Small-Cap
Smartphone Camera

해성옵틱스(076610.KQ)





미드스몰캡 팀장 박종선
Tel. 02)368-6076 / jongsun.park@eugenefn.com
미드스몰캡 한상웅
Tel. 02)368-6139 / sangwoung@eugenefn.com

NR

현재주가(8/31)	6,380원

Key Data	(기준일: 2017.8.31)
KOSPI(pt)	2,363.2
KOSDAQ(pt)	657.8
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	106.4
52주 최고/최저(원)	7,300 / 3,865
52주 일간 Beta	1.15
발행주식수(천주)	16,675
평균거래량(3M,천주)	299
평균거래대금(3M,백만원)	1,917
배당수익률(17F, %)	0.0
외국인 지분율(%)	0.8
주요주주 지분율(%)	
이을성 외 7인	39.7

Company vs KOSPI composite

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.3	23.6	15.2	25.8
KOSPI 대비상대수익률	5.2	22.8	7.7	26.7

Financial Data

결산기(12 월)	2016A	2017F	2018F
매출액(십억원)	367.2	431.2	489.5
영업이익(십억원)	1.6	0.6	27.1
세전계속사업손익(십억원)	2.4	(5.0)	25.0
당기순이익(십억원)	1.9	(7.2)	20.5
EPS(원)	117	-428	1,228
증감률(%)	-33.8	적전	흑전
PER(배)	41.6	na	5.2
ROE(%)	2.7	-10.4	27.4
PBR(배)	1.1	1.6	1.3
EV/EBITDA(배)	6.1	8.2	3.3

자료: 유진투자증권

듀얼카메라 확대로 AF액츄에이터 수요 증가 수혜 기대

렌즈 모듈, AF엑츄에이터, 카메라 모듈 제조과정을 일원화한 모바일용 카메라 부품 전문업체

- 1988년 설립, 2013년 코스닥 시장에 상장한 모바일용 카메라모듈 전문제조업체임
- 설립초기 렌즈사업을 시작, 삼성전자, 삼성전기 협력업체로 선정. 2002년 중국천진 법인 설립, 2011년 베트남 법인 완공. 카메라모듈 양산으로 사업 확대 이후, AF엑츄에이터(OIS)까지 양산하게 되면서 모바일용 카메라모듈의 강자로 부각됨
- 카메라 렌즈는 8백만에서 2000만 화소까지 생산하며 삼성전기 및 협력업체에 공급하고 있으나, 대부분 AF엑츄에이터 및 카메라모듈 사업에 내재화하여 사용함. AF엑츄에이터는 삼성전기를 통해 국내 대기업은 물론 중국 모바일 제조업체에 공급하고 있음. 또한 8백만, 1300만화소 제품 중심으로 카메라모듈을 삼성전기에 공급하고 있음
- 2016년 기준, 매출비중은 카메라모듈 55.1%, AF액츄에이터 35.9%, 렌즈모듈은 6.3%를 차지함

