



엠씨넥스 (KRX: 097520)

Make Cameras Next-Level

BUY

목표주가 47,400
현재주가 27,000
상승여력 75.5%

Valuation – Peer PER Method

Peer PER Method를 통해 도출한 Target PER Multiple 11.5x를 26E EPS 4,129원에 적용시켜 목표주가 47,400원, 상승여력 75.5%, 투자의견 BUY를 제시한다. 동사의 25년, 26년 추정 매출액은 각각 1조 2963억(YoY+22.6%), 1조 3872억(YoY+7%) 영업이익은 552억(YoY+24.4%), 662억(YoY+19.9%)로 전망한다. 이는 삼성전자 내 점유율 확대와 고부가 제품 비중 상승, 전장 카메라 매출 성장에 따른 실적 개선을 반영한 수치다.

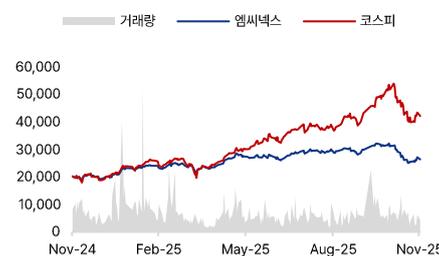
Stock Data

시가총액(보통주)	4,873억원
발행주식수(보통주)	17.4백만주
52주 최고가	32,500원
52주 최저가	18,600원
평균거래대금(60일)	17.19억원
베타(1년)	0.45
배당수익률	2.95%

Key Point 1: 상반기 구동계 매출액 99.1% 급증, 경쟁 구도 개편의 수혜

동사는 삼성전자 카메라 모듈 공급 재편의 직접적 수혜주로, 카메라 고사양화 흐름 속에서 점유율과 수익성이 동시에 개선되는 국면에 진입했다. 주요 경쟁사들이 애플향 공급으로 전략적 전환을 단행함에 따라 삼성전자 내 고부가 카메라 물량이 재배분되고 있으며, 동사는 구동계 내재화 역량을 기반으로 해당 물량을 흡수 중이다. 아울러 삼성전자의 중저가 프리미엄화 전략에 따른 A시리즈 OIS 확대 적용과 최근 S26 Ultra 플리드 줌 카메라 수주는 물량(Q)과 단가(P)의 동반 개선을 이끌어, 실적 레벨업을 뒷받침할 전망이다.

Stock Price Performance (Index)



Key Point 2: 삼성전자에서 갈고닦은 실력, 이전 자율주행을 향해

한편, 동사는 모바일에서 축적한 카메라 기술력을 바탕으로 자동차 전장 카메라 시장에서도 선도적 지위를 확보했다. 국내 1위, 글로벌 5위의 시장 점유율을 보유한 동사는 2020년, 카메라 전문 업체로서는 유일·최초로 현대차그룹 1차 벤더로 선정되었다. 그 이후, 제네시스·그랜저 등 프리미엄 및 최신 모델을 중심으로 독보적인 공급 레퍼런스를 구축해오며 후발주자 대비 기술 신뢰도와 양산 안정성 측면에서 뚜렷한 격차를 벌리고 있다. 향후 ADAS 및 자율주행 고도화에 따른 차량당 카메라 수 증가(Q)와 고사양화 흐름(P)은 동사의 중장기 성장 동력으로 작용할 전망이다. 현대차 내에서 구축한 독보적인 공급 지위에 기인, 앞으로 다가올 산업의 대전환기의 직접적 수혜가 예상된다.

주가상승률	1M	6M	12M
절대수익률(%)	-13.7	-1.45	32.52

Major Shareholders

민동욱 (외 3인)	29.25%
------------	--------

(단위: 백만원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	932,490	1,057,058	1,296,351	1,387,191	1,532,777
매출원가	854,791	943,159	1,171,746	1,250,458	1,376,608
매출총이익	77,700	113,899	123,606	136,733	156,169
판매관리비	59,475	69,515	69,409	70,455	72,132
영업이익	18,224	44,385	55,196	66,278	84,037
OPM (%)	2.0%	4.2%	4.3%	4.8%	5.5%
당기순이익	27,924	63,605	59,030	68,449	83,545
NPM (%)	3.0%	6.0%	4.6%	4.9%	5.5%

Members

- 33기 박한세 (팀장, 스페인어과) (hansepk@naver.com)
- 33기 유한솔 (부팀장, 노어과) (hsol0306@gmail.com)
- 33기 이한용 (팀원, 융합일본지역전공) (ihanyong123@gmail.com)
- 34기 박예준 (팀원, 영어통번역학과) (hems0302@gmail.com)
- 34기 채승우 (팀원, 경제학전공) (pali30237@gmail.com)

Table of Contents

1. 산업분석	3
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 모바일 카메라 모듈 산업 ▪ 자율주행 및 전장용 카메라 모듈 산업 	
2. 기업분석	17
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 기업 개요 	
3. 투자포인트	19
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 모바일 부문 시장 지배력 극대화와 기술적 Re-rating ▪ 탄탄한 자율주행 레퍼런스 	
4. 리스크 요인	30
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 모바일 부문 전방 산업의 구조적 저성장 및 경쟁 심화 ▪ 전장 부문의 성장 속도 괴리 및 수익성 변동성 	
5. 밸류에이션	31
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 매출 추정 ▪ 비용 추정 ▪ Peer Per Method ▪ 목표주가 산정 	

1. 산업분석

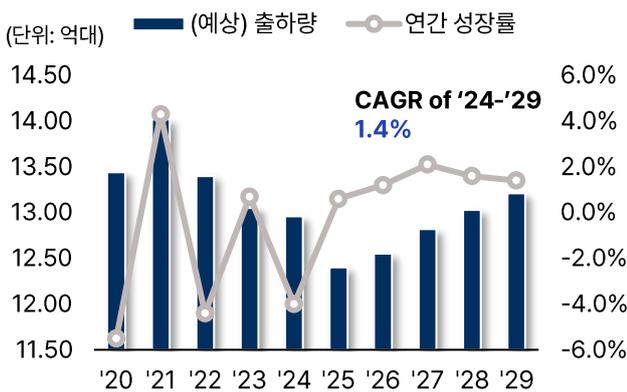
1. 모바일 카메라 모듈 산업분석

1.1. 글로벌 시장의 역설, 모바일 카메라 모듈의 '수량 둔화, 가치 폭증'의 시대

성숙화된 스마트폰 산업과 성장하는 카메라 모듈산업

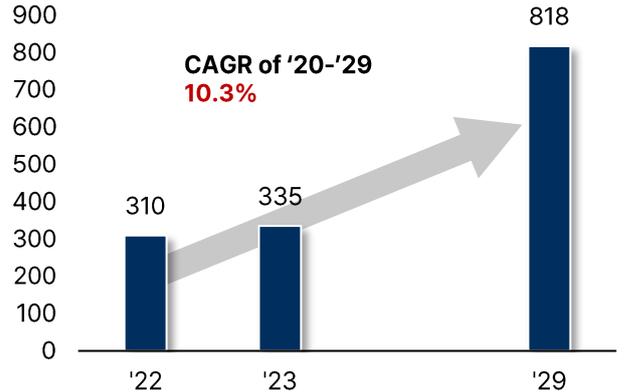
글로벌 스마트폰 시장이 성숙기에 접어들면서 24년부터 29년 출하량 기준 성장률은 연평균 1.4%로 예상되어 양적 성장이 정체되고 있다. 그러나 이러한 시장 환경과 극명하게 대비되는 현상이 바로 **모바일 카메라 모듈 산업의 '가치 폭증'**이다. 콤팩트 카메라 모듈 시장은 2029년까지 818억 달러 이상의 규모에 도달할 것으로 예상되며, 20년부터 29년까지 10.30%라는 높은 복합 연간 성장률(CAGR)을 기록할 전망이다. 이 수치는 스마트폰 판매량 증가율을 훨씬 상회하는 것으로 시장 성장의 패러다임이 판매량 증가에서 기술 집약적 부가가치 확대로 전환되었음을 명확히 보여준다.

그래프 1. 글로벌 스마트폰 (예상)출하량 및 YoY 성장률



자료: IDC, 자본시장연구회 5팀

그래프 2. 글로벌 카메라 모듈 시장 성장률 (단위: 억달러)



자료: EXACTITUDE CONSULTANCY, 자본시장연구회 5팀

카메라 고도화로 인한 ASP 상승

이러한 가치 성장의 핵심 동력은 모듈당 '평균 판매 단가(ASP)'의 구조적인 상승이다. 스마트폰 제조사들은 경쟁 차별화를 위해 멀티 카메라 시스템을 보편화하는 동시에, 초고화소 이미지 센서(1억 화소 이상), 광학식 손떨림 보정(OIS), 그리고 고배율 '폴디드 줌(Folded Zoom)'과 같은 프리미엄 기술 채택을 플래그십 모델에 집중적으로 확대하고 있다. 이러한 고도화는 모듈당 탑재되는 부품 수와 정밀도를 동시에 높여 제조 난이도를 상승시키며, 결과적으로 ASP를 지속적으로 끌어올리는 구조적 결과를 낳는다.

멀티카메라로 인한 Q 상승

더불어, 멀티카메라 시스템의 보편화는 스마트폰의 기기당 '카메라 모듈 탑재 수(Q)'를 구조적으로 증가시키며 시장 성장에 기여한다. 초기 듀얼(Dual) 카메라에서 시작된 탑재 수 증가는 트리플(Triple) 카메라를 넘어, 메인, 초광각, 망원, 접사 등 네 가지 기능을 갖춘 쿼드(Quad) 카메라 시스템이 중저가 라인까지 확산되는 추세이다. 스마트폰 출하량은 둔화되었을지라도, 개별 스마트폰 한 대에 필요한 모듈의 개수가 꾸준히 늘어나는 것은 모듈 제조사에게 안정적인 총 물량 수요를 확보하게 해주는 핵심적인 구조적 요인이다.

