

엠시넥스 (097520)

스몰캡



이수림

02 3770 2683
surim.lee@yuantakorea.com

투자 의견	Not Rated (I)
목표주가	-원 (I)
현재주가 (3/13)	30,950원
상승여력	-

시가총액	5,564억원
총발행주식수	17,977,732주
60일 평균 거래대금	22억원
60일 평균 거래량	72,172주
52주 고	46,900원
52주 저	25,900원
외인지분율	7.67%
주요주주	민통육 외 6 인 28.32%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	3.7	9.4	(26.0)
상대	5.5	7.6	(18.3)
절대(달려환산)	1.7	9.7	(29.9)

겨울 지나면 봄

중견 카메라모듈 대표 업체

2004년 설립된 카메라모듈 업체로 2021년 7월 코스피 이전 상장. 주요 제품은 휴대폰용 카메라모듈, 액츄에이터, 지문인식모듈 등의 모바일용 제품과 전장카메라. 2022년 사업부별 매출비중은 모바일 84%, 전장 16% 등. 주요 고객사는 삼성전자, 현대모비스, 현대차 등

고객사 판매량 증가에 따른 모바일 회복 기대

모바일 부문 2023년 매출액 9,598억원(YoY+3%), 영업이익 283억원(YoY+81%, OPM 3%)으로 추정. 4Q22 노무비 개선 및 악성 재고 폐기로 비용 효율화가 진행되었고, 2023년은 전방 세트 수요 회복에 따른 수익성 개선을 기대. 주요 원인은 1) 최대 고객사 신제품 갤럭시 S23 울트라 모델 판매량 호조 2) 중저가 모델 OIS 탑재 증가로 동사 액츄에이터 매출 증가. 글로벌 스마트폰 시장은 2023년 중국 내 리오프닝 정책 강화, 스마트폰 교체 수요 회복으로 2Q23 출하량 반등 기대

전장카메라 존재감 상승

전장카메라 부문 2023년 매출액 2,095억원(YoY+19%), 영업이익 119억원(YoY흑전, OPM 5.7%)으로 추정. 동사는 현대차에 차량용 카메라를 직납하는 1차 벤더로 고객사 내 점유율 65~70%를 확보. 4Q22 기준 약 1.7조원의 수주잔고가 5~7년에 걸쳐 매출로 인식될 것. 전장카메라 시장은 자율주행 시장 성장에 따라 P와 Q가 동시에 상승하는 구조적 성장이 기대. 자율주행차 출시 속도가 기존 예상 대비 지연되는 것은 사실이나 중장기적 방향성은 확실

실적 전망

2023년 매출액 1조 1,693억원(YoY+5%), 영업이익 403억원(YoY+276%, OPM 3.4%)을 전망. 성장이 둔화된 모바일용에 집중된 사업 포트폴리오를 다각화하기 위해 전장카메라에 대한 투자를 지속하며 체질 개선 노력. 본업 회복이 이어지는 와중, 고부가가치 제품인 전장카메라 매출 2024년 2,710억원→2025년 3,114억원으로 확대되며 전사 수익성 개선을 전망

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

계산 (12월)	2021A	2022P	2023F	2024F
매출액	10,093	11,086	11,693	12,542
영업이익	239	107	403	512
지배순이익	395	226	390	468
PER	22.3	22.2	14.3	11.9
PBR	2.9	1.5	1.6	1.4
EV/EBITDA	11.7	8.9	6.4	5.4
ROE	14.3	7.3	11.6	12.6

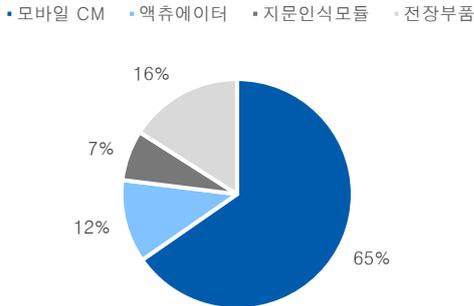
자료: 유안타증권

중견 카메라모듈 대표 업체

2004년 설립된 카메라모듈 업체로 2012년 코스닥에 상장 후 2021년 7월에 코스피로 이전 상장했다. 사업부는 크게 휴대폰용 카메라모듈, 액츄에이터, 지문인식모듈 등 모바일부품을 제조하는 모바일사업부와 차량용 카메라모듈을 제조하는 전장사업부로 나뉜다. 성장이 둔화된 스마트폰 카메라모듈에 집중된 사업 포트폴리오를 다각화하기 위해 전장카메라에 대한 연구개발을 지속하고 있다. 주요 고객사는 삼성전자, 현대모비스, 현대차 등이며 기타 글로벌 완성차 업체향 매출이 신규로 발생하고 있다.

