

# 나무가 190510

## 탐방노트: 무한한 미래

### 전기전자/IT부품장비

Analyst 양승수

02. 6454-4875

seungsoo.yang@meritz.co.kr

### [회사개요]

나무가는 2004년 10월 14일에 설립된 카메라모듈 전문 업체로 2010년 삼성 전자향 스마트폰 카메라모듈 공급을 시작으로 스마트폰용 카메라모듈 부품사로 본격 성장. 3D 센싱 카메라는 2011년부터 개발을 시작, 디바이스 확대 및 고객사 확대로 나무가의 신규 성장 동력이 될 전망.

### [투자 포인트]

1) **본업(스마트폰용 카메라모듈)에서 단단해진 기초체력:** 3Q22 동사의 호실적 원인은 크게 3가지. 1) 경쟁사들과 다르게 동사는 '21년 플래그십 모델에 첫 진입, 이로 인한 믹스 개선 효과가 올해도 지속. '23년도에도 갤럭시 S23, S23+ 추가 공급 및 하반기 폴더블 진입이 예상되기 때문에 믹스 개선 효과는 지속될 전망. 2) 동사의 판관비율은 3.6%로 경쟁사 평균(6.0%) 대비 현저히 낮은 상황. 이는 동사의 본사 직원 현황이 124명으로 경쟁사 대비 낮기 때문. 3) 수율과 공정에서 경쟁우위의 시장지위를 확보. 수율 측면에서 경쟁사들과 1~2%의 차이가 존재. 수율 1%의 차이는 원가 1~2%의 차이를 야기. 또한 동사는 재료비 측면에서 새로운 신규 공정인 레이저 풀 커팅이라는 공정을 개발. 레이저 풀 커팅은 PCB를 단품으로 공급 받지 않고 한판으로 공급 받아 깎아서 투입하는 공정. PCB 공급에서 30~40%의 원가 절감 및 수율 개선이 가능

2) **전략고객사의 VR/AR 기기 출시에 따른 멀티플 상향 가능성:** 동사는 과거부터 3D ToF 카메라 기술력을 전략고객사로부터 인정받아 왔음. 2019년에도 동사는 상대적으로 작은 규모에도 불구하고 경쟁사보다 많은 물량으로 선도로 공급. 인정받은 기술력을 바탕으로 동사는 현재 국내 전략고객사와 VR/AR 기기용 3D ToF 카메라를 단독 개발 중. 정확한 출시 시기는 미정이나 내년 내로 출시될 가능성이 높은 상황. VR/AR 기기의 단기 실적 기여는 미미할 것이나, 시장 성장성이 담보된 만큼 제품의 경쟁력을 인정 받는다면 멀티플 상향 요인으로 작용할 전망. 3D ToF 카메라는 맵스 인식을 테스트 하기 위해 공장에 여유 스페이스가 필요, 이미 다른 2D 업체들은 스페이스들이 2D 설비로 꽉 차 있는 상황. 이에 대한 반사수해도 동사에게 집중될 전망.

3) **3D 센싱 카메라 고객사 확대:** 국내 전략 고객사외에도 다양한 고객사들과 3D 카메라 관련 협업을 진행 중. 대표적으로 일본 메이저 게임사의 차기 콘솔 게임기용 3D ToF 카메라 공급 예정. 해당 제품은 샘플 승인이 완료된 상황. 구체적인 양산 시기는 미정이나 고객사의 제품 출시 시기를 고려 내년 하반기 양산이 시작될 가능성이 높다고 판단. 3D Stereo 카메라에서는 전략 고객사와의 로봇 청소기향 공급 이력으로 해외 업체들과 프로모션 진행 중. 로봇용 카메라는 수량은 작지만 단가가 매우 높기 때문에 추가 고객사 확보는 실적 측면에서 긍정적. 장기적으로는 전장용 인캐빈 카메라향 3D 카메라 공급을 확대할 계획

**[결론]**

2022년을 시작으로 나무가의 양적+질적 성장이 시작될 전망이다. 1) 스마트폰 향 실적은 삼성전자향 플래그십, 폴더블 모델 공급 확대, 중화권향 Ois 공급 시작이 견인하고 2) 3D 센싱 카메라 실적은 전략 고객사의 VR/AR 기기 출시, 일본 메이저 콘솔 게임사의 신규 게임기 출시 등 신규 디바이스 출시가 견인할 전망이다. 2D 카메라 대비 3D 센싱 카메라의 마진이 높기 때문에 3D 센싱 카메라의 매출 비중 증가는 전사 수익성 개선으로 이어짐. 이는 향후에도 동사가 카메라모듈 경쟁 업체 대비 높은 수익성을 유지하는 원동력이 될 전망이다.