1.2. 프리미엄 기술의 확산, 하방 확산 전략

보급형 스마트폰 라인의 카메라 고도화

고성능 카메라 기능의 '하방 확산'은 모바일 카메라 모듈 시장의 총 수요 규모를 구조적으로 확대시키는 핵심이다. 과거 플래그십 모델의 전유물이었던 OIS 기능은 동영상 촬영 및 저조도 환경에서의 이미지 품질 개선에 필수적이며, 이제 **중저가 보급형 라인까지 적용이 빠르게 확장되고 있다.**

글로벌 스마트폰 제조사들은 시장 점유율 유지를 위해 보급형 라인업에도 OIS 기능을 확대 적용하는 스펙 상향 평준화 전략을 추진하고 있다. 이러한 중저가 모델의 사양 상향은 고성능 구동계를 탑재한 카메라 모듈에 대한 구조적인 수요를 전반적으로 증대시키는 효과를 낳는다. 이는 **고성능 모듈의 대량 생산 및 안정적인 공급 능력을 갖춘 협력사들에게 중저가 시장 내에서도 안정적인 물량 확보의 기반을 마련해 준다.**

자료 1. 모바일 카메라 고도화와 하방 확산



자료: 삼성전자 IR, 자본시장연구회 5팀

1.3. 이중 압박의 딜레마, 높은 진입 장벽과 공급망 내 교섭력 불균형

(1) 자본 집약성과 기술력이 형성하는 높은 진입 장벽

모바일 카메라 모듈 산업은 몇 가지 구조적인 요인으로 인해 **신규 진입 장벽이 높은 산업**이다. 첫째, **초기 설비 투자(CAPEX)가 대규모로 요구되어 상당한 자금력이 필수적**이다. 둘째, OIS 및 폴디드 줌과 같은 정밀 제어 기술은 설계 정확도와 고도화된 생산 공정 기술이 결합되어야 하므로 **고급 기술력의 확보와 숙련된 생산 체계를 구축하는 데 많은 시간이 소요**된다. 이러한 기술적 및 자본적 난이도는 시장 진입의 결정적인 장벽으로 작용한다.

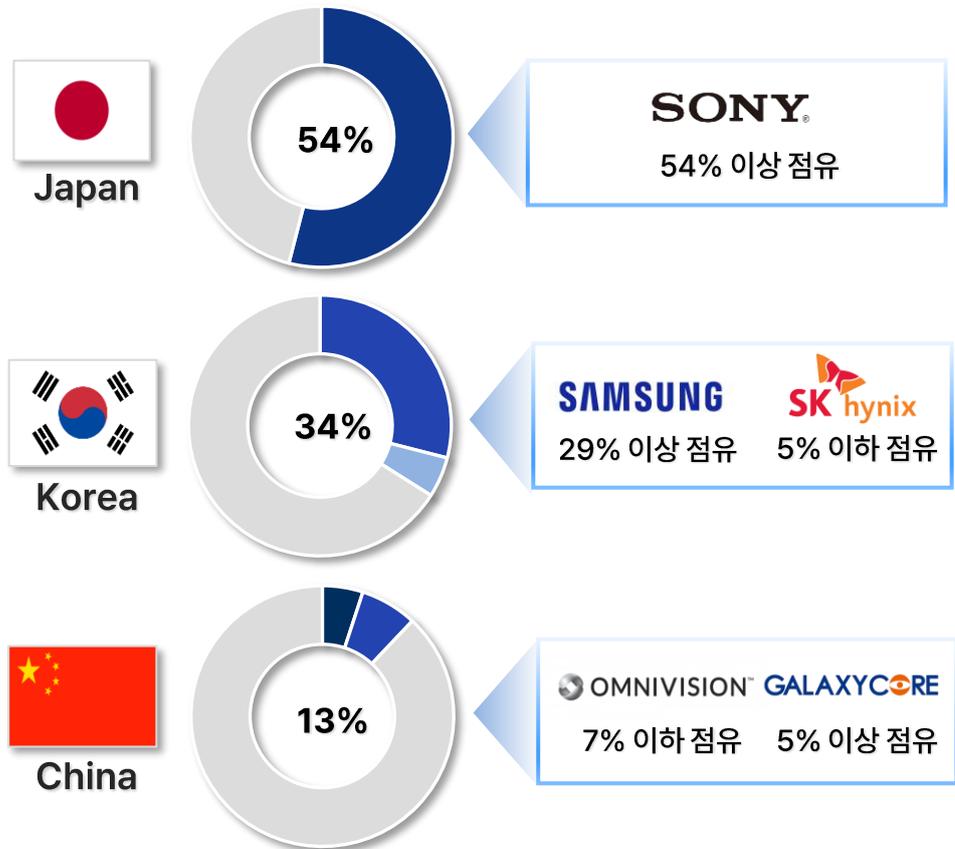
(2) 원재료 공급사의 독과점과 구매자의 가격 교섭력

이미지 센서 시장 독과점적 구조

카메라 모듈 제조사들은 원재료 공급사와 주요 구매자 모두 강력한 시장 교섭력을 행사하는 '이중 압박' 구조에 놓여 있다. 핵심 부품인 **이미지 센서 시장은 소수의 글로벌 반도체 기업이 시장을 지배**하고 있다. 특히 소니는 글로벌 시장 점유율 약 '55%'로 독보적인 1위를 차지하고 있으며, 삼성전자 LSI 사업부가 약 29%의 점유율로 그 뒤를 잇는 등 상위 두 기업이 시장의 대부분을 점유하는 과점 구조이다. 이로 인해 모듈 제조사들은 이미지 센서 공급사에 대해 낮은 가격 협상력을 가질 수밖에 없다.

동시에, 모듈의 주 구매처인 스마트폰 제조사(OEM)들 역시 삼성전자, 애플 등 글로벌 대기업으로 구성되어 있어 강력한 단가 인하 압력을 지속적으로 행사한다. 이러한 구조 속에서 기술적 차별화가 미미한 범용 모듈 시장은 내부 경쟁 심화로 인해 마진이 하락하는 경향을 보인다. 따라서 모듈 제조사들은 안정적인 원재료 공급망 확보와 더불어, 기술적 우위를 통해 가격 협상력이 높은 **고부가 모듈 시장으로의 이동을 통해 수익성을 방어하는 것이 핵심 전략**이 되었다.

자료 2. 이미지 센서 시장의 과점 구조 : 상위 기업 집중 현황



자료: Counterpoint Research, 자본시장연구회 5팀

1.4. 구동계 내재화와 한국의 전략적 지위

(1) 구동계 내재화를 통한 기술적 해자 구축

구동계 내재화가 경쟁력

모바일 카메라의 성능, 특히 OIS(광학식 손떨림 보정)나 AF(자동 초점) 등 정밀한 동작이 요구되는 기능의 최종 성능은 구동계의 설계 정확도와 모듈과의 일체화 기술에 의해 좌우된다. **시장의 많은 모듈 제조사들이 구동계를 외부 전문 업체로부터 조달하는 형태를 취하는 것과 달리, 한국의 일부 선도적인 공급사들은 핵심 구동계 개발 역량을 자체적으로 보유하는 수직 계열화 전략을 구사한다.**

이러한 수직 계열화 전략은 단순히 원가 절감을 넘어 성능 안정성을 극대화하고, 고객사의 까다로운 요구 사항에 신속하고 유연하게 대응할 수 있는 결정적인 기술적 해자를 구축한다.

(2) 폴디드 줌 기술 경쟁 심화

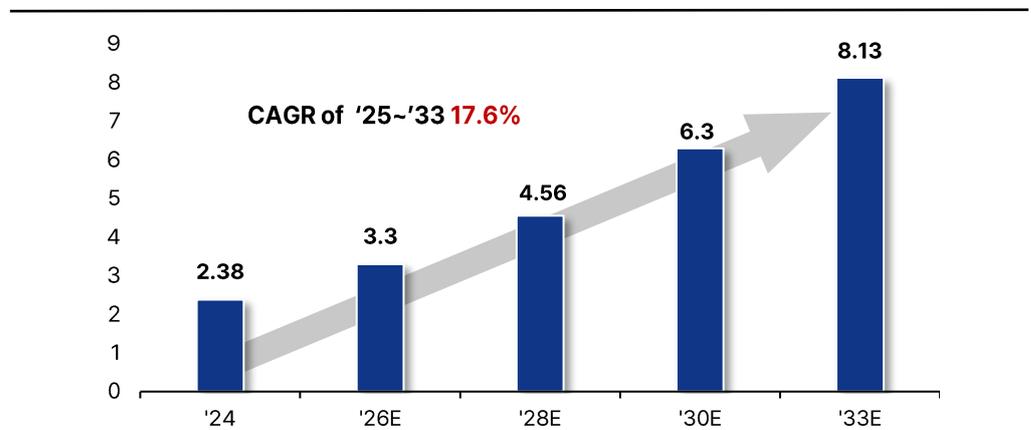
고부가가치 폴디드 줌 시장 확대

고배율 광학 줌 기능을 구현하는 폴디드 줌 카메라는 빛을 잠망경처럼 굴절시켜 모듈 두께를 줄이는 혁신 기술로, **현재 플래그십 스마트폰 시장의 가장 중요한 차별화 요소**이다. 삼성전자의 갤럭시 S 울트라 시리즈에서 시작된 이 기술은 이제 애플의 아이폰 프로/프로맥스 등에 확대 적용되었으며, 중화권 제조사들로도 확산되는 추세이다.

이 초고부가 모듈 시장에서의 경쟁은 국내 기업들의 전략적 지위를 강화하고 있다. 예를 들어, LG이노텍은 아이폰17 폴디드 줌 OIS 물량의 50% 이상을 확보할 것으로 전망되며 삼성전자와 애플을 동시에 고객으로 확보한 국내 기업은 폴디드 카메라 시장 확대의 직접적인 수혜를 입고 있다.

그래프 3. 글로벌 폴디드 줌 카메라 모듈 시장 규모 및 성장 전망

(단위: 억달러)



자료: Growth Market Research, 자본시장연구회 5팀

2 자율주행 및 전장용 카메라 모듈 산업분석

INTRO. 자동차 업계에 불어닥친 변화의 바람

자동차 산업 변화 ①

2020년대에 접어든 이후, 우리는 자동차 산업의 대전환을 두 가지 측면에서 이해해 왔다. **첫째는 내연(內燃)기관에서 전기차(電氣車)로의 전환이었다.** 각국 정부는 앞다투어 내연 기관 퇴출 시한을 못 박고, 배터리 공장 건설 계획을 발표했다. 많은 사람들은 이것이 자동차 산업 변화의 본질이라 믿으며 희망찬 미래를 꿈꾸었다. 그러나 현실은 보다 복잡했다. 아직 대중들은 전기차를 받아들일 준비가 되어있지 않았고, 美정부의 정책적 방향성은 산업에 비우호적인 여건을 조성하였다. 이에 중국에서는 전기차와 PHEV(플러그 인 하이브리드)가 급성장하는 반면, 미국과 한국에서는 하이브리드가 다시 주목받고 있다.