투자포인트: 듀얼카메라 시장 확대로 AF액츄에이터는 물론 카메라모듈 실적 성장 기대

- 1) 삼성전자 갤럭시노트8 공개와 함께 듀얼카메라 시장 개화 수혜 기대: 이번 8/23일 공개된 삼성전자의 갤럭시노트8의 가장 큰 변화요소인 듀얼카메라 채택임. 과거 노트시리즈를 통해 시장반응에 따라 차기 전략폰에 기능을 탑재한 사례를 본다면 차기작인 갤럭시S9에 채택될 가능성은 크다고 판단함. 이미 일부 업체의 듀얼카메라 채택이 늘어나고 있는 가운데, 2018년에는 전체 스마트폰 시장의 20%를 차지할 것으로 보고 있으며, 연평균 50% 이상 성장을 전망. 특히 VR, AR 시장확대에 따른 듀얼카메라 시장은 지속적으로 확대될 것으로 전망함
- 2) 동사의 AF액츄에이터와 카메라모듈 실적 성장 기대: 듀얼카메라는 두 개의 카메라에 OIS 기능 내장을 통해 자동초점기능을 채택하게 됨. 따라서 AF액츄에이터의 수요가 시장 성장과 함께 급격히 늘어날 것으로 예상됨. 또한 현재의 전략폰 중심에서 중저가폰으로의 확대는 물론 중국기업의 공격적인 듀얼카메라폰 출시가 예상되고 있어 동사의 카메라모듈 시장도 급성장할 것으로 전망함
- 3) 중국 모바일 제조업체에 공급 추진, 고객다변화 성공 전망: 지난 12월부터 중국향으로 제품공급을 추진하고 있음. 올해 상반기 예정이었으나 지연되어 상반기 실적부진의 요인이었지만, 최근 수율이 안정화되고 있어 올해 안에 공급이 추진되어 실적 반영이 예상됨. 현재 공급이 일부 시작되고 있는 중국 모바일 제조업체 이외에도 여러 업체와 공급이 확대될 것으로 예상되어 고객다변화에 성공할 것으로 판단함. 2018년부터 본격적인 매출성장이 일어날 것으로 전망함
- 4) 상반기 실적 부진은 2018년 성장을 위한 성장통: 올해 1분기 대규모 적자(영업손실 -77억원) 요인은 중국향 제품 개발을 위한 수율안정화 비용으로 발생. 일부 설계변경을 통해 2분기에는 영업이익이 BEP 수준에 도달함. 3분기부터 수율 안정화로 수익성 개선과 함께 2017년은 소폭 흑자(매출액 4,312억원, 영업이익 6억원)을 달성할 전망. 2018년에는 듀얼카메라 국내 본격은 물론 중국향 매출 확대 등으로 매출액 4,895억원, 영업이익 271억원을 달성하며 본격적인 실적 성장을 전망함
- 5) 국내 렌즈모듈 생산라인 일부 베트남 이전으로 수익성도 점차 개선될 전망: 동사가 보유하고 있는 렌드모듈 제조 21라인 중에서 11개 라인을 2016년에 이전 완료함. 인건비 절감 및 물류비 절감으로 통해여 수익성 개선에 긍정적으로 반영될 것으로 기대함

2018년 기준 PER 5.2배로 실적 급속 개선 기대

- 현재주가는 2018년 예상실적 기준 PER 5.2배 수준으로 IT H/W 업종 PER 10.7배, IT부품 업종 PER 12.0배 대비 낮은 수준으로 판단함
- 스마트폰에 듀얼카메라 확대에 따른 본격적인 실적 성장에 예상되고 있고, 중국향 제품 공급으로 고객다변화에 성공하고 있어 2018년 본격적인 성장을 앞두고 있어 주가는 상승세를 유지할 것으로 전망함

실적 전망 및 Valuation

도표 1 실적 전망 (연결기준)

