



▲ 스몰캡

Analyst 윤주호
02. 6454-4876
juho.yoon@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가 (12개월)	-
현재주가 (6.4)	7,200 원
상승여력	-

시가총액	296억원
발행주식수	411만주
유동주식비율	11.29%
외국인비중	0.00%
52주 최고/최저가	7,300원/1,065원
평균거래대금	0.0억원

주요주주(%)	
티라이프 외 3 인	88.71

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.9	79.6	11.1
상대주가	-9.4	72.7	6.7



휴벡셀 212310

척추 임플란트의 작은거인

- ✓ '06년 설립된 척추임플란트 전문제조기업
- ✓ 고객 맞춤형 척추임플란트 생산을 위한 3D 프린터 개발
- ✓ 매출구성: 척추임플란트 88%, 정형외과 용품 4%, 기타 8%
- ✓ 국내 최초로 Type 2 아노다이징 기술을 티타늄 제품에 적용
- ✓ 신제품의 FDA 승인 완료로 미국향 수출 기대

척추임플란트 전문제조기업

시계 정밀 가공 기술에서 시작하여 의료기기 OEM으로 진출, 국산 정형외과 의료 기기 제조사로 진출했다. 10년부터 본격적으로 해외진출을 시작했고 '11년 미국법인 설립으로 수출 판로 개척했다. 고객 맞춤형 척추임플란트 생산을 위한 3D 프린터 개발 등 다양한 수요에 대응하고 있다.

국내 임플란트의 작은거인

인체에 삽입되는 임플란트는 일정기간 또는 반영구, 영구 사용목적으로 개발된다. 건강보건과 직결되기 때문에 제품의 안전성과 신뢰성을 우선적으로 고려하여 제품 브랜드력이 중요하다. 이는 마케팅 장벽이 높고 충성도가 높아 경기민감도가 여타 업종 대비 상대적으로 낮다. 국내 척추임플란트 시장은 상위 4개사가 과반수 이상, 한국기업들의 점유율은 20% 수준으로 낮다. 동사는 티타늄 합금의 양극산화 표면 개질 기술(Type 2 아노다이징)을 오송첨단의료기기 센터와 기술 이전하여 국내 최초로 티타늄 제품에 적용했다.

미국 FDA 승인에 따른 기술력 입증

해외 수출 시 각국마다 FDA, CE는 안전규격으로 의료기기를 규제. 치료기기의 경우 임상시험 등 포함한 기간이 3~7년 정도 소요하여 신규업체 진출이 어려운 상황이다.'14년 미국 GPO(병원업무 및 구매대행 기업) 중 4위 HPG(HealthTrust Purchasing Group)과 공급 계약 체결했다. '16년부터 신제품 5종 등 포함하여 6종의 신제품의 FDA 승인 완료로 미국 척추임플란트 수출이 기대된다.

* 본 자료는 한국거래소 코넥스 기업분석보고서 발간지원(KRP) 사업에 따라 발간된 보고서입니다.

(억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	71.3	8.8	8.0	3,716	-14.8	24,151	0.0	0.0	1.5	10.4	75.8
2016	72.1	-12.8	-13.4	-6,012	-261.8	14,363	-3.8	1.6	-54.6	-15.1	130.6
2017	81.5	-6.3	-15.5	-6,760	12.4	11,065	-2.3	1.4	-547.6	-25.9	191.2
2018	72.7	-20.8	-26.5	-11,607		4,291	-1.2	3.2	-20.2	-132.0	649.1
2019	65.1	-28.9	-59.0	-24,747	113.2	2,254	-0.2	1.8	-3.7	-149.6	108.2

