



휴대폰/전기전자 카메라 - 이유 있는 상승 그리고 더 간다

2020년은 트리플, 쿼드 카메라가 플래그쉽 기본 사양으로 자리매김. Q 성장세 지속
2020년 이후 개수 증가 한계 극복을 위한 개별 카메라 사양 및 효율성 증대 시도 활발. ToF, Folded Zoom 등
2020년 부품 업체 이익 규모는 2013년을 능가하는 반면, Valuation은 여전히 저평가 구간

핸드셋·전기전자. 이동주, 3773-9026

SK INDUSTRY Analysis



Analyst
이동주

natelee@sk.co.kr
02-3773-9026

휴대폰/전기전자

카메라 - 이유 있는 상승 그리고 더 간다

- 2019 년 카메라 업체의 두드러진 주가 Performance. 배경은 폼팩터 변화 둔화로 제조사가 카메라 개수 향상에 집중했던 것이 주효. 실적 역시 뒷받침
- 2020 년에도 카메라는 대세. 듀얼 비중은 정체되지만 트리플, 쿼드 침투율 확대
- 2020 년 이후 개수 증가 한계 극복을 위한 개별 카메라 사양과 효율성 증대 시도. ToF, Folded Zoom, 화소수 상향 등
- 과거 실적 Peak 이던 2013 년과 비교시 높아진 이익, 낮은 Valuation 레벨

높아진 주가, 뒷받침하는 실적

2019 년 한 해를 복기해보면 휴대폰/전기전자 내 주가 퍼포먼스가 가장 좋았던 부품군은 단연 카메라. 모바일 폼팩터 변화 둔화로 제조사가 카메라 사양 향상에 집중했던 것이 주효. 당사가 Tracking 하는 국내 중소형 카메라 모듈 업체의 3Q19 합산 실적은 매출액 1 조 8,330 억원(QoQ +2%, YoY +56%), 영업이익 1,240 억원(QoQ +8%, YoY +101%)를 기록 (Page 5 참고). 하반기를 비수기로 여겼던 Seasonality 도 무의미. 삼성전자의 증가 라인업 강화 전략에 기인

명확한 Theme

그 동안의 Q 성장을 이끈 것이 듀얼이라면 2020 년부터는 트리플, 쿼드가 플래그십의 기본 사양으로 자리매김. 듀얼은 중저가 후면과 플래그십 전면 채용 확대. 삼성전자 카메라 모듈 출하량은 2019 년 8.8 억개에서 2020 년 11.1 억개, 2021 년 13.4 억개로 상승세 지속. 다만, 카메라 개수 증가는 향후 한계에 봉착하기 마련. 이에 따라 업계에서는 개별 카메라의 사양과 효율을 높이는 방법을 시도 중. ToF 와 광학 Folded Zoom 이 대표적. 부품 가격 상승이 수반되어 수익성 개선 및 CR 도 방어

주가 더 오를 수 있을까?

삼성전자 스마트폰 출하량 성장과 함께 카메라 업계는 2013 년 최대 실적 시현한 경험. 당시와 비교해 보면 대부분 업체의 2020 년 이익 규모는 이를 능가하지만 여전히 valuation 은 저평가. 삼성전자의 출하량이 2020 년부터 재차 반등 국면을 맞이하게 되고 부품 업체의 전방 매출 application 이 과거와 달리 전장, 산업 등으로 다변화되고 있는 점을 고려하면 discount 받을 이유가 없다고 판단 (Page 6 참고)

모듈 업체 중에서는 엠씨넥스 최선희, 고객사 내 점유율 확대와 ToF, 광학식 FoD 등 성장 재료 다수. 개별 부품 업체 중에서는 액트로(Folded Zoom), 옵트론텍(ToF, Folded Zoom) 선희, 나무가(ToF) 관심 종목으로 추천

Contents

1. 카메라 업체 주가 고공행진, 따라오는 실적	3
2. 2020 년 상반기에도 대세 상승은 계속된다	7
3. 주요 카메라 Theme check point	
(1) 이제는 듀얼이 아닌 트리플, 쿼드 전성시대	8
(2) 개수 증가와 맞물리는 Spec-up: ToF, Folded Zoom	11
4. Company Analysis	16
(1) 엠씨넥스	
(2) 액트로	
(3) 옵트론텍	
(4) 나무가	

Compliance Notice

- 작성자(이동주)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020 년 1 월 6 일 기준)

매수	84.89%	중립	15.11%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

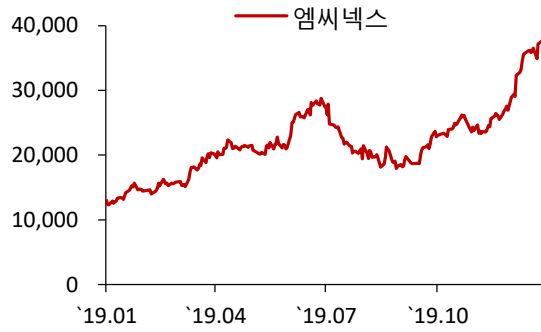
1. 카메라 업체 주가 고공행진, 따라오는 실적

2019년 한 해를 복기해보면 휴대폰/전기전자 내 주가 퍼포먼스가 눈에 띄었던 부품군은 카메라이다. 카메라 업체별 주가는 점유율 변화와 신규 벤더 진입 등 이슈들로 차별화가 나타나기도 했지만 2018년과 비교해보면 대부분의 업체들의 주가가 높아진 수준에서 유지되고 있다.

2019년 카메라 업체가 돋보였던 데는 스마트폰 디자인 차별화가 어려워지면서 제조사가 카메라 사양 향상에 집중했던 것이 주효했다. 듀얼 카메라는 보급형에서 기본 사양으로 안착했고 트리플, 쿼드는 플래그십에서 기본 사양이 되어 버렸다. 여기에 광각, 초광각, 망원 등을 넘어 새로운 역할을 담당할 ToF, Folded zoom 까지 등장했다. 카메라 업체는 물량 증가는 물론 부품 판가 상승 효과로 최대 성수기를 맞이했다.

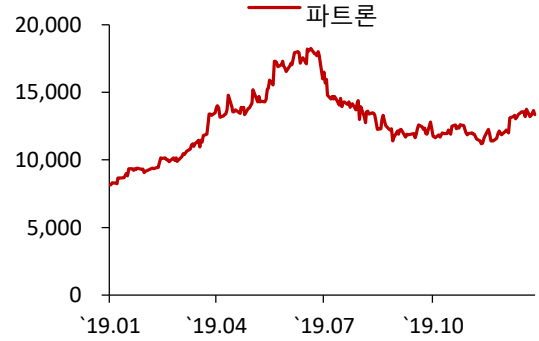
당사가 Tracking 하는 국내 중소형 카메라 모듈 업체의 3Q19 합산 실적은 매출액 1조 8,330억원(QoQ +2%, YoY +56%), 영업이익 1,240억원(QoQ +8%, YoY +101%)를 기록했다. 전년 동기 대비 성장폭만 봐도 카메라 업황이 전년 대비 얼마나 호황을 경험하고 있는지 확인할 수 있다. 전분기 대비 개선된 부분도 의미가 있다. 통상적으로 상반기 대비 하반기가 카메라 Spec 변화가 적은 비수기임에도 이번 3분기는 전분기 대비 개선된 실적을 보였다. 과거에는 플래그십 위주에서 실험적이고 새로운 카메라를 선보였다면 최근 제조사 트렌드는 중저가 제품에도 과감한 채용을 이어나가고 있다. A9에 최초로 선보였던 쿼드 카메라나 A80의 Rotating 카메라가 대표적인 예이다. 이러한 제조사 전략 변화로 계절성은 더 이상 무의미해지고 있다. 2017년부터 이러한 흐름은 이미 바뀌기 시작했고 카메라 업체들은 하반기에 오히려 더 좋은 실적을 시현하고 있다.

엠씨넥스 주가 추이



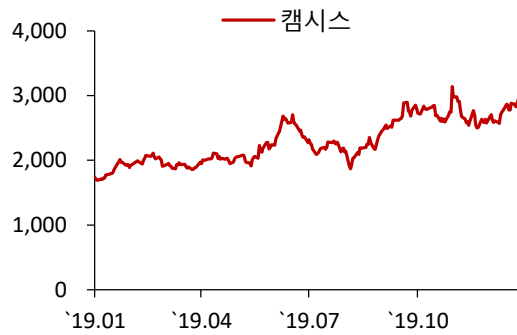
자료 : SK 증권

파트론 주가 추이



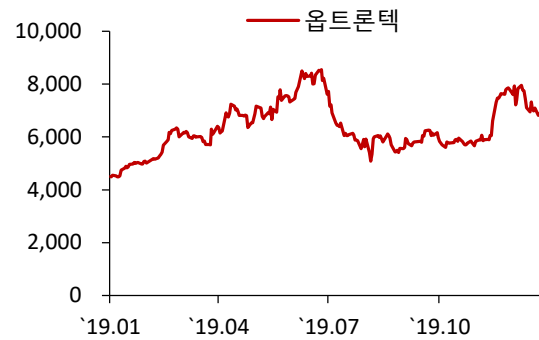
자료 : SK 증권

캠시스 주가 추이



자료 : SK 증권

옵트론텍 주가 추이



자료 : SK 증권

나무가 주가 추이



자료 : SK 증권

엑트로 주가 추이



자료 : SK 증권

국내 카메라 모듈 업체 실적 정리

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	추이	3Q19	
													QoQ	YoY
Sales														
파트론	180.2	219.8	212.0	179.4	229.8	170.0	185.1	214.1	293.4	410.4	337.7		-18%	82%
캠시스	88.8	109.1	128.2	68.2	106.8	115.5	144.0	183.4	172.8	181.2	179.4		-1%	25%
파워로직스	160.7	182.0	201.5	163.1	178.1	163.6	181.4	230.8	296.2	264.4	331.8		26%	83%
자화전자	74.9	130.5	141.9	98.4	97.2	71.4	106.1	83.6	92.8	72.9	118.6		63%	12%
세코닉스	82.4	85.8	85.6	77.3	82.7	106.9	111.1	117.6	106.3	158.0	104.7		-34%	-6%
하이비전시스템	13.9	34.3	59.5	61.2	50.5	44.6	45.8	42.1	34.2	29.8	30.6		3%	-33%
옵트론텍	41.2	47.2	38.8	27.4	35.7	30.4	35.8	41.7	70.5	58.3	65.1		12%	82%
코렌	17.6	22.8	22.9	18.8	26.9	13.5	20.1	17.3	17.8	24.0	16.5		-31%	-18%
해성옵틱스	105.6	95.8	80.2	61.0	55.3	49.2	51.1	61.6	100.3	93.4	82.9		-11%	62%
엠씨넥스	148.5	166.3	188.9	164.8	156.0	162.4	160.6	217.9	250.8	372.4	349.4		-6%	117%
동운아나텍	10.7	14.9	16.0	13.5	10.9	13.7	12.5	9.6	8.4	17.3	18.1		4%	45%
액트로					46.4	19.3	19.0	21.0	37.2	23.4	31.0		33%	63%
덕우전자	20.4	17.4	32.1	43.4	21.5	17.3	25.2	24.5	16.4	20.6	45.8		122%	82%
나무가	51.2	67.1	59.0	80.2	78.1	86.9	76.8	71.0	56.7	69.7	121.0		74%	57%
Operating Profit														
파트론	(2.9)	4.7	5.6	3.6	9.5	(3.7)	9.6	15.1	26.1	40.7	30.8		-24%	221%
캠시스	0.6	1.9	3.2	8.7	3.1	2.4	4.3	7.5	7.7	11.0	5.0		-55%	16%
파워로직스	0.4	7.2	9.4	2.5	3.9	4.6	8.6	9.2	14.8	15.3	17.1		12%	100%
자화전자	(0.7)	14.2	15.8	(1.5)	(5.1)	(9.9)	8.9	(1.6)	(2.3)	(9.3)	7.8		흑전	-12%
세코닉스	2.6	2.8	0.2	(4.0)	2.2	5.8	4.0	(3.6)	1.1	9.0	4.8		-46%	21%
하이비전시스템	0.1	4.7	11.3	12.0	7.8	6.5	3.9	1.9	2.2	0.4	1.0		179%	-74%
옵트론텍	4.1	4.7	3.8	4.5	3.6	1.3	3.3	5.1	7.0	5.7	5.9		4%	81%
코렌	(3.5)	0.2	0.2	(8.0)	1.8	(1.4)	3.2	0.7	1.6	4.9	1.4		-73%	-58%
해성옵틱스	(7.7)	0.0	2.2	(3.4)	(0.5)	(3.6)	1.3	(3.4)	3.6	2.5	(3.0)		적전	적전
엠씨넥스	3.8	1.0	6.1	9.0	7.0	7.1	10.0	17.3	19.6	30.5	34.4		13%	243%
동운아나텍	(0.9)	0.0	0.3	(1.3)	(2.1)	(0.5)	(1.0)	(2.7)	(1.8)	1.3	2.2		69%	흑전
액트로					12.0	2.1	2.8	(0.0)	6.1	3.4	3.6		7%	29%
덕우전자	3.5	1.7	6.2	9.1	1.8	(0.8)	0.9	0.2	(2.0)	(0.7)	9.3		흑전	988%
나무가	(6.9)	(8.9)	(7.1)	(8.6)	(5.1)	2.5	2.0	1.3	(2.5)	0.6	3.8		535%	85%

