

## Company Update



**이중욱**  
Analyst  
jwstar.lee@samsung.com  
02 2020 7793

**배현기**  
Research Associate  
hk.bae@samsung.com  
02 2020 7846

## AT A GLANCE

NOT RATED

|                |                    |
|----------------|--------------------|
| 목표주가           | n/a                |
| 현재주가           | 43,500원            |
| 시가총액           | 1,492.7억원          |
| Shares (float) | 3,431,550주 (68.8%) |
| 52 주 최저/최고     | 15,000원/53,500원    |
| 60 일-평균거래대금    | 23.4억원             |

## ONE-YEAR PERFORMANCE

|                     | 1M    | 6M    | 12M   |
|---------------------|-------|-------|-------|
| 나무가 (%)             | -15.0 | 106.7 | 114.3 |
| Kosdaq 지수 대비 (%pts) | -8.7  | 116.3 | 161.1 |

2019. 7. 22

## 나무가 (190510)

## 나무가 아시아 NDR 후기: 성장이 더 남았다

- 삼성의 플래그십 모델 ToF 채용 확대 수혜
- 중저가 고해상도 전면카메라에 따라 기존 사업의 턴어라운드 전망
- 투자자들은 대체로 성장에 공감하나 지속성을 의심하는 분위기

## WHAT'S THE STORY

**투자 의견 - 성장 사이클:** 우리가 느낀 투자자들의 대체적인 반응은 성장에 공감하고 지속성을 의심. 이로 미루어 볼 때, 동사의 주가가 이익 성장에 발맞추어 상승할 가능성이 높은 반면 3D카메라로 인한 주식 리레이팅의 가능성은 낮다고 생각한다. 지금은 2020년의 성장을 즐길 사이클이며, 2020년 중 중저가 스마트폰으로의 ToF모듈 침투 확대나 동사의 고객 다변화, 제조 경쟁력 증명 여부에 따라 2020년 이후에도 추가적인 업사이드를 기대해 볼만 하다고 판단한다.

**고객사의 ToF 채용 최대 수혜:** 삼성전자가 갤럭시S10 5G에 ToF 모듈(3D 카메라)을 채용한데 이어 갤럭시노트10에서 채용 확대를 기대한다. 2020년에는 플래그십 침투율 상승에 이어 중저가 스마트폰까지 트렌드가 이어질 가능성이 높아 보인다. 화웨이와 애플 등 경쟁사의 채용 확대도 삼성 ToF 채용을 촉진시키는 요소이다. 동사는 삼성전자의 주요 ToF모듈 공급 업체로서 채용 확대에 따른 매출 상승이 예상된다.

**4Q19부터 중저가 스마트폰의 고해상도 전면카메라 확대:** 동사는 지난 2년간 중저가 스마트폰의 점유율 하락과 사양 개선 실패로 고전했으나, 3Q부터 트리플 카메라 매출 성장, 4Q부터는 32MP 등 고화소 전면카메라의 매출 증가로 인한 실적 개선이 돋보일 것이다. ASP 증가 효과는 매출 뿐 아니라 BEP 수준의 이익률 개선에 기여할 것이다.

**투자자 반응 - 성장에 환호, 지속성 의심:** 투자자들은 삼성의 ToF 채용 트렌드와 동사의 ToF 중심 매출 성장에 공감하는 분위기였다. 2020년 큰 폭의 매출 상승이 주가에 추가 반영될 가능성이 커 보인다. 그러나 스마트폰 내에서 3D 카메라의 쓰임새(소프트웨어)를 찾고 싶어했고, 2H20 이후 ToF의 경쟁 격화 사이클이 언제부터 진행될지에 대한 우려가 공존하였다.

