

2018/10/29

전기전자 고의영

(2122-9179) ey.ko@hi-ib.com

# 파트론 (091700)

## 개선될 2019년 환경

### ■ 3Q18 Review: 수출 개선과 제품 믹스 개선

연결기준 3Q18 실적은 매출액 1,851억원 (-12.7%YoY), 영업이익 96.1억원 (+72.2YoY, 영업이익률 5.2%)으로 시장기대치를 상회했다. 주요 고객사의 스마트폰 수요 부진으로 외형은 전년동기 대비 역성장했지만, 카메라모듈 수출 개선과 수익성 높은 지문인식센서 매출 비중 확대로 예상을 뛰어넘는 영업이익률을 시현했다.

4Q18 실적은 매출액 1,886억원 (+5.2%YoY), 영업이익 97억원 (+5.2%YoY, 영업이익률 5.1%)으로 전망된다. 4분기 주요 고객사의 세트 재고 조정 강도와 플래그십 모델에 대한 수요 지속성은 미지수다. 다만 멀티카메라를 채용한 중가 스마트폰 출시가 이 같은 세트 수요 부진의 부정적 영향을 상쇄하며 통상적인 4분기 대비 견조한 실적을 시현할 것으로 전망된다.

### ■ 올해보다 개선될 2019년 환경

2019년 영업 환경은 두 가지 측면에서 올해보다 개선될 것으로 전망된다.

1) 주요 고객사의 1H19 플래그십은 H/W 차별화 요소가 두드러져 전작 대비 견조한 출하가 전망되는 가운데, 전면에 듀얼카메라 모듈이 채용될 것으로 보임에 따라 전면부 메인 벤더인 동사의 ASP 인상 효과가 예상된다.

2) 최근 주요 고객사가 신흥국 경쟁 격화 환경에 대응하기 위해 중저가 스마트폰 라인업을 강화한 점도 긍정적이다. [그림2] 특히 세트당 카메라 모듈 채용량이 증가할 것으로 보임에 따라, 카메라 모듈 부문의 가동률 회복 및 ASP 상승에 유리한 환경이 전개될 것으로 보인다. 현재 주요고객사의 듀얼카메라 침투율은 30%에 불과해 여타 경쟁사 대비 향후 침투율 확대 여지도 큰 상황이다. [그림3, 4]

### ■ 투자의견 Buy, 목표주가 11,000원으로 상향

이 같은 환경을 감안, BPS 적용 시점을 '19년으로 변경하여 목표주가를 기존 9,000원에서 11,000원으로 상향 조정한다. 다만 목표배수는 그대로 3년 평균 PBR인 1.73배를 적용했다.

동사의 PBR은 '15년 이후로 2.0배를 상단으로 횡보하고 있는데, 이는 전방 산업의 제한적 성장성을 반영하고 있다고 판단한다. [그림5] 결국 트레이딩 구간 탈피를 위해서는 신사업에서의 성과가 중요한데, 웨어러블과 전장용 카메라 등 전방 다변화를 준비하고 있는 상황이다. 특히 2H19 이후 본격화될 전장용 카메라 모듈 사업은 동사의 실적 변동성을 완화시킬 수 있다는 점에서 중장기적인 주가 촉매로 작용할 것으로 전망된다.

# Buy (Maintain)

목표주가(12M)	11,000원
증가 (2018/10/26)	8,410원

#### Stock Indicator

자본금	27십억원
발행주식수	5,416만주
시가총액	455십억원
외국인지분율	20.5%
배당금(2017)	175원
EPS(2018E)	330원
BPS(2018E)	5,808원
ROE(2018E)	5.7%
52주 주가	7,000~10,950원
60일평균거래량	313,487주
60일평균거래대금	2.4십억원

