자화전자 (033240)

박강호
kangho.park@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	14,000 하향
현재주가 (19.08.14)	8,840

가전 및 전자부품업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Sky Blue

KOSPI	1938.37
시가총액	158십억원
시가총액비중	0.01%
자본금(보통주)	9십억원
52주 최고/최저	14,850원 / 8,460원
120일 평균거래대금	14억원
외국인지분율	13.70%
주요주주	김상면 외 3 인 32.63% 페트라자산운용 6.38%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-17.8	-26.0	-38.4	-30.4
상대수익률	-11.5	-20.5	-29.3	-18.9

3분기 수익성 회복

투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 14,000원으로 하향

- 전일(8/14)에 2019년 2분기 실적(연결)을 발표. 매출은 729억원(-21.4% qoq / 2.2% yoy), 영업이익 -93억원(적지 qoq / yoy), 지배순이익 -43억원(적지 qoq / yoy) 시현
- 2분기 매출과 영업이익은 예상대비 부진 1) 전략 고객사의 프리미엄 스마트폰 판매 둔화로 자동초점(AF 및 손떨림보정장치(OIS)) 매출 감소 2) 중국향 매출(OIS)도 둔화
- 2019년, 2020년 주당순이익(EPS)을 각각 70%, 11%씩 하향
- 투자의견은 매수(BUY) 유지, 목표주가 14,000원(목표 P/B 0.9배 적용)으로 하향(18%)
- 스마트폰의 멀티 카메라 적용 과정에서 반사이익이 적음. 다만 전략고객사의 전체 스마트폰 출하량 증가 및 고화소 카메라 추구로 손떨림보정 부품의 평균공급단가 상승 전망. PTC 부품도 전장용 분야에서 2020년 추가 매출 기대. 2019년 3분기 영업이익 흑자전환과 밸류에이션 매력도(P/B 0.6배)를 감안하면 중장기 관점에서 비중 확대 유효

투자포인트는

2020년 수익성은 턴어라운드 전망

- 1) 2020년 PTC 부품의 매출 확대로 새로운 성장 기회 확보에 주력. PTC 매출은 2020년에 전년대비 24.3% 증가(yoy) 추정. PTC는 전기자동차의 필수 부품으로 수요 증가 예상. 자화전자가 자석 관련한 기술 보유, 원자재의 내재화로 경쟁력 보유
- 2) 멀티 카메라 시장 확대 과정에서 반사이익은 적음. 그러나 광학줌 적용 시에 고화소 카메라 채택 비중 확대로 OIS 평균공급단가 상승 가능, 카메라모듈의 매출 증가를 감안하면 2020년 영업이익(212억원)은 턴어라운드(흑자전환) 예상

(단위: 십억원, %)

구분	2Q18	1Q19	2Q19					3Q19		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	71	93	96	73	2.2	-21.4	96	84	-20.5	15.6
영업이익	-10	-2	6	-9	적지	적지	6	5	-47.0	흑전
순이익	-8	-1	6	-4	적지	적지	6	5	-37.5	흑전

구분	2017	2018	2019(F)				Growth	
			직전추정	당사추정	조정비율	Consensus	2018	2019(F)
매출액	446	358	380	334	-12.1	380	-19.6	-6.8
영업이익	28	-8	15	-2	적전	15	적전	적지
순이익	24	-1	15	5	-70.1	15	적전	흑전

자료: 자화전자, FnGuide, 대신증권 Research&Strategy본부

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	446	358	334	352	380
영업이익	28	-8	-2	21	24
세전순이익	30	-1	8	29	32
총당기순이익	25	-1	5	22	25
지배지분순이익	24	-1	5	22	24
EPS	1,322	-72	255	1,209	1,344
PER	20.2	NA	34.6	7.3	6.6
BPS	15,845	15,473	15,540	16,561	17,718
PBR	1.7	0.8	0.6	0.5	0.5
ROE	8.5	-0.5	1.6	7.5	7.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 자료: 자화전자, 대신증권 Research&Strategy본부

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %)

	수정전		수정후		변동률	
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
매출액	380	387	334	352	-12.1	-9.0
영업이익	15	25	-2	21	적자조정	-14.6
지배지분순이익	15	24	5	22	-70.1	-11.1
EPS(지배지분순이익)	854	1,361	255	1,209	-70.1	-11.1

자료: 자화전자, 대신증권 Research&Strategy본부

표 1. 자화전자 사업부문별 영업실적 전망(수정 후)

