

매수 (신규)

목표주가 33,000원
현재가 (5/21) 23,200원

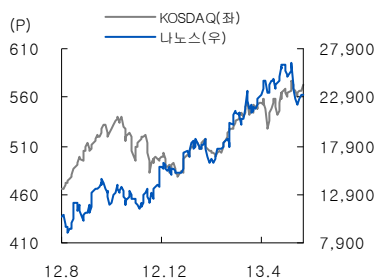
KOSDAQ (5/21)	572.69pt
시가총액	1,935억원
발행주식수	9,642천주
액면가	500원
52주 최고가	26,650원
최저가	8,690원
60일 일평균거래대금	56억원
외국인 지분율	2.3%
배당수익률 (12.12월)	0.6%

주주구성
이해진 외 6인 23.41%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-1%	89%	-
절대기준	-7%	63%	-

	현재	직전	변동
투자의견	매수	-	-
목표주가	33,000	-	-
EPS (13)	2,890	-	-
EPS (14)	4,359	-	-

나노스 주가추이



나노스 (151910)

블루필터의 처음과 끝

목표주가 33,000원 커버리지 개시

삼성전자 핵심 핸드셋 부품업체로 전방업체 시장 점유율 상승에 따른 수혜가 예상되는 나노스에 대해 목표주가 33,000원과 투자의견 매수를 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 올해 예상 EPS 2,890원에(BW 635,404주, 유상증자 신주 1,300,000주 100% 희석) Target P/E Multiple 11.4X를 적용하여 산출하였으며, 현 주가 대비 42%의 상승여력이 있다.

고화소 카메라 모듈 증가에 따른 수혜

2013년 카메라 모듈은 전년대비 186% 증가한 2,143억원 매출을 예상한다. 매출 증가 요인은 ASP상승효과(5M 대비 8M 단가 2배 가까이 높은 것으로 추정)와 고객사 고화소폰 라인업 증가에 따른 물량증가 때문이다. 삼성전기의 유일한 고화소 모듈 외주업체로 올해 고객사의 주력 제품은 13M가 될 것으로 예상됨에 따라 8M 이상 제품비중이 2012년 20%에서 올해 50%이상(물량기준) 차지할 것으로 예상한다.

블루오션 ~ 블루필터

블루필터 매출은 2012년 16억원에서 올해 487억원으로 크게 증가하면서 매출성장과 수익성 개선에 기여할 것이다. 블루필터는 고화소화 될수록 민감도가 증가하는 센서에 자외선 차단을 위한 필수 부품이다. 이에 따라 8M 이상 휴대폰에서 블루필터 채택률은 2011년 5%에서 2013년 80% 2014년에는 98%로 수요가 급격히 증가할 것으로 예상된다. 반면 블루필터 생산은 광학유리 조성과 가공 및 코팅 기술 결합이 필요하기 때문에 생산가능 업체는 제한적이며 시장성장에 따른 생산업체들의 수혜가 클 것으로 판단한다.

(단위:억원,배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	548	1,321	3,339	4,070	4,652
영업이익	65	86	343	518	568
세전이익	49	67	329	509	570
지배주주순이익	42	73	297	448	484
EPS(원)	675	969	2,890	4,359	4,709
증가율(%)	na	43.5	198.2	50.8	8.0
영업이익률(%)	11.8	6.5	10.3	12.7	12.2
순이익률(%)	7.6	5.5	8.9	11.0	10.4
ROE(%)	37.1	30.0	46.4	38.2	28.8
PER	0.0	17.8	8.0	5.3	4.9
PBR	0.0	4.1	2.6	1.7	1.2
EV/EBITDA	0.0	13.3	4.9	2.4	1.7

자료: Company data, IBK투자증권 예상

I. Valuation

삼성전자 핵심 핸드셋 부품업체

목표주가 33,000원,
커버리지 개시

삼성전자 핵심 핸드셋 부품업체로 전방업체 시장 점유율 상승에 따른 수혜가 예상되는 나노스에 대해 목표주가 33,000원과 투자 의견 매수를 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 올해 예상 EPS 2,890원에(BW 635,404주, 유상증자 신주 1,300,000주 100% 희석) Target P/E Multiple 11.4X를 적용하여 산출하였으며, 현 주가 대비 42%의 상승여력이 있다. Target P/E 11.4X는 국내 대표적 핸드셋 부품업체(12개社) 평균 P/E 10.4X에 10% 할증한 것으로 할증이유는 다음과 같다.

