

# 파트론 (091700)

BUY(Maintain)

주가(1/19) 11,100원  
목표주가 16,000원

2016. 1. 20

## 카메라모듈, 변화를 기대한다

전면카메라의 고화소화 경쟁은 특이하게도 중국 업체들이 주도하고 있다. 갤럭시 프리미엄 모델은 아직 500만화소에 머물러 있지만, 최근 A9 모델에 800만화소를 채용함으로써 향후 전략 변화를 예고하고 있다. 전면카메라 이외에 AF/OIS 탑재, 듀얼 카메라 등 고성능화 추세도 기대된다. 카메라모듈의 변화는 파트론에게 기회를 제공할 것이다. RF 부품과 센서 및 액세서리 사업도 순항하며 성장을 뒷받침할 것이다.



휴대폰 부품  
Analyst 김지산

02) 3787-4862  
jisan@kiwoom.com  
장민준 02) 3787-4740  
minjunj@kiwoom.com

키움증권

## 파트론 (091700)



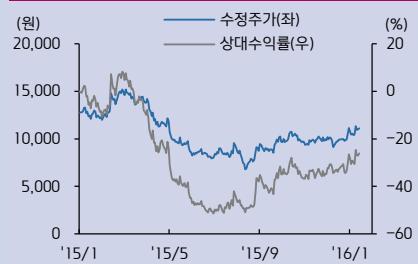
## Stock Data

KOSDAQ (1/19)	681.25pt
시가총액	6,011억원
52주 주가동향	최고가 최저가 15,200원 6,790원
최고/최저가대비 등락률	-26.97% 63.48%
주가수익률	절대 상대 1M 14.0% 6M 30.7% 1Y -12.9% -26.1%

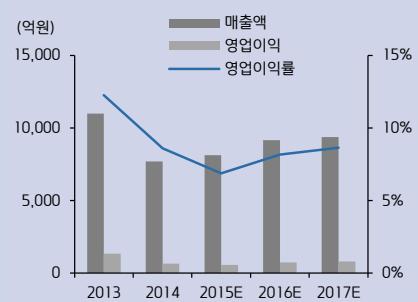
## Company Data

발행주식수(천주)	54,156천주
일평균 거래량(3M)	975천주
외국인 지분율	19.31%
배당수익률(15.E)	2.53%
BPS(15.E)	6,310원
주요 주주	김종구 외 7인
매출구성(15E)	반도체사업 RF 통신 부품 신사업 및 기타
	80% 14% 6%

## Price Trend



## 파트론 매출액 및 영업이익 전망



## Contents

## I. 투자포인트 요약 3

- > 프리미엄 스마트폰 전면카메라 화소수 증가 기대 3
- > RF 부품과 센서 및 액세서리가 추가 성장 동력 3
- > 목표주가 16,000원 제시, 16년 수익성 개선 전망 3

## II. 카메라모듈의 변화를 기대한다 4

- > 프리미엄 스마트폰 전면카메라 화소수 상승 기대감 유효 4
- > #전면카메라 #Selfie 7
- > 화소수 증가는 AF/OIS 기능 탑재 유도 8
- > 화소수 증가로 카메라모듈 ASP 상승 예상 9
- > 카메라모듈 부품 내재화로 원가경쟁력 유지 11

## III. 안정적인 RF 부품, 성장하는 신규 사업 12

- > 안정적 사업, RF 통신 부품 12
- > 센서모듈 기반의 액세서리 사업 14

## IV. 실적 전망 및 Valuation 16

- > 16년 수익성 개선 전망 16
- > Valuation 17

- > 당사는 1월 19일 현재 '파트론 (091700)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- > 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- > 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- > 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

# I. 투자포인트 요약

## >>> 프리미엄 스마트폰 전면카메라 화소수 증가 기대

중국 스마트폰 업체들은 최근 신제품에 800만화소 전면카메라를 채택하고 있다. 화웨이를 위시한 중국 업체들은 삼성전자, 애플과 기술 격차를 줄이면서 가격경쟁력을 기반으로 스마트폰 시장을 잠식하고 있다. 삼성전자의 프리미엄 스마트폰의 전면카메라는 아직 500만화소에 머무르고 있는데, 중국 시장을 겨냥한 16년형 중가형 A9에 800만화소 전면카메라가 탑재됐다. 화소수 증가가 반드시 고화질을 의미하지는 않지만, 후면카메라의 화소수가 즐 곧 상승해 온 것은 전면카메라의 로드맵에 시사하는 바가 크다. 스마트폰의 외형적 차별화가 어려운 시점에서 프리미엄 스마트폰 전면카메라 화소수 증가에 대한 기대감은 여전히 유효할 것이다.

휴대폰 카메라모듈은 화소가 증가할 경우, 손떨림과 같은 미세한 움직임에도 반응한다. 따라서 화소수 증가 시 AF(자동초점)/OIS(손떨림방지) 기능이 필요하다. 갤럭시 시리즈는 S5에서 S6로 가면서 전면 카메라 화소수 증가와 더불어 후면카메라 OIS를 채용했고, 재료비 원가 중 카메라가 \$18.7에서 \$21.5로 15% 상승했다. 아이폰 6와 6+의 경우 OIS 탑재 여부만 차이가 있는데 카메라모듈의 원가가 \$11에서 \$12.5로 13% 상승했다. 전면카메라의 고화소화 및 고성능화는 카메라모듈 ASP 상승 요인으로 작용해, 동사의 매출 성장 동력이 될 것이다.

## >>> RF 부품과 센서 및 액세서리가 추가 성장 동력

RF 부품과 센서모듈 기반의 액세서리 사업을 통한 성장성이 기대된다. LTE 확산 추세와 더불어 넓은 주파수 대역폭에 대응하기 위해 동사가 주력으로 하는 LDS안테나의 채택률이 높아질 것이다. 센서모듈에 기반한 액세서리 사업은 B2C 영업이 가능하다는 점에서 차별적 의미를 가진다. PPG 센서와 기압 센서를 내재화한 스마트밴드를 출시했다. 센서 및 모듈 사업의 매출액은 15년 464억원에서 16년 697억원으로 증가할 전망이다.

## >>> 목표주가 16,000원 제시, 16년 수익성 개선 전망

16년은 외형 성장과 함께 수익성이 회복될 것이다. 배경은 1) 500만화소 이상의 전면카메라와 1300만 화소 후면카메라 비중이 높아져 제품 Mix가 개선될 것이고, 2) 판가가 높은 LDS안테나의 채용이 확대되며, 3) 센서모듈을 기반으로 한 액세서리 사업이 본격적으로 실적에 기여할 것이기 때문이다. 16년 매출액은 9,157억원(YoY 13%), 영업이익은 749억원(YoY 34%)으로 추정된다.

투자지표	2012	2013	2014	2015E	2016E
매출액(억원)	8,731	10,995	7,698	8,122	9,157
영업이익(억원)	912	1,349	662	559	749
EBITDA(억원)	1,160	1,773	1,031	884	1,035
세전이익(억원)	908	1,418	665	651	888
순이익(억원)	713	1,104	494	487	658
EPS(원)	1,863	1,956	894	814	1,119
증감율(%YoY)	72.4	5.0	(54.3)	(9.0)	37.5
PER(배)	10.5	7.3	13.1	12.1	8.8
PBR(배)	3.9	2.7	2.0	1.6	1.4
EV/EBITDA(배)	8.4	6.5	8.6	7.3	6.0
영업이익률(%)	10.4	12.3	8.6	6.9	8.2
ROE(%)	47.0	46.9	22.7	13.8	16.5
순부채비율(%)	5.6	16.7	11.0	13.9	9.1

## II. 카메라모듈의 변화를 기대한다

### >>> 프리미엄 스마트폰 전면카메라 화소수 상승 기대감 유효

#### 중국 최신 스마트폰 전면카메라 800만화소 채용 늘어

15년 10월부터 12월 사이에 출시된 중국 스마트폰 업체들의 최신 모델을 살펴보면, 전면카메라가 모두 800만화소 이상이다. ZTE의 Blade S7은 전면카메라에 1300만화소를 채용하기도 했다. 이러한 변화는 스마트폰의 사양이 상향 평준화되고 있는 과정에서 전면카메라가 중요한 차별적 요인이 되고 있음을 의미한다. 중국 업체들은 유독 전면카메라에 대해서는 최고 사양 전략을 추구하고 있고, 이는 중국 소비자들의 기호를 반영한 것이기도 하다.

