

엠씨넥스 (097520)

전자/부품



백길현 USCPA

02 3770 5635
gilhyun.baik@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (I)
목표주가	59,000원 (I)
현재주가 (10/6)	36,600원
상승여력	61%

시가총액	6,575억원
총발행주식수	17,963,282주
60일 평균 거래대금	63억원
60일 평균 거래량	138,203주
52주 고	64,700원
52주 저	32,500원
외인지분율	5.91%
주요주주	민통육 외 6인 28.18%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(20.5)	(24.2)	(1.6)
상대	(12.5)	(13.9)	(20.0)
절대(달려환산)	(22.9)	(28.2)	(4.2)

방향성과 성장성이 완벽하다

투자 의견 BUY, 목표주가 5.9만원으로 커버리지 개시

2022년 EPS 2946원에 PER Multiple 20배(글로벌 카메라모듈 업체 평균 PER Multiple 반영)를 적용했다. 최근 IT 글로벌 공급망 이슈로 인한 전방 시장에 대한 우려 및 부품 가격 상승 등으로 동사 주가는 연중 고점대비 40% 가까운 하락세를 보였다. 하지만 2022년 자율주행차/전기차를 포함한 차량의 전장화라는 전방의 변화에 기인한 카메라모듈 시장의 Paradigm Shift 본격화 국면에서 엠씨넥스의 고성장세가 예상된다. 또한 현재 차량용 카메라모듈 수주잔고 감안 시 2022~2023년 실적 성장에 대한 가시성이 높다는 판단이다. 동사의 2022년/2023년 PER은 각각 13배, 11배 수준이라는 점을 감안하면 Valuation 매력력이 충분하다.

카메라모듈 시장 기울기가 달라진다

당사 리서치센터는 카메라모듈 시장의 기울기 변화에 주목한다. 올해 연말이 지나면서 스마트폰 및 자동차 시장 성장이 회복세를 보일 것으로 예상되는 가운데, 차량용 카메라모듈의 폭발적인 수요증가(대당 카메라모듈 탑재개수 증가*차량의 전장화/ADAS 트렌드 가속화)가 기대되기 때문이다. 이러한 시장환경의 구조적인 변화는 동사와 같은 카메라모듈 공급업체들의 Valuation Re-Rating으로 이어질 수 있을 것이라는 판단이다. 그동안 카메라모듈 전체 시장 수요의 80% 이상이 스마트폰 이었기 때문에 주요 카메라모듈 업체들의 주가 흐름은 부진한 모습을 보였다. 하지만 동사처럼 차량용 카메라모듈 노출도가 높은 업체는 카메라모듈 밸류체인 내 차별적인 실적 성장을 보이고, 주가 퍼포먼스는 시장을 상회할 수 있을 것이라는 판단이다. 당사 리서치센터는 동사 2022년과 2023년 차량용 카메라모듈 매출비중은 각각 20%, 25% 일 것으로 추정한다. 동사는 지난해 현대차 1차 협력사에 등록되고, 전기차를 포함한 30개의 차종에 들어가는 카메라모듈을 수주받은 것으로 파악된다. 올해 연말까지 동사 수주 규모가 2조원을 육박할 것으로 예상하는 바 내년 고성장에 대한 가시성이 높다는 판단이다.

카메라모듈 비즈니스 이익 개선 당위성

동사 영업이익률은 2021년 2%에서 2022년 5%, 2023년 6%수준까지 높아질 수 있을 것으로 추정한다. 1)글로벌 IT부품(이미지센서 등)으로 인한 원자재 부담이 동사 이익률 확보에 부담을 주었지만, 올해 연말을 지나서 시점부터는 글로벌 공급망이 일부 안정되기 시작하면서 원부자재 가격은 안정세를 보이고, 영업이익률 개선에 긍정적인 영향을 줄 것으로 예상하기 때문이며, 2)차량용 카메라모듈은 스마트폰에 들어가는 카메라모듈보다 가격이 3배 정도 높고, 원자재 비중은 10% 정도 낮은 것으로 파악되기 때문이다. 이에 따른 동사의 차량용 카메라의 가파른 매출 성장과 이익 레버리지를 기대한다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	3Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,499	-39.4	32.3	2,577	-3.0
영업이익	62	-76.0	흑전	79	-20.4
세전계속사업이익	97	-58.3	1,191.7	64	51.7
지배순이익	78	-60.9	흑전	45	72.6
영업이익률 (%)	2.5	-3.8 %pt	흑전	3.0	-0.5 %pt
지배순이익률 (%)	3.1	-1.7 %pt	+3.1 %pt	1.7	+1.4 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	12,677	13,113	9,904	11,805
영업이익	1,131	592	174	575
지배순이익	845	384	277	529
PER	4.3	15.9	23.7	12.4
PBR	1.7	2.4	2.4	2.1
EV/EBITDA	2.4	5.7	9.6	5.8
ROE	47.7	16.1	10.6	18.2

