

2024. 1. 16



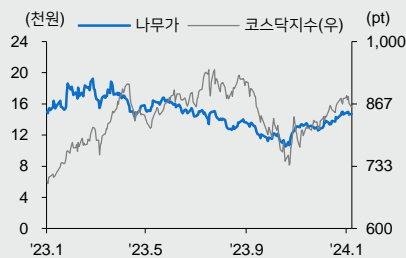
▲ 전기전자/IT 부품장비  
Analyst 양승수  
02. 6454-4875  
seungsoo.yang@meritz.co.kr

### Not Rated

적정주가 (12개월)	-
현재주가 (1.15)	14,700 원
상승여력	-
KOSDAQ	859.71pt
시가총액	2,389억원
발행주식수	1,625만주
유동주식비율	63.13%
외국인비중	1.00%
52주 최고/최저가	19,250원/10,520원
평균거래대금	15.5억원
주요주주(%)	
드림텍	33.72

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.5	-1.8	-3.3
상대주가	3.9	2.4	-19.9

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	311.1	3.9	4.1	297	흑전	2,626	16.1	1.8	4.6	11.3	235.3
2019	362.1	2.7	-0.4	-28	적전	3,223	-432.5	3.7	11.5	-0.9	339.4
2020	511.8	-2.3	-7.9	-574	적지	2,792	-18.8	3.9	14.6	-20.6	377.9
2021	502.9	23.0	16.0	1,164	흑전	4,157	11.4	3.2	5.5	28.0	203.9
2022	519.3	32.4	31.3	2,120	82.2	7,719	8.1	2.2	4.2	25.2	76.0

# 나무가 190510

## 본업 회복 + 3D 센싱 신사업 기대감

- ✓ 2024년 매출액 4,505 억원(+28.0% YoY), 영업이익의 266 억원(+24.3% YoY) 전망
- ✓ 삼성전자의 출하량 회복과 동시에 고객사 내 동사의 공급 물량 확대를 기대
- ✓ 고객사 XR 기기 내 탑재를 시작으로 동사 3D 센싱 모듈의 가파른 수요 증가 예상
- ✓ 3D 센싱 제품의 고수익성과 XR 시장의 높은 성장성을 감안했을 때, 본격적인 공급 확대와 함께 나타날 수 있는 실적 성장과 멀티플 확장 가능성에 주목

### 2024년 예상되는 본업에서의 실적 회복

2024년 연결 매출액과 영업이익은 각각 4,505 억원(+28.0% YoY), 266 억원(+24.3%YoY)을 전망한다. 동사 카메라모듈 고객사인 삼성전자의 출하량 회복과 고객사 내 동사의 공급 물량 확대가 동시에 기대되기 때문이다. 1) 올해 삼성전자는 2023년 JDM으로 생산했던 A1 시리즈를 다시 자체 생산으로 전환할 전망이다. 2022년 자체 생산 당시 후면 메인카메라 벤더였던 동사의 물량 확대가 기대된다. 2) 2023년 진입에 실패했던 폴더블 시리즈의 경우 올해 카메라 스펙 변화가 예상됨에 따라 동사의 공급망 진입 가능성이 부각되고 있다.

### 3D 센싱 모듈 공급 확대 시점 임박

애플, 삼성전자, LG 전자 등 글로벌 IT 기업들의 확장현실(XR) 시장 진입과 함께, 동사 3D 센싱 모듈의 수요 증가가 기대된다. 작년까지는 관련 매출이 빔프로젝터/의료기기/로봇청소기로만 일부 발생했으나 올해부터 주력 고객사의 XR 기기 내 탑재가 예상된다. 주력 고객사 외에 글로벌 메이저 게임사향 3D 센싱 모듈 개발도 진행 중이다. 정확한 출시 시점은 정해지지 않았으나 향후 확장현실 기반의 신작 게임기 출시가 이뤄질 경우 동사 3D 센싱 모듈의 탑재가 이뤄질 전망이다.