#### Price Trend



<표 1> 파트론 실적 Review

(단위: 억원, %)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18(p)	YoY	QoQ	컨센서스	당사추정	차이
매출액	2,120	1,794	2,298	1,700	1,851	-12.7	8.8	1,901	2,046	-9.5
영업이익	56	36	95	-37	96	72.2	흑전	47	80	20.1
세전이익	62	12	118	-24	96	54.0	흑전	62	79	21.3
당기순이익	30	0	65	-51	73	139.8	흑전	45	71	2.6
영업이익률	2.6	2.0	4.1	-2.2	5.2			2.5	3.9	
세전이익률	2.9	0.6	5.1	-1.4	5.2			3.3	3.9	
당기순이익률	1.4	0.0	2.8	-3.0	3.9			2.4	3.5	

자료: Dataguide, 하이투자증권

<표 2> 연결기준 파트론 영업실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18(p)	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	1,802	2,198	2,120	1,794	2,298	1,700	1,851	1,886	7,913	7,735	8,748
YoY	-27.4%	11.9%	19.9%	5.4%	27.5%	-22.6%	-12.7%	5.2%	0.0%	-2.2%	13.1%
반도체	1,270	1,704	1,461	1,243	1,669	1,131	1,206	1,284	5,678	5,290	6,014
RF	304	283	283	228	265	212	226	217	1,098	919	951
기타(센서)	138	144	279	233	234	227	292	291	793	1,044	1,277
연결자회사	90	67	97	91	130	131	127	95	344	483	505
영업이익	-29	47	56	36	95	-37	96	97	110	251	473
YoY	적전	-55.8%	114.7%	-12.2%	흑전	적전	72.2%	166.0%	-71.1%	127.5%	88.2%
영업이익률	-1.6%	2.2%	2.6%	2.0%	4.1%	-2.2%	5.2%	5.1%	1.4%	3.2%	5.4%

자료: 파트론, 하이투자증권

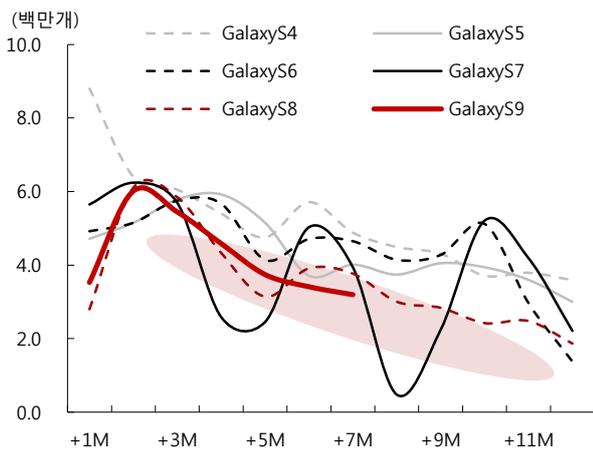
<표 3> 파트론 실적추정 변경

(단위: 억원, %)

	신규추정		기존추정		변동률	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	7,735	8,748	7,817	8,422	-1.0	3.9
영업이익	251	473	191	377	31.6	25.4
영업이익률	3.2	5.4	2.4	4.5		
세전이익	272	489	210	387	31.1	27.3
세전이익률	3.5	5.6	2.7	4.6		
지배주주순이익	179	348	138	276	31.1	27.2
지배주주순이익률	2.3	4.0	1.8	3.3		

자료: 하이투자증권

<그림 1> Galaxy S 시리즈의 출시 이후 Sell-through 추이: GS9은 전작들 대비 부진한 판매 추이를 보이는 중



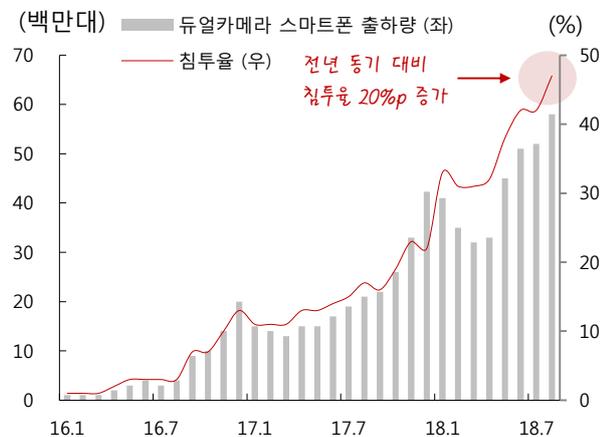
자료: Counterpoint, 하이투자증권

<그림 2> 멀티카메라가 채용된 중저가 스마트폰: 삼성전자는 신흥국에서의 경쟁 격화 대응을 위해 중저가 라인업 강화

Model	Galaxy A7 (2018)	Galaxy J7 Duo
Image		
Announced	2018.09	2018.04
Rear	24MP+8MP+5MP	13MP+5MP
Front	24MP	8MP