핸드폰 부품업체 2013F
P/E 10.3X 대비 10% 할증

1) EPS 성장율이 2012년부터 2015년 까지 4년간 연평균 70%에 달할 것으로 기대 된다는 점 2) 블루필터 전 생산공정 기술을 확보한 세계 유일 업체라는 점 3) 홀센서와 LED형광 글라스 등 향후 지속성장 가능한 아이템을 보유하고 있다는 점 등을 감안하면 10%의 프리미엄 멀티플은 충분히 타당하다는 판단이다.

표 7. 2013년 핸드폰 부품업체 실적과 Valuation

(단위: 억원, 원, 배)

2013F	시가총액	매출액	영업이익	순이익	EPS	P/E
파트론	12,618	13,788	1,445	1,203	2,221	10.5
인터플렉스	7,241	10,820	385	350	2,503	20.7
일진디스플레이	5,507	7,630	727	665	2,349	8.3
지화전자	4,949	5,030	680	570	3,170	8.7
KH비텍	4,296	7,188	577	410	2,563	10.5
옵트론텍	3,277	2,430	428	319	1,568	10.4
서원인텍	2,790	3,720	339	315	1,694	8.9
에스맥	2,634	6,402	409	328	1,905	8.0
이노칩	2,593	1,070	261	221	1,482	11.7
우주일렉트로닉스	2,587	2,678	348	282	2,839	9.2
플렉스컴	2,417	7,025	419	340	2,499	7.8
아모텍	2,119	2,939	303	217	2,227	9.8
AVG						10.4
나노스	1,935	3,339	343	297	2,890	8.0

주: 각 사 실적은 FnGuide 컨센서스 기준, 나노스는 당사 추정치, 주식관련 사채 100% 희석, 밸류에이션은 5월21일 종가 기준
자료: IBK투자증권

동사의 투자포인트는 다음과 같다.

카메라 모듈과 블루필터
실적성장 견인, 차세대
성장 동력도 이미 확보

1. 카메라모듈은 삼성전기 유일한 고화소 모듈(8M 이상) 외주업체로 화소 증가에 따른 물량 증가와 ASP 상승이 예상되며 올해 실적 성장을 견인할 것이다.
2. 제한적인 블루필터 생산업체 중 하나로 성장시장에 대한 수혜를 누릴 것으로 보이며, 특히 원재료(블루글라스)에서 가공, 코팅, 증착 등 전 공정을 일괄 생산하기 때문에 경쟁사 대비 원가 경쟁력과 높은 수익확보가 가능할 것으로 판단한다.
3. IR필터는 전면부 카메라(Sub Camera) 비중 확대와 증화권 업체(ZTE, Huawei) 스마트폰 출하량 증가에 따른 수혜가 예상되며, 신규사업 분야인 홀센서(Hall Sensor)와 LED형광 글라스 등 차세대 성장 동력을 확보하고 있다.

고화소 스마트폰 증가에 따른 수혜

8M급 이상 고화소 카메라 모듈 비중확대

8M이상 고화소 스마트폰
올해 50% 비중 차지

IDC자료에 따르면 글로벌 핸드셋 시장에서 8M이상 고화소 스마트폰은 2010년 8%에서 2013년 50%로 비중이 크게 증가할 것으로 보이며, 물량 기준으로는 전년 대비 65%증가한 4억대의 고화소 스마트폰 출시가 예상된다.

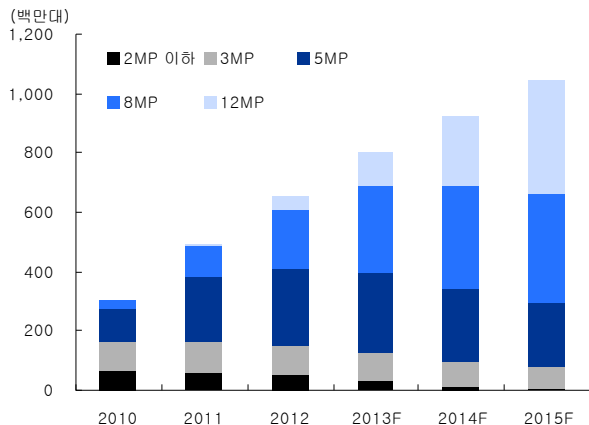
올해 카메라 모듈
예상매출 전년대비 190%
증가 예상

2013년 카메라 모듈은 전년대비 186% 증가한 2,143억원 매출을 예상된다. 매출 증가 요인은 ASP상승효과(5M 대비 8M 단가 2배 가까이 높은 것으로 추정)와 고객사 고화소폰 라인업 증가에 따른 물량증가 때문이다.