## SUMMARY FINANCIAL DATA

|                      | 2015  | 2016    | 2017     | 2018  |
|----------------------|-------|---------|----------|-------|
| 매출액 (십억원)            | 404   | 293     | 258      | 313   |
| 영업이익 (십억원)           | 26    | (1)     | (31)     | 2     |
| 순이익 (십억원)            | 8     | (4)     | (41)     | 4     |
| EPS (adj) (원)        | 3,342 | (1,241) | (11,963) | 1,187 |
| EPS (adj) growth (%) | 384.0 | 적전      | 적지       | 흑전    |
| EBITDA margin (%)    | 8.2   | 3.1     | (7.6)    | 4.4   |
| ROE (%)              | 21.3  | (6.3)   | (79.3)   | 12.2  |
| P/E (adj) (배)        | 13.0  | (35.1)  | (3.6)    | 36.7  |
| P/B (배)              | 2.0   | 1.9     | 4.4      | 3.8   |
| EV/EBITDA (배)        | 4.2   | 14.0    | (9.4)    | 11.4  |
| Dividend yield (%)   | 0.0   | 0.0     | 0.0      | 0.0   |

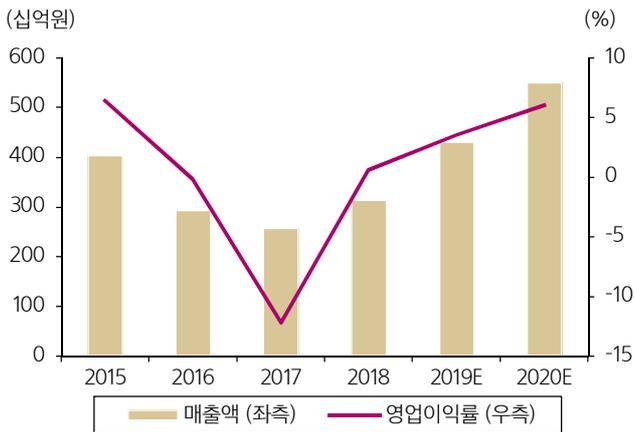
자료: 삼성증권 추정

기술별 3D 카메라 조합



자료: 나무가, 삼성증권

매출액과 영업이익률 추이



참고: 2019년 수치부터는 회사 가이드스 참조  
 자료: 나무가, 삼성증권

지분 구조

|           | 주식수 (주)          | 지분율 (%)      |
|-----------|------------------|--------------|
| 서정화 대표    | 845,000          | 22.6         |
| 관계자       | 133,904          | 3.6          |
| 자사주 교환사채  | 239,456          | 6.4          |
| 교환 이후 자사주 | 59,864           | 1.6          |
| 우리사주      | 33,270           | 0.9          |
| CB전환*     | 302,267          | 8.1          |
| 기타        | 2,120,056        | 56.8         |
| <b>합계</b> | <b>3,733,817</b> | <b>100.0</b> |

참고: \*교환사채로 교환 가능하며 대주주의 25% 우선 매수 옵션 (6.98%)  
 \*\*전환사채 1년 lock-up으로 대주주의 25% 매수 옵션, 희석률 8.81%  
 자료: 나무가, 삼성증권

사채 발행 현황

|           | 전환 주식수 (주) | 전환 가격 (원) | 전환가액 (백만원) | 희석률   | 비고                    |
|-----------|------------|-----------|------------|-------|-----------------------|
| 전환사채 (CB) | 302,267    | 35,350    | 10,685     | 8.81% | 2020년 6월 12일부터 전환 가능  |
| 교환사채 (EB) | 239,456    | 38,900    | 9,315      | 0%    | 발행주식의 6.98%로, 자사주로 교환 |