자동차 산업 변화 ②

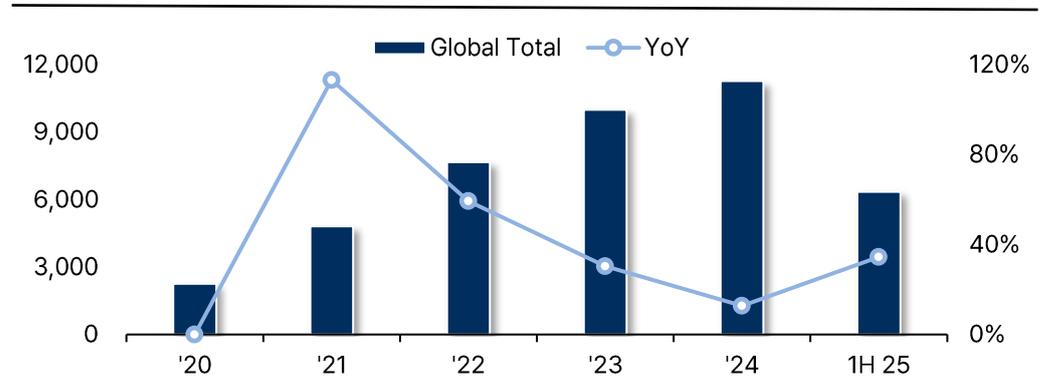
둘째는 하드웨어에서 소프트웨어로의 전환이다. 기존 자동차가 경주마처럼 ‘잘 달리기’ 위한 기계적 성능에 집중했다면 오늘날 자동차는 SDV(Software Defined Vehicle)라는 개념 아래 고성능 반도체 칩과 운영체제(OS)를 탑재해 각종 소프트웨어로 제어된다. 마치 근육질 야생마에게 두뇌를 이식한 것과 같다. 최근 출시되고 있는 차량에서는 더 이상 복잡하게 나열된 물리 버튼을 찾기 어렵다. 대신 커다란 디스플레이와 소프트웨어가 차량 안에 자리잡아 전반의 기능을 조율한다. 차량은 더 이상 이동수단에 그치지 않고, 똑똑한 하나의 고성능 컴퓨터가 되었다.

자동차 산업의 핵심인 자율주행

지금은 제3의 변화, 곧 자율주행의 파고가 밀려오고 있다. 머지않아 사람이 아닌 자동차 스스로 움직이는 세상을 목전에 두게 될 것이다. 자동차에서 인공지능은 마치 숙련된 운전자를 차 속에 녹여 넣은 것과 같다. 이는 단순히 운전 보조 기능의 고도화를 넘어, 차량이 스스로 상황을 인식하고 판단하는 수준까지 확장되고 있다. 실제로 글로벌 완성차 업체들은 레벨3를 넘어 완전 자율주행(Level 4~5)을 목표로 기술 상용화를 가속화하고 있다. 특히 최근 자동차 산업을 관찰하면서 느낀 것은, 이 자율주행의 속도는 우리가 생각하는 이상이라는 것이다.

그래프 4. EV 판매량 및 증가율

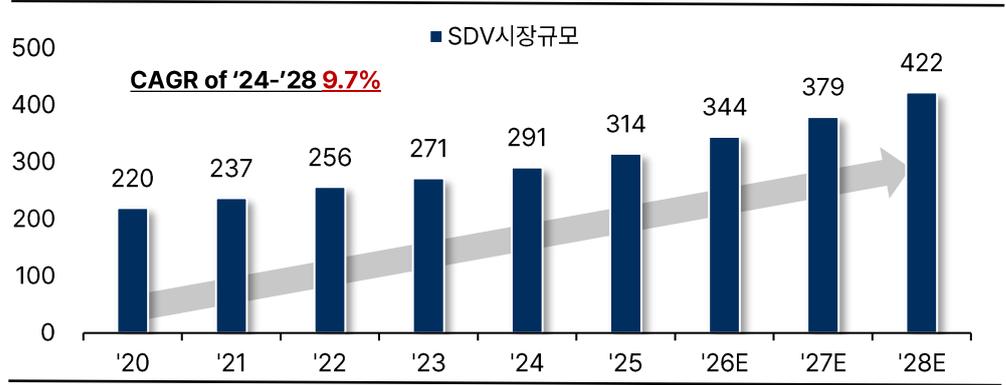
(단위: 천대)



자료: Epic Finance, 자본시장연구회 5팀

그래프 5. SDV 시장 규모

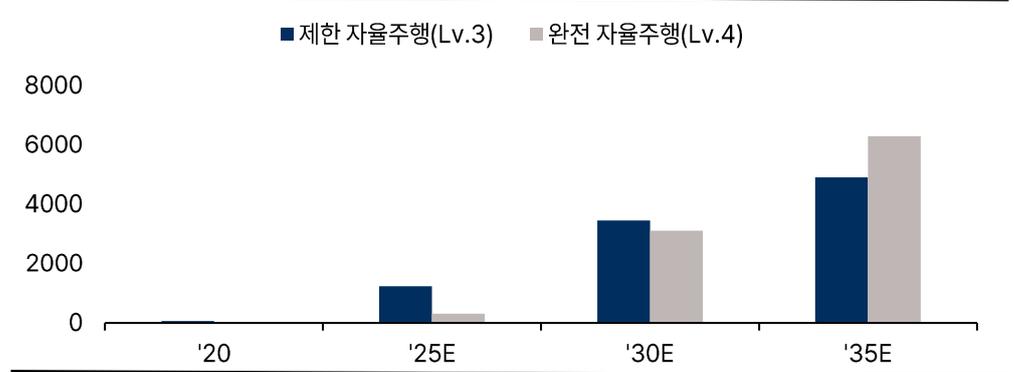
(단위: 십억 달러)



자료: MarketsandMarkets, 자본시장연구회 5팀

그래프 6. 자율주행차 추이 및 전망

(단위: 억 달러)



자료: 소프트웨어정책연구소, KISTI, 자본시장연구회 5팀

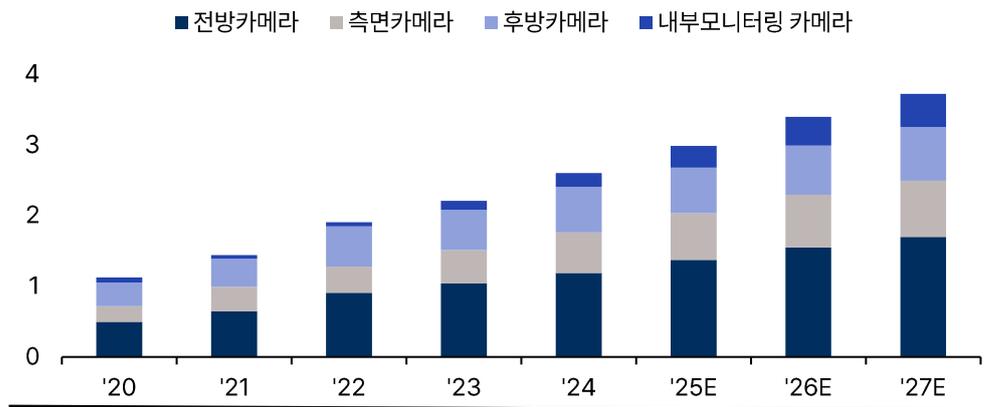
2.1. 지금, 카메라 산업에 주목해야 하는 이유

성숙산업에서
성장산업으로

성숙기에 접어든 줄만 알았던 카메라 산업에 다시금 봄바람이 불고 있다. 2010년대 카메라 산업은 스마트폰 보급 확대에 힘입어 전례 없는 호황기를 누렸다. 당시 스마트폰은 21세기 최고의 발명품으로 불릴 만큼 압도적 혁신을 보여주었고, 카메라 모듈 업체들은 그 성장의 직접적인 수혜를 받았다. 그러나 스마트폰 기술 고도화가 정체되고 판매 증가세가 둔화되면서 모바일 카메라 수요 역시 자연스럽게 감소세로 전환되었다. **하지만 자율주행·ADAS 시장이 본격적인 성장 궤도에 오른 지금, 카메라 모듈 산업은 다시 한번 도약의 기회를 맞이하고 있다.** 카메라는 더 이상 스마트폰에만 탑재되는 보조적 기능이 아니라, 차량 지능화를 좌우하는 핵심 센서로 격상되었으며, 이에 따라 그동안 정체되었던 카메라 산업 전반에도 새로운 온기가 찾아올 것으로 보인다.

그래프 7. 차량용 카메라 추이 및 전망

(단위: 억대)



자료: Quantiwise, 자본시장연구원 5팀

**자율주행을 둘러싼
글로벌 경쟁**

2025년 현재, 자율주행을 둘러싼 글로벌 경쟁은 그 어느 때보다 치열해지고 있다. 11월 테슬라는 FSD(Full Self-Driving)의 국내 출시를 공식화하며 완전자율주행 상용화에 한 걸음 더 다가섰고, GM 역시 Level 3 수준의 '슈퍼크루즈'를 탑재한 케딜락 에스컬레이드를 공개하며 차량이 스스로 주행·가감속·차선 변경까지 수행하는 기능을 선보였다. 웨이모는 미국 전역에서 로보택시 운영 범위를 확장하며 기술 완성도를 더욱 끌어올리고 있으며, 엔비디아는 자율주행 반도체와 플랫폼을 중심으로 생태계 주도권 확보에 속도를 내고 있다. 한편, 현대차는 자체 자율주행 시스템 아트리아 AI의 상용화를 위해 2030년까지 50조 5천억원 규모의 투자 계획을 밝혔다.

