

휴대폰부품

Overweight
(Maintain)

2013. 4. 9

스마트폰 카메라에 숨겨진 매력

스마트폰 카메라 모듈에 숨겨진 매력은 핵심 부품인 렌즈와 Actuator에서 찾아볼 수 있다. 고화소화에 따른 판가 상승률이 원가 상승률을 압도하기 때문이다. 특히 카메라 렌즈는 소요 원수도 증가해 업체들의 공격적인 증설에도 불구하고 공급상황이 Tight한 것으로 파악된다. 'Tight한 수급 상황'은 '부품 단가 인하 영향 최소화'로 이어질 가능성이 크기 때문에 관련 업체들의 차별화된 실적이 예상된다. 카메라 부품 업종에 대한 비중확대 전략이 유효하다고 판단된다.



휴대폰/통신장비

Analyst 이재운

02) 3787-4705

jlee1855@kiwoom.com

키움증권

Contents



INVESTMENT SUMMARY 3

- > 스마트폰 카메라의 숨은 매력 3

I. TIGHT한 카메라 렌즈 수급 4

- > 고화소화는 렌즈 소요원수 증가 수반 4
- > 성장기울기: 카메라 렌즈 수요 > 카메라 모듈 수요 > 휴대폰 5

II. AFA(AF ACTUATOR)

침투율 확대 가속화 9

- > 카메라 고화소화는 AFA (Auto Focus Actuator) 성장성과 직결 9

III. 휴대폰 카메라

원가 분석 및 시장 전망 11

- > 500만화소급 이상에서 ISP, AF Actuator가 필수 부품 11
- > 카메라모듈, 2014년까지 800만, 1300만 화소가 주류 12

IV. 스마트폰 시장 동향 및 전망 14

- > 1. 2013년 글로벌 스마트폰 시장: 1st, Tier와 2nd, Tier의 Gap 축소 14
- > 2. 2013년 글로벌 스마트폰 YoY 46% 성장, 침투율 50% 전망 15
- > 3. 삼성전자 통신(IM) 사업부의 수익성 16
- > 4. 스마트폰 원가 구조 분석 18

기업분석 19

- 당사는 4월 8일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

스마트폰 카메라에 숨겨진 매력

>>> 카메라 핵심 부품: 판가 상승 > 원가상승

휴대폰 카메라의 고화소화로 카메라 핵심 부품의 판가 상승률이 원가 상승률을 압도하고 있어 투자 매력도가 부각될 전망이다. 카메라 렌즈와 Auto Focus Actuator가 대표적인 세부산업. 역시나 고사양 부품에 대한 대응력이 우수한 업체는 단가 경쟁력뿐만 아니라 물량확보에도 유리하다는 점에 주목.

>>> 고화소 카메라 렌즈의 Tight한 수급

카메라의 고화소화는 렌즈모듈 당 개별렌즈 소요원수 증가를 견인하기 때문에 업체들의 공격적인 Capa 증설에도 불구하고 렌즈모듈 공급이 Tight한 상황.

더욱 중요한 것은 플라스틱 렌즈 설계와 사출기 운용능력에 따라 업체들의 경쟁력이 갈린다는 점.

800만화소급 이상의 Main Camera(후면카메라) 부문은 **디지털옵틱(106520)**의 경쟁력이 부각될 전망이다. 200만화소급 Sub-Camera(전면카메라 렌즈) 부문은 **세코닉스(053450)**가 주로 담당.

>>> 2013년 AFA 침투율 확대 가속화

AFA(Auto Focus Actuator)는 500만화소 이상급 Main Camera에 전면적으로 채용되면서 고성장 국면 진입.

2013년 Main Camera의 500만화소 비중이 큰 폭으로 확대되면서 AFA 수요도 동반성장 할 것으로 전망.

800만화소 AFA의 단가가 500만화소 대비 100% 가까이 상승하면서 관련 업체들의 실적에 긍정적으로 작용할 것으로 예상. 국내 대표적인 AFA 전문 업체는 **자화전자(033240)**.

>>> 스마트폰 카메라 관련 업종 비중확대

디지털옵틱(106520): 고화소 500만~1300만화소 Main Camera 렌즈모듈 경쟁력 기반으로 점유율 확대. 목표주가 31,000원으로 Coverage개시.

자화전자(033240): AFA 기술력과 베트남 생산기지 보유. 2013년 중국/베트남 연결기준 이익 규모에 주목. 목표주가 32,000원 유지.

Investment Summary

>>> 스마트폰 카메라의 숨은 매력

갤럭시S4 출시를 기점으로 스마트폰의 Main Camera와 Sub-Camra 모두 고화소화가 가속화되면서 카메라 모듈의 ASP도 우상향 하지만 핵심부품인 렌즈모듈과 AFA(Auto Focus Actuator)의 판가도 가파르게 상승하고 있다. 중요한 점은 부품의 판가 상승률과 생산 업체들의 원가 상승률의 속도인데, 렌즈와 AFA와 같은 핵심부품은 판가 상승률이 원가 상승률을 압도하면서 관련 업체들의 양적/질적 성장이 예상된다. 2013년 스마트폰 Set 업체들의 BoM(Bill of Material) Cost 증가에 따른 부품 업계 악영향을 미칠 수 있겠지만 스마트폰 카메라 업종은 우호적인 환경이 전개될 것으로 보인다.

투자매력도가 높은 순서는 카메라 렌즈 > AFA(Auto Focus Actuator) > 카메라모듈이라 판단된다.

디지털옵틱(106520) 투자의견 'BUY' 목표주가 31,000원으로 Coverage 개시

스마트폰 고화소 Main Camera 렌즈모듈 대응력이 가장 우수해 갤럭시S3~갤럭시S4 물량 확대에 따라 점유율이 가파르게 상승하고 있고, 중저가형 스마트폰의 주류인 500만화소급에서도 주력 고객사의 표준화 렌즈모듈에 동사제품이 채용되면서 2013년 실적 성장이 극대화될 전망이다.

더불어 주력 고객사가 3Q13을 Target으로 800만화소 카메라 렌즈도 표준화를 진행하고 있는데 동사의 렌즈가 채용될 가능성이 큰 상황이다.

2013년 예상 EPS기준 PER이 7.1배 수준으로 경쟁사 대비 저평가 매력도 부각되고 있다.

동사에 대한 투자의견 'BUY' 목표주가 31,000원으로 Coverage를 개시한다.

자화전자(033240) 투자의견 'BUY' 목표주가 32,000원 유지

휴대폰 카메라 산업의 고화소화에 따라 주력제품인 AFA(Auto Focus Actuator)침투율 확대 가속화에 따른 수혜가 동사에 집중되고 있다. 특히 2013년에는 AFA뿐만 아니라 Linear Motor도 생산하고 있는 중국/베트남 법인의 연결 기준 실적 성장성이 부각되고 있다.

투자의견 'BUY', 목표주가 32,000원을 유지한다.

휴대폰 부품 업종 Top-Picks 투자의견과 투자지표 요약

투자의견 목표주가	디지털옵틱					자화전자				
	BUY(Initiate)					BUY(Maintain)				
	31,000 원					32,000 원				
	2010	2011	2012P	2013E	2014E	2010	2011	2012P	2013E	2014E
매출액(억원)	267	584	836	1,527	2,046	994	1,779	3,274	4,068	4,881
보고영업이익(억원)	26	86	123	198	280	-32	105	503	628	770
EBITDA(억원)	40	112	144	223	309	18	148	585	726	870
세전이익(억원)	18	74	105	184	277	15	133	538	657	791
순이익(억원)	19	60	91	156	235	27	106	436	532	625
EPS(원)	468	1,380	1,675	2,868	4,310	152	951	2,408	2,974	3,436
증감율(%YoY)	284.0	194.8	21.3	71.3	51.4	-52.8	995.3	153.3	23.5	15.5
PER(배)	0.0	0.0	9.6	7.1	4.8	38.1	9.6	7.6	9.2	8.0
PBR(배)	0.0	0.0	3.0	2.5	1.6	0.8	1.2	1.6	2.0	1.6
EV/EBITDA(배)	2.3	0.4	6.2	4.9	2.8	34.9	7.4	5.0	5.8	4.5
영업이익률(%)	9.6	14.7	14.7	12.9	13.7	-3.3	5.9	15.4	15.4	15.8
ROE(%)	13.3	33.5	36.8	42.4	41.7	2.1	7.8	25.8	23.9	22.7
순부채비율(%)	59.8	23.1	3.5	-3.5	-35.4	-31.2	-37.6	-15.5	-28.2	-34.3

자료: 키움증권 리서치센터 (디지털옵틱: K-IFRS 별도 기준, 자화전자: 2012년부터 연결기준 실적)

I. Tight한 카메라 렌즈 수급

>>> 고화소화는 렌즈 소요원수 증가 수반

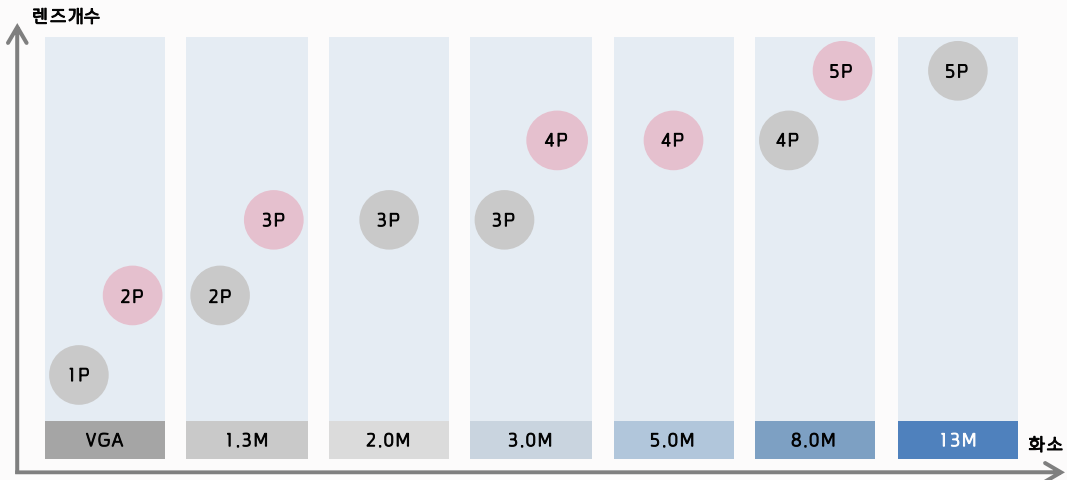
1300만화소급에는 5P렌즈 전면 채용

1300만화소급 카메라모듈에는 5P렌즈(5개의 개별렌즈 탑재)가 전면 채용되고 있다.

