



BUY(Maintain)

목표주가: 26,000원(상향)

주가(11/16): 18,000원

시가총액: 6,976억원

휴대폰/통신장비

Analyst 이재윤

02) 3787-4705 jlee1855@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (11/16)		482.99pt
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	18,250원	8,967원
등락률	-1.37%	100.74%
수익률	절대	상대
1W	19.6%	31.3%
1M	71.2%	64.8%
1Y	80.5%	86.0%

Company Data

발행주식수	38,755천주
일평균 거래량(3M)	746천주
외국인 지분율	19.44%
배당수익률(12E)	1.67%
BPS(12E)	5,713원
주요 주주	김종구 외 25.45%

투자지표

(억원, IFRS 별도)	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	3,599	7,886	10,632	12,614
보고영업이익	375	841	1,182	1,762
핵심영업이익	372	827	1,182	1,762
EBITDA	409	860	1,244	1,861
세전이익	374	829	1,155	1,754
순이익	323	699	982	1,405
지배주주지분순이익	323	699	982	1,405
EPS(원)	833	1,803	2,534	3,625
증감률(%Y Y)	1.0	116.5	40.5	43.0
PER(배)	13.4	10.0	7.1	5.0
PBR(배)	2.8	3.2	2.3	1.6
EV/EBITDA(배)	11.2	8.0	5.3	3.2
보고영업이익률(%)	10.4	10.7	11.1	14.0
핵심영업이익률(%)	10.3	10.5	11.1	14.0
ROE(%)	23.3	37.3	37.1	37.8
순부채비율(%)	17.4	-3.6	-11.4	-23.5

Price Trend

 기업탐방

파트론 (091700)

안테나에서 질적 도약의 해답을 찾다



2012년 부품 단가 인하 압박 심화 우려에도 동사는 매 분기마다 Earning Surprise를 시현하면서 주가도 거침없이 상승했습니다. 2013년에도 이러한 추세는 지속될 것으로 전망되는데, Key Driver는 카메라 모듈의 '원가경쟁력'과 'LDS 안테나 경쟁력 확보'가 될 것입니다. 2013년 실적 전망 상향과 함께 목표주가도 2.2만 원에서 2.6만원으로 재차 상향 조정합니다.

>>> Key Driver는 '원가 경쟁력'과 'LDS 안테나 경쟁력 확보'

투자 포인트는 1) 경쟁사 대비 우수한 원가경쟁력을 확보해 단가 인하압박에 상대적으로 자유롭고 물량확보에도 유리한 위치에 있다는 점과, 2) 500만화소 Main-Camera 시장도 진입하면서 제품 Mix도 개선된다는 점이다. 더구나 3) 안테나 사업부는 LDS(Laser Direct Structuring, 레이저 가공 방식) 메인안테나 양산 기술력 확보로 2013년 매출액이 올해 대비 79% 증가하며 전사 실적 성장을 주도할 것으로 예상된다.

2013년 매출액이 1조를 상회할 것으로 전망되는 데 반해 현재 동사의 시가총액은 6,976억원에 그쳐 저평가 매력도 부각되고 있다.

>>> 2013년 안테나 사업부 매출액 2,273억원으로 대폭 상향

1Q12 성장세가 주춤했던 안테나 사업부의 성장성이 재차 부각될 전망이다. 기존 안테나 사업부의 2013년 매출액 전망치를 기존 1,433억원(YoY 12%)에서 2,273억원(YoY 79%)으로 대폭 상향 조정한다.

상향 근거는 1) LTE폰 확산에 따라 LDS 방식의 메인안테나 채용 확대가 가속화되고 있으며, 2) 해외 고객 대상 NFC 안테나 신규 매출이 예상되기 때문이다. 안테나 사업부의 수익성이 상대적으로 높다는 점을 고려 했을 때 전사 실적의 질적 도약을 견인할 것으로 전망된다.

>>> 2013년 연간 매출액 1조원 상회할 전망

2013년 전사 매출액은 10,632억원(YoY 35%)에 달하며 1조원을 상회할 전망이다. 영업이익률도 11.1%로 올해 대비 0.4%p 개선될 것으로 예상된다. 수익성이 좋은 안테나 사업부의 매출액이 크게 증가하고 카메라 모듈 사업부에서는 500만화소 Main-Camera 시장 진입 효과가 예상되기 때문이다.

2013년 카메라 모듈 매출액은 7,369억원(YoY 23%)이 예상된다.

주력 제품인 Sub-Camera가 고객사내에서 압도적인 점유율(80~90%)을 유지하고 있으며 고객사의 Sub-Camera 침투율이 여전히 50%에 못 미치는 것으로 추정돼 아직 성장 여력이 많이 남아 있는 것으로 파악된다.