자료: 나무가, 삼성증권

포괄손익계산서

| 12월 31일 기준(십억원) | 2014 | 2015  | 2016    | 2017     | 2018  |
|-----------------|------|-------|---------|----------|-------|
| 매출액             | 218  | 404   | 293     | 258      | 313   |
| 매출원가            | 203  | 355   | 276     | 270      | 294   |
| 매출총이익           | 15   | 49    | 17      | (12)     | 19    |
| (매출총이익률, %)     | 7.0  | 12.2  | 5.7     | (4.8)    | 5.9   |
| 판매 및 일반관리비      | 14   | 24    | 17      | 19       | 17    |
| 영업이익            | 2    | 26    | (1)     | (31)     | 2     |
| (영업이익률, %)      | 0.8  | 6.4   | (0.2)   | (12.2)   | 0.6   |
| 영업외손익           | 1    | (10)  | (4)     | (9)      | 3     |
| 금융수익            | 0    | 1     | 4       | 3        | 1     |
| 금융비용            | 3    | 14    | 5       | 2        | 3     |
| 지분법손익           | 0    | 0     | 0       | 0        | 0     |
| 기타              | 3    | 2     | (3)     | (10)     | 6     |
| 세전이익            | 2    | 15    | (5)     | (41)     | 5     |
| 법인세             | 1    | 7     | (1)     | 0        | 1     |
| (법인세율, %)       | 24.8 | 44.6  | 13.0    | (0.9)    | 27.0  |
| 계속사업이익          | 2    | 8     | (4)     | (41)     | 4     |
| 중단사업이익          | 0    | 0     | 0       | 0        | 0     |
| 순이익             | 2    | 8     | (4)     | (41)     | 4     |
| (순이익률, %)       | 0.8  | 2.1   | (1.4)   | (15.9)   | 1.1   |
| 지배주주순이익         | 2    | 8     | (4)     | (41)     | 4     |
| 비지배주주순이익        | 0    | 0     | (0)     | (0)      | (0)   |
| EBITDA          | 6    | 33    | 9       | (19)     | 14    |
| (EBITDA 이익률, %) | 2.7  | 8.2   | 3.1     | (7.6)    | 4.4   |
| EPS (지배주주)      | 690  | 3,342 | (1,241) | (11,963) | 1,187 |
| EPS (연결기준)      | 690  | 3,342 | (1,252) | (12,062) | 1,046 |
| 수정 EPS (원)*     | 690  | 3,342 | (1,241) | (11,963) | 1,187 |

현금흐름표

| 12월 31일 기준(십억원)  | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|------------------|------|------|------|------|------|
| 영업활동에서의 현금흐름     | (4)  | 43   | 10   | (43) | 26   |
| 당기순이익            | 2    | 8    | (4)  | (41) | 4    |
| 현금유출입이없는 비용 및 수익 | 9    | 28   | 10   | 18   | 17   |
| 유형자산 감가상각비       | 4    | 7    | 10   | 12   | 12   |
| 무형자산 상각비         | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 기타               | 5    | 21   | 0    | 6    | 5    |
| 영업활동 자산부채 변동     | (14) | 10   | 11   | (17) | 8    |
| 투자활동에서의 현금흐름     | (23) | (48) | (24) | 12   | (1)  |
| 유형자산 증감          | (22) | (17) | (19) | (18) | (6)  |
| 장단기금융자산의 증감      | (0)  | (27) | (7)  | 29   | (4)  |
| 기타               | (0)  | (3)  | 2    | 1    | 9    |
| 재무활동에서의 현금흐름     | 24   | 23   | 19   | 8    | (22) |
| 차입금의 증가(감소)      | 25   | 0    | 3    | 0    | (20) |
| 자본금의 증가(감소)      | 0    | 33   | 12   | 1    | 0    |
| 배당금              | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 기타               | (1)  | (10) | 5    | 7    | (2)  |
| 현금증감             | (3)  | 20   | 5    | (24) | (0)  |
| 기초현금             | 20   | 17   | 37   | 42   | 18   |
| 기말현금             | 17   | 37   | 42   | 18   | 18   |
| Gross cash flow  | 11   | 36   | 6    | (22) | 20   |
| Free cash flow   | (26) | 24   | (11) | (62) | 20   |

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외, \*\* 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외

\*\*\* P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 나무가, 삼성증권 추정

재무상태표

| 12월 31일 기준(십억원) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|-----------------|------|------|------|------|------|
| 유동자산            | 96   | 154  | 134  | 83   | 67   |
| 현금 및 현금등가물      | 17   | 37   | 42   | 18   | 18   |
| 매출채권            | 33   | 42   | 21   | 24   | 21   |
| 재고자산            | 33   | 34   | 27   | 26   | 10   |
| 기타              | 12   | 41   | 44   | 15   | 17   |
| 비유동자산           | 40   | 50   | 61   | 59   | 52   |
| 투자자산            | 1    | 0    | 1    | 2    | 1    |
| 유형자산            | 37   | 48   | 59   | 55   | 49   |
| 무형자산            | 0    | 1    | 1    | 1    | 1    |
| 기타              | 2    | 1    | 1    | 1    | 0    |
| 자산총계            | 136  | 204  | 196  | 142  | 119  |
| 유동부채            | 97   | 126  | 102  | 94   | 73   |
| 매입채무            | 54   | 70   | 52   | 45   | 39   |
| 단기차입금           | 36   | 31   | 26   | 35   | 25   |
| 기타 유동부채         | 7    | 25   | 25   | 13   | 9    |
| 비유동부채           | 19   | 18   | 22   | 18   | 10   |
| 사채 및 장기차입금      | 18   | 16   | 20   | 16   | 9    |
| 기타 비유동부채        | 1    | 2    | 3    | 2    | 1    |
| 부채총계            | 116  | 144  | 124  | 112  | 83   |
| 지배주주지분          | 19   | 60   | 72   | 31   | 36   |
| 자본금             | 1    | 2    | 2    | 2    | 2    |
| 자본잉여금           | 13   | 46   | 57   | 58   | 58   |
| 이익잉여금           | 4    | 18   | 15   | (26) | (21) |
| 기타              | 1    | (5)  | (2)  | (3)  | (3)  |
| 비지배주주지분         | 0    | 0    | 0    | (0)  | (1)  |
| 자본총계            | 19   | 60   | 72   | 31   | 35   |
| 순부채             | 35   | (12) | (21) | 33   | 8    |