#### 중화권 세트 업체 최신 스마트폰 스펙 비교

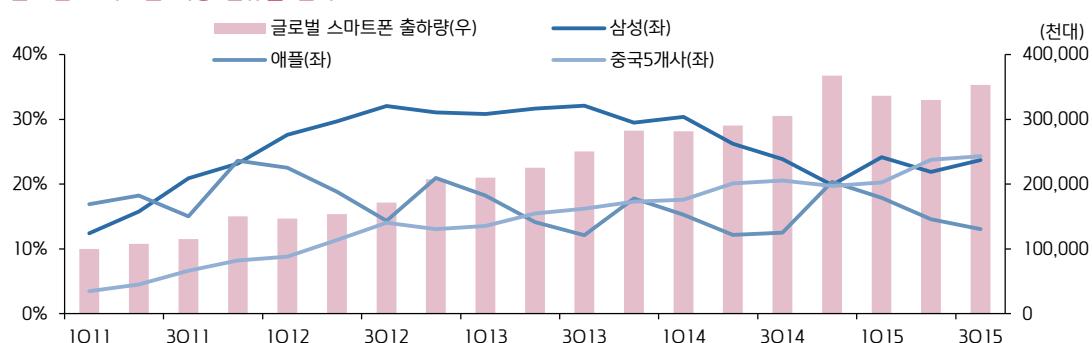
	Huawei Mate 8	Lenovo Vibe X3	Oppo R7s	Vivo X6	ZTE Blade S7
제품					
공개일자	15년 11월	15년 12월	15년 12월	15년 12월	15년 10월
디스플레이	6" IPS-NEO LCD, 1080 x 1920	5.5" IPS LCD 1080 x 1920	5.5" AMOLED 1080 x 1920	5.2" S-AMOLED 1080 x 1920	5" IPS LCD 1080 x 1920
후면카메라	1600만화소	2100만화소	1300만화소	1300만화소	1300만화소
전면카메라	<b>800만화소</b>	<b>800만화소</b>	<b>800만화소</b>	<b>800만화소</b>	<b>1300만화소</b>
출시가격	\$600	\$450	\$600	\$400	\$380

자료: 각 사, 키움증권

#### 중국 프리미엄 스마트폰 시장에서 현지 업체들 상승세

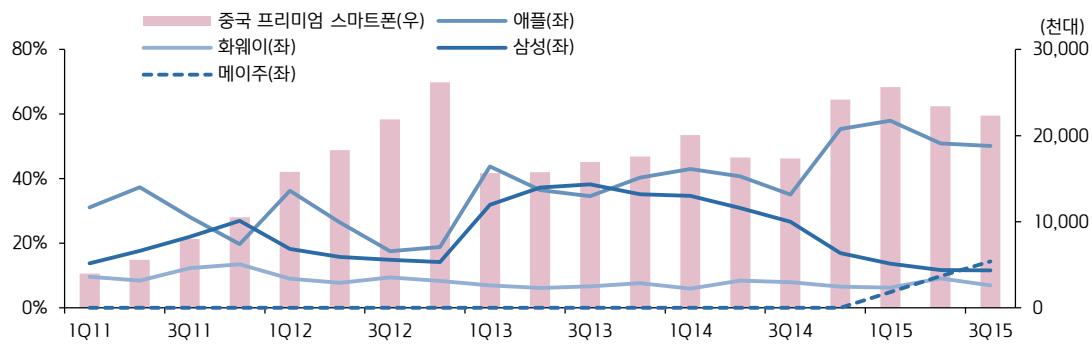
화웨이, 레노버, 샤오미, ZTE, Oppo 등 중국 5개사의 글로벌 시장 점유율은 11년 1분기 3% 미만에서 5년 만에 24%로 상승했다. 특히 15년에 중국 4G폰 시장이 2배 이상 급성장하는 과정에서 특허력과 제품력을 앞세운 화웨이가 중국 내 절대 강자로 부상했다. 중국 프리미엄 스마트폰 시장에서 현지 업체들의 점유율이 상승하고 있는 반면에 삼성전자의 입지가 축소되고 있다.

#### 글로벌 스마트폰 시장 점유율 변화



자료: Gartner, 키움증권

### 중국 내 프리미엄 스마트폰 시장 점유율



자료: Gartner, 키움증권

### 고화소는 고화질?

카메라의 높은 화소수가 반드시 높은 화질을 의미하는 것은 아니다. 그 동안 스마트폰 업체들은 Main 카메라의 성능에 초점을 맞추면서 재료비 원가, 이미지센서와 조화 등을 고려했다. 전면카메라의 경우 화상통화 기능과 이를 위한 전송용량 및 요금 등을 감안하지 않을 수 없었다. 애플은 아이폰 4S부터 아이폰 6까지 후면카메라의 화소를 800만으로 유지하면서도 이미지센서 크기를 키우는 방식 등을 통해 고객이 요구하는 화질을 구현했다.

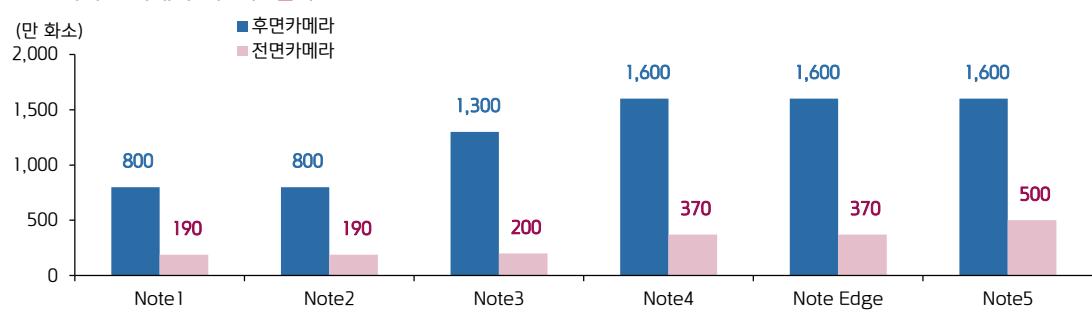
그러나 고화소가 고화질이 아니라는 실효성에 관한 의문에도 불구하고, 후면카메라의 화소수는 지속적으로 증가해 왔다. 갤럭시 시리즈는 1600만화소까지 상향됐고, 듀얼 카메라나 2000만화소가 다음 로드맵으로 제시되고 있다.

### 갤럭시 시리즈 카메라 화소수 변화



자료: Gartner, 키움증권

### 노트 시리즈 카메라 화소수 변화



자료: Gartner, 키움증권

## 아이폰 카메라의 진화

아이폰	아이폰 3G	아이폰 3GS	아이폰 4	아이폰 4S	아이폰 5	아이폰 5S	아이폰 6	아이폰 6+	아이폰 6S/6S+
2.0 메가픽셀 스틸 사진만		3.0 메가픽셀 VGA 동영상 @ 30 프레임 /초	후면: 5.0 메가픽셀 720p HD 동영상 @ 30 프레임/초	후면: 8.0 메가픽셀 1080p HD 동영상 @ 30 프레임/초	후면: 8.0 메가픽셀 1080p HD 동영상 @ 30 프레임/초	후면: 8.0 메가픽셀 1080p HD 동영상 @ 30/60 프레임/초	후면: 12 메가픽셀 4K 동영상 @ 30 프레임/초	전면: 5 메가픽셀 720p HD 동영상	

자료: 키움증권

## 향후 프리미엄 모델의 전면카메라 화소수 상승할 확률 높아져

삼성전자도 보급형 모델인 A9에 800만화소 전면카메라를 채용하기 시작했다. 중국 고객을 대상으로 한 특화된 제품이지만, A시리즈의 전면카메라 화소수가 S시리즈보다 높은 상황이 연출되고 있는 것이 흥미롭다. 조만간 출시될 갤럭시 S7에는 800만화소 전면카메라가 채택될 확률이 낮아 보인다. 삼성전자 모바일 사업부는 16년 공격적 성장보다는 재료비 원가(BOM cost) 관리를 통해 내실을 다지는 것이 목표인데, 카메라모듈 화소수 상승은 비용증가 요인이 되기 때문이다. 그러나 중화권 업체들과의 경쟁 상황이나 보급형 A시리즈의 선례를 볼 때, 갤럭시 S7 이후의 프리미엄급 전면카메라의 화소수가 상승할 것이라는 기대감은 여전히 유효할 것이다.