또한 500만화소 Main-Camera 점유율 확산 속도에 따라 카메라 사업부 매출액이 추가 상향될 가능성성이 크다.

파트론 실적 전망(IFRS 개별)

(단위: 억원)

	1Q12	2Q12	3Q12P	4Q12E	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2011	YoY	2012E	YoY	2013E	YoY
매출액	1,307	1,855	2,371	2,353	2,246	2,674	2,907	2,806	3,599	54.7%	7,886	119.1%	10,632	34.8%
카메라	993	1,452	1,727	1,809	1,620	1,831	1,999	1,919	2,221	108.7%	5,981	169.3%	7,369	23.2%
안테나	189	248	456	379	435	598	629	611	839	7.0%	1,272	51.6%	2,273	78.7%
기타	126	155	188	164	191	245	278	276	539	12.9%	633	17.3%	990	56.4%
영업이익	129	189	267	255	215	312	358	297	375	3.5%	841	124.1%	1,182	40.6%
영업이익률	10%	10%	11%	11%	10%	12%	12%	11%	10%	-5.2%p	11%	0.2%p	11%	0.5%p
세전이익	126	163	284	256	208	305	352	291	374	25.3%	829	121.5%	1,155	39.4%
당기순이익	109	136	239	215	177	259	299	247	322	36.2%	699	117.0%	982	40.5%

자료: 파트론, 키움증권

LTE폰 보급 가속화:
LDS 안테나 고성장
국면 진입

LTE폰 보급이 가속화되면서 LDS(Laser Direct Structuring)안테나가 고성장 국면에 진입했다.

LDS 안테나는 레이저 공법으로 1) 설계가 자유로워 주파수 대역폭이 많은 LTE폰 안테나 생산에 용이한 편이다, 2) 미세패턴 구현에 유리해 부품의 공간활용도를 높일 수 있다는 장점이 있다.

동사는 올 2분기 LDS 안테나 시장 선점과 동시에 Leadership을 확보해 LTE폰 전용인 LDS 안테나 고성장에 따른 수혜가 클 전망이다.

예상보다 빠른 LTE폰 확산

LTE의 확산은 예상보다 빠른 속도로 진행되고 있다.

Gartner에 따르면, 2012년 LTE폰 시장 규모는 967% 급증한 6,742만대, 2013년에는 193% 증가한 1.98억대를 기록할 전망이다. 3개월 전만 해도 2012년 4,047만대, 2013년에 8,652만대로 전망했던 것과 비교하면 큰 폭으로 상향된 것이다. 이로써 세계 스마트폰 시장에서 차지하는 비중은 2012년 11%, 2013년에 25%로 예측된다.

LTE 스마트폰 시장 전망

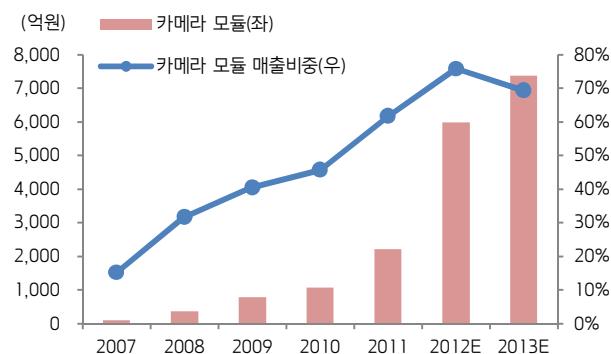


자료: Gartner, 키움증권 추정

Sub-Camera 시장의 성장 여력은 여전히 충만

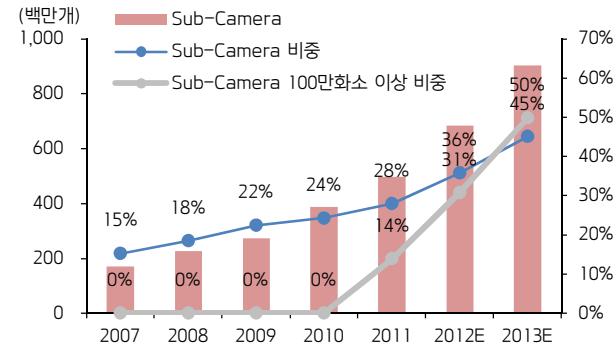
2012년 글로벌 휴대폰시장에서 Sub-Camera의 침투율은 36%에 불과(2011년 28%) 할 것으로 전망되기 때문에 여전히 성장 여력이 큰 것으로 판단된다. 특히 100만화소 이상의 Sub-Camera 비중이 가파르게 확대되고 있어 모듈 업체들의 ASP 상승 효과가 기대된다.

