

자화전자 (033240)

박강호
kangho.park@daishin.com

투자의견 **BUY**
매수, 유지

6개월
목표주가 **15,000**
상향

현재주가 **10,650**
(20.08.20)

가전 및 전자부품업종

다시 도약은 시작~

투자의견 ‘매수(BUY)’ 유지, 목표주가 15,000원 상향(36%)

– 자화전자는 2020년 3분기 기점으로 경쟁력을 보유한 액츄에이터(OIS + A/F) 사업에 다시 집중하여 수익성의 턴어라운드(흑자전환), 2021년 매출과 영업이익(순이익 포함)의 높은 증가를 전망. 또한 전기자동차용 부품인 PTC히터 사업 확대로 2021년 밸류에이션 상향도 가능하다고 판단

– 2021년 주당순이익(EPS)에 목표 P/E 12.6배(2015년~2016년 평균) 적용하여 목표주가를 15,000원으로 상향(36%), 투자의견은 매수(BUY)를 유지. 성장 초기 구간의 평균 P/E 이며, 2021년 하반기에 PTC히터 매출이 본격화되면 추가적으로 밸류에이션 리레이팅 예상. 투자포인트는

2021년 OIS, 2022년 PTC히터가 성장을 견인 / 2021년 영업이익은 176억원(흑전 yoy) 추정

– 1) 수익성의 턴어라운드를 예상. 2020년 3분기 영업이익(3억원)은 4분기만에 흑자전환 전망. 2019년 신규로 진출하였던 카메라모듈(전면) 사업을 중단한 이후, 스마트폰 카메라의 핵심인 액츄에이터(OIS<손떨림보정부품>, A/F<자동초점>))에 다시 집중하여 갤럭시노트 20에 주력 업체로 공급

– 2021년 국내 전략거래선의 상반기 프리미엄 스마트폰에 다시 최대 공급업체로 전환 전망. 베트남 생산 법인으로 가격 경쟁력 보유, 프리미엄용 OIS로 믹스 효과, 보급형 및 해외 고객사내 점유율 증가, 전체 가동률 확대로 과거의 정상적 수익성으로 회귀할 전망

– 2021년 연간 영업이익은 176억원으로 4년만에 흑자전환(yoy) 추정. 2021년 매출은 3,554억원으로 36.2%(yoy) 증가 전망. 프리미엄 스마트폰은 줌 기능 강화 및 폴더블폰으로 전환 시에 OIS 부품의 중요성 확대, 자화전자가 보유한 엔코드 기술의 경쟁우위가 재확인 판단. 엔코드 기술은 VCM 대비 정밀도, 슬림화 추구 시에 경쟁력 보유

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

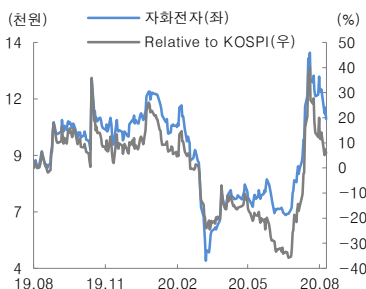
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	358	363	261	355	408
영업이익	-8	-9	-12	18	24
세전순이익	-1	0	-1	27	33
총당기순이익	-1	0	-3	21	26
지배지분순이익	-1	0	-3	21	26
EPS	-72	-16	-157	1,187	1,425
PER	NA	NA	NA	9.0	7.5
BPS	15,473	15,564	15,408	16,595	18,020
PBR	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
ROE	-0.5	-0.1	-1.0	7.4	8.2

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

KOSPI	2274.22
시가총액	191십억원
시가총액비중	0.01%
자본금(보통주)	9십억원
52주 최고/최저	13,550원 / 4,430원
120일 평균거래대금	29억원
외국인지분율	10.24%

주요주주 김상면 외 3 인 32.63%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	21.3	45.7	0.9	20.3
상대수익률	17.2	27.5	-2.5	3.7



