

파트론(091700)

기대 그 이상의 호황

올해 추정 영업이익 72.4% 상향

목표주가를 기존 13,000원에서 20,000원으로 상향한다. 12MF EPS에 목표 PER 13배(글로벌 peer 평균)를 적용했다. PER 13배는 회사의 이익이 빠르게 늘어났던 2007~2012년의 PER 평균 수준이다. 당초 예상보다 중소 카메라모듈 산업의 업황 개선 속도가 더 빠르고, 폭이 더 크게 나타나고 있다. 올해 예상 연간 매출액, 영업이익, 순이익을 각각 13.6%, 72.4%, 62.5% 상향한다. 당초 예상보다 멀티카메라화에 따른 매출액 증가 및 수출 개선에 따른 이익 증가가 빠르다. 또한 카메라 화소수도 더 커지면서 ASP 상승폭을 더 키우고 있다. FoD(디스플레이 지문인식)와 3D카메라 매출액도 올해부터 새롭게 인식되기 시작하면서 이익 증가를 견인할 것이다. 주가가 연초대비 빠르게 상승했지만 추가 상승 여력은 충분하다.

대당 탑재 개수와 화소 수가 동시에 증가

멀티카메라화가 빠르게 진행되고 있다. 국내 주요 고객사의 중저가 스마트폰 신모델 중 멀티카메라(듀얼 이상) 출시 수가 지난해 상반기 3개 모델에서 올해 상반기에는 10개 모델로 늘어났다. 메인 카메라도 화소수도 빠르게 증가하고 있다. 파트론이 납품하는 국내 플래그십의 전면 카메라 화소수는 전년도 8MP에서 올해 10MP(듀얼 중 메인 카메라)로 커졌다. 또한 올해 출시된 중저가 스마트폰 후면의 기본카메라(당해년도 출시 기준) 화소수도 지난해 같은 기간 대비 확연히 업그레이드 됐다. 즉 멀티카메라와 화소수 증가 두 개의 모멘텀이 동시에 발현되고 있다. 이에 따라 파트론의 올해 모듈 ASP는 75% 상승할 전망이다.

신규아이템 매출도 올해보다 내년 더 증가

두 가지 새로운 매출이 올해부터 인식되고 있다. 먼저 FoD(디스플레이 지문인식)는 올해 지문인식 관련 매출액 약 2,000억원 중 60%를 담당할 것이다. 특히 광학식 FoD는 모듈 단가가 높지 않아 중저가로 채용이 빠르게 확산되고 있고, ToF(3D카메라의 종류)는 올해 일부 모델에 탑재되지만, 5G폰이 본격적으로 늘어나는 내년부터는 보다 더 많은 수의 모델에 탑재될 전망이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2017A	791	11	1	24	(94.2)	62	393.3	9.5	1.6	0.4	1.9
2018A	796	31	10	186	675.0	81	44.0	5.8	1.4	3.2	2.4
2019F	1,239	111	73	1,422	664.6	159	11.2	5.3	2.2	21.8	1.3
2020F	1,398	130	86	1,678	18.0	178	9.5	4.5	1.8	21.3	1.3
2021F	1,579	147	98	1,911	13.9	197	8.3	3.8	1.6	20.2	1.3

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 20,000원(상향)

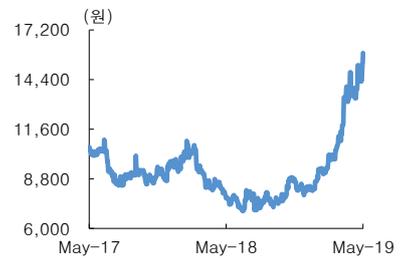
Stock Data

KOSPI(5/17)	2,056
주가(5/17)	15,900
시가총액(십억원)	861
발행주식수(백만)	54
52주 최고/최저(원)	15,900/7,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	6,837
유동주식비율/외국인지분율(%)	69.1/42.2
주요주주(%)	김종구 외 10 인 25.8

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	17.3	83.8	106.5
KOSDAQ 대비(%p)	24.2	80.3	123.0

주가추이



자료: FnGuide

조철희

chulhee.cho@truefriend.com

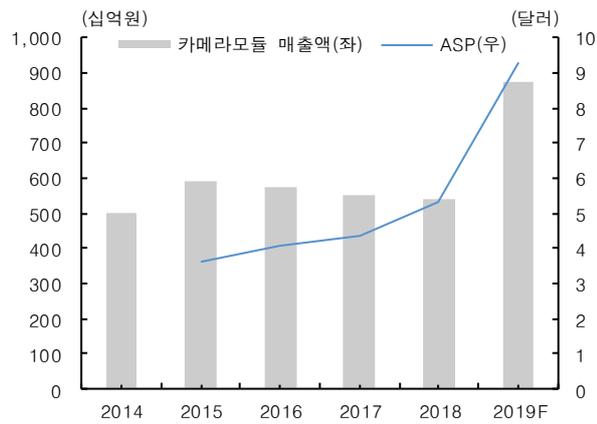
〈표 1〉 수익예상 변경

(단위: 십억원, 원, %)