자료: 유안타증권

엠씨넥스 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021e	2022e	2023e
Sales	4,125	6,685	6,970	12,677	13,113	9,904	11,805	13,042
스마트폰	2,926	5,505	5,818	11,327	11,460	8,097	9,312	9,591
자동차	1,095	1,101	1,054	1,171	1,534	1,687	2,362	3,307
기타	104	78	97	179	119	119	131	145
YoY%	-18%	62%	4%	82%	3%	-24%	19%	10%
스마트폰	-29%	88%	6%	95%	1%	-29%	15%	3%
자동차	22%	1%	-4%	11%	31%	10%	40%	40%
기타	190%	-25%	23%	85%	-33%	0%	10%	10%
스마트폰	71%	82%	83%	89%	87%	82%	79%	74%
자동차	27%	16%	15%	9%	12%	17%	20%	25%
기타	3%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
OP	-239	197	411	1,131	592	174	575	756
OPM%	-6%	3%	6%	9%	5%	2%	5%	6%
YoY%	적전	흑전	109%	175%	-48%	-71%	230%	32%

자료: 유안타증권 리서치센터

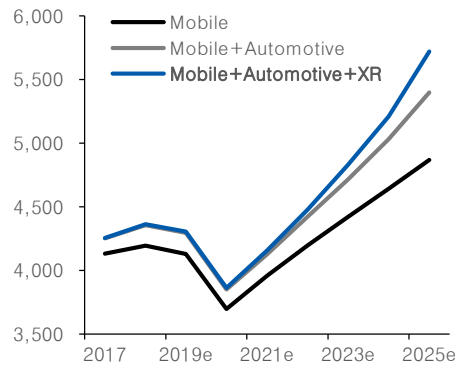
엠씨넥스 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21e	4Q21e
Sales	3,690	2,454	4,125	2,843	2,551	1,888	2,499	2,966
YoY%	47%	-34%	18%	-4%	-31%	-23%	-39%	4%
QoQ%	25%	-33%	68%	-31%	-10%	-26%	32%	19%
스마트폰	3,319	2,067	3,702	2,372	2,138	1,435	2,024	2,500
자동차	334	350	403	446	398	420	439	431
기타	37	37	21	24	15	34	36	35
스마트폰	90%	84%	90%	83%	84%	76%	81%	84%
자동차	9%	14%	10%	16%	16%	22%	18%	15%
기타	1%	2%	1%	1%	1%	2%	1%	1%
OP	197	10	260	124	45	-7	62	74
OPM%	5%	0%	6%	4%	2%	0%	3%	3%
YoY%	1%	-97%	-25%	-56%	-77%	적전	-76%	-40%
QoQ%	-31%	-95%	2381%	-52%	-64%	적전	흑전	19%

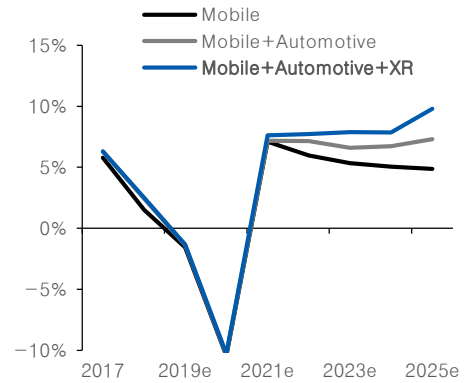
자료: 유안타증권 리서치센터

카메라모듈 출하량 전망 (단위: 백만개)