고화소 모듈 비중 올해
50%이상 차지할 것으로
보임

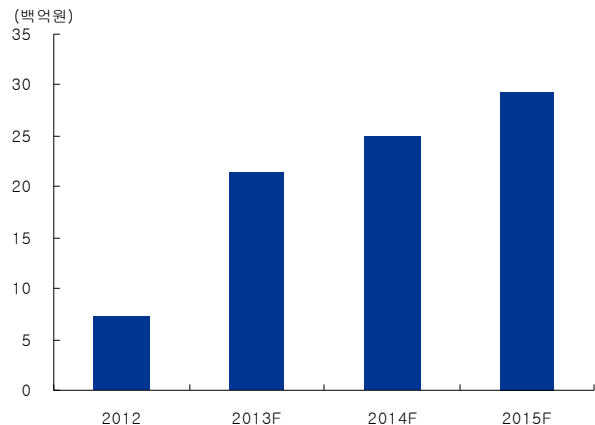
동사는 삼성전기의 유일한 고화소 모듈 외주업체로 올해 고객사의 주력 제품은 13M가 될 것으로 예상됨에 따라 8M 이상 제품비중이 2012년 20%에서 올해 50%이상(물량기준) 차지할 것으로 예상된다. 작년 8월과 올 초 8M와 13M 모듈 승인이 완료 되었기 때문에, 고화소 모듈 매출이 온기로 반영될 카메라 모듈 실적은 올해 성장을 견인할 것으로 판단한다.

그림 12. 스마트폰 카메라 화소별 출하량 추이



자료: IDC(2012), IBK투자증권

그림 13. 나노스 카메라 모듈 매출 추이



자료: IBK투자증권

블루오션~ 블루필터

블루필터 매출은 2012년 16억원에서 올해 487억원으로 크게 증가하면서 매출성장과 수익성 개선에 기여할 것이다.

블루필터 수요대비
생산이 타이탄한 상황

블루필터는 고화소화 될수록 민감도가 증가하는 센서에 자외선 차단을 위한 필수 부품이다. 이에 따라 8M 이상 휴대폰에서 후면부 카메라(Main Camera) 블루필터 채택률은 2011년 5%에서 2013년 80% 2014년에는 98%로 수요가 급격히 증가할 것으로 예상된다. 반면 블루필터 생산은 광학유리 조성과 가공 및 코팅 기술 결합이 필요하기 때문에 생산가능 업체는 제한적이며 시장성장에 따른 생산업체들의 수혜가 클 것으로 판단한다.

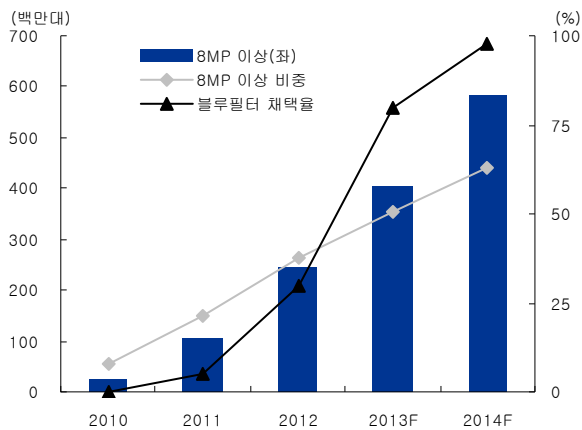
세계 유일 블루필터 전
생산 공정기술 보유

특히 동사는 블루필터 생산에 필요한 5단계(블루글라스 조성/설계 - 용융설계 - 정밀가공- IR Cut/ AR 증착 - Filter Chip 가공) 공정기술을 세계 유일하게 보유하고 있기 때문에 원가 경쟁력과 높은 수익확보가 가능할 것으로 판단한다.