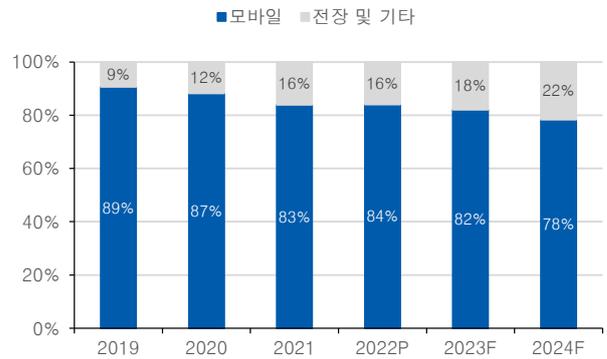
글로벌 경기침체에 따른 전방 스마트폰 시장 수요 부진과 인플레이션 영향 등이 이어지며 2022년 실적은 컨센서스 하회하는 영업이익 107억원(YoY-55%, OPM 1%)을 기록했다. 특히 전장사업부 영업적자 -43억원이 발생했는데 반도체 가격 상승 및 환율 상승에 따른 원재료비 상승이 주요한 요인이다.

엠씨넥스 제품별 매출비중(2022)



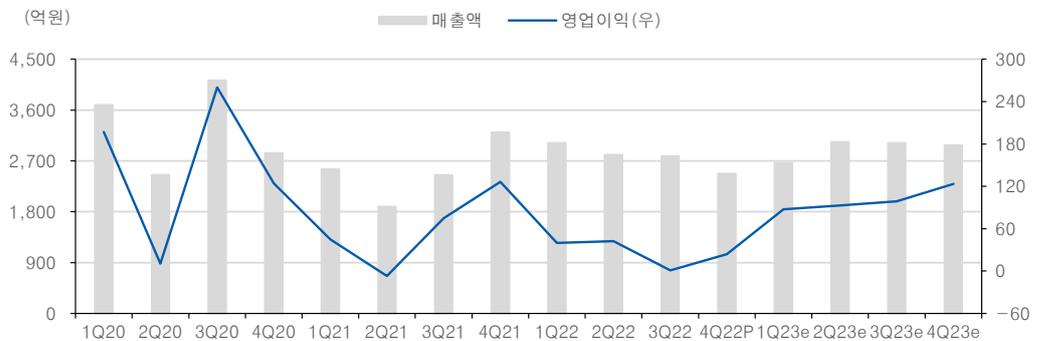
자료: 유안타증권 리서치센터

엠씨넥스 사업부문별 매출비중 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

엠씨넥스 분기별 실적 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

고객사 판매량 증가에 따른 모바일 회복 기대

2023년 모바일 부문 실적은 매출액 9,598억원(YoY+3%), 영업이익 283억원(YoY+81%, OPM 3%)으로 추정한다. 동사 모바일 부문은 2Q22부터 시작된 고객사 오더컷으로 2022년 매출액 감소 및 수익성 악화(OPM 1.7%)가 이어졌으나, 4Q22 베트남 공장 작업자 최소화에 따른 노무비 개선 및 악성 재고 폐기로 비용 효율화가 진행되었고, 2023년은 전방 세트 수요 회복에 따른 수익성 개선이 기대된다.

최대 고객사의 신제품 플래그십 스마트폰인 갤럭시 S23은 경기둔화에 따른 수요 부진 지속 우려에도 불구하고 갤럭시 시리즈 중 역대 최대 규모의 사전예약 판매량을 기록했다. 특히 최고가 모델인 울트라 판매 비중이 55%(2022년 갤럭시 S22 45%)로 상승할 전망이다. 이는 울트라 모델향 후면 카메라를 공급하고 있는 동사에게 긍정적이다. 동사는 고객사 스마트폰 중 갤럭시 S 시리즈, A 시리즈, Z 폴드/플립 등에 카메라모듈을 공급하고 있으며, 2022년 고객사 내 공급비중 10~11%를 차지하는 것으로 파악된다.