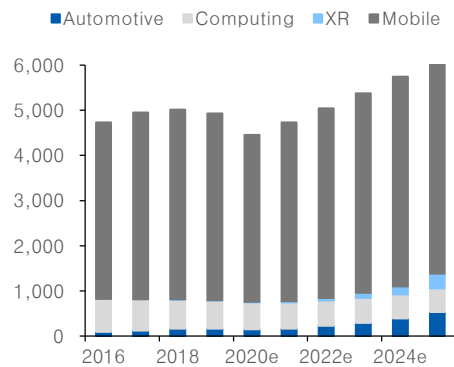
자료: 업계 자료, 유안타증권 리서치센터

카메라모듈 시장 YoY%



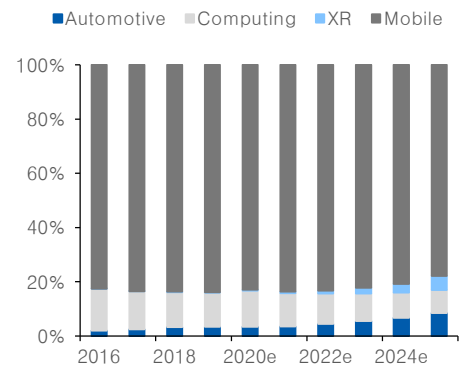
자료: 업계 자료, 유안타증권 리서치센터

카메라모듈 Application 별 출하량 추이 (단위: 백만개)



자료: 업계 자료, 유안타증권 리서치센터

카메라모듈 Application 별 비중 변화 추이



자료: 업계 자료, 유안타증권 리서치센터

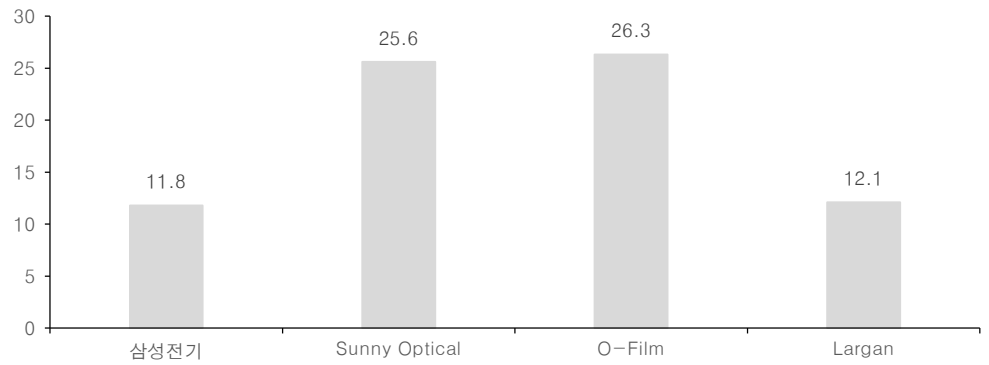
전방산업별 카메라모듈 출하량 전망 (단위: 백만개)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Total	4,805	5,047	5,133	5,090	4,664	4,987	5,348	5,748	6,182	6,694
YoY%	-	5%	2%	-1%	-8%	7%	7%	7%	8%	8%
Mobile	3,906	4,132	4,195	4,129	3,698	3,960	4,197	4,420	4,644	4,869
Computing	728	694	650	622	594	578	563	548	534	530
Consumer	17	27	38	66	93	118	149	188	232	235
XR Device	1	3	7	8	12	29	55	117	179	323
Automotive	96	121	161	167	153	167	226	294	388	530
% Mobile	81%	82%	82%	81%	79%	79%	78%	77%	75%	73%
% Automotive	2%	2%	3%	3%	3%	3%	4%	5%	6%	8%
% XR	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	2%	3%	5%
Mobile YoY%	11%	6%	2%	-2%	-10%	7%	6%	5%	5%	5%
Auto YoY%	12%	26%	33%	4%	-8%	9%	35%	30%	32%	37%
XR YoY%	-	200%	133%	20%	46%	152%	88%	111%	54%	80%