## 갤럭시 A9



출시일자	15년 12월 발표(16년 1월 중국 출시)
디스플레이	Super AMOLED 6" 1080 x 1920
CPU	Quad-core 1.8 GHz Cortex-A72
후면카메라	1300만 화소
전면카메라	800만 화소
출시가격	\$600

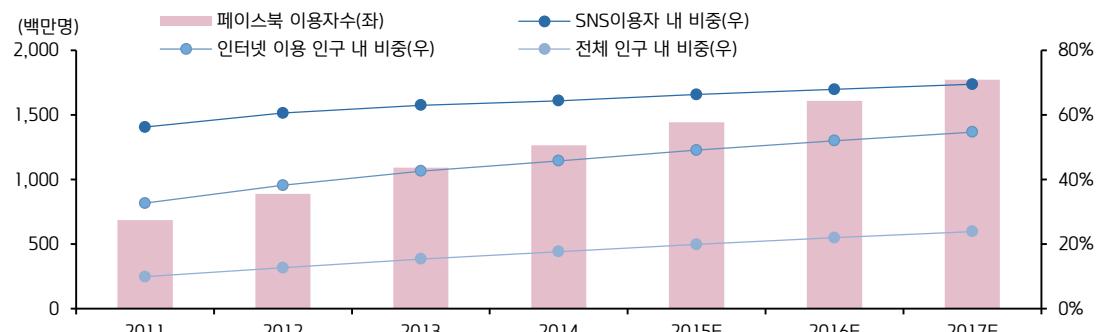
자료: 삼성전자, 키움증권

## >>> #전면카메라 #Selfie

### 전면카메라 인식의 변화

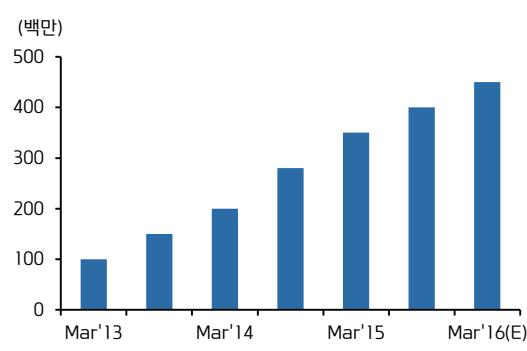
과거 전면카메라는 메인(후면)을 보조해주는 서브카메라로 인식되었다. 하지만 고객의 전면카메라 활용 빈도가 후면카메라만큼 증가했고, 이는 셀피 및 SNS 열풍과 무관하지 않다. 사진을 주로 공유하는 SNS(Social networking service)인 인스타그램의 월 사용자 수는 지난 9월 4억명을 돌파했다. 시장 조사기관인 E-marketer에 따르면, 페이스북의 연간 이용자 수는 17년에 17억명으로 증가할 것이다. SNS 사용자 수의 증가는 셀피(Selfie: 자신의 모습을 찍는 사람)의 수를 증가시켰고, 전면카메라의 이용 빈도를 높인 것으로 판단한다. 이에 반해 현재 전면카메라의 성능으로는 고객의 다양한 요구를 반영하기 어렵다. 네이버 라인의 셀프카메라 앱인 B612는 출시 1년만에 다운로드 1억 건을 달성했는데, 이는 전면카메라에 대한 다양한 요구가 존재한다는 것을 보여준다.

### 페이스북 연간 사용자 수



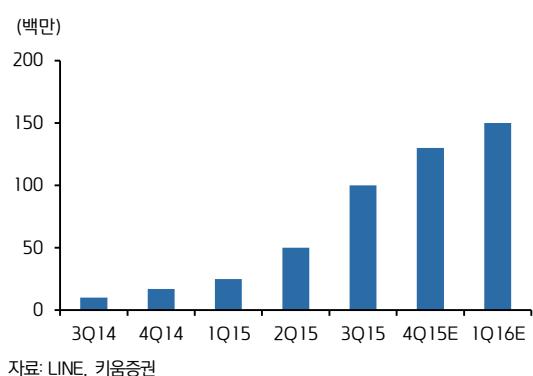
자료: eMarketer, 키움증권

### 인스타그램 월간 사용자 수



자료: Statista, 키움증권

### B612(셀프카메라 전용 앱) 다운로드 추이



자료: LINE, 키움증권

### 세트업체 차별화 요소로 전면카메라 내세워

후지쯔는 15년 5월 홍채인식이 가능한 스마트폰을 출시했다. LG전자는 15년 광각 기능을 가진 전면 듀얼 카메라를 탑재한 V10을 출시했다. 전면 고화소 트렌드와 함께 AF/OIS 기능이 전면에 배치됨으로써, 전면카메라를 통해 생체 인식 등 다양한 기능을 구현할 수 있을 것으로 판단한다. 언론 보도에 따르면, 삼성 갤럭시 S7에도 지문인식보다 보안성이 높은 홍채인식 스캐너 탑재가 거론되고 있다. 올해 LG G5와 애플의 아이폰 7이 듀얼 카메라를 장착할 것으로 예상되는 가운데, 향후 전면카메라의 듀얼화도 동반 추진될 것이다.

## 후지쯔 홍채인식 스마트폰 NX F-04G



자료: Fujitsu

## 전면 듀얼 카메라 V10



자료: LG전자

## &gt;&gt;&gt; 화소수 증가는 AF/OIS 기능 탑재 유도

## AF/OIS 탑재 가능성 높아

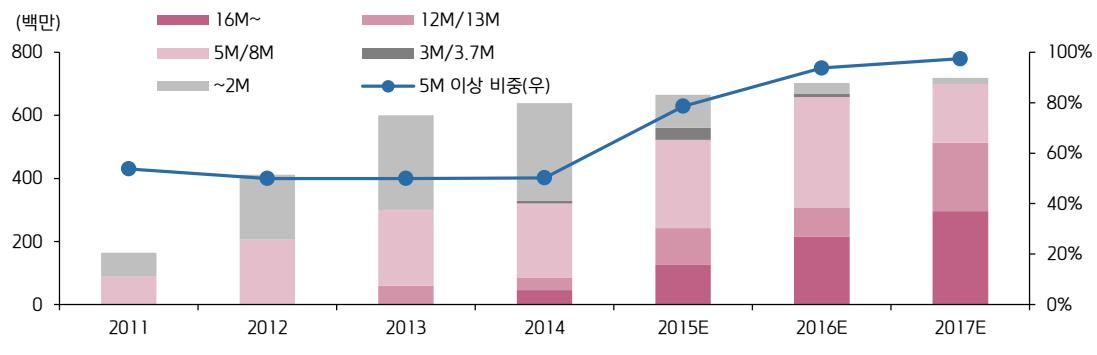
고화질의 사진을 얻기 위해 화소수를 높이는 방식에는 크게 두 가지가 있다. 첫째는 더 넓은 이미지센서를 사용하는 방법이고, 둘째는 센서의 넓이를 유지한 채 화소의 크기를 줄여 고밀도로 고화질을 구현하는 방식이다. 휴대폰 카메라는 공간적 제약으로 인해 두 번째 방식이 선호된다. 이 경우 화소의 크기가 줄어들어 초점 불일치나 손떨림에 의한 화질 저하가 심해지는 문제가 생기는데, 이를 해결하기 위해서 AF(Auto Focusing)와 OIS(Optical Image Stabilization)가 탑재된다.

AF(Auto Focusing) 기능은 이미지센서와 렌즈를 통해서 자동으로 사물의 초점을 맞추는 기능이다. 주로 500만화소 이상의 카메라모듈에 들어간다. 올해 삼성전자의 카메라모듈 중 500만 화소 이상이 차지하는 비중은 95%를 넘어서 것이다.

OIS(Optical Image Stabilization)는 손떨림 보정 기능으로 모듈 내의 공간 속에서 경통부가 앞, 뒤뿐만 아니라 위, 아래, 좌, 우로 움직여 사물을 정확하게 포착하는 기능이다. OIS 구현 원리는 1) 렌즈를 움직이는 방식, 2) 이미지센서를 움직여 보정하는 방식, 3) 가변프리즘을 이용하는 방식이 있다.

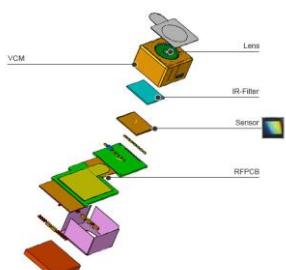
가변프리즘은 화질이 좋지 않고 가격도 비싸기 때문에 잘 쓰이지 않고, 이미지센서를 움직이는 방식은 발열 이슈가 발생한다. 이 때문에 휴대폰 카메라에는 렌즈를 움직이는 방식이 가장 적합한데, 공간적 제약 문제로 인해 렌즈 일부가 아니라, AF 액추에이터 전체가 움직여 OIS 기능을 구현하기도 한다. OIS 기능이 적용되면 광량이 부족한 실내에서도 선명한 사진 결과물을 얻을 수 있다.

