



기업분석 | 가전/전기전자

Analyst

이왕진

02 3779 8832

Wangjin4268@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	54,000 원
현재주가	38,500 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ (10/28)	652.42 pt
시가총액	1,322 억원
발행주식수	3,432 천주
52 주 최고가/최저가	53,500 / 15,000 원
90 일 일평균거래대금	17.43 억원
외국인 지분율	2.3%
배당수익률(19.12E)	0.0%
BPS(19.12E)	11,477 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1개월 -1.4%
	6개월 21.0%
	12개월 105.5%
주주구성	서정화(외 4인) 28.5%
	자사주(외 1인) 8.7%

Stock Price

나무가 (190510)

PER 5.5배, 이제는 ToF 모듈사보다 카메라 모듈사

A-series mass model 신규 수주

나무가가 A-series 신규 2기종을 선도한 것으로 보여진다. 그 중 한 기종은 연간 천만대 이상 판매되는 mass model이며 실적기여도가 의미 있는 수준일 것으로 전망된다. 본 기종의 전(前) 기종 판매량 수준으로 판매 될 시, 이로 인한 실적 업사이드는 550~600억원 수준으로 분석된다. 본 기종의 출시일정을 고려할 때 동사 분기 실적 변동성이 완만해 질 것으로 예상되는 점 또한 긍정적인 부분이다. 특히 본 모델은 중국 ODM확대에 전초기지 와 같은 모델이기 때문에, 이번 결정은 ODM 확대 우려를 어느 정도 완화시키는 이벤트 로 판단된다.

ToF 센티는 벗어나고 실적 성장에 집중하자

고객사의 ToF 카메라 모듈 조달방식이 변화하며 한동안 동사 주가에 부정적인 영향이 지속되었지만, 동사는 단연 카메라 모듈사 중 내년 성장이 가장 클 것으로 기대되는 기업이다. 1) 현재 중국 ODM을 제외한 A-series 중 내년 상반기 출시 모델에 전부 참여하였으며, 2) 창립 최초로 플래그십 모델에 진입하였기 때문이다. 특히 현재 하반기 모델 과제가 출시되지 않은 가운데, 내년 상반기 출시되는 A-series 대부분 모델에 참가한 점은 하반기 신규 모델에 대한 수주 기대감을 높여주는 record다.

저평가 + 고성장

1) 카메라 모듈사 중 내년 상반기 A시리즈 penetration이 가장 높으며, 2) 플래그십 메인 벤더 지위를 유지하고 있으며, 3) 2020년 EPS 기준 PER은 5.5배로, 업종 대비(7배) 저 평가 되어있는 점 등을 고려하여 매수의견을 유지한다.

Financial Data

(십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	293	258	313	386	608
영업이익	-1	-31	2	14	31
세전계속사업손익	-5	-41	5	9	30
순이익	-4	-41	4	3	22
EPS (원)	-1,364	-13,130	1,300	1,061	6,939
증감률 (%)	n/a	적지	흑전	-18.4	554.2
PER (x)	-42.8	-1.4	29.6	36.3	5.5
PBR (x)	2.8	2.1	3.7	3.4	2.2
EV/EBITDA (x)	19.3	-5.0	10.2	5.3	2.8
영업이익률 (%)	-0.2	-12.2	0.6	3.5	5.1
EBITDA 마진 (%)	3.1	-7.6	4.4	7.3	7.4
ROE (%)	-6.3	-79.3	12.2	8.8	43.3
부채비율 (%)	173.2	365.6	235.3	468.7	291.3

