2	9.5	10.9	13.2	15.4

대차대조표

(Wbn)	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12F	13F	14F
유동자산	**7.2**	**9.4**	**9.3**	**9.9**	**11.2**	**11.2**	**12.4**	**14.8**	**25.7**	**31.1**	**38.9**	**43.3**	**49.9**
현금및 현금성 자산	2.0	2.9	3.5	2.8	2.7	3.3	2.8	4.3	8.9	8.9	13.2	13.4	14.6
단기금융자산	0.3	0.5	0.3	1.4	2.1	0.4	0.8	0.8	2.5	3.4	4.5	5.6	7.4
매출채권	3.4	4.3	3.7	3.2	3.6	3.7	4.8	6.3	7.1	8.5	9.9	11.3	12.9
재고자산	1.2	1.4	1.3	2.0	2.3	2.9	3.2	2.6	5.2	7.6	9.1	10.7	12.5
기타유동자산	0.3	0.3	0.4	0.6	0.4	0.9	0.8	0.8	2.1	2.7	2.2	2.3	2.5
비유동자산	**5.3**	**10.3**	**11.8**	**15.4**	**17.1**	**21.2**	**27.1**	**31.7**	**34.0**	**37.0**	**41.3**	**45.9**	**50.6**
유형자산	2.2	6.5	6.5	7.9	7.2	7.9	11.6	16.6	21.5	22.2	25.2	28.4	31.7
장기금융자산	0.1	0.0	0.1	1.7	3.4	3.6	3.4	0.8	0.7	0.3	0.3	0.4	0.5
관계기업투자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.2	4.1	4.0	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5
공동지배기업투자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동자산	3.0	3.7	5.2	5.7	6.6	7.4	8.0	10.3	11.6	14.2	15.5	16.7	18.0
자산총계	**12.5**	**19.6**	**21.1**	**25.2**	**28.3**	**32.3**	**39.5**	**46.5**	**59.8**	**68.1**	**80.2**	**89.2**	**100.5**
유동부채	**3.8**	**5.3**	**3.5**	**5.1**	**5.6**	**6.8**	**9.6**	**8.3**	**10.9**	**14.9**	**16.1**	**12.5**	**8.9**
매입채무	1.6	1.3	1.4	1.1	1.1	1.6	1.4	1.8	2.0	1.7	2.2	2.6	3.1
단기금융부채	1.8	3.4	1.3	2.9	4.0	4.2	6.8	5.0	7.8	11.0	10.0	5.0	0.0
기타유동부채	0.4	0.6	0.7	1.0	0.6	1.1	1.3	1.4	1.1	2.2	3.9	4.8	5.7
비유동부채	**2.4**	**3.6**	**4.8**	**4.3**	**5.4**	**6.3**	**6.6**	**7.1**	**7.7**	**1.6**	**3.0**	**4.0**	**5.0**
장기매입/기타채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기금융부채	1.9	3.1	3.9	3.0	3.6	4.2	4.1	3.7	7.0	0.3	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	0.5	0.6	0.9	1.3	1.9	2.1	2.4	3.4	0.7	1.2	3.0	4.0	5.0
부채총계	**6.1**	**8.9**	**8.3**	**9.4**	**11.0**	**13.1**	**16.1**	**15.4**	**18.6**	**16.4**	**19.1**	**16.5**	**13.9**
자본금	1.8	2.2	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.7	4.8	5.1	5.1	5.1	5.1
자본잉여금	0.3	2.5	0.3	0.5	0.6	0.7	0.7	2.1	3.1	4.8	4.8	4.8	4.8
기타자본구성요소	0.0	0.2	(0.7)	0.2	0.0	(0.2)	0.3	0.3	(1.0)	(1.3)	(1.3)	(1.3)	(1.3)
이익잉여금	4.2	5.8	8.7	10.6	12.1	14.1	17.8	24.1	32.3	40.2	49.5	61.2	75.0
비지배주주	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.0	2.9	2.9	2.9	2.9
자본총계	**6.3**	**10.7**	**12.8**	**15.8**	**17.3**	**19.2**	**23.4**	**31.2**	**41.2**	**51.7**	**61.1**	**72.7**	**86.5**