1. 기업개요 및 산업동향

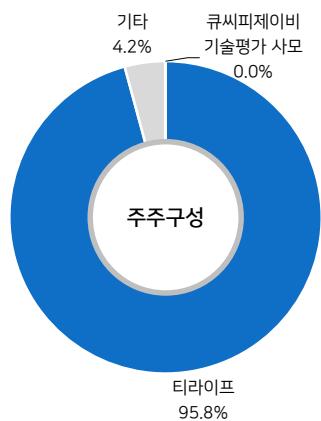
기업개요

척추임플란트 전문제조기업

'16년 코넥스 시장 상장한 의료기기 전문 제조업체이다. 시계정밀 가공기술에서 시작하여 의료기기 OEM으로 진출, 국산 정형외과 의료기기 제조사로 진출했다. 10년부터 본격적으로 해외진출을 시작했고 '11년 미국법인 설립으로 수출 판로 개척했다. 고객 맞춤형 척추임플란트 생산을 위한 3D 프린터 개발 등 다양한 수요에 대응하고 있다.

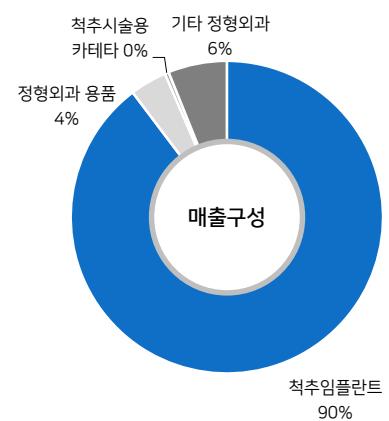
'19년 8월 회생절차 개시신청, '19년 12월 회생계획안 인가를 결정했다. '20.1월 회생절차 조기종결 절차를 시작하여 '20.2월에 최종적으로 종결한 상황이다.

그림1 주주구성



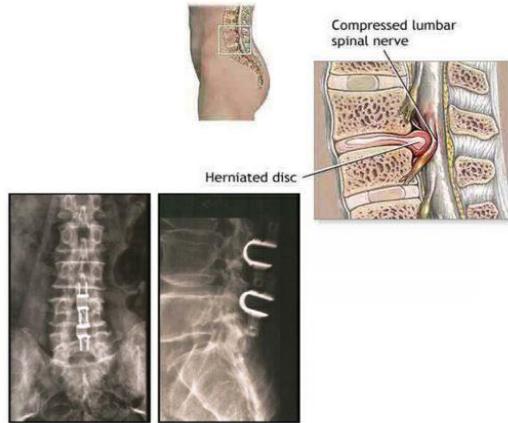
자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

그림2 매출구성



자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

그림3 늘어나는 척추통증



자료: 휴벡셀, 메리츠증권 리서치센터

그림4 척추임플란트 라인업



자료: 휴벡셀, 메리츠증권 리서치센터

산업동향

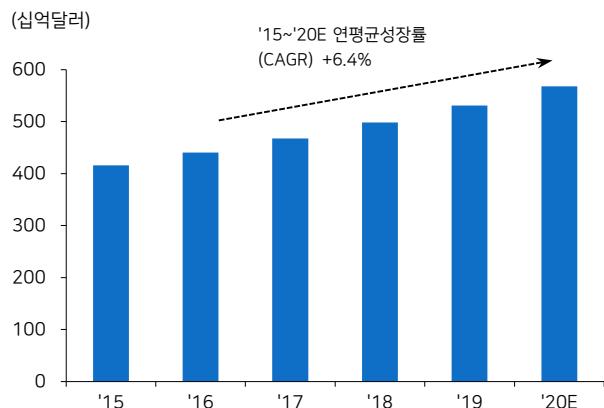
의료기기 산업

의료기기산업은 전세계적으로 경제성장, 고령화, 건강에 대한 관심 증가에 따라 꾸준하게 성장하는 시장이다. 제품, 설계, 제조 단계에서 전기, 전자, 재료, 광학, 의료기술들이 융합되어야 하는 특성이 있다. 보건사업 중 아이디어 비중이 높아 개발 비중이 높다.

