

# 엠씨넥스 (097520.KQ)

## 2020년은 쿼드러플 카메라가 대세

Company Report | 2019. 11. 8

멀티카메라 및 고객 출하량 확대로 카메라 모듈 실적은 2020년에도 성장세를 지속해 최대 실적을 경신할 전망이다. 그럼에도 과도한 ODM 우려로 밸류에이션은 저평가 되어있어 매력적이라고 판단

### 양호한 실적에도 여전히 저평가

엠씨넥스에 대한 투자 의견 Buy, 목표주가 38,000원을 제시하며 커버리지를 개시. 목표주가 38,000원 산정에는 2020년 주당 순이익에 목표 PER 7배를 적용. PER 7배는 과거 업황 개선에 대한 기대감이 생기던 시점의 평균적인 밸류에이션 수준

분기별 최대 실적을 지속적으로 갱신하고 있음에도 불구하고 동사의 현재 주가는 2020년 PER 기준 4.4배 수준으로 밸류에이션 밴드 하단에 위치. 고객사의 중저가 카메라 모듈 스펙이 꾸준히 상향되어 대당 판가 인상이 지속되고 있으며 광학식 지문인식 확대 등으로 동사의 2020년 실적이 역대 최대 수준을 기록할 것으로 예상되어 밸류에이션 매력 보유했다고 판단

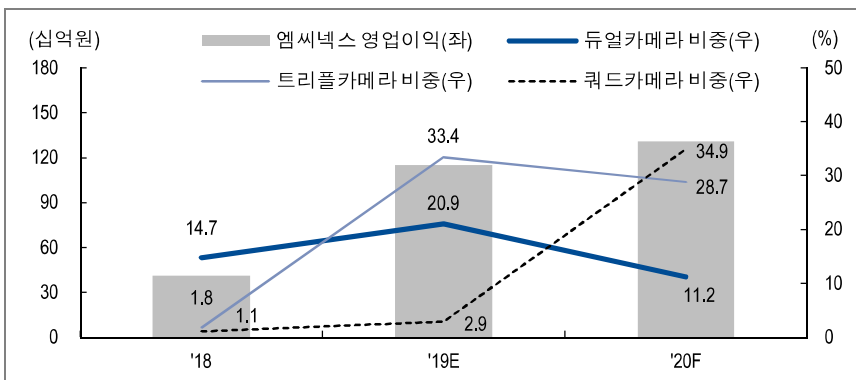
### ODM 우려에도 멀티 카메라 확대로 역대 최대 실적 달성 전망

당사는 고객사의 스마트폰 카메라 관련 시장이 2019년 7.2조원(+34.6% y-y) 수준에서 2020년 10.4조원(+45.2% y-y) 규모로 증가할 것으로 예상. 이에 따라 주요 모듈 업체인 동사의 수혜가 클 것으로 전망

쿼드러플 멀티카메라 등 중저가 스마트폰에 탑재되는 카메라 스펙 상향으로 대당 평균판가가 상승하고 고객사 판매량 호조세가 이어져 동사는 2020년 매출액 1조5,436억원(+18.3% y-y), 영업이익 1,306억원(+13.7% y-y, 영업이익률 8.5%)을 기록하며 역대 최대 실적을 경신할 것으로 기대

시장의 ODM 관련 우려도 과도하다고 판단. 실적 및 밸류에이션 감안시 현재 주가는 매력적인 수준

### 엠씨넥스 영업이익 및 고객사 스마트폰 멀티카메라 탑재율



자료: 엠씨넥스, Counterpoint, NH투자증권 리서치본부 전망

## Buy (신규)

목표주가 38,000원 (신규)

현재가 ('19/11/06) 23,750원

업종	IT부품
KOSPI / KOSDAQ	2,144.15 / 669.68
시가총액(보통주)	421.5십억원
발행주식수(보통주)	17.7백만주
52주 최고가 ('19/06/28)	28,750원
최저가 ('18/12/26)	12,100원
평균거래대금(60일)	13,061백만원
배당수익률(2019E)	1.26%
외국인지분율	14.5%

주요주주  
민동욱 외 3인 27.6%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	21.8	14.5	65.5
상대수익률 (%p)	0.3	30.2	70.9