이처럼 주요 기업들이 자율주행 기술을 양산차와 실제 서비스에 빠르게 적용하기 시작하면서, 2025년은 '기술 고도화의 해'를 넘어 '자율주행이 일상에 진입한 원년'으로 기록될 가능성이 커지고 있다. 시장은 더 이상 개념 검증 단계에 머무르지 않고 실제 사용자 경험으로 빠르게 확장되고 있으며, 이는 자율주행 산업이 파일럿 단계를 지나 본격적인 상업화 국면으로 이동하고 있음을 시사한다. 이러한 글로벌 완성차·빅테크 기업들의 기술 적용 속도와 서비스 확장은 자율주행 생태계 전반의 성장 가속화를 이끄는 핵심 계기로 작용할 전망이다.

**자율주행·ADAS의
핵심인 카메라 모듈**

자율주행·ADAS가 현실로 다가온 지금, 카메라 모듈은 더 이상 선택이 아닌 필수다. 차량이 운전자를 대신해 주변 환경을 인지하고 판단해야 하는 자율주행 시스템에서 카메라 모듈은 사실상 차량의 '눈'의 역할을 한다. 카메라는 차량 전방의 물체, 차선, 도로 상황 등을 가장 먼저 포착하는 1차 데이터 수집원으로 기능하며, ADAS부터 고도화된 자율주행 단계에 이르기까지 필수적인 센서로 자리 잡고 있다. 특히 카메라는 현재 업계에서 채택 중인 E2E(End-to-End) 방식과 센서 융합 기반의 모듈러 방식 모두에 공통적으로 핵심 역할을 수행한다는 점에서 다른 센서 대비 월등한 경쟁력을 확보하고 있다.

2.2. 그렇다면 2025년의 자율주행기술, 어디까지 왔는데?

2025년 현재, 글로벌 완성차 업체들은 자율주행 Level 3 진입 및 Level 4 상용화 준비 단계에 있는 것으로 파악된다. 이는 1) 주요 기업들이 보유한 현재 기술력 수준과 실제 상용화 정도, 2) 이들이 제시한 목표 및 각국 정부가 수립한 로드맵에 기인한다.

글로벌 업체들의 자율주행 단계

기술력 측면에서 현재 글로벌 기업들은 Level 2+~Level 4 수준의 스펙트럼을 형성하고 있다. SAE가 정의한 자율주행 단계에서 Level 3는 시스템이 운전의 주체가 되는 첫 전환점이며, 산업 내 경쟁 구도 역시 이 지점을 중심으로 재편되는 모습을 보인다. 웨이모는 이미 Level 4 수준의 기술력을 확보해 탑승자 없는 로보택시 운영을 지속하고 있으며, 테슬라는 아직 Level 2 단계에 머물러 있으나 OTA 업데이트를 통한 기능 고도화를 기반으로 추격하는 전략을 전개하고 있다. GM·BMW·현대차 등 주요 글로벌 OEM은 Level 2+~Level 3 수준의 기술 포지션을 유지하며 단계적 업그레이드를 진행 중이다. 이들 기업의 기술 이정표를 감안하면, 선도 그룹은 Level 4 안착을, 추격 그룹은 Level 3 완성도를 높이는 데 역량을 집중하고 있는 것으로 판단된다.

상업 운행 초기 단계인 자율주행 산업

상용화 측면에서는 기술 검증 단계를 지나 초기 상업 운행 단계로의 진입이 가속화되고 있다. 웨이모는 2021년 샌프란시스코에서 시작한 시범 서비스가 2023년 유료 기반 모델로 확장되며, 현재 하루 평균 2만 명 이상이 이용하는 플랫폼으로 성장했다. 이는 자율주행 서비스가 시장 내 '테스트 단계'를 벗어나 실제 수익 모델로 전환되고 있음을 시사한다. 테슬라는 2024년 FSD 베타 일반 배포 이후, 2026년 레벨 4 수준 로보택시 서비스 상용화를 공식화하며 서비스 진입 속도를 높이고 있다. 한편, 중국·일본 등 아시아 주요 도시에서도 공공도로 기반의 제한적 상용 서비스가 확대되면서, 상업 운행 생태계는 글로벌 단위에서 조성되고 있는 상황이다.

자료 3. 자율주행 단계별 명칭 및 운전주시 필요 정도

美자동차 공학회(SAE)가 제시한 자율주행기술 능력 평가(Level.0~5)						
주체	운전자 중심			시스템 중심		완전자율주행
단계	Level.0	Level.1	Level.2	Level.3	Level.4	Level.5
단계	 비자동화	 운전자 보조	 부분 자동화	 조건부 자동화	 고도 자동화	 완전 자동화
의미	·운전자가 차량을 모두 제어	·특정 기능만 자동화 (방향/속도 제어 등)	·특정 조건에서 차선·간격 유지 가능 (고속도로 등)	·특정 조건에서 자율주행 가능	·특정 조건의 거의 모든 상황에서 자율주행 가능	·모든 조건·상황에서 자율주행 가능
예시	·사각지대 경고	·조향 또는 감속 중 하나	·조향 및 감속 동시작동	·고속도로 혼잡구간 주행지원 시스템	·지역(LOCAL) 무인택시	·운전자 없는 완전자율주행
운전주시	·항시 필수	·항시 필수	·항시 필수 (조향 핸들 잡아야함)	·시스템 요청시	·비상시에도 시스템이 대응	·전 구간 불필요
선도 그룹은 Level 4 안착을, 추격 그룹은 Level 3 완성도를 높이는 데 역량을 집중하는 모습						

자료: 자본시장연구원 5팀

또한 글로벌 주요 기업과 각국 정부는 공통적으로 2027년 전후 Level 3/4 상용화를 목표로 삼고 있다. 현대차는 2027년 말 자체 인공지능 '아트리아 AI'를 탑재한 Level 2+ 양산차를 계획하고 있으며, 2028년 말에는 Level 3에 상응하는 자율주행차 출시를 예고했다. 일본 Nissan은 2027년 Level 4 차량을 활용한 모빌리티 서비스 제공을 목표로 요코하마에서 실증 실험을 진행 중이다. 독일 Volkswagen은 2026년부터 미국 LA에서 Uber와 협력해 자율주행 로보택시 서비스를 시작하고, 2027년까지 Level 4 무인 운행으로의 전환을 목표로 하고 있다.

자료 4. 미국 내 자율주행 솔루션 관련 주요 진영



자료: 각사 IR, 자본시장연구회 5팀

이에 정책 환경 역시 기술 확산을 촉진하는 방향으로 움직이고 있다. 한국 국토교통부는 2025~2027년 Level 4 상용화를 목표로 도로 인프라 및 HD맵 체계를 정비하고 있으며, 독일은 세계 최초로 Level 4 상업 운영을 허용하는 국가 단위 법·제도 체계를 마련했다. 영국 또한 2024년 AV Act 제정으로 2026년 이후 상업적 자율주행 서비스 도입을 위한 법적 기반을 확보했다. 전체적으로 주요 선진국은 2026년 전후 시범 운영을 고도화하고, 2027~2028년까지 Level 4 상용화를 위한 제도적 정비를 완성하는 방향으로 정책 로드맵을 수립하고 있다.

확산 초기 단계에 있는 자율주행 산업

이를 종합하면, 2025년의 자율주행 산업은 기술 성숙도와 제도 기반이 일정 수준에 도달하며 확산 초기 단계에 진입한 것으로 판단된다. 특히 주요 기업들의 상용화 속도와 각국 정부의 정책 추진력은 자율주행이 더 이상 '머나먼 미래의 기술'로 치부되기 어렵다는 점을 분명히 보여준다. 서비스 지역 확대, 유료 모델 안착, 공공도로 기반 시험 운행 확대 등이 동시에 진행되면서 자율주행은 개념 검증 단계에서 벗어나 실제 이동 서비스로 이행하는 국면에 진입했다.

2.3. 완전자율주행에 도달하기 위한 각 기업들의 상이한 전략

완전자율주행 도달을 위한 전략은 기업별로 상이

자율주행 기술이 실제 상용화 국면에 진입하면서, 글로벌 기업들은 앞으로의 완전자율주행 (Level 5)에 도달하기 위한 각기 다른 전략적 해법을 모색하고 있다. 완전자율주행(Level 5)은 모든 환경에서 차량이 스스로 판단하고 주행하는, 말 그대로 자율주행 기술의 최종 단계이다. 기존 완성차 업체부터 글로벌 빅테크까지 주요 기업들은 이 목표를 선점하기 위해 매년 천문학적인 자본을 투입하고 있으며, 세계 최고 수준의 연구 인력을 확보해 경쟁력을 쌓아가고 있다. 그러나 막대한 투자와 인재 확보는 어디까지나 필요조건일 뿐, 이를 통해 단기간에 완전한 기술 구현까지 이어지지는 않는다. 이미 글로벌 기업들은 오랜 기간 이 영역에 총력을 기울여 왔지만, 기술적 한계를 일거에 돌파하기는 어려운 상황이다.

결국, 완전자율주행이라는 이상향에 도달하기 위해 무엇이 더 필요한지에 대한 고민이 필수적이다. **글로벌 기업들은 이를 해결하기 위해 서로 다른 기술 철학과 데이터 전략을 기반으로 상이한 접근 방식을 택하고 있다.** 자율주행은 센서, AI 기반 인지, 정밀지도, 운영 데이터 등 다층적 기술이 유기적으로 결합돼야 하는 복합 산업이기 때문에, 각 기업은 '어떤 요소를 핵심 경쟁력으로 삼을지', '어떤 경로로 기술 성숙도를 높일지'를 두고 서로 다른 선택을 하고 있다. 이러한 전략적 차이는 기술 개발 속도뿐 아니라 향후 시장 지형까지 좌우할 핵심 변수로 부상하고 있다.

순수비전 vs 센서융합

이 가운데 자율주행 기술의 선두주자 중 두 기업, 테슬라와 웨이모가 완전히 상반된 전략으로 시장을 공략하고 있어 주목된다. 테슬라는 저비용·고효율을 앞세운 '순수 비전(Pure Vision)' 기반의 자율주행 시스템을 선택한 반면, 웨이모는 카메라, 레이더, 라이더를 모두 사용하는 '센서 융합(Fusion)' 방식을 채택하며 안정성과 정밀도를 극대화하고 있다. 이러한 배경 속에서 자율주행 기업들은 크게 2가지 선택지를 맞이하였다.