다양한 고객의 니즈에 따른 차별화로 다양한 제품과 품목으로 다품종 소량생산해야 한다. 고부가가치 제품은 소수의 대기업이 주도하며 일부시장과 저가에서는 전문 중소기업들의 시장으로 양분되어 있다.

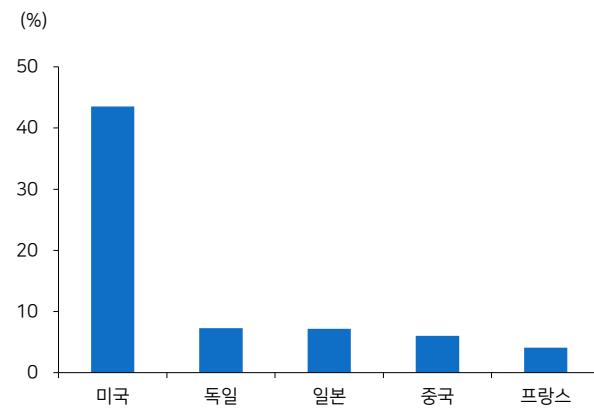
인허가 측면에서 국가간의 인증 허가제도가 상이하여 국제 교역에서는 관세로 작용한다. 미국 FDA 인증 평균 7.2개월, 중국 13개월 수준이나 시장에 진입하는 시간은 점점 길어지는 추세다.

그림5 세계의료기기 시장규모



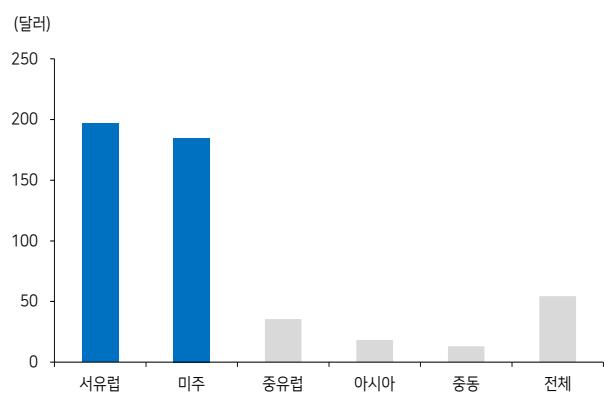
자료: Medical Equipment Market Global, 메리츠증권 리서치센터

그림6 세계의료기기 지역별 규모 ('18)



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 1인당 평균 의료기기 시장규모('16년)



자료: BMI, 메리츠증권 리서치센터

그림8 척추에 사용되는 다양한 제품들



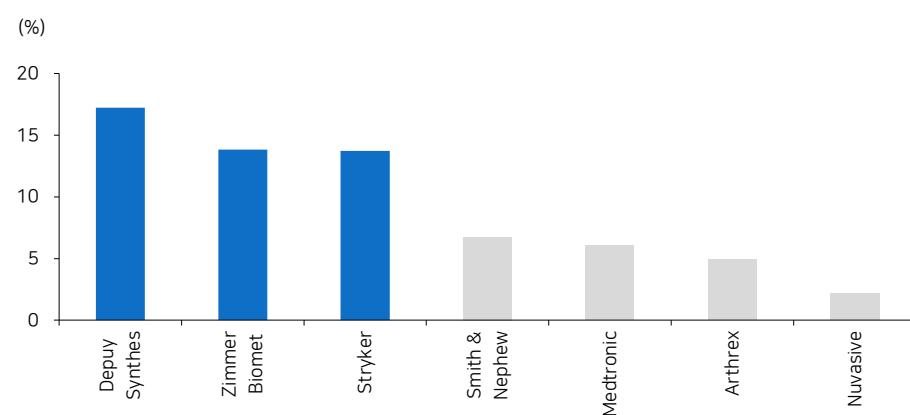
자료: 메리츠증권 리서치센터

국내는 시제품 개발 이후 임상실험, 허가, 보험 등재의 단계로 최소 1년 이상 소요하여 진입장벽으로 작용한다. 국내 의료기기의 제조업허가, 품목허가, 품질적합심사, 제품생산 및 판매관련 품질 기준은 모두 식약처가 담당하고 있다.