(십억원,%)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
매출액	**8.5**	**11.4**	**17.3**	**22.6**	**29.8**	**63.3**	**169.5**	**182.3**	**284.4**	**367.2**	**431.2**	**489.5**
증가율(%)	*-33.5*	*34.8*	*51.5*	*30.5*	*32.1*	*112.3*	*167.9*	*7.5*	*56.0*	*29.1*	*17.5*	*13.5*
제품별 매출액												
렌즈모듈				21.9	26.3	38.4	40.0	26.1	28.4	23.0	22.0	22.6
AF액츄에이터								28.2	77.6	131.7	220.9	243.0
카메라모듈						21.4	126.8	125.4	146.5	202.3	180.5	216.6
기타				0.7	3.5	4.0	16.0	2.6	31.9	10.2	7.8	7.3
제품별 매출비중(%)												
렌즈모듈				96.9	88.2	60.8	23.6	14.3	10.0	6.3	5.1	4.6
AF액츄에이터				0.0	0.0	0.0	0.0	15.5	27.3	35.9	51.2	49.6
카메라모듈				0.0	0.0	33.9	74.8	68.8	51.5	55.1	41.9	44.2
기타				3.1	11.8	6.3	9.5	1.4	11.2	2.8	1.8	1.5
수익												
매출원가	7.7	9.6	15.2	19.7	25.1	49.4	141.3	169.2	265.6	351.7	414.1	443.4
매출총이익	0.8	1.8	2.1	2.8	4.7	13.8	28.2	13.1	18.8	15.4	17.2	46.1
판매관리비	0.8	0.9	1.1	0.9	2.0	4.4	7.4	8.4	12.5	13.8	16.6	18.9
영업이익	**-0.1**	**0.9**	**1.0**	**2.0**	**2.8**	**9.4**	**20.8**	**4.7**	**6.3**	**1.6**	**0.6**	**27.1**
세전이익	**-0.5**	**-0.5**	**-1.1**	**1.1**	**2.2**	**6.2**	**17.3**	**4.0**	**5.8**	**2.4**	**-5.0**	**25.0**
당기순이익	**-0.5**	**-0.5**	**-1.1**	**1.1**	**2.0**	**4.9**	**14.2**	**3.1**	**3.0**	**1.9**	**-7.2**	**20.5**
지배주주 당기순이익	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**4.9**	**14.2**	**3.1**	**2.9**	**1.9**	**-7.1**	**20.5**
이익률(%)												
(매출원가율)	91.1	84.4	87.8	87.4	84.1	78.1	83.4	92.8	93.4	95.8	96.0	90.6
(매출총이익률)	8.9	15.6	12.2	12.6	15.9	21.9	16.6	7.2	6.6	4.2	4.0	9.4
(판매관리비율)	10.0	7.8	6.5	3.9	6.6	7.0	4.4	4.6	4.4	3.8	3.8	3.9
(영업이익률)	-1.1	7.7	5.8	8.7	9.3	14.9	12.3	2.6	2.2	0.4	0.1	5.5
(세전이익률)	-5.5	-4.8	-6.5	5.0	7.4	9.8	10.2	2.2	2.0	0.7	-1.1	5.1
(당기순이익률)	-5.5	-4.8	-6.6	4.9	6.7	7.8	8.4	1.7	1.1	0.5	-1.7	4.2
(지배주주 당기순이익률)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	7.8	8.4	1.7	1.0	0.5	-1.7	4.2

자료: 유진투자증권

모바일용 카메라 모듈 포트폴리오 구축업체

도표 2 사업 영역: 모바일용 카메라모듈을 중심으로 사업포트폴리오 구성



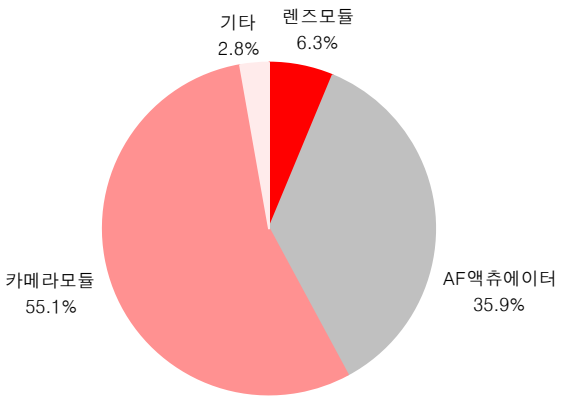
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 3 주요 연혁

연도	내용
1988.02	해성옵틱스 설립
1993.09	삼성전자 협력업체 선정
1995.08	삼성테크윈 협력업체 선정
1998.12	삼성전기 협력업체 선정
2002.08	해외 중국 천진 법인 완공
2011.04	카메라모듈사업부 베트남법인 완공
2012.11	베트남법인 AF액츄에이터 양산
2013.02	해성비나 제2공장 완공
2013.11	코스닥시장 상장(11.6)
2017.04	해성비나 베트남 4공장 준공