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q	3QF	4QF	1Q19F	2QF	3QF	4QF	2018	2019F	2020F
매출액	**92.8**	**72.9**	**84.3**	**83.9**	**89.0**	**85.1**	**87.8**	**89.8**	**358.3**	**334.0**	**351.8**
증감률(yoy)	-4.5%	2.2%	-20.6%	0.5%	-4.1%	16.6%	4.2%	7.0%	-19.6%	-6.8%	5.3%
증감률(qoq)	11.1%	-21.4%	15.6%	-0.4%	6.1%	-4.5%	3.2%	2.3%			
통신기기(Auto, Motor)	87.1	67.8	78.8	78.4	83.7	79.5	81.8	83.7	332.4	312.1	328.8
기타	5.7	5.2	5.5	5.5	5.3	5.6	6.0	6.1	25.9	21.9	23.0
매출비중 (%)											
통신기기(Auto, Motor)	93.9%	92.9%	93.5%	93.4%	94.0%	93.4%	93.2%	93.2%	92.8%	93.4%	93.5%
기타	6.1%	7.1%	6.5%	6.6%	6.0%	6.6%	6.8%	6.8%	7.2%	6.6%	6.5%
영업이익	**-2.3**	**-9.3**	**4.7**	**4.5**	**5.1**	**5.1**	**5.5**	**5.6**	**-7.7**	**-2.4**	**21.2**
이익률	-2.5%	-12.7%	5.6%	5.4%	5.7%	6.0%	6.2%	6.2%	-2.2%	-0.7%	6.0%
YoY	적지	적지	-47.0%	흑전	흑전	흑전	15.5%	23.6%	적전	적지	흑전
QoQ	적지	적지	흑전	-4.5%	12.4%	1.1%	6.4%	2.3%			
세전이익	**0.1**	**-4.5**	**6.4**	**6.4**	**6.7**	**6.8**	**7.3**	**7.8**	**-1.4**	**8.4**	**28.6**
이익률	0.1%	-6.1%	7.6%	7.6%	7.5%	8.0%	8.3%	8.7%	-0.4%	2.5%	8.1%
YoY	흑전	적지	-16.9%	2300.3%	6481.5%	흑전	14.0%	22.5%	적전	흑전	241.0%
QoQ	-61.9%	적전	흑전	-0.1%	4.5%	2.7%	6.3%	7.4%			
지배지분순이익	**-0.7**	**-4.3**	**4.8**	**4.8**	**5.0**	**5.2**	**5.5**	**5.9**	**-1.3**	**4.6**	**21.6**
이익률	-0.8%	-6.0%	5.9%	5.9%	5.8%	6.3%	6.5%	6.8%	-0.4%	1.5%	6.3%
YoY	적지	적지	-35.6%	511.9%	흑전	흑전	14.0%	22.5%	적전	흑전	358.2%
QoQ	적전	적지	흑전	-0.1%	4.5%	2.7%	6.3%	7.4%			

주: K-IFRS 연결 기준/ 통신기기: Auto Focus OIS 및 진동 Motor 실적 포함 / 기타: PTC, OA부품 및 기타 실적 포함
자료: 자화전자, 대신증권 Research&Strategy본부

표 2. 자화전자 사업부문별 영업실적 전망(수정 전)

(단위: 십억원)