나무가 현 주가는 최근 급격한 주가 상승에도 불구하고 2022년 PER 4.5배, 2023년 PER 4.3배에 거래 중. 이는 Peer로 볼 수 있는 국내 카메라모듈 경쟁 업체 대비 과도한 저평가 수준. 오히려 1) 경쟁 업체들 대비 안정적인 실적이 예상되고 2) 3D 센싱 카메라의 적용 디바이스 및 고객사가 확대되고 있으며 3) 국내 전략고객사의 VR/AR 기기 출시와 함께 멀티플 상향이 가능하다는 점에서 프리미엄이 정당하다고 판단. 기존 스마트폰 카메라모듈사에서 3D 센싱 카메라 업체로의 사업체질 변화와 성장성을 감안한 재평가가 필요

**표1 나무가 실적 전망 (메리츠 추정)**

| (십억원)            | 2019         | 2020         | 2021         | 2022E        | 2023E        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>       | <b>362.1</b> | <b>511.8</b> | <b>502.9</b> | <b>520.0</b> | <b>533.0</b> |
| YoY (%)          | 16.4         | 41.3         | -1.7         | 3.4          | 2.5          |
| <b>영업이익</b>      | <b>2.7</b>   | <b>(2.3)</b> | <b>23.0</b>  | <b>37.8</b>  | <b>41.6</b>  |
| YoY (%)          | -32.7        | 적전           | 흑전           | 64.5         | 10.0         |
| <b>영업이익률 (%)</b> | <b>0.7</b>   | <b>-0.4</b>  | <b>4.6</b>   | <b>7.3</b>   | <b>7.8</b>   |
| <b>지배순이익</b>     | <b>(0.4)</b> | <b>(7.9)</b> | <b>16.0</b>  | <b>54.5</b>  | <b>57.0</b>  |
| 주식수(백만주)         | 3.4          | 6.9          | 13.7         | 15.2         | 15.2         |
| EPS (원)          | -111         | -1,148       | 1,163        | 3,584        | 3,751        |

자료: 나무가, 메리츠증권 리서치센터

**표2 국내 카메라모듈 업체 Valuation 비교**

|            | PER(배)     |            | PBR(배)     |            | ROE(%)      |             | 매출액(십억원)     |              | 영업이익(십억원)   |             |
|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
|            | 22E        | 23E        | 22E        | 23E        | 22E         | 23E         | 22E          | 23E          | 22E         | 23E         |
| <b>나무가</b> | <b>4.5</b> | <b>4.3</b> | <b>2.2</b> | <b>1.5</b> | <b>64.6</b> | <b>40.7</b> | <b>520.0</b> | <b>533.0</b> | <b>37.8</b> | <b>41.6</b> |
| 파트론        | 13.1       | 9.9        | 1.0        | 1.0        | 8.1         | 10.0        | 1244.1       | 1347.7       | 54.2        | 70.3        |
| 엠씨넥스       | 12.2       | 10.8       | 1.6        | 1.4        | 13.6        | 13.7        | 1113.7       | 1181.7       | 14.8        | 36.2        |
| 파워로직스      | N/A        | N.A        | 0.9        | 0.9        | N.A         | N.A         | 810.5        | 783.8        | -21.4       | 4.3         |

주: 나무가는 당사 추정치 기준

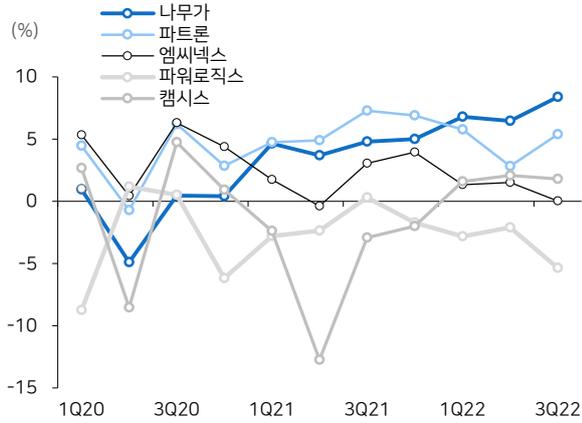
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

**표3 나무가 스마트폰 카메라모듈 제품군**

| 기종            | 구분       | 주력 양산 기종별 화소수           |               |        |
|---------------|----------|-------------------------|---------------|--------|
|               |          | 2021                    | 2022          | 2023E  |
| Flagship      |          | 40M AF                  |               | 12M AF |
|               |          | 12M UW                  |               | 12M UW |
|               | Main(AF) | 48M AF                  | 50M ~ 108M AF |        |
| "A, M Series" | Main(FF) | 5M Bokeh / Macro (Mass) |               |        |
|               | VT       | 13M ~ 32M A/A           |               |        |