대규모 양산 첫 해임에도
불구하고 마진 20%이상
기대

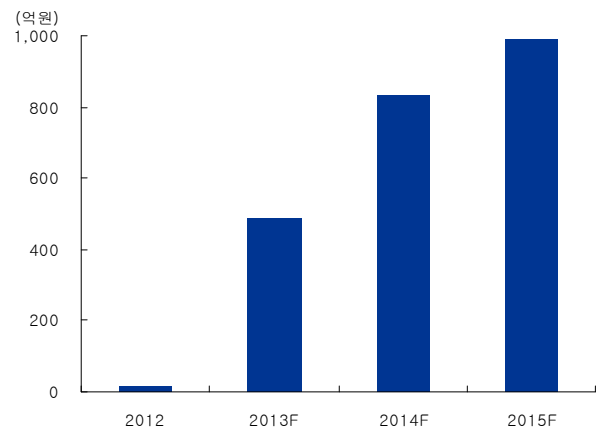
공정별 Capa 차이가 있지만 일부 공정 외주처리로 현재 월 1,500만개 생산 Capa를 확보한 것으로 파악되며, 본격적인 생산이 시작된 4월 700만개를 시작으로 점차 생산량이 증가할 것으로 보인다. 대규모 양산이 올해가 처음이기 때문에 수익성은 생산 수율이 관건이지만 1) 생산업체가 제한적이고(글로벌 4~5개社), 2) 성장시장이며 3) 원재료 생산단계에서의 불량품은 재활용이 가능하기 때문에 제품 마진은 20%이상 가능할 것으로 기대한다.

그림 14. 8M 이상 급 스마트폰과 비중, 블루필터 채택율



자료: IDC(2012), 업체자료, IBK투자증권

그림 15. 나노스 블루필터 매출 추이



자료: IBK투자증권

IR필터 아직 죽지 않았다

IR필터 올해 매출 전년대비
14% 증가한 619억원 예상

올해 IR필터는 전년대비 14% 증가한 619억원 매출을 예상한다. 향후 IR필터 전체 매출 성장은 후면부 카메라(Main Camera) IR필터가 블루필터로 대체됨에 따라 둔화될 것으로 보이지만 1) 전면부 카메라(Sub Camera)와 2) 중화권 업체 스마트폰 위주로 성장 가능할 것으로 판단한다.

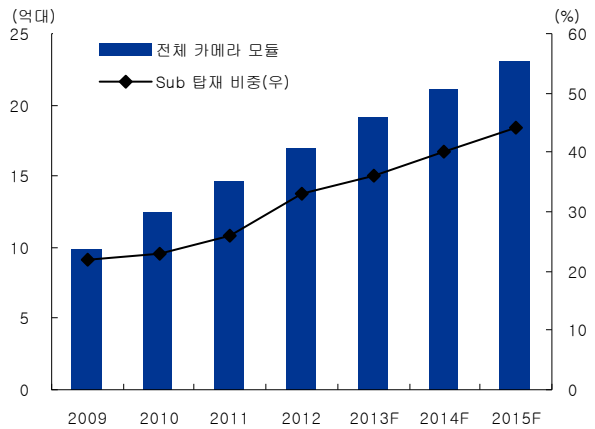
전면부 카메라 탑재율은
2010년 23%에서 2015년
44%까지 증가 전망

TSR자료에 따르면 전면부(Sub Camera) 카메라 탑재율은 2010년 23%에서 올해는 36% 2015년에는 44%까지 증가할 전망이다. 또한 기존 VGA 혹은 1.9M에서 하이브리드 1.9M로 전면부 카메라 스펙도 상향되고 있기 때문에 후면부 카메라 채택 감소에 대한 상쇄효과가 기대된다.