## 삼성전자 카메라모듈 화소수별 비중



자료: 카운증권

### 카메라모듈 구성 요소



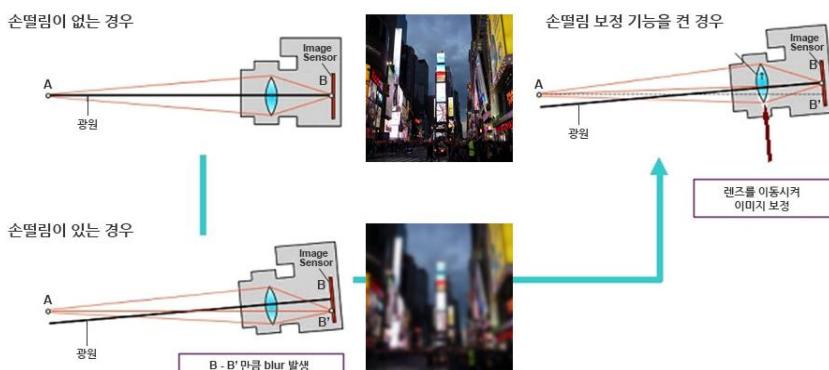
자료: 삼성전기

### AF(Auto Focusing) 사용 전(좌), 후(우)



자료: 삼성전기

### OIS 기능 작동 원리



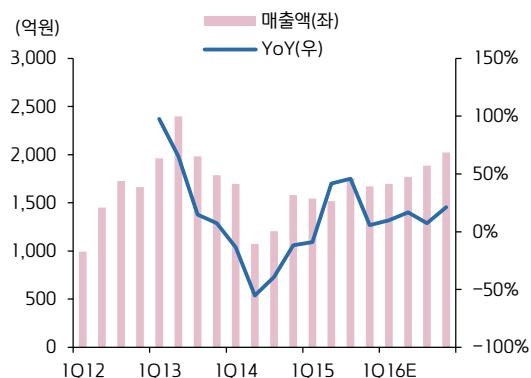
자료: 삼성전기

## >>> 화소수 증가로 카메라모듈 ASP 상승 예상

### 프리미엄급 전면카메라향 높은 매출 비중

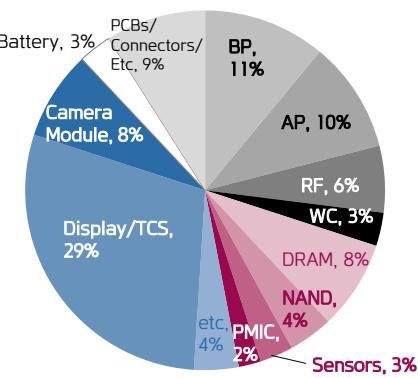
파트론의 카메라모듈을 포함한 반도체 사업부의 15년 매출액은 6,557억원으로 전사 매출액의 80%를 차지하는 것으로 예상된다. 15년 주고객향 카메라모듈 출하량은 약 1억 4천만대이고, 전면카메라의 비중은 70% 정도다. 이를 근거로 할 때 주고객 전면카메라 내 점유율은 25%로 추정된다. 동사는 전면 카메라 내에서도 프리미엄급인 500만화소 위주로 대응하고 있다.

### 파트론 반도체 사업(카메라모듈포함)매출 추이



자료: 키움증권

### 휴대폰 제조 원가 비중



자료: 키움증권

## 화소수 증가 및 AF/OIS 채용으로 카메라모듈 판가 상승 기대

갤럭시 S시리즈는 S5에서 S6로 가면서 전면카메라 화소수가 증가하고, 후면카메라 OIS를 채용한 것이 중요한 변화다. 아래 표에서 보듯이, 재료비 원가 중 카메라가 \$18.7에서 \$21.5로 15% 상승한 것을 확인할 수 있다. 아이폰 6와 6+의 경우 카메라 화소가 동일하고, OIS 여부만 차이가 있다. 카메라 모듈 원가가 \$11에서 \$12.5로 13% 상승했다. 즉 전면카메라 화소수 증가와 AF/OIS 채택으로 카메라 모듈 원가가 10~15% 상승하는 요인이 발생하고 있고, 이는 카메라모듈 업체들의 평균 판가 상승으로 반영될 것이다.

### BOM cost 비교

	갤럭시 S5	갤럭시 S6Edge	아이폰 6	아이폰 6+
메모리/AP/IC	\$102.37	\$102.40	\$80	\$87.50
Display/TCS	\$63.00	\$85.00	\$45	\$52.50
<b>Cameras</b>	<b>\$18.70</b>	<b>\$21.50</b>	<b>\$11</b>	<b>\$12.50</b>
Batteries	\$4.00	\$3.50	\$3.50	\$4.60
통신Modules	\$9.00	\$4.00	\$4.50	\$4.50
기타	\$54.45	\$68.45	\$52.10	\$49.50
BOM Total	\$251.52	\$284.85	\$196.10	\$211.10

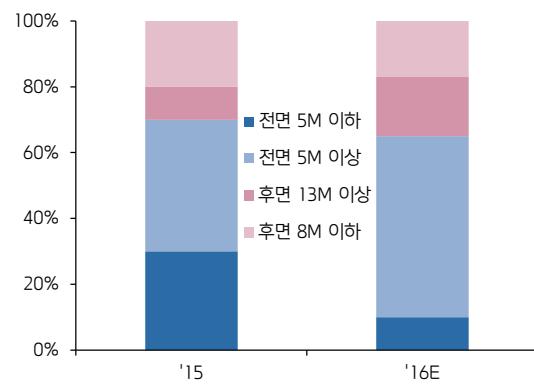
자료: IHS, 키움증권

### 1300만화소 후면카메라 매출 비중 증가

파트론의 외형 성장은 중저가 Line-up의 후면카메라를 통해서도 가능할 것이다.

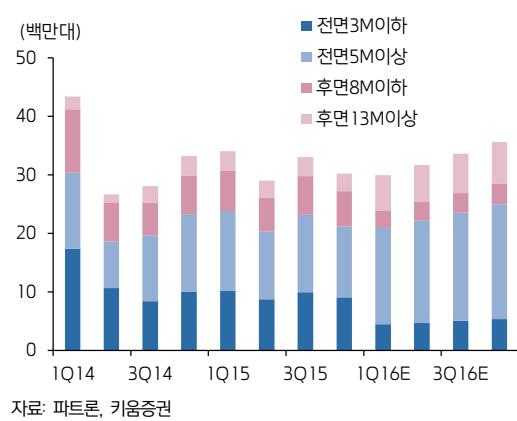
동사는 갤럭시 J시리즈를 비롯한 중저가 스마트폰에 후면카메라를 납품하고 있다. 1300만화소 모듈의 매출 비중이 15년 10%에서 16년에는 15%로 상승할 전망이다.

### 파트론 화소별 카메라모듈 비중 전망



자료: 파트론, 키움증권

### 화소별 카메라모듈 출하량 추이



자료: 파트론, 키움증권

## >>> 카메라모듈 부품 내재화로 원가경쟁력 유지

### 카메라모듈 부품 내재화로 원가 경쟁 우위

파트론은 카메라모듈 부품의 수직계열화로 경쟁사 대비 원가경쟁력이 우수하다.

자회사인 옵티맥을 통해 필터와 VCM을 주로 공급받고, 엘컴텍을 통해서 렌즈를 공급받는다. 이는 카메라모듈의 주요 부품들이고, 내재화를 통해 제조원가를 낮출 수 있는 핵심 요인이 된다. 따라서 세트업체의 단가 인하 압력 속에서도 안정적인 영업이익을 실현할 수 있는 기반을 가지고 있다.

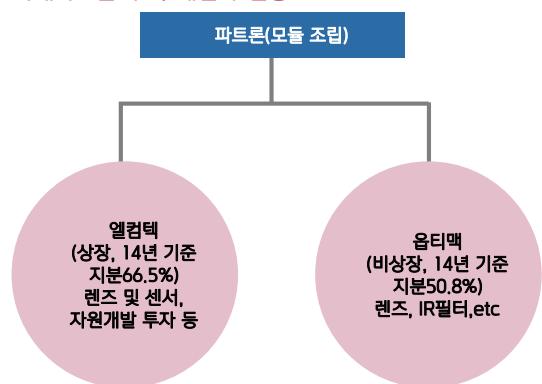
지난 2분기에 일시적으로 원가율이 상승한 것은 해외 법인 설비 폐기비용이 발생했고, 고객사의 보급형 1300만화소 수요가 증가하는 과정에서 내부 대응력 부족으로 외부 조달 비중이 상승했기 때문이다. 하지만 자회사의 생산능력 조절을 통해 1300만화소 대응력이 향상됨에 따라 다시 원가율이 개선되고 있다.

