

Company Brief

2019-05-21

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	20,000 원(상향)
증가(2019/04/12)	15,550 원

Stock Indicator	
자본금	27십억원
발행주식수	5,416만주
시가총액	842십억원
외국인지분율	41.9%
52주 주가	7,000~15,900 원
60일평균거래량	854,193 주
60일평균거래대금	11.3십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	13.9	57.5	96.0	112.4
상대수익률	21.9	63.6	95.1	131.9



FY	2018	2019E	2020E	2021E
매출액(십억원)	796	1,273	1,416	1,475
영업이익(십억원)	31	106	116	117
순이익(십억원)	10	70	78	80
EPS(원)	179	1,287	1,435	1,471
BPS(원)	5,602	6,646	7,837	9,064
PER(배)	45.8	12.1	10.8	10.6
PBR(배)	1.5	2.3	2.0	1.7
ROE(%)	3.2	21.0	19.8	17.4
배당수익률(%)	2.4	1.9	1.9	1.9
EV/EBITDA(배)	5.5	5.2	4.4	3.9

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[전기전자] 고의영
(2122-9179) ey.ko@hi-ib.com

파트론(091700)

스마트폰 변화의 최전선

우호적인 업황의 지속

2019 년 연간 주요 고객사의 세트 생산량은 2.9 - 3.0 억대로 전년과 크게 다르지 않겠지만 중저가 스마트폰을 중심으로 멀티카메라 채용이 급속도로 증가하고 있다. 특히 2H18 이후 중국 세트업체들의 거친 M/S 공세에 대응하기 위해 이 같은 변화가 두드러지고 있는 상황이다[그림 1, 3, 4, 5]. 이에 따라 주요 고객사 스마트폰에서 멀티카메라 침투율은 2018 년 30% → 2019 년 70% → 2020 년 85%로 확대될 것으로 전망된다[그림 1]. 동사는 플래그십 전면부뿐만 아니라 다수의 중저가 스마트폰 모듈부를 메인으로 공급하고 있어 이 같이 우호적인 환경의 수혜가 이어지고 있다.

광학식 FoD와 ToF 모듈

여타 카메라 모듈사 대비 파트론이 차별화될 수 있는 요인은 세트 스펙 상향의 최전선에 있는 FoD, ToF 의 메인 벤더 역할을 하고 있다는 점이다. 이는 기존 RGB 카메라 모듈에 더해 2020 년까지 동사의 외형 성장 가시성을 높여주는 요소다.

① 파트론의 지문인식 센서 매출은 광학식 FoD 확대와 맞물려 '18 년 900 억원에서 '19 년 2,000 억원으로 확대될 것으로 전망된다[그림 2]. 이 또한 주요 고객사의 중저가 스마트폰 강화 전략의 일환이다. 후면 정전식 지문인식모듈이 갖는 사용자경험 저하를 해결하는 동시에 화면비 최대화에 유리하기 때문이다. 주요 고객사가 올해 출하하는 A 시리즈의 30 - 40%는 광학식 지문인식 모듈을 채용하여 출하될 것으로 예상되며, 메인 벤더인 동사의 수혜가 가장 두드러질 것이다.

② 기존 RGB 카메라 모듈에 대해 ToF 모듈 침투율 확대도 투자 포인트다. 파트론은 현재 주요 고객사 ToF 모듈 메인 벤더로서 상반기에 이어 하반기 플래그십 모델도 메인 벤더 지위를 유지할 것으로 보인다. 관련 매출액은 '19 년 기준 500 억원으로 전망된다. 현재 5G 모델 및 일부 중가 모델에 한정적으로 채용되고 있으나, 더 정교한 아웃 포커싱 구현이 가능하고 나아가 AR 기능 구현이 가능하다는 점에서 '20 년 추가적인 침투율 확대가 기대된다.