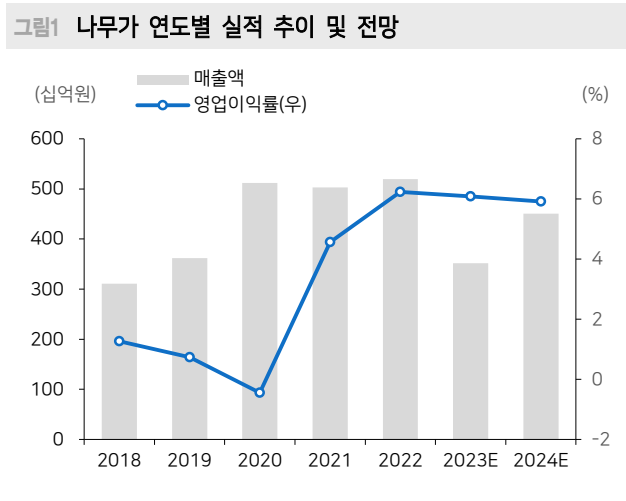
### 3D 센싱 공급 확대를 통한 멀티플 상향 가능성 상존

3D 센싱 모듈의 상대적 고수익성과 높은 XR 시장 성장성을 감안하였을 때, 동사 3D 센싱 제품의 본격적인 공급 확대와 함께 나타날 수 있는 실적 성장과 멀티플 확장 가능성에 주목할 필요가 있다. 현재 주가는 당사 2024년 추정치 기준 7.9 배 (그림 7)로 최근 주가 반등에도 부담 없는 밸류에이션 구간에 위치해 있다

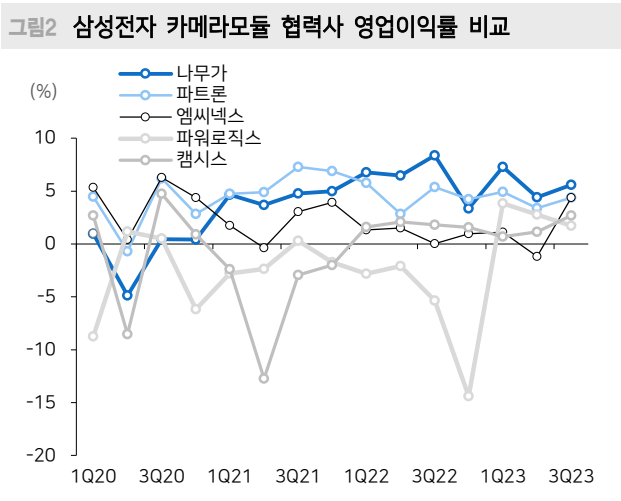
**표1 나무가 실적 테이블(메리츠 추정)**

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>175.6</b>	<b>118.1</b>	<b>105.2</b>	<b>120.4</b>	<b>126.9</b>	<b>70.7</b>	<b>72.3</b>	<b>82.0</b>	<b>519.3</b>	<b>351.9</b>	<b>450.5</b>
(% QoQ)	52.2%	-32.7%	-10.9%	14.4%	5.5%	-44.3%	2.2%	13.5%			
(% YoY)	4.4%	14.7%	-9.5%	4.3%	-27.7%	-40.1%	-31.3%	-31.9%	3.3%	-32.2%	28.0%
<b>영업이익</b>	<b>11.9</b>	<b>7.6</b>	<b>8.8</b>	<b>4.0</b>	<b>9.3</b>	<b>3.1</b>	<b>4.0</b>	<b>5.0</b>	<b>32.4</b>	<b>21.4</b>	<b>26.6</b>
(% QoQ)	106.4%	-35.9%	15.5%	-54.3%	129.5%	-66.2%	29.1%	23.8%			
(% YoY)	52.3%	100.3%	58.2%	-30.2%	-22.3%	-59.0%	-54.1%	24.1%	41.0%	-33.8%	24.3%
<b>영업이익률 (%)</b>	<b>6.8%</b>	<b>6.5%</b>	<b>8.4%</b>	<b>3.3%</b>	<b>7.3%</b>	<b>4.4%</b>	<b>5.6%</b>	<b>6.1%</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.1%</b>	<b>5.9%</b>
<b>지배주주순이익</b>	<b>11.3</b>	<b>17.5</b>	<b>14.3</b>	<b>(11.7)</b>	<b>10.9</b>	<b>3.5</b>	<b>5.6</b>	<b>6.0</b>	<b>31.3</b>	<b>26.0</b>	<b>30.1</b>