정형외과용 기구 세계시장규모는 '17년 기준 500억달러 추정, 연평균 3% 이상 연평균성장률(CAGR)로 '21년에는 570억달러에 이를 것으로 전망된다. 전체 의료기기 시장에서 정형외과 의료기기 시장은 11.9% 차지하며 안과용 의료기기에 이어 두번째로 큰 시장을 형성하고 있다.

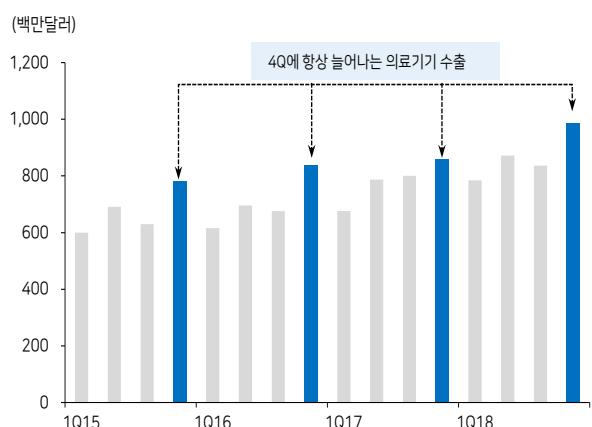
척추시술 기기 시장은 2.5%씩 성장하여 100억달러 시장으로 성장 예상된다. 세계 척추시장은 미세침습 시술 방법 도입에 따라 흉요추 융합술 중심으로 확대되고 있다.

그림9 정형외과 의료기기 시장 경쟁추이('18)



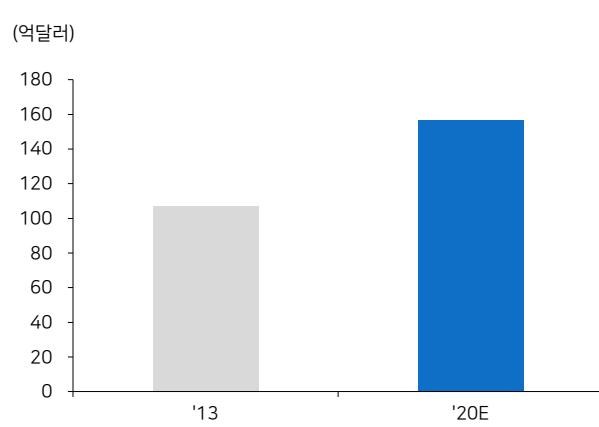
자료 The Orthopedic Industry (Orthoworld), 메리츠증권 리서치센터

그림10 의료기기 분기별 계절성



자료: 한국보건산업진흥원, 메리츠증권 리서치센터

그림11 세계 척추 임플란트 시장



자료 The Orthopedic Industry (Orthoworld), 메리츠증권 리서치센터

2. 투자포인트(Investment Points)

국내 척추임플란트의 작은 거인

인체에 삽입되는 임플란트는 일정기간 또는 반영구, 영구 사용목적으로 개발된다. 신경외과, 정형외과용 임플란트는 최소 10년이상의 수명을 요하기 때문에 안정성과 내구성이 필요하다.

의료기기는 의료진단과 치료에 전문성을 가진 병원이 주요 수요처이다. 건강보건과 직결되기 때문에 제품의 안전성과 신뢰성을 우선적으로 고려하여 제품 브랜드력이 중요하다. 이는 마케팅 장벽이 높고 충성도가 높아 경기민감도가 여타 업종 대비 상대적으로 낮다. 제품 개발에서 생산까지 3~5년정도 소요되고 비용회수기간은 제품 브랜드력에 따라 다르지만 타업종대비 긴 편이다. 국내 척추임플란트 시장은 상위 4개사가 과반수 이상, 한국기업들의 점유율은 20% 수준으로 낮다.