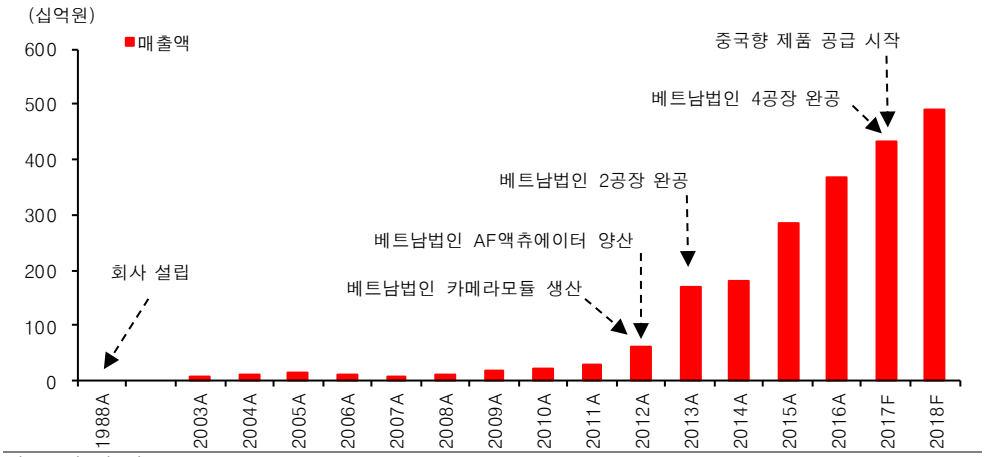
자료: 유진투자증권

도표 4 매출 비중 (2016년 기준)