자료: 메리츠증권 리서치센터



자료: 나무가, 메리츠증권 리서치센터



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

**표2 나무가 스마트폰 카메라모듈 제품군**

기종	구분	주력 양산 기종별 화소수		
		2021	2022	1H24
Flagship			40M AF	12M AF
			12M UW	12M UW
"A, M Series"	Main(AF)	48M AF	50M ~ 108M AF	
	Main(FF)		5M Bokeh / Macro (Mass)	
	VT		13M ~ 32M A/A	

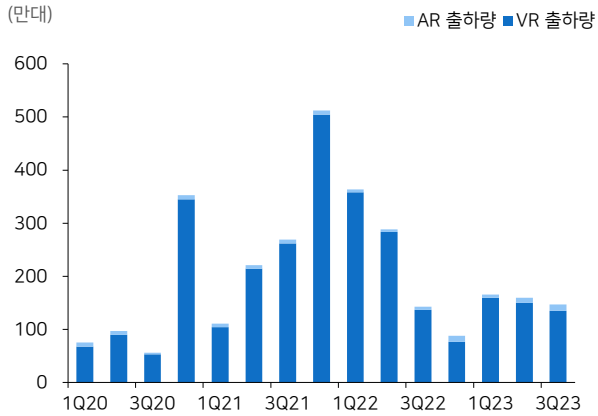
주: 2024년 갤럭시S24 Ultra&Plus&Standard 전/후면 2중 공급  
 자료: 나무가, 메리츠증권 리서치센터

**표3 나무가 Hybrid Type OIS 개요**

구분	Feature	Advantage	Benefit
모듈구조	적층형 구조	공정 최소화 부품 최소화	불량률 감소 가격 경쟁력 확보
Size	Ball + Wire Type	OIS Size 소형화	카메라 모듈 높이 축소
성능	수직 방향 마그네틱	자성체 부품간 자력 간섭 최소화	Multi-Camera 적용 최적화

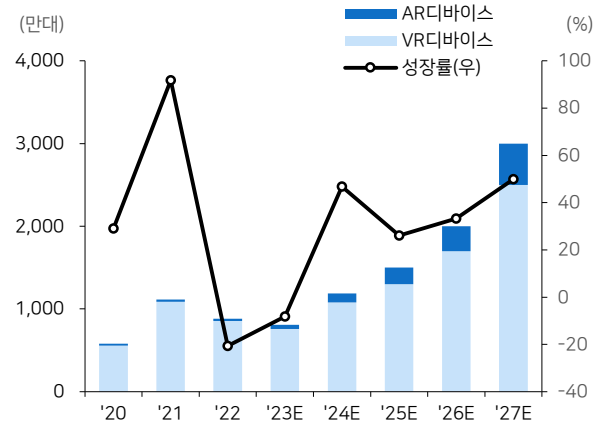
자료: 나무가, 메리츠증권 리서치센터

그림3 VR/AR 출하량 추이



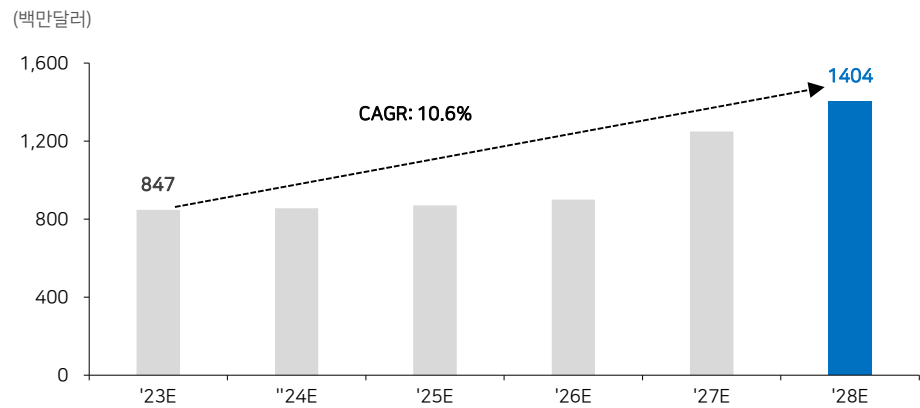
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 VR/AR 출하량 전망