현금흐름표

(Wbn)	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12F	13F	14F
당기순이익	**1.5**	**1.6**	**3.0**	**2.3**	**1.9**	**2.5**	**4.1**	**6.8**	**7.5**	**9.5**	**10.9**	**13.1**	**15.3**
비현금성 비용/수익 조정	**1.9**	**1.3**	**1.6**	**2.4**	**2.9**	**2.9**	**4.8**	**4.6**	**6.3**	**8.3**	**8.2**	**8.1**	**8.3**
유형/무형자산	0.3	0.5	0.6	0.6	0.8	0.8	1.2	1.4	1.7	1.9	2.0	2.1	2.2
충당부채전입금	0.3	0.3	0.3	0.3	0.6	0.5	0.5	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8
순 외화평가차익	(0.0)	0.0	(0.1)	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.2)	(0.0)	(0.2)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.2)
순 지분법투자이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	(0.2)	(0.1)	0.2	(0.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.6	0.1	0.0	0.9	1.0	0.6	1.3	1.1	1.9	3.5	3.7	3.9	4.0
영업자산과 부채의 가산	**(1.7)**	**(1.7)**	**0.1**	**0.1**	**(1.5)**	**(1.2)**	**(2.5)**	**(1.6)**	**(6.5)**	**(5.1)**	**(2.4)**	**(2.6)**	**(2.8)**
운전자금의 증가(감소)	0.9	1.4	(0.8)	0.4	0.8	0.2	1.6	0.5	3.2	4.2	2.4	2.6	2.8
기타	0.8	0.3	0.6	(0.5)	0.8	1.0	0.9	1.1	3.3	0.9	0.0	0.0	0.0
영업활동현금흐름	**1.7**	**1.2**	**4.7**	**4.8**	**3.3**	**4.2**	**6.3**	**9.8**	**7.3**	**12.7**	**16.7**	**18.6**	**20.8**
설비투자	0.8	4.8	0.5	2.0	4.0	1.5	4.9	6.6	5.0	2.6	5.0	5.3	5.5
잉여현금흐름	**0.9**	**(3.6)**	**4.1**	**2.8**	**(0.8)**	**2.6**	**1.5**	**3.2**	**2.2**	**10.1**	**11.7**	**13.3**	**15.3**
배당금	0.0	0.0	0.0	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	1.1	0.9	1.5	1.5	1.5
투자자산증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.3	0.8	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
신주발행	0.2	2.6	0.0	1.0	0.1	0.1	0.0	2.4	0.7	1.8	0.0	0.0	0.0
차입금증가	1.3	2.7	(1.2)	0.6	1.7	0.8	2.7	(2.2)	6.0	(3.4)	(1.3)	(5.0)	(5.0)
기타	1.6	0.7	2.5	2.1	2.6	1.9	3.0	3.4	1.7	6.1	3.4	5.3	5.5
순현금흐름	**1.2**	**0.9**	**0.7**	**(0.8)**	**(0.0)**	**0.5**	**(0.5)**	**1.5**	**4.7**	**(0.0)**	**4.3**	**0.2**	**1.2**
기초현금	0.8	2.0	2.9	3.5	2.8	2.7	3.3	2.8	4.3	8.9	8.9	13.2	13.4
기말현금	2.0	2.9	3.5	2.8	2.7	3.3	2.8	4.3	8.9	8.9	13.2	13.4	14.6