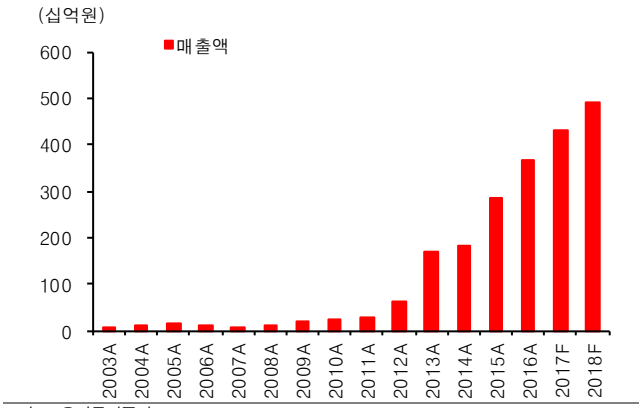
자료: 유진투자증권

도표 5 2012년 베트남 진출 이후 매출 확대 급성장 중



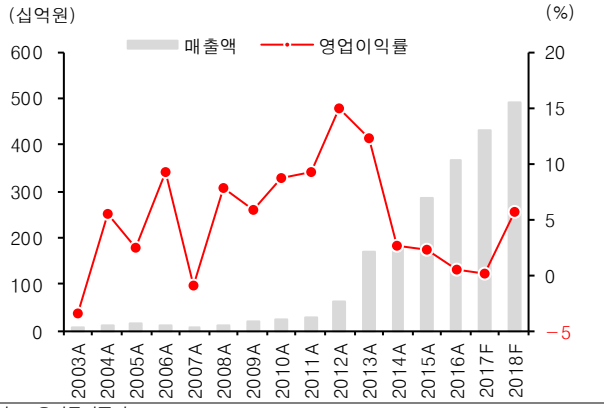
자료: 유진투자증권

도표 6 카메라모듈 및 AF액츄에이터 매출 증가



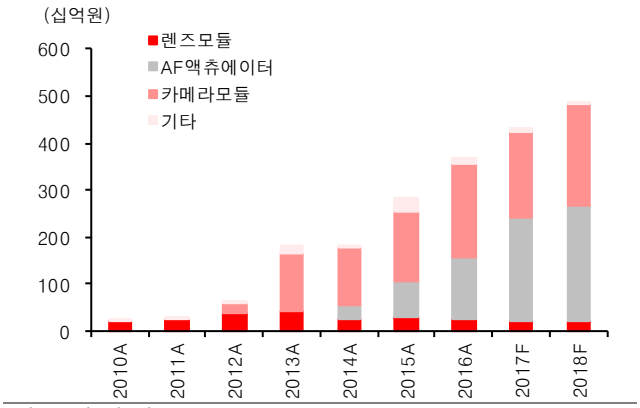
자료: 유진투자증권

도표 7 2018년부터 수익성 점차 안정화 전망



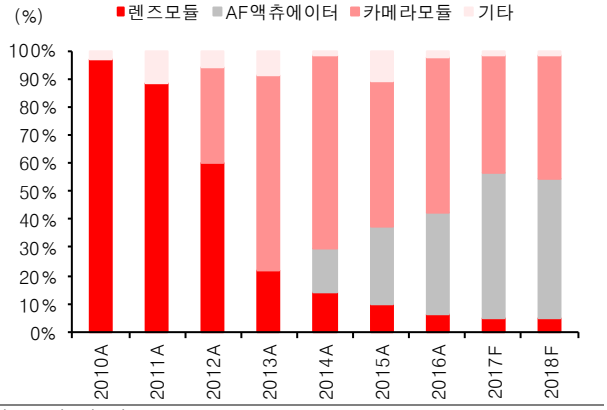
자료: 유진투자증권

도표 8 AF액츄에이터가 성장 견인 전망



자료: 유진투자증권

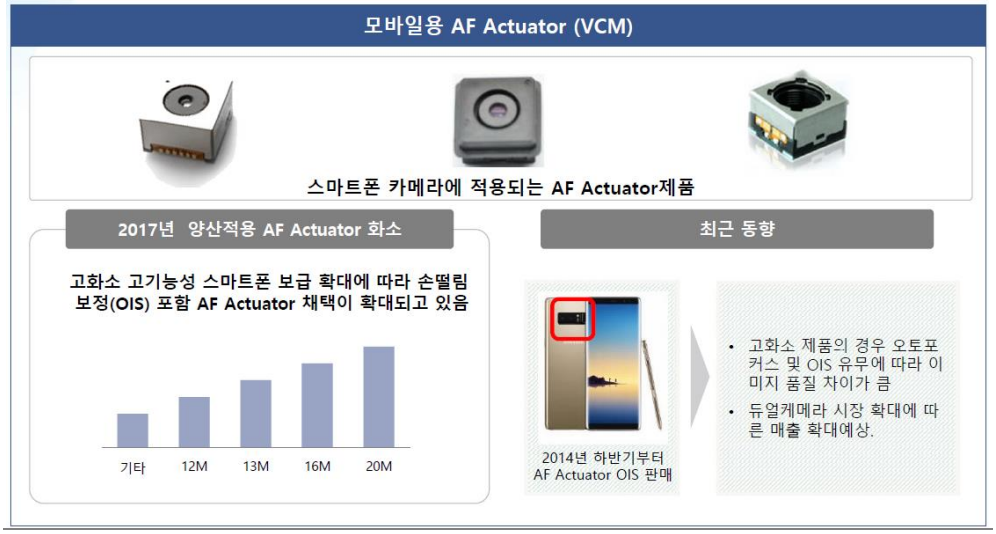
도표 9 매출 비중 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

듀얼카메라 시장 개화와 함께 성장 전망

도표 10 주요 고객사 플래그십 모델 듀얼카메라 채택 확대



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 11 고화소 고기능 카메라, 듀얼카메라 시장 개화 수혜