압도적인 EPS 성장률

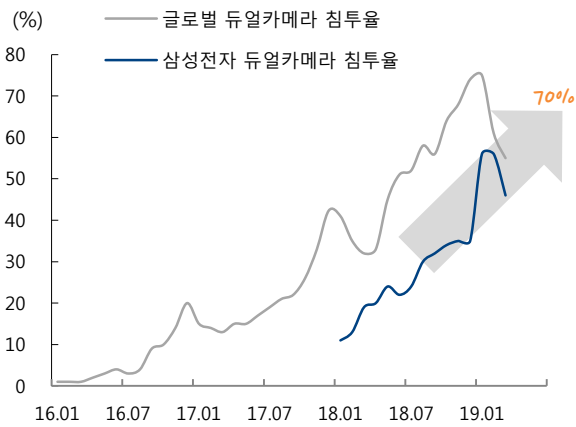
2019 년 EPS 기준 PER 은 12.3 배다. 파트론의 EPS 가 스마트폰 산업과 함께 급격한 성장을 보였던 2011 - 2013 년 평균 PER 은 12.4 배, 고점 평균 PER 은 18.7 배이며, 당사는 두 배수의 평균인 15.5 배를 타겟으로 목표주가 1.9 만원을 제시한다. 스마트폰 산업이 성숙기라는 점에서 고점 멀티플에 대한 부담이 있으나 올해 EPS 성장률이 전년 기저 및 우호적 환경에 힘입어 +600%에 달하고, 내년에도 트리플 모듈의 하향 확산 및 ToF, FoD 의 침투율 확대에 +12%에 가까운 EPS 성장이 나올 것이라는 점을 감안하면 평균 PER 이상의 멀티플 부여가 가능한 것으로 판단한다.

표1. 연결기준 파트론 영업실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	2,298	1,700	1,851	2,116	2,934	3,767	3,212	2,826	7,965	12,739	14,169
YoY	27.5%	-22.6%	-12.7%	18.0%	27.7%	121.5%	73.5%	33.6%	0.6%	59.9%	11.2%
QoQ	28.1%	-26.0%	8.8%	14.3%	38.7%	28.4%	-14.7%	-12.0%			
반도체	1,669	1,131	1,206	1,479	2,063	2,603	2,120	1,822	5,485	8,607	9,373
RF	265	212	226	287	195	244	238	217	989	894	981
기타(센서)	234	227	292	321	482	726	690	641	1,074	2,539	2,855
연결자회사	130	131	127	121	195	194	165	146	509	699	960
영업이익	95	-37	96	151	261	339	270	186	305	1,056	1,162
YoY	흑전	적전	72.2%	314.0%	174.1%	흑전	181.1%	23.2%	176.4%	245.8%	10.0%
QoQ	161.1%	적전	흑전	57.1%	72.9%	29.8%	-20.2%	-31.1%			
OPM	4.1%	-2.2%	5.2%	7.1%	8.9%	9.0%	8.4%	6.6%	3.8%	8.3%	8.2%