자료: 업계 자료, 유안타증권 리서치센터

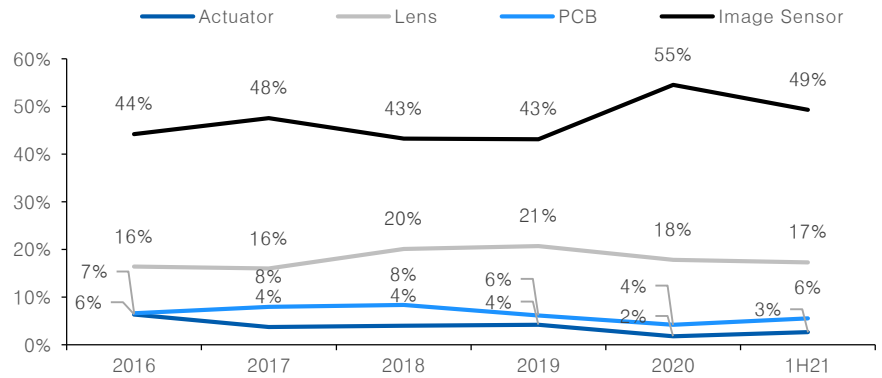
카메라모듈 Peer Multiple 비교

(단위: 배)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

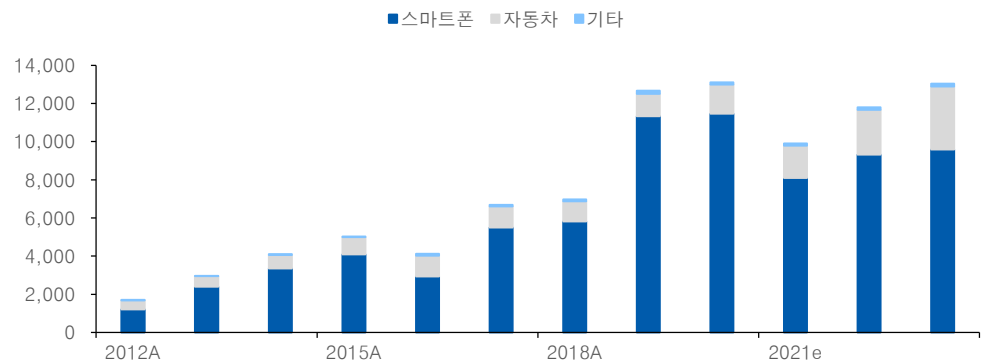
엠씨넥스 원부자재 비중 변화 추이



자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

엠씨넥스 Application 별 실적 추이 및 전망

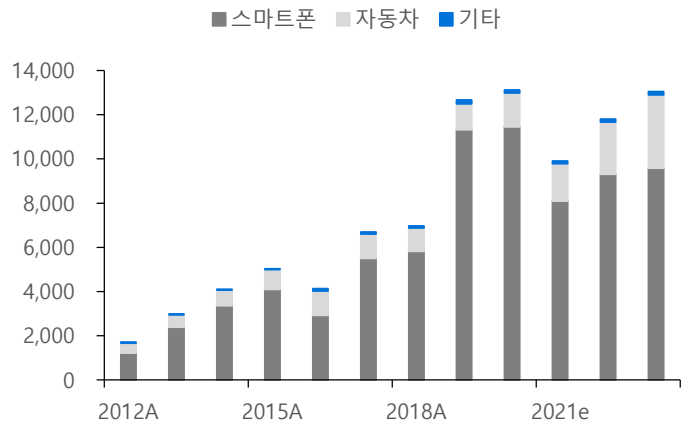
(단위: 억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