카메라가 고화소화되면서 개별렌즈 소요원수가 늘어나는 가장 큰 이유는 화소를 높이기 위해서는 그만큼 많은 광(光)량이 요구되기 때문이다. 개별렌즈 개수가 늘어나면서 각각의 개별렌즈 사이에서 빛의 반사가 반복되면서 광량이 풍부해지는 원리다.

참고로 200만화소~300만화소까지는 3P렌즈까지 탑재되고 있고 500만화소~800만화소에서는 4P렌즈가 채용되는 와중에 일부 고사양 800만화소급에는 5P까지 올라가는 추세다.

화소별 개별 렌즈 소요원수 증가 추이



자료: 키움증권 리서치센터

2013년 스마트폰 시장에서는 4P ~ 5P가 주류

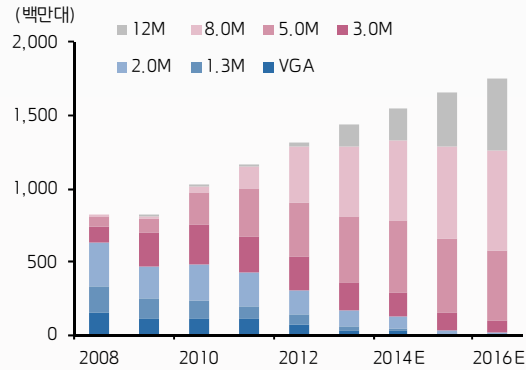
2012년 하반기 800만화소 이상급 스마트폰 카메라 비중이 확대되면서 4P렌즈 수요가 급증했고, 올해는 갤럭시S4를 기점으로 1300만화소 시장이 본격적으로 개화돼 5P렌즈의 침투율이 가파르게 상승할 전망이다.

결론적으로 2013년에는 4P~5P급 렌즈가 주류를 이루면서 렌즈 업체들의 공격적인 Capa증설에도 불구하고 렌즈모듈 수급 상황은 Tight하게 전개될 가능성이 크다.

800~1300만화소 비중 가파른 상승세

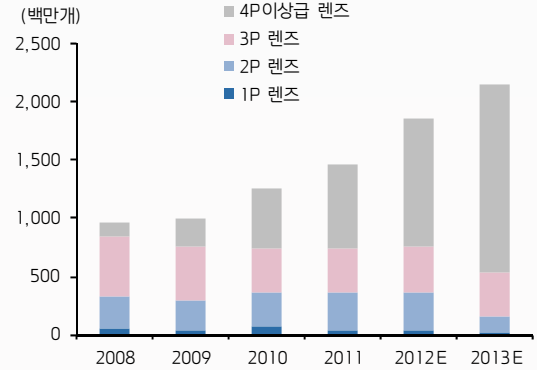
2011년 800~1300만화소급 카메라가 스마트폰 Main Camera 시장에서 차지하는 비중은 14.1%에 그쳤지만 2012년 32%로 확대된 것으로 파악된다. 2013년에는 그 비중이 43%로 확대될 전망이다 그 중 1300만화소급 비중이 10%에 달하며 2012년 2% 대비 큰 폭으로 확산될 것으로 예상된다는 점에 주목해야 한다.

2013년 800~1300만화소 확산 본격화



자료: 업계 자료, 키움증권 리서치센터

4P이상급 카메라 렌즈 비중 전망



자료: 업계 자료, 키움증권 리서치센터

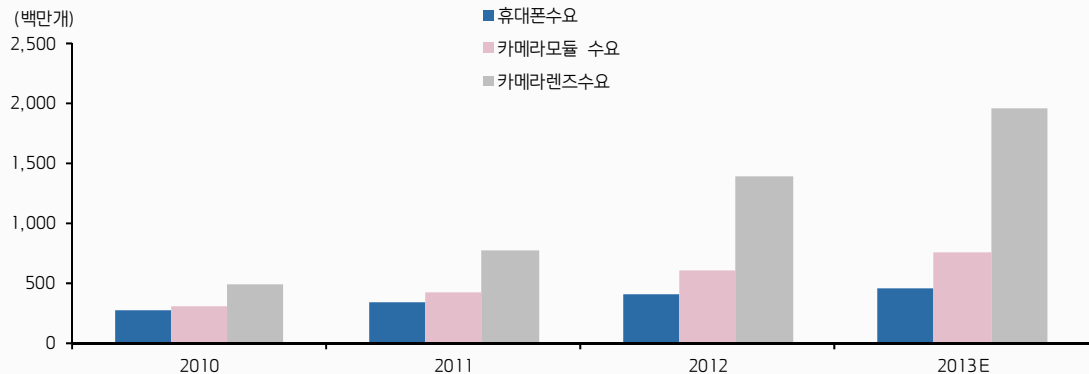
>>> 성장기울기: 카메라 렌즈 수요 > 카메라 모듈 수요 > 휴대폰

2013년 삼성전자 휴대폰 전후면 카메라 수요 약 7.6억개 전망

2013년 삼성전자 무선사업부의(Tablet PC 제외) 전/후면 카메라 수요는 약 7.6억개(YoY 26%)에 달할 전망이다. 당사리서치센터는 삼성전자 올해 스마트폰 출하량 3.4억대, 피쳐폰 1.2억대로 추정했으며 Tablet PC는 제외한 수치기 때문에 상당히 보수적인 가정이라 판단된다. 사실상 2013년 삼성전자 Tablet PC 물량까지 포함하게 되면 카메라 수요는 8억개를 넘어서는 수준이다.

한편 휴대폰 카메라 렌즈(개별렌즈기준) 성장 속도가 카메라 성장속도보다 훨씬 빠르게 나타나고 있다. 앞서 언급한 바와 같이 고화소화로 인해 개별렌즈의 소요원수가 증가하기 때문이다.

삼성전자 휴대폰/카메라/렌즈 수요 추이 및 전망



자료: 키움증권

해외 주요 카메라 렌즈 공급업체 현황

글로벌 시장에서 휴대폰 카메라 렌즈업체는 약 15~20개에 달하지만 글로벌 시장의 30%는 대만의 Largan과 Genius가 점유하고 있는 상황이다.

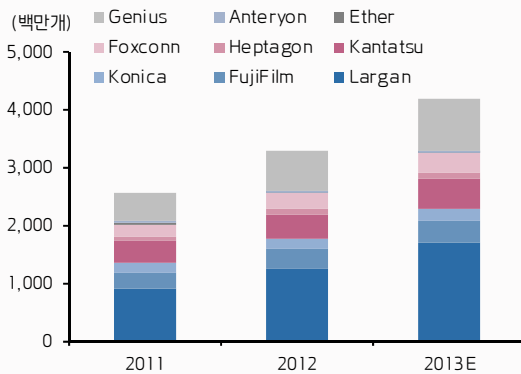
◎ Largan은 글로벌 렌즈시장 점유율이 18.4%에 달하는 1위 업체고 특히 고화소 경쟁력이 우수해 500만화소 이상의 제품 비중이 80%를 상회한 것으로 추정된다. 2012년에는 주력 고객인 Apple, Nokia의 스마트폰 입지가 약화됐지만 중화권 Set업체들의 약진으로 양호한 성장을 이어갔다.

렌즈 모듈 생산 Capa는 약 5000만개/월 수준이고 2013년에는 중화권 스마트폰 시장에서 점유율 확대할 계획이다.

◎ 글로벌 2위 업체는 Genius라는 업체다. 2012년 기준 점유율은 약 12% 수준으로 파악되고, 고화소 Main Camera 보다는 저화소 Sub-Camera에 특화된 업체로 알려졌다. 렌즈 코팅공정에 강점을 갖고 있으며 주요 고객은 Foxconn, Vista Point, Primax, Cowell, LG이노텍이다. Apple의 Main Camera 부문에서는 2nd. Vendor고 Sub-Camera 부문에서는 1st. Vendor다. 렌즈모듈 생산 Capa는 약 4000만개/월 수준으로 파악된다.

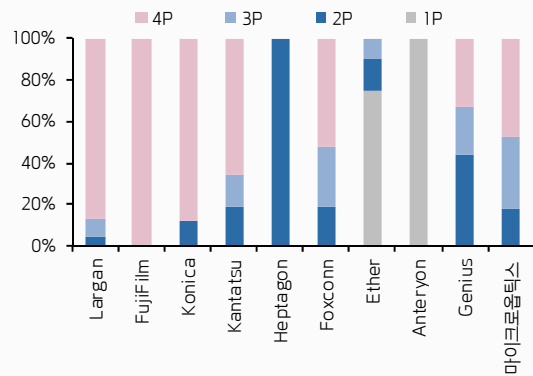
◎ 일본의 Kantatsu는 Sharp를 통해 Nokia에 렌즈를 공급하고 있으며 글로벌 점유율은 약 7% 수준이다. Kantatsu 제품 중 60% 이상이 500만화소급 이상의 제품으로 고화소 경쟁력이 부각되는 업체다.