	변경전			변경후		변경률	
	2018	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
매출액	796	1,091	1,309	1,239	1,398	13.6	6.8
영업이익	31	65	104	111	130	72.4	25.5
세전이익	26	64	104	112	132	74.4	27.1
순이익	10	45	73	73	86	62.5	18.5
EPS	186	875	1,416	1,422	1,678	62.5	18.5

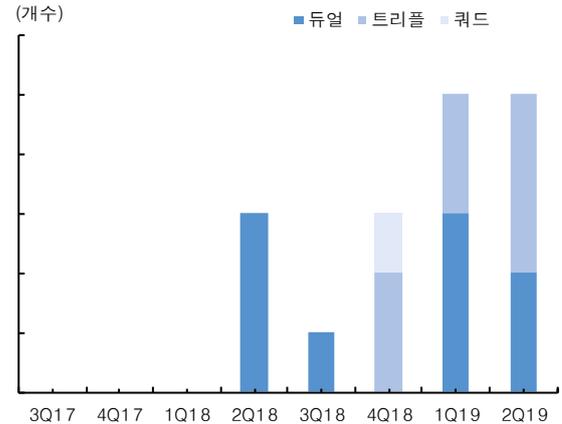
자료: 한국투자증권

[그림 1] 카메라모듈 매출액 및 ASP



자료: SA, 한국투자증권

[그림 2] 삼성전자 중저가폰 멀티카메라 출시 추이



자료: 한국투자증권

〈표 2〉 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F
매출액	229.8	170.0	185.1	211.6	293.4	366.3	299.5	279.5	791.3	796.5	1,238.8
RF	26.5	21.2	22.6	19.5	28.7	25.5	27.1	25.3	109.9	89.7	106.6
Semicon(카메라)	166.9	113.1	120.6	149.1	206.0	262.5	209.9	198.0	568.2	549.8	876.5
Others	23.4	22.7	29.2	30.9	48.5	68.1	52.5	43.3	78.9	106.2	212.4
Subsidiary	13.0	13.1	12.7	12.1	10.2	10.2	10.0	12.9	34.4	50.9	43.2
% YoY	27.5	(22.6)	(12.7)	18.0	27.7	115.4	61.8	32.1	(0.0)	0.6	55.5
RF	(13.0)	(25.3)	(20.5)	(14.5)	8.6	20.7	20.0	30.0	0.1	(18.4)	19.0
Semicon(카메라)	31.4	(33.8)	(17.4)	20.0	23.4	132.1	74.1	32.8	(5.2)	(3.2)	59.4
Others	70.3	62.6	4.6	32.9	106.9	200.0	80.0	40.2	44.7	34.7	100.0
Subsidiary	44.0	95.0	32.0	33.2	(21.7)	(21.7)	(21.7)	6.6	24.8	47.7	(15.0)
영업이익	9.5	(3.7)	9.6	15.1	26.1	33.4	26.7	25.0	11.0	30.5	111.3
영업이익률	4.1	(2.2)	5.2	7.1	8.9	9.1	8.9	9.0	1.4	3.8	9.0