2021 년 OIS, 2022 년 PTC 히터가 성장을 견인 / 2021 년 영업이익 176 억 원(흑전 yoy) 추정

2) 전기자동차 부품인 PTC 히터(전기차는 내연기관대비 발열기관이 없어 고전압용 PTC히터가 필요) 매출이 2021년 하반기에 본격화 전망. 국내 최대 자동차 업체로 PTC 공급하여 2022년 약 500~600억원의 매출(비중은 약 11% 추정)을 예상(2020년 165억 원, 2021년 203억원 추정). 모바일 부품 중심의 매출에서 벗어나 전장부품(전기자동차시 장) 진출로 매출 다각화 추진. 자화전자는 이미 국내 고객사향 수소자동차에 공급 경험 과 해외법인ㅇ 생산능력 보유로 초기에 수익성 확보 가능하다고 판단

AF 액츄에이터

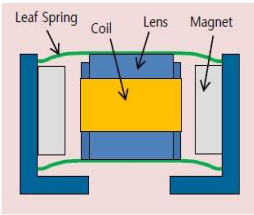
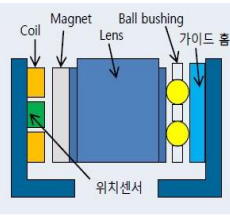
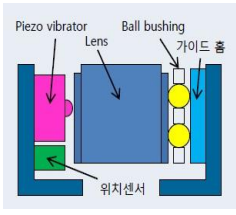
개념 및 종류

AF 액츄에이터(Auto Focus Actuator)는 자동으로 최적의 초점을 맞춰주는 제품이다. AF 액츄에이터는 초점을 맞추는 방식에 따라 크게 3가지로 분류된다.

VCM(Voice Coil Motor)는 코일과 전자석을 활용해 렌즈를 상하로 움직인다. 엔코더(Encoder)는 위치를 인식하는 위치센서(Hall sensor)를 통해 렌즈의 위치를 파악한뒤 위치를 조정한다. 피에조(Piezo)는 압전체를 이용한다. 압전체에 전류를 흘려보내면 물리적 변형이 일어나면서 진동이 발생하는데 이를 이용해 렌즈의 위치를 조정한다.

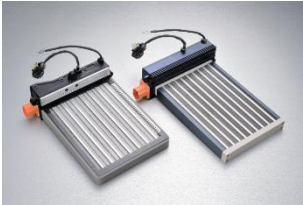
Encoder/OIS는 Encoder와 OIS(Optical Image Stabilizer)를 결합한 단일 제품이다. OIS는 손떨림 방지 기술로 카메라의 렌즈가 스마트폰의 움직임(흔들림)을 따라가며 피사체에 대한 초점을 유지하고, 센서에 일정한 양의 빛만 들어오도록 유지해준다.

표 1. AF 액츄에이터 종류

	VCM	Encoder	Piezo
이미지			
특징	전자기력 이용 기본구성이 간단	전자기력과 위치센서 이용 정밀한 제어 가능	압전체 이용 진동을 이용
원가 경쟁력	상	중	하
구동 난이도	중	상	상

자료: 산업 자료, 대신증권 Research Center

표 2. 자화전자 주력 제품

	Auto Focus Actuator	OIS & AF Integrated Actuator	High Voltage PTC Heater
이미지			
설명	피사체의 촬영 거리에 따라 Lens 를 이동시켜 초점을 자동 조절함으로써 선명한 영상을 제공하는 장치	외부 흔들림과 반대방향으로 렌즈를 구동시켜서 피사체가 선명하게 촬영되도록 하는 OIS 와 피사체의 초점거리를 자동 조절하는 AFA(Auto Focus Actuator)가 일체로 결합된 광학용 구동 장치	단일 PTC 에 듀얼존 독립히팅 제어 설계로 운전자의 필요에 의한 선택적 히팅가동이 가능하여 소비전력 감소
용도	휴대폰 카메라, 디지털 카메라, 캠코더 등 광학 기기 등	휴대폰 카메라, 디지털 카메라, 캠코더, 드론용 카메라, 액션 카메라 등	전기자동차, 수소연료자동차의 주/보조 히터 등