파트론 매출 원가율 비교



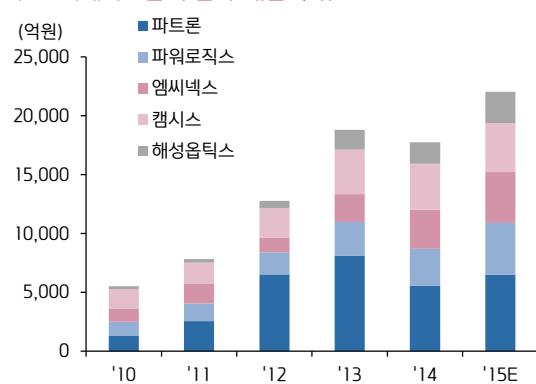
자료: DataGuide, 카운터

카메라모듈 수직 계열화 현황



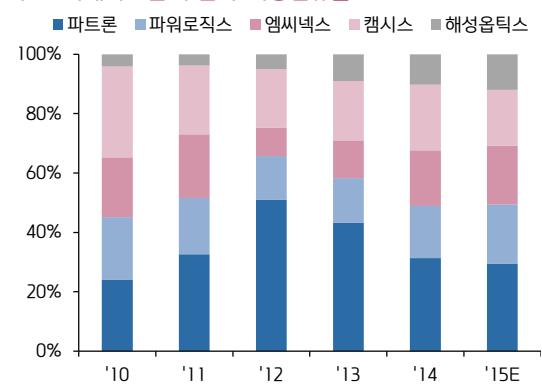
자료: DART

주요 카메라모듈 부품사 매출액 규모



자료: DataGuide, 카운터

주요 카메라모듈 부품사 시장점유율



자료: DataGuide, 카운터

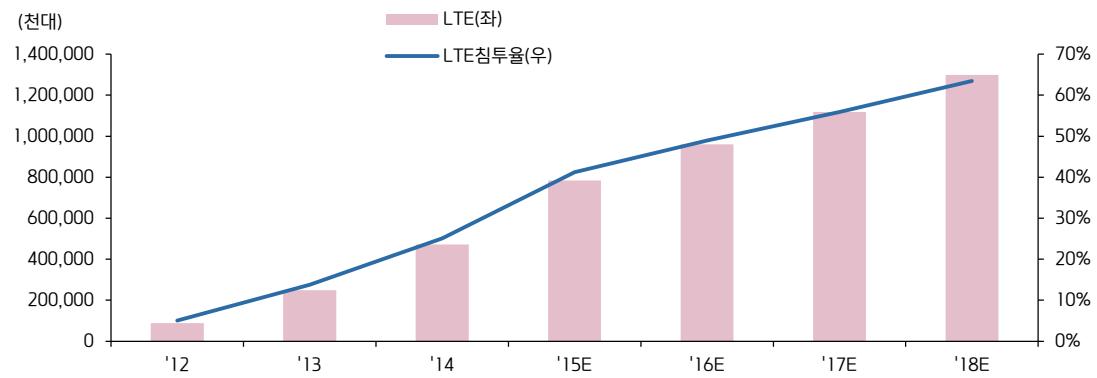
### III. 안정적인 RF 부품, 성장하는 신규 사업

#### >>> 안정적 사업, RF 통신 부품

##### 증가하고 있는 LTE 침투율

Gartner에 의하면, 16년 전세계 LTE 침투율은 49%에 이를 것으로 예상된다. 최대 휴대폰 시장인 중국의 LTE 침투율은 16년 75%에 도달할 것이다. LTE 통신 기술은 보다 넓은 주파수 대역폭을 요구하게 되고, 이에 대응하기 위해 LDS안테나 채택률이 높아질 것이다.

##### LTE폰 시장 및 침투율 전망

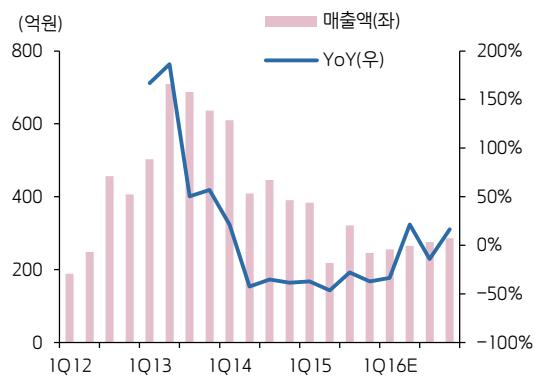


자료: Gartner, 키움증권

##### 대역폭 넓은 LDS안테나 채용 증가 전망

삼성전자는 얇은 스마트폰 디자인을 구현하고, 회로 설계 효율성을 높이기 위해 케이스 일체형 안테나를 사용하고 있다. 케이스 일체형 안테나를 만들기 위해 LDS(Laser Direct Structuring) 방식이 사용된다. LDS안테나는 레이저로 후면 케이스에 안테나 패터닝을 하고, 그 위에 도금을 입히는 방식이다. 특징으로는 1) 원하는 위치에 정교한 패턴을 그릴 수 있고 2) 안테나 레이아웃을 빠르고 쉽게 변경할 수 있으며, 3) 이를 통해 고객사의 다양한 요구사항을 반영할 수 있다는 점이다. 패턴 설계와 수정 작업이 쉬워 주파수 대역폭이 넓은 4G LTE 기술의 주력 안테나로 사용되고 있다.

##### RF 통신 부품 매출액 변화 추이



자료: 파트론, 키움증권

##### LDS안테나



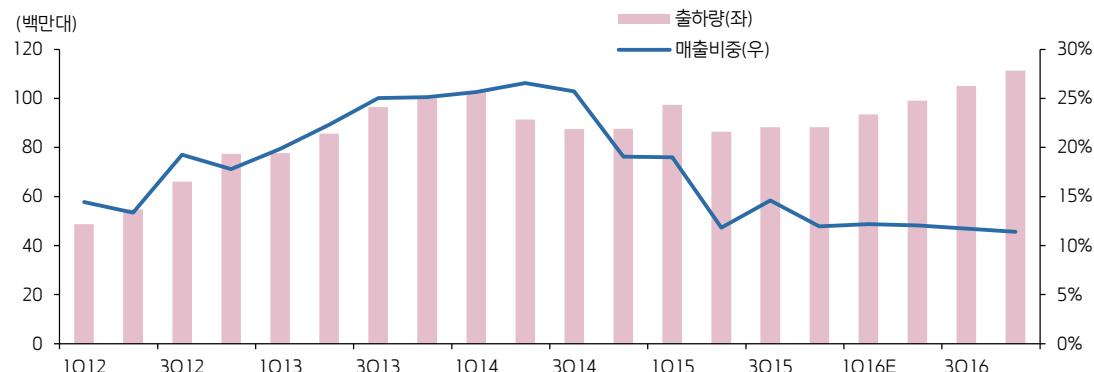
자료: EMW

## 모바일폰의 메인 안테나, 안정적인 매출 기반

동사 안테나 부품의 실적 안정성도 매우 높은 편이다. 통신 안테나는 휴대폰의 핵심 기능인 통화 송수신을 담당한다는 점에서 필수적인 부품이다. 하나의 스마트폰에는 통신 안테나, GPS, Wifi, NFC 등의 안테나가 탑재된다.

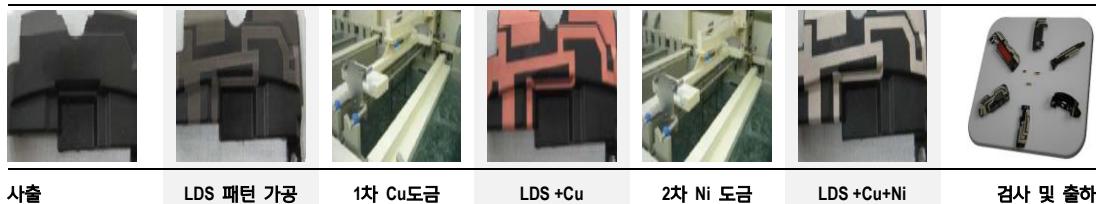
동사는 LDS와 FPCB로 만들어진 메인 통신 안테나를 삼성전자에 공급하며, 점유율은 30~40%로 예상된다. 아래 그림에서 보듯이, 출하량 기준으로 큰 변동 없이 꾸준한 추이를 보여주고 있다. 15년 상반기에 삼성전자가 비용 절감을 위해 FPCB 안테나를 채용함에 따라 동사의 매출액이 다소 감소했지만, 하반기부터 다시 판가가 높은 LDS를 확대 채용하고 있다. 향후에 출시될 신제품에도 LDS가 채용될 가능성이 높아 보이고, 동사의 제품 Mix 개선으로 반영될 것이다.