자료: 각 사, SK증권

국내 카메라 모듈 업체 2013 년 vs 2020 년 이익 규모 및 Valuation 비교

(배, 십억원)		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
파트론	PER	7.3	13.2	13.4	25.7	618.3	47.7	9.9	9.1
	영업이익	135	66	59	38	11	31	117	118
엠씨넥스	PER	9.2	5.9	17.3			7.5	8.5	7.4
	영업이익	12	23	26	(22)	20	41	109	122
캠시스	PER	9.1	22.6	183.6			9.6	8.2	4.5
	영업이익	26	19	8	(18)	14	17	34	58
파워로직스	PER	32.0	20.9	28.0	18.8	19.4	9.1	6.2	5.8
	영업이익	2	12	9	13	19	26	59	68
나무가	PER			19.8			16.1		6.2
	영업이익	5	2	26	(1)	(31)	1	5	31
옵트론텍	PER	14.0		60.2	22.9	31.5	28.2	11.9	9.2
	영업이익	28	(28)	9	17	17	13	24	28
세코닉스	PER	8.6	9.1	18.6	18.0			7.4	7.0
	영업이익	26	18	13	14	2	8	17	20
액트로	PER						4.1	12.5	8.3
	영업이익						17	15	23

자료 : 각 사, Fnguide, SK 증권

2. 2020 년 상반기에도 대세 상승은 계속된다

카메라 업체의 주가가 본격적으로 상승하기 시작한 시기는 2019 년 1 월초이다. 멀티 카메라에 따른 실적 개선 효과가 눈에 띄게 나타난 것은 2019 년 1 분기 실적부터이다. 대부분의 실적 공시가 5 월초에 이루어진 점을 고려하면 카메라 업체의 주가는 3~6 개월 정도 선행하여 향후 기대감을 안고 간다고 볼 수 있다. 2020 년 상반기에도 주가 흐름이 좋을 것으로 예상하는 이유도 2020 년 하반기 카메라 업체의 가동률이 높은 수준을 유지하고 판가도 우호적인 환경이 지속될 것으로 추정하기 때문이다.

위와 같은 추정의 근거로는 1) 멀티 카메라 효과 지속 2) ToF, Folded zoom, 105MP 등 새로운 카메라의 등장을 꼽는다. 멀티 카메라는 외관이나 제품 사양 측면에서 제조사가 어필할 수 있는 중요한 차별화 포인트 중 하나이다. 폴더블폰이 양산 단계까지 들어갔지만 완성도, 생산 능력 등을 고려하면 출하량은 내년에도 굉장히 미미한 수준이다. 그렇다면 초하이엔드급인 폴더블을 제외하고 플래그십에서의 여전한 차별화 포인트는 카메라이다. 듀얼 카메라는 이미 대세를 넘어 중저가에도 기본 사양으로 탑재된다. 플래그십은 4 개의 카메라인 쿼드까지 등장했고 5 개의 카메라인 펜타까지도 얘기가 오가고 있는 상황이다. 전면 카메라 역시 시야각이 넓은 셀피 구현을 위해 듀얼로 탑재되기도 한다. 하이엔드 스마트폰에는 대당 카메라가 6 개까지도 탑재된다.

모바일 대당 카메라 Q 증가는 2020 년에도 지속될 것으로 추정한다. 단가 인하를 떠나서 Q 증가 속도가 워낙 빨라 관련 부품사들은 Capa 확보에도 분주한 상황이다. ToF와 Folded zoom 같은 카메라의 등장도 굉장히 새롭다. 결국에는 DSLR 급의 카메라 구현을 위한 일련의 과정 속 변화이며, 이 변화 속에서 카메라 부품사들은 가격 방어를 통한 수익성 확보에도 긍정적이다. 카메라 업종의 유일한 리스크라고 한다면 업체수가 많아 경쟁이 심하다는 것이다. 다만 이 경쟁 속에서 업체들은 기술 경쟁력을 높이기 위해 노력해 왔고 단가 인하도 잘 견뎌내왔다. 최근 이러한 기술과 가격 경쟁력 확보로 하이엔드급 제품 진입에도 문을 두드리고 있다.

3. 주요 카메라 Theme check point

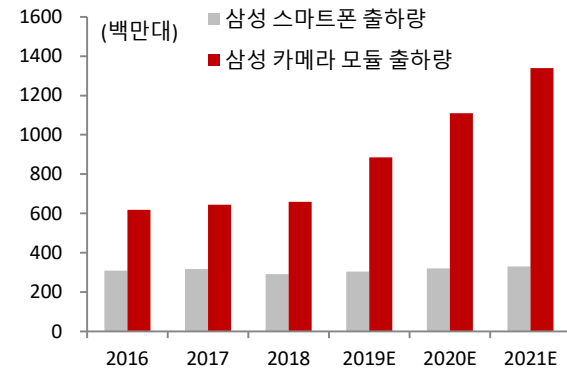
(1) 이제는 듀얼이 아닌 트리플, 쿼드 전성시대

삼성전자 카메라 모듈 출하량은 2019년부터 급격하게 증가하기 시작했다. 2017~2018년은 듀얼 카메라가 본격적으로 탑재되었지만 중저가보다는 하이엔드급에 제한적으로 들어갔고 무엇보다 삼성전자 스마트폰 출하량이 감소하던 시기였다. 그러나 2019년부터는 듀얼 카메라는 중저가 기본 사양으로 탑재되고 있으며 하이엔드급에서는 트리플, 쿼드까지 빠르게 적용이 확대되었다. 당사 추정치에 따르면 삼성전자 카메라 모듈 출하량은 2018년 6.6억개에서 2019년 8.8억개로 34.4% 증가했다. 후면 듀얼 카메라 칩 투율은 25%로 싱글 다음으로 많았다. 주목할 부분은 트리플 카메라인데 2018년 2% 수준에서 2019년 20%까지 급상승할 것으로 예상된다. 플래그쉽에서는 이미 트리플이 기본 사양, 최고사양 모델에서는 쿼드가 채용이 되고 있다. 2020년에는 듀얼보다는 트리플과 쿼드 카메라의 점유율이 지속적으로 높아질 것으로 예상된다.

전체 BOM(Bill Of Materials)에서 카메라가 차지하는 비중도 초고가 플래그쉽 모델 기준으로 10% 초중반 수준으로 여전히 크지 않다. 갤럭시 S10 5G 모델에 전면이 듀얼, 후면이 쿼드가 탑재되었지만 Bom cost 내 카메라 비중은 13%에 그친다. 아이폰 11 Pro Max도 15% 수준이다. 또한, 멀티 카메라의 판가가 출시 초기보다 판가가 20% 이상 낮아졌다. 통상적으로 카메라 모듈 1개당 10달러가 추가된다고 보면 제조사 입장에서는 트리플, 쿼드 채택을 망설일 이유는 없어 보인다. 2021년까지 트리플, 쿼드 카메라 칩투율은 지속적으로 상승할 것으로 추정한다. 이에 따라 삼성전자 카메라 모듈 출하량도 2020년 11.1억개, 2021년 13.4억개로 꾸준한 상승세를 그릴 전망이다.

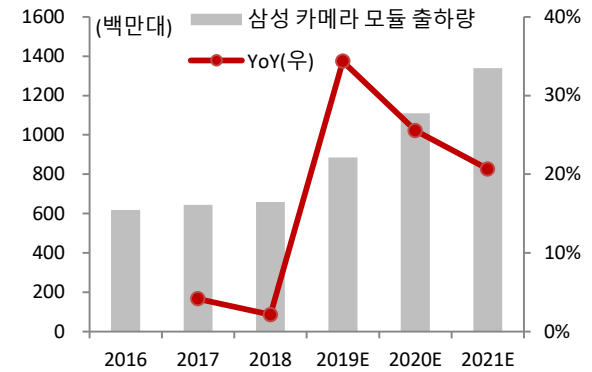
이와 관련해서 중소형 카메라 모듈 업체의 Q 증가에 따른 수혜가 2020년에도 지속된다. 중소형 모듈 업체의 점유율에도 긍정적인 변화가 감지되고 있다. 삼성전기와 삼성전자 내작의 고유 영역으로만 여겨졌던 플래그쉽 모델 후면 카메라에 일부 중소형 모듈 업체의 진입 가능성이 높아졌다. 이에 따라 초고가 제품 영역에도 한발 다가선 것으로 파악된다. 카메라 모듈 업체 중 엠씨넥스를 최선호한다.