자료: 자화전자, 대신증권 Research Center

표 3. 자화전자 사업부문별 영업실적 전망

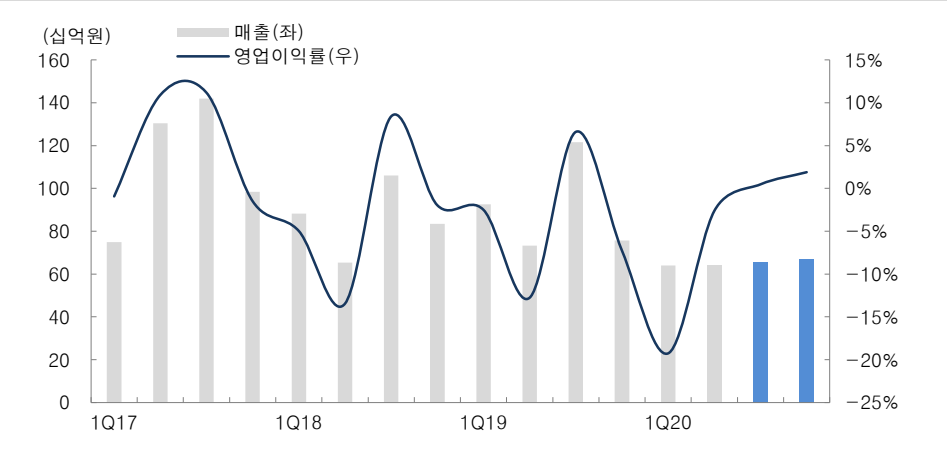
(단위: 십억원)

	1Q19	2Q	3Q	4QF	1Q20	2QF	3QF	4QF	2019	2020F	2021F
매출액	92.5	73.3	121.6	75.7	63.9	64.2	65.7	67.0	363.0	260.8	355.4
증감률(yoy)	4.9%	12.0%	14.6%	-9.3%	-30.9%	-12.4%	-46.0%	-11.4%	5.8%	-28.1%	36.2%
증감률(qoq)	10.9%	-20.8%	65.9%	-37.8%	-15.5%	0.4%	2.3%	2.1%			
통신기기(Auto, Motor)	86.8	68.1	116.1	70.5	29.8	59.4	60.5	61.8	341.4	211.5	328.1
기타	5.7	5.2	5.5	5.2	34.2	4.8	5.1	5.2	21.6	49.3	27.3
매출비중 (%)											
통신기기(Auto, Motor)	93.8%	92.9%	95.5%	93.1%	46.5%	92.6%	92.2%	92.2%	94.1%	81.1%	92.3%
기타	6.2%	7.1%	4.5%	6.9%	53.5%	7.4%	7.8%	7.8%	5.9%	18.9%	7.7%
영업이익	-2.3	-9.4	8.0	-5.5	-12.3	-1.7	0.3	1.3	-9.2	-12.4	17.6
이익률	-2.5%	-12.8%	6.6%	-7.3%	-19.3%	-2.6%	0.5%	1.9%	-2.5%	-4.8%	5.0%
YoY	적지	적지	-21.5%	적지	적지	적지	-92.9%	흑전	54.7%	35.7%	흑전
QoQ	적지	적지	흑전	적전	적지	적지	흑전	310.6%			
세전이익	0.1	-3.7	13.8	-9.8	-11.8	3.9	2.7	3.9	0.5	-1.4	27.2
이익률	0.1%	-5.0%	11.4%	-13.0%	-18.5%	6.0%	4.0%	5.8%	0.1%	-0.5%	7.7%
YoY	흑전	적지	79.7%	적전	적전	흑전	-80.8%	흑전	15.1%	적전	흑전
QoQ	-57.6%	적전	흑전	적전	적지	흑전	-31.3%	47.7%			
지배지분순이익	-0.7	-3.7	9.8	-5.7	-10.5	2.6	2.1	3.1	-0.3	-2.8	21.2
이익률	-0.8%	-5.0%	8.1%	-7.5%	-16.5%	4.0%	3.2%	4.6%	-0.1%	-1.1%	6.0%
YoY	적지	적지	26.9%	적전	적지	흑전	-78.9%	흑전	적지	적지	흑전
QoQ	적전	적지	흑전	적전	적지	흑전	-20%	48%			