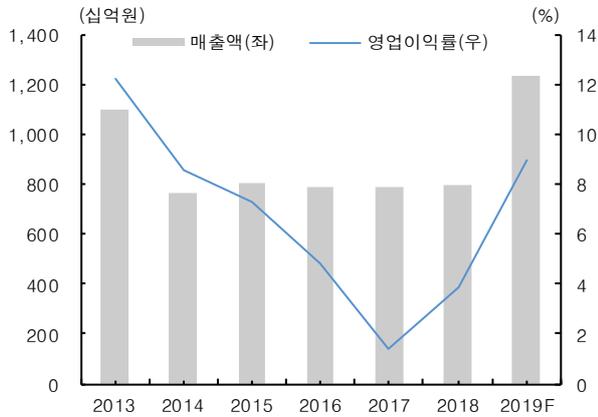
자료: 한국투자증권

〈표 3〉 파트론이 접근 가능 주요 고객사 스마트폰 카메라 스펙 - 1~5월 비교

모델명	출시일	카메라 스펙(플래그십 전면/ 중저가 후면)	비교	싱글/듀얼
A8	2018.01	16MP	후면	싱글
A8+	2018.01	16MP	후면	싱글
J2 Pro	2018.01	8MP	후면	싱글
S9	2018.03	8MP	전면	싱글
S9+	2018.03	8MP	전면	싱글
J7 Prime2	2018.03	13MP	후면	싱글
J7 Duo	2018.04	13MP	후면	싱글
A6	2018.05	16MP	후면	싱글
A6+	2018.05	16MP+5MP	후면	듀얼
J4	2018.05	13MP	후면	싱글
J6	2018.05	13MP	후면	싱글
A10	2019.03	5MP	후면	싱글
A30	2019.03	16MP+5MP	후면	듀얼
A50	2019.03	25MP+8MP+5MP	후면	트리플
M10	2019.02	13MP+5MP	후면	듀얼
M20	2019.02	13MP+5MP	후면	듀얼
M30	2019.03	13MP+5MP+5MP	후면	트리플
A20	2019.04	13MP+5MP	후면	듀얼
A40	2019.04	16MP+5MP	후면	듀얼
A60	2019.05	32MP+8MP+5MP	후면	트리플
A70	2019.04	32MP+8MP+5MP	후면	트리플
A80	2019.05	48MP+8MP+ToF	후면	트리플(3D 센싱)

