

투자 의견(유지)

매수

목표주가(12M,상향) ▲ 10,900원

현재주가(19/06/10) 7,470원

상승여력 46%

영업이익(19F,십억원) 27
Consensus 영업이익(19F,십억원) 14

EPS 성장률(19F,%) -
MKT EPS 성장률(19F,%) -20.8
P/E(19F,x) 17.2
MKT P/E(19F,x) 11.9
KOSDAQ 721.14

시가총액(십억원) 179
발행주식수(백만주) 24
유동주식비율(%) 64.3
외국인 보유비중(%) 15.0
베타(12M) 일간수익률 1.02
52주 최저가(원) 4,465
52주 최고가(원) 9,300

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월
절대주가 6.7 55.8 -19.7
상대주가 6.9 44.8 -2.2



[모바일/부품]

박원재

02-3774-1426

william.park@miraesaset.com

휴맥스 (115160)

메모리 반도체 가격 하락 수혜주

반도체 가격 하락으로 연간 400억원 이상의 원가 구조 개선

휴맥스의 흑자 지속 가능성이 커졌다. 1Q19 영업이익 89억원(+119.2% YoY, 흑자전환 QoQ)에 이어 2Q19 영업이익 57억원(흑자전환 YoY, -35.8% QoQ)으로 추정된다. 반도체 가격 하락과 구조 조정 효과이다.

2018년 반도체 가격 상승으로 동사는 2018년 -391억원의 대규모 영업적자를 기록하였다. 매출액 대비 반도체 구입액 비중은 10% 내외로 절대적인 영향을 받을 수 밖에 없는 구조이다. 참고로 D램 가격은 2017년 +82.5%, 2018년 +36.2% 상승하였고 낸드플래시 가격은 2017년 +45.2%, 2018년 +13.6% 상승하였다.

최근 가격 하락으로 동사의 수익성 개선 가능성이 커지고 있다. 동사는 D램 가격이 -15~-30%, 낸드플래시 가격이 -25~-30% 하락할 것으로 전망하고 있으나, 시장 가격 하락은 더 가파르다. 당사는 반도체 가격을 2019년 D램 -46%, 낸드플래시 -53%로 추정하고 있다. 기존 추정치는 -39% 및 -44% 였다.

2018년 메모리 반도체 구입 가격이 1,100억원 수준으로 추정되는데 2019년 같은 양을 구입하고 가격이 40% 하락한다면 440억원의 원가 절감이 가능하다.

구조 조정 효과도 본격화할 전망. 구조 조정 효과로 인건비 감소도 기대된다.

인력 구조 조정으로 인건비도 감소할 것으로 기대된다. 임직원수는 1Q18말 1,006명에서 1Q19말 726명으로 감소하였다. 200명 가정시 연간 인건비는 200억원 수준이 줄어들 수 있다. 2019년 실적은 매출액 1조 3,244억원(-10.2%), 영업이익 271억원(흑자전환)으로 추정된다. 반도체 가격이 추가 하락한다면 실적 개선은 가속화될 수 있다.

시장 환경도 부정적이지만은 않다. 통신과 방송이 융합되고, 사물인터넷(IoT, Internet of Things) 시대가 시작되는 등 장기적 시장 환경은 긍정적이다. 2017년 인수한 위너콤(자동차용 안테나 생산 전문업체), 디지파츠(카셰어링 솔루션 개발 업체)도 장기적으로는 긍정적이다.

투자 의견 '매수' 유지. 12개월 목표주가 10,900원으로 상향

휴맥스의 주당 순자산(BPS)은 2016년 20,101원, 2017년 18,509원, 2018년 16,317원으로 감소하였다. 적자가 지속되었기 때문이다. 2019년에는 흑자전환하며 BPS 16,725원으로 증가할 수 있을 전망이다.

현재주가는 12개월 Forward BPS(17,079원) 기준 PBR 0.44배 수준에 불과하다. 흑자 전환 가능성이 커졌다는 점을 고려하여 투자 의견을 '매수'로 유지하고, 12개월 목표주가는 5년 평균 PBR 0.64배를 적용하여 10,900원으로 상향한다.