해외 주요 업체별 개별렌즈 출하량 추이 및 전망



자료: 업계 자료, 키움증권 리서치센터

해외 주요 업체별 화소별 출하량 비중(2012년 기준)



자료: 업계 자료, 키움증권 리서치센터

국내 주요 카메라 렌즈 Vendor 현황

국내 렌즈 업체별 매출액/점유율 추이

업체	주 거래 고객	모바일 카메라 렌즈 매출액(억원)/점유율 추이							
		2009		2010		2011		2012	
		매출액	점유율	매출액	점유율	매출액	점유율	매출액	점유율
디오스텍	삼성전자	751	20%	666	15%	886	22%	1,151	24%
디지털옵틱	삼성전자, LG 이노텍	120	3%	555	13%	584	15%	773	16%
세코닉스	삼성전자, LG 이노텍	573	15%	700	16%	564	14%	797	17%
코렌	삼성전자, LG 이노텍	653	17%	663	15%	508	13%	796	17%
마이크로픽스	LG 이노텍	300	8%	293	7%	273	7%	250	5%
창원옵텍	LG 이노텍	230	6%	207	5%	153	4%	150	3%
삼성계열		1,200	31%	1,300	30%	1,000	25%	800	17%
국내 렌즈 시장 규모		3,828	100%	4,384	100%	3,967	100%	4,717	100%

자료: 업계자료, 키움증권 추정

◎ 국내 휴대폰 카메라 렌즈 시장 1위 업체인 디오스텍(차바이오앤디오스텍)은 200만화소 Sub-Camera와 800만화소급 Main Camera대상 매출 비중이 70%를 상회한다.

2012년 고화소 카메라 매출 비중과 국내 시장점유율이 모두 상승했지만 영업이익률은 6%에 그쳤다. 참고로 2012년 동사의 국내 시장 점유율은 약 24%를 기록한 것으로 추정된다.

◎ 세코닉스는 국내 업체 중에서 2012년 점유율 상승이 가장 두드러진 업체다. 동사는 저화소급 카메라 렌즈에 특화된 업체로 30만화소~300만화소 대상 매출 비중이 가장 크다. 특히 200만화소급 제품의 이익기여도가 가장 큰 것으로 파악된다. 2013년 500만화소급 이상에서 제품경쟁력을 확보한다면 국내 1위 업체로의 등극이 무난해 보인다.

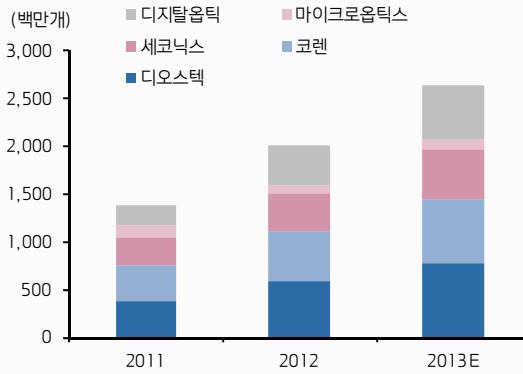
◎ 일찌감치 고화소 카메라 렌즈 양산능력을 확보한 디지털옵틱은 스마트폰 카메라의 고화소화를 배경으로 2009년 국내 시장 점유율 3%에서 2012년에는 16%로 성장했다. 국내 업체 중에서 글로벌 점유율 상승이 가장 두드러진 업체다.

2012년 800만화소 렌즈에 이어 1300만화소 렌즈에서도 고화소 경쟁력을 과시하며 점유율 상승을 이어갈 전망이다.

◎ 코렌은 지난 4~5년간 국내 카메라 렌즈 시장 점유율이 15~17%수준으로 3위권을 유지하고 있는 업체다. 삼성전자 500만화소(3P~4P급) 표준화 제품을 공급해 점유율 확보가 용이했다. 하지만 경쟁사 대비 낮은 수익성이 아쉬운 점이다. 2012년 흑자전환에 성공했지만 영업이익률이 5%미만에 불과하다. 800만화소급 이상에서의 수출 안정화 및 물량확보를 통해 수익성 개선이 요구되는 상황이라 판단된다.

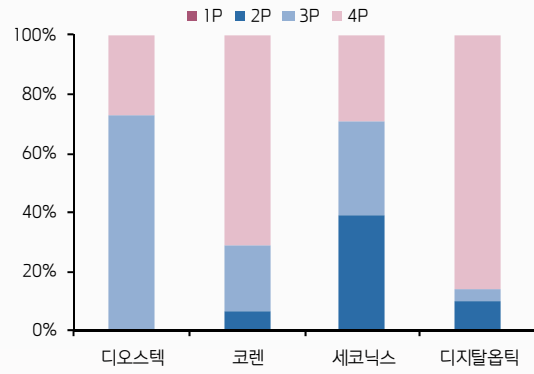
◎ 마이크로픽스는 한성엘컴텍의 자회사로 주로 국내 LG계열에 렌즈를 공급한다. 2012년 들어 고화소 매출 비중이 70% 이상으로 크게 확대된 것으로 파악되지만 이익 측면에서는 오히려 영업적자를 기록했다. 경쟁사 대비 원가경쟁력이 부족해 국내 렌즈 시장 내 점유율도 지속적으로 하락하고 있는 추세다.

국내 주요 업체별 개별렌즈 출하량 추이 및 전망



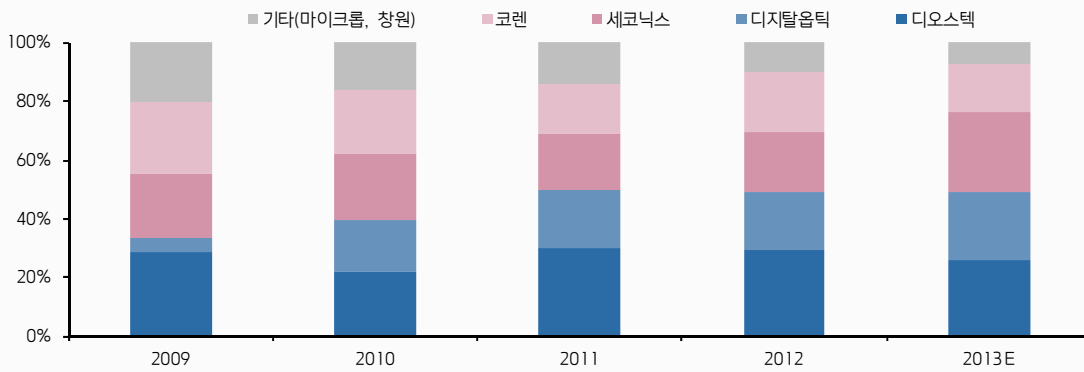
자료: 업계 자료, 키움증권 리서치센터

국내 주요 업체별 화소별 출하량 비중(2012년 기준)



자료: 업계 자료, 키움증권 리서치센터

국내 카메라 렌즈 시장 점유율 추이 및 전망



자료: 업계 자료, 키움증권

II. AFA(AF Actuator) 침투율 확대 가속화

>>> 카메라 고화소화는 AFA(Auto Focus Actuator) 성장성과 직결

기존 300만화소에서는 약 20%가 AFA를 채용했고 500만화소부터는 채용률이 약 50%에 달했고 500만화소에서는 비 중이 점차 확대되는 추세다. 더욱 중요한 점은 800만화소부터는 AFA가 전면 채용되고 있기 때문에 AFA의 성장성에 대한 눈높이가 높아질 수 밖에 없는 상황이다.

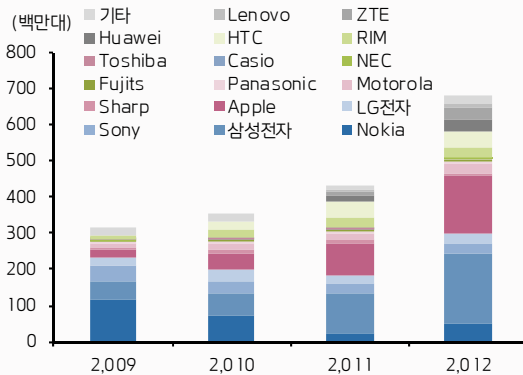
2013년 휴대폰 AFA 카메라 시장 규모 10억개에 달할 전망

2012년 기준 AFA의 휴대폰 시장 침투율은 39%로 시장 규모는 6.8억개(YoY 58%) 수준이다.

향후 500만화소 이상급(500~1300만화소) 카메라 비중이 확대되면서 AFA 침투율이 가속화되면서 2013년에는 전년 대비 51%성장한 10억개에 달할 전망이다.

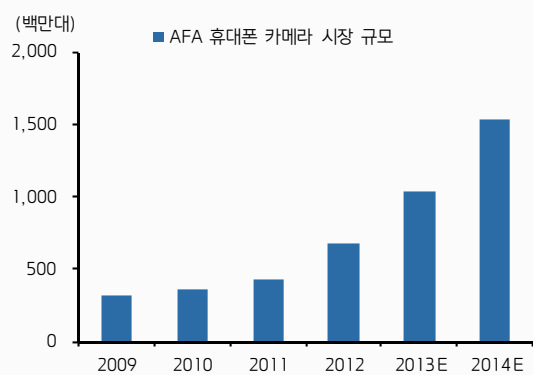
역시나 고화소 카메라 스마트폰 비중이 가장 높은 삼성전자의 AFA 채용률이 49%로 가장 높고 올해 1300만화소 갤럭시S4 출시를 기점으로 AFA 채용률 확대는 가속화될 것으로 예상된다.