주: K-IFRS 연결 기준/ 통신기기: Auto Focus OIS 및 진동 Motor 실적 포함 / 기타: PTC, OA부품 및 기타 실적 포함

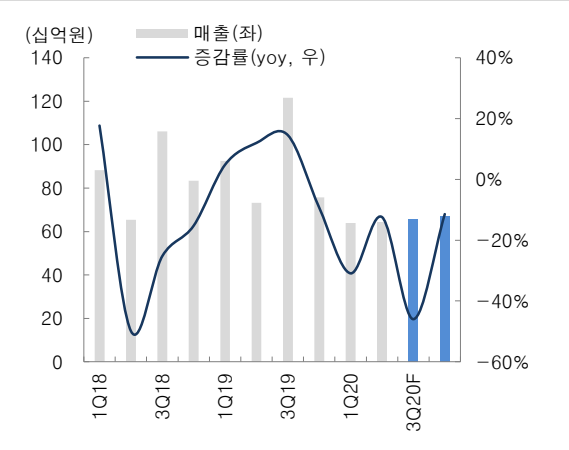
자료: 자화전자, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 1. 전사, 분기별 매출 및 영업이익률 전망



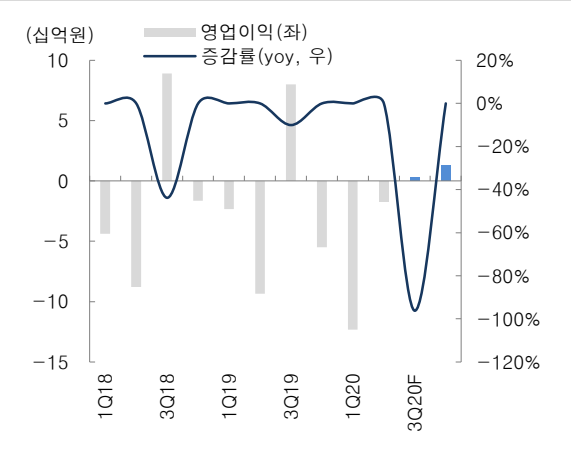
자료: 자화전자, 대신증권 Research Center

그림 2. 전사, 매출 및 증감률 전망



자료: 자화전자, 대신증권 Research Center

그림 3. 전사, 영업이익 및 증감률 전망



자료: 자화전자, 대신증권 Research Center

표 4. 카메라모듈 Peer 그룹

회사명		자화전자	삼성전기	LG 이노텍	파트론	엠씨넥스	Sunny Optical	O-Film	Sharp
코드		033240 한국	009150 한국	011070 한국	091700 한국	097520 한국	2382 중국	002456 중국	6753 일본
주가(2020.07.16, USD)		8,240	104.8	122.0	6.6	26.8	16.3	2.7	11.5
시가총액 (USDmn)		147	7,825	2,888	356	479	17,846	7,402	6,138
매출액 (USDmn)	2019A	363	6,902	7,127	1,077	1,088	5,480	7,525	20,893
	2020F	261	6,966	7,634	974	1,116	6,255	7,702	20,955
	2021F	355	7,776	8,517	1,029	1,252	7,576	8,870	21,350
매출액 yoy (%)	2019A	1.3	0.5	4.0	57.5	81.9	46.0	20.7	-5.4
	2020F	-28.1	0.9	7.1	-9.6	2.6	14.1	2.3	0.3
	2021F	36.2	11.6	11.6	5.6	12.2	21.1	15.2	1.9
영업이익 (USDmn)	2019A	-9.2	630	346	90	97	679	220	485
	2020F	-12.4	558	485	69	72	723	314	547
	2021F	17.6	758	552	76	105	918	390	665
영업이익 yoy (%)	2019A	-2.5	-39.7	44.4	228.7	159.7	38.7	206.2	-40.3
	2020F	-4.8	-11.4	40.2	-23.1	-25.6	6.4	42.8	12.7
	2021F	5.0	35.8	13.8	10.1	44.7	27.0	24.0	21.5
영업이익률 (%)	2019A	-	9.1	4.9	8.4	8.9	12.4	2.9	2.3