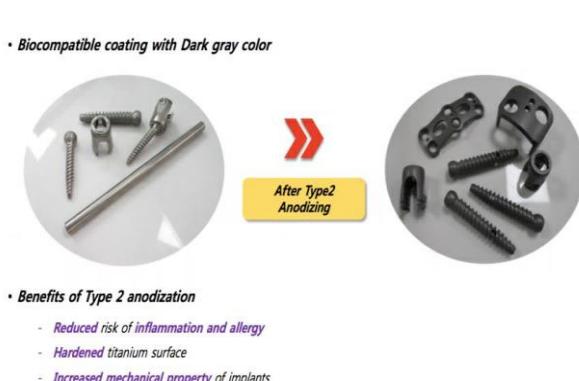
동사는 티타늄 합금의 양극산화 표면 개질 기술(Type 2 아노다이징)을 오송첨단 의료기기 센터와 기술 이전하여 국내 최초로 티타늄 제품에 적용했다.

미국 FDA 승인에 따른 기술력 입증

임플란트는 인체에 직접사용되는 의료기기로 안정성이 가장 중요하여 시험 및 인허가 받는 데 오랜시간 소요된다. 해외 수출 시 각국마다 FDA, CE는 안전규격으로 의료기기를 규제. 치료기기의 경우 임상시험 등 포함한 기간이 3~7년 정도 소요하여 신규업체 진출이 어려운 상황이다.

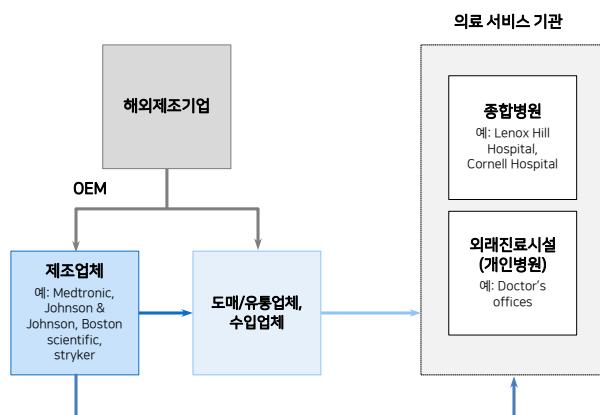
'14년 미국 GPO(병원업무 및 구매대행 기업) 중 4위 HPG(HealthTrust Purchasing Group)과 공급 계약 체결했다. '16년부터 신제품 5종 등 포함하여 6종의 신제품의 FDA 승인 완료로 미국 척추임플란트 수출이 기대된다.

그림12 Type 2 아노다이징



자료: 휴백셀, 메리츠증권 리서치센터

그림13 미국 의료기기 유통구조



자료: 메리츠증권 리서치센터

휴액셀(212310)

Income Statement

(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	71.3	72.1	81.5	72.7	65.1
매출액증가율 (%)	15.9	1.1	13.1	-	-10.5
매출원가	38.8	40.7	35.3	24.8	29.8
매출총이익	32.5	31.4	46.2	47.9	35.3
판매비와관리비	23.6	44.2	52.5	68.7	64.3
영업이익	8.8	-12.8	-6.3	-20.8	-28.9
영업이익률 (%)	12.3	-17.8	-7.7	-28.6	-44.4
금융수익	-3.3	-2.9	-3.4	-5.0	-6.9
증속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	3.2	0.2	-6.6	-1.3	-16.5
세전계속사업이익	8.7	-15.5	-16.2	-27.1	-52.3
법인세비용	0.8	-2.1	-0.7	-0.6	6.6
당기순이익	8.0	-13.4	-15.5	-26.5	-59.0
지배주주지분 순이익	8.0	-13.4	-15.5	-26.5	-59.0