글로벌 주요 Set 업체별 AFA 탑재 휴대폰 출하량



자료: 업계 자료, 키움증권 리서치센터

글로벌 AFA 시장 규모 전망



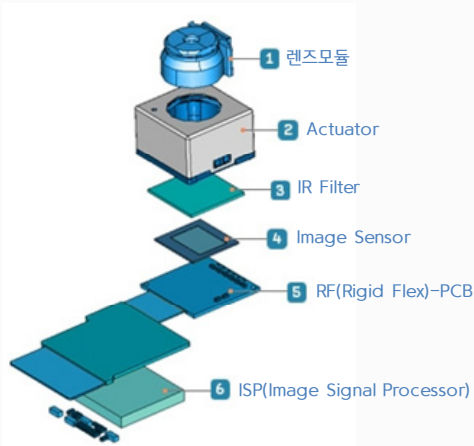
자료: 업계 자료, 키움증권 리서치센터

카메라 핵심 부품 설명

구분	기능	관련 업체
Image Sensor	영상을 전기적 신호로 변환하는 장치 (카메라의 핵심 반도체 소자)	삼성전자, ST Micro, Sony, Toshiba, SK 하이닉스, Aptina, Omnivision
Actuator	깨끗한 피사체의 촬영을 위해서 렌즈 위치를 변화시켜 Focus 를 맞춤. Encode Type 과 VCM Type	자화전자, 삼성전기, Mitusmi, Nidec, Konica, Alps, Fujion, TDK, LG 이노텍
IR Filter	영상신호에 포함된 적외선 성분을 차단해 센서에서 생기는 영상 노이즈 차단	
Lens	피사체의 이미지를 센서로 전달. 구면/비구면 등으로 구성. 주로 플라스틱 렌즈 사용	Largan, Genius, 디오스텍, 세코닉스, 디지털옵틱, 코렌, Kantatsu, Konica,
FPCB	이미지센서의 변환된 디지털 영상신호를 받아 메인보드로 전달	대덕 GDS, SI 플렉스, 인터플렉스

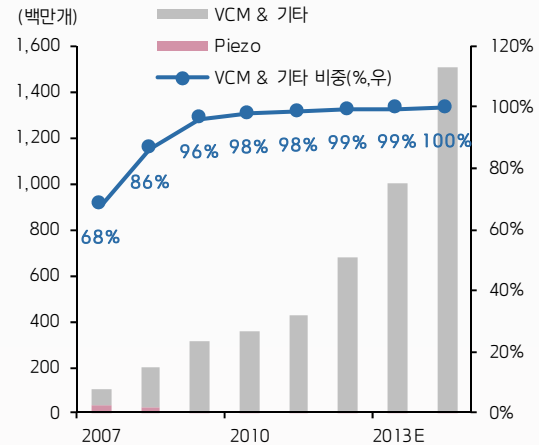
자료: 업계자료, 키움증권 리서치센터

휴대폰 카메라 구조



자료: 삼성전기, 키움증권 리서치센터

글로벌 AFA 시장 Trend: VCM vs. Piezo



자료: 업계 자료, 키움증권 리서치센터

Actuator는 Encode Type의 VCM이 Mainstream

액추에이터(AFA: Auto Focus Actuator)는 500만 화소급 이상에서 렌즈의 정밀한 구동 능력과 초박형 디자인 추세에 따라 VCM의 일종인 Encode 방식이 주류로 자리잡았다.

일반 VCM의 경우 회로류 자석을 4개 채용하고 있는데, 삼성전자가 채택하고 있는 Encode의 경우 1개만을 사용한다. Encode 방식은 기존 VCM에 비해 높은 정밀도를 구현하고 있고, 센서 사용에 따른 높은 단가 문제는 최근 회로류 가격의 급상승으로 다소 상쇄될 것으로 조사된다.

2008년 까지는 Piezo 방식이 일본시장에서 High-end급 모델에 채용 되면서 VCM방식에 위협요인으로 작용한 적도 있으나 결국 가격 대비 성능을 고려하면 Encode Type VCM이 우수하기 때문에 VCM의 점유율이 재차 상승하기 시작했다.

일반 VCM이 Encode Type VCM으로 Upgrade 됐듯이 향후에도 VCM 기반으로 응용기술이 등장하면서 Actuator 시장의 Mainstream은 VCM이 될 전망이다.

글로벌 VCM Actuator Capa 추이 (단위 천개)

구분	2010	2011	2012	주요 고객
Shicoh	12,000	14,000	14,000	Apple, Nokia, Sony, NEC, 삼성전기
Mitsumi	10,000	14,000	20,000	Apple, Panasonic, Nokia, ZTE, Huawei
자화전자	2,000	4,000	10,000	삼성전기
TDK	4,000	8,000	10,000	HTC, Acer, ZTE, Huawei
Alps	4,000	10,000	16,000	Apple, Nokia
LG 이노텍	5,000	5,000	5,000	LG 전자
삼성전기	4,000	4,000	8,000	삼성전자, RIM, Motorola
하이소닉	4,000	4,000	4,000	삼성전자, LG 전자
디오스텍	1,500	2,000	3,000	팬택, Kyocera, 삼성전기
Largan	2,000	2,000	4,000	HTC, ZTE, Lenovo, Huawei
Foxconn	2,000	2,000	4,000	HTC, ZTE, Lenovo, Huawei
AAC		-	2,000	
Optis	1,000	2,000	10,000	
엠씨넥스		1,000	1,000	

자료: 업계자료, 키움증권 리서치센터

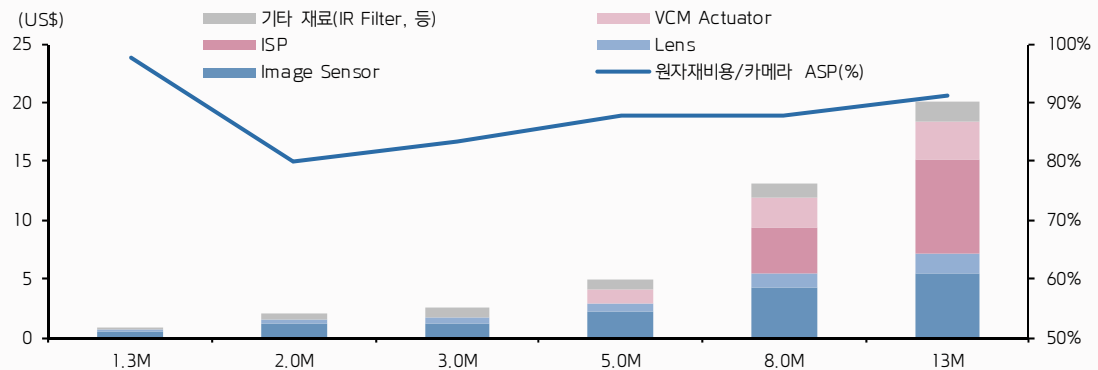
Ⅲ. 휴대폰 카메라 원가 분석 및 시장 전망

>>> 500만화소급 이상에서 ISP, AF Actuator가 필수 부품

ISP(Image Signal Processor)와 AF Actuator가 카메라 모듈의 원가 상승 요인

500만화소급 이상에서는 AFA와 ISP가 필수부품으로 자리잡으면서 카메라 원가 상승 요인으로 작용하고 있는 것으로 분석된다. 800만화소 기준으로 ISP의 평균 가격은 약 \$4, AFA는 약 \$2.5 수준이다. 역시나 고화소에 따라서 평균 단가는 상승하는 추세고 카메라 모듈의 원가율 상승을 주도하고 있는 것으로 추정된다.

휴대폰 카메라 BoM Analysis



자료: 업계 자료, 키움증권

200만화소 vs. 800만화소: 판가 상승과 원가 상승 비교

800만화소 카메라의 가격은 약 \$15로 200만화소의 가격인 \$2.5 대비 6배 비싸지만, 생산하는 데 필요한 원자재 비용은 6.6배나 더 소요된다. 앞서 언급한 ISP, AFA와 같은 원자재가 추가되고 그에 따른 생산 공정이 필요하기 때문이다.

결국 판가의 상승 보다는 원가의 상승이 더 크게 나타나는 것으로 분석되고 그만큼 카메라 모듈사업이 고화소화 되면 수익성보다는 외형성장에 보다 긍정적으로 작용할 것으로 판단된다.

>>> 카메라모듈, 2014년까지 800만, 1300만 화소가 주류

카메라모듈 부문에서는 800만/1300만 화소와 Main Camera의 가파른 확산 속도에 주목해야 한다. Main Camera 경우 2012년 탑재율이 84%까지 확대됐고, 향후 증가 속도가 둔화되겠지만, 800만화소 카메라모듈 채용 속도가 급물살을 타고 있어 ASP 상승 효과가 카메라모듈 업체들의 매출 성장을 견인할 것이다.

Sub-Camera(전면 카메라)의 경우 침투율이 41% 수준이고, 130만화소~200만화소급 Sub-Camera 비중은 아직 50% 수준에 불과하기 때문에, 스마트폰 시장 성장과 더불어 침투율 확대까지 가세해 괄목할만한 성과가 기대된다.

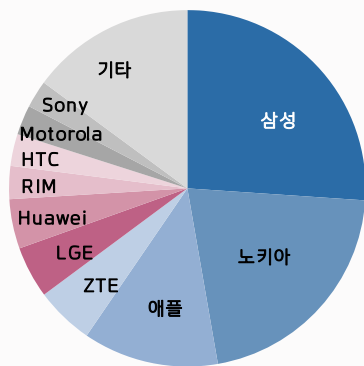
2013년 휴대폰 카메라 시장 규모 21.6억개

2013년 휴대폰 카메라 시장 규모는 21.6억개로 전년 대비 16% 성장할 전망이다. Tablet PC, 노트북 PC에 탑재되는 카메라 시장까지 포함하게 되면 22억개를 넘어서는 것으로 추정된다.

2012년 기준 Set업체별 카메라폰 점유율을 살펴보면 삼성전자가 26.1%로 1위를 기록했고 그 뒤를 이어 Nokia가 21.2%, Apple이 12.3%를 차지한 것으로 파악된다.