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 12 갤럭시노트8의 듀얼카메라



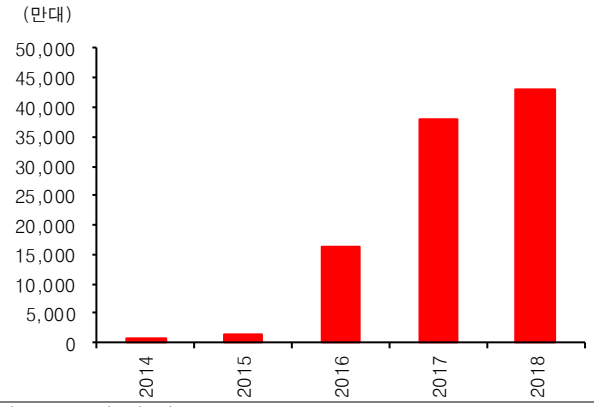
자료: 삼성전자, 유진투자증권

도표 13 갤럭시노트8의 듀얼카메라



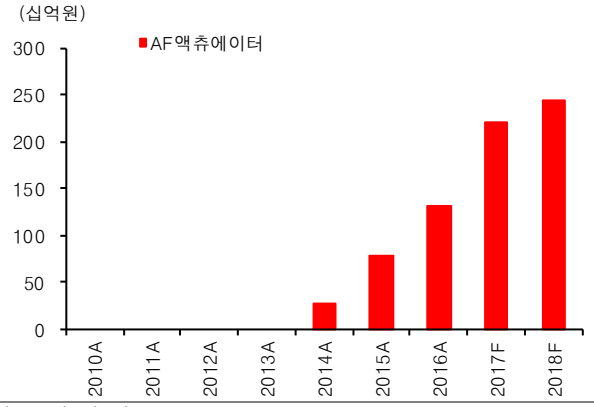
자료: 삼성전자, 유진투자증권

도표 14 듀얼카메라 시장전망



자료: TSR, 유진투자증권

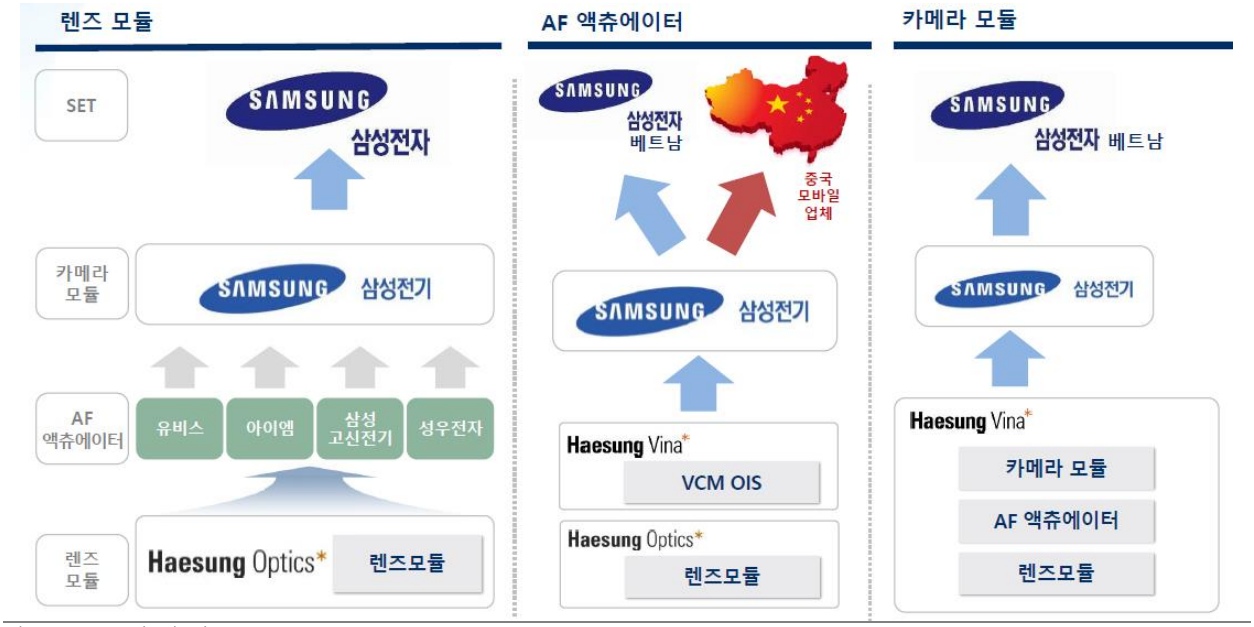
도표 15 AF엑츄에이터 매출추이 및 전망



자료: 유진투자증권

주요 고객을 고객으로 확보, 안정적 성장 전망

도표 16 Value Chain: 모바일용 카메라모듈 일괄생산



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 17 고화소 고기능성 카메라모듈 일괄생산체제 구축