또한 최대 고객사는 중저가 모델인 갤럭시 A 시리즈 내 OIS(손떨림 보정기능) 탑재 모델 확대 전략을 이어갈 전망이다. 동사는 최대 고객사 향으로 OIS 모듈을 납품하고 있으며, OIS 액츄에이터는 기존 AF(흔들림 방지기능) 대비 ASP가 약 15% 이상 높아 모듈 기준 3% 이상의 P 상승이 전망된다. 모바일 부문 내 액츄에이터 매출은 2021년 1,059억원→2022년 1,292억원→2023년 1,550억원으로 성장할 전망이다.

글로벌 스마트폰 시장은 2023년 중국 내 리오프닝 정책 강화, 스마트폰 교체 수요 회복으로 2Q23 출하량 반등이 기대된다. 2023년 1월까지도 세트 업체들의 전례 없는 재고 감소가 이뤄졌으며 중국 내수 소비가 안정적으로 개선되고 있다는 점을 감안할 때 수요 회복 시 출하량은 빠르게 반등할 것으로 전망한다.

엠씨넥스 분기별 실적 추정 Table

(단위: 억원)

(억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022P	2023E
매출액	3,018	2,809	2,782	2,477	2,667	3,033	3,018	2,975	10,093	11,086	11,693
YoY %	18.3	48.7	13.7	-22.7	-11.6	8.0	8.5	20.1	-22.3	9.8	5.5
QoQ %	-5.9	-6.9	-0.9	-11.0	7.7	13.7	-0.5	-1.4			
모바일	2,682	2,321	2,312	2,004	2,263	2,477	2,482	2,377	8,347	9,319	9,598
전장 및 기타	336	488	470	474	405	556	535	598	1,745	1,767	2,095
영업이익	40	42	1	24	88	93	99	124	239	107	403
YoY %	-10.4	-695.4	-98.7	-81.1	118.9	119.8	10081.9	418.2	-59.6	-55.2	276.0
QoQ %	-68	5	-98	2,362	268	6	6	25			
모바일	71	8	10	68	63	64	69	88	71	157	283
전장 및 기타	-31	34	-9	-44	25	29	29	36	169	-43	119
OPM %	1.3	1.5	0.0	1.0	3.3	3.1	3.3	4.2	2.4	1.0	3.4

자료: 유안타증권 리서치센터

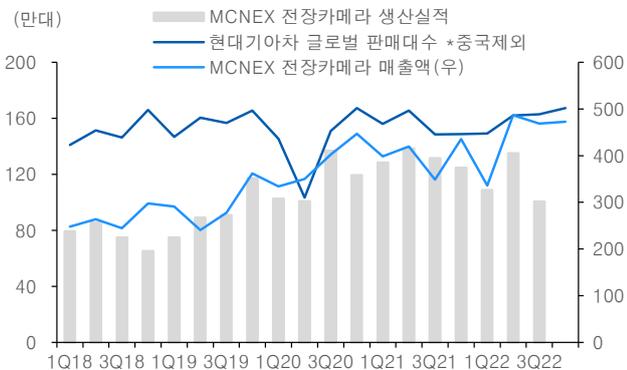
전장카메라 존재감 상승

전장카메라 2023년 매출액은 2,095억원(YoY+19%), 영업이익 119억원(YoY 흑전, OPM 5.7%)으로 추정한다. 동사는 현대차 제네시스 라인업 등에 차량용 카메라를 직납하는 1차 벤더로 현대차 내 공고한 점유율 65~70%를 확보하고 있다. 4Q22 기준 약 1.7조원의 수주잔고가 5~7년에 걸쳐 매출로 인식될 전망이다. 추가로 1Q23말부터 전장업체 향 DCU 양산이 시작되어 2Q23부터 매출액에 반영될 전망이다.

전장카메라 시장은 자율주행 시장의 성장에 따라 P 와 Q 가 동시에 상승하는 구조적 성장이 전망된다. 자율주행의 고도화에 따라 화소수가 높아지며(1.8M→최대 6M) 동사 ASP 는 2022년 \$35→2025년 \$45 이상까지 상승할 것으로 전망한다. 또한 레벨 2 기준 대당 평균 7~8대가 탑재되던 차량용 카메라는 레벨 3 이상으로 발전함에 따라 최소 12개 이상이 탑재될 전망이다. 이에 따라 글로벌 전장카메라 시장은 출하량 기준으로 2021년 1.67억개에서 2025년 5.3억개 규모로 5년간 CAGR 33% 수준 성장할 것으로 전망된다.