	2020F	-	8.0	6.4	7.1	6.5	11.6	4.1	2.6
	2021F	9.4	9.7	6.5	7.4	8.3	12.1	4.4	3.1
PER (배)	2019A	0.7	17.2	15.0	8.1	7.2	28.6	51.8	45.6
	2020F	0.7	20.7	9.9	7.5	8.3	28.0	37.7	16.0
	2021F	0.7	14.6	8.4	6.4	6.1	21.5	27.7	12.7
PBR (배)	2019A	3.5	1.7	1.5	1.2	2.4	9.2	5.1	2.4
	2020F	2.6	1.7	1.3	1.1	2.0	7.6	4.7	2.3
	2021F	1.1	1.5	1.2	0.9	1.5	5.9	4.0	1.9
EV/EBITDA (배)	2019A	-0.1	6.4	4.4	4.7	4.3	21.8	15.2	9.3
	2020F	-1.0	6.9	3.8	3.3	4.8	18.3	16.6	9.6
	2021F	7.4	5.8	3.5	3.3	3.8	14.7	14.4	8.7
ROE (%)	2019A	-2.6	4.6	10.5	18.7	34.3	36.7	10.7	6.4
	2020F	-3.6	8.4	14.5	15.6	27.4	29.9	12.4	14.8
	2021F	5.0	10.9	15.2	15.9	28.6	30.4	14.5	17.3
ROA (%)	2019A	-15.7	2.8	4.0	12.4	13.5	15.2	2.3	0.9
	2020F	-156.6	5.5	5.9	12.3	12.1	13.7	3.3	2.5
	2021F	1,187	7.3	6.7	12.8	14.0	14.8	4.2	3.0
EPS (USD)	2019A	363	5.8	3.7	1.0	4.4	0.5	0.0	0.3
	2020F	261	5.1	12.3	0.9	3.2	0.6	0.1	0.7
	2021F	355	7.2	14.6	1.0	4.4	0.8	0.1	0.9

주: 자화전자는 대신증권 추정치, 원화 기준(원, 십억원), 자료: Bloomberg, Quantwise, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

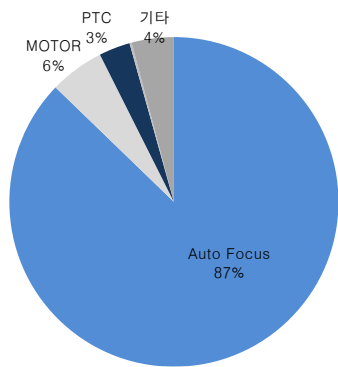
- 스마트폰 카메라 모듈에 적용되는 자동초점장치(AFA) 및 손떨림 방지장치(OIS) 등 원천기술 전자부품 제조 기업
- 듀얼/트리플 카메라를 포함한 전/후면 스마트폰 카메라의 기능 상향으로 AFA 및 OIS 전망 긍정적
- 김상면 대표이사: 경북대학교 재료공학 교수 재직 후 1981년 자화전자 설립
- 자산 3,190억원, 부채 490억원, 자본 2,700억원(2020년 6월 기준)
(발행주식 수: 17,900,000 / 자기주식수: 1,070,670)