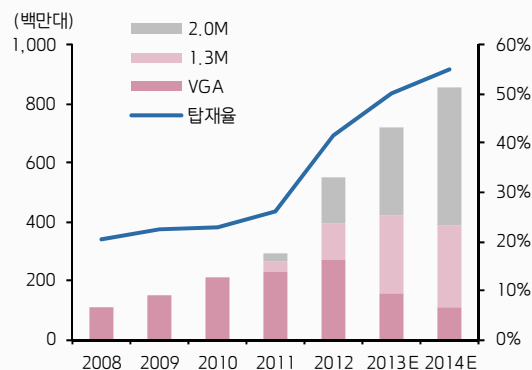
2013년 점유율 확대 폭은 중국의 ZTE/Huawei/Lenovo와 한국의 LG전자가 가장 크게 나타날 것으로 예상된다.

2012년 Set업체별 카메라폰 점유율



자료: 업계자료, 키움증권 리서치센터

Sub-Camera 침투율 & 화소별 시장 전망



자료: 업계자료, 키움증권 리서치센터

Main Camera: 800만, 1300만 화소 수요 급증

스마트폰 고사양화로 800만화소~1300만화소 카메라모듈에 대한 수요도 급증하고 있다. 수요는 가파르게 증가하고 있는 반면, 800만화소 카메라모듈 양산 능력을 보유하고 있는 업체는 제한적이다. 삼성전자, 삼성광통신, LG이노텍, 샤프 등 소수 업체만이 800만화소 카메라모듈을 양산하고 있는 것으로 파악되고 있고, 최근에는 캄시스가 양산성을 확보해 고객사 수요에 대응하기 시작한 것으로 알려졌다.

작년 하반기부터 일부 High-end 스마트폰에 1,300만 화소급 카메라모듈이 탑재됐고, 올해는 갤럭시 S4 출시를 기점으로 1300만화소급 스마트폰의 비중이 가파른 속도로 확대될 전망이다. 휴대폰에 탑재되는 카메라의 고화소화는 장기적으로 지속될 것으로 예상되지만, 카메라모듈 업체들의 생산 상황 고려 시 2014년까지는 800만/1300만화소가 Mainstream으로 자리잡을 전망이다.

Sub-Camera(전면카메라): 130만 화소 이상 탑재 모델 증가

Sub-Camera에서도 해상도가 업체들의 ASP 상승을 견인하고 있다. 기존에는 주로 VGA급(30만화소) 카메라가 Sub-Camera로 탑재됐지만 최근 High-end 스마트폰에는 130만화소 이상의 전면 카메라가 탑재되고 있는 추세다. 삼성전자는 갤럭시S2에 이어 갤럭시노트, 갤럭시S3에도 200만 화소의 전면카메라를 탑재했고, 다른 글로벌 스마트폰 업체들의 High-end 스마트폰에도 130만 화소 이상의 전면카메라가 탑재되는 추세가 이어질 것이다.

800만~1300만화소 Main Camera 채택 스마트폰 Line-up

업체명	모델명
삼성전자	갤럭시S2, 갤럭시S3, 갤럭시노트1, 갤럭시노트2, 갤럭시S4(13M)
Apple	아이폰4S, 아이폰5
LG전자	옵티머스 LTE, 프라다폰3.0, 옵티머스 Vu, 옵티머스 LTE2, 옵티머스G(13M), 옵티머스G Pro(13M)
HTC	HTC One X, TITAN II, Vivid, Rezound, Incredible 2
Nokia	Lumia 800, Lumia 900
Motorola	Droid 4, Droid RAZR, Droid RAZR MAXX, Droid 3, Droid Bionic

자료: 각 사

주요 휴대폰 업체별 이미지센서 & 카메라모듈 SCM

	Image Sensor	Camera Module	Lens Module
Nokia	ST Micro, Toshiba, 삼성전자, 소니	ST Micro, Toshiba, Sharp, Foxconn, Fujifilm	Largan, Fujifilm, Kantatu, Heptagon, Ether, Anteryon, Asiaopt,
삼성전자	삼성전자, Sony, SK 하이닉스, Omnivision, Aptina	삼성전자, 삼성전기, 파트론, 캄시스, Truly, Lite-On, BYD 등	디오스텍, 코렌, 세코닉스, 디지털옵틱, 삼성전기, 카바스 등
LG 전자	SK 하이닉스, Aptina, 삼성전자, Sony, Omnivision, Toshiba	LG 이노텍, 한성엘컴텍, 코웰, 캄시스	창원옵텍, 코렌, Micro Optics, 세코닉스, 등
Apple	Omnivision(5M, VGA), Sony(8M)	LG 이노텍, Sharp, Cowell, Primax, Vistapoint, Foxconn	Largan, Genius, Foxconn
Sony-Ericsson	Sony, Aptina	Sony, Konica, Foxconn, 삼성전기, Aptina, LG 이노텍	Fujifilm, Sony, Konica, Foxconn, Largan, 코렌 등
Motorola	Omnivision, Aptina, Sony	삼성전기, Foxconn, Lite-On, LG 이노텍, 등	삼성전기, Largan, Foxconn, Genius 등
RIM	Apina, Omnivision, Toshiba, ST Micro	삼성전기, Toshiba, ST Micro, Lite-On	삼성전기, FujiFilm, Largan, Genius, 등
HTC	삼성전자, Omnivision, Aptina, Sony	Lite-On, Foxconn, Primax, 엠씨넥스	Largan, Genius, Foxconn 등
ZTE	Omnivision, Aptina, 하이닉스/실리콘화일, 에스이티아이	Sunny, BYD, Foxconn, 엠씨넥스, 등	Sunny, Largan, Genius, Konica 등
Huawei	Omnivision, Aptina, 하이닉스/실리콘화일, 에스이티아이	Sunny, BYD, Foxconn, 엠씨넥스, 등	Sunny, Largan, Genius, Konica 등

자료: 업계 자료, 키움증권 리서치센터

IV. 스마트폰 시장 동향 및 전망

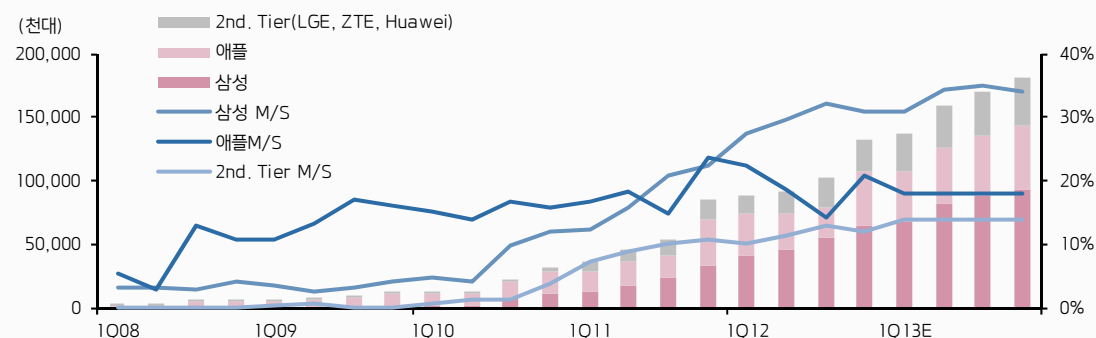
>>> 1. 2013년 글로벌 스마트폰 시장: 1st. Tier와 2nd. Tier의 Gap 축소

삼성전자와 애플의 양강체제는 일단락

올해 삼성전자와 애플의 양강체제는 일단락되고 삼성전자의 독주가 지속되는 가운데 2nd. Tier 스마트폰 업체들의 약진이 두드러질 전망이다.

글로벌 스마트폰의 성장 축이 선진국에서 신흥국으로 Shift하고 있어 중저가형 스마트폰 Line-Up이 잘 갖춰진 업체들이 상대적으로 유리할 것으로 예상되기 때문이다.

2013년 1st. Tier와 2nd. Tier의 Gap 축소



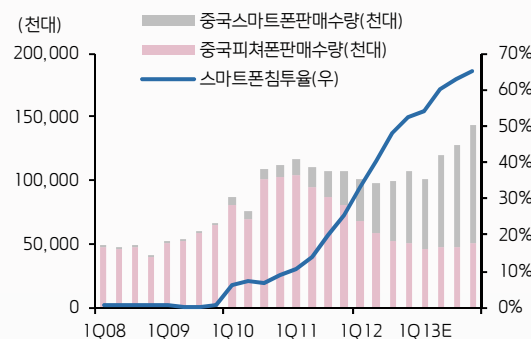
자료: Gartner, 키움증권

2013년 중국 시장 스마트폰 침투율 확대 가속화

2012년 하반기 본격화된 중국 스마트폰 침투율 확대가 2013년에는 더욱 가속화되면서 중국이 글로벌 스마트폰 성장 축으로 자리잡을 전망이고, 2013년 이후에는 인도 등 기타 신흥국가로 스마트폰 침투가 가속화될 것으로 예상된다.

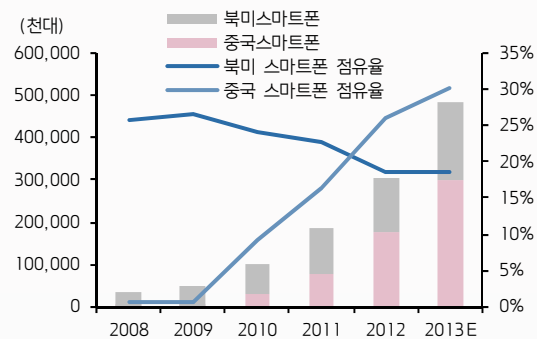
2013년 중국 스마트폰 시장이 글로벌 시장에서 차지하는 비중은 30%로 2012년 대비 4%p 확대될 것으로 예상되는 반면 북미 스마트폰 시장의 점유율은 19%로 2012년과 비슷한 수준이 유지될 전망이다.