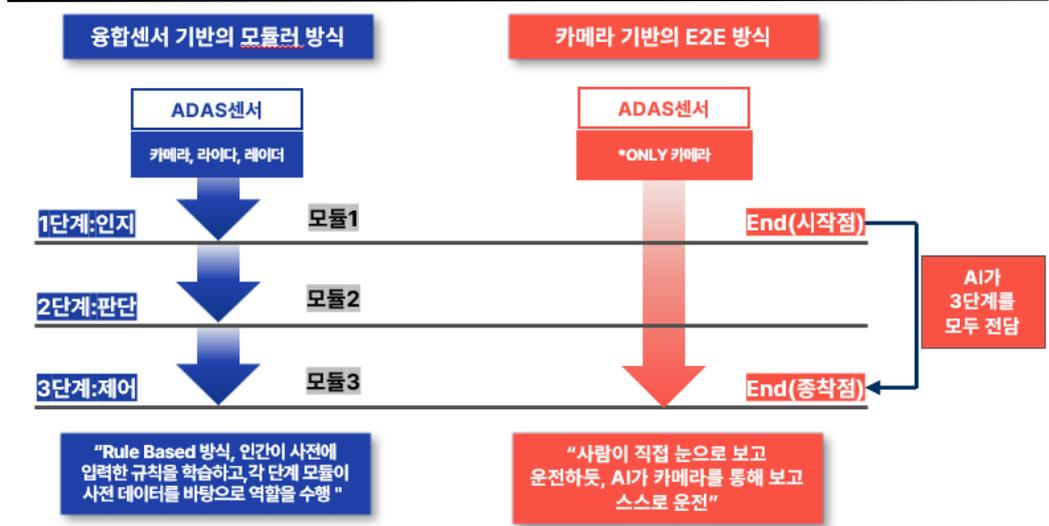
카메라만을 통해 사람이 운전하는 방식으로 인식하게 되는 E2E 방식

첫번째는 E2E (End to End) 방식이다. 이는 앞서 언급한 테슬라가 지향하는 방식으로 잘 알려져 있다. 먼저 테슬라의 전략은 철저히 '사람처럼' 운전하는 AI를 만드는 데 있다. 실제로 테슬라 Model 3는 차량 외부에 단 8개의 카메라만을 탑재하고 있으며, 레이더나 라이더 센서는 아예 포함되지 않는다. 이 카메라 시스템은 전방, 측면, 후방의 시야를 확보해 주변 상황을 파악하고, 이를 바탕으로 자율주행 소프트웨어가 주행 판단을 내리는 방식이다. 엘론 머스크는 오랫동안 "사람도 눈 두 개로 운전한다"며, 고성능 AI와 소프트웨어로 충분히 자율주행을 실현할 수 있다고 주장해왔다. **마치 사람이 눈으로 보고 운전을 하듯이, AI가 카메라를 통해 상황을 인식하여 스스로 운전을 하는 것이다.**

레이더, 라이다, 카메라를 활용한 Rule 베이스의 모듈러 방식

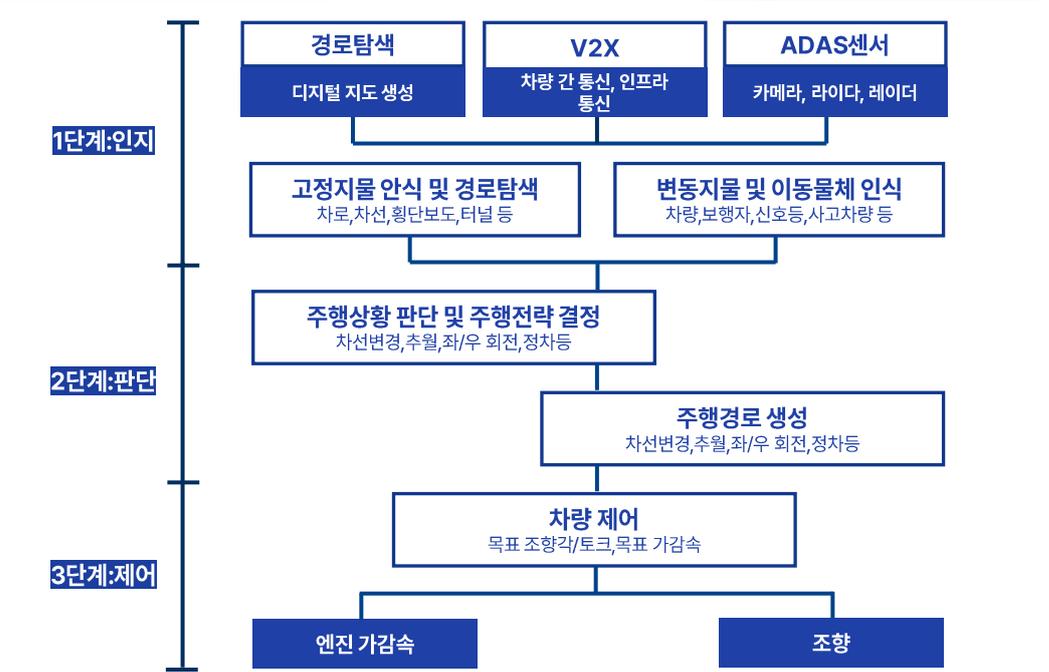
두 번째는 라이다 기반의 모듈러(Modular) 방식이다. 이는 기존 자율주행 업체들이 주로 사용해 온 방식으로, 현재는 구글의 웨이모가 대표적인 사례다. 앞서 살펴본 E2E 방식이 자율주행의 인식-판단-제어의 세 단계를 전적으로 인공지능에 맡기는 방식이라면, 모듈러 방식은 이 단계를 각각 독립된 모듈로 분리해 사전에 정한 명시적인 규칙과 알고리즘을 통해 처리하도록 설계한 방식이다. 또한 이 인식과정에서 사용되는 센서 등도 E2E방식과 다르게 레이더, 라이다, 카메라 모두가 활용되는 다중 센서 시스템이다. 보다 높은 안전성과 정밀도를 우선시하는 모듈러 방식은 이러한 다중 센서를 통해 주변을 스캔하고, 이를 바탕으로 고정밀 3D 지도를 생성하여 경로 계획, 장애물 탐지, 주행 결정을 모듈 별로 처리한다.

자료 5. 융합센서 기반의 모듈러 방식과 카메라 기반의 E2E 방식



자료: 자본시장연구회 5팀

자료 6. 자율주행차의 작동 과정 (인지 - 판단 - 제어)



자료: 자본시장연구회 5팀

자율주행 철학의 차이 **결국 두 회사의 전략은 자율주행 대중화에 대한 철학의 차이를 반영한다.** 테슬라는 가능한 많은 사람에게 자율주행 기술을 보급하는 데 초점을 두고 있으며, 이를 위해 하드웨어를 간소화하고 소프트웨어 개발에 집중하고 있다. 반면 웨이모는 극한의 안전성과 정밀함을 추구하며, 기술적 완성도를 높여 제한적인 용도부터 점진적으로 시장을 확대하는 방식이다.

지금은 E2E 방식이 대세 **최근 자율주행 산업 전반은 테슬라가 주도해온 E2E(End-to-End) 방식으로 빠르게 이동하고 있다.** 현대차가 2025년을 기점으로 기존 모듈러 방식을 접고 E2E 체계로의 전환을 선언했고, 유럽과 중국 주요 완성차 업체들 역시 2024년 말부터 동일한 방향성을 따르고 있다. E2E는 아직 세밀한 기능 구현 면에서는 완성도 높은 모듈러 방식보다 부족해 보일 수 있다. 그러나 특정 지역·특정 시나리오에 최적화된 모듈러 방식과 달리, E2E는 **방대한 실제 운전 데이터를 학습할수록 인간처럼 스스로 판단 능력이 확장되는 구조**이기 때문에, 장기적인 상용화 관점에서는 더 높은 확장성과 잠재력을 갖는다. 결국 글로벌 기업들이 E2E로 방향을 틀기 시작한 것은, 완전한 기술 고도화를 위해서는 지금 당장의 정교함보다 장기적 **데이터 기반 확장성**이 승부를 가른다는 판단이 작용한 것으로 보인다.

2.4. 자율주행으로 향하는 NEXT STEP: ADAS

여전히 과제가 존재하는 자율주행 **완전자율주행이 자동차 산업의 최종 목적지로 자리 잡았지만, 기술·규제·인프라 전반에서 해결해야 할 과제는 여전히 많다.** 기술적인 측면에서 AI 판단 정확도와 센서 안정성은 실제 도로의 변수들을 완전히 커버하기엔 성숙도가 부족하며, 국가별 규제 체계 역시 Level 4 이상의 상용화를 뒷받침할 만큼 정비되지 않은 상황이다. 이로 인해 완전 무인 주행의 즉각적 도입은 현 단계의 기술력과 제도 만으로는 어려워졌고, 완성차 업체들은 **단계적 자율성 확대**라는 보다 실현 가능한 전략을 선택하고 있다.

자율주행의 과도기 단계인 ADAS **이러한 흐름 속에서 글로벌 완성차 기업들이 공통적으로 채택한 해법이 바로 ADAS(첨단 운전자보조시스템)의 고도화이다.** ADAS는 특정 기능을 지칭하는 개념이 아니라, 센서·카메라·레이더·GPS 등 다양한 인식 장치를 활용해 주변 환경을 실시간으로 파악하고, 운전자의 안전과 편의를 지원하는 모든 기능을 포괄한다. 대표적으로 **전방 충돌방지(FCA)**, **차로 이탈방지(LKA)**, **지능형 속도 제한(ISLA)** 등이 있으며, 이는 차량 스스로 위험을 감지해 경고하거나 제어함으로써 사고를 예방하는 역할을 한다.