자료: IR Book, 유진투자증권

전방시장 다각화는 중장기적으로 긍정적

도표 18 광학모듈 핵심기술 기반으로 신규시장 진출



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 19 글로벌 2위 드론기업과 카메라모듈 제휴



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 20 높은 성장성이 기대되는 의료정밀 시장



자료: IR Book, 유진투자증권

해성옵틱스(076610.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
자산총계	**166.4**	**223.1**	**259.9**	**294.6**	**334.7**
유동자산	63.7	105.9	123.4	143.3	165.5
현금성자산	9.8	18.5	17.7	23.3	29.0
매출채권	27.9	45.4	60.7	69.1	78.8
재고자산	24.6	38.9	41.9	47.8	54.5
비유동자산	102.7	117.1	136.6	151.3	169.2
투자자산	7.3	8.8	5.1	5.3	5.6
유형자산	88.4	101.7	126.6	142.6	161.2
기타	7.0	6.6	4.8	3.3	2.4
부채총계	**95.5**	**149.5**	**195.0**	**209.1**	**225.6**
유동부채	78.8	133.9	166.6	180.6	196.9
매입채무	46.3	87.7	101.2	115.2	131.5
유동성이자부채	29.1	44.0	63.2	63.2	63.2
기타	3.3	2.1	2.1	2.2	2.2
비유동부채	16.7	15.6	28.4	28.5	28.7
비유동기타부채	14.1	12.6	24.8	24.8	24.8
기타	2.6	3.0	3.6	3.7	3.9
자본총계	**70.9**	**73.6**	**65.0**	**85.4**	**109.1**
지배지분	70.7	73.2	64.6	85.1	108.7
자본금	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3
자본잉여금	30.3	30.5	30.5	30.5	30.5
이익잉여금	28.0	27.7	20.5	41.0	64.7
기타	4.1	6.6	5.3	5.3	5.3
비지배지분	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4
자본총계	**70.9**	**73.6**	**65.0**	**85.4**	**109.1**
총차입금	43.3	56.6	88.0	88.0	88.0
순차입금	33.4	38.2	70.4	64.7	59.0

손익계산서

(단위:십억원)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	**284.4**	**367.2**	**431.2**	**489.5**	**559.3**
증가율(%)	56.0	29.1	17.5	13.5	14.3
매출원가	265.6	351.7	414.1	443.4	506.4
매출총이익	18.8	15.4	17.2	46.1	53.0
판매 및 일반관리비	12.5	13.8	16.6	18.9	21.6
기타영업손익	(0.0)	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
영업이익	**6.3**	**1.6**	**0.6**	**27.1**	**31.4**
증가율(%)	34.3	(74.3)	(63.3)	4,475.1	15.5
EBITDA	**24.2**	**19.4**	**21.6**	**51.4**	**58.1**
증가율(%)	25.8	(19.8)	11.4	138.0	12.9
영업외손익	**(0.5)**	**0.8**	**(5.5)**	**(2.2)**	**(2.5)**
이자수익	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2
이자비용	1.6	1.2	3.1	3.3	3.3
지분법손익	0.0	(1.3)	(0.5)	(0.6)	(0.6)
기타영업손익	0.9	3.2	(2.2)	1.5	1.1
세전순이익	**5.8**	**2.4**	**(5.0)**	**25.0**	**28.8**
증가율(%)	43.1	(58.4)	적전	흑전	15.5
법인세비용	2.8	0.5	2.2	4.5	5.2
당기순이익	**3.0**	**1.9**	**(7.2)**	**20.5**	**23.7**
증가율 (%)	(1.9)	(35.4)	적전	흑전	15.5
지배주주지분	2.9	1.9	(7.1)	20.5	23.7
증가율(%)	(4.4)	(33.8)	적전	흑전	15.5
비지배지분	0.1	(0.0)	(0.1)	0.0	0.0
EPS	**176**	**117**	**(428)**	**1,228**	**1,419**
증가율 (%)	(6.1)	(33.8)	적전	흑전	15.5
수정EPS	176	117	(428)	1,228	1,419
증가율 (%)	(6.1)	(33.8)	적전	흑전	15.5