중국 스마트폰 침투율 전망



자료: Gartner, 키움증권

중국과 북미 스마트폰이 글로벌 시장에서 차지하는 비중



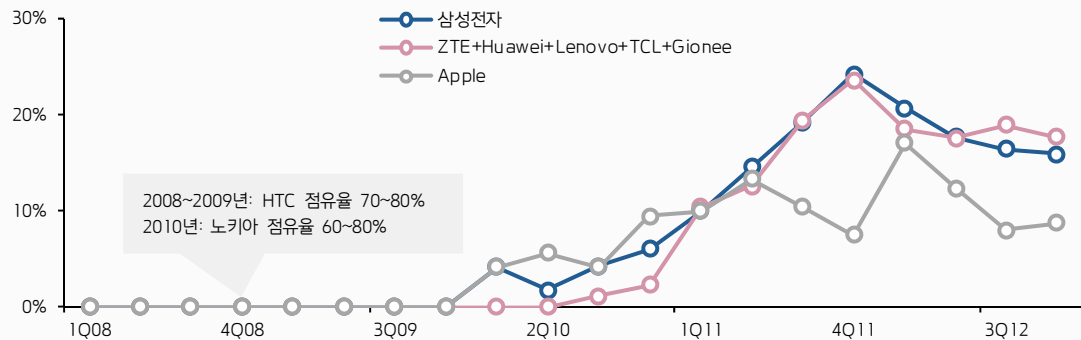
자료: 키움증권 리서치센터

2013년 중국 시장: ZTE/Huawei/Lenovo의 약진 지속될 전망

2013년에도 중국 내 중저가 스마트폰 부문에서 유리한 위치에 있는 중국 로컬 업체들의 약진과 폭넓은 스마트폰 라인업을 보유하고 있는 삼성전자가 중국 스마트폰 시장 성장을 견인할 전망이다. 물론 ZTE/Huawei/Lenovo와 같은 경우에는 글로벌 Brand Power가 부족해 중국 외 다른 지역에서는 큰 성과를 기대하기 힘들겠지만, 중국 시장에서만큼은 성장성이 부각될 것으로 보인다.

요컨대, 1) 중국 내 노키아의 점유율 급락(2010년 M/S 69% → 4Q12 1%), 2) 삼성전자의 다양한 제품 라인업, 3) 중국 로컬 세트 업체들의 Low-end급 스마트폰에서의 경쟁력, 4) 애플의 점진적 쇠퇴(1Q12 중국 내 스마트폰 M/S 17% → 4Q12 9%)를 고려하면 중국 스마트폰 시장에서는 삼성전자, Lenovo, ZTE, Huawei와 같은 업체들의 약진이 지속될 수 있는 시장 여건이 마련된 것으로 판단된다.

중국 시장 내 주요 스마트폰 업체들 점유율 추이



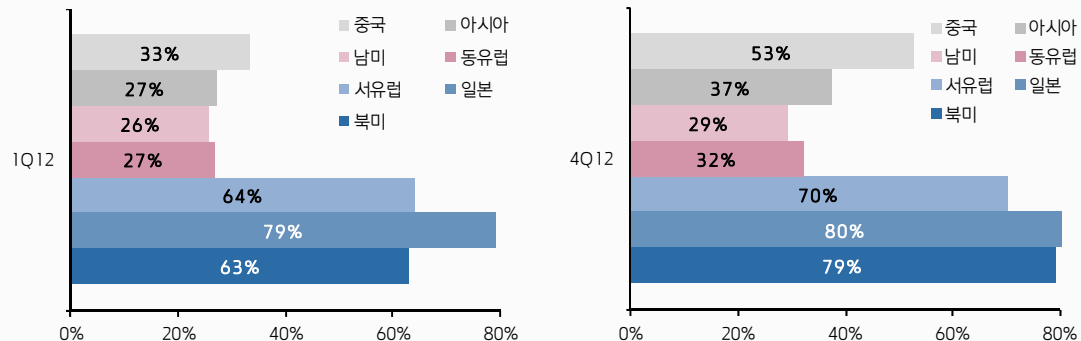
자료: Gartner, 키움증권

>>> 2. 2013년 글로벌 스마트폰 YoY 46% 성장, 침투율 50% 전망

2013년 글로벌 스마트폰 9.9억대, 침투율 50%로 확대

2013년 세계 스마트폰 시장은 YoY 46% 성장한 9.9억대에 이를 것으로 예상된다. 스마트폰 시장 침투율은 2011년 27%, 2012년 39%, 2013년에는 50%로 확대될 전망이다. 특징적인 부분은 북미, 일본, 서유럽 시장은 스마트폰 침투율이 70~80%에 육박하는 반면 아시아, 남미 지역은 여전히 30% 미만에 불과해 스마트폰 성장 Potential이 크다는 점이다.

지역별 스마트폰 침투율 비교 (1Q12 vs. 4Q12)



자료: 키움증권 리서치센터

자료: 키움증권 리서치센터

>>> 3. 삼성전자 통신(IM) 사업부의 수익성

2012년까지는 ASP 상승 효과, 2013년부터는 'Economies of Scale'

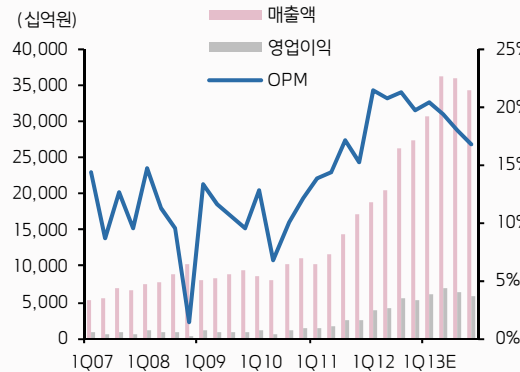
삼성전자 IM사업부는 2011년~ 2012년까지 스마트폰 비중, 특히 갤럭시 시리즈와 같은 프리미엄급 스마트폰 비중이 급격히 확대되면서 ASP가 크게 개선됐다. 2011년 휴대폰 ASP는 \$131 수준이었는데, 2012년에는 \$181(YoY 37%)로 개선되면서 영업이익률이 18%(YoY 3%p)로 확대됐다.

2013년에도 역시 High-end급 스마트폰 비중이 늘면서 ASP 상승을 견인하겠지만, 1) 스마트폰의 단가 인하 경쟁이 심화되고, 2) 중화권 중심의 보급형 스마트폰 수요증가, 3) 단말기 고사양화에 따른 BoM Cost 증가에 따라 영업이익률이 소폭 하락할 것으로 전망된다.

2013년 삼성전자 IM 실적 전망: 매출액 152조원(YoY 40%), 영업이익 25.8조원(YoY 32%)

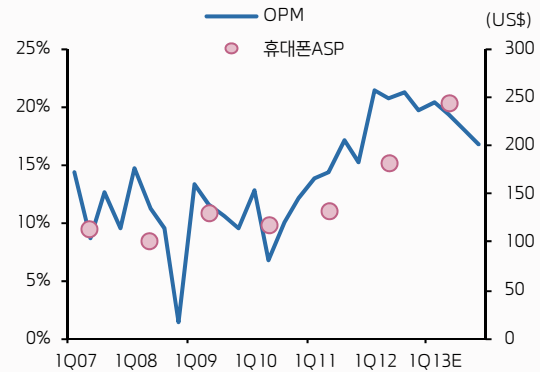
2013년 삼성전자 통신(IM) 사업부의 매출액과 영업이익은 각각 152조원(YoY 40%), 25.8조원(YoY 32%)로 사상 최대 실적이 전망된다. 그 중 휴대폰 부문의 영업이익은 프리미엄급 갤럭시 시리즈 판매 호조가 이어지면서 32% 증가한 25.4조(OPM 19%)를 달성할 것으로 전망된다.

삼성전자 휴대폰 부문 실적 전망



자료: 키움증권 리서치센터 추정

삼성전자 휴대폰 ASP/영업이익률 추이 및 전망



자료: 키움증권 리서치센터 추정

2013년에는 스마트폰 단말기의 고사양화에 따른 BoM Cost 상승뿐만 아니라 메모리 반도체 가격 상승까지 더해져 휴대폰 부품 업체들의 단가 인하가 기존 예상보다 심화될 가능성이 큰 상황이다. 하지만 삼성전자 갤럭시S4 출하량이 기존 예상을 크게 상회하며 단가 인하 영향을 상쇄할 전망이다. 삼성전자의 전략적 모델에 부품을 공급하는 업체들과 충분한 생산능력 및 기술력을 바탕으로 중국 스마트폰 업체들로 고객 다변화된 부품 업체들의 실적이 차별화될 것으로 예상된다.

삼성전자 스마트폰 Vendor 실적 컨센서스 (단위: 억원 %)