삼성전자 스마트폰 & 카메라 모듈 출하량 전망



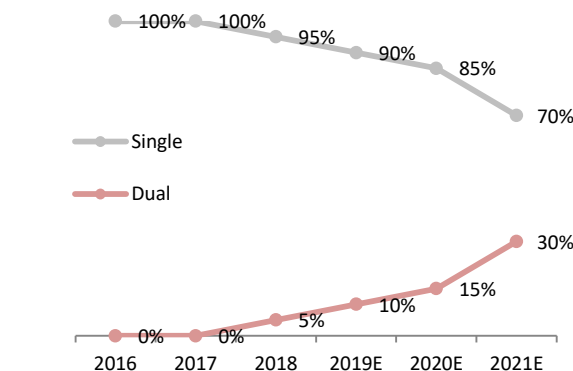
자료 : SK 증권

삼성전자 카메라 모듈 출하량 및 YoY Growth



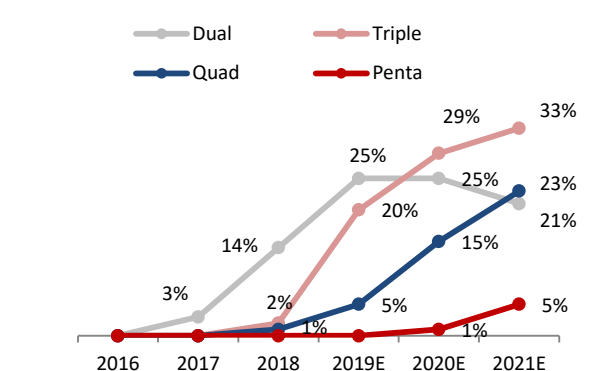
자료 : SK 증권

삼성전자 전면 카메라 Type 별 비중 추이



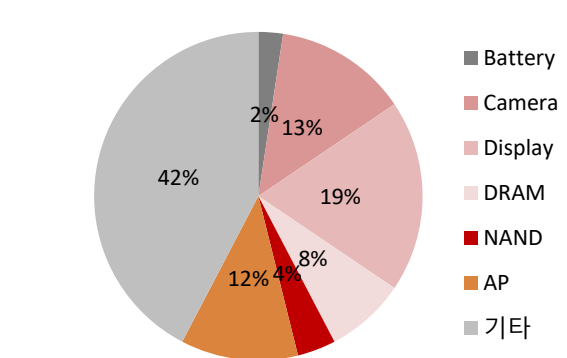
자료 : SK 증권

삼성전자 후면 카메라 Type 별 비중 추이



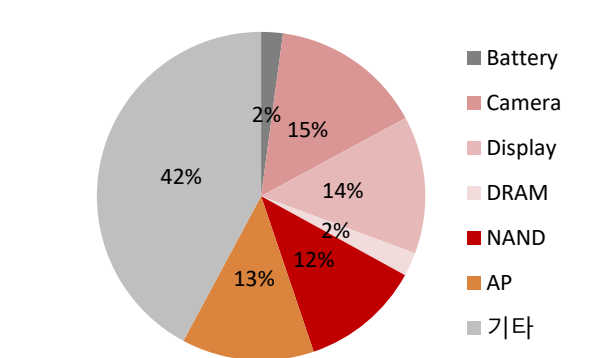
자료 : SK 증권

갤럭시 S10 5G 부품별 BOM Cost



자료 : IHS, SK 증권

아이폰 11 Pro Max 부품별 BOM Cost



자료 : IHS, SK 증권

삼성전자 카메라 모듈 Type 별 출하량 및 비중 전망

모듈 출하량(백만개)		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
전면	Single	309	318	277	275	272	231
	Dual	0	0	29	61	96	198
후면	Single	309	308	242	153	96	59
	Dual	0	19	82	153	160	139
	Triple	0	0	17	183	278	327
	Quad	0	0	12	61	192	304
	Penta	0	0	0	0	16	83
Total		619	645	658	885	1110	1340
YoY			4.2%	2.1%	34.4%	25.5%	20.7%
비중(%)							
전면	Single	100%	100%	95%	90%	85%	70%
	Dual	0%	0%	5%	10%	15%	30%
후면	Single	100%	97%	83%	50%	30%	18%
	Dual	0%	3%	14%	25%	25%	21%
	Triple	0%	0%	2%	20%	29%	33%
	Quad	0%	0%	1%	5%	15%	23%
	Penta	0%	0%	0%	0%	1%	5%

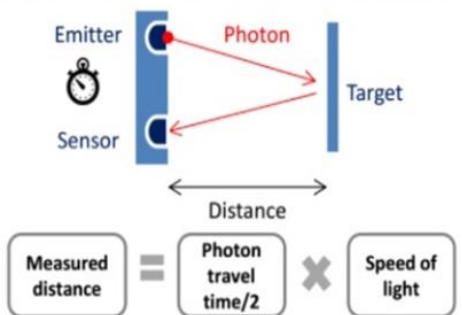
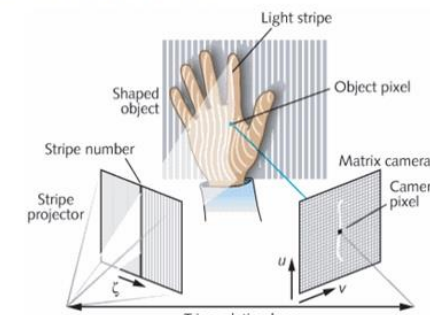
자료 : SK 증권

(2) 개수 증가와 맞물리는 Spec-up: ToF, Folded Zoom

스마트폰 대당 카메라 개수와 더불어 개별 카메라의 효율을 높이는 기술이 맞물려서 나타나고 있는 시점이 2019 년 하반기이다. 앞서 언급한 트리플, 쿼드 등 개수를 늘려서 다양한 기능을 구현하고자 하는 제조사의 노력은 2020 년까지 이어지지만 분명 그 이후에 대한 고민도 필요하다. 당사는 Q 의 성장이 정체를 보이는 시점을 쿼드 카메라 침투율이 30% 이상 올라온 이후부터로 예상한다. 제조사는 개별 카메라 하나 하나의 사양을 높이는 방향에 초점을 맞출 것이다. 당연히 카메라 모듈 평가도 같이 올라가게 된다. 이것이 2019 년 하반기부터 주목받고 있는 트렌드이다. 그 중에서도 ToF(Time of Flight)와 Folded zoom 에 대한 상당한 관심이 쏠리고 있다.

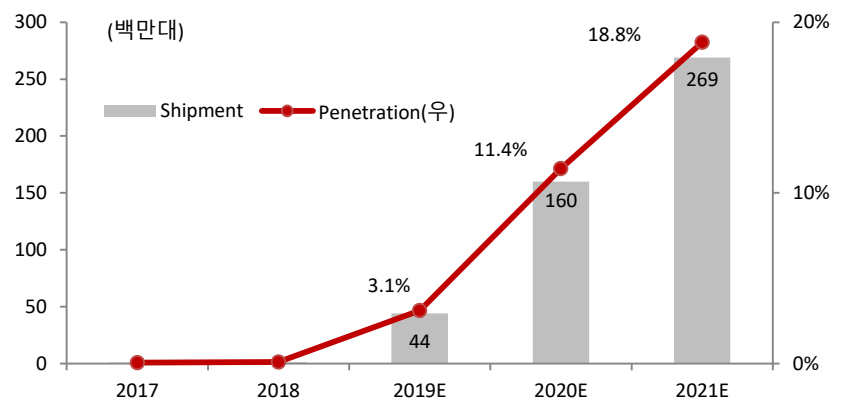
ToF 는 3D Sensing 카메라 기술 중 하나로 송신부에서 레이저를 방사하여 피사체에 반사되어 수신부까지 돌아오는 시간을 계산하여 피사체의 3D 이미지를 구현하는 기술이다. 지금까지 출시 라인업을 보면 삼성전자의 갤럭시 S10 5G, 노트 10+, 화웨이의 P30 Pro, Mate30 등 주로 플래그십 라인업에 한정되어 적용되었다. 그러나 내년부터는 적용 제품 라인업이 다양화되고 Apple 과 중화권 2nd tier 업체들이 본격적으로 ToF 적용에 뛰어들 것으로 예상된다. 전세계 ToF 스마트폰 출하량은 2019 년 4,400 만대에서 2020 년 1.6 억대까지 크게 증가할 전망이다. ToF 적용이 결국에는 얼굴 인식을 넘어 VR, AR 로 가기 위한 필수 부품임으로 고려하면 적용 Application 역시 스마트폰뿐만 아니라 VR 기기나 AR 글라스 등까지도 확대될 것이다. 현재는 삼성전자 모바일 주도로 ToF 탑재가 이루어지는 만큼 관련 Supply chain 에 대한 지속적인 관심이 필요하다. 파트론, 나무가, 옵트론텍이 S11 에서도 메인 지위를 이어갈 것으로 예상된다. Apple 은 2020 년 하반기 iPhone 신제품 후면에 ToF 탑재가 예상되는 가운데 국내 Supply chain 에서는 LG 이노텍과 하이비전시스템을 주목한다.

3D 카메라 기술 방식 비교

Time of Flight(ToF)	Structured Light
<p>송신부에서 레이저를 방사하여 피사체에 반사되어 수신부까지 돌아오는 시간을 계산하여 거리를 측정. 이후 카메라로 찍은 사진과 합성하여 3D 이미지 확보</p>  <p>Measured distance = Photon travel time/2 × Speed of light</p>	<p>패턴 레이저를 피사체에 방사하여 나타나는 패턴의 왜곡을 분석. 이후 카메라로 찍은 사진과 합성하여 3D 이미지 확보</p> 

자료 : SK 증권

ToF 탑재 스마트폰 출하량 전망



자료 : SA, SK 증권

제조사별 ToF 관련 Supply Chain

	ToF 탑재 스마트폰	2020년 ToF 탑재 예상	관련 Supply Chain
삼성전자	S10 5G, Note10+, A80	S11, Note11, A Series	파트론(모듈)
			나무가(모듈)
			Sunny Optical(모듈)
			옵트론텍(필터)
			대덕전자(기판)
Huawei	P30 Pro, Mate30, Mate30 Pro, MateX	P40, P40 Pro, Mate Xs	이즈미디어(장비)
			Sunny Optical(모듈)
Xiaomi		Redmi K30 Pro	O-film(모듈)
			Sunny Optical(모듈)
OnePlus		OnePlus 8 and 8 Pro	O-film(모듈)
			Sunny Optical(모듈)
Oppo	R17 Pro	Reno 4 Series	O-film(모듈)
			Sunny Optical(모듈)
Apple		iPhone 12	LGO 노텍(모듈)
			Sharp(모듈)
			하이비전시스템(장비)

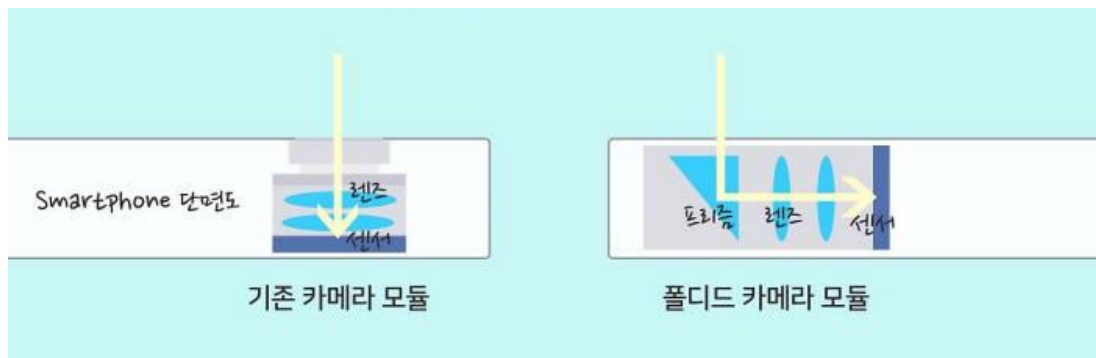
자료 : SK 증권

Folded Zoom은 광학 Zoom으로 여러 개의 렌즈를 물리적으로 움직여 피사체를 확대 혹은 축소하는 기능이다. 디지털 Zoom이 소프트웨어를 사용해 확대하기 때문에 화질이 떨어지는 반면, 광학 Zoom은 선명함을 유지한다. 기존 모듈과의 차이점은 적층 방식, 렌즈의 개수, 액츄에이터의 크기이다. 센서와 렌즈의 거리가 멀어질수록 고배율 구현이 가능하기 때문에 가로의 적층 방식을 사용하게 된다. 또한, 투과율을 높이기 위해 크고 얇은 렌즈가 여러 장이 들어가야 하며 배율을 결정하는 데에 중요한 역할을 한다. 센서와 렌즈 사이의 거리가 멀어짐에 따라 액츄에이터의 크기도 정육면체에서 직육면체 형태로 길이가 길어진다.

Folded Zoom은 삼성전기에서 지난 5월 광학 5배 모듈을 개발하고 중화권 업체로 공급을 개시했다. 이후에도 다수 중화권 업체와 공급 계약을 체결한 것으로 파악된다. 언론 보도에 따르면 2020년 3월 출시 예정인 S11 모델에도 삼성전기의 Folded Zoom이 탑재될 것으로 예상된다. 모바일 카메라의 궁극적인 목표가 DSLR 급의 화질과 배율 구현임을 생각하면 향후 플래그십 라인업에서 Folded Zoom은 핵심적이고 가장 큰 차별화 포인트로 다가올 것으로 생각한다. 공급 관련 업체에 대해 중장기 긍정적인 시각을 제시한다.