중화권 업체 스마트폰
판매량 2010년 부터
2014년까지 연평균
277% 증가

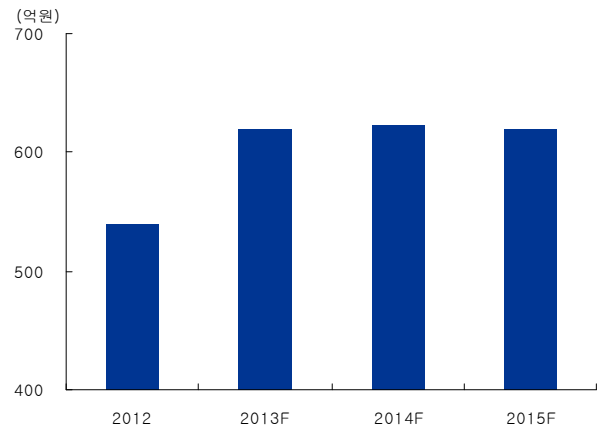
중화권 업체 스마트폰 판매량 증가 역시 IR필터 수요를 견인하고 있다. 중화권 업체는 기존 3M급 스마트폰에서 작년부터 5~8M급 스마트폰을 주력으로 생산하고 있다. 또한 중화권 업체 스마트폰 판매량은 2010년 0.7백만대에서 2014년에는 133백만대로 연평균 277% 증가할 전망이다.(중화권 업체 스마트폰 판매량은 당사 ZTE와 Huawei 예상 판매량 합계)

그림 16. 카메라 모듈 내 Sub 카메라 탑재 비중 전망



자료: TSR(2012), IBK투자증권

그림 17. 나노스 IR필터 매출 추이



자료: IBK투자증권

신규사업 진행 상황에 따라 실적 상향 가능

신규사업 매출 90억원,
사업 진행에 따라 실적
상향 가능성 존재

휴대폰용 홀센서 개발 중,
향후 신규 성장동력 기대

LED 형광 글라스 사업은
후공정 사업으로
대기업과 제휴를 통해
시장 진출 예정

올해 신규사업 분야는 약 90억원의 매출을 예상한다. 아직까지 실적 추정에 있어 적극적인 반영은 하지 않았지만, 향후 신규 사업 중 홀센서와 LED 형광 글라스 사업 진행 상황에 따라 동사의 실적 상향 및 목표주가 조정 여지는 남아있다.

홀센서는 가전 및 사무용기기에 모터를 구동하기 위한 칩 역할을 하며, 현재 동사의 제품은 일부 가전에 채택되고 있다. 향후 제품개발을 통해 적용범위 확대가 기대되는 분야는 휴대폰 카메라모듈용 고출력 홀센서이다. 휴대폰용 홀센서는 2012년 기준 약 4,000억원 시장규모로 추정되며 일본의 아사히글라스가 독점하고 있다. 따라서 제품개발에 성공한다면 동사의 신규 성장 동력이 될 것으로 예상된다.

LED 형광 글라스 사업은 LED 형광 글라스의 연마, 도광, 세정 등 후공정을 담당하는 사업으로 국내 대기업과 제휴를 통해 사업진출을 꾀하고 있다. 디스플레이뱅크에 의하면 2013년 전세계 LED조명 시장은 전년대비 55% 증가한 125억달러 수준이 예상되며, 2015년에는 약 200억달러 시장규모를 형성할 것으로 전망된다. 이런 고성장 시장에서 대기업과의 제휴는 매출 가시성을 높일 것으로 판단한다.

표 8. 나노스 제품별 예상 매출과 영업이익 추이

(단위: 억원)

제품구성	2012	2013F	2014F	2015F
카메라모듈	749	2,143	2,506	2,925
IR필터	540	619	622	620
블루필터	17	487	831	987
기타	15	90	111	120
Total	1,321	3,339	4,070	4,652
영업이익	86	343	518	568

자료: IBK투자증권

포괄손익계산서

(억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	548	1,321	3,339	4,070	4,652
증가율(%)	na	141.0	152.9	21.9	14.3
매출원가	441	1,162	2,796	3,306	3,797
매출총이익	107	159	543	764	855
매출총이익률 (%)	19.5	12.0	16.3	18.8	18.4
판매비	42	73	200	246	287
판매비율(%)	7.6	5.5	6.0	6.1	6.2
영업이익	65	86	343	518	568
증가율(%)	na	32.6	299.8	50.8	9.8
영업이익률(%)	11.8	6.5	10.3	12.7	12.2
순금융손익	-16	-17	-9	-2	7
이자손익	-17	-17	-9	-2	7
기타	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	-2	-5	-6	-5
중속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	49	67	330	510	570
법인세	7	-6	33	61	85
법인세율	14.2	-8.5	10.0	12.0	15.0
계속사업이익	42	73	297	449	484
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	42	73	297	449	484
증가율(%)	na	73.5	307.8	51.2	8.0
당기순이익률 (%)	7.6	5.5	8.9	11.0	10.4
자배주당당기순이익	42	73	297	449	484
기타포괄이익	2	-5	0	0	0
총포괄이익	44	68	297	449	484
EBITDA	85	124	401	584	641
증가율(%)	na	45.7	223.7	45.7	9.8
EBITDA마진율(%)	15.5	9.4	12.0	14.3	13.8