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

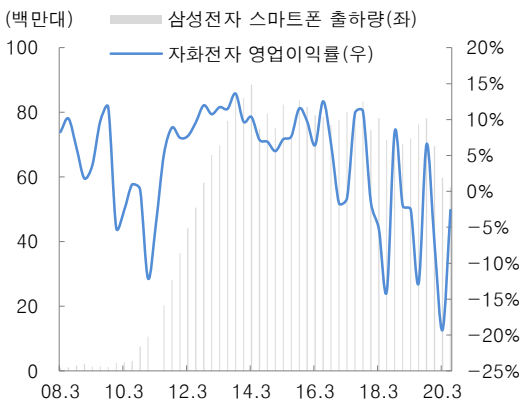
매출 비중



주: 2020년 2분기 연결 매출 기준
자료: 자화전자, 대신증권 Research&Strategy본부

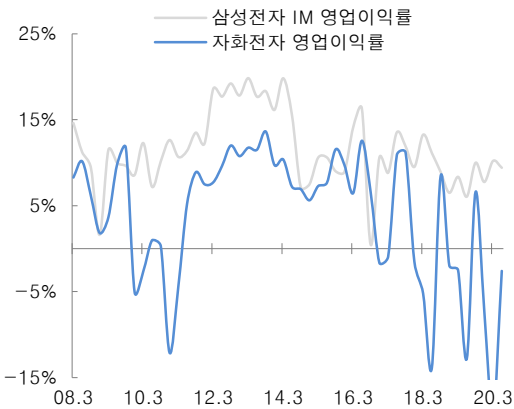
Earnings Driver

삼성전자 스마트폰 출하량 vs. 영업이익률



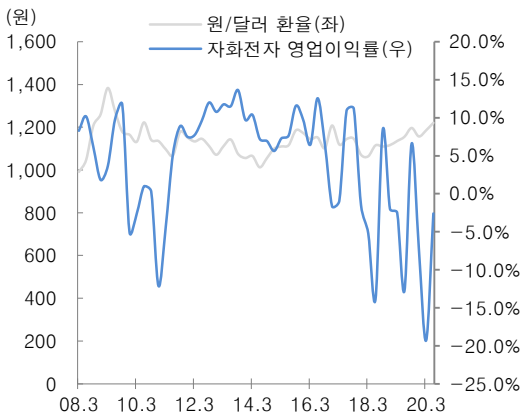
자료: 자화전자, IDC, 대신증권 Research&Strategy본부

삼성전자 IM 영업이익률 vs. 영업이익률



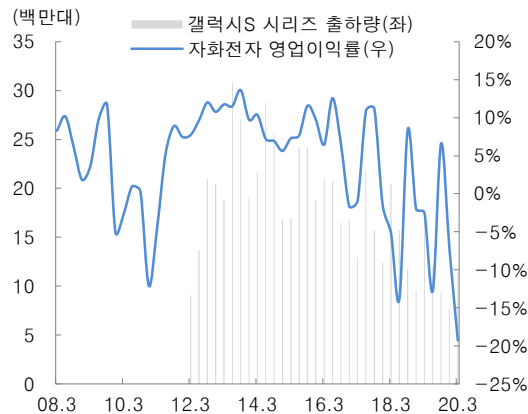
자료: 자화전자, 대신증권 Research&Strategy본부

원달러 vs. 영업이익률



자료: 자화전자, 대신증권 Research&Strategy본부

갤럭시S 시리즈 출하량 vs. 영업이익률



자료: 자화전자, IDC, 대신증권 Research&Strategy본부

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	358	363	261	355	408
매출원가	309	321	229	290	334
매출총이익	49	42	32	66	74
판매비와관리비	57	51	45	48	51
영업이익	-8	-9	-12	18	24
영업이익률	-2.2	-2.5	-4.8	5.0	5.8
EBITDA	37	30	39	71	75
영업외손익	6	10	11	10	9
관계기업손익	1	1	2	2	2
금융수익	13	13	12	12	12
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-10	-10	-8	-9	-9
외환관련손실	7	8	6	6	6
기타	2	5	6	5	4
법인세비용차감전순이익	-1	0	-1	27	33
법인세비용	0	-1	-1	-6	-7
계속사업순이익	-1	0	-3	21	26
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-1	0	-3	21	26
당기순이익률	-0.4	-0.1	-1.1	6.0	6.3
비자배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	-1	0	-3	21	26
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	2	5	5	5	5
포괄순이익	1	5	2	27	31
비자배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	1	5	2	27	31

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	-72	-16	-157	1,187	1,425
PER	NA	NA	NA	9.0	7.5
BPS	15,473	15,564	15,408	16,596	18,020
PBR	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
EBITDAPS	2,077	1,681	2,197	3,973	4,210
EV/EBITDA	3.3	3.5	2.3	1.0	0.7
SPS	20,019	20,281	14,572	19,854	22,797
PSR	0.6	0.5	0.7	0.5	0.5
CFPS	2,499	1,881	2,458	4,148	4,341
DPS	200	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