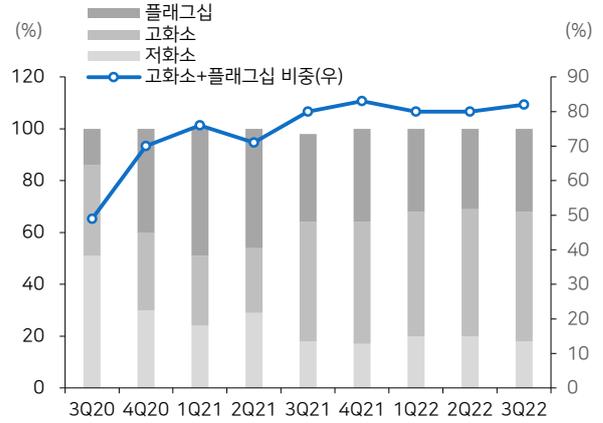
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 삼성전자 카메라모듈 협력사 영업이익률 비교



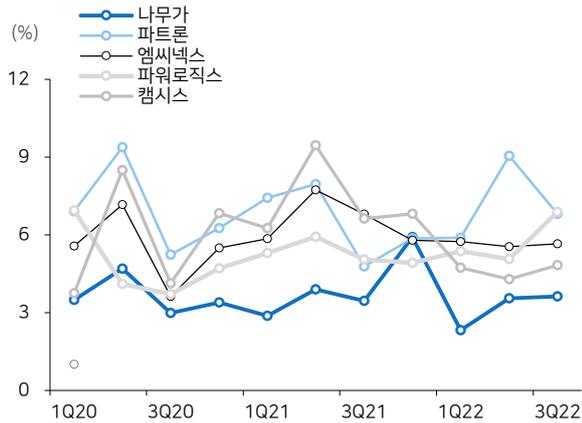
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 나무가 제품군별 매출 비중



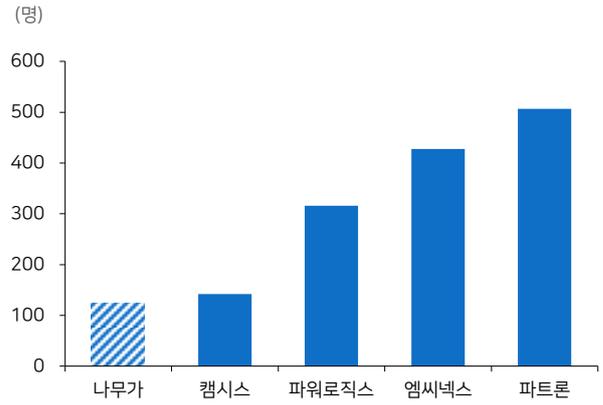
자료: 나무가, 메리츠증권 리서치센터

그림3 삼성전자 카메라모듈 협력사 판관비율 비교



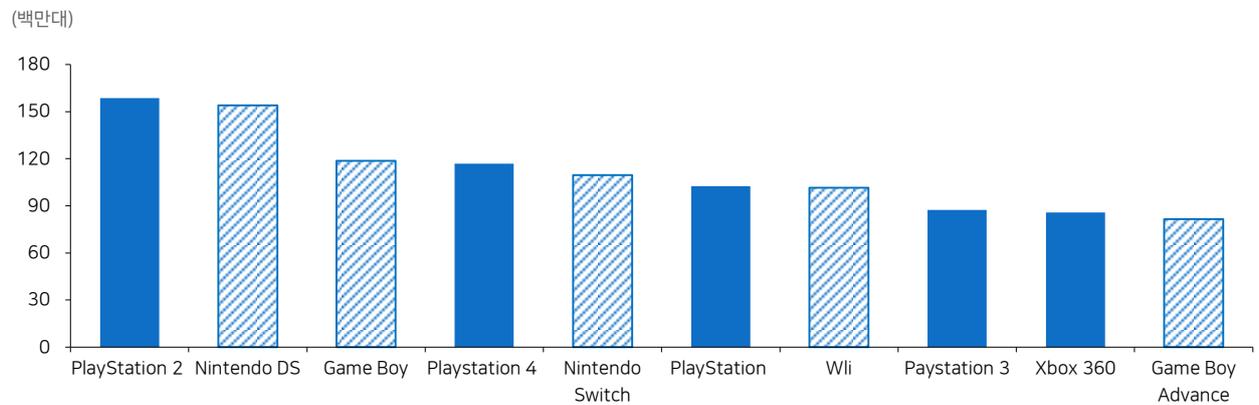
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림4 삼성전자 카메라모듈 협력사 직원현황 비교