파트론 카메라모듈 매출 전망



자료: 파트론, 키움증권 추정

Sub-Camera 시장 전망



자료: 업계자료, 키움증권 추정

파트론 실적 전망치 변경 내역

(단위: 억 원)

(IFRS 개별)	수정 전			수정 후			차이(%)		
	4Q12E	2012E	2013E	4Q12E	2012E	2013E	4Q12E	2012E	2013E
매출액	2,341	7,874	9,295	2,353	7,886	10,632	0.5%	0.1%	14.4%
카메라	1,743	5,915	6,912	1,809	5,981	7,369	3.8%	1.1%	6.6%
안테나	362	1,254	1,433	379	1,272	2,273	4.9%	1.4%	58.6%
기타	236	705	951	164	633	990	-30.5%	-10.2%	4.1%
영업이익	253	839	970	255	841	1,182	0.8%	0.2%	21.8%
세전이익	254	827	943	256	829	1,155	0.8%	0.2%	22.5%
순이익	213	697	802	215	699	982	0.8%	0.2%	22.5%
EPS(원)		1,799	2,069		1,803	2,534		0.2%	22.5%
영업이익률	10.8%	10.7%	10.4%	10.8%	10.7%	11.1%	0.0%p	0.0%p	0.7%p
세전이익률	10.8%	10.5%	10.1%	10.9%	10.5%	10.9%	0.0%p	0.0%p	0.7%p
순이익률	9.1%	8.9%	8.6%	9.1%	8.9%	9.2%	0.0%p	0.0%p	0.6%p

자료: 키움증권

실적 상향조정과 함께 목표주가도 2.6만원으로 상향

2013년 영업이익 전망치를 기존 970억원에서 1,182억원으로 22% 상향조정하면서 목표주가도 22,000원에서 26,000원으로 재차 상향한다. 앞서 언급한 바와 같이 주력 사업부인 카메라 모듈과 안테나 사업부의 양적인 성장과 수익성 개선을 실적 전망에 반영했다.

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 개별	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	2,326	3,599	7,886	10,632	12,614
매출원가	1,708	2,912	6,580	8,942	10,218
매출총이익	618	687	1,306	1,690	2,397
판매비및일반관리비	256	315	479	508	635
영업이익(보고)	365	375	841	1,182	1,762
영업이익(핵심)	363	372	827	1,182	1,762
영업외손익	-64	2	2	-27	-8
이자수익	8	6	2	3	23
배당금수익	0	0	0	0	1
외환이익	41	66	29	0	0
이자비용	2	7	3	29	26
외환손실	47	75	12	0	0
관계기업지분법손익	-80	0	-22	0	0
투자및기타자산처분손익	12	13	9	0	0
금융상품평가및기타금융이익	12	4	4	0	0
기타	-7	-6	-4	0	-6
법인세차감전이익	299	374	829	1,155	1,754
법인세비용	62	51	130	173	349
유효법인세율 (%)	20.8%	13.7%	15.7%	15.0%	19.9%
당기순이익	237	323	699	982	1,405
지배주주지분순이익(억원)	237	323	699	982	1,405
EBITDA	389	409	860	1,244	1,861
현금순이익(Cash Earnings)	263	359	731	1,044	1,504
수정당기순이익	218	308	689	982	1,405
증감율(% YoY)					
매출액	21.1	54.7	119.1	34.8	18.7
영업이익(보고)	8.8	-0.8	124.1	40.6	49.0
영업이익(핵심)	8.8	1.3	122.1	42.9	49.0
EBITDA	3.8	3.7	110.4	44.7	49.5
지배주주지분 당기순이익	-1.9	1.0	116.5	40.5	43.0
EPS	-1.9	1.0	116.5	40.5	43.0
수정순이익	-4.6	0.1	123.6	42.5	43.0

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 개별	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업활동현금흐름	238	258	791	918	1,413
당기순이익	237	323	699	982	1,405
감가상각비	23	32	29	55	87
무형자산상각비	4	4	3	7	12
외환손익	5	8	-17	0	0
자산처분손익	5	11	-9	0	0
지분법손익	80	0	22	0	0
영업활동자산부채 증감	-110	-89	3	-126	-91
기타	-5	-31	61	0	0
투자활동현금흐름	-309	-539	-506	-608	-670
투자자산의 처분	-167	-167	-177	-165	-167
유형자산의 처분	33	7	0	0	0
유형자산의 취득	-212	-378	-315	-412	-485
무형자산의 처분	-3	-2	-24	-31	-18
기타	40	0	9	0	0
재무활동현금흐름	83	199	-15	-87	-105
단기차입금의 증가	19	231	0	0	0
장기차입금의 증가	20	22	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-48	-54	-59	-116	-125
기타	92	0	44	28	20
현금및현금성자산의순증가	11	-83	270	223	637
기초현금및현금성자산	106	117	35	304	527
기말현금및현금성자산	117	35	304	527	1,164
Gross Cash Flow	348	347	789	1,044	1,504
Op Free Cash Flow	-12	-111	323	438	916