성장성					
매출액 증가율	-196	1.3	-28.1	36.2	14.8
영업이익 증가율	적전	적지	적지	흑전	34.1
순이익 증가율	적전	적지	적지	흑전	20.1
수익성					
ROIC	-4.1	3.4	-16.5	9.5	12.4
ROA	-1.9	-2.6	-3.6	5.0	6.3
ROE	-0.5	-0.1	-1.0	7.4	8.2
안정성					
부채비율	27.2	25.1	22.9	22.3	20.7
순차입금비율	-31.7	-30.5	-35.7	-41.0	-42.4
이자보상배율	-6.0	-13.7	-25.8	37.9	55.0

자료: 자화전자, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	196	180	189	226	259
현금및현금성자산	36	68	77	98	111
매출채권 및 기타채권	36	31	37	43	54
재고자산	28	32	24	32	41
기타유동자산	96	49	51	53	53
비유동자산	156	169	150	137	131
유형자산	114	115	96	82	75
관계기업투자금	10	14	14	15	16
기타비유동자산	32	40	40	39	39
자산총계	352	348	339	363	389
유동부채	73	67	61	63	63
매입채무 및 기타채무	40	39	35	39	41
차입금	30	25	23	21	19
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	4	2	2	2	2
비유동부채	2	3	2	4	4
차입금	2	1	0	2	2
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	0	2	2	2	2
부채총계	75	70	63	66	67
자배지분	277	279	276	297	323
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	28	28	28	28	28
이익잉여금	252	248	245	266	292
기타지분변동	-12	-6	-6	-6	-6
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	277	279	276	297	323
순차입금	-88	-85	-98	-122	-137

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	36	23	36	54	50
당기순이익	0	0	-3	21	26
비현금항목의 가감	46	34	47	53	52
감가상각비	45	39	52	53	52
외환손익	0	0	-2	-2	-2
지분법평가손익	-1	-1	-2	-2	-2
기타	2	-4	-2	3	4
자산부채의 증감	-1	-9	-9	-17	-23
기타현금흐름	-9	-2	1	-4	-5
투자활동 현금흐름	31	18	-21	-29	-32
투자자산	56	40	-1	-1	-1
유형자산	-29	-35	-32	-40	-44
기타	4	13	12	12	14
재무활동 현금흐름	-94	-9	-3	-1	-2
단기차입금	0	0	-2	-2	-2
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	-85	-5	0	1	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-8	-3	0	0	0
기타	-2	-1	-1	-1	-1
현금의 증감	-35	32	9	21	13
기초 현금	72	36	68	77	98
기말 현금	36	68	77	98	111
NOPLAT	-7	6	-25	14	18
FCF	8	-7	-20	14	13