렌즈, 최종 모듈은 삼성전기에서 담당하고 있으며 해당 사업부 내 핵심 제품으로 꼽고 있다. Actuator는 액트로, Prism은 옵트론텍이 담당한다. 양산 물량이 커지면 이원화에 대한 우려도 자연스레 불거지겠지만 중화권 세트향을 제외하면 삼성향 공급은 처음이다. 높아진 사양 요구로 부품 간의 alignment, 수율을 컨트롤 해야 하는 우선 과제가 있기 때문에 이원화에 대한 우려는 아직 시기상조로 판단한다.

5 배줌 Folded 모듈 구조



자료 : 삼성전기

Folded 모듈 관련 Supply chain



자료 : Oppo, SK 증권

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



Analyst
이동주

natelee@sk.com
02-3773-9026

Company Data

자본금	9 십억원
발행주식수	1,775 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	663 십억원
주요주주	
민동욱(외3)	27.55%

외국인지분률	26.20%
배당수익률	0.80%

Stock Data

주가(20/01/03)	37,100 원
KOSDAQ	674.02 pt
52주 Beta	0.83
52주 최고가	37,750 원
52주 최저가	12,300 원
60일 평균 거래대금	19 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	28.2%	20.6%
6개월	35.2%	39.6%
12개월	185.4%	183.4%

엠씨넥스 (097520/KQ | Not Rated)

쉬지 않고 돌아가는 공장

- 삼성전자 주요 협력사로 삼성전자 모바일용 카메라 모듈 및 액츄에이터 공급 담당
- 2019 년 카메라 업계 성장을 듀얼과 트리플 카메라가 이끌었다면 2020년에는 트리플과 쿼드가 대세가 될 전망. Q 성장 지속
- 고객사 내 점유율 확대, 플래그쉽향 후면 진입 가능성, ToF, 광학식 FoD 등 2020년 실적 개선을 이끌 재료 다수 보유

중소형 대표 카메라 모듈 업체

동사는 삼성전자 주요 협력사로 삼성전자 모바일용 카메라 모듈 및 액츄에이터 공급 담당. 이 외에도 모바일용 지문인식 모듈, 차량용 카메라 모듈 등 제조. 2018년 기준 매출 비중은 스마트폰 83%, 전장 및 기타 17%로 구성

2020년에도 Tight한 가동률

2019년 카메라 업계 성장을 듀얼과 트리플 카메라가 이끌었다면 2020년에는 트리플과 쿼드가 대세가 될 전망. 삼성전자 내 듀얼 카메라 침투율은 정체되는 반면 트리플과 쿼드가 각각 29%, 15%로 크게 상승할 것으로 추정. 이에 따라 삼성전자의 카메라 모듈 출하량이 2019년 8.9억개에서 2020년 11.1억개로 전년에 이어 고성장세 지속. 카메라 모듈 업계 전반 긍정적인 낙수 효과. 그 중에서도 동사는 고객사 내 점유율 확대로 가장 큰 수혜 전망. 베트남 4 공장 증설로 추가적인 생산 여력도 확보. 플래그쉽향 후면 진입 가능성도 감지. 이 외에도 ToF, 광학식 FoD, 전장 등 2020년 실적 기여도 기대. 멘텀 다수

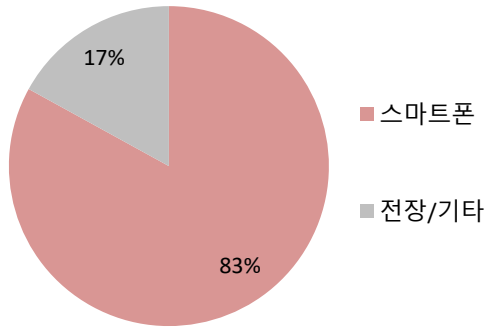
전방 고객사 전략 변화도 우호적

삼성전자는 라인업을 간소화하고 A 시리즈 중심의 시장 지위 강화를 꾀하는 중. S 시리즈 못지 않게 A 시리즈에도 Spec-up 부품 빠르게 적용. 2020년 삼성전자 스마트폰 출하량은 Huawei 제재에 따른 반사 수혜까지 기대됨에 따라 2천만대 가량 증가 예상. 대내외적 개선된 환경 전개. 2013년 비교해도 이익 레벨은 더욱 높아진 반면 주가는 여전히 저평가 국면. 2020E Consensus PER 7.4x. 추가적인 주가 상승 여력 충분하다고 판단

영업실적 및 투자지표

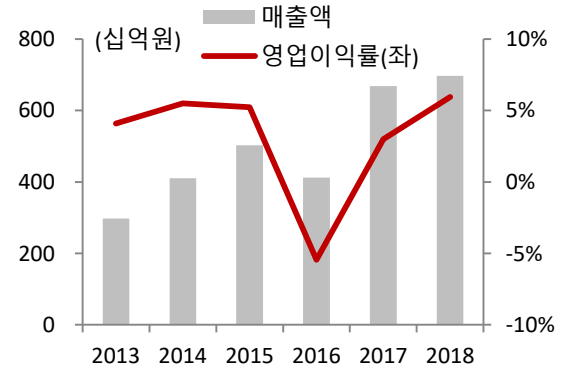
구분	단위	2013	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	십억원	297	410	503	412	668	697
yoy	%	74.5	38.1	22.5	-18.0	62.1	4.3
영업이익	십억원	12	23	26	-24	20	41
yoy	%	95.3	86.4	16.4	적전	흑전	109.1
EBITDA	십억원	18	36	43	-6	44	81
세전이익	십억원	9	19	23	-26	-1	43
순이익(지배주주)	십억원	8	14	16	-25	-1	30
영업이익률%	%	4.1	5.5	5.2	-5.8	2.9	5.9
EBITDA%	%	6.2	8.7	8.6	-1.4	6.6	11.7
순이익률	%	2.7	3.3	3.2	-6.0	-0.1	4.3
EPS	원	599	1,011	1,198	-1,830	-66	1,731
PER	배	9.2	5.9	17.3	N/A	N/A	7.5
PBR	배	1.2	1.0	2.9	2.5	2.3	1.7
EV/EBITDA	배	7.6	5.2	7.8	N/A	5.9	2.7
ROE	%	13.6	19.5	19.2	-32.0	-1.1	26.2
순차입금	십억원	66	104	59	110	76	33
부채비율	%	237.4	275.5	199.5	363.3	295.6	201.5

사업부별 매출 비중



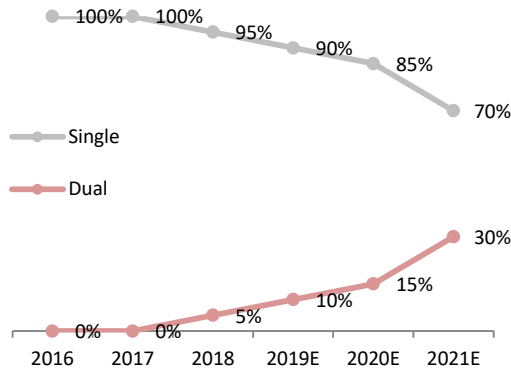
자료 : 엠씨넥스, SK 증권

연간 실적 추이



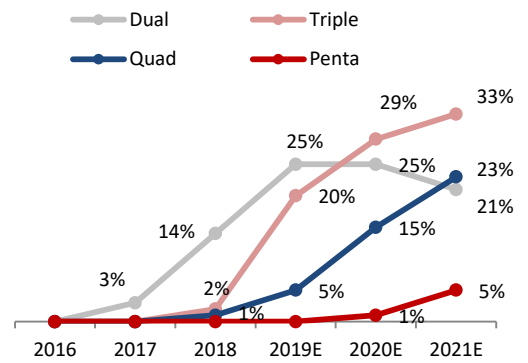
자료 : 엠씨넥스, SK 증권

삼성전자 전면 카메라 Type 별 비중 추이



자료 : SK 증권

삼성전자 후면 카메라 Type 별 비중 추이



자료 : SK 증권

국내 카메라 모듈 업체 2013년 vs 2020년 이익 규모 및 Valuation 비교

(배, 십억원)		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
파트론	PER	7.3	13.2	13.4	25.7	618.3	47.7	9.9	9.1
	영업이익	135	66	59	38	11	31	117	118
엠씨넥스	PER	9.2	5.9	17.3			7.5	8.5	7.4
	영업이익	12	23	26	(22)	20	41	109	122
캠시스	PER	9.1	22.6	183.6			9.6	8.2	4.5
	영업이익	26	19	8	(18)	14	17	34	58
파워로직스	PER	32.0	20.9	28.0	18.8	19.4	9.1	6.2	5.8
	영업이익	2	12	9	13	19	26	59	68
나무가	PER			19.8			16.1		6.2
	영업이익	5	2	26	(1)	(31)	1	5	31
옵트론텍	PER	14.0		60.2	22.9	31.5	28.2	11.9	9.2
	영업이익	28	(28)	9	17	17	13	24	28
세코닉스	PER	8.6	9.1	18.6	18.0			7.4	7.0
	영업이익	26	18	13	14	2	8	17	20
액트로	PER						4.1	12.5	8.3
	영업이익						17	15	23

자료 : 각 사, Fnguide, SK 증권

엠씨넥스 사업영역 및 응용 Application



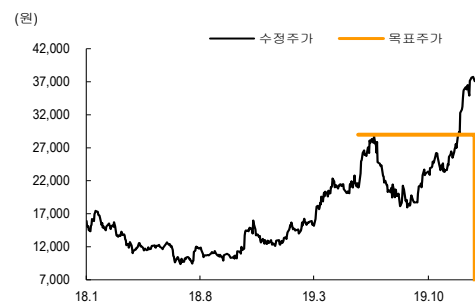
자료 : 엠씨넥스

엠씨넥스 주요 고객사



자료 : 엠씨넥스

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.01.06	Not Rated				
2019.05.30	매수	29,000원	6개월	-14.57%	30.17%
2019.02.28	Not Rated				



Compliance Notice

- 작성자(이동주)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020 년 1 월 6 일 기준)

매수	84.89%	중립	15.11%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	174	148	158	224	219
현금및현금성자산	19	38	42	62	65
매출채권및기타채권	89	59	58	63	89
재고자산	62	47	54	57	54
비유동자산	115	125	137	164	172
장기금융자산	0	1	1	1	2
유형자산	104	117	128	152	161
무형자산	5	6	5	4	4
자산총계	289	273	295	388	391
유동부채	182	170	224	286	257
단기금융부채	99	90	148	176	107
매입채무 및 기타채무	75	71	73	106	135
단기충당부채	0	1	1	3	3
비유동부채	30	11	7	4	4
장기금융부채	27	10	6	3	
장기매입채무 및 기타채무					
장기충당부채					
부채총계	212	182	231	290	261
지배주주지분	77	91	64	98	130
자본금	3	5	5	6	9
자본잉여금	25	25	25	58	41
기타자본구성요소	-1	-4	-4		-3
자기주식	-1	-4	-4		-3
이익잉여금	50	65	37	37	86
비지배주주지분					
자본총계	77	91	64	98	130
부채외자본총계	289	273	295	388	391