### RF 통신 부품 출하량 및 비중



자료: 파트론, 키움증권

### LDS 안테나 제조 과정



자료: EMW, 키움증권

## >>> 센서모듈 기반의 액세서리 사업

### 신성장 동력 – 센서모듈을 활용한 액세서리

동사의 휴대폰 부품 사업과 주고객에 대한 높은 의존도는 중장기적 리스크 요인으로 볼 수 있다. 휴대폰 부품의 매출액이 전체의 90% 이상을 차지하고 있기 때문이다. 이러한 리스크를 완화하기 위해 센서모듈 및 액세서리 사업을 통한 사업 포트폴리오 확장과 고객 다변화를 시도하고 있다. 신사업의 수익성은 휴대폰 부품보다 높고, B2B와 B2C의 다양한 영업 활동이 가능하다는 점에서 새로운 성장동력으로 자리잡을 것이다.

### 웨어러블 액세서리 시장의 높은 성장성

센서모듈을 활용한 액세서리 제품은 웨어러블기기 시장과 성장을 함께 할 것이다. Gartner에 의하면, 웨어러블기기 출하량은 2020년에 약 5억대로 증가할 전망이다. 미국의 대표적인 웨어러블 업체인 Fitbit의 가파른 매출 성장률이 간접적으로 입증하고 있다.

피트니스 웨어러블 디바이스는 스마트밴드, 스포츠워치, 스마트의류 등으로 세분화된다. 그 중에서도 스마트밴드와 스포츠워치는 15년 3,800만대에서 19년 6,600만대로 연평균 15% 성장할 것으로 예측된다.

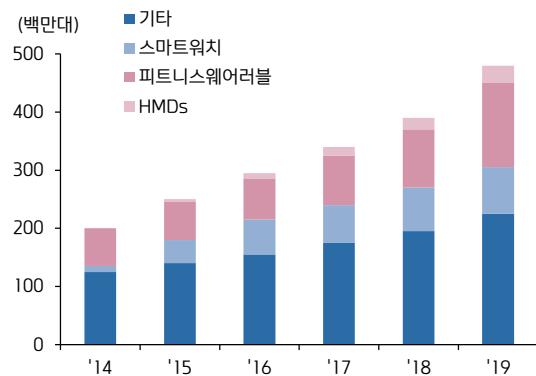
동사가 제작한 스마트밴드인 크로이스 E는 Fitbit의 Charge와 비슷한 기능을 구현한다. Fitbit의 스마트밴드 가격이 \$90~\$250정도인 데 비해, 크로이스 E의 가격은 9만원대에 책정돼 있다. 가격 대비 성능이 우수한 것으로 평가 받는다. 동사는 크로이스 E 밴드에 장착되는 PPG 센서와 기압 센서를 내재화하고 있다. PPG(Photo-plethysmography) 센서는 움직임 보정 기능을 통해 운동 중에도 정확한 심박 측정이 가능하고, 기압 센서는 대기압을 고도로 환산한다.

이 외에 센서모듈의 사업화 현황을 보면, 근조도 센서는 국내 스마트폰 업체의 최신 모델에 탑재되기 시작했고, 지문인식 센서와 진동모터는 중화권 업체들을 대상으로 납품이 진행되고 있다.

근조도 센서는 주위 환경에 맞춰 자동으로 화면 밝기를 조절하는 조도 센서와 가까운 물체의 거리를 감지하는 근접 센서를 통합한 센서이다.

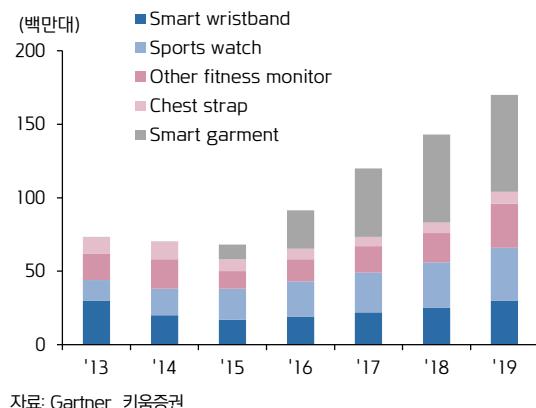
센서 및 모듈 사업의 매출액은 15년 464억원에서 16년 697억원으로 증가할 전망이다. 중장기적으로 실적 기여도가 확대될 것이다.

#### 웨어러블기기 시장 전망



자료: Gartner, 키움증권

#### 피트니스 웨어러블기기별 시장 전망



자료: Gartner, 키움증권

## 크로이스 A 적외선체온계



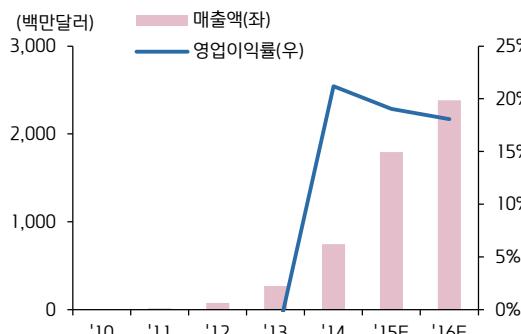
자료: 파트론

## 크로이스 E 어반밴드



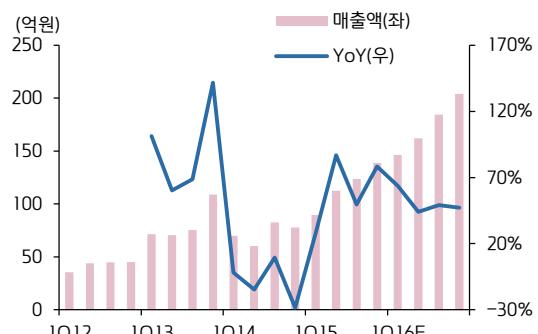
자료: 파트론

## FitBit 매출액 및 영업이익률



자료: Bloomberg, 기움증권

## 센서모듈 및 신규사업 매출액



자료: 파트론, 기움증권

## 파트론 센서모듈 제품 라인업

	근조도센서/ 제스쳐센서	압력센서	온도센서	마이크폰	지문인식	PPG센서	UV센서
제품							
적용	스마트폰, 태블릿 PC	스마트폰, 태블릿 PC, 가전, 자동차, 의료기기, 웨어러블	스마트폰, 태블릿, 의료기기, 자동차, 가전, 웨어러블	스마트폰, 태블릿 PC, 가전, 리모콘, 이어셋, 노트북, 감시카메라, 웨어러블	스마트폰, 태블릿 PC, 노트북, 리모콘, 웨어러블 보안인증 기기	스마트폰, 웨어러블 의료기기 (맥박측정)	스마트폰, 웨어러블, 태블릿 PC, 의료기 기(자외선 감지)
개발 현황	하이브리드 제품 개발중	MEMS 타입 개발 완료	개발 완료 (3.3*3.3*2.47T size)	하이브리드 제품 개 발 완료 (3.5*2.65*0.98T 소 형PKG)	Swipe/Area 방식 개발완료	개발완료 (6.8*2.8.1.25T, GGRI LED) (5.5*2.5.1.3 LED)	하이브리드 제품 개발 중
승인 현황	스마트폰 업체 다수	스마트폰 업체 개발 진행 중	스마트폰 업체 개발 진행 중	- 전자업체 양산 공급 중 - 이어셋용 승인 중 - 감시카메라용 개발중	스마트폰 업체 양산 및 개발 진행 중	스마트폰 업체 개발 진행 중	스마트폰 업체 개발 진행 중
경쟁력	- 제스처 센서: 시장선도 - 근조도 센서: 단가	IP57(방수/방진) 규 격 만족	세계 최초 초소형 SMD타입 비 접촉 방식	- 단가 경쟁력 - IP57(방수/방진) 규격 만족	패키징 및 신뢰성	패키징 및 신뢰성	패키징 및 신뢰성
향후 계획	하이브리드 제품 지속 개발 (헬스케어 등)	기능 추가 제품 개 발(습도 등)	- 시야각(FOV) 개 선(30도) 제품 개발 - 소형 패키지 제품	시장 선도용 MEMS 타입 외 제품 개발	소형 Area방식 제품 개발	기능 추가 제품 개발(UV, 조도 등)	자외선 파장에 따른 Type 개발

자료: 파트론, 언론보도자료, 기움증권

## IV. 실적 전망 및 Valuation

### >>> 16년 수익성 개선 전망

#### 15년 하반기 안정적 성장세

15년 연결 기준 매출액은 8,122억원(YoY 6%), 영업이익은 559억원(YoY -16%)으로 예상된다. 전년 대비 수익성이 하락하는 것은 2분기 부진 영향이 크며, 일회성 비용과 1300만화소 카메라모듈에 대한 일시적인 대응력 부족에서 비롯했다.