Statement of Cash Flow

(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동현금흐름	-7.5	-23.3	-16.7	-21.8	-3.6
당기순이익(순실)	8.0	-13.4	-15.5	-26.5	-59.0
유형자산감가상각비	5.4	6.3	5.2	6.6	6.7
무형자산상각비	0.0	0.0	0.6	0.6	0.8
운전자본의 증감	-22.6	-34.8	-34.5	-5.9	27.3
투자활동 현금흐름	-38.0	-20.3	0.1	-6.5	2.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-16.2	-2.5	-1.7	-7.7	-2.2
투자자산의 감소(증가)	-18.8	31.3	1.3	-1.1	0.0
재무활동 현금흐름	63.4	15.2	6.5	24.9	1.7
차입금증감	7.0	-0.3	8.8	26.0	-70.3
자본의증가	59.3	15.4	0.0	-29.7	98.0
현금의증가	18.0	-28.3	-10.1	-3.4	0.2
기초현금	26.2	44.2	15.8	6.6	3.2
기말현금	44.2	15.8	5.7	3.2	3.4

Balance Sheet

(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	126.3	120.1	118.4	105.5	87.4
현금및현금성자산	43.8	15.8	5.7	3.2	3.4
매출채권	54.3	65.0	69.3	22.9	15.7
재고자산	23.9	28.2	35.1	69.9	66.7
비유동자산	67.3	35.2	32.6	45.2	34.8
유형자산	30.1	28.3	24.8	34.9	30.4
무형자산	0.2	1.2	2.8	2.4	1.8
투자자산	32.7	1.4	0.1	1.2	1.2
자산총계	193.6	155.2	151.0	150.6	122.3
유동부채	41.8	71.9	59.9	70.2	59.9
매입채무	6.8	8.0	6.4	9.0	3.8
단기차입금	27.9	22.9	11.8	11.8	1.0
유동성장기부채	3.6	33.4	3.1	37.5	27.8
비유동부채	41.7	16.0	39.2	60.4	3.7
사채	28.9	0.0	3.9	20.5	0.0
장기차입금	5.4	9.2	30.0	30.4	0.2
부채총계	83.5	87.9	99.1	130.5	63.5
자본금	10.8	11.3	11.3	11.3	18.8
자본잉여금	60.7	75.6	75.6	45.8	136.3
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	-0.9	-1.3
이익잉여금	38.7	-19.6	-35.0	-36.2	-95.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	110.2	67.3	51.9	20.1	58.7

Key Financial Data

	2014	2015	2016	2017	2018
주당데이터(원)					
SPS	35,939	32,424	35,649	31,793	27,309
EPS(지배주주)	3,716	-6,012	-6,760	-11,607	-24,747
CFPS	7,623	5,197	7,769	-6,945	-12,966
EBITDAPS	7,160	-2,895	-212	-5,941	-8,989
BPS	24,151	14,363	11,065	4,291	2,254
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	-3.8	-2.3	-1.2	-0.2
PCR	0.0	4.4	2.0	-2.0	-0.3
PSR	0.0	0.7	0.4	0.4	0.1
PBR	0.0	1.6	1.4	3.2	1.8
EBITDA	14.2	-6.4	-0.5	-13.6	-21.4
EV/EBITDA	1.5	-54.6	-547.6	-20.2	-3.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.4	-15.1	-25.9	-132.0	-149.6
EBITDA 이익률	19.9	-8.9	-0.6	-18.7	-32.9
부채비율	75.8	130.6	191.2	649.1	108.2
금융비용부담률	5.0	4.6	4.4	6.0	10.7
이자보상배율(x)	2.5	-3.9	-1.8	-4.7	-4.2
매출채권회전율(x)	1.4	1.2	1.2	3.2	3.4
재고자산회전율(x)	3.9	2.8	2.6	1.0	1.0

주: 18년도부터는 연결실적

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	78.9%
중립	21.1%
매도	0.0%
2020년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율	