재무상태표

(억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	320	643	1,414	2,028	2,604
현금및현금성자산	34	156	424	923	1,307
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	158	305	657	702	837
재고자산	113	167	315	384	437
비유동자산	272	465	584	604	630
유형자산	261	440	546	556	573
무형자산	5	10	20	28	35
투자자산	6	16	18	19	22
자산총계	592	1,108	1,998	2,632	3,234
유동부채	367	583	939	1,140	1,277
매입채무및기타채무	130	278	693	817	907
단기차입금	164	214	225	288	326
유동성장기부채	0	21	21	35	45
비유동부채	112	153	154	50	41
사채	0	90	90	0	0
장기차입금	30	60	60	46	36
부채총계	479	736	1,092	1,189	1,319
자배주주지분	113	372	906	1,442	1,915
자본금	20	41	62	65	65
자본잉여금	21	192	417	513	513
자본조정등	1	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	7	2	2	2	2
이익잉여금	63	137	425	861	1,334
비자배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	113	372	906	1,442	1,915
비이자부채	285	351	697	821	913
총차입금	194	384	395	369	406
순차입금	161	228	-29	-554	-901

투자지표

(12월 결산)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	675	969	2,890	4,359	4,709
BPS	1,597	4,220	8,816	14,031	18,624
DPS	0	100	100	100	100
밸류에이션(배)					
PER	0.0	17.8	8.0	5.3	4.9
PBR	0.0	4.1	2.6	1.7	1.2
EV/EBITDA	0.0	13.3	4.8	2.4	1.6
성장성지표(%)					
매출증가율	na	141.0	152.9	21.9	14.3
EPS증가율	na	43.5	198.2	50.8	8.0
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.6	0.4	0.4	0.4
ROE	37.1	30.0	46.4	38.2	28.9
ROA	7.1	8.6	19.1	19.4	16.5
ROIC	12.2	15.6	40.9	51.7	51.8
안정성지표(%)					
부채비율(%)	424.4	197.6	120.5	82.5	68.9
순차입금 비율(%)	142.2	61.3	-3.2	-38.4	-47.1
이자보상배율(배)	3.8	4.8	23.4	29.5	36.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	0.0	5.7	6.9	6.0	6.0
재고자산회전율	0.0	9.4	13.8	11.6	11.3
총자산회전율	0.0	1.6	2.1	1.8	1.6

* 주당지표 및 밸류에이션은 자배주주지분 기준

현금흐름표

(억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	66	46	276	531	465
당기순이익	42	73	297	449	484
비현금성 비용 및 수익	44	54	71	74	71
유형자산감가상각비	19	37	53	59	63
무형자산상각비	1	1	5	8	9
운전자본변동	-19	-74	-83	10	-97
매출채권등의감소	-77	-151	-352	-45	-136
재고자산의감소	-60	-54	-148	-69	-53
매입채무등의증가	82	151	415	124	90
기타 영업현금흐름	-2	-7	-9	-2	7
투자활동 현금흐름	-148	-223	-185	-93	-106
유형자산의 증가(CAPEX)	-184	-271	-200	-100	-100
유형자산의 감소	39	49	40	30	20
무형자산의 감소(증가)	0	-6	-15	-16	-16
투자자산의 감소(증가)	-2	-23	-2	-1	-3
기타	0	27	-8	-6	-8
재무활동 현금흐름	105	298	178	61	42
차입금의증가(감소)	15	51	0	-14	-10
자본의 증가	6	101	245	100	0
기타	84	147	-68	-25	52
기타 및 조정	-2	2	0	0	-16
현금의 증가	21	122	268	498	385
기초현금	12	34	156	424	923
기말현금	34	156	424	923	1,307