4분기 매출액은 2,054억원(YoY 1%, QoQ -7%), 영업이익은 158억원(YoY 20%, QoQ -20%)으로 예상된다. 전분기에 비해 계절적 재고조정 영향이 불가피하겠지만, 주고객의 중저가폰 물량이 증가하고, 판가가 높은 후면 고화소 카메라모듈이 꾸준히 납품되는 점은 실적 둔화폭을 제한적으로 만드는 긍정적 요소이다.

#### 16년 수익성 개선 기대

16년은 외형 성장과 함께 수익성이 회복될 것이다. 배경은 1) 500만화소 이상의 전면카메라와 1300만화소 후면카메라 비중이 높아져 제품 Mix가 개선될 것이고, 2) 판가가 높은 LDS안테나의 채용이 확대되며, 3) 센서모듈을 기반으로 한 액세서리 사업이 본격적으로 실적에 기여할 것이기 때문이다.

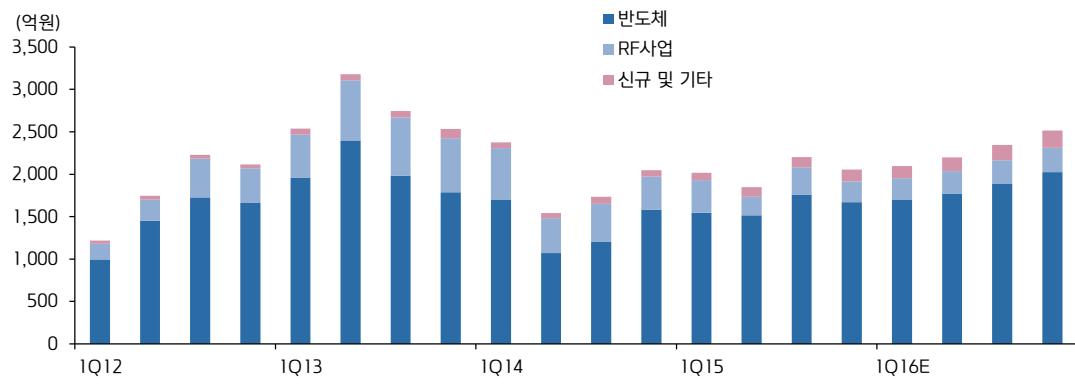
16년 매출액은 9,157억원(YoY 13%), 영업이익은 749억원 (YoY 34%)으로 추정된다.

파트론분기별 실적전망 (단위: 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2013	2014	2015E	2016E
<b>매출액</b>	202	185	220	205	210	220	235	251	1,100	770	812	916
QoQ	-1%	-8%	19%	-7%	2%	5%	7%	7%				
YoY	-15%	20%	27%	0%	4%	19%	7%	22%	41%	-30%	6%	13%
반도체사업	154	152	176	167	170	177	189	202	813	555	649	738
RF 통신부품	38	22	32	25	26	27	28	29	254	186	117	108
신사업, 기타	9	11	12	14	15	16	18	20	33	29	46	70
<b>영업이익</b>	14	6	20	16	19	12	22	22	135	66	56	75
QoQ	7%	-56%	218%	-20%	20%	-36%	77%	3%				
YoY	-50%	-50%	61%	20%	35%	95%	9%	40%	56%	-51%	-16%	34%
<b>세전이익</b>	15	8	24	21	25	16	24	23	142	67	67	89
<b>순이익</b>	10	4	19	16	20	9	19	18	110	49	49	66
<b>영업이익률</b>	7%	3%	9%	8%	9%	6%	9%	9%	12%	9%	7%	8%
<b>세전이익률</b>	7%	4%	11%	10%	12%	7%	10%	9%	13%	9%	8%	10%
<b>순이익률</b>	5%	2%	9%	8%	9%	4%	8%	7%	10%	6%	6%	7%
<b>제품별</b>	반도체사업	77%	82%	80%	81%	81%	80%	80%	74%	72%	80%	81%
<b>비중</b>	RF 통신부품	19%	12%	15%	12%	12%	12%	11%	23%	24%	14%	12%
	신사업, 기타	4%	6%	6%	7%	7%	8%	8%	3%	4%	6%	8%

자료: 키움증권

## 파트론 매출액 전망



## >> Valuation

### 목표주가 16,000원 제시

투자의견 'BUY'로 커버리지를 재개하며, 16,000원을 목표주가로 제시한다.

목표주가는 16년 사업부분별 예상 주당순이익에 Peer Group의 평균 PER을 할인 적용해 도출했다. 16년 예상 EPS(1,119원) 기준 현주가(1/19일 종가 11,100원)는 PER 8.8배로 Peer 그룹 대비 저평 가 돼있다고 판단된다.

Peer Group으로서 카메라모듈을 포함한 반도체 사업은 해성옵틱스, 삼성전기, LG이노텍을 선정했고, RF 통신 부품 및 신사업은 아모텍, TE connectivity, Laird, Fitbit, Garmin을 선정했다.

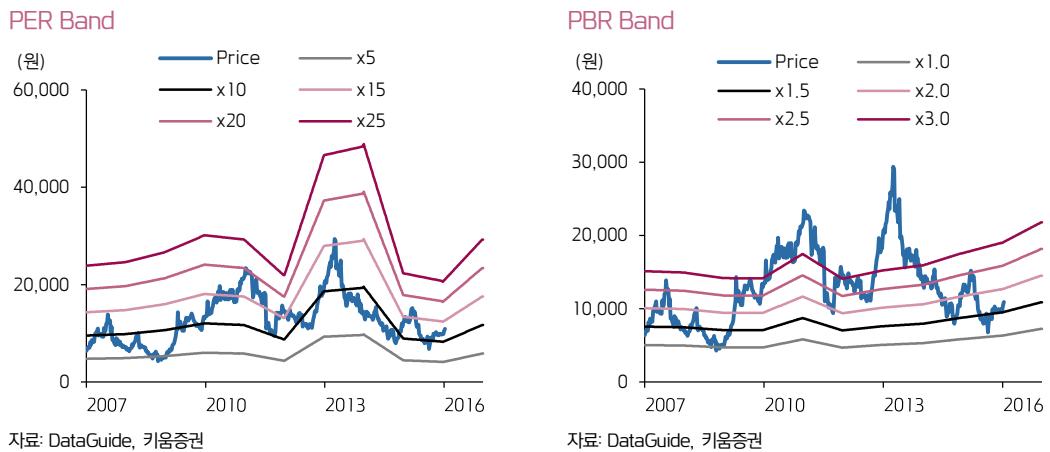
목표주가 산출 근거는 다음과 같다.

### 파트론 목표주가 산정근거 (단위: 억원, %, 배)

	16년 예상 순이익 (억원)	Peer Average PER	Target PER(배)	적정 가치 (억원)	비고
반도체 사업	530	13.12	11.808	6,260	해성옵틱스, 삼성전기, LG이노텍 등 3개사 16년 예상 평균 PER 10% 할인
RF통신 부품 사업	78	14.39	12.954	1,005	아모텍, TE connectivity, Laird 등 3개사 16년 예상 평균 PER 10% 할인
센서 및 기타	50	23.01	20.709	1,041	Fitbit, Garmin 등 2개사의 16년 예상 평균 PER 10% 할인
합계	658			8,306	

발행주식수(천주)	목표주가(원)	현 주가(원)	Upside potential
54,156	16,000	11,100	44.14%

자료: 블룸버그, DataGuide, 키움증권



Peer Group 실적전망 및 Valuation (단위: 십억원, 백만달러, %, 배)