	1Q19	2QF	3QF	4QF	1Q19F	2QF	3QF	4QF	2018	2019F	2020F
매출액	**92.8**	**96.2**	**95.6**	**95.5**	**97.9**	**93.6**	**96.3**	**98.7**	**358.3**	**380.1**	**386.5**
증감률(yoy)	-4.5%	34.7%	-9.9%	14.3%	5.4%	-2.6%	0.8%	3.3%	-19.6%	6.1%	1.7%
증감률(qoq)	11.1%	3.6%	-0.6%	-0.1%	2.5%	-4.3%	2.9%	2.5%			
통신기기(Auto, Motor)	87.1	90.2	89.3	89.2	91.8	87.3	89.6	91.8	332.4	355.9	360.5
기타	5.7	5.9	6.3	6.3	6.0	6.3	6.7	6.9	25.9	24.2	26.0
매출비중 (%)											
통신기기(Auto, Motor)	93.9%	93.8%	93.4%	93.4%	93.8%	93.3%	93.0%	93.0%	92.8%	93.6%	93.3%
기타	6.1%	6.2%	6.6%	6.6%	6.2%	6.7%	7.0%	7.0%	7.2%	6.4%	6.7%
영업이익	**-2.3**	**5.9**	**6.0**	**5.8**	**6.2**	**6.1**	**6.2**	**6.4**	**-7.7**	**15.4**	**24.9**
이익률	-2.5%	6.1%	6.3%	6.1%	6.4%	6.5%	6.4%	6.5%	-2.2%	4.0%	6.4%
YoY	적지	흑전	-32.7%	흑전	흑전	2.7%	3.1%	10.2%	적전	흑전	61.9%
QoQ	적지	흑전	1.9%	-3.5%	7.7%	-3.0%	2.2%	3.2%			
세전이익	**0.1**	**7.4**	**6.9**	**6.9**	**7.9**	**7.8**	**8.0**	**8.5**	**-1.4**	**21.3**	**32.2**
이익률	0.1%	7.7%	7.2%	7.2%	8.0%	8.3%	8.3%	8.6%	-0.4%	5.6%	8.3%
YoY	흑전	흑전	-10.0%	2488.9%	7668.4%	5.6%	16.1%	23.4%	적전	흑전	51.3%
QoQ	-61.9%	7187.2%	-6.3%	-0.5%	14.4%	-0.9%	2.9%	5.8%			
지배지분순이익	**-0.7**	**5.6**	**5.2**	**5.2**	**6.0**	**5.9**	**6.1**	**6.4**	**-1.3**	**15.3**	**24.4**
이익률	-0.8%	6.0%	5.6%	5.6%	6.3%	6.5%	6.5%	6.7%	-0.4%	4.0%	6.5%
YoY	적지	흑전	-30.3%	559.9%	흑전	5.6%	16.1%	23.4%	적전	흑전	59.1%
QoQ	적전	흑전	-6.3%	-0.5%	14.4%	-0.9%	2.9%	5.8%			

주: K-IFRS 연결 기준/ 통신기기: Auto Focus OIS 및 진동 Motor 실적 포함 / 기타: PTC, OA부품 및 기타 실적 포함
자료: 자화전자, 대신증권 Research&Strategy본부

기업개요

기업 및 경영진 현황

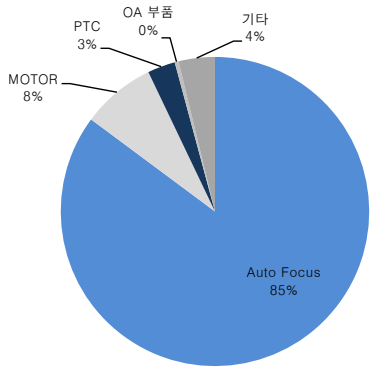
- 스마트폰 카메라 모듈에 적용되는 자동초점장치(AFA) 및 손떨림 방지장치(OIS) 등 원천기술 전자부품 제조 기업
- 듀얼/트리플 카메라를 포함한 전/후면 스마트폰 카메라의 기능 상향으로 AFA 및 OIS 전망 긍정적
- 김상면 대표이사: 경북대학교 재료공학 교수 재직 후 1981 년 자화전자 설립
- 자산 3,398 억원, 부채 701 억원, 자본 2,696 억원(2019 년 6 월 기준) (발행주식 수: 17,900,000 / 자기주식수: 1,070,670)