주: IFRS 연결 기준

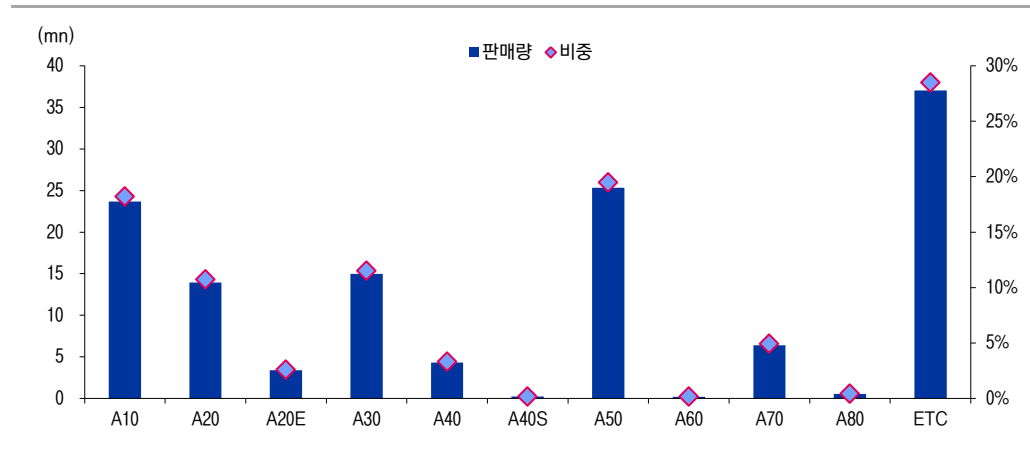
자료: 나무가, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 나무가 실적 추이

(억원)	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액	567	697	1,155	1,437	1,805	1,555	1,376	1,343	3,128	3,855	6,079
YoY	-27%	-19%	50%	100%	218%	123%	19%	-7%	21%	23%	58%
QoQ	-21%	23%	66%	24%	26%	-14%	-12%	-2%			
매출원가	547	647	1,028	1,293	1,589	1,400	1,238	1,222	2,943	3,516	5,448
매출총이익	20	49	127	144	217	156	138	121	185	340	631
GPM	4%	7%	11%	10%	12%	10%	10%	9%	6%	9%	10%
판매비	45	43	58	57	81	78	69	94	167	203	322
영업이익	-25	6	69	86	135	78	69	27	19	136	309
YoY	적지	-78%	238%	292%	흑전	1208%	-1%	-69%	흑전	635%	126%
QoQ	적전	-124%	1066%	24%	57%	-43%	-12%	-61%			
OPM	-4%	1%	6%	6%	8%	5%	5%	2%	1%	3.5%	5.1%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 2019년 중저가 판매량 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

나무가 (190510)

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	134	83	67	160	176
현금 및 현금성자산	42	18	18	42	64
매출채권 및 기타채권	21	25	24	62	58
재고자산	27	26	10	30	28
기타유동자산	44	14	15	25	26
비유동자산	61	59	52	64	63
관계기업투자등	0	1	1	1	1
유형자산	59	55	49	58	57
무형자산	1	1	1	2	2
자산총계	196	142	119	224	239
유동부채	102	94	73	176	170
매입채무 및 기타채무	54	48	40	102	95
단기금융부채	39	43	31	74	74
기타유동부채	8	3	3	1	1
비유동부채	22	18	10	8	8
장기금융부채	20	16	9	7	7
기타비유동부채	3	2	1	2	2
부채총계	124	112	83	185	178
지배주주지분	72	31	36	39	61
자본금	2	2	2	2	2
자본잉여금	57	58	58	58	58
이익잉여금	15	-26	-21	-18	4
비지배주주지분(연결)	0	0	-1	0	0
자본총계	72	31	35	39	61