	2018	2019E	2020F	2021F
매출액	697	1,304	1,544	1,683
증감률	4.3	87.2	18.3	9.0
영업이익	41	115	131	139
증감률	109.1	179.4	13.7	6.6
영업이익률	5.9	8.8	8.5	8.3
(지배지분)순이익	30	77	96	103
EPS	2,092	4,636	5,429	5,822
증감률	흑전	121.6	17.1	7.3
PER	6.2	5.1	4.4	4.1
PBR	1.7	2.1	1.4	1.1
EV/EBITDA	2.7	2.6	1.8	1.2
ROE	26.2	46.5	39.0	30.2
부채비율	201.5	166.9	127.4	101.1
순차입금	37	3	-86	-189

단위: 십억원, %, 원, 배  
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 이규하  
02)768-7248, kyuha.jee@nhq.com

Summary

엠씨넥스는 스마트폰용 카메라모듈과 전장용 카메라모듈을 주요 제품으로 생산하는 업체. 2018년 매출액은 6,970억원 (+4.3% y-y)이며 사업부문별 매출은 휴대폰부문 약 83%, 전장부문 약 15%, 기타부문 약 1%로 구성. 고객사의 스마트폰 카메라 관련 시장이 2019년 7.2조원(+34.6% y-y) 수준에서 2020년 10.4조원(+45.2% y-y) 규모로 증가할 것으로 예상함에 따라 주요 모듈 업체인 동사의 수혜가 클 것으로 전망. 투자의견 Buy 및 목표주가 38,000원 제시

Share price drivers/Earnings Momentum

- 쿼드러플 카메라 등 카메라 모듈 판가 상승
- 고객사 중저가 스마트폰 판매량 확대
- 지문인식 모듈 탑재 및 전장부품 수주 확대

Downside Risk

- 고객사 스마트폰 수요 감소
- 경쟁 심화에 따른 카메라 판가 하락
- ODM 출하량 확대에 국내 부품사 물량 감소

Cross valuations

(Units: x, %)

Company	P/E		P/B		ROE	
	2019E	2020F	2019E	2020F	2019E	2020F
Sunny Optical	37.2	27.0	10.7	8.1	31.8	33.4
O-Film	46.8	21.9	3.4	2.9	8.8	13.1
Largan	21.6	18.4	4.9	4.1	24.6	24.9
Luxshare Precision	45.0	31.9	9.1	7.2	22.1	24.1
Goertek	49.8	37.4	4.0	3.6	8.0	9.8

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(Units: x, %)

Valuations	2017	2018	2019E	2020F	2021F
PER	N/A	6.2	5.1	4.4	4.1
PBR	2.3	1.7	2.1	1.4	1.1
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
ROE	-1.1	26.2	46.5	39.0	30.2
ROIC	6.0	17.7	41.4	46.4	49.7

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	145	215	170	297	410	503	412	668	697
영업이익	9	16	6	12	23	26	-24	20	41
영업이익률(%)	6.3	7.5	3.6	4.1	5.5	5.2	-5.8	2.9	5.9
세전이익	7	13	2	9	19	23	-26	-1	43
순이익	6	12	2	8	14	16	-25	-1	30
지배지분순이익	6	12	2	8	14	16	-25	-1	30
EBITDA	14	20	11	18	36	43	-6	44	81
CAPEX	7	14	12	59	35	27	28	60	47
Free Cash Flow	-7	-6	-15	-22	-34	55	-41	-32	78
EPS(원)	789	1,337	197	599	1,011	1,198	-1,830	-105	2,092
BPS(원)	2,349	3,833	4,140	4,677	5,704	6,742	4,712	5,920	7,530
DPS(원)	9	9	13	45	134	220	0	173	300
순차입금	26	35	44	56	95	55	107	63	37
ROE(%)	53.2	36.3	4.9	13.6	19.5	19.2	-32.0	-1.1	26.2
ROIC(%)	29.7	21.0	8.6	8.6	10.5	10.9	-14.8	6.0	17.7
배당성장(%)	1.3	0.9	7.3	7.4	13.0	17.9	0.0	-262.1	14.0
배당수익률(%)	N/A	N/A	0.4	0.8	2.3	1.1	0.0	1.3	2.3
순차입금 비율(%)	117.9	83.4	79.7	88.2	123.2	60.8	167.8	63.8	28.9