현금흐름표

월 결산(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동현금흐름	4	77	-13	67	94
당기순이익(손실)	14	16	-25	-1	30
비현금성항목등	24	33	21	47	64
유형자산감가상각비	12	16	17	24	40
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타	11	16	3	23	23
운전자본감소(증가)	-32	35	-4	22	2
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-27	28	6	-16	-29
재고자산감소(증가)	-12	16	-7	-7	3
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	13	-11	10	33	22
기타	-60	58	0	-20	-52
법인세납부	-1	-7	-6	-2	-1
투자활동현금흐름	-37	-21	-28	-101	-15
금융자산감소(증가)	-4	4	0	-39	31
유형자산감소(증가)	-34	-27	-28	-60	-46
무형자산감소(증가)	-1	-2	-1	-1	-1
기타	1	3		1	0
재무활동현금흐름	35	-37	45	57	-75
단기금융부채증가(감소)	30	-27	52	-21	-51
장기금융부채증가(감소)	10	-3		47	-10
자본의증가(감소)		3		39	
배당금의 지급	1	2	3		3
기타					
현금의 증가(감소)	1	19	4	20	4
기초현금	19	19	38	42	62
기말현금	19	38	42	62	65
FCF	-37	50	-44	17	35

자료 : 엠씨넥스, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	410	503	412	668	697
매출원가	357	436	395	605	610
매출총이익	53	67	17	63	87
매출총이익률 (%)	13.0	13.2	4.2	9.5	12.5
판매비와관리비	31	40	41	44	46
영업이익	23	26	-24	20	41
영업이익률 (%)	5.5	5.2	-5.8	2.9	5.9
비영업손익	-4	-3	-2	-21	2
순금융비용	4	4	4	7	7
외환관련손익	3	1	3	-10	6
관계기업투자등 관련손익					
세전계속사업이익	19	23	-26	-1	43
세전계속사업이익률 (%)	4.6	4.6	-6.2	-0.2	6.1
계속사업법인세	5	7	-1	0	13
계속사업이익	14	16	-25	-1	30
중단사업이익					
*법인세효과					
당기순이익	14	16	-25	-1	30
순이익률 (%)	3.3	3.2	-6.0	-0.1	4.3
지배주주	14	16	-25	-1	30
지배주주귀속 순이익률(%)	3.32	3.21	-5.99	-0.13	4.28
비지배주주					
총포괄이익	14	17	-25	-5	27
지배주주	14	17	-25	-5	27
비지배주주					
EBITDA	36	43	-6	44	81

주요투자지표

월 결산(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
성장성 (%)					
매출액	38.1	22.5	-18.0	62.1	4.3
영업이익	86.4	16.4	적전	흑전	109.1
세전계속사업이익	100.4	22.0	적전	적지	흑전
EBITDA	93.9	21.4	적전	흑전	84.0
EPS(계속사업)	68.8	18.5	적전	적지	흑전
수익성 (%)					
ROE	19.5	19.2	-32.0	-1.1	26.2
ROA	5.4	5.8	-8.7	-0.3	7.7
EBITDA마진	8.7	8.6	-1.4	6.6	11.7
안정성 (%)					
유동비율	95.8	86.8	70.5	78.2	85.0
부채비율	275.5	199.5	363.3	295.6	201.5
순차입금/자기자본	135.4	64.6	172.3	77.8	25.7
EBITDA/이자비용(배)	7.8	10.0	-1.4	6.4	11.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,011	1,198	-1,830	-66	1,731
BPS	5,778	7,075	5,045	5,920	7,704
CFPS	1,980	2,458	-495	1,752	4,074
주당 현금배당금	300	330		260	300
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	6.6	22.9	N/A	N/A	10.1
PER(최저)	4.8	5.0	N/A	N/A	5.4
PBR(최고)	1.2	3.9	4.4	2.9	2.3
PBR(최저)	0.8	0.8	1.7	1.9	1.2
PCR	3.0	8.4	-25.4	7.9	3.2
EV/EBITDA(최고)	5.5	9.9	-70.3	7.0	3.4
EV/EBITDA(최저)	4.8	3.3	-38.4	5.2	2.0

SK COMPANY Analysis



Analyst

이동주

natelee@sk.co.kr

02-3773-9026

Company Data

자본금	5 십억원
발행주식수	1,001 만주
자사주	15 만주
액면가	500 원
시가총액	146 십억원
주요주주	
하동길(외8)	38.26%
마이다스에셋자산운	
용	7.57%
외국인지분률	4.40%
배당수익률	2.70%

Stock Data

주가(20/01/03)	14,600 원
KOSDAQ	674.02 pt
52주 Beta	1.09
52주 최고가	14,600 원
52주 최저가	6,295 원
60일 평균 거래대금	5 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	13.6%	7.0%
6개월	41.1%	45.7%
12개월	118.7%	117.2%

액트로 (290740/KQ | Not Rated)

액트로로 Zoom-In

- 스마트폰용 카메라 모듈의 부품 중 하나인 액츄에이터 제조
- 광학 Folded Zoom은 렌즈와 센서 사이의 거리가 멀어짐에 따라 액츄에이터의 사이즈도 직육면체 형태로 커짐. 이에 따라 부품 평가 상승 효과 수반
- 중화권 세트 업체에 이어 갤럭시 S11에도 5x Folded Zoom 탑재 가능성 높음
- 향후 주목할 만한 카메라 대세 기술 중 하나. 동사에 대한 중장기적 관심 필요

모바일 액츄에이터 전문 업체

동사는 스마트폰용 카메라 모듈의 부품 중 하나인 액츄에이터 제조사. 액츄에이터는 렌즈를 통해 광량을 조절하여 자동 초점(AF)과 손떨림 보정(OIS) 기능을 구현하는 핵심 부품. 삼성전기의 주요 벤더로 중화권 및 삼성전자 스마트폰 카메라향 공급 담당

Folded Zoom은 액트로와 함께

동사의 직납 벤더인 삼성전기는 지난 5월 5x Folded Zoom 모듈을 출시하여 중화권향 세트 업체로 공급을 개시. 광학 Folded Zoom은 여러 장의 렌즈가 물리적으로 움직여 피사체를 확대 혹은 축소. 렌즈와 센서 사이의 거리가 멀어짐에 따라 액츄에이터의 사이즈도 직육면체 형태로 커짐. 액츄에이터 평가는 기존 대비 50% 이상 높아질 것을 추정. 한편, 다수 언론 보도에 따르면 삼성전자의 갤럭시 S11에도 5x Folded Zoom 탑재 가능성 시사. 주요 벤더의 공급 이력은 중화권 몇몇 업체에 국한. 보다 높은 품질 수준을 요구하는 삼성향 첫 모듈임과 생산 수량을 고려하면 Folded Zoom 관련 Supply chain의 이원화 가능성은 단기적으로 높지 않다고 판단

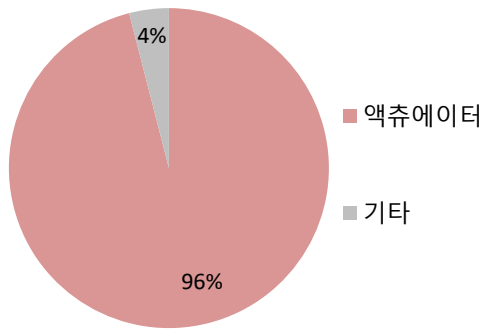
업계 방향성은 개수보다는 효율

카메라 개수 증가는 한계에 봉착하기 마련인 가운데, 제조사는 개별 카메라의 사양과 효율성을 높이는 전략을 취할 것으로 생각. Folded Zoom은 이제 시작 단계이나 향후 스마트폰의 대세가 될 만한 기술로 판단. 동사에 대한 중장기적 관심 필요

영업실적 및 투자지표

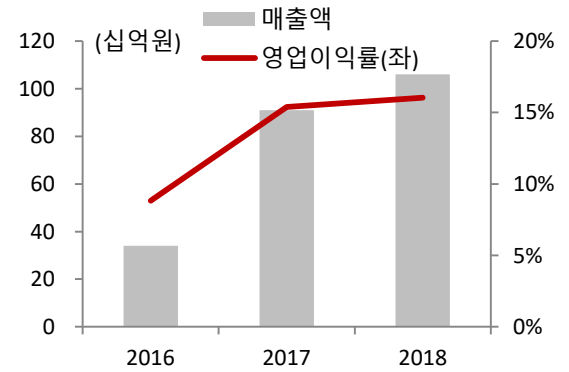
구분	단위	2013	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	십억원				34	91	106
yoy	%					170.4	16.0
영업이익	십억원				3	14	17
yoy	%					463.1	18.4
EBITDA	십억원				3	18	23
세전이익	십억원				1	7	18
순이익(지배주주)	십억원				1	7	14
영업이익률%	%				7.5	15.7	16.0
EBITDA%	%				10.1	19.4	22.1
순이익률	%				2.5	7.8	13.0
EPS	원				140	1,151	1,649
PER	배						4.1
PBR	배						1.0
EV/EBITDA	배				1.7	N/A	1.1
ROE	%					43.0	30.4
순차입금	십억원				6	-9	-40
부채비율	%				437.1	97.9	41.3

제품별 매출 비중



자료 : 액트로, SK 증권

연간 실적 추이



자료 : 액트로, SK 증권

5 배줌 Folded 모듈 구조



자료 : 삼성전자

Folded 모듈 관련 Supply chain



자료 : Oppo, SK 증권

엑트로 제품 라인업 및 자체 제조 설비

○ Actuator 제품 및 부품

<p>AF(Auto Focusing) Actuator</p> <p>단거리 구간 자동 초점 구현하는 카메라모듈 핵심 부품</p>	<p>OIS(Optical Image Stabilizer) Actuator</p> <p>손떨림 보정을 통한 사진화질 및 품질 개선용 카메라모듈 핵심 부품</p>
<p>IRIS Actuator(조리개)</p> <p>Lens를 통하여 카메라 내부로 들어오는 빛의 양을 조절하는 카메라모듈 부품</p>	<p>H-Coil</p> <p>OIS/CLAF Actuator 내 부품 종류인 Winding Coil 대체 부품</p>

○ 제조 공정 설비

<p>세척 공정 장비</p> <p>수세정기 이물제거 장비</p>			
<p>조립 공정 장비</p> <p>Magnet 조립기 Ball 조립기 Bond/Grease 도포기 Cover 조립기 Yoke 조립기 F-PCB Bending Lens Carrier/Housing 조립기 보호Tape 부착기</p>			
<p>성능검사기</p> <p>Single Actuator용 IRIS Actuator/Module용 Dual Actuator용 Folded Zoom Module용</p>			

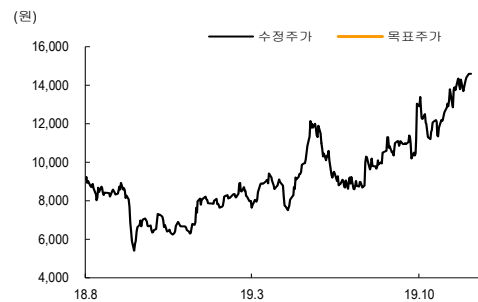
자료 : 엑트로

국내 카메라 모듈 업체 2013 년 vs 2020 년 이익 규모 및 Valuation 비교

(배, 십억원)		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
파트론	PER	7.3	13.2	13.4	25.7	618.3	47.7	9.9	9.1
	영업이익	135	66	59	38	11	31	117	118
엠씨넥스	PER	9.2	5.9	17.3			7.5	8.5	7.4
	영업이익	12	23	26	(22)	20	41	109	122
캠시스	PER	9.1	22.6	183.6			9.6	8.2	4.5
	영업이익	26	19	8	(18)	14	17	34	58
파워로직스	PER	32.0	20.9	28.0	18.8	19.4	9.1	6.2	5.8
	영업이익	2	12	9	13	19	26	59	68
나무가	PER			19.8			16.1		6.2
	영업이익	5	2	26	(1)	(31)	1	5	31
옵트론텍	PER	14.0		60.2	22.9	31.5	28.2	11.9	9.2
	영업이익	28	(28)	9	17	17	13	24	28
세코닉스	PER	8.6	9.1	18.6	18.0			7.4	7.0
	영업이익	26	18	13	14	2	8	17	20
엑트로	PER						4.1	12.5	8.3
	영업이익						17	15	23