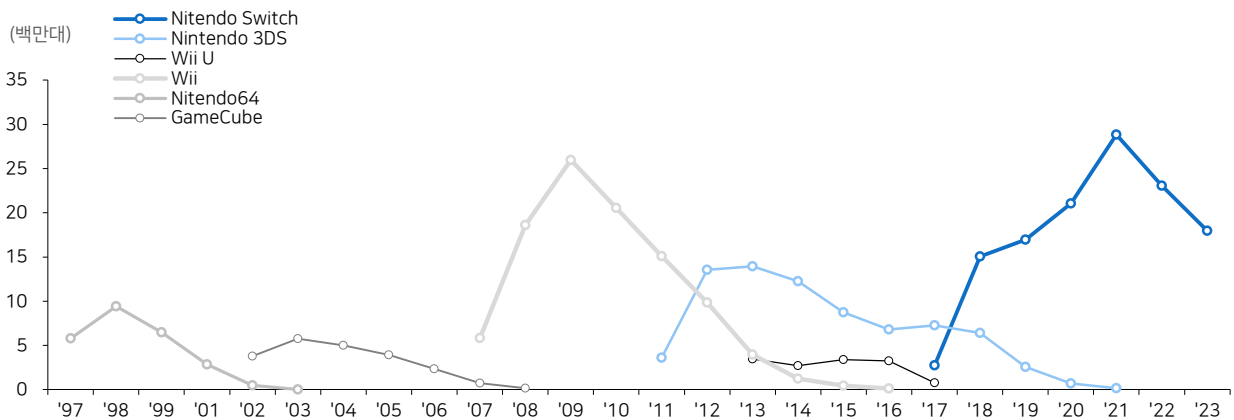
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 3D 센싱 VCSEL 시장 추이 및 전망