	업체	2011			2012			2013E			13/4/5
		Sales	OP	NP	Sales	OP	NP	Sales	OP	NP	Mkt Cap
배터리	삼성 SDI	54,439	1,100	3,511	57,712	1,869	14,868	60,215	2,060	5,762	57,859
카메라/PCB	삼성전기	60,318	2,778	3,924	79,128	5,805	4,520	89,647	7,011	5,468	72,154
PCB	대덕전자	6,565	526	463	7,511	564	486	8,140	710	660	5,343
	심텍	6,138	628	426	6,314	467	197	6,704	473	325	2,702
카메라	파트론	4,259	303	243	8,731	912	713	11,971	1,330	1,063	11,394
	자화전자	2,511	182	179	3,274	503	436	5,030	680	570	4,905
	캠시스	1,833	12	-55	2,563	52	-61	N/A	N/A	N/A	1,191
	디지털옵틱	584	85	55	856	109	79	1,290	N/A	141	1,033
	차바이오앤	3,692	76	36	4,611	404	239	5,300	477	N/A	8,179
	코렌	508	-46	-51	865	38	20	1,217	124	89	538
	세코닉스	851	40	22	1,473	154	150	2,293	303	238	2,264
	옵트론텍	1,118	132	75	1,713	209	101	2,264	395	298	3,076
	하이소닉	497	16	9	483	76	38	1,180	N/A	139	854
RF 부품	와이솔	1,067	130	96	1,226	109	83	1,781	183	144	1,809
수동부품	아모텍	979	9	-43	1,874	164	92	2,568	285	177	1,710
	이노칩	703	172	177	722	187	143	1,005	261	232	2,117
터치스크린	에스맥	4,465	366	348	4,854	360	268	5,946	366	312	2,850
	일진디스플레이	3,244	364	307	5,965	646	641	7,980	900	760	6,314
	시노펙스	3,941	97	24	5,420	30	-296	N/A	N/A	N/A	1,307
	태양기전	1,598	47	40	2,260	69	19	3,349	258	205	1,508
	멜파스	2,562	158	149	3,833	238	139	6,069	356	288	3,146
	디지텍시스템	1,386	43	49	2,368	143	103	3,546	N/A	225	1,373
케이스	인탑스	6,534	381	298	9,765	593	560	9,340	537	445	2,468
	KH 바텍	3,159	101	100	3,559	77	-32	6,163	470	320	2,848
	파엔텔	1,504	-209	-263	1,020	-328	-369	N/A	N/A	N/A	751
	모베이스	1,287	66	38	2,017	211	185	3,575	320	339	1,886
	우전앤한단	3,806	336	263	3,251	225	130	4,650	N/A	289	2,376
Mic/ Speaker	비에스이	2,256	16	19	2,327	37	58	N/A	N/A	N/A	926
	알에프세미	371	97	75	425	63	47	575	99	82	1,044
연성 PCB	인터플렉스	5,177	404	311	7,654	465	544	10,760	611	552	5,704
	비에이치아이	1,529	130	86	2,298	247	141	3,448	295	231	1,897
	플렉스컴	1,783	167	76	3,474	253	194	6,256	402	343	2,498
	대덕 GDS	5,027	131	156	5,427	425	359	6,581	N/A	N/A	3,930
커넥터	우주일렉트로	1,577	115	102	1,897	157	87	2,690	369	294	2,806

자료: DataGuide Consensus, 키움증권 리서치센터

>>> 4. 스마트폰 원가 구조 분석

BoM 비중: 갤럭시S3 vs. 갤럭시S4

갤럭시S4는 부품의 전반적인 고사양화로 인해 원가율이 상승한 것으로 추정된다. 더구나 2Q13 모바일 메모리 반도체 가격 상승분까지 반영하게 되면 원가부담 심화가 불가피한 것으로 파악된다. 최근 메모리 반도체 가격 상승분을 제외한 갤럭시S4의 BoM Cost는 \$244로 갤럭시S3 대비 \$31확대된 반면 출고가는 \$579로 \$20정도 낮아 BoM Cost/출고가가 42%로 증가한 것으로 분석된다.

중저가형 스마트폰 모델도 이와 같은 원가 부담 상승은 불가피해 보여 개별 부품의 수급에 따른 선별적 접근이 요구되는 상황이라 판단된다.

갤럭시S3 vs. 갤럭시S4 BoM Cost와 원가율 차이

부품 구분	갤럭시S3		갤럭시S4		삼성전자 국내 SCM
	설명	Cost	설명	Cost	
메모리	낸드 16GB +디램 2GB	\$29	낸드 16GB +디램 2GB	\$28	삼성전자 반도체
Display	4.8" 1280*720	\$65	5.0" 1920*1080	\$75	삼성디스플레이
AP	Exynos Quad	\$18	Exynos Octa	\$30	삼성전자 반도체
Camera	후방 800만 전방 190만	\$19	후방 1300만 전방 200만	\$20	삼성전기, 삼성전자 파트론, 캄시스
BB/RF/PA		\$15		\$16	
UI&Sensor		\$13		\$16	
BT 등		\$8		\$9	
PMIC	Maxim	\$7	Samsung	\$8	Maxim, 삼성전자 반도체
Battery	2100mAh NFC안테나	\$4.90	2600mAh NFC안테나	\$5.60	삼성 SDI 아모텍, EMW
Mechanical		\$22		\$21.40	삼성전기, 이노칩, 아모텍, 우주일렉트로닉, RF 세미, 광전자, 와이솔
Box		\$6		\$6	
조립		\$8		\$8.50	
총 BoM		\$213		\$244	
출고가		\$599		\$579	
원가율		36%		42%	

자료: iSuppli, 키움증권 추정



기업분석

디지털옵틱
(106520)

BUY(Initiate)/목표주가 31,000원
고화소화 속 숨은 진주

디지털옵틱 (106520)



BUY(Initiate)

주가(4/8) 18,950원

목표주가 31,000원

전체 휴대폰 카메라 시장에서 800만화소와 1300만화소가 차지하는 비중이 32% 수준에 불과해 고화소 카메라의 성장 여력이 많이 남아있다는 점에 주목해야 한다. 특히 갤럭시S4 출시를 기점으로 1300만화소 모멘텀이 극대화될 전망이고 고화소에 대응력이 우수한 디지털옵틱의 양적/질적 성장이 점쳐진다. 더불어 500만화소 표준 모델 양산도 본격화되면서 보급형 스마트폰 시장 확대에 따른 수혜도 기대된다.

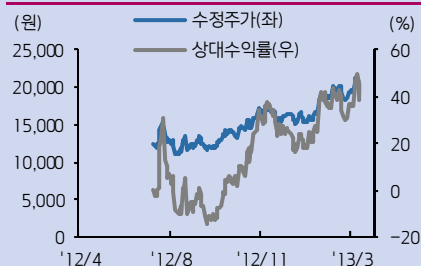
Stock Data

KOSDAQ (4/8)	528.78pt
시가총액	1,033억원
52주 주가동향	최고가 21,450원 최저가 11,200원
최고/최저가 대비 등락	-11.66% 69.20%
주가수익률	절대 상대
1M	-4.3% -1.7%
6M	48.0% 50.6%
1Y	N/A N/A

Company Data

발행주식수	5,453천주
일평균 거래량(3M)	146천주
외국인 자본율	0.65%
배당수익률(13.E)	0.00%
BP (13.E)	8,205원
주요 주주	채찬영외 29.2%

Price Trend



카메라 고화소화 속 숨은 진주

>>> 고화소 렌즈 대응력

1Q13 매출액과 영업이익은 각각 274억원(YoY 88%), 29억원(YoY 32%)로 기존 예상과 부합할 전망. 1Q13 800만화소 이상급 카메라 렌즈 매출액이 148억원에 달한 것으로 추정되며, 고화소 렌즈 경쟁력이 업계 최고 수준이라 판단됨.

>>> 2013년 연간 영업이익 198억원 전망

2013년 연간 영업이익은 198억원(YoY 61%) 전망.

1) 경쟁사 대비 고화소 렌즈 매출 비중이 높은 만큼 2Q13부터는 1300만화소 갤럭시S4 물량 확대에 따른 실적 모멘텀이 강화될 전망이고, 2) 주력 고객사의 500만화소 표준화모델에도 채택되면서 증저가 스마트폰 시장 확대에 따른 수혜도 예상됨.

더불어 주력 고객사는 2013년 상반기를 Target으로 800만화소 렌즈도 표준화를 진행하고 있는 것으로 파악되는데 동사 제품의 채용 가능성이 큰 상황임.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 3.1만원 제시

현 주가는 올해 예상 EPS 2,868원 기준 PER는 7.1배 수준에 불과. 고화소 대응력 확보로 글로벌 렌즈 시장 점유율 상승 지속되고 있다는 점 긍정적으로 평가됨. 투자의견 'BUY', 목표주가 31,000원으로 Coverage 개시.

투자지표	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액(억원)	267	584	836	1,527	2,046
보고영업이익(억원)	26	86	123	198	280
핵심영업이익(억원)	26	90	122	198	280
EBITDA(억원)	40	112	144	223	309
세전이익(억원)	18	74	105	184	277
순이익(억원)	19	60	91	156	235
지분법적용순익(억원)	19	55	91	156	235
EPS(원)	468	1,380	1,675	2,868	4,310
증감율(YoY)	284.0	194.8	21.3	71.3	50.3
PER(배)	0.0	0.0	9.6	7.1	4.8
PBR(배)	0.0	0.0	3.0	2.5	1.6
EV/EBITDA(배)	2.3	0.4	6.2	4.6	2.6
보고영업이익률(%)	9.6	14.7	14.7	12.9	13.7
핵심영업이익률(%)	9.6	15.5	14.6	12.9	13.7
ROE(%)	13.3	33.5	36.8	42.4	41.6
순부채비율(%)	59.8	23.1	3.5	-3.4	-35.6

>>> 2Q13부터는 800만화소에 이어 1300만화소 모멘텀까지...

2Q13 영업이익 50억원(YoY 178%, QoQ 74%) 전망

4월부터 1300만화소 렌즈 매출이 급증하면서 2Q13 영업이익은 50억원(YoY 178%, QoQ 74%)로 사상 최대 실적 Rally가 본격화될 전망이다. 더욱이 2Q13 중후반부터는 주력 고객사의 500만화소 표준화 렌즈 생산도 시작되면서 2013년 보급형 스마트폰 시장 확대에 따른 수혜도 예상된다.