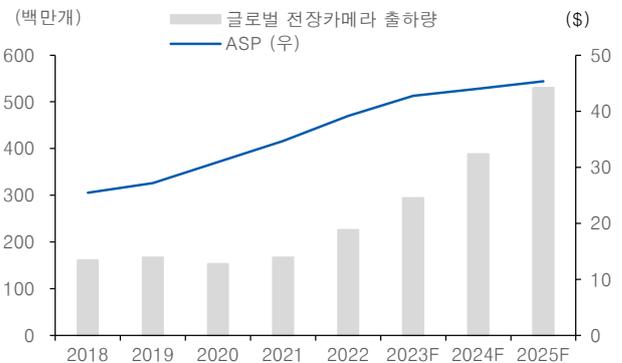
자율주행차 출시 속도가 기존 예상 대비 지연되는 것은 사실이나 중장기적 방향성은 확실하다. 동사는 2006년부터 차량용 카메라 개발을 지속함에 따라 차량용 카메라 시장 점유율 국내 1위·글로벌 5위의 견고한 입지를 다지고 있으며, 2020년 국내 카메라모듈 업체 중 유일하게 현대차 1차 벤더로 진입하여 제네시스 라인 등 35종 이상에 납품하고 있다. 2023년 3분기 현대자동차는 레벨3 자율주행 기능을 탑재한 제네시스 G90 출시를 예정하고 있다. 전장카메라모듈은 안전성을 중시하는 전장부품의 특성상 내구성과 품질이 스마트폰용 대비 훨씬 높아야 하며 완성차업체 납품까지 최소 2년 이상의 검증 기간이 요구된다. 진입장벽이 높기 때문에 기존에 레퍼런스를 구축해 온 업체들 위주로 실적이 크게 성장할 것으로 전망한다.

현대기아차 판매대수 VS 엠씨넥스 전장카메라 실적 비교



자료: 유안타증권 리서치센터

글로벌 전장카메라 출하량 및 ASP 추이 및 전망



자료: 업계자료, 유안타증권 리서치센터

엠씨넥스 (097520) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	13,113	10,093	11,086	11,693	12,542
매출원가	11,834	9,206	10,340	10,695	11,388
매출총이익	1,279	886	745	999	1,154
판매비	687	648	639	596	642
영업이익	592	239	107	403	512
EBITDA	1,180	787	605	891	999
영업외손익	-65	264	180	92	83
외환관련손익	-58	254	227	119	102
이자손익	-30	-13	-59	-39	-32
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	22	23	12	12	12
법인세비용차감전순손익	526	503	287	495	595
법인세비용	142	108	61	105	127
계속사업순손익	384	395	226	390	468
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	384	395	226	390	468
지배지분순이익	384	395	226	390	468
포괄순이익	364	483	313	477	555
지배지분포괄이익	364	483	313	477	555

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	195	928	432	674	759
당기순이익	384	395	226	390	468
감가상각비	583	544	494	485	484
외환손익	87	2	-227	-119	-102
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-628	19	-52	-73	-82
기타현금흐름	-231	-32	-8	-9	-9
투자활동 현금흐름	-373	-675	-875	-775	-805
투자자산	66	21	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-441	-389	-550	-450	-480
유형자산 감소	4	24	0	0	0
기타현금흐름	-2	-332	-325	-325	-325
재무활동 현금흐름	-120	-238	-116	-115	-115
단기차입금	51	-223	-20	-20	-20
사채 및 장기차입금	-50	41	-39	-39	-39
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-88	-88	-89	-88	-88
기타현금흐름	-34	33	33	33	33
연결범위변동 등 기타	-9	10	596	400	384
현금의 증감	-306	25	38	184	222
기초 현금	484	178	203	241	424
기말 현금	178	203	241	424	646
NOPLAT	592	239	107	403	512
FCF	-245	539	-118	224	279