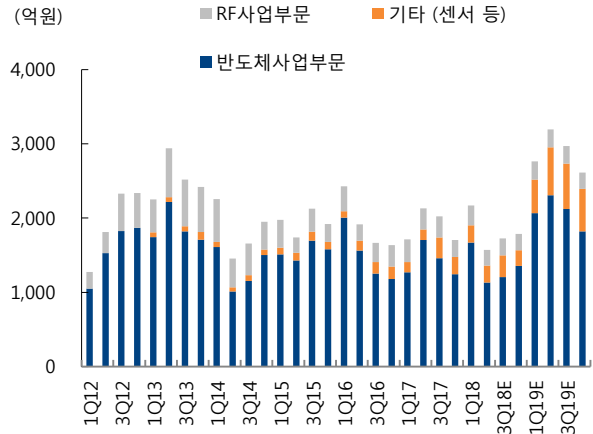
자료: 파트론, 하이투자증권

그림 1. 올해 삼성전자의 듀얼카메라 침투율은 70% 이를 전망



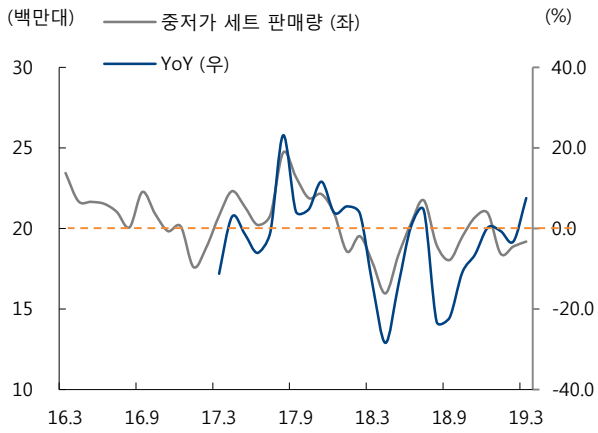
자료: Counterpoint, 하이투자증권

그림 2. 광학식 FoD 확대에 의해 두드러지는 센서 매출 확대



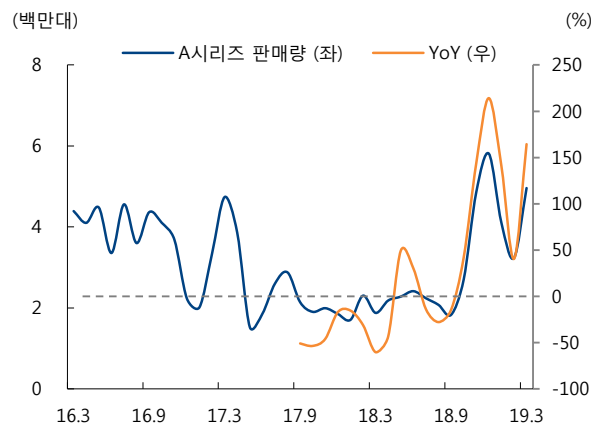
자료: 하이투자증권

그림 3. 삼성전자 중저가 스마트폰 판매량 추이



자료: Counterpoint, 하이투자증권

그림 4. 갤럭시 A 시리즈 판매량 추이



자료: Counterpoint, 하이투자증권

그림 5. 파트너이 메인 공급사로 참여하고 있는 A 및 M 시리즈

이미지				
모델명	Galaxy M30	Galaxy A30	Galaxy A40	Galaxy A80
공개일	2019.02	2019.02	2019.03	2019.04
메인카메라	13MP +5MP (ultrawide) +5MP (depth)	16MP +5MP (ultrawide)	16MP (wide) +5MP (ultrawide)	48MP + 8MP (ultrawide) + ToF
전면카메라	16MP	16MP	25MP (wide)	rotating main camera

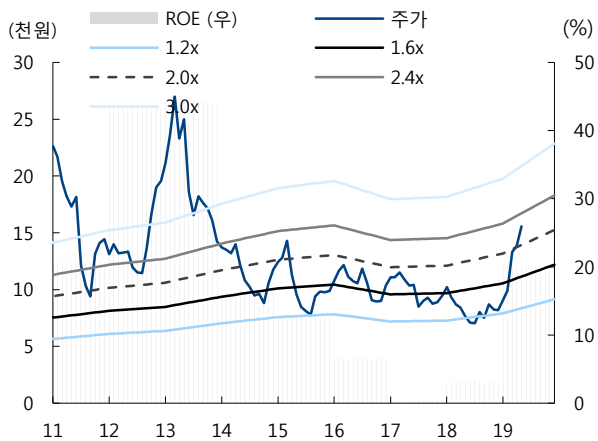
자료: GSM Arena, 하이투자증권

파트론 Valuation Table

(단위: 십억원, 천주, 원, 배)		비고
① 지배지분순이익	70	2019년 예상치
② 발행주식수	54,156	
③ EPS	1,288	① / ②
④ Target Multiple	15.50	11 - 13년 고점 PER와 평균 PER의 중간 값
- 적정주가	19,960	③ * ④
⑤ 목표주가	20,000	
⑥ 현재주가	15,900	
상승여력	26%	④ / ⑤ - 1