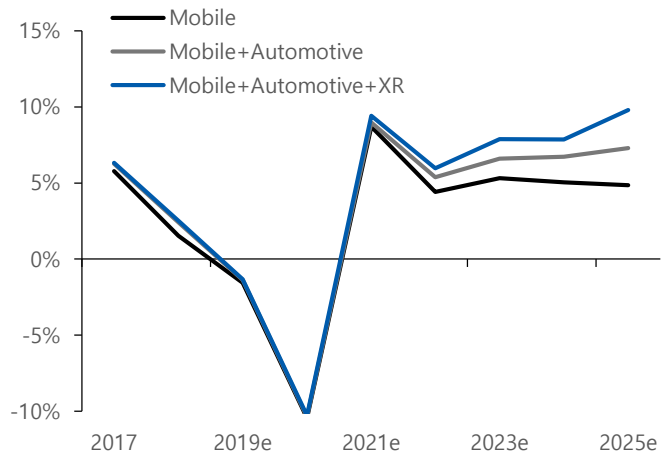
Key Chart

엠시빅스 Sales Breakdown 추정



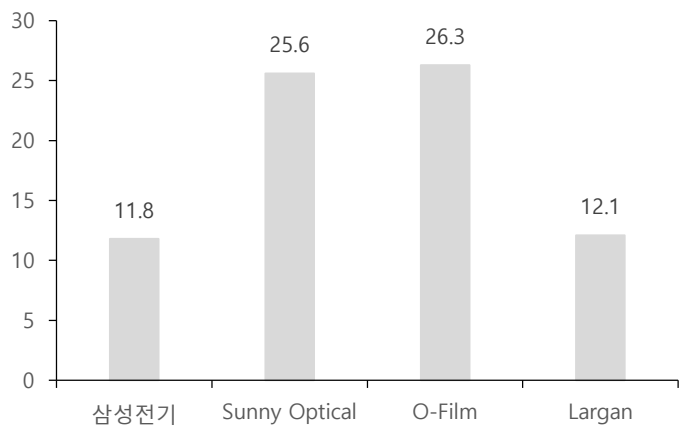
자료: 유안타증권 리서치센터 / 단위: 억원

카메라모듈 시장 기율기변화 주목



자료: 유안타증권 리서치센터

카메라모듈 Peer 업체 2022년 PER Multiple 비교



자료: 유안타증권 리서치센터 / 주: 단위는 배

엠씨넥스 (097520) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	12,677	13,113	9,904	11,805	13,042
매출원가	10,836	11,834	9,074	10,547	11,542
매출총이익	1,841	1,279	830	1,258	1,500
판매비	711	687	655	683	743
영업이익	1,131	592	174	575	756
EBITDA	1,616	1,180	712	1,029	1,140
영업외손익	84	-65	190	87	15
외환관련손익	136	-58	212	127	-23
이자손익	-36	-30	-12	-3	76
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-16	22	-10	-38	-38
법인세비용차감전순손익	1,214	526	365	662	772
법인세비용	369	142	87	132	154
계속사업순손익	845	384	277	529	617
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	845	384	277	529	617
지배지분순이익	845	384	277	529	617
포괄순이익	873	364	305	528	616
지배지분포괄이익	873	364	305	528	616

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

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	1,160	195	666	1,085	1,113
당기순이익	845	384	277	529	617
감가상각비	479	583	533	450	380
외환손익	47	87	-108	-127	23
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-571	-628	-28	236	97
기타현금흐름	360	-231	-9	-3	-4
투자활동 현금흐름	-1,042	-373	-270	-236	-236
투자자산	-5	66	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,052	-441	-197	-160	-160
유형자산 감소	15	4	12	0	0
기타현금흐름	0	-2	-85	-76	-76
재무활동 현금흐름	-286	-120	-372	-585	-585
단기차입금	-188	51	-260	-512	-512
사채 및 장기차입금	15	-50	-32	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-51	-88	-88	-89	-89
기타현금흐름	-62	-34	7	15	15
연결범위변동 등 기타	0	-9	-5	108	-41
현금의 증감	-168	-306	19	371	251
기초 현금	652	484	178	196	567
기말 현금	484	178	196	567	818
NOPLAT	1,131	592	174	575	756
FCF	108	-245	468	925	953