결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액 (십억원)	1,351	1,612	1,475	1,324	1,428	1,527
영업이익 (십억원)	20	8	-39	27	34	44
영업이익률 (%)	1.5	0.5	-2.6	2.0	2.4	2.9
순이익 (십억원)	6	-32	-47	10	17	24
EPS (원)	263	-1,324	-1,969	434	707	1,024
ROE (%)	1.3	-7.0	-11.6	2.7	4.2	5.8
P/E (배)	52.3	-	-	17.2	10.6	7.3
P/B (배)	0.7	0.5	0.3	0.4	0.4	0.4
배당수익률 (%)	1.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 휴맥스, 미래에셋대우 리서치센터

주요 실적 테이블 및 차트

표 1. 휴맥스 분기별 실적 추이

(십억원, 원, %, %p)

구분	2018				2019F				2017	2018	2019F	2Q19F			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF				YoY	QoQ	기존	차이
매출액	447.1	327.5	297.0	403.3	342.6	305.4	292.0	384.4	1,611.6	1,474.9	1,324.4	-6.8	-10.9	330.2	-7.5
영업이익	4.0	-12.9	-8.4	-21.9	8.9	5.7	5.9	6.7	8.0	-39.1	27.1	-144.2	-35.8	5.0	12.7
세전이익	-0.6	-9.8	-14.4	-41.2	7.2	2.5	2.6	3.1	-32.0	-66.0	15.5	-125.0	-66.0	1.2	113.0
당기순이익	5.4	-4.1	-18.3	-30.1	4.1	1.9	2.0	2.4	-31.7	-47.1	10.4	-146.0	-53.7	0.7	190.4
EPS	228	-172	-766	-1,259	170	79	85	100	-1,324.4	-1,969	434	-146.0	-53.7	27	190.4
영업이익률	0.9	-3.9	-2.8	-5.4	2.6	1.9	2.0	1.7	0.5	-2.7	2.0	5.8	-0.7	1.5	-0.3
세전이익률	-0.1	-3.0	-4.8	-10.2	2.1	0.8	0.9	0.8	-2.0	-4.5	1.2	3.8	-1.3	0.4	-0.5
당기순이익률	1.2	-1.3	-6.2	-7.5	1.2	0.6	0.7	0.6	-2.0	-3.2	0.8	1.9	-0.6	0.2	-0.4

자료: 휴맥스, 미래에셋대우 리서치센터

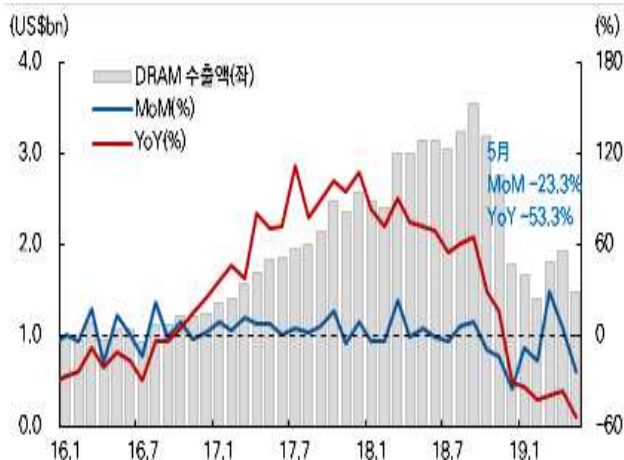
표 2. 휴맥스 수익 예상 변경

(십억원, 원, %, %p)

구분	변경 전		변경 후		변경률		변경사유
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F	
매출액	1,485.3	1,652.9	1,324.4	1,428.2	-10.8	-13.6	미국 수출 감소
영업이익	20.0	27.6	27.1	33.6	35.7	21.6	메모리 반도체 가격 하락
세전이익	6.1	11.3	15.5	22.1	153.9	95.4	
당기순이익	6.0	10.0	10.4	16.9	73.5	68.9	
EPS	250	419	434	707	73.5	68.9	
영업이익률	0.5	0.9	2.0	2.3	1.5	1.4	
세전이익률	0.0	0.0	1.2	1.5	1.2	1.5	
당기순이익률	0.0	0.0	0.8	1.2	0.8	1.2	

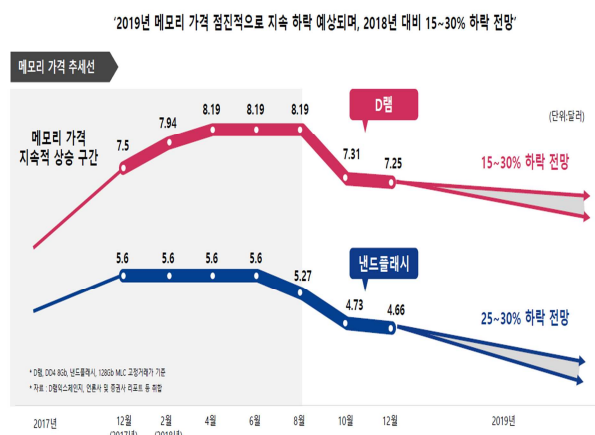
자료: 휴맥스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. DRAM 수출액 동향