자료: 엠씨넥스, NH투자증권 리서치본부

### 2020년 최대 실적 갱신 가능성에도 불구하고 PER 4.4배로 저평가

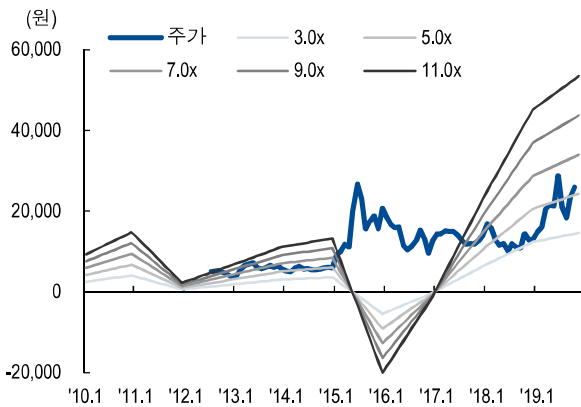
엠씨넥스에 대해 투자의견 Buy 및 목표주가 38,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가 38,000원의 산정 방식은 2020년 주당 순이익에 목표 PER 7배를 적용했으며 7배는 과거 업황 개선에 대한 기대감이 생기던 시점의 평균적인 밸류에이션 수준이다.

현재 동사 주가는 2020년 PER 기준 4.4배 수준으로 밸류에이션 밴드 하단에 위치하고 있다. 고객사의 증저가 카메라 모듈의 스펙이 꾸준히 향상되며 대당 평가 인상이 지속되고 광학식 지문인식 확대 등으로 동사의 2020년 실적은 역대 최대 수준을 기록할 것으로 예상됨에도 여전히 저평가되어있어 밸류에이션 매력도 보유하고 있다고 판단한다.

### 멀티카메라 확대로 2020년 영업이익 최대실적 갱신 전망

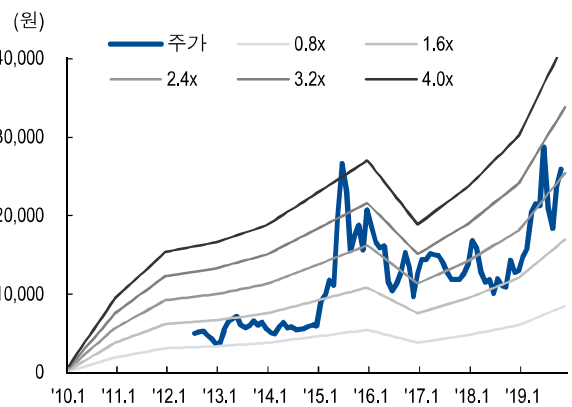
쿼드러플 멀티카메라 등 증저가 스마트폰에 탑재되는 카메라 품질 향상으로 대당 평균평가가 상승하고 고객사 판매량 호조세가 이어져 동사는 2020년 매출액 1조5,436억원(+ 18.3% y-y), 영업이익 1,306억원(+ 13.7% y-y, 영업이익률 8.5%)을 기록하며 역대 최대 실적을 갱신할 것으로 전망한다. 분기별로도 3분기 역대 최대 실적에 이어서 4분기 매출액 및 영업이익 각각 3,320억원(+ 52.3% y-y), 303억원(+ 79.1% y-y, 영업이익률 9.1%)을 기록하며 이익 증가세를 지속할 것으로 예상된다.

그림1. Forward PER Band



자료: 엠씨넥스, NH투자증권 리서치본부

그림2. Trailing PBR Band



자료: 엠씨넥스, NH투자증권 리서치본부

표1. 엠씨넥스 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2018	2019E	2020F	2021F
매출액	697	1,304	1,544	1,683
영업이익	41	115	131	139
<i>영업이익률</i>	5.9	8.8	8.5	8.3
EBITDA	81	163	181	193
(지배지분)순이익	30	77	96	103
EPS	2,092	4,636	5,429	5,822
PER	6.2	5.1	4.4	4.1
PBR	1.7	2.1	1.4	1.1
EV/EBITDA	2.7	2.6	1.8	1.2
ROE	26.2	46.5	39.0	30.2

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 엠씨넥스 연간 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	2018	2019E	2020F	2021F
매출액	697.0	1,304.5	1,543.6	1,683.2
휴대폰	581.8	1,181.8	1,409.5	1,544.9
전장	105.4	107.0	117.7	121.3
기타	9.7	15.7	16.4	17.0
영업이익	41.1	114.9	130.6	139.3
<i>영업이익률(%)</i>	5.9	8.8	8.5	8.3
세전이익	42.8	112.4	128.4	137.8
지배지분순이익	29.8	77.0	96.3	103.3