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	10	-43	26	21	35
당기순이익(손실)	-4	-41	4	3	22
비현금수익비용가감	10	18	17	23	14
유형자산감가상각비	10	12	12	14	14
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	-1	3	2	9	0
영업활동 자산부채변동	11	-17	8	-3	-1
매출채권 감소(증가)	22	-9	-5	-39	4
재고자산 감소(증가)	7	-2	16	-20	2
매입채무 증가(감소)	-18	-1	-3	60	-7
기타자산, 부채변동	0	-5	1	-4	0
투자활동 현금	-24	12	-1	-31	-13
유형자산처분(취득)	-19	-18	-6	-23	-12
무형자산 감소(증가)	0	0	-1	-1	0
투자자산 감소(증가)	-7	29	-6	-6	-1
기타투자활동	2	1	11	-1	0
재무활동 현금	19	8	-22	34	0
차입금의 증가(감소)	0	8	-22	34	0
자본의 증가(감소)	19	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	5	-24	0	25	22
기초현금	37	42	18	18	42
기말현금	42	18	18	42	64

자료: 나무가, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	293	258	313	386	608
매출원가	276	270	294	352	545
매출총이익	17	-12	19	34	63
판매비 및 관리비	17	19	17	20	32
영업이익	-1	-31	2	14	31
(EBITDA)	9	-19	14	28	45
금융손익	-2	-7	0	1	1
이자비용	2	2	2	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	-1	0	0
기타영업외손익	-3	-2	5	-6	-2
세전계속사업이익	-5	-41	5	9	30
계속사업법인세비용	-1	0	1	5	8
계속사업이익	-4	-41	4	4	22
중단사업이익	0	0	0	-1	0
당기순이익	-4	-41	4	3	22
지배주주	-4	-41	4	3	22
총포괄이익	-4	-42	4	3	22
매출총이익률 (%)	5.7	-4.8	5.9	8.8	10.4
영업이익률 (%)	-0.2	-12.2	0.6	3.5	5.1
EBITDA마진률 (%)	3.1	-7.6	4.4	7.3	7.4
당기순이익률 (%)	-1.4	-15.9	1.1	0.8	3.6
ROA (%)	-2.1	-24.0	3.1	1.9	9.4
ROE (%)	-6.3	-79.3	12.2	8.8	43.3
ROIC (%)	-1.0	-40.6	2.6	12.8	40.3

주요 투자지표

	2016	2017	2018	2019E	2020E
투자지표 (x)					
P/E	-42.8	-1.4	29.6	36.3	5.5
P/B	2.8	2.1	3.7	3.4	2.2
EV/EBITDA	19.3	-5.0	10.2	5.3	2.8
P/CF	32.6	#VALUE!	6.5	5.0	3.7
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	-27.5	-12.0	21.5	23.2	57.7
영업이익	적전	적지	흑전	634.8	126.3
세전이익	적전	적지	흑전	79.0	238.7
당기순이익	적전	적지	흑전	-13.2	598.1
EPS	적전	적지	흑전	-18.4	554.2
안정성 (%)					
부채비율	173.2	365.6	235.3	468.7	291.3
유동비율	131.7	88.8	90.9	90.6	104.0
순차입금/자기자본(x)	-29.1	107.3	21.5	44.8	-8.1
영업이익/금융비용(x)	-0.4	-18.6	1.0	33.7	n/a
총차입금 (십억원)	59	59	39	81	81
순차입금 (십억원)	-21	33	8	18	-5
주당지표(원)					
EPS	-1,364	-13,130	1,300	1,061	6,939
BPS	21,163	8,981	10,506	11,477	17,811
CFPS	1,790	n/a	5,918	7,640	10,413
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

나무가 목표주가 추이		투자 의견 변동내역							
(원)	주가	목표주가	일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)			과락율(%)
						최저 대비	최고 대비	평균 대비	
70,000			2019.08.26	변경	이왕진				
60,000			2019.08.26	Buy	60,000	-24.2	-32.1		
50,000			2019.09.23	Buy	54,000				
40,000									
30,000									
20,000									
10,000									
0									
17/10									
18/04									
18/10									
19/04									
19/10									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 이왕진)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	94.6% 5.4%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 $\pm 20\%$ 에서 $\pm 15\%$ 로 변경
		합계		100.0%	투자 의견 비율은 2018. 10. 1 ~ 2019. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)