자료: Trass, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 휴맥스 메모리 가격 전망

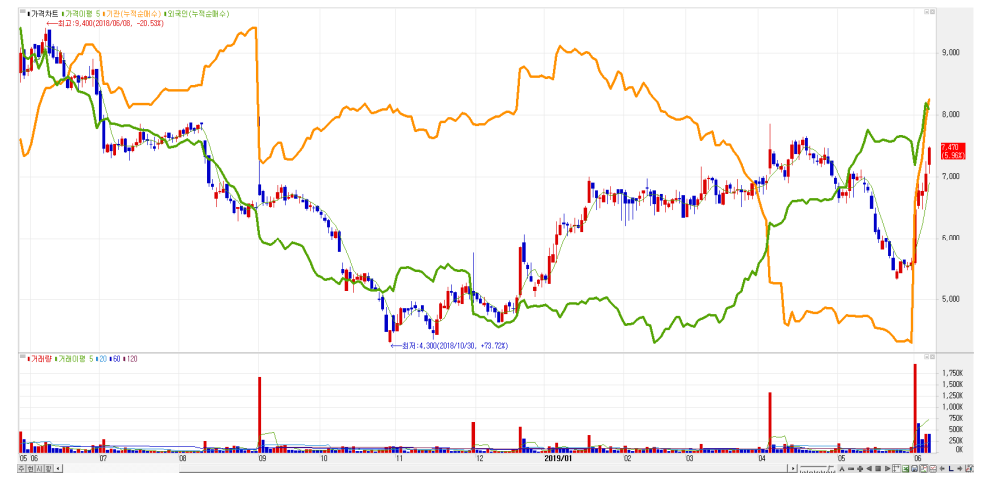


자료: D램익스체인지, 언론종합, 휴맥스, 미래에셋대우 리서치센터

휴맥스

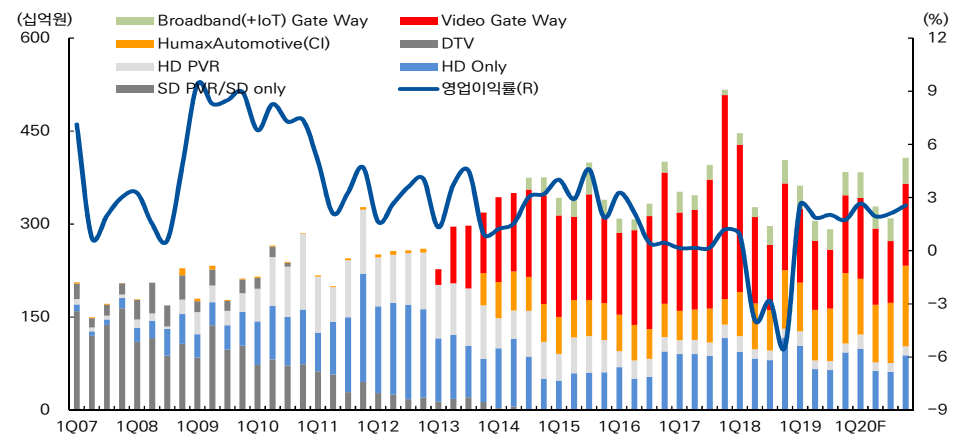
메모리 반도체 가격 하락 수혜주

그림 3. 휴맥스 주가 추이



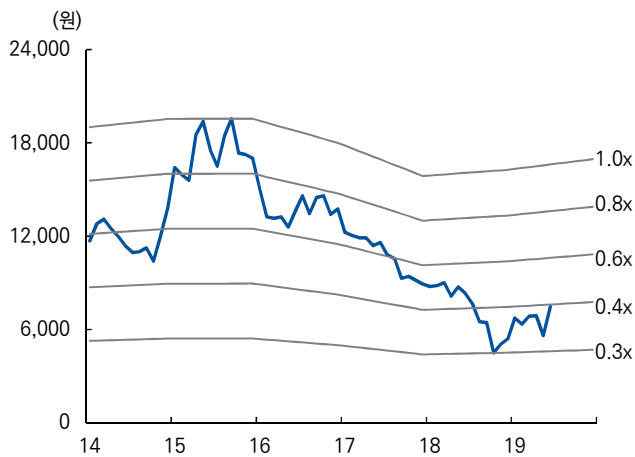
자료: 카이로스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 휴맥스의 분기 실적 추이