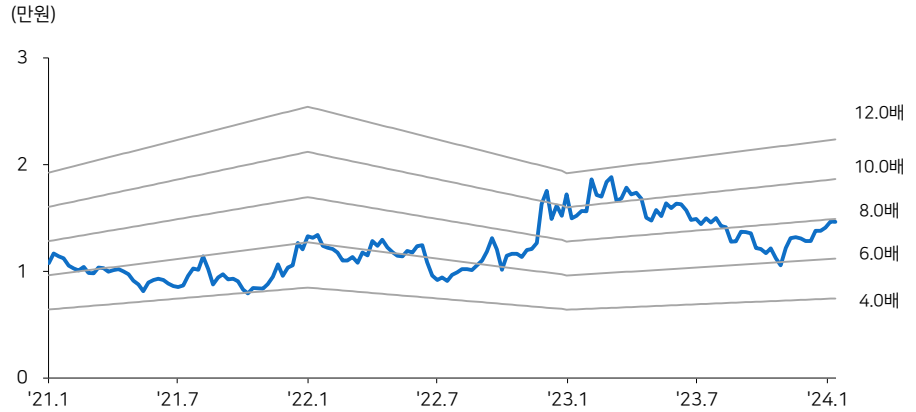
자료: Trendforce, 메리츠증권 리서치센터

그림6 닌텐도 글로벌 비디오 콘솔 판매량 추이



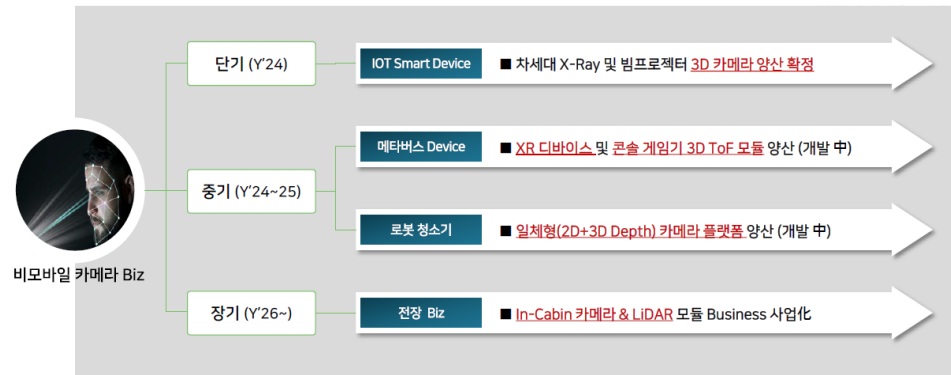
자료: Statista, 메리츠증권 리서치센터

그림7 나무가 12개월 선행 PER 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림8 나무가 비모바일 증장기 로드맵



자료: 나무가

그림9 나무가 비모바일 증장기 로드맵(2)

메타버스 Device

XR(AR + VR)용 카메라

- XR(AR+VR)용 초소형 카메라 플랫폼 공동 개발 중
- ▶ Application: XR 디바이스용 초소형 카메라 플랫폼
- ▶ Type: RGB, SLAM, 홍채 인식, ToF
- ▶ 주요 기능: Eye-Tracking/동작 인식/전방 인식/거리 인식
- ▶ 양산 시점: Y'24 2H Biz Target



메타버스 Device

- 차기 콘솔 게임기용 3D ToF 모듈 및 기타 디바이스 개발 중
- ▶ Application: 콘솔 게임기 ToF 센싱 모듈 / 스마트 빔 프로젝터 등
- ▶ Type: 3D ToF 모듈
- ▶ 주요 기능: 거리 인식을 통한 소프트웨어 응용



IoT A.I Device/ Automotive

IoT 가전

- "S"社 High-End 모델 양산 → Mass 모델 用 개발 중
- ▶ Application: 로봇청소기용 ToF(Lidar) 모듈
- ▶ Type: 일체형 (2D LiDAR + 3D Depth) 카메라 플랫폼
- ▶ 주요 기능: LiDAR, Slam 등



자율주행차 In-Cabin /LiDAR 모듈

- 해외: 글로벌 자율주행 솔루션 업체 In-Cabin Camera 모듈 공급 중
- ▶ 주요 기능: DMS (Driving Monitoring System)
- ▶ 진행 사항: 1차 Version 공급 (Y'22) 및 2차 Version 개발 중 (Y'24)

- 국내: 자율주행 用 Flash LiDAR 개발 중
- ▶ 미국 자율주행용 반도체 솔루션 기업 Lumotive 社 기술 협력 커머셜 계약 체결



자료: 나무가

## 나무가 (190510)

### Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
<b>매출액</b>	<b>311.1</b>	<b>362.1</b>	<b>511.8</b>	<b>502.9</b>	<b>519.3</b>
매출액증가율(%)	20.8	16.4	41.3	-1.7	3.3
매출원가	292.2	341.7	495.9	460.3	467.3
매출총이익	18.9	20.3	15.9	42.7	52.0
판매관리비	15.0	17.7	18.1	19.7	19.7
<b>영업이익</b>	<b>3.9</b>	<b>2.7</b>	<b>-2.3</b>	<b>23.0</b>	<b>32.4</b>
영업이익률(%)	1.3	0.7	-0.4	4.6	6.2
금융손익	-2.5	-4.3	-0.5	-12.7	-0.7
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	5.5	0.5	-5.3	6.3	3.0
세전계속사업이익	6.9	-1.1	-8.0	16.6	34.7
법인세비용	0.8	-1.9	-0.1	0.6	3.4
<b>당기순이익</b>	<b>3.6</b>	<b>-0.6</b>	<b>-7.9</b>	<b>16.0</b>	<b>31.3</b>
지배주주지분 순이익	4.1	-0.4	-7.9	16.0	31.3

### Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
<b>유동자산</b>	<b>66.8</b>	<b>113.5</b>	<b>92.5</b>	<b>88.5</b>	<b>142.0</b>
현금및현금성자산	17.9	8.0	5.3	11.5	63.5
매출채권	21.1	35.8	48.2	32.5	34.3
재고자산	10.3	40.2	32.1	41.9	29.5
비유동자산	52.0	81.0	90.9	85.1	77.1
유형자산	49.4	76.7	87.5	82.0	72.6
무형자산	1.1	1.8	1.5	1.3	0.7
투자자산	1.3	0.6	1.2	1.0	0.5
<b>자산총계</b>	<b>118.8</b>	<b>194.5</b>	<b>183.4</b>	<b>173.6</b>	<b>219.1</b>
<b>유동부채</b>	<b>73.5</b>	<b>141.2</b>	<b>137.9</b>	<b>115.3</b>	<b>93.8</b>
매입채무	41.0	89.6	84.5	55.8	65.9
단기차입금	25.3	35.9	32.3	25.9	0.0
유동성장기부채	5.3	5.5	17.0	15.1	23.7
비유동부채	9.9	9.1	7.1	1.2	0.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	8.5	3.3	0.5	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>83.4</b>	<b>150.3</b>	<b>145.0</b>	<b>116.5</b>	<b>94.6</b>
자본금	1.9	1.9	3.6	7.1	8.3
자본잉여금	58.0	63.6	63.7	60.3	92.0
기타포괄이익누계액	0.9	1.3	0.4	2.6	5.0
이익잉여금	-21.3	-21.9	-29.3	-13.0	18.8
비지배주주지분	-0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>35.4</b>	<b>44.3</b>	<b>38.4</b>	<b>57.1</b>	<b>124.5</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>26.0</b>	<b>10.4</b>	<b>-1.9</b>	<b>23.9</b>	<b>77.0</b>
당기순이익(손실)	3.6	-0.6	-7.9	16.0	31.3
유형자산상각비	11.6	13.7	15.5	18.1	20.1
무형자산상각비	0.2	0.5	0.5	0.6	0.6
운전자본의 증감	8.3	-5.5	-13.8	-24.6	12.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-1.5</b>	<b>-46.1</b>	<b>-5.0</b>	<b>-6.4</b>	<b>-21.0</b>
유형자산의증가(CAPEX)	6.2	38.8	23.0	6.7	5.0
투자자산의감소(증가)	-0.6	-0.7	0.6	-0.2	-0.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-21.8</b>	<b>25.2</b>	<b>4.4</b>	<b>-11.8</b>	<b>-3.6</b>
차입금의 증감	-1.8	14.4	6.5	6.1	-31.6
자본의 증가	-8.2	-0.8	-2.0	-5.9	-0.5
현금의 증가(감소)	-0.4	-9.9	-2.7	6.2	52.0
기초현금	18.3	17.9	8.0	5.3	11.5
기말현금	17.9	8.0	5.3	11.5	63.5

### Key Financial Data

	2018	2019	2020	2021	2022
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	22,691	26,376	37,243	36,595	35,125
EPS(지배주주)	297	-28	-574	1,164	2,120
CFPS	2,080	1,890	1,795	3,641	5,522
EBITDAPS	1,149	1,230	998	3,028	3,589
BPS	2,626	3,223	2,792	4,157	7,719
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	16.1	-432.5	-18.8	11.4	8.1
PCR	2.3	6.3	6.0	3.7	3.1
PSR	0.2	0.5	0.3	0.4	0.5
PBR	1.8	3.7	3.9	3.2	2.2
EBITDA(십억원)	15.8	16.9	13.7	41.6	53.1
EV/EBITDA	4.6	11.5	14.6	5.5	4.2
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	11.3	-0.9	-20.6	28.0	25.2
EBITDA 이익률	5.1	4.7	2.7	8.3	10.2
부채비율	235.3	339.4	377.9	203.9	76.0
금융비용부담률	0.6	0.6	0.3	0.5	0.4
이자보상배율(x)	2.2	1.1	-1.3	9.6	17.1
매출채권회전율(x)	13.9	12.7	12.2	12.5	15.5
재고자산회전율(x)	16.9	14.3	14.2	13.6	14.5

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료 공표일 현재 삼영의 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 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** (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

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

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	85.6%
중립	14.4%
매도	0.0%

2023년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율