자료: 엠씨넥스, NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 엠씨넥스 분기 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19E
매출액	156.0	162.4	160.6	217.9	250.8	372.4	349.4	332.0
휴대폰	129.0	134.0	134.5	184.3	216.1	344.9	320.6	300.2
전장	24.8	26.4	24.5	29.8	29.7	23.5	25.5	28.4
기타	2.2	1.9	1.6	3.9	4.9	4.1	3.3	3.4
영업이익	7.0	7.1	10.0	16.9	19.6	30.5	34.4	30.3
<i>영업이익률(%)</i>	4.5	4.4	6.2	7.8	7.8	8.2	9.9	9.1
세전이익	7.3	17.1	2.5	15.9	20.5	32.5	33.7	25.8
지배지분순이익	5.6	14.5	1.2	8.5	14.2	21.2	23.6	18.0

자료: 엠씨넥스, NH투자증권 리서치본부 전망

### 고객사 카메라 모듈 시장 확대의 수혜와 ODM에 대한 과도한 우려 해소 전망

동사의 사업구조는 카메라 모듈과 구동계, 지문인식 모듈이 주요 제품인 휴대폰 부문과 전장 부품 및 차량용 카메라가 주요 제품인 전장 부문으로 구성되어있다. 고객사의 멀티카메라 및 광학식 지문인식 모듈 확대로 외형 및 마진 증가세가 이어질 것으로 예상된다.

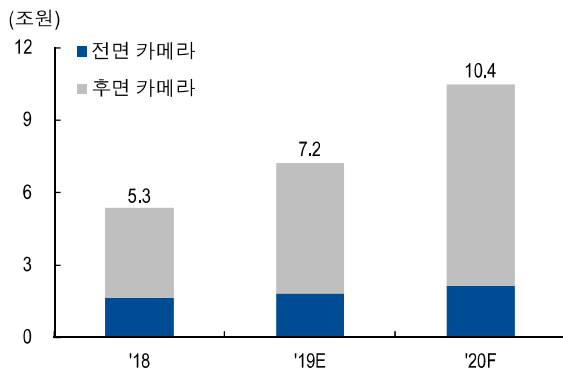
특히 카메라 모듈은 주요 고객사가 중저가 모델에 멀티 카메라 탑재를 본격화하면서 외형 및 마진이 빠르게 확대되고 있는 상황이다. 당사는 고객사의 스마트폰 카메라 관련 시장이 2019년 7.2조원(+34.6% y-y) 수준에서 2020년 10.4조원(+45.2% y-y) 규모로 증가할 것으로 예상함에 따라 주요 모듈 업체인 동사의 수혜가 클 것으로 전망한다.

특히 2019년 중저가 스마트폰에 듀얼 및 트리플 카메라가 주로 탑재됐다면 2020년에는 트리플 및 쿼드러플 카메라가 주로 탑재될 것으로 예상되어 대당 평가 인상 효과로 동사의 카메라 모듈 매출액은 1조2,432억원(+17.8% y-y)을 기록할 것으로 기대된다. 중장기적으로도 3D Sensing, 고배율 광학줌 등 카메라 모듈 부품의 업그레이드는 지속될 것으로 예상되어 핵심 카메라 모듈 업체인 동사의 수혜는 향후 더욱 커질 것으로 추정한다.

지문인식 제품도 주요 고객사가 중저가 스마트폰 라인업에서 기존 정전식 대비 단가가 높은 광학식 In-Display 지문인식 방식을 확대할 것으로 예상되어 관련 모듈을 납품하는 동사의 수혜가 기대된다.

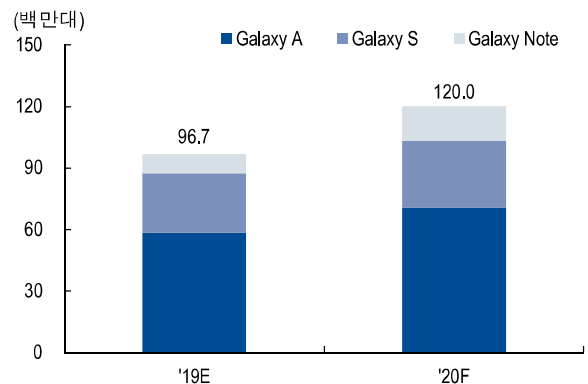
반면 시장에서 우려하는 ODM 물량 증가(약 6천만대)에 따른 국내 부품사 물량 감소 가능성의 영향은 제한적이라고 판단한다. 주된 이유는 1)ODM 생산 제품이 주로 150달러 이하의 저가 스마트폰에 치중되어있어 부가가치가 떨어지고, 2)폴더블 스마트폰을 포함해 삼성전자의 증가 이상 스마트폰 출하량이 지속적으로 증가할 것이며, 3)삼성전자의 내작 물량을 국내 부품사에게 넘기고 있는 추세가 이어질 것으로 보기 때문이다.