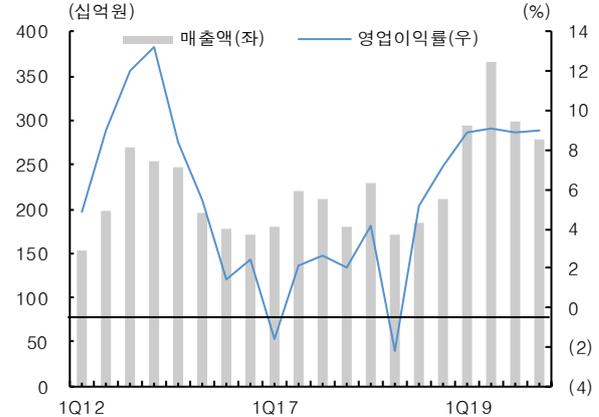
자료: PhoneArena, 한국투자증권

[그림 3] 연간 실적 추이 및 전망



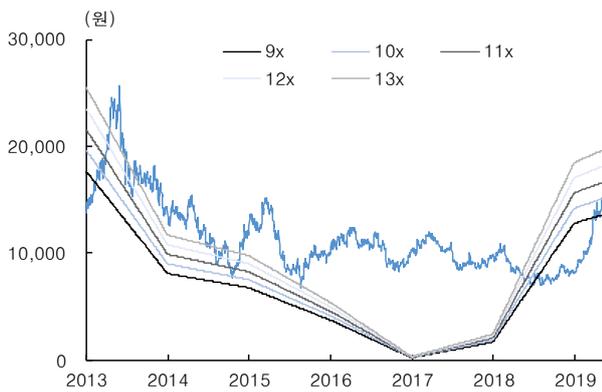
자료: 파트론, 한국투자증권

[그림 4] 분기 실적 추이 및 전망



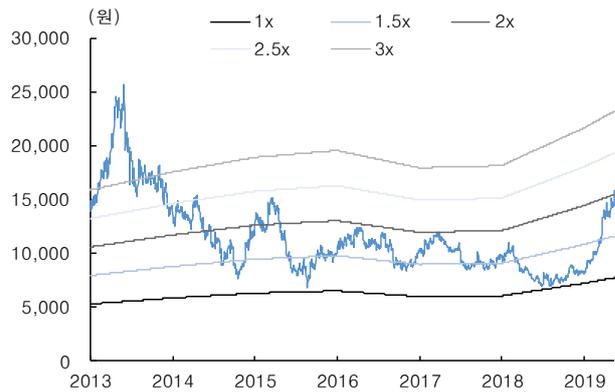
자료: 파트론, 한국투자증권

[그림 5] 파트론 PER 밴드



자료: 한국투자증권

[그림 6] 파트론 PBR 밴드



자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

파트론은 2003년 1월 삼성전기로부터 분사하며 설립되어 안테나와 카메라모듈 각종 센서를 공급하는 종합 부품회사임. 사업부는 크게 휴대폰용 부품과 비휴대폰용 부품 사업부로 나누어짐. 2018년 휴대폰용 부품사업부 매출액은 5,500억원 이고 매출액 비중은 69.10%. 휴대폰용 카메라모듈은 국내 시장점유율 2위, 휴대폰용 안테나는 국내 점유율 1위임. 2018년 비휴대폰용 부품사업부 매출액은 2,460억원이고 매출액 비중은 30.90%. 통신시스템, 가전, 자동차, 스마트 웨어러블 기기 등의 제품에 들어가는 부품을 생산함. 최대주주는 김종구 대표이사 및 특수관계인 10명(25.8%)임.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	202	176	264	333	447
현금성자산	20	29	62	105	189
매출채권및기타채권	91	73	114	128	145
재고자산	80	66	74	84	95
비유동자산	309	294	309	330	352
투자자산	15	11	16	19	21
유형자산	257	239	223	233	243
무형자산	24	25	38	43	49
자산총계	511	471	573	662	799
유동부채	145	116	140	137	166
매입채무및기타채무	73	67	105	118	133
단기차입금및단기사채	62	40	17	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	7	2	4	4	5
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	5	0	0	0	0
부채총계	152	119	144	141	171
지배주주지분	309	303	366	442	530
자본금	27	27	27	27	27
자본잉여금	3	6	6	6	6
기타자본	(15)	(24)	(24)	(24)	(24)
이익잉여금	318	320	382	458	546
비지배주주지분	50	48	62	79	98
자본총계	359	352	429	521	628

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	23	90	140	155	185
당기순이익	4	12	87	103	117
유형자산감가상각비	50	50	47	46	49
무형자산상각비	1	1	1	1	2
자산부채변동	(33)	16	(10)	(13)	(1)
기타	1	11	15	18	18
투자활동현금흐름	(51)	(34)	(60)	(68)	(72)
유형자산투자	(53)	(40)	(33)	(58)	(61)
유형자산매각	3	2	2	2	2
투자자산순증	(5)	7	(6)	(2)	(2)
무형자산순증	(2)	(3)	(15)	(6)	(7)
기타	6	0	(8)	(4)	(4)
재무활동현금흐름	20	(48)	(47)	(44)	(29)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	29	(28)	(22)	(17)	0
배당금지급	(13)	(11)	(10)	(10)	(10)
기타	4	(9)	(15)	(17)	(19)
기타현금흐름	(2)	0	0	0	0
현금의증가	(10)	9	33	43	85

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	791	796	1,239	1,398	1,579
매출원가	712	697	1,021	1,148	1,296
매출총이익	79	99	218	251	283
판매관리비	68	69	107	121	136
영업이익	11	31	111	130	147
금융수익	0	1	1	2	3
이자수익	0	1	1	2	3
금융비용	1	1	1	0	0
이자비용	1	1	1	0	0
기타영업외손익	(1)	(4)	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	9	26	112	132	150
법인세비용	4	14	25	29	33
연결당기순이익	4	12	87	103	117
지배주주지분순이익	1	10	73	86	98
기타포괄이익	(21)	2	0	0	0
총포괄이익	(17)	14	87	103	117
지배주주지분포괄이익	(19)	12	73	86	98
EBITDA	62	81	159	178	197

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	24	186	1,422	1,678	1,911
BPS	5,985	6,053	7,213	8,616	10,239
DPS	175	200	200	200	200
성장성(% YoY)					
매출증가율	(0.0)	0.6	55.5	12.9	12.9
영업이익증가율	(71.1)	176.4	264.5	16.9	12.9
순이익증가율	(94.3)	682.9	655.9	18.0	13.9
EPS증가율	(94.2)	675.0	664.6	18.0	13.9
EBITDA증가율	(31.5)	31.1	95.5	11.6	10.9
수익성(%)					
영업이익률	1.4	3.8	9.0	9.3	9.3
순이익률	0.2	1.2	5.9	6.2	6.2
EBITDA Margin	7.9	10.2	12.9	12.7	12.5
ROA	0.9	2.3	16.7	16.7	16.0
ROE	0.4	3.2	21.8	21.3	20.2
배당수익률	1.9	2.4	1.3	1.3	1.3
배당성향	742.4	106.3	14.1	11.9	10.5
안정성					
순차입금(십억원)	44	8	(49)	(109)	(194)
차입금/자본총계비율(%)	19.0	11.3	4.1	0.1	0.1
Valuation(X)					
PER	393.3	44.0	11.2	9.5	8.3
PBR	1.6	1.4	2.2	1.8	1.6
EV/EBITDA	9.5	5.8	5.3	4.5	3.8

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
파트론 (091700)	2017.01.13	매수	12,500원	-16.6	-4.0
	2017.08.21	매수	11,000원	-20.8	-0.5
	2018.08.21	1년경과		-26.6	-19.2
	2019.01.15	매수	13,000원	-9.0	22.3
	2019.05.20	매수	20,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 5월 20일 현재 파트론 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2019. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.7%	20.3%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.