자료 7. ADAS 시스템



자료: 현대차 IR, 자본시장연구회 5팀

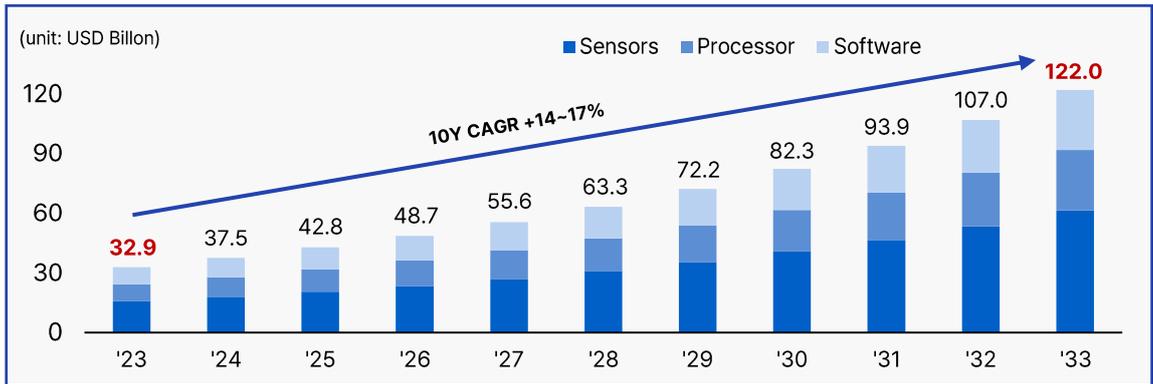
준자율주행인 ADAS 고도화

2025년 기준, 전 세계 완성차 업체들은 차량의 주행 안전성과 편의성을 높이기 위해 ADAS 고도화에 집중하는 추세다. 이는 단순한 기능 업그레이드가 아니라, 완전 자율주행 상용화 이전까지 산업이 선택할 수 있는 가장 현실적인 과도기 전략이라는 점에서 의미가 크다. 즉, 현재 기술 수준에서 양산차에 적용 가능한 최선의 '준(準)자율주행 경험'을 제공하며 자율화 단계를 점진적으로 확장해 나가는 전략이다.

ADAS 시장은 폭발적 성장 예상

이에 글로벌 ADAS 시장은 24년 약 429억 달러에서 34년까지 CAGR+17.8%라는 가파른 성장률을 기록할 것으로 전망된다. 이는 규제 강화와 앞서 말한 기업들의 상용화 노력이 더해지며 시장 확산 속도가 빠르게 높아지고 있기 때문이다. 미국 NHTSA는 29년까지 모든 승용차·소형 트럭에 자동 긴급 제동(AEB) 시스템 탑재를 의무화했으며, 유럽 역시 2024년 7월 적용된 GSR2(General Safety Regulation)를 통해 자동 긴급 제동(AEB)과 지능형 속도 보조(ISA) 등을 신차 기본 사양에 포함하도록 제도를 개편하였다. 실제로 1Q25기준 유럽 신차의 약 67%가 ADAS기능을 갖춘 차량이었고, 미국에서도 주요 5가지 ADAS기능이 91~94%의 보급률을 기록하는 등, ADAS기능이 전례 없이 빠르게 확산 중인 것으로 파악된다.

그래프 8. 글로벌 ADAS 시장 규모 전망



자료: IRS 글로벌, 자본시장연구회 5팀

ADAS에 대한 소비자의 인식

한편, ADAS 기능에 대한 대중의 인식 역시 시장 성장 전망에 힘을 실어주고 있다. 초기에는 일부 안전 사양으로 인식되던 ADAS가 최근에는 차량 선택의 핵심 요소로 자리 잡고 있으며, 이는 소비자 행동 전반의 변화를 통해 확인된다. JATO Dynamics 및 McKinsey 조사에 따르면, 차량 구매자의 약 42%가 ADAS 성능을 이유로 브랜드 변경을 고려한다고 응답했는데, 이는 단순한 편의 기능을 넘어 구매 결정에 직접적인 영향을 미치는 수준까지 ADAS의 중요도가 상승했음을 의미한다. 소비자층의 이러한 인식 변화는 완성차 업체들의 전략에도 즉각적 영향을 미쳐 고급차뿐 아니라 중저가 브랜드에서도 ADAS를 기본 사양으로 포함하는 사례가 빠르게 늘어나고 있다.

자율주행 산업의 단계

종합적으로 자동차 산업은 '운전자 중심 → 운전자 부분 대체 → 운전자 완전 대체'라는 단계를 거쳐 진화하고 있으며, 이 경로에서 ADAS는 필연적으로 거쳐야 하는 핵심 교두보로 기능하고 있다. ADAS는 차선 유지, 충돌 방지, 자동 감속 등 운전자의 부담을 실질적으로 줄여주는 기능을 통해 소비자가 가장 먼저 체감하는 자율주행의 시작점이 되고 있으며, 완전자율주행으로 향하는 산업 전환의 중요한 발판이 되고 있다.

2.5. 카메라 모듈: 자율주행/ADAS시대에 '눈'의 역할을 하는 핵심부품

차량용 카메라 모듈 시장은 이러한 자율주행·ADAS의 확산으로 빠르게 성장할 것으로 전망된다. 기존 자동차가 주행 안전을 위한 일부 보조 기능에 한정해 카메라를 활용했다면, 자율주행·ADAS 고도화 이후 카메라는 차량이 주변 환경을 인식하는 '1차 정보 수집 장치'로 그 위상이 완전히 달라졌다. 이는 표지판 판독, 차선 인지, 보행자·차량 분류, 교차로 상황 판단 등 자율주행 알고리즘이 요구하는 대부분의 정보가 시각 기반 정보인 것에 기인한다.

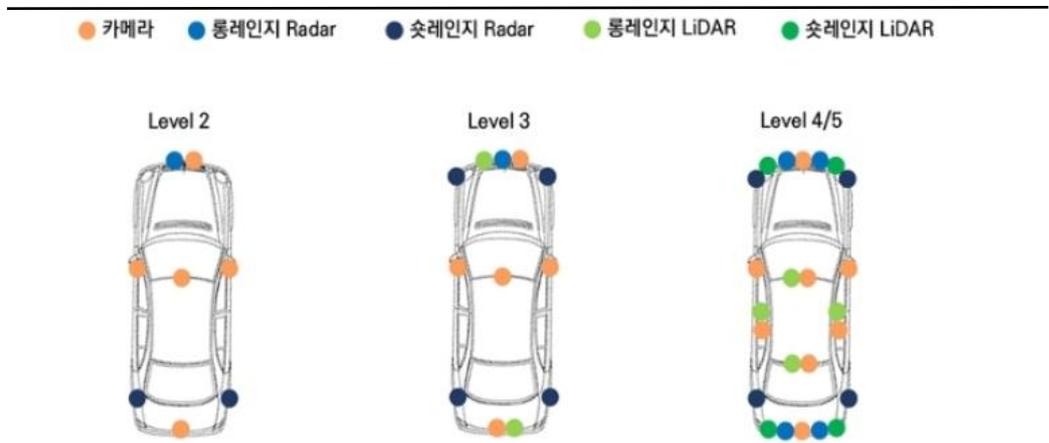
Q와 P가 증가할 것으로 전망

이에 차량용 카메라는 자율주행·ADAS 구현에 있어서 없어서 안될 핵심 인지 수단으로 부상하였으며, 기술 발전에 따른 구조적 수혜의 대상으로 기대된다. 다시 말해, 자율주행·ADAS의 정교함이 높아질수록 차량은 더 많은 시각 데이터를 필요로 하게 되고, 이는 곧 ㉠ 카메라 모듈 수량 증가(Q)와 ㉡고사양화(P)로 직결된다는 이야기이다.

자율주행 단계 상승에 따라 증가하는 카메라 탑재 수

실제 차량당 카메라 탑재 수는 자율주행 단계의 상승과 함께 구조적으로 확대되고 있다. ADAS 도입 이전 차량은 통상 1~2개의 카메라만 장착했으나, Level 3 이상 구현에는 전방 ADAS용, 측방 모니터링용, 후방 시야 확보용, 360도 서라운드뷰, 운전자 모니터링(DMS) 등 최소 6~12개의 카메라가 필요한 것으로 확인된다. 현재 출시되는 최신 차량에서 360도 서라운드뷰(4개), 전방 ADAS(2개), 측방 감시(2개), 실내 DMS(1개)가 사실상 표준화되고 있으며, Level 4~5 단계로 진입할 경우 실내·외 감지 요구가 늘어나 10개 이상의 카메라 모듈이 필요해질 것으로 예상된다.

자료 8. 자율주행 Level별 카메라 탑재 위치



자료: 미래에셋 리서치센터, 자본시장연구회 5팀

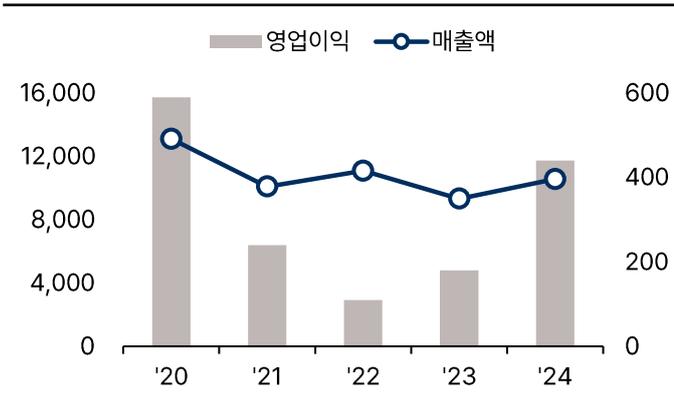
2. 기업분석

1. 기업 개요 및 핵심 사업 포트폴리오

동사는 CCM(Compact Camera Module) 기술을 핵심 기반으로 설립된 영상 솔루션 전문 기업이다. 동사의 기술력은 **국내 카메라 모듈 산업의 태동기와 궤를 같이하며**, 휴대폰 카메라가 단순 부가 기능에서 고성능화되는 전 과정을 선도적으로 경험하였다. 이 시기 국내외 주요 스마트폰 제조사를 고객으로 확보한 선행적 경험과 축적된 노하우는 동사에게 강력한 기술적 해자를 제공했으며, 이는 이후 고도의 안전성과 신뢰성이 요구되는 **고부가 가치 자동차 전장 시장**으로 성공적인 사업 다각화를 이루는 핵심 동력이 되었다.