그림3. 삼성전자 스마트폰 카메라 유형별 시장 규모



자료: Counterpoint, NH투자증권 리서치본부

그림4. 광학식 + 초음파식 지문인식 탑재 스마트폰 출하량



자료: Counterpoint, NH투자증권 리서치본부

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2018/12A	2019/12E	2020/12F	2021/12F
매출액	697	1,304	1,544	1,683
증감률 (%)	4.3	87.2	18.3	9.0
매출원가	610	1,128	1,342	1,468
매출총이익	87	176	201	215
Gross 마진 (%)	12.5	13.5	13.1	12.8
판매비와 일반관리비	46	61	71	76
영업이익	41	115	131	139
증감률 (%)	109.1	179.4	13.7	6.6
OP 마진 (%)	5.9	8.8	8.5	8.3
EBITDA	81	163	181	193
영업외손익	2	-2	-2	-2
금융수익(비용)	-5	-11	-11	-10
기타영업외손익	7	9	9	9
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	43	112	128	138
법인세비용	13	35	32	34
계속사업이익	30	77	96	103
당기순이익	30	77	96	103
증감률 (%)	흑전	158.4	25.0	7.3
Net 마진 (%)	4.3	5.9	6.2	6.1
지배주주지분 순이익	30	77	96	103
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	-2	0	0	0
총포괄이익	27	77	96	103

Valuation / Profitability / Stability				
	2018/12A	2019/12E	2020/12F	2021/12F
PER(배)	6.2	5.1	4.4	4.1
PBR(배)	1.7	2.1	1.4	1.1
PCR(배)	1.9	2.4	2.3	2.2
PSR(배)	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	2.7	2.6	1.8	1.2
EV/EBIT(배)	5.4	3.7	2.6	1.7
EPS(원)	2,092	4,636	5,429	5,822
BPS(원)	7,530	11,355	16,487	22,014
SPS(원)	50,456	78,494	86,985	94,851
자기자본이익률(ROE, %)	26.2	46.5	39.0	30.2
총자산이익률(ROA, %)	7.7	16.6	16.0	14.2
투자자본이익률 (ROIC, %)	17.7	41.4	46.4	49.7
배당수익률(%)	2.3	1.3	1.3	1.3
배당성장(%)	14.0	6.8	5.5	5.1
총현금배당금(십억원)	5	5	5	5
보통주 주당배당금(원)	300	300	300	300
순부채(현금)/자기자본(%)	28.9	1.6	-29.4	-48.3
총부채/자기자본(%)	201.5	166.9	127.4	101.1
이자발생부채	107	107	107	107
유동비율(%)	85.0	103.7	129.8	155.4
총발행주식수(백만)	17	18	18	18
액면가(원)	500	500	500	500
주가(원)	12,950	23,750	23,750	23,750
시가총액(십억원)	183	421	421	421

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2018/12A	2019/12E	2020/12F	2021/12F
현금및현금성자산	65	97	187	290
매출채권	85	145	172	187
유동자산	219	343	477	605
유형자산	161	183	178	170
투자자산	2	0	0	0
비유동자산	172	194	189	180
자산총계	391	538	665	786
단기성부채	107	106	106	106
매입채무	112	186	221	240
유동부채	257	331	367	389
장기성부채	0	1	1	1
장기충당부채	4	4	4	4
비유동부채	4	5	5	6
부채총계	261	336	373	395
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	41	41	41	41
이익잉여금	86	158	249	347
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	130	201	293	391

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2018/12A	2019/12E	2020/12F	2021/12F
영업활동 현금흐름	126	113	144	156
당기순이익	30	77	96	103
+ 유/무형자산상각비	40	48	51	53
+ 종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	1	0	0	0
Gross Cash Flow	94	165	183	195
- 운전자본의증가(감소)	33	-17	-8	-4
투자활동 현금흐름	-47	-70	-48	-68
+ 유형자산 감소	1	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-47	-70	-49	-70
+ 투자자산의매각(취득)	0	2	0	0
Free Cash Flow	78	43	95	86
Net Cash Flow	79	43	96	88
재무활동현금흐름	-75	-11	-10	-10
자기자본 증가	-15	0	0	0
부채증감	-61	-11	-10	-10
현금의증가	4	32	90	103
기말현금 및 현금성자산	65	97	187	290
기말 순부채(순현금)	37	3	-86	-189