자료 : 각 사, Fnguide, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	과리율	
			목표가격 대상시점	평균주가대비 최고(최저) 주가대비
2020.01.06	Not Rated			
2019.02.28	Not Rated			



Compliance Notice

- 작성자(이동주)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020 년 1 월 6 일 기준)

매수	84.89%	중립	15.11%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산			18	26	59
현금및현금성자산			9	14	34
매출채권및기타채권			6	7	10
재고자산			3	5	6
비유동자산			13	27	30
장기금융자산			0	1	1
유형자산			11	23	25
무형자산			1	1	1
자산총계			31	54	89
유동부채			14	24	25
단기금융부채			4	3	2
매입채무 및 기타채무			10	18	19
단기충당부채					
비유동부채			12	3	1
장기금융부채			11	2	
장기매입채무 및 기타채무				0	
장기충당부채					
부채총계			26	27	26
지배주주지분			6	27	63
자본금			1	2	3
자본잉여금			-1	13	37
기타자본구성요소			0	0	-2
자기주식					-2
이익잉여금			5	13	26
비지배주주지분					
자본총계			6	27	63
부채외자본총계			31	54	89

현금흐름표

월 결산(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동현금흐름			4	23	18
당기순이익(손실)			1	7	14
비현금성항목등			3	10	12
유형자산감가상각비			1	3	6
무형자산상각비			0	0	0
기타			2	7	6
운전자본감소(증가)			1	7	-6
매출채권및기타채권의 감소(증가)			-1	-4	-3
재고자산감소(증가)			-3	-2	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)			4	11	1
기타			-1	-6	-8
법인세납부			0	-1	-2
투자활동현금흐름			-8	-18	-17
금융자산감소(증가)			0	0	-9
유형자산감소(증가)			-8	-18	-7
무형자산감소(증가)			0	0	0
기타					1
재무활동현금흐름			5		19
단기금융부채증가(감소)					
장기금융부채증가(감소)			5		-3
자본의증가(감소)					24
배당금의 지급					
기타					0
현금의 증가(감소)			0	5	20
기초현금			9	9	14
기말현금			9	14	34
FCF			-9	8	9

자료 : 엑트로, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액			34	91	106
매출원가			26	71	83
매출총이익			7	20	23
매출총이익률 (%)			22.2	22.3	21.9
판매비와관리비			5	6	6
영업이익			3	14	17
영업이익률 (%)			7.5	15.7	16.0
비영업손익			-1	-7	1
순금융비용			1	1	0
외환관련손익			0	-1	2
관계기업투자등 관련손익					
세전계속사업이익			1	7	18
세전계속사업이익률 (%)			3.4	7.8	17.4
계속사업법인세			0	0	5
계속사업이익			1	7	14
중단사업이익					
*법인세효과					
당기순이익			1	7	14
순이익률 (%)			2.5	7.8	13.0
지배주주			1	7	14
지배주주귀속 순이익률(%)			253	7.8	12.96
비지배주주					
총포괄이익			1	6	14
지배주주			1	6	14
비지배주주					
EBITDA			3	18	23

주요투자지표

월 결산(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
성장성 (%)					
매출액				170.4	16.0
영업이익				463.1	18.4
세전계속사업이익				528.4	158.5
EBITDA				421.4	31.8
EPS(계속사업)				723.9	43.2
수익성 (%)					
ROE				43.0	30.4
ROA				16.7	19.2
EBITDA마진			10.1	19.4	22.1
안정성 (%)					
유동비율			129.2	110.8	237.7
부채비율			437.1	97.9	41.3
순차입금/자기자본			99.9	-32.5	-64.2
EBITDA/이자비용(배)			4.2	14.6	189.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)			140	1,151	1,649
BPS			960	3,654	6,562
CFPS			281	1,710	2,426
주당 현금배당금					400
Valuation지표 (배)					
PER(최고)					5.6
PER(최저)					3.3
PBR(최고)					1.4
PBR(최저)					0.8
PCR					2.8
EV/EBITDA(최고)			1.9	-0.5	2.2
EV/EBITDA(최저)			1.9	-0.5	0.6

SK COMPANY Analysis



Analyst
이동주

natelee@sk.com.kr
02-3773-9026

Company Data

자본금	11 십억원
발행주식수	2,256 만주
자사주	86 만주
액면가	500 원
시가총액	168 십억원
주요주주	
임지윤(외3)	20.03%

외국인지분률	13.60%
배당수익률	0.40%

Stock Data

주가(20/01/03)	7,450 원
KOSDAQ	674.02 pt
52주 Beta	1.00
52주 최고가	8,550 원
52주 최저가	4,485 원
60일 평균 거래대금	5 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-2.0%	-7.7%
6개월	-3.6%	-0.4%
12개월	65.6%	64.4%

옵트론텍 (082210/KQ | Not Rated)

사양 향상에 높은 기여도

- 동사는 카메라 모듈 내 필터, 렌즈, 가변조리개 등을 제조 담당하며 그 중에서도 광학 필터 전문 업체
- 멀티, ToF, Folded Zoom 3 가지 성장 축. 이와 관련해 고객사 내 과점적 지위도 보유
- 2020 년 이익 체력은 2013 년 호황 수준까지 올라온 반면, Valuation 은 여전히 저평가

광학필터 전문 업체

동사는 카메라 모듈 내 필터, 렌즈, 가변조리개 등을 제조 담당. 그 중에서도 광학 필터 전문 업체로 삼성전자 내 과점적 지위 보유. 광학 필터는 빛의 특정 파장이나 파장 범위를 선별적으로 투과 또는 차단하는데 사용. 영상 정보 획득을 위한 필터를 시작으로 적외선 영역을 활용한 얼굴 인식, ToF 관련 분야도 진출

멀티 카메라, ToF, Folded Zoom 3 가지 성장 축

1) 주요 고객사인 삼성전자의 멀티 카메라 채용 트렌드는 2020 년에도 지속. 듀얼 카메라 침투율은 정체되지만 트리플, 쿼드가 각각 29%, 15%까지 상승할 전망. 이에 따라 광학 필터 수요도 함께 증가. 2) ToF 는 레이저 방식을 이용한 기술로 적외선 영역을 활용한 신규 필터 필요. 이와 관련해 동사는 주요 고객사에 밴드패스필터를 공급 중. 기존 대비 2 배에 달하는 판가로 수익성에 개선에 기여. 전세계 ToF 스마트폰 출하량은 2019 년 4,400 만대에서 2020 년 1.6 억대까지 크게 증가할 전망. 3) Folded Zoom 모듈은 광학 배율을 높이기 위해 렌즈와 센서 사이의 거리를 멀게 하여 가로로 적층, 앞단에 프리즘을 배치. 갤럭시 S11 에 Folded Zoom 탑재가 점쳐지는 가운데 동사는 이와 관련해 프리즘 공급 예상

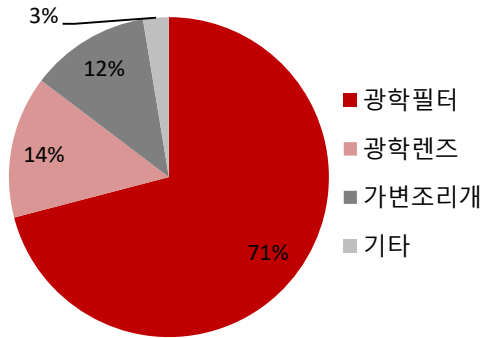
카메라 사양 향상에 높은 기여도

동사는 멀티, ToF, Folded Zoom 등 주요 대세 기술에 핵심 부품 공급. 또한, 관련 주요 부품에서 고객사 내 과점적 지위 보유. 2020 년 이익 체력은 2013 년 호황 수준까지 올라온 반면, Valuation 은 여전히 저평가(2020E Consensus PER 9.2x)

영업실적 및 투자지표

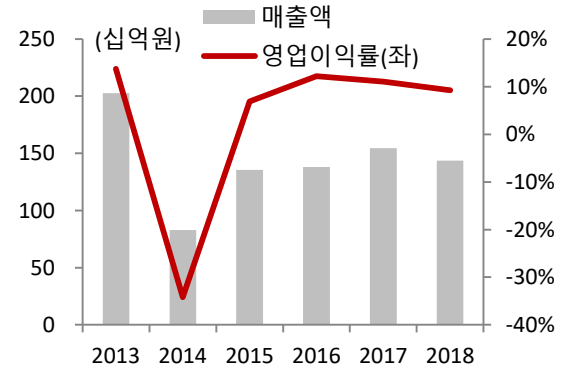
구분	단위	2013	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	십억원	203	83	135	138	155	144
yoy	%	18.3	-59.1	63.3	1.9	12.0	-7.1
영업이익	십억원	28	-28	2	17	17	14
yoy	%	33.0	적전	흑전	670.7	1.4	-21.1
EBITDA	십억원	40	-14	17	32	32	28
세전이익	십억원	19	-40	-2	6	9	1
순이익(지배주주)	십억원	16	-31	2	6	5	4
영업이익률%	%	13.7	-34.2	1.6	12.2	11.1	9.4
EBITDA%	%	19.6	-17.4	12.3	23.1	20.5	19.2
순이익률	%	6.9	-43.0	-0.4	1.6	4.5	2.0
EPS	원	770	-1,527	84	268	207	156
PER	배	14.0	N/A	60.2	22.9	31.5	28.2
PBR	배	2.1	1.4	1.3	1.5	1.5	1.0
EV/EBITDA	배	7.8	N/A	13.4	7.3	7.3	7.0
ROE	%	16.3	-35.4	2.3	7.0	5.3	3.7
순차입금	십억원	92	130	123	111	88	99
부채비율	%	110.0	225.0	226.3	189.6	140.3	154.0

제품별 매출 비중



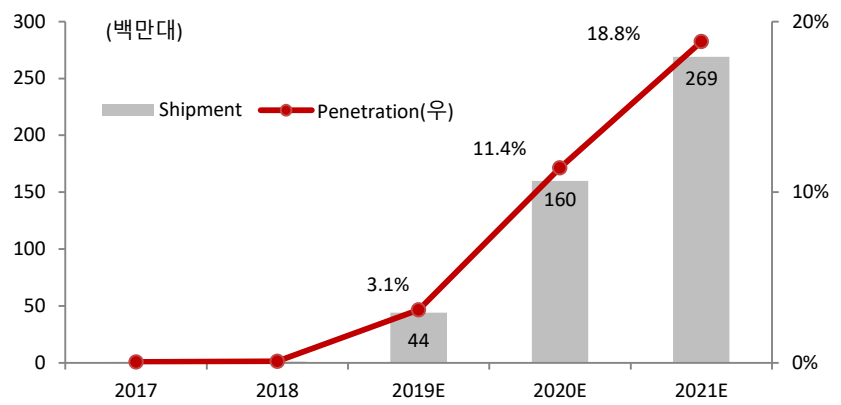
자료 : 옵트론텍 SK 증권

연간 실적 추이



자료 : 옵트론텍 SK 증권

ToF 탑재 스마트폰 출하량 전망



자료 : SA, SK 증권

제조사별 ToF 관련 Supply Chain

	ToF 탑재 스마트폰	2020년 ToF 탑재 예상	관련 Supply Chain
삼성전자	S10 5G, Note10+, A80	S11, Note11, A Series	파트론(모듈)
			나무가(모듈)
			Sunny Optical(모듈)
			옵트론텍(필터)
			대덕전자(기판)
Huawei	P30 Pro, Mate30, Mate30 Pro, MateX	P40, P40 Pro, Mate Xs	이즈미디어(장비)
			Sunny Optical(모듈)
Xiaomi		Redmi K30 Pro	O-film(모듈)
			Sunny Optical(모듈)
OnePlus		OnePlus 8 and 8 Pro	O-film(모듈)
			Sunny Optical(모듈)
Oppo	R17 Pro	Reno 4 Series	O-film(모듈)
			Sunny Optical(모듈)
Apple		iPhone 12	LGO 노텍(모듈)
			Sharp(모듈)
			하이비전시스템(장비)