주가 변동요인

- 삼성전자 프리미엄 라인업을 포함한 전체 스마트폰 판매량 추이
- 자율주행차, 전기차 등 전장부품 시장 확대에 따른 PTC 제품 판매 영향

자료: 자화전자, 대신증권 Research&Strategy본부

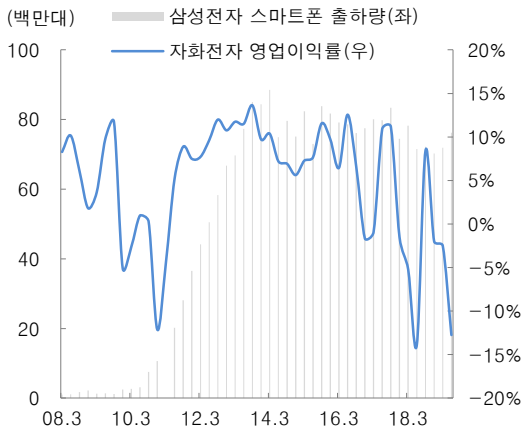
매출 비중



주: 2019년 2분기 연결 매출 기준
자료: 자화전자, 대신증권 Research&Strategy본부

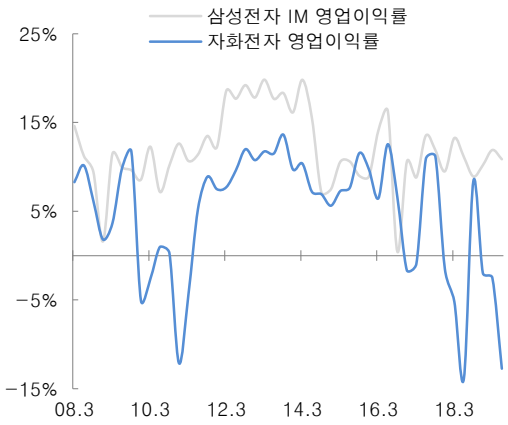
Earnings Driver

그림 1. 삼성전자 스마트폰 출하량 vs. 영업이익률



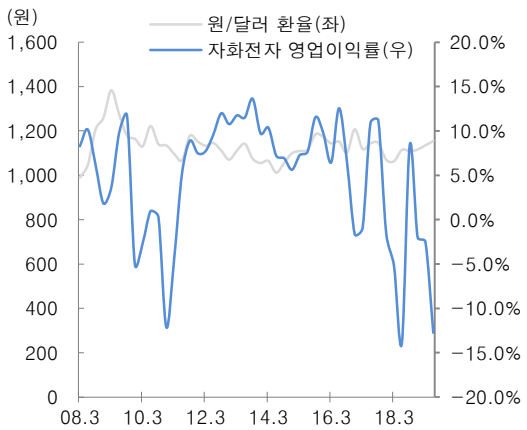
자료: 자화전자, IDC, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 2. 삼성전자 IM 영업이익률 vs. 영업이익률



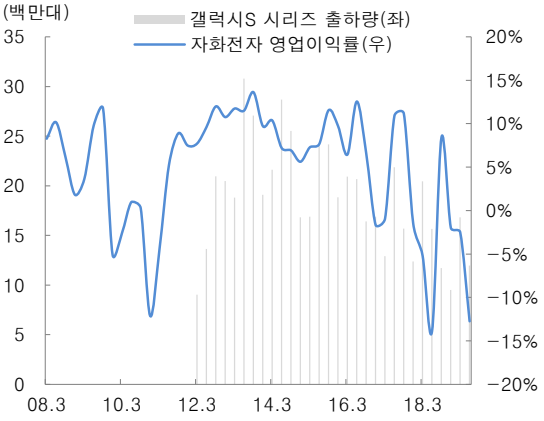
자료: 자화전자, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 3. 원달러 vs. 영업이익률



자료: 자화전자, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 4. 갤럭시S 시리즈 출하량 vs. 영업이익률



자료: 자화전자, IDC, 대신증권 Research&Strategy본부

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	446	358	334	352	380
매출원가	354	309	282	277	300
매출총이익	92	49	52	75	80
판매비와관리비	64	57	54	54	56
영업이익	28	-8	-2	21	24
영업이익률	6.3	-2.2	-0.7	6.0	6.4
EBITDA	64	37	39	61	71
영업외손익	2	6	11	7	7
관계기업손익	1	1	1	1	1
금융수익	16	13	11	12	12
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-22	-10	-6	-6	-6
외환관련손실	12	7	5	5	5
기타	8	2	5	1	1
법인세비용차감전순손익	30	-1	8	29	32
법인세비용	-5	0	-4	-6	-7
계속사업순손익	25	-1	5	22	25
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	25	-1	5	22	25
당기순이익률	5.6	-0.4	1.5	6.3	6.5
비지배지분순이익	1	0	0	1	1
지배지분순이익	24	-1	5	22	24
매도가능금융자산평가	1	0	0	0	0
기타포괄이익	-5	2	2	2	2
포괄순이익	21	1	7	25	27
비지배지분포괄이익	2	0	0	2	2
지배지분포괄이익	19	1	7	23	25

재무상태표 (단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	286	196	212	244	263
현금및현금성자산	72	36	42	65	68
매출채권 및 기타채권	53	36	43	45	55
재고자산	25	28	28	32	35
기타유동자산	136	96	99	102	105
비유동자산	175	156	137	118	119
유형자산	132	114	94	74	75
관계기업투자금	8	10	10	11	12
기타비유동자산	35	32	32	32	32
자산총계	461	352	349	361	382
유동부채	168	73	63	62	62
매입채무 및 기타채무	48	40	38	39	41
차입금	112	30	21	19	18
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	8	4	4	4	4
비유동부채	9	2	7	3	3
차입금	2	2	7	2	3
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	7	0	0	0	0
부채총계	177	75	70	65	65
지배지분	284	277	278	296	317
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	28	28	28	28	28
이익잉여금	258	252	253	271	292
기타자본변동	-11	-12	-12	-12	-12
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	284	277	278	296	317
순차입금	-90	-88	-100	-132	-140