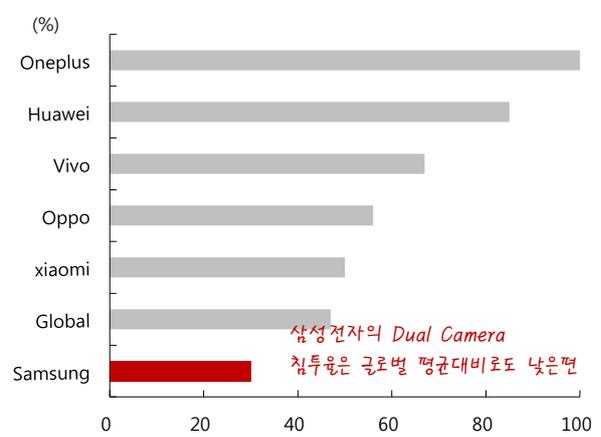
자료: GSM Arena, 하이투자증권

<그림 3> 글로벌 듀얼카메라 스마트폰 침투율은 50%에 근접하여 전년 동기대비 20%p 급증



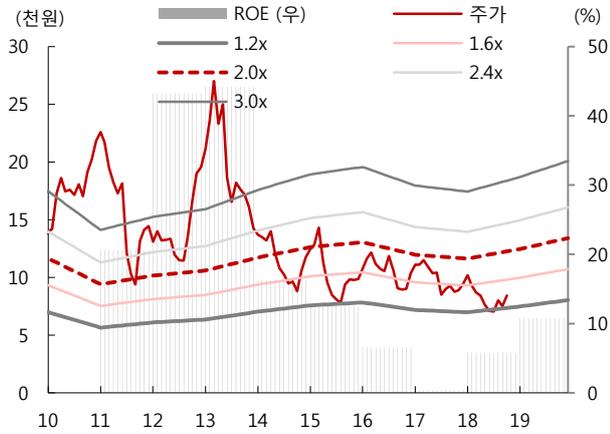
자료: Counterpoint, 하이투자증권

<그림 4> 그러나 삼성전자의 침투율은 30% 수준으로 여전히 침투율이 확대될 여지가 많이 남아 있는 상황



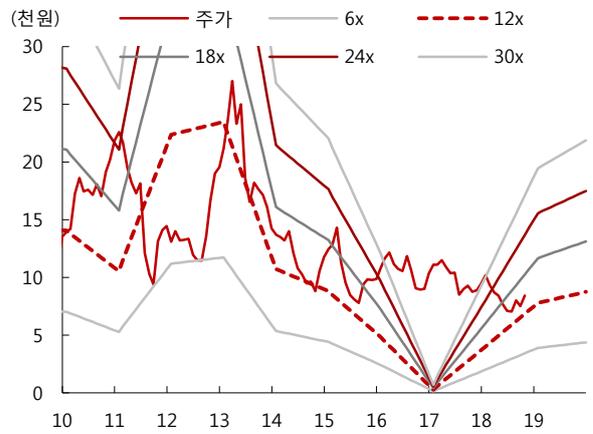
자료: Counterpoint, 하이투자증권

<그림 5> 파트론 12개월 선행 PBR 밴드: '15년 이후 PBR 2.0 배를 상단으로 횡보하고 있는 모습 → 전방 다변화가 필요



자료: 하이투자증권

<그림 6> 파트론 12개월 선행 PER 밴드



자료: 하이투자증권

<표 4> 파트론 Valuation Table

(단위: 십억원, 천주, 원, 배)