자료: 유안타증권

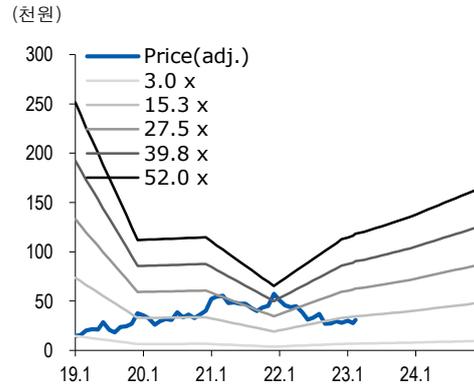
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	2,382	2,772	3,054	3,387	3,817
현금및현금성자산	178	203	241	424	646
매출채권 및 기타채권	1,344	1,584	1,733	1,825	1,953
재고자산	792	957	1,051	1,109	1,189
비유동자산	2,152	2,483	2,535	2,496	2,489
유형자산	1,982	1,989	2,045	2,010	2,006
관계기업 등 지분관련 자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	33	30	30	30	30
자산총계	4,534	5,255	5,589	5,883	6,306
유동부채	1,805	2,095	2,243	2,276	2,358
매입채무 및 기타채무	1,083	1,555	1,723	1,776	1,879
단기차입금	567	354	334	314	294
유동성장기부채	62	145	145	145	145
비유동부채	200	171	132	93	54
장기차입금	190	158	119	80	41
사채	0	0	0	0	0
부채총계	2,005	2,266	2,375	2,368	2,412
지배지분	2,529	2,990	3,214	3,514	3,894
자본금	89	90	90	90	90
자본잉여금	525	586	586	586	586
이익잉여금	1,966	2,280	2,416	2,629	2,921
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	2,529	2,990	3,214	3,514	3,894
순차입금	587	451	354	111	-170
총차입금	824	666	607	548	489

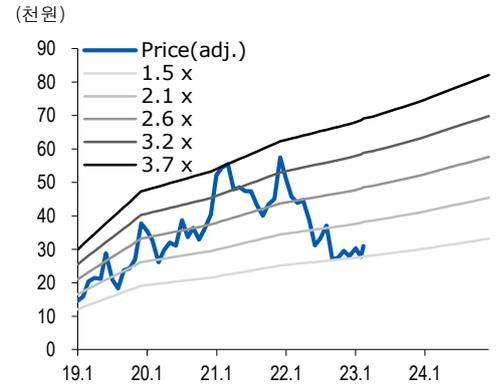
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	2,152	2,206	1,256	2,167	2,603
BPS	14,344	16,767	18,174	19,958	22,112
EBITDAPS	6,606	4,395	3,365	4,958	5,557
SPS	73,409	56,362	61,668	65,042	69,762
DPS	500	500	500	500	500
PER	15.9	22.3	22.2	14.3	11.9
PBR	2.4	2.9	1.5	1.6	1.4
EV/EBITDA	5.7	11.7	8.9	6.4	5.4
PSR	0.5	0.9	0.5	0.5	0.4

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액 증가율 (%)	3.4	-23.0	9.8	5.5	7.3
영업이익 증가율 (%)	-47.7	-59.6	-55.2	276.7	27.1
지배순이익 증가율 (%)	-54.5	2.8	-42.8	72.5	20.1
매출총이익률 (%)	9.8	8.8	6.7	8.5	9.2
영업이익률 (%)	4.5	2.4	1.0	3.4	4.1
지배순이익률 (%)	2.9	3.9	2.0	3.3	3.7
EBITDA 마진 (%)	9.0	7.8	5.5	7.6	8.0
ROIC	16.2	6.3	2.8	10.1	12.5
ROA	8.3	8.1	4.2	6.8	7.7
ROE	16.1	14.3	7.3	11.6	12.6
부채비율 (%)	79.3	75.8	73.9	67.4	62.0
순차입금/자기자본 (%)	23.2	15.1	11.0	3.2	-4.4
영업이익/금융비용 (배)	16.2	15.9	1.7	9.2	13.1

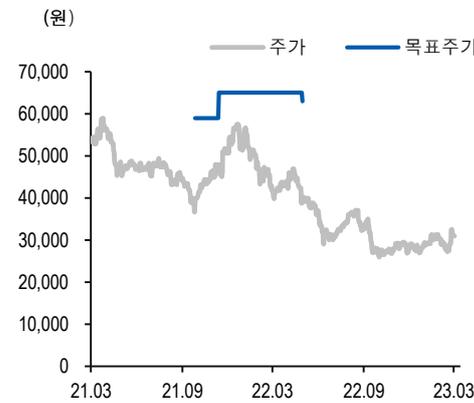
P/E band chart



P/B band chart



엠씨넥스 (097520) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-03-14	Not Rated 담당자변경	-	1년		
2022-05-11	BUY	63,000	1년	-50.45	-36.51
2021-11-24	BUY	65,000	1년	-26.82	-11.54
2021-10-07	BUY	59,000	1년	-24.90	-18.81

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.0
Buy(매수)	91.9
Hold(중립)	8.1
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2023-03-11

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이수림)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.