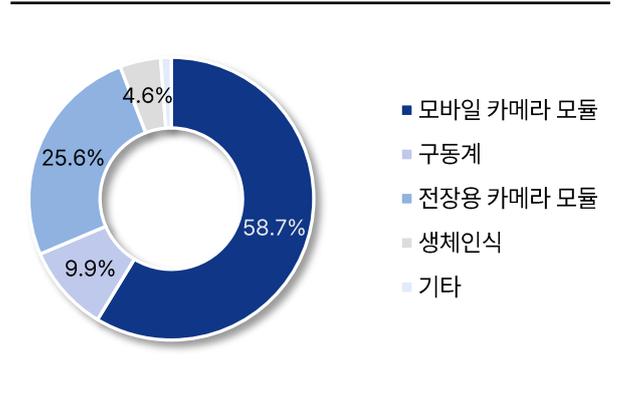
현재 동사의 사업 포트폴리오는 고성장이 예상되는 세 가지 축, **휴대폰용 카메라 모듈, 자동차용 카메라 모듈, 그리고 IoT 및 신사업**으로 구성되어 있다.

그래프 9. 매출액 및 영업이익 추이 (단위: 억원)



자료: DART, 자본시장연구회 5팀

그래프 10. 24년 사업부문별 매출액 비중 (단위: %)



자료: DART, 자본시장연구회 5팀

1.1. 모바일 카메라 모듈 사업 : 하이엔드 부품 내재화를 통한 ASP 상승 가속화

구동계 내재화를 통한 경쟁력 확보

모바일 카메라 모듈 사업은 현재 동사 매출의 주력 분야이다. 동사는 **특수 기능 및 구동계 (Actuator) 내재화**를 통해 수익성을 극대화하는 전략을 취하고 있다. 이러한 전략을 바탕으로 삼성전자 등 주요 고객사에 프리미엄부터 보급형까지 폭넓은 라인업을 공급하고 있다. 특히, **OIS, Tilt OIS, Folded Zoom Actuator** 등 플래그십 모델 기술을 보유하고 있으며 핵심 구동 부품을 자체 생산한다. 또한, 지문, 홍채, 안면 인식 등 생체인식 모듈까지 포함하는 **토탈 솔루션**을 제공하며 사업 경쟁력을 강화하고 있다.

1.2. 자동차용 카메라 모듈 사업 : 자율주행 Level 3/4를 향한 센싱 기술의 집약

대당 Q의 구조적 증가

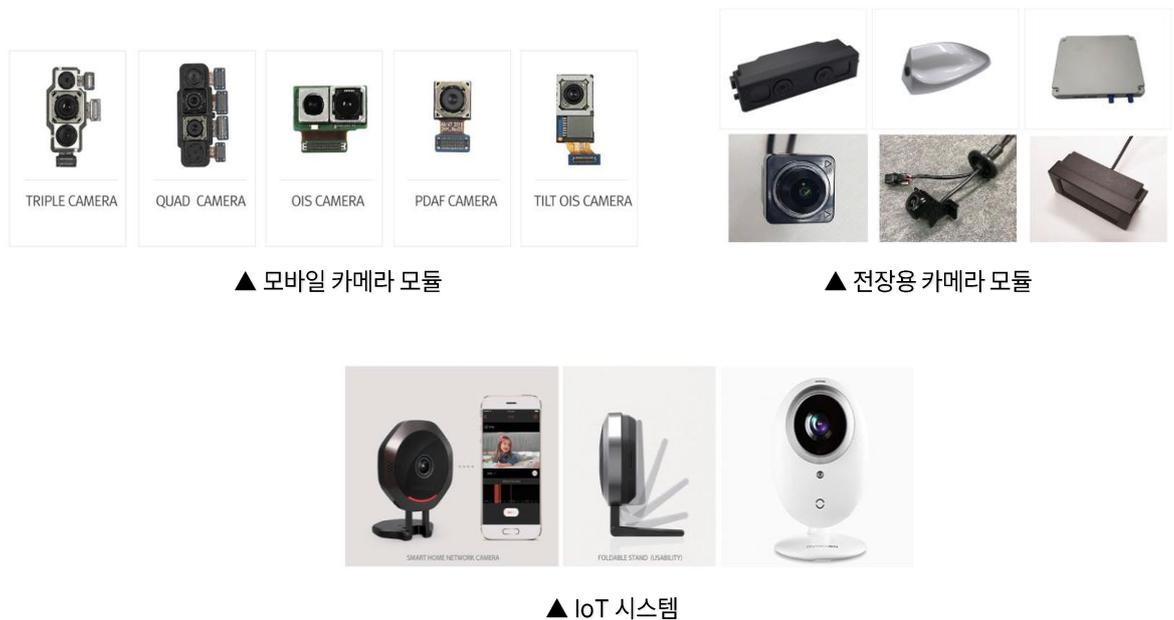
전장 사업은 동사의 중장기 성장을 견인할 핵심 동력이다. 최근 전·후방 및 측방 카메라 도입이 확대되면서 **차량 1대당 카메라 수(Q)가 구조적으로 증가**하는 추세이다. 동사는 이러한 변화에 대응하여 자율주행을 위한 **'Sensing' 기술**을 중심으로 Total Automotive Solution을 완성하는 데 주력하고 있다. 주요 제품으로는 **DSM(운전자 졸음 인식), Eye-Tracking System** 등의 스마트 콕핏 솔루션과 **360도 AVI, CMS(카메라 모니터 시스템)** 등 고부가 외장 카메라 시스템이 있다. 동사는 **MEGA급 고화질 센싱 기술**을 적용하여 Level 3, 4 자율주행 시장을 선점하는 것을 목표로 한다.

1.3. IoT 및 신사업 : 생활 밀착형 플랫폼과 메타버스로의 확장

신규 영상 기술 패러다임 준비

모바일 및 전장 외 분야는 스마트 홈 및 보안 시장을 공략하는 영역이다. 동사는 **IP 네트워크 카메라, 스마트 홈 시스템 및 IoT Gateway 탑재 블랙박스** 등 플랫폼 기반의 제품으로 포트폴리오를 다각화했다. 또한, **음성인식 골프 거리 측정기, 스마트 미디어** 등 영상 인식 기술을 응용한 제품군을 다변화하는 중이다. 나아가 **Metaverse, 6G, AR/VR/MR/XR** 등 차세대 하드웨어 솔루션 개발에 집중하며 영상 기술의 새로운 패러다임을 준비하고 있다.

자료 9. 동사 주요 제품군



자료: 동사 IR, 자본시장연구회 5팀

3. 투자포인트

투자포인트 1 : 모바일 부문 시장 지배력 극대화과 기술적 Re-rating

경쟁 구도 재편으로 인한 수혜

동사는 OIS(광학식 손떨림 보정) 액추에이터 내재화를 통해 수익성을 구조적으로 개선하였으며, 이러한 펀더멘털 혁신은 경쟁 구도 재편이라는 외부적 요인과 맞물려 폭발적인 시너지를 창출하였다. 경쟁사 이탈로 삼성전자 향 구동계 공급을 독과점적으로 확보하며 **구동계 매출이 전년 동기 대비 99.1% 급증하는 성과를** 기록하였다. 나아가 2026년 모델 플리드 줌 카메라 수주를 통해 중견 모듈 공급사 중 독보적인 기술적 해자를 구축하였다. 동사는 단순 조립업체의 한계를 벗어나 핵심 기술과 안정적인 시장 지배력을 갖춘 하이브리드 부품사라고 볼 수 있다.

1. OIS 수직계열화, 수익성 극대화의 구조적 기반 마련

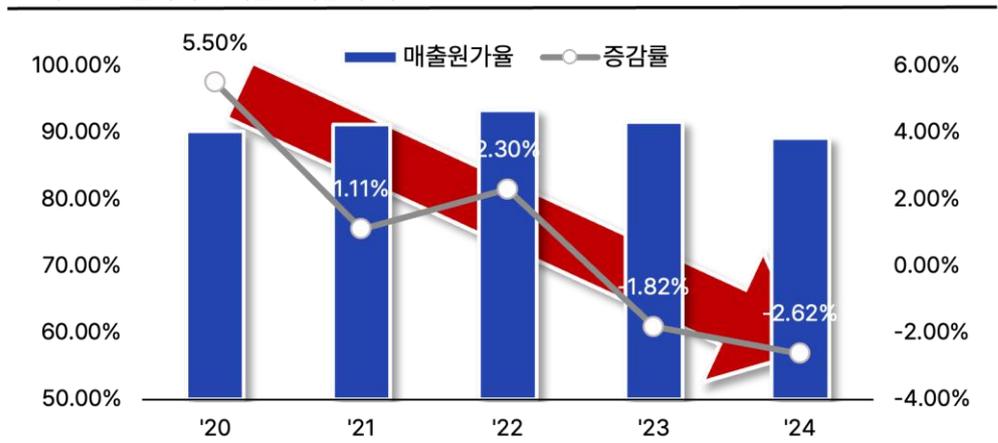
1.1. OIS 액추에이터 내재화를 통한 원가 경쟁우위 확보

구동계 내재화로 원가 경쟁력 확보

과거 외주에 의존했던 단순 조립 중심의 사업 구조는 이익률 개선에 한계가 존재했으나, 동사는 **OIS 액추에이터 등 핵심 구동계 부품을 100% 내재화하며 원가 구조를 변화**시켰다. 이는 고도의 기술력과 정밀 조립이 요구되는 부품 마진을 내부로 흡수하여 매출원가율을 구조적으로 하락시켰으며, 매출총이익률을 획기적으로 개선하는 기반이 되었다. 내재화는 높은 기술 신뢰성을 바탕으로 불량률을 최소화하여 고객사 신뢰도를 높이고, OIS 채택 확대 추세에 맞춰 높은 가동률에 따른 영업 레버리지 효과를 극대화하고 있다.

그래프 11. 엠씨넥스 매출원가율 추이

(단위: %)



자료: DART, 자본시장연구회 5팀

1.2. 독보적인 다축 OIS 기술력으로 품질 우위 선점

동사는 OIS 기술력에서도 경쟁 우위를 확보하였다. 일반적인 OIS 시스템이 2축 안정화(X축, Y축)에 머무는 반면, **엠씨넥스는 독자적인 'Tilt OIS' 기술을 통해 Roll 보정까지 가능한 다축(3축 이상) 안정화 기술을 확보하였다.** 이 독보적인 고성능 OIS 기술력은 고배율 줌 레벨에서 초점 정확도를 유지하는 데 필수적이며, 이는 삼성전자의 프리미엄 모델에서 **고화소 카메라 및 구동계 점유율 확대를 가속화하는 핵심 동력**이 되어 품질 리더십을 강화하고 있다.