자료 : SK 증권

빛의 스펙트럼별 광학 필터 활용 분야



자료 : 옵트론텍

5 배줌 Folded 모듈 구조



자료 : 삼성전기

Folded 모듈 관련 Supply chain



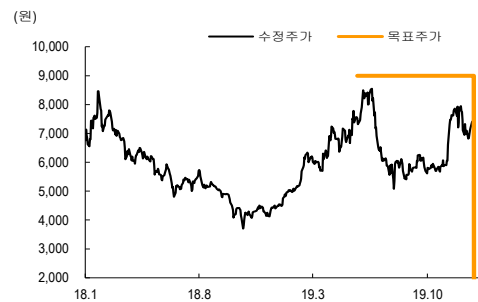
자료 : Oppo, SK 증권

국내 카메라 모듈 업체 2013 년 vs 2020 년 이익 규모 및 Valuation 비교

(배, 십억원)		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
파트론	PER	7.3	13.2	13.4	25.7	618.3	47.7	9.9	9.1
	영업이익	135	66	59	38	11	31	117	118
엠씨넥스	PER	9.2	5.9	17.3			7.5	8.5	7.4
	영업이익	12	23	26	(22)	20	41	109	122
캠시스	PER	9.1	22.6	183.6			9.6	8.2	4.5
	영업이익	26	19	8	(18)	14	17	34	58
파워로직스	PER	32.0	20.9	28.0	18.8	19.4	9.1	6.2	5.8
	영업이익	2	12	9	13	19	26	59	68
나무가	PER			19.8			16.1		6.2
	영업이익	5	2	26	(1)	(31)	1	5	31
옵트론텍	PER	14.0		60.2	22.9	31.5	28.2	11.9	9.2
	영업이익	28	(28)	9	17	17	13	24	28
세코닉스	PER	8.6	9.1	18.6	18.0			7.4	7.0
	영업이익	26	18	13	14	2	8	17	20
엑트로	PER						4.1	12.5	8.3
	영업이익						17	15	23

자료 : 각 사, Fnguide, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.01.06	Not Rated				
2019.05.30	매수	9,000원	6개월	-26.84%	-5.00%



Compliance Notice

- 작성자(이동주)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020 년 1 월 6 일 기준)

매수	84.89%	중립	15.11%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	77	87	82	69	69
현금및현금성자산	3	4	3	2	1
매출채권및기타채권	27	33	36	27	28
재고자산	29	39	35	30	32
비유동자산	155	152	143	152	164
장기금융자산	6	5	6	15	12
유형자산	96	90	84	95	94
무형자산	11	15	16	13	13
자산총계	232	239	225	221	233
유동부채	127	124	133	109	111
단기금융부채	117	98	109	82	80
매입채무 및 기타채무	9	26	20	20	26
단기충당부채		0	0	1	
비유동부채	33	41	14	20	30
장기금융부채	31	38	11	16	26
장기매입채무 및 기타채무		0	0	0	1
장기충당부채					
부채총계	161	166	147	129	141
지배주주지분	71	75	83	95	97
자본금	10	10	10	11	11
자본잉여금	45	46	49	58	58
기타자본구성요소	-14	-14	-14	-13	-16
자기주식	-4	-4	-4	-4	-6
이익잉여금	26	28	34	38	41
비지배주주지분	1	-2	-5	-3	-6
자본총계	71	73	78	92	92
부채외자본총계	232	239	225	221	233

현금흐름표

월 결산(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동현금흐름	-4	13	23	38	21
당기순이익(손실)	-36	-1	2	7	3
비현금성항목등	34	23	36	29	27
유형자산감가상각비	12	12	11	11	10
무형자산감가상각비	2	3	4	4	4
기타	20	8	22	14	13
운전자본감소(증가)	6	-4	-11	7	-7
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-2	-7	10	2	-3
재고자산감소(증가)	2	-10	1	5	-3
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	8	16	-21	-1	5
기타	-5	-16	18	5	-13
법인세납부	-4	0	-1	-1	
투자활동현금흐름	-45	3	-11	-29	-25
금융자산감소(증가)	-13	12	-1	-6	2
유형자산감소(증가)	-17	-2	-3	-22	-10
무형자산감소(증가)	-4	-8	-5	-1	-4
기타	2		1	0	1
재무활동현금흐름	48	-15	-13	-10	4
단기금융부채증가(감소)	28	-33	-13	-11	-12
장기금융부채증가(감소)	21	18	0	1	19
자본의증가(감소)	1			0	
배당금의 지급					
기타					0
현금의 증가(감소)	-1	1	-1	0	-1
기초현금	4	3	4	3	2
기말현금	3	4	3	2	1
FCF	6	5	10	22	50

자료 : 옵트론텍 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	83	135	138	155	144
매출원가	86	109	94	105	102
매출총이익	-3	26	44	50	41
매출총이익률 (%)	-3.1	19.3	31.6	32.4	28.6
판매비와관리비	26	24	27	33	28
영업이익	-28	2	17	17	14
영업이익률 (%)	-34.2	1.6	12.2	11.1	9.4
비영업손익	-11	-4	-11	-8	-13
순금융비용	4	6	6	4	4
외환관련손익	-1	0	-1	-2	-2
관계기업투자 등 관련손익	1	-1	-4	3	0
세전계속사업이익	-40	-2	6	9	1
세전계속사업이익률 (%)	-47.7	-1.1	4.1	5.9	0.6
계속사업법인세	-4	-1	3	2	-2
계속사업이익	-36	-1	2	7	3
중단사업이익					
*법인세효과					
당기순이익	-36	-1	2	7	3
순이익률 (%)	-43.0	-0.4	1.6	4.5	2.0
지배주주	-31	2	6	5	4
지배주주귀속 순이익률(%)	-37.13	1.25	4.01	3.02	2.46
비지배주주	-5	-2	-3	2	-1
총포괄이익	-36	0	2	4	3
지배주주	-31	2	5	1	3
비지배주주	-5	-2	-3	2	-1
EBITDA	-14	17	32	32	28

주요투자지표

월 결산(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
성장성 (%)					
매출액	-59.1	63.3	1.9	12.0	-7.1
영업이익	적전	흑전	670.7	1.4	-21.1
세전계속사업이익	적전	적지	흑전	59.8	-91.1
EBITDA	적전	흑전	91.5	-0.6	-13.0
EPS(계속사업)	적전	흑전	219.1	-22.9	-24.4
수익성 (%)					
ROE	-35.4	2.3	7.0	5.3	3.7
ROA	-15.7	-0.2	1.0	3.1	1.3
EBITDA마진	-17.4	12.3	23.1	20.5	19.2
안정성 (%)					
유동비율	60.5	70.1	61.7	63.0	61.9
부채비율	225.0	226.3	189.6	140.3	154.0
순차입금/자기자본	182.5	167.4	142.8	96.0	108.5
EBITDA/이자비용(배)	-2.9	2.9	5.2	7.2	6.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-1,527	84	268	207	156
BPS	3,699	3,901	4,188	4,357	4,587
CFPS	-834	799	991	850	778
주당 현금배당금					30
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	99.4	31.3	51.8	54.1
PER(최저)	N/A	45.8	18.2	27.0	23.7
PBR(최고)	2.8	2.1	2.0	2.5	1.8
PBR(최저)	1.0	1.0	1.2	1.3	0.8
PCR	-6.4	6.3	6.2	7.7	5.7
EV/EBITDA(최고)	-23.5	17.6	8.7	10.4	10.5
EV/EBITDA(최저)	-14.4	12.1	6.5	6.5	6.6

SK COMPANY Analysis



Analyst

이동주

natelee@sk.co.kr

02-3773-9026

Company Data

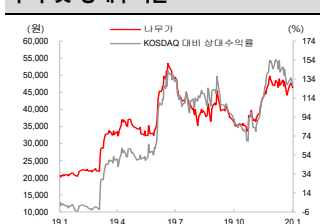
자본금	2 십억원
발행주식수	343 만주
자사주	6 만주
액면가	500 원
시가총액	159 십억원
주요주주	
서정화(외3)	28.22%

외국인지분률	3.80%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(20/01/03)	46,400 원
KOSDAQ	674.02 pt
52주 Beta	1.02
52주 최고가	53,500 원
52주 최저가	20,400 원
60일 평균 거래대금	3 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.5%	-7.3%
6개월	-6.1%	-3.0%
12개월	128.6%	127.0%

나무가 (190510/KQ | Not Rated)

변함 없는 업황

- 동사는 삼성전자의 카메라 모듈 공급사로 중저가급의 제품 공급을 담당. 5MP 급의 비중이 많았으나 2019년부터는 고화소 카메라 비중 확대
- 3Q19 삼성전자 플래그십향 ToF 진입. 3월 출시되는 플래그십에도 공급 가능성 높음
- 최대주주 변경으로 노이즈 발생. 단기 불확실성이 완전히 해소된 것은 아니나 중장기 성장그림은 여전

모바일 카메라 모듈 전문 업체

동사는 삼성전자의 카메라 모듈 공급사로 중저가급의 제품 공급을 담당. 5MP 급의 비중이 많았으나 2019년부터는 고화소 카메라 비중 확대. 3D Sensing 모듈 관련 오랜 업력 보유. 3Q19부터 삼성전자향 ToF 공급 개시로 본격 실적 성장 궤도 진입

멀티 카메라, 고화소 비중 증가, ToF

주요 고객사인 삼성전자의 멀티 카메라 채용 트렌드는 플래그십 라인업에 국한되지 않고 중저가에도 적극 채용 움직임. 2020년 A 시리즈 상위 모델 수주로 고화소 카메라 비중 확대. ASP에 긍정적 효과. 3D 카메라는 2009년부터 시작한 사업으로 오랜 업력을 바탕으로 한 기술과 노하우 보유. 3Q19 삼성전자 플래그십향 ToF 진입으로 결실. 올해 3월 출시되는 플래그십 모델에도 공급 가능성 높음

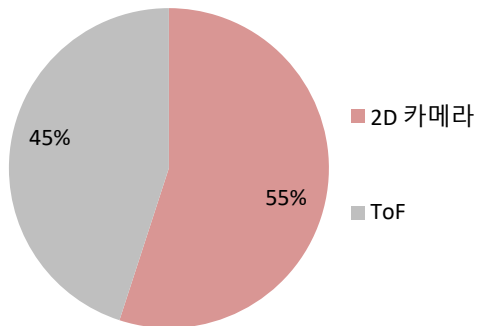
드림텍의 최대주주 지분 인수

지난 12월 나무가와 드림텍 주식 양수도 계약 체결. 나무가 최대주주 보유 지분 24.6% 중 21.6% 드림텍이 취득 예정. 실적 성장이 본격화되는 시점에서 나온 최대주주 변경 공시로 시장에서 혼란 야기. 지분 변경 이후 양사의 공식적인 사업 방향성을 확인해야 하겠지만 ToF 사업 관련 펀더멘털에는 변함이 없고 고정비 투입이 높은 동 산업에서 드림텍의 인수는 다른 자금 조달 수단에 대한 우려를 덜 수 있는 부분. 드림텍은 모바일용 PBA 모듈, 지문인식 모듈, 의료기기 등 사업으로 매년 안정적인 실적 시현. 2019년 컨센서스 기준 매출액 6,000억원, 영업이익 330억원 수준. 이에 따라 단기 불확실성이 완전히 해소되었다고 보긴 힘들으나 중장기 성장 그림은 여전히 양호하다고 판단