재무비율 및 주당지표

| 12월 31일 기준     | 2014   | 2015    | 2016    | 2017     | 2018   |
|----------------|--------|---------|---------|----------|--------|
| 증감률 (%)        |        |         |         |          |        |
| 매출액            | (0.4)  | 85.0    | (27.5)  | (12.0)   | 21.5   |
| 영업이익           | (66.7) | 1,342.5 | 적전      | 적지       | 흑전     |
| 순이익            | (15.0) | 365.7   | 적전      | 적지       | 흑전     |
| 수정 EPS**       | (29.6) | 384.0   | 적전      | 적지       | 흑전     |
| 주당지표           |        |         |         |          |        |
| EPS (지배주주)     | 690    | 3,342   | (1,241) | (11,963) | 1,187  |
| EPS (연결기준)     | 690    | 3,342   | (1,252) | (12,062) | 1,046  |
| 수정 EPS**       | 690    | 3,342   | (1,241) | (11,963) | 1,187  |
| BPS            | 7,331  | 22,021  | 23,217  | 9,842    | 11,511 |
| DPS (보통주)      | 0      | 0       | 0       | 0        | 0      |
| Valuations (배) |        |         |         |          |        |
| P/E***         | 63.0   | 13.0    | n/a     | n/a      | 36.7   |
| P/B***         | 5.9    | 2.0     | 1.9     | 4.4      | 3.8    |
| EV/EBITDA      | 31.3   | 4.2     | 14.0    | n/a      | 11.4   |
| 비율             |        |         |         |          |        |
| ROE (%)        | 10.1   | 21.3    | (6.3)   | (79.3)   | 12.2   |
| ROA (%)        | 1.6    | 5.0     | (2.1)   | (24.2)   | 2.7    |
| ROIC (%)       | 3.5    | 27.7    | (1.2)   | (55.1)   | 2.6    |
| 배당성향 (%)       | 0.0    | 0.0     | 0.0     | 0.0      | 0.0    |
| 배당수익률 (보통주, %) | 0.0    | 0.0     | 0.0     | 0.0      | 0.0    |
| 순부채비율 (%)      | 179.7  | (20.1)  | (29.1)  | 107.3    | 21.5   |
| 이자보상배율 (배)     | 1.0    | 8.4     | (0.4)   | (18.6)   | 1.0    |

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 7월 19일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 7월 19일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자 의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

|             |           |
|-------------|-----------|
| 일 자         | 2019/7/19 |
| 투자 의견       | Not Rated |
| TP (원)      | n/a       |
| 과리율 (평균)    |           |
| 과리율 (최대/최소) |           |

투자 기간 및 투자 등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자 등급을 아래와 같이 구분합니다.

| 기업   | 산업  |
|--|---|
| <b>BUY (매수)</b><br>향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고<br>업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준 | <b>OVERWEIGHT(비중확대)</b><br>향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상<br>상승 예상  |
| <b>HOLD (중립)</b><br>향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외                         | <b>NEUTRAL(중립)</b><br>향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준<br>(±5%) 예상     |
| <b>SELL (매도)</b><br>향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하                              | <b>UNDERWEIGHT(비중축소)</b><br>향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상<br>하락 예상 |

최근 1년간 조사분석자료의 투자 등급 비율 2019년 6월 30일 기준

매수 (75.5%) | 중립 (24.5%) | 매도 (0%)