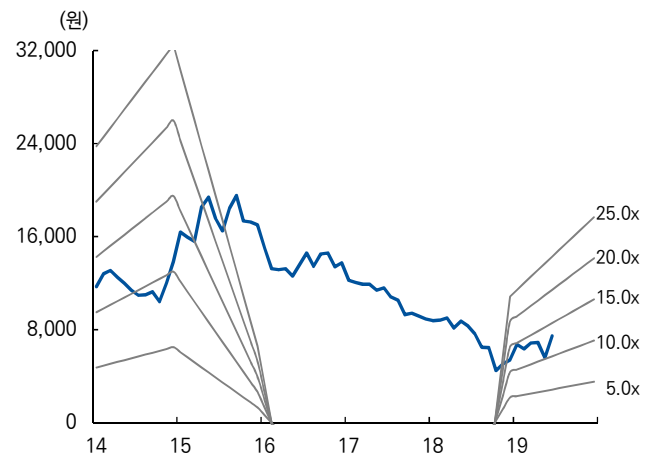
자료: 휴맥스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 휴맥스 12M forward PBR 밴드 차트



자료: WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 휴맥스 12M forward PER 밴드 차트



자료: WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

글로벌 셋톱박스 업체 peer group

표 3. 글로벌 셋톱박스 업체 실적 지표

(십억원, %)

회사명	주가상승률		시가총액	매출액			영업이익			영업이익률			순이익		
	-1M	-3M		2019F	2020F	2021F	2019F	2020F	2021F	2019F	2020F	2021F	2019F	2020F	2021F
휴맥스	6.7	11.0	179	1,485	1,653	1,702	20	28	31	1.3	1.7	1.8	6	10	12
가온미디어	29.3	42.8	195	681	935	-	45	-	-	-	-	-	32	23	-
Technicolor	-16.3	-29.8	468	5,190	5,165	-	139	194	-	2.7	3.7	-	-53	7	-
Arris	-13.4	-24.5	3,799	10,846	12,821	12,634	1,548	1,906	2,016	14.3	14.9	-	-56	361	367
셋톱박스 평균	1.6	-0.1								6.1	6.8	1.8			

주: Arris는 19년 4월 기준. 19년 4월 CommScope에 인수

자료: Bloomberg, WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

표 4. 글로벌 셋톱박스 업체 추가 관련 지표

(배, %)

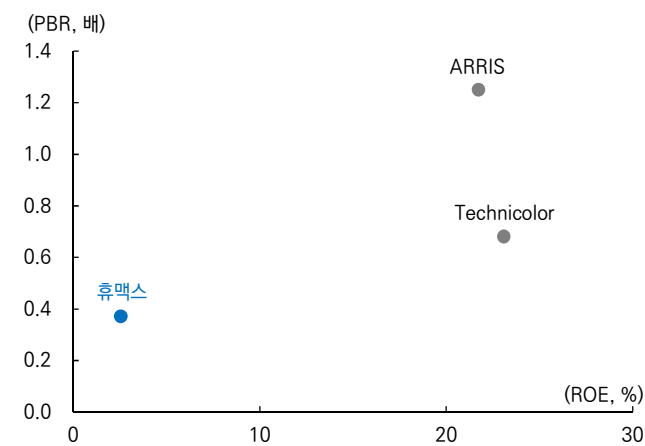
회사명	ROE			PER			PBR			EV/EBITDA		
	2019F	2020F	2021F	2019F	2020F	2021F	2019F	2020F	2021F	2019F	2020F	2021F
휴맥스	1.5	2.5	2.9	25.4	15.1	13.1	0.4	0.4	0.4	7.9	8.1	8.2
가온미디어	-	-	-	6.3	7.4	-	-	-	-	-	-	-
Technicolor	3.8	23.1	-	56.2	6.2	5.0	0.7	0.7	-	3.8	3.2	-
Arris	25.4	21.7	34.4	6.6	5.3	4.7	1.5	1.3	1.4	7.3	6.1	6.0
셋톱박스 평균	10.2	15.8	18.6	23.6	8.5	7.6	0.9	0.8	0.9	6.3	5.8	7.1