항목		비고
① 지배지분	315	2019년 예상치
② 발행주식수	54,156	
③ BPS	6,221	① / ②
④ Target Multiple	1.73	2015년 이후 평균 PBR 배수
- 적정주가	10,785	③ * ④
⑤ 목표주가	11,000	
⑥ 현재주가	8,410	
상승여력	31%	④ / ⑤ - 1

자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	202	198	220	230
현금 및 현금성자산	20	27	33	33
단기금융자산	4	6	6	6
매출채권	91	89	96	102
재고자산	80	70	79	83
비유동자산	309	312	306	296
유형자산	257	261	256	246
무형자산	24	23	22	21
자산총계	511	510	526	526
유동부채	145	137	130	101
매입채무	56	62	70	74
단기차입금	62	49	39	9
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	7	7	6	6
사채	-	-	-	-
장기차입금	5	4	4	3
부채총계	152	144	136	106
지배주주지분	309	315	337	364
자본금	27	27	27	27
자본잉여금	3	3	3	3
이익잉여금	318	326	352	383
기타자본항목	-39	-42	-46	-49
비지배주주지분	50	52	54	56
자본총계	359	366	390	420

포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	791	774	875	927
증가율(%)	0.0	-2.2	13.1	6.0
매출원가	712	680	753	796
매출총이익	79	93	122	132
판매비와관리비	68	68	75	78
연구개발비	10	10	12	12
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	11	25	47	54
증가율(%)	-71.1	127.5	88.2	13.3
영업이익률(%)	1.4	3.2	5.4	5.8
이자수익	0	1	1	1
이자비용	1	1	1	0
지분법이익(손실)	0	0	0	0
기타영업외손익	-1	2	2	1
세전계속사업이익	9	27	49	55
법인세비용	4	7	12	14
세전계속이익률(%)	1.1	3.5	5.6	6.0
당기순이익	4	20	37	42
순이익률(%)	0.6	2.6	4.2	4.5
지배주주귀속 순이익	1	18	35	40
기타포괄이익	-21	-3	-3	-3
총포괄이익	-17	16	33	38
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	23	88	75	83
당기순이익	4	20	37	42
유형자산감가상각비	50	45	45	45
무형자산상각비	1	1	1	1
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	-51	-45	-36	-29
유형자산의 처분(취득)	-50	-49	-41	-35
무형자산의 처분(취득)	-2	-	-	-
금융상품의 증감	-9	-	-	-
재무활동 현금흐름	20	-19	-16	-36
단기금융부채의증감	25	-12	-10	-30
장기금융부채의증감	4	-1	-1	-1
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	0	0	0	0
현금및현금성자산의증감	-10	7	6	0
기초현금및현금성자산	30	20	27	33
기말현금및현금성자산	20	27	33	33

주요투자지표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	23	330	643	730
BPS	5,707	5,808	6,221	6,721
CFPS	967	1,175	1,501	1,569
DPS	175	175	175	175
Valuation(배)				
PER	413.9	25.4	13.1	11.5
PBR	1.7	1.4	1.4	1.3
PCR	9.8	7.2	5.6	5.4
EV/EBITDA	8.9	6.7	4.9	4.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	0.4	5.7	10.7	11.3
EBITDA 이익률	7.9	9.2	10.7	10.7
부채비율	42.4	39.2	34.8	25.3
순부채비율	11.9	5.7	1.1	-6.3
매출채권회전율(x)	9.2	8.6	9.4	9.4
재고자산회전율(x)	11.0	10.4	11.8	11.4

자료 : 파트론, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(파트론)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2017-02-07	Buy	13,000	6개월	-19.2%	-7.7%
2017-10-31(담당자변경)	Buy	10,500	1년	-9.2%	4.3%
2018-02-19	Buy	12,500	1년	-28.9%	-14.4%
2018-05-04	Buy	10,000	1년	-23.8%	-18.4%
2018-07-30	Buy	9,000	1년	-16.0%	-6.6%
2018-10-29	Buy	11,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 고의영)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)
  - Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
  - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
  - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
  - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.1 %	9.9 %	-