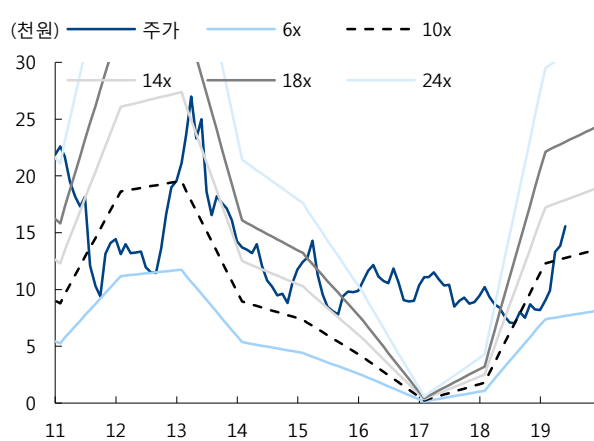
자료: 하이투자증권

그림 5. 파트론 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Dataguide, 하이투자증권

그림 6. 파트론 12개월 선행 PER 밴드



자료: Dataguide, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	176	304	386	469
현금 및 현금성자산	29	75	134	207
단기금융자산	3	2	1	1
매출채권	73	117	130	135
재고자산	66	105	117	122
비유동자산	294	288	287	285
유형자산	239	242	242	241
무형자산	25	24	23	22
자산총계	471	592	673	753
유동부채	116	173	182	186
매입채무	47	112	125	130
단기차입금	40	28	19	14
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	2	2	2	2
사채	-	-	-	-
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	119	176	184	189
자배주주지분	303	360	424	491
자본금	27	27	27	27
자본잉여금	6	6	6	6
이익잉여금	320	374	436	500
기타자본항목	-49	-47	-45	-42
비자배주주지분	48	56	65	74
자본총계	352	416	489	564

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	796	1,273	1,416	1,475
증가율(%)	0.6	59.9	11.2	4.2
매출원가	697	1,067	1,189	1,234
매출총이익	99	207	227	241
판매비와관리비	69	101	111	123
연구개발비	12	19	21	22
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	31	106	116	117
증가율(%)	176.4	245.7	10.0	1.1
영업이익률(%)	3.8	8.3	8.2	8.0
이자수익	1	1	2	4
이자비용	1	1	1	0
지분법이익(손실)	0	0	0	0
기타영업외손익	-4	-3	-3	-3
세전계속사업이익	26	103	115	118
법인세비용	14	26	29	29
세전계속이익률(%)	3.2	8.1	8.1	8.0
당기순이익	12	77	86	88
순이익률(%)	1.4	6.1	6.1	6.0
지배주주귀속 순이익	10	70	78	80
기타포괄이익	2	2	2	2
총포괄이익	14	80	89	91
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

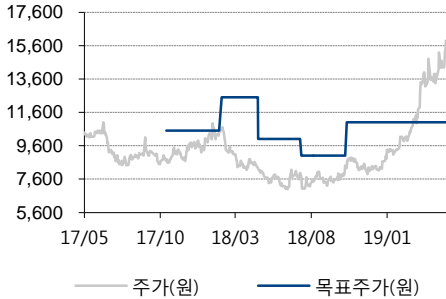
(단위:십억원)	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	90	114	135	145
당기순이익	12	77	86	88
유형자산감가상각비	50	47	48	48
무형자산상각비	1	1	1	1
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	-34	-39	-46	-44
유형자산의 처분(취득)	-38	-50	-48	-46
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-
금융상품의 증감	4	9	-	-
재무활동 현금흐름	-48	-22	-23	-21
단기금융부채의증감	-23	-12	-8	-6
장기금융부채의증감	-5	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	0	0	0	0
현금및현금성자산의증감	9	46	59	73
기초현금및현금성자산	20	29	75	134
기말현금및현금성자산	29	75	134	207

주요투자지표

	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)				
EPS	179	1,287	1,435	1,471
BPS	5,602	6,646	7,837	9,064
CFPS	1,119	2,169	2,330	2,364
DPS	200	300	300	300
Valuation(배)				
PER	45.8	12.1	10.8	10.6
PBR	1.5	2.3	2.0	1.7
PCR	7.3	7.2	6.7	6.6
EV/EBITDA	5.5	5.2	4.4	3.9
Key Financial Ratio(%)				
ROE	3.2	21.0	19.8	17.4
EBITDA 이익률	10.2	12.0	11.6	11.2
부채비율	33.8	42.2	37.7	33.5
순부채비율	2.3	-11.8	-23.7	-34.4
매출채권회전율(x)	9.7	13.4	11.5	11.1
재고자산회전율(x)	11.0	14.9	12.8	12.4

자료 : 파트론, 하이투자증권 리서치센터

파트론
최근 2년간 투자이건 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이건	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
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	-4.2%	44.5%
2019-05-21	Buy	20,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목의 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 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) 종목투자이건은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
 - 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 2019-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이건 비율(%)	88.4%	11.6%	-