주: Arris는 19년 4월 기준. 19년 4월 CommScope에 인수

자료: Bloomberg, WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

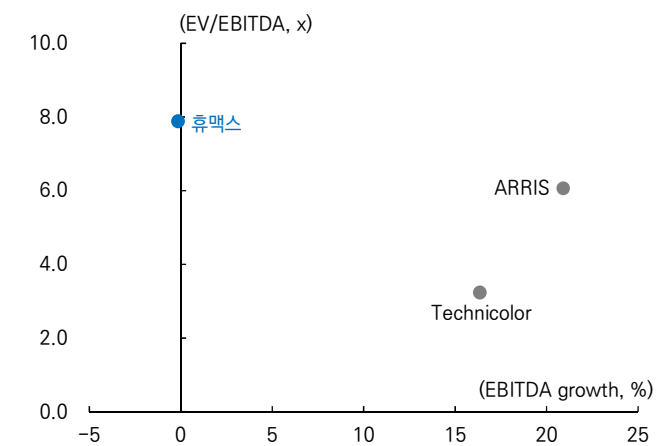
그림 7. 글로벌 셋톱박스 업체 PBR vs. ROE

그림 8. 글로벌 셋톱박스 업체 EV/EBITDA vs. EBITDA growth



주: Arris는 19년 4월 기준. 19년 4월 CommScope에 인수

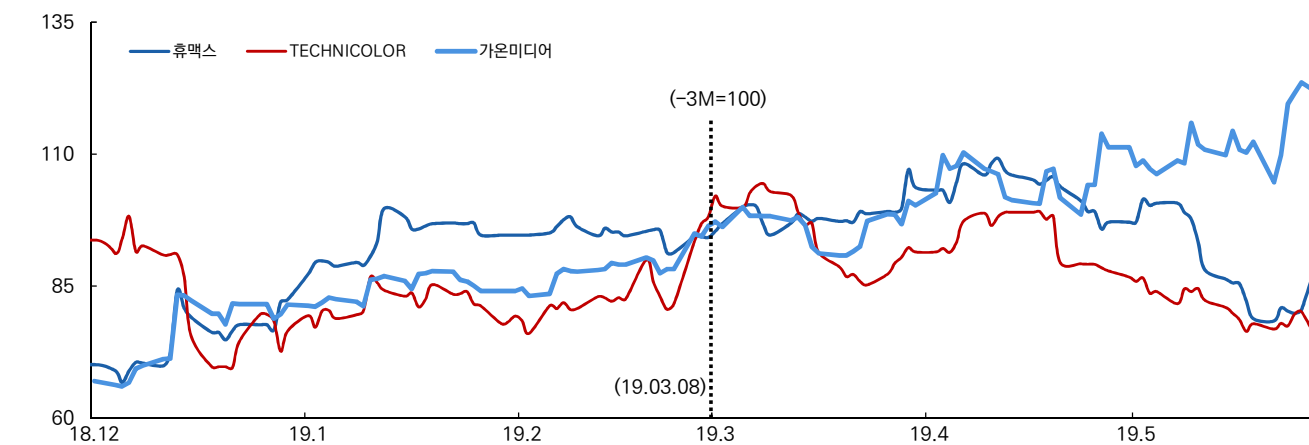
자료: Bloomberg, WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터



주: Arris는 19년 4월 기준. 19년 4월 CommScope에 인수

자료: Bloomberg, WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 글로벌 셋톱박스 업체 상대주가 추이