디지털옵틱 분기 실적 전망 (단위: 억원 %)

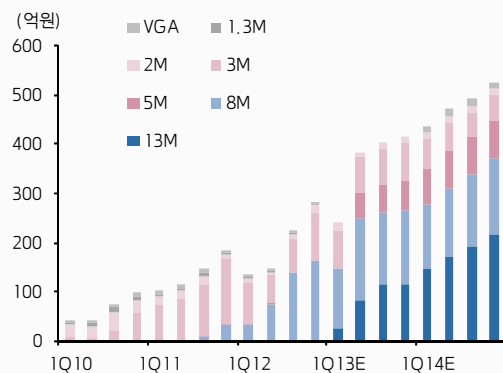
	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12P	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2010	2011	2012P	2013E	2014E
매출액	146	153	234	303	274	397	421	434	267	584	836	1,527	2,046
Handset & Tablet PC	131	142	220	279	242	384	402	414	251	544	773	1,443	1,927
Car	2	3	2	1	2	3	4	5	1	6	8	14	14
Projector	3	4	10	14	10	10	15	15	-	-	30	50	105
기타	10	5	2	9	20	-	-	-	15	34	25	20	-
영업이익	22	18	35	48	29	50	58	62	26	90	122	198	280
영업이익률	14.8%	11.6%	14.9%	15.9%	10.4%	12.5%	13.7%	14.2%	9.6%	15.5%	14.6%	12.9%	13.7%

자료: 키움증권 리서치센터

글로벌 고화소 렌즈 점유율 상승 추세 지속될 것으로 예상

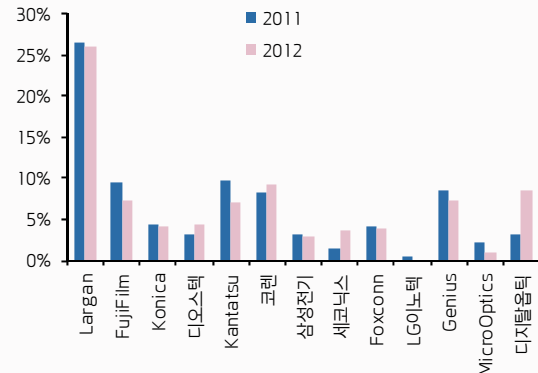
4P이상급 고화소 렌즈 시장에서 동사의 점유율은 2011년 3%에 불과했지만 2012년 삼성전자 갤럭시 S3 효과로 점유율이 9%까지 확대됐다. 2013년에는 갤럭시S4 수혜까지 겹치면서 글로벌 고화소 렌즈 시장에서의 점유율 확대가 가속화될 전망이다.

화소별 매출 추이 및 전망(Handset 부문)



자료: 키움증권 리서치센터 추정

글로벌 업체별 4P이상급 카메라 렌즈 시장 점유율 추이



자료: 키움증권 리서치센터 추정

목표주가 31,000원, Target PER 11배 적용

목표주가 31,000원은 2013년 예상 EPS 2,868원 기준 Target PER 11.0배를 적용해 산출했다.

2012년 하반기부터 S사 Flagship 모델 대상 렌즈 공급이 본격화되면서 글로벌 고화소 렌즈시장 점유율이 상승하는 Up-cycle에 진입했기 때문에 갤럭시 시리즈 부품 Vendor 평균 PER인 11.0배 대비 할인 받을 이유가 없다고 판단된다.

손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2010	2011	2012P	2013E	2014E
매출액	267	584	836	1,527	2,046
매출원가	224	472	683	1,277	1,698
매출총이익	43	112	153	250	348
판매비및일반관리비	17	21	31	52	68
영업이익(보고)	26	86	123	198	280
영업이익(핵심)	26	90	122	198	280
영업외손익	-8	-16	-17	-14	-4
이자수익	3	1	1	1	2
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	6	10	8	0	0
이자비용	5	6	6	6	6
외환손실	6	13	7	0	0
관계기업지분법손익	0	0	0	-9	0
투자및기타자산처분손익	-1	-5	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-4	6	1	0	0
기타	0	-9	-15	0	0
법인세차감 전이익	18	74	105	184	277
법인세비용	-1	14	14	28	41
유효법인세율 (%)	-5.1%	19.1%	13.2%	15.0%	15.0%
당기순이익	19	60	91	156	235
지분법적용순이익(억원)	19	55	91	156	235
EBITDA	40	112	144	223	309
현금순이익(Cash Earnings)	33	82	113	182	264
수정당기순이익	24	59	90	156	235
증감율(% YoY)					
매출액	127.2	118.4	43.2	82.6	34.0
영업이익(보고)	566.6	232.7	43.2	61.1	41.9
영업이익(핵심)	576.5	250.7	35.6	61.4	41.9
EBITDA	35.3	178.3	27.9	54.9	38.6
지배주주지분 당기순이익	284.0	218.2	31.5	98.6	50.3
EPS	284.0	194.8	21.3	71.3	50.3
수정순이익	224.9	205.1	54.0	73.1	50.3

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2010	2011	2012P	2013E	2014E
영업활동현금흐름	34	66	56	55	255
당기순이익	19	60	91	156	235
감가상각비	13	19	18	23	26
무형자산상각비	2	3	3	3	3
외환손익	2	1	-1	0	0
자산처분손익	1	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	9	0
영업활동자산부채 증감	-11	-47	-51	-136	-8
기타	9	29	-4	0	0
투자활동현금흐름	-93	-45	-53	-85	-77
투자자산의 처분	-6	0	-3	-35	-27
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
유형자산의 취득	-72	-28	-50	-50	-50
무형자산의 처분	-12	-11	0	0	0
기타	-3	-6	0	0	0
재무활동현금흐름	56	2	31	11	23
단기차입금의 증가	-1	-2	0	-10	0
장기차입금의 증가	50	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	7	4	31	21	23
현금및현금성자산의순증가	-3	23	34	-19	202
기초현금및현금성자산	21	19	41	76	56
기말현금및현금성자산	19	41	76	56	258
Gross Cash Flow	45	113	107	191	264
Op Free Cash Flow	-53	10	18	-11	183

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2010	2011	2012P	2013E	2014E
유동자산	143	297	386	569	872
현금및현금성자산	13	41	76	56	258
유동금융자산	24	39	42	76	102
매출채권및유동채권	82	179	139	218	256
재고자산	20	38	129	218	256
기타유동비금융자산	4	0	0	0	0
비유동자산	237	228	261	291	324
장기매출채권/비유동채권	12	13	17	31	41
투자자산	50	30	31	23	24
유형자산	138	142	173	201	225
무형자산	29	37	34	31	28
기타비유동자산	8	7	7	7	7
자산총계	380	526	646	860	1,196
유동부채	151	247	249	283	357
매입채무및기타유동채무	87	165	167	204	273
단기차입금	44	64	64	54	54
유동성장기차입금	20	10	10	10	10
기타유동부채	0	9	8	15	20
비유동부채	76	73	106	130	156
장기매입채무및비유동채무	5	7	8	11	14
사채및장기차입금	64	54	54	54	54
기타비유동부채	7	12	43	65	88
부채총계	228	321	355	413	513
자본금	20	20	27	27	27
주식발행초과금	49	49	49	49	49
이익잉여금	80	132	211	367	602
기타자본	3	4	4	4	4
자본총계	152	205	291	447	683
지분법적용자본총계	152	205	291	447	683
자본총계	152	205	291	447	683
순차입금	91	47	10	-15	-243
총차입금	128	128	128	118	118

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2010	2011	2012P	2013E	2014E
주당지표(원)					
EPS	468	1,380	1,675	2,868	4,310
BPS	3,788	5,104	5,337	8,205	12,516
주당EBITDA	1,006	2,799	3,059	4,087	5,665
CFPS	833	2,043	2,398	3,333	4,836
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	0.0	0.0	9.6	7.1	4.8
PBR	0.0	0.0	3.0	2.5	1.6
EV/EBITDA	2.3	0.4	6.2	4.6	2.6
PCFR	0.0	0.0	6.7	6.2	4.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	9.6	14.7	14.7	12.9	13.7
영업이익률(핵심)	9.6	15.5	14.6	12.9	13.7
EBITDA margin	15.1	19.3	17.2	14.6	15.1
순이익률	7.0	10.3	10.9	10.2	11.5
자기자본이익률(ROE)	13.3	33.5	36.8	42.4	41.6
투자자본이익률(ROIC)	17.2	35.1	36.6	38.6	44.0
안정성(%)					
부채비율	149.5	156.3	122.0	92.2	75.2
순차입금비율	59.8	23.1	3.5	-3.4	-35.6
이자보상배율(배)	4.9	14.0	19.6	33.9	49.6
활동성(배)					
매출채권회전율	4.7	4.5	5.3	8.5	8.6
재고자산회전율	17.4	20.3	10.1	8.8	8.6
매입채무회전율	4.3	4.6	5.0	8.2	8.6

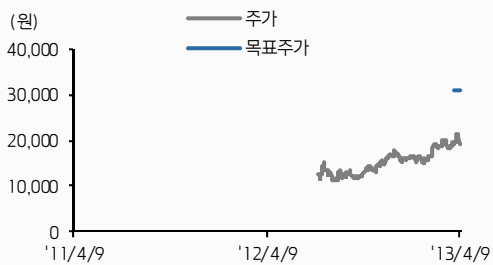
투자 의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
디지털옵틱 (106520)	2013/04/09	BUY(Initiate)	31,000원

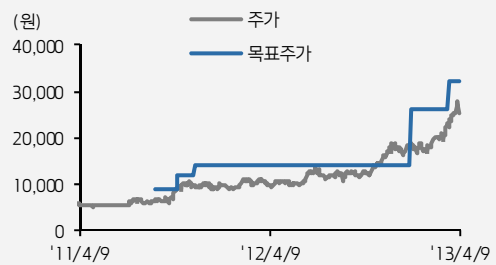
종목명	일자	투자 의견	목표주가
자화전자 (033240)	2011/08/30	BUY(Reinitiate)	8,900원
	2011/09/07	BUY(Maintain)	8,900원
	2011/09/30	BUY(Maintain)	8,900원
	2011/10/13	BUY(Maintain)	12,000원
	2011/11/15	BUY(Maintain)	14,000원
	2011/12/22	BUY(Maintain)	14,000원
담당자 변경	2012/05/07	BUY(Maintain)	14,000원
	2012/05/31	BUY(Maintain)	14,000원
	2013/01/03	BUY(Maintain)	26,000원
	2013/03/18	BUY(Maintain)	32,000원
	2013/04/09	BUY(Maintain)	32,000원

목표주가 추이 (2개년)

디지털옵틱(106520)



자화전자 (033240)



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)	업종	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10 ~ +20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10 ~ -10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10 ~ -20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		