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 개별	2010	2011	2012E	2013E	2014E
유동자산	775	1,155	2,323	3,249	4,394
현금및현금성자산	117	35	304	527	1,164
유동금융자산	49	64	141	190	226
매출채권및유동채권	395	730	1,314	1,772	2,102
재고자산	212	326	563	759	901
기타유동금융자산	2	0	0	0	0
비유동자산	868	1,483	1,870	2,368	2,905
장기매출채권및기타비유동채권	16	2	4	6	7
투자자산	604	1,138	1,216	1,332	1,464
유형자산	241	325	611	968	1,366
무형자산	6	18	38	62	68
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,643	2,639	4,193	5,617	7,299
유동부채	427	1,025	1,845	2,370	2,749
매입채무및기타유동채무	352	669	1,465	1,975	2,344
단기차입금	69	320	320	320	320
유동성장기차입금	7	16	16	16	16
기타비유동부채	0	20	43	58	69
비유동부채	56	84	134	167	190
장기매입채무및비유동채무	9	5	11	15	18
사채및장기차입금	24	30	30	30	30
기타비유동부채	23	49	93	121	142
부채총계	483	1,109	1,979	2,536	2,939
자본금	100	149	194	194	194
주식발행초과금	217	168	168	168	168
이익잉여금	746	1,161	1,801	2,667	3,947
기타자본	97	52	52	52	52
지배주주지분자본총계	1,160	1,530	2,214	3,080	4,360
비지배주주지분자본총계	1,160	1,530	2,214	3,080	4,360
자본총계	1,160	1,530	2,214	3,080	4,360
순차입금	-67	267	-80	-351	-1,024
총차입금	100	366	366	366	366

투자지표

(단위: 원, 배, %)

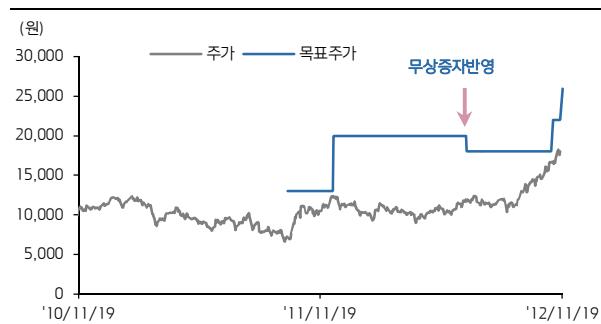
12월 결산, IFRS 개별	2010	2011	2012E	2013E	2014E
주당지표(원)					
EPS	610	833	1,803	2,534	3,625
BPS	2,994	3,948	5,713	7,949	11,250
주당EBITDA	1,004	1,055	2,218	3,211	4,801
CFPS	679	927	1,887	2,695	3,880
DPS	275	200	300	325	325
주가배수(배)					
PER	18.6	13.4	10.0	7.1	5.0
PBR	3.8	2.8	3.2	2.3	1.6
EV/EBITDA	11.1	11.2	8.0	5.3	3.2
PCFR	16.7	12.1	9.5	6.7	4.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	15.7	10.4	10.7	11.1	14.0
영업이익률(핵심)	15.6	10.3	10.5	11.1	14.0
EBITDA margin	16.7	11.4	10.9	11.7	14.8
순이익률	10.2	9.0	8.9	9.2	11.1
자기자본이익률(ROE)	22.9	23.3	37.3	37.1	37.8
특허자본이익률(ROIC)	64.5	54.5	73.0	74.7	79.9
안정성(%)					
부채비율	41.6	72.5	89.4	82.3	67.4
순차입금비율	-5.8	17.4	-3.6	-11.4	-23.5
이자보상배율(배)	148.0	57.0	244.0	40.4	68.8
활동성(%)					
매출채권회전율	6.9	6.5	7.7	6.9	6.5
재고자산회전율	13.6	13.4	17.7	16.1	15.2
매입채무회전율	8.2	7.4	7.4	6.2	5.8

- 당사는 11월 18일 현재 '파트론' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
파트론(091700)	2011/09/07	BUY(Initiate)	13,000원
	2011/09/29	BUY(Maintain)	13,000원
	2011/11/15	BUY(Maintain)	20,000원
	2011/12/09	BUY(Maintain)	20,000원
	2011/12/22	BUY(Maintain)	20,000원
	2012/05/07	BUY(Reinitiate)	20,000원
담당자변경	2012/05/31	BUY(Maintain)	20,000원
	2012/06/27	BUY(Maintain)	18,000원
	2012/09/13	BUY(Maintain)	18,000원
	2012/11/05	BUY(Maintain)	22,000원
	2012/11/19	BUY(Maintain)	26,000원

목표주가 추이



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

연중	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상