자료: 유안타증권

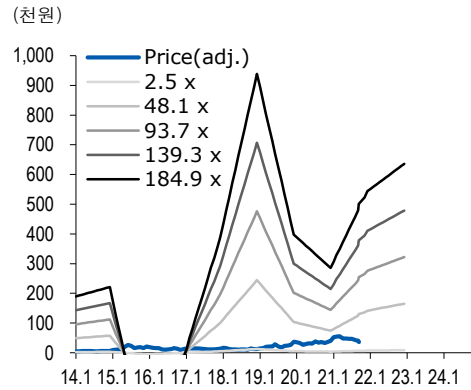
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	2,353	2,382	2,628	2,711	3,169
현금및현금성자산	484	178	196	567	818
매출채권 및 기타채권	972	1,344	1,407	1,230	1,353
재고자산	775	792	918	807	892
비유동자산	2,413	2,152	1,856	1,562	1,338
유형자산	2,219	1,982	1,726	1,436	1,216
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	28	33	22	22	22
자산총계	4,766	4,534	4,484	4,272	4,507
유동부채	2,448	1,805	1,706	1,055	761
매입채무 및 기타채무	1,336	1,083	1,203	1,064	1,282
단기차입금	516	567	310	-202	-714
유동성장기부채	255	62	143	143	143
비유동부채	72	200	96	96	96
장기차입금	47	190	81	81	81
사채	0	0	0	0	0
부채총계	2,520	2,005	1,802	1,151	857
지배지분	2,246	2,529	2,682	3,121	3,650
자본금	89	89	90	90	90
자본잉여금	525	525	530	530	530
이익잉여금	1,664	1,966	2,076	2,517	3,046
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	2,246	2,529	2,682	3,121	3,650
순차입금	230	587	245	-638	-1,401
총차입금	827	824	539	27	-485

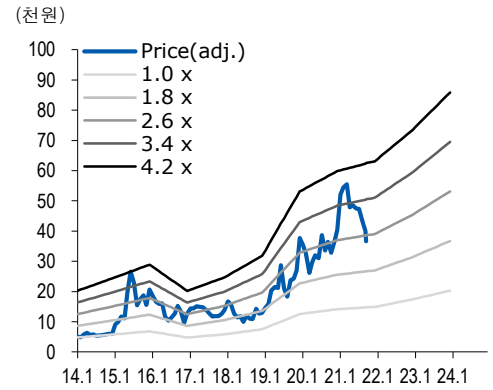
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	5,079	2,152	1,543	2,946	3,436
BPS	12,735	14,344	15,122	17,601	20,582
EBITDAPS	9,155	6,606	3,963	5,729	6,347
SPS	71,817	73,409	55,133	65,718	72,606
DPS	500	500	500	500	500
PER	4.3	15.9	23.7	12.4	10.7
PBR	1.7	2.4	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	2.4	5.7	9.6	5.8	4.5
PSR	0.3	0.5	0.7	0.6	0.5

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	81.9	3.4	-24.5	19.2	10.5
영업이익 증가율 (%)	175.0	-47.7	-70.6	230.0	31.6
지배순이익 증가율 (%)	183.4	-54.5	-27.9	91.0	16.6
매출총이익률 (%)	14.5	9.8	8.4	10.7	11.5
영업이익률 (%)	8.9	4.5	1.8	4.9	5.8
지배순이익률 (%)	6.7	2.9	2.8	4.5	4.7
EBITDA 마진 (%)	12.7	9.0	7.2	8.7	8.7
ROIC	40.0	16.2	4.5	17.5	26.5
ROA	19.5	8.3	6.1	12.1	14.1
ROE	47.7	16.1	10.6	18.2	18.2
부채비율 (%)	112.2	79.3	67.2	36.9	23.5
순차입금/자기자본 (%)	10.3	23.2	9.1	-20.4	-38.4
영업이익/금융비용 (배)	25.2	16.2	12.5	139.2	-10.3

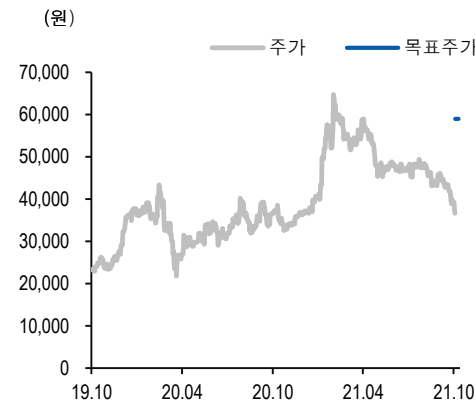
P/E band chart



P/B band chart



엠씨넥스 (097520) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-10-07	BUY	59,000	1년		

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)	91.4
Hold(중립)	8.6
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-10-04

※해의 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: 백길현)
- 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.