현금흐름표

(단위:십억원)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	**38.4**	**29.6**	**5.0**	**45.3**	**50.8**
당기순이익	3.0	1.9	(7.2)	20.5	23.7
자산상각비	17.9	17.8	21.0	24.3	26.7
기타비현금성손익	0.7	(1.3)	2.1	0.7	0.7
운전자본증감	13.0	12.0	(10.2)	(0.2)	(0.2)
매출채권감소(증가)	(3.3)	(12.0)	(21.5)	(8.4)	(9.7)
재고자산감소(증가)	3.0	(14.2)	(4.1)	(5.8)	(6.7)
매입채무증가(감소)	14.7	40.2	15.5	14.0	16.2
기타	(1.5)	(2.0)	(0.1)	(0.0)	(0.0)
투자활동현금흐름	**(24.5)**	**(30.2)**	**(32.5)**	**(39.7)**	**(45.2)**
단기투자자산감소	(0.8)	2.2	0.0	(0.1)	(0.1)
장기투자증권감소	(0.9)	(0.7)	5.4	(0.7)	(0.7)
설비투자	(21.7)	(29.0)	(44.5)	(38.6)	(44.1)
유형자산처분	2.4	0.5	8.2	0.0	0.0
무형자산처분	(2.9)	(1.2)	(0.6)	(0.2)	(0.2)
재무활동현금흐름	**(9.3)**	**10.8**	**26.7**	**0.0**	**0.0**
차입금증가	(9.3)	12.5	26.7	0.0	0.0
자본증가	0.0	(1.6)	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	1.6	0.0	0.0	0.0
현금 증감	**4.7**	**10.3**	**(0.8)**	**5.5**	**5.6**
기초현금	0.5	5.2	15.5	14.7	20.2
기말현금	5.2	15.5	14.7	20.2	25.8
Gross cash flow	27.5	21.0	15.9	45.5	51.1
Gross investment	10.7	20.4	42.7	39.8	45.4
Free cash flow	**16.8**	**0.6**	**(26.8)**	**5.7**	**5.7**

주요투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	176	117	(428)	1,228	1,419
BPS	4,241	4,389	3,874	5,102	6,520
DPS	100	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	30.6	41.6	n/a	5.2	4.5
PBR	1.3	1.1	1.6	1.3	1.0
EV/ EBITDA	5.1	6.1	8.2	3.3	2.8
배당수익율	1.9	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	3.3	3.9	6.7	2.3	2.1
수익성 (%)					
영업이익율	2.2	0.4	0.1	5.5	5.6
EBITDA이익율	8.5	5.3	5.0	10.5	10.4
순이익율	1.1	0.5	(1.7)	4.2	4.2
ROE	4.4	2.7	(10.4)	27.4	24.4
ROIC	3.1	1.3	0.4	16.1	16.6
안정성(%,배)					
순차입금/자기자본	47.2	51.8	108.4	75.8	54.1
유동비율	80.8	79.1	74.1	79.3	84.0
이자보상배율	4.0	1.3	0.2	8.3	9.5
활동성 (회)					
총자산회전율	1.8	1.9	1.8	1.8	1.8
매출채권회전율	11.1	10.0	8.1	7.5	7.6
재고자산회전율	10.9	11.6	10.7	10.9	10.9
매입채무회전율	7.5	5.5	4.6	4.5	4.5

자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

		당사 투자의견 비율(%)
• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	2%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	87%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	10%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2017.06.30 기준)