자료: Datastream, 미래에셋대우 리서치센터

휴맥스

메모리 반도체 가격 하락 수혜주

휴맥스 (115160)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액	1,475	1,324	1,428	1,527
매출원가	1,257	1,089	1,169	1,246
매출총이익	218	235	259	281
판매비와관리비	257	209	225	237
조정영업이익	-39	27	34	44
영업이익	-39	27	34	44
비영업손익	-27	-12	-12	-13
금융손익	-18	-19	-19	-19
관계기업등 투자손익	-5	-1	0	0
세전계속사업손익	-66	15	22	31
계속사업법인세비용	-20	5	4	6
계속사업이익	-46	11	18	25
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-46	11	18	25
지배주주	-47	10	17	24
비지배주주	1	0	1	0
총포괄이익	-52	10	18	25
지배주주	-53	10	17	23
비지배주주	1	1	1	2
EBITDA	-9	54	55	63
FCF	115	-3	20	13
EBITDA 마진율 (%)	-0.6	4.1	3.9	4.1
영업이익률 (%)	-2.6	2.0	2.4	2.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	-3.2	0.8	1.2	1.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
유동자산	734	761	812	860
현금 및 현금성자산	119	123	137	142
매출채권 및 기타채권	290	310	328	349
재고자산	292	295	312	332
기타유동자산	33	33	35	37
비유동자산	323	313	300	299
관계기업투자등	7	7	7	7
유형자산	130	118	104	101
무형자산	62	63	64	66
자산총계	1,057	1,074	1,111	1,159
유동부채	567	578	597	620
매입채무 및 기타채무	273	260	275	293
단기금융부채	225	253	253	253
기타유동부채	69	65	69	74
비유동부채	89	84	85	85
장기금융부채	82	77	77	77
기타비유동부채	7	7	8	8
부채총계	656	663	682	705
지배주주지분	380	389	406	431
자본금	12	12	12	12
자본잉여금	334	334	334	334
이익잉여금	65	76	93	117
비지배주주지분	21	22	23	23
자본총계	401	411	429	454

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
영업활동으로 인한 현금흐름	127	4	22	24
당기순이익	-46	11	18	25
비현금수익비용가감	72	54	45	44
유형자산감가상각비	21	21	17	15
무형자산상각비	10	6	5	4
기타	41	27	23	25
영업활동으로인한자산및부채의변동	125	-38	-17	-19
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	57	-15	-18	-21
재고자산 감소(증가)	136	0	-17	-20
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-77	-16	11	13
법인세납부	-8	-4	-4	-6
투자활동으로 인한 현금흐름	-45	-17	-9	-18
유형자산처분(취득)	-10	-6	-3	-11
무형자산감소(증가)	-6	-9	-5	-6
장단기금융자산의 감소(증가)	54	0	-1	-1
기타투자활동	-83	-2	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-76	19	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	-66	23	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-10	-4	0	0
현금의 증가	11	5	13	5
기초현금	108	119	123	137
기말현금	119	123	137	142

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
P/E (x)	-	17.2	10.6	7.3
P/CF (x)	4.9	2.8	2.9	2.6
P/B (x)	0.3	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA (x)	-	7.2	6.8	5.9
EPS (원)	-1,969	434	707	1,024
CFPS (원)	1,097	2,696	2,616	2,874
BPS (원)	16,317	16,725	17,433	18,457
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-8.5	-10.2	7.9	6.9
EBITDA증가율 (%)	-	-	1.9	14.5
조정영업이익증가율 (%)	-	-	25.9	29.4
EPS증가율 (%)	-	-	62.9	44.8
매출채권 회전율 (회)	4.7	4.5	4.5	4.5
재고자산 회전율 (회)	4.1	4.5	4.7	4.7
매입채무 회전율 (회)	5.3	5.5	5.8	5.9
ROA (%)	-4.1	1.0	1.6	2.2
ROE (%)	-11.6	2.7	4.2	5.8
ROIC (%)	-5.1	4.0	5.5	7.0
부채비율 (%)	163.6	161.1	159.0	155.3
유동비율 (%)	129.6	131.6	135.8	138.8
순차입금/자기자본 (%)	42.4	45.9	40.7	37.0
조정영업이익/금융비용 (x)	-2.0	1.3	1.6	2.1

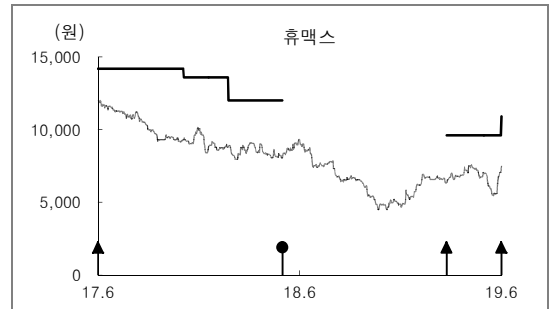
자료: 휴맥스, 미래에셋대우 리서치센터

휴맥스

메모리 반도체 가격 하락 수혜주

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
휴맥스(115160)				
2019.06.10	매수	10,900	-	-
2019.03.03	매수	9,600	-29.61	-20.94
2018.05.10	중립	-	-	-
2018.02.01	매수	12,000	-29.33	-24.17
2017.11.12	매수	13,600	-33.06	-25.37
2017.05.14	매수	14,200	-22.54	-14.08



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(—), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
83.52%	8.24%	8.24%	0.00%

* 2019년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.