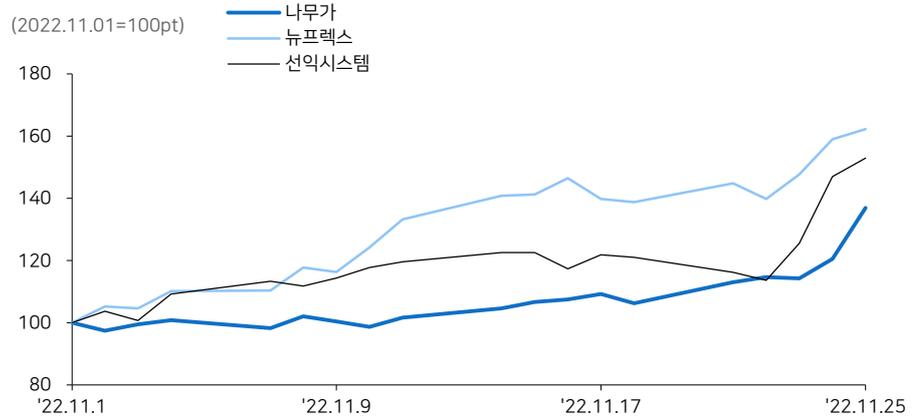
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림5 역대 전세계 누적 기준 Top 10 게임 콘솔



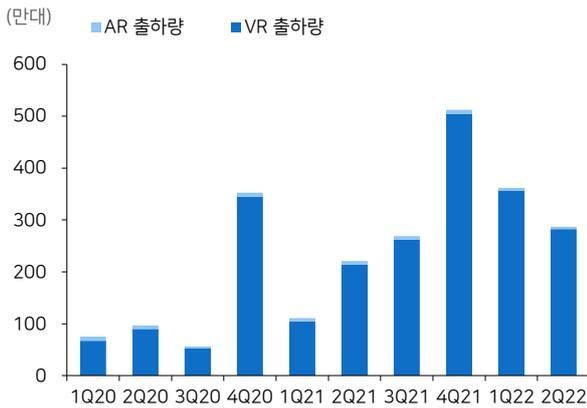
자료: Statista, 메리츠증권 리서치센터

그림6 국내 VR/AR 관련주 11월 주가 추이



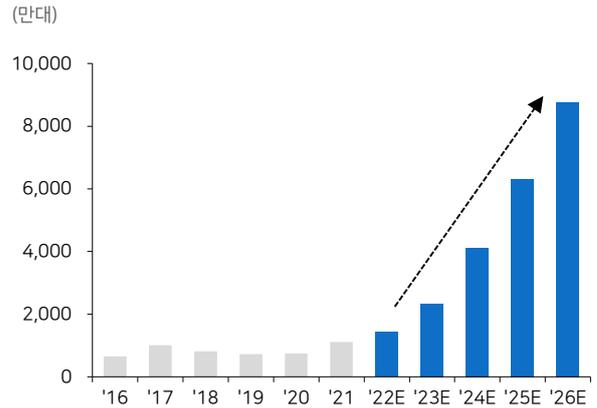
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 2022년 상반기 기준 VR/AR 출하량 현황



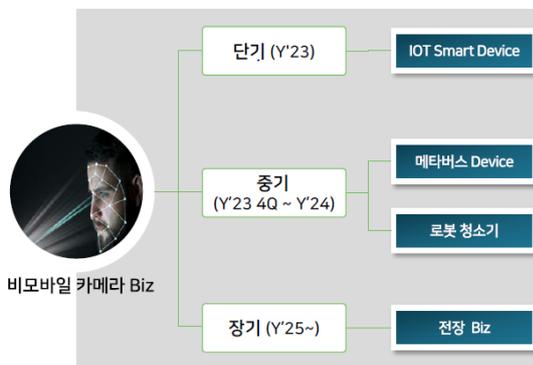
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 VR/AR 시장 전망



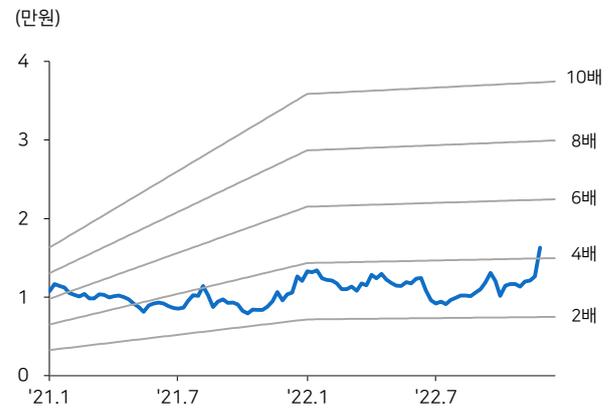
자료: Insiderintelligence, 메리츠증권 리서치센터

그림9 나무가 3D 센싱 카메라 로드맵



자료: 나무가

그림10 나무가 PER 밴드 추이



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

### Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생 할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.