영업실적 및 투자지표

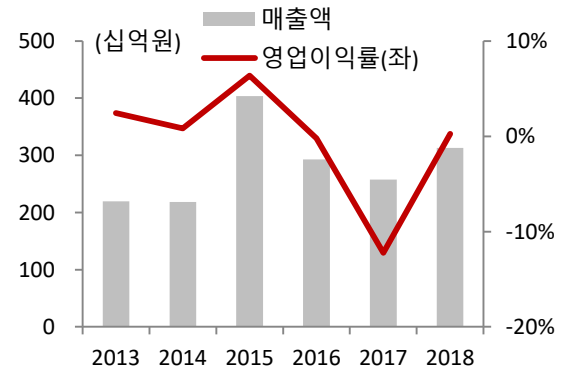
구분	단위	2013	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	십억원	219	218	404	293	258	313
yoy	%	N/A(IFRS)	-0.5	85.0	-27.5	-12.0	21.5
영업이익	십억원	5	2	26	-1	-31	2
yoy	%	N/A(IFRS)	-66.8	1,342.5	적전	적지	흑전
EBITDA	십억원	8	6	33	9	-19	14
세전이익	십억원	2	2	15	-5	-41	5
순이익(지배주주)	십억원	2	2	8	-4	-41	4
영업이익률%	%	2.4	0.8	6.4	-0.2	-12.2	0.6
EBITDA%	%	3.4	2.7	8.2	3.1	-7.6	4.4
순이익률	%	1.0	0.8	2.1	-1.4	-15.9	1.2
EPS	원	981	691	2,937	-1,241	-11,963	1,187
PER	배			19.8	N/A	N/A	16.1
PBR	배			2.9	2.6	1.9	1.7
EV/EBITDA	배	1.0	5.9	5.5	19.3	N/A	5.3
ROE	%	N/A(IFRS)	10.1	21.3	-6.3	-79.3	12.2
순차입금	십억원	7	35	-12	-21	33	8
부채비율	%	444.8	599.9	238.2	173.2	365.6	235.3

제품별 매출 비중



자료 : 나무가, SK 증권

연간 실적 추이



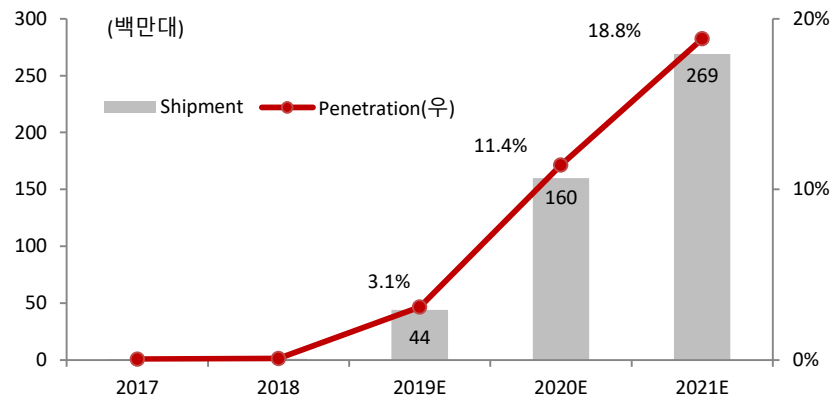
자료 : 나무가, SK 증권

드림텍, 나무가 최대주주 지분 인수

계약 체결일	2019년 12월 23일
변경 예정일	2020년 02월 14일
취득 지분율	21.62%
총양수도 금액	389억원
주식수	742620주
주당 취득 금액	52,414원
전일 종가	48,150원
할증률	8.9%
기존 최대주주(서정화)	
변경전	24.61%
변경후	2.98%
신규 최대주주(드림텍)	
변경전	0%
변경후	21.62%

자료 : 나무가, SK 증권

ToF 탑재 스마트폰 출하량 전망



자료 : SA, SK 증권

제조사별 ToF 관련 Supply Chain

ToF 탑재 스마트폰		2020년 ToF 탑재 예상	관련 Supply Chain
삼성전자	S10 5G, Note10+, A80	S11, Note11, A Series	파트론(모듈)
			나무가(모듈)
			Sunny Optical(모듈)
			옵트론텍(필터)
			대덕전자(기판)
Huawei	P30 Pro, Mate30, Mate30 Pro, MateX	P40, P40 Pro, Mate Xs	이즈미디어(장비)
			Sunny Optical(모듈)
Xiaomi		Redmi K30 Pro	O-film(모듈)
			Sunny Optical(모듈)
OnePlus		OnePlus 8 and 8 Pro	O-film(모듈)
			Sunny Optical(모듈)
Oppo	R17 Pro	Reno 4 Series	O-film(모듈)
			Sunny Optical(모듈)
Apple		iPhone 12	LG이노텍(모듈)
			Sharp(모듈)
			하이비전시스템(장비)

자료 : SK 증권

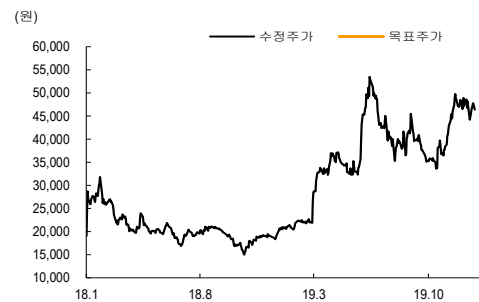
국내 카메라 모듈 업체 2013 년 vs 2020 년 이익 규모 및 Valuation 비교

(배, 십억원)		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
파트론	PER	7.3	13.2	13.4	25.7	618.3	47.7	9.9	9.1
	영업이익	135	66	59	38	11	31	117	118
엠씨넥스	PER	9.2	5.9	17.3			7.5	8.5	7.4
	영업이익	12	23	26	(22)	20	41	109	122
캠시스	PER	9.1	22.6	183.6			9.6	8.2	4.5
	영업이익	26	19	8	(18)	14	17	34	58
파워로직스	PER	32.0	20.9	28.0	18.8	19.4	9.1	6.2	5.8
	영업이익	2	12	9	13	19	26	59	68
나무가	PER			19.8			16.1		6.2
	영업이익	5	2	26	(1)	(31)	1	5	31
옵트론텍	PER	14.0		60.2	22.9	31.5	28.2	11.9	9.2
	영업이익	28	(28)	9	17	17	13	24	28
세코닉스	PER	8.6	9.1	18.6	18.0			7.4	7.0
	영업이익	26	18	13	14	2	8	17	20
액트로	PER						4.1	12.5	8.3
	영업이익						17	15	23

자료 : 각 사, Fnguide, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비

2020.01.06 Not Rated



Compliance Notice

- 작성자(이동주)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020년 1월 6일 기준)

매수	84.89%	중립	15.11%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	96	154	134	83	67
현금및현금성자산	17	37	42	18	18
매출채권및기타채권	34	42	21	25	24
재고자산	33	34	27	26	10
비유동자산	40	50	61	59	52
장기금융자산	1	0	1	2	1
유형자산	37	48	59	55	49
무형자산	0	1	1	1	1
자산총계	136	204	196	142	119
유동부채	97	126	102	94	73
단기금융부채	38	40	39	43	31
매입채무 및 기타채무	58	72	54	48	40
단기충당부채					
비유동부채	19	18	22	18	10
장기금융부채	18	16	20	16	9
장기매입채무 및 기타채무		0	0	0	0
장기충당부채					
부채총계	116	144	124	112	83
지배주주지분	19	60	72	31	36
자본금	1	2	2	2	2
자본잉여금	13	46	57	58	58
기타자본구성요소	1	-6	-3	-3	-3
자기주식		-7	-4	-4	-4
이익잉여금	4	18	15	-26	-21
비지배주주지분			0	0	-1
자본총계	19	60	72	31	35
부채외자본총계	136	204	196	142	119

현금흐름표

월 결산(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동현금흐름	-4	43	10	-43	26
당기순이익(손실)	2	8	-4	-41	4
비현금성항목등	9	28	10	18	17
유형자산감가상각비	4	7	10	12	12
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	5	21	0	6	5
운전자본감소(증가)	-14	10	11	-17	8
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-7	-5	22	-9	-5
재고자산감소(증가)	-16	-1	7	-2	16
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	12	11	-18	-1	-3
기타	-17	-6	44	-22	-10
법인세납부	0	-2	-6	-2	-1
투자활동현금흐름	-23	-48	-24	12	-1
금융자산감소(증가)	-1	-27	-7	29	-6
유형자산감소(증가)	-22	-17	-19	-18	-6
무형자산감소(증가)	0	0	0	0	-1
기타	0	3	2	1	1
재무활동현금흐름	24	23	19	8	-22
단기금융부채증가(감소)	8				
장기금융부채증가(감소)	15	5	0	8	-22
자본의증가(감소)	0	32	19	0	0
배당금의 지급					
기타				0	
현금의 증가(감소)	-3	20	5	-24	0
기초현금	20	17	37	42	18
기말현금	17	37	42	18	18
FCF	-29	19	-4	-42	21

자료 : 나무가, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	218	404	293	258	313
매출원가	203	355	276	270	294
매출총이익	15	49	17	-12	19
매출총이익률 (%)	7.0	12.2	5.7	-4.8	5.9
판매비와관리비	14	24	17	19	17
영업이익	2	26	-1	-31	2
영업이익률 (%)	0.8	6.4	-0.2	-12.2	0.6
비영업손익	1	-10	-4	-9	3
순금융비용	1	3	1	1	2
외환관련손익	3	2	0	-5	1
관계기업투자등 관련손익					-1
세전계속사업이익	2	15	-5	-41	5
세전계속사업이익률 (%)	1.1	3.8	-1.7	-15.8	1.6
계속사업법인세	1	7	-1	0	1
계속사업이익	2	8	-4	-41	4
중단사업이익					
*법인세효과					
당기순이익	2	8	-4	-41	4
순이익률 (%)	0.8	2.1	-1.4	-15.9	1.2
지배주주	2	8	-4	-41	4
지배주주귀속 순이익률(%)	0.83	2.1	-1.42	-15.76	1.3
비지배주주			0	0	0
총포괄이익	2	8	-3	-42	5
지배주주	2	8	-3	-41	5
비지배주주			0	0	0
EBITDA	6	33	9	-19	14

주요투자지표

월 결산(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
성장성 (%)					
매출액	-0.5	85.0	-27.5	-12.0	21.5
영업이익	-66.8	1,342.5	적전	적지	흑전
세전계속사업이익	-2.6	532.4	적전	적지	흑전
EBITDA	-22.0	461.9	-72.2	적전	흑전
EPS(계속사업)	-29.6	325.3	적전	적지	흑전
수익성 (%)					
ROE	10.1	21.3	-6.3	-79.3	12.2
ROA	1.6	5.0	-2.1	-24.2	2.8
EBITDA마진	2.7	8.2	3.1	-7.6	4.4
안정성 (%)					
유동비율	98.4	122.4	131.8	88.8	90.9
부채비율	599.9	238.2	173.2	365.6	235.3
순차입금/자기자본	179.7	-20.1	-29.1	107.3	21.5
EBITDA/이자비용(배)	3.4	10.7	5.1	-11.5	7.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	691	2,937	-1,241	-11,963	1,187
BPS	7,331	20,189	22,209	10,015	11,538
CFPS	2,242	5,477	1,703	-8,419	4,631
주당 현금배당금					
Valuation지표 (배)					
PER(최고)		19.8	N/A	N/A	26.8
PER(최저)		10.4	N/A	N/A	12.6
PBR(최고)		2.9	3.7	5.8	2.8
PBR(최저)		1.5	2.0	1.8	1.3
PCR		10.6	34.3	-2.3	4.1
EV/EBITDA(최고)	6.2	5.6	28.0	-11.9	8.6
EV/EBITDA(최저)	6.2	2.4	14.3	-4.9	4.4

memo