재무안정성지표

(Wbn)	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12F	13F	14F
유동비율 (%)	188.6	176.7	267.9	194.9	198.6	163.3	129.5	179.3	236.3	208.8	241.5	347.2	561.5
당좌비율 (%)	28.2	30.8	38.0	28.0	24.4	29.5	22.2	28.8	34.7	28.7	34.0	30.9	29.3
재고보유기간 (일)	74.1	53.9	60.8	74.1	74.8	77.8	60.1	63.1	94.2	97.6	97.4	98.1	45.8
매출채권회수기간(일)	115.4	93.1	72.3	65.6	63.1	65.5	65.9	63.4	62.1	58.9	57.6	56.6	26.1
매입채무지급기간(일)	50.9	55.6	50.6	41.7	31.3	32.8	30.6	27.1	25.3	19.7	18.1	19.5	20.4
차입금 (십억원)	3.7	6.4	5.2	5.9	7.5	8.3	11.0	8.8	14.8	11.4	10.1	5.1	0.1
현금과 현금등가물	2.3	3.4	3.9	4.1	4.9	3.6	3.6	5.0	11.4	12.3	17.7	19.0	22.0
순차입금 (십억원)	1.3	3.0	1.4	1.7	2.7	4.7	7.4	3.7	3.3	(0.9)	(7.6)	(13.9)	(21.9)
순차입금/자기자본	21.1	28.4	10.7	10.8	15.5	24.4	31.8	11.9	8.1	(1.8)	(12.5)	(19.1)	(25.3)
부채비율 (%)	97.4	83.6	64.5	59.1	64.0	68.4	69.1	49.3	45.0	31.8	31.3	22.7	16.1
이자보상배율 (배)	12.0	5.7	9.9	12.4	5.4	6.9	9.7	17.9	15.8	17.8	25.3	41.0	140.8

Valuations and margins

(Wbn)	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12F	13F	14F
EV/EBITDA (배)	11.8	16.7	20.4	20.9	23.7	18.3	10.0	8.2	6.8	5.8	5.1	4.6	4.1
EPS (원)	428	349	345	263	215	282	483	748	799	1,013	1,132	1,364	1,597
EPS 변동률 (%)	(95.5)	(18.5)	(1.1)	(23.9)	(18.2)	31.4	71.2	54.9	6.8	26.7	11.8	20.5	17.1
PER (배)	21.1	25.9	26.2	34.4	42.1	32.1	18.7	12.1	11.3	8.9	8.0	6.6	5.7
BVPS (원)	3,312	2,661	1,906	1,764	1,911	2,115	2,568	3,387	4,354	5,378	6,355	7,563	9,003
P/BVPS (배)	2.7	3.4	4.7	5.1	4.7	4.3	3.5	2.7	2.1	1.7	1.4	1.2	1.0
주당배당금 (원)	0	0	50	50	50	50	50	100	100	150	150	150	150
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	1.1	1.1	1.7	1.7	1.7	1.7
ROE (%)	28.0	18.4	25.3	16.3	11.4	13.6	19.2	24.9	20.6	20.4	19.3	19.6	19.3
ROA (%)	14.9	9.7	14.6	10.1	7.1	8.2	11.3	15.8	14.1	14.8	14.7	15.5	16.2
매출총이익률 (%)	46.2	40.3	43.2	44.1	39.9	40.0	43.1	42.1	46.1	45.3	44.8	44.7	44.7
영업이익률 (%)	15.8	10.8	17.3	14.7	10.8	12.7	18.7	19.7	21.2	20.1	19.4	19.1	19.0
순이익률 (%)	12.7	10.0	17.1	12.5	9.0	10.4	13.2	17.5	16.3	16.6	16.2	16.8	17.0
EBITDA 이익률 (%)	24.1	17.0	23.7	21.5	17.3	19.3	27.2	27.3	28.8	27.0	25.6	24.7	24.1
ROIC (%)	34.9	15.6	20.5	14.5	10.8	12.9	18.4	20.8	21.7	23.2	22.5	23.9	25.0
WACC (%)	7.0	10.0	14.1	10.9	11.4	8.0	7.6	9.7	8.7	12.2	9.2	9.5	12.0
ROIC less WACC	27.9	5.6	6.4	3.6	(0.7)	4.8	10.8	11.1	12.9	11.0	13.3	14.5	12.9

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- *당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.*
- *본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.*
- *당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.*
- *본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.*
- *당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.*
- *본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.*
- *본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.*

▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

휴비츠 (065510 KQ)	
일자	2012-06-18
투자의견	BUY
목표주가	14,600

▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이

▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

*©. 2012 **Leading Investment & Securities Co**. All rights reserved*