Valuation 지표 (단위: 원 배 %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	1,322	-72	255	1,209	1,344
PER	20.2	NA	34.6	7.3	6.6
BPS	15,845	15,473	15,540	16,561	17,718
PBR	1.7	0.8	0.6	0.5	0.5
EBITDAPS	3,563	2,077	2,196	3,385	3,968
EV/EBITDA	6.1	3.3	1.5	0.4	0.3
SPS	24,896	20,019	18,662	19,653	21,229
PSR	1.1	0.6	0.5	0.4	0.4
CFPS	3,742	2,499	2,673	3,655	4,239
DPS	450	200	200	200	200

재무비율 (단위: 원 배 %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
성장성					
매출액 증가율	49.3	-19.6	-6.8	5.3	8.0
영업이익 증가율	44.3	적전	적지	흑전	14.9
순이익 증가율	66.8	적전	적지	흑전	11.2
수익성					
ROIC	15.3	-4.1	-0.9	11.3	13.1
ROA	6.3	-1.9	-0.7	6.0	6.6
ROE	8.5	-0.5	1.6	7.5	7.8
안정성					
부채비율	62.5	27.2	25.3	21.9	20.6
순차입금비율	-31.7	-31.7	-36.0	-44.7	-44.3
이자보상배율	14.2	-6.0	-8.5	197.7	405.7

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	38	36	34	53	56
당기순이익	0	0	5	22	25
비현금항목의 가감	42	46	43	43	51
감가상각비	36	45	42	39	47
외환손익	1	0	-1	-1	-1
지분법평가손익	-1	-1	-1	-1	-1
기타	6	2	4	6	7
자산부채의 증감	-28	-1	-13	-10	-16
기타현금흐름	24	-9	0	-3	-4
투자활동 현금흐름	-79	31	-21	-19	-47
투자자산	-14	56	-1	-1	-1
유형자산	-69	-29	-21	-19	-47
기타	4	4	1	1	1
재무활동 현금흐름	55	-94	-9	-12	-7
단기차입금	0	0	-9	-2	-2
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	68	-85	5	-5	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-7	-8	-3	-3	-3
기타	-6	-2	-2	-2	-2
현금의 증감	14	-35	6	23	3
기초 현금	58	72	36	42	65
기말 현금	72	36	42	65	68
NOPLAT	23	-7	-1	17	19
FCF	-18	8	18	36	17

자료: 지회전자, 대신증권 Research&Strategy 본부

[Daishin House View 4 차 산업혁명 / 안전등급]

- 대신증권 Research&Strategy 본부 소속의 각 분야 및 기업 담당 애널리스트의 분석을 기초로 토론 과정을 거쳐 산업 및 기업별 안전등급 최종 확정
- 4 차 산업혁명 전개 과정에서 산업 및 종목에 미치는 영향을 파악, 긍정, 중립, 부정적 영향에 따라 Sky Blue, Neutral Green, Dark Gray 등급 부여

Dark Gray (흐림)	Neutral Green (보통)	Sky Blue (맑음)

[Compliance Notice]

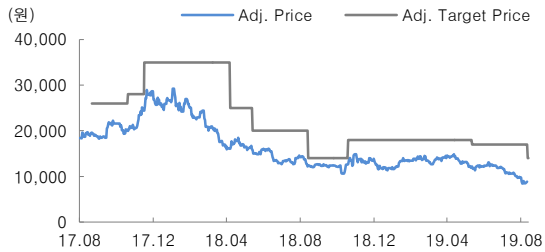
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:박강호)

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 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

자화전자(033240) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	19.08.15	19.05.15	19.04.22	18.10.22	18.08.17	18.05.17
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Marketperform	Buy
목표주가	14,000	17,000	18,000	18,000	14,000	20,000
괴리율(평균%)		(34.14)	(29.06)	(25.71)	(13.19)	(29.57)
괴리율(최대/최소%)		(22.94)	(25.00)	(17.50)	(9.29)	(19.50)
제시일자	18.04.10	17.11.19	17.10.23	17.08.24		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	25,000	35,000	28,000	26,000		
괴리율(평균%)	(32.08)	(32.41)	(21.42)	(23.57)		
괴리율(최대/최소%)	(26.20)	(16.57)	(10.36)	(14.42)		
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균%)						
괴리율(최대/최소%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균%)						
괴리율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20190812)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	89.4%	10.1%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상