	매출액	영업이익	순이익	OPM(%)	ROE(%)	PER(배)	PBR(배)
<b>엠씨넥스</b>	2013	297.24	12.13	7.99	4.08	9.23	1.16
	2014	410.39	22.60	13.64	5.51	5.85	1.02
	2015E	536.60	41.8	30	7.76	45.94	
	2016E	602.25	48.65	36	8.08	40.54	
<b>해성옵틱스</b>	2013	169.51	20.80	14	12.27	56.97	6.30
	2014	182.30	4.68	3	2.57	7.51	28.57
	2015E	260	18.2	14	7.00	28.374	9.04
	2016E	384.	30	22	7.81	33.90	8.22
<b>삼성전기</b>	2013	8,257	464	346	5.62	11.28	17.15
	2014	7,144	2	509	0.02	0.04	8.44
	2015E	6,457	344	113	5.33	7.6	55.21
	2016E	6,723	403	301	5.99	8.73	19.40
<b>LG 이노텍</b>	2013	6,212	136	16	2.19	10.53	108.63
	2014	6,466	314	113	4.86	20.84	23.63
	2015E	6,308	253	129	4.02	14.38	18.40
	2016E	6,706	330	201	4.92	17.11	11.74
<b>TE connectivity</b>	2013	13,280	1,556	1,276	11.72	15.61	14.76
	2014	11,973	1,805	1,781	15.08	20.49	17.82
	2015E	12,233	1,749	2,420	14.30	26.03	16.62
	2016E	12,341	2,066	1,602	16.74	16.59	1
<b>아모텍</b>	2013	248	22	11	248	9.12	9.75
	2014	179	3	-2	179	-1.77	--
	2015E	316	17	17	316	11.97	12.42
	2016E	370	21	20	370	12.64	10.24
<b>Laird</b>	2013	840	77	48	9.12	7.02	24.10
	2014	931	97	83	10.37	11.42	16.54
	2015E	955	125	78	13.05	13.60	16.10
	2016E	1,036	132	86	12.70	15.06	16.00
<b>Fitbit</b>	2013	271	-9	-52	-3.30		
	2014	745	158	132	21.19		
	2015E	1,794	342	162	19.04	34.86	28.79
	2016E	2,395	431	245	17.99	25.94	27.25
<b>Garmin</b>	2013	2,632	574	612	21.81	17.03	16.85
	2014	2,871	691	364	24.06	10.31	17.42
	2015E	2,800	513	417	18.32	12.93	14.90
	2016E	2,779	508	432	18.29	13.56	14.53

자료: 블룸버그, DataGuide, 키움증권

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	10,995	7,698	8,123	9,157	9,387
매출원가	8,859	6,319	6,844	7,597	7,744
매출총이익	2,136	1,380	1,280	1,560	1,643
판매비 및 일반관리비	787	717	720	811	832
영업이익(보고)	1,349	662	559	749	811
영업이익(핵심)	1,349	662	559	749	811
영업외손익	69	3	85	188	193
이자수익	7	10	3	5	5
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	239	208	0	0	0
이자비용	60	49	0	0	0
외환손실	214	182	0	0	0
관계기업지분법손익	-3	0	-10	0	0
투자및기타자산처분손익	-4	-5	0	0	0
금융상품평가및기타	-13	-9	-16	0	0
기타	117	29	107	183	188
법인세차감전이익	1,418	665	651	888	1,004
법인세비용	314	171	144	130	147
유효법인세율 (%)	22.1%	25.7%	22.1%	14.6%	14.6%
당기순이익	1,104	494	487	658	857
지배주주지분순이익(억원)	1,060	484	441	606	789
EBITDA	1,773	1,031	884	1,035	1,064
현금순이익	1,527	863	812	945	1,110
수정당기순이익	1,117	504	500	658	857
증감율(%), YoY)					
매출액	25.9	-30.0	5.5	12.7	2.5
영업이익(보고)	48.0	-50.9	-15.6	33.8	8.3
영업이익(핵심)	48.0	-50.9	-15.6	33.8	8.3
EBITDA	52.8	-41.9	-14.2	17.1	2.8
지배주주 당기순이익	46.7	-54.3	-9.0	37.5	30.3
EPS	46.7	-54.3	-9.0	37.5	30.3
수정당기순이익	58.6	-54.8	-0.9	31.7	30.3

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	2,445	2,078	2,743	3,592	4,568
현금 및 현금성자산	328	357	410	530	497
유동금융자산	72	72	76	86	88
매출채권 및 유동채권	1,194	962	1,354	1,831	2,347
재고자산	851	627	903	1,145	1,565
기타 유동금융자산	0	59	0	0	72
비유동자산	3,176	3,069	2,739	2,464	2,214
장기 매출채권 및 기타	91	54	57	64	66
투자자산	92	164	156	161	162
유형자산	2,862	2,664	2,346	2,067	1,820
무형자산	132	187	180	173	166
기타 비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	5,621	5,147	5,482	6,056	6,782
유동부채	2,159	1,542	1,525	1,576	1,580
매입채무 및 기타 유동채무	839	569	600	677	694
단기 차입금	1,070	766	766	766	766
유동성장기 차입금	56	106	106	106	106
기타 유동부채	194	100	52	27	14
비유동부채	427	246	244	240	235
장기 매입채무 및 비유동채무	7	3	3	3	3
사채 및 장기 차입금	287	131	131	131	131
기타 비유동부채	133	113	111	107	102
부채총계	2,586	1,788	1,769	1,816	1,816
자본금	271	271	271	271	271
주식 발행 합과금	46	46	46	46	46
이익 잉여금	2,605	2,919	3,237	3,722	4,391
기타 자본	-73	-136	-136	-136	-136
자본총계	2,849	3,100	3,417	3,903	4,572
지분법 적용자본총계	186	260	296	338	395
	3,035	3,360	3,713	4,240	4,966
순차입금	1,013	574	517	387	418
총차입금	1,413	1,003	1,003	1,003	1,003

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	878	968	194	269	105
당기순이익	1,418	665	487	658	857
감가상각비	403	360	317	280	246
무형자산상각비	20	8	7	7	6
외환손익	4	0	0	0	0
자산처분손익	79	65	0	0	0
지분법손익	1	0	10	0	0
영업활동자산부채 증감	-748	106	-628	-675	-1,005
기타	-299	-237	0	0	0
투자활동현금흐름	-1,221	-311	-6	-14	-3
투자자산의 처분	22	-63	-6	-14	-3
유형자산의 처분	76	249	0	0	0
유형자산의 취득	-1,048	-472	0	0	0
무형자산의 처분	-16	-12	0	0	0
기타	-255	-12	0	0	0
재무활동현금흐름	323	-631	-135	-135	-135
단기 차입금의 증가	230	-486	0	0	0
장기 차입금의 증가	201	40	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-115	-162	-134	-131	-131
기타	8	-23	-2	-4	-4
현금 및 현금성자산 순증가	-22	29	53	120	-33
기초현금 및 현금성자산	350	328	357	410	530
기말현금 및 현금성자산	328	357	410	530	497
Gross Cash Flow	1,626	862	822	945	1,110
Op Free Cash Flow	-338	482	145	179	-137

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	1,956	894	814	1,119	1,458
BPS	5,261	5,724	6,310	7,207	8,442
주당EBITDA	3,273	1,903	1,633	1,911	1,964
CFPS	2,820	1,593	1,500	1,744	2,050
DPS	300	250	250	250	250
주가배수(배)					
PER	7.3	13.1	12.1	8.8	6.8
PBR	2.7	2.1	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	5.1	6.9	7.3	6.0	5.8
PCFR	5.1	7.4	6.6	5.7	4.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	12.3	8.6	6.9	8.2	8.6
영업이익률(핵심)	12.3	8.6	6.9	8.2	8.6
EBITDA margin	16.1	13.4	10.9	11.3	11.3
순이익률	10.0	6.4	6.0	7.2	9.1
자기자본이익률(ROE)	44.0	15.5	13.8	16.5	18.6
투하자본이익률(ROIC)	33.3	12.6	11.3	13.2	12.6
안정성(%)					
부채비율	85.2	53.2	47.6	42.8	36.6
순차입금비율	33.4	17.1	13.9	9.1	8.4
이자보상배율(배)	22.3	13.6	N/A	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권 회전율	9.1	7.1	7.0	5.7	4.5
재고자산 회전율	14.9	10.4	10.6	8.9	6.9
매입채무 회전율	10.5	10.9	13.9	14.3	13.7

## 투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	
<b>파트론 (091700)</b>	2014/01/21	BUY(Maintain)	22,000원	
	2014/11/27	BUY(Reinitiate)	15,000원	
	2015/01/07	BUY(Maintain)	17,000원	
	2016/01/20	BUY(Maintain)	16,000원	

주가 (Gray Line)  
목표주가 (Blue Line)

(원)

'14/1/20      '15/1/20      '16/1/20

## 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

## 투자등급 비율 통계 (2015/1/1~2015/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	178	93.19%
중립	13	6.81%
매도	0	0.00%