2. 공급망 재편의 폭발적 수혜 : 수치로 증명된 시장 지배력

2.1. 상반기 구동계 매출 99.1% 급증, 실적으로 증명된 최대 수혜

경쟁사 이탈로 인한
매출 급상승

엠씨넥스는 **시장 경쟁 구도 재편이라는 강력한 외부 모멘텀**을 통해 시장 지배력을 급격히 확대하였다. **경쟁사인 자화전자가 애플 공급망 집중을 위해 삼성전자 향 구동계 공급을 축소**하였고, 이 공백 물량을 동사가 삼성전기와 함께 양분하며 **독과점적 구도가 형성**된 것이다. 그 결과, **엠씨넥스의 구동계 매출은 상반기 991억 원을 기록하며 전년 동기 대비 99.1%라는 폭발적인 증가세**를 보였다. 즉, 엠씨넥스는 삼성전자의 프리미엄 모델에서 카메라모듈 점유율을 확대하며 경쟁사 대비 차별적인 성장세를 이어가고 있다고 볼 수 있다.

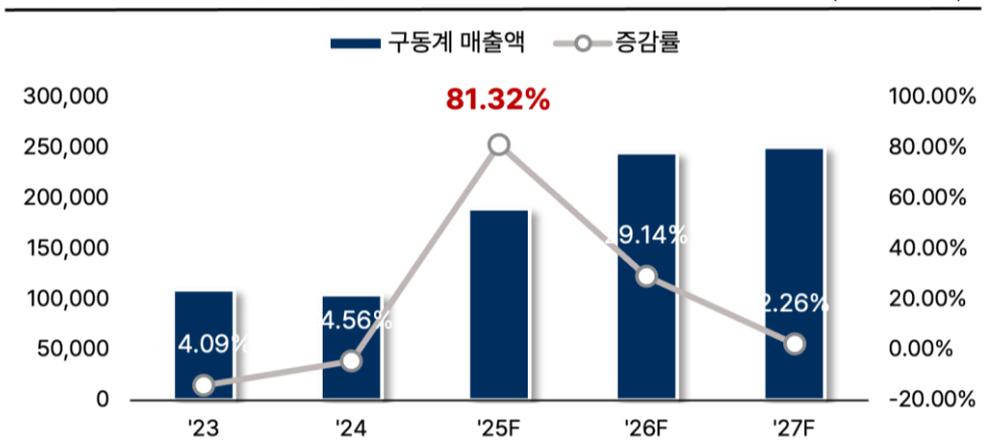
2.2. 2025년 구동계 성장 전망과 삼성전자 프리미엄 모델 수혜

구동계 매출 급상승

상반기의 압도적 성과를 바탕으로 2025년 전체 구동계 매출 역시 비약적인 성장이 추정된다. **2025년 구동계 매출은 1,896억 원으로 전년 대비 +81.32% 증가가 예상**되며, 이는 동사 모바일 성장의 핵심 동력이다. 또한, 엠씨넥스의 핵심 파트너사인 삼성전자의 스마트폰이 글로벌 성장률을 상회하는 +4.4% 성장이 예상되고 있다.

그래프 12. 엠씨넥스 구동계 매출액 추이

(단위: 백만원)



자료: DART, 자본시장연구회 5팀

3. 하이엔드 시장 선점 : 폴디드 줌 진입을 통한 기술적 해자 구축

3.1. 2026년 폴디드 줌 수주, 미래 기술 로드맵의 완성

고부가가치
폴디드줌 수주

동사는 단기 실적 개선을 넘어 중장기 기술적 우위까지 확보하며 미래 성장 로드맵을 완성하였다. 고난도 공정이 필수적인 **2026년 모델 삼성 갤럭시 S26 울트라에 적용될 폴디드 줌(Folded Zoom) 카메라 모듈 수주에 성공**하였다. 이 수주는 중견 모듈 공급사 중 **고성능·고마진의 하이엔드 카메라 모듈 대량 양산 능력을 갖춘 독보적인 기업**임을 입증한다. 폴디드 줌 수주는 모바일 사업 부문의 기술적 해자를 구축하는 동시에 향후 플래그십 시장에서의 확고한 지배력을 시사한다.

3.2. 밸류에이션 상향을 정당화하는 '고성장' 부품사

엠씨넥스는 OIS 내재화라는 구조적 기반을 바탕으로, **상반기 구동계 매출 99.1% 성장**이라는 압도적인 수치를 통해 **시장 지배력을 증명**하였다. 이러한 강력한 단기 실적 모멘텀과 2026년 폴디드 줌 수주로 대변되는 미래 기술력이 결합하여 동사는 단순 조립업체의 밸류에이션을 벗어나 고수익 하이브리드 부품사로 확실하게 자리매김하였다. 이는 모바일 사업 부문에서의 지속적인 이익 레버리지와 함께 밸류에이션의 구조적 상향을 강력히 정당화하는 핵심 근거가 된다.

3.3. A시리즈의 낙수효과는 덤

보급형 제품으로
하방 지지

프리미엄 라인업이 수익성을 견인한다면, 중저가 라인업인 **갤럭시 A 시리즈는 전사 가동률을 유지하는 물량 베이스 역할을 수행**한다. 삼성전자는 중화권 업체들과의 경쟁 우위를 점하기 위해 갤럭시 A3x, A5x 등 볼륨 존(Volume Zone) 모델에 OIS 및 5,000만 화소 이상의 고화소 카메라 탑재를 기본화하고 있다.

특히 주목할 점은 갤럭시 A 시리즈의 동남아시아 및 인도 등 신흥 시장에서의 견고한 시장 지배력이다. 이들 지역은 글로벌 스마트폰 시장에서 가장 높은 성장세를 보이는 핵심 시장이며, A 시리즈의 판매 호조는 엠씨넥스의 안정적인 대량 출하량(Q) 확보로 직결된다.

중가 스마트폰의 OIS 채택률은 2025년 상승한 것으로 파악된다. 엠씨넥스는 삼성전자 내 중저가 OIS 모듈의 메인 공급사 지위를 확보하고 있으며, 이에 따라 A 시리즈 출하량 증가가 동사의 매출 성장으로 직결되는 구조를 갖추었다. 이는 플래그십 모델의 계절적 비수기를 상쇄하며 연중 안정적인 현금 흐름을 창출하는 기반이 되고 있다.

투자포인트 2 : 모바일에서 갈고뒸은 실력, 전장으로

전장용에서도 경쟁력 발휘

동사는 모바일 카메라 모듈 부문에서 축적해 온 정밀 광학·패키징 기술을 기반으로 **자동차용 카메라 모듈에서도 확고한 경쟁우위를 확보**하고 있다. 이를 통해 국내 자동차 카메라 모듈 시장 1위의 지위를 공고히 했으며, **자율주행차의 본격 상용화는 동사 경쟁력의 확장 구간을 열어줄 요인으로 판단된다.**

1.1 자율주행 시장의 성장

자율주행의 고도화는 곧 카메라 수요 확대

현재 전 세계 자동차 산업은 **전동화(EV) → 자율주행(ADAS/LV3+) → SDV(Software Defined Vehicle)** 로 이어지는 구조적 패러다임 변화 국면에 진입했다. 자율주행은 그 변화의 핵심 축이며, 앞서 언급된 글로벌 업체들의 기술 개발 방향에서도 확인되듯 **자율주행의 고도화는 곧 카메라 기반 센싱 기술 수요의 확대**로 직결된다.

자율주행 기술의 진화, 즉 현재 주력 단계인 Level 2/2+에서 Level 3 이상으로의 확장은 **차량에 탑재되는 카메라 수 증가 → 고사양 카메라 채택 → 영상 인식 성능 고도화**를 요구한다. 이에 따라 **전장 카메라 시장은 자율주행 확산 속도와 높은 상관관계를 보이며 성장할 가능성이 높다.**

자율주행 방식이 무엇이든 카메라는 필수

또한 자율주행 접근 방식은 OEM별로 상이하하나(LiDAR 기반 vs 카메라 기반), 또한 자율주행 접근 방식은 OEM별로 상이하하나(LiDAR 기반 vs 카메라 기반), **독립형 카메라 또는 멀티센서 융합 구조 모두 카메라는 필수 구성 요소**라는 점에서 기술적 공통점을 갖는다. 특히 승용차 세그먼트에서는 **원가 효율성 및 디자인 패키징 이슈로 카메라만으로 자율주행을 구현하는 방식이 우세해지**는 추세다. 즉, 자율주행이 어느 방향으로 발전하더라도 카메라 모듈 수요 증가라는 결론은 동일하다. 따라서 자율주행 시장의 외연 확장은 필연적으로 **차량용 카메라 모듈 시장의 구조적 성장을 견인**할 것으로 판단된다.

국내에서는 **현대차그룹이 자율주행 사업을 그룹 차원의 전략 성장축**으로 설정하고 있으며, 전동화와 SDV 전환을 병행 추진하고 있다. 현재 로드맵 기준으로 **2026년 SDV 기반 첫 모델 출시 → 2027년 자율주행 AI(아트리아 AI) 탑재 차량 출시 → 2028년 자율주행 기술 총집약 모델 출시**가 예정되어 있다.

현대차의 1차 벤더 지위 확보

이 같은 현대차그룹의 전략 추진은 동사 실적과 높은 연동성을 가지는 요인이다. 동사는 현대차향 카메라 모듈 **1차 벤더로 선정된 이후 후방 카메라 등 주요 제품을 양산 공급해** 왔으며, 다시 현대차가 테슬라와 동일하게 카메라 기반 자율주행 방식으로 선회함에 따라 카메라 채택 비중 확대의 직접적인 수혜가 예상된다 말해, **현대차의 자율주행·SDV 전략이 구체화될수록 동사의 매출 성장 모멘텀으로 귀결되는 구조**라고 평가된다.

자료 10. 현대차그룹 자율주행 추진 로드맵



자료: 자본시장연구회 5팀

자료 11. 자율주행 단계별 장착 부품 수

(단위: 개)

부품 종류	Level 2	Level 3	Level 4/5
Radar	≥ 3	≥ 6	≥ 10
Camera	≥ 1	≥ 4	≥ 8
Lidar	-	≤ 1	≥ 1

자료: 산업자료, 자본시장연구회 5팀

1.2 국내 1위 기업인 이유

공고한 전장 카메라 국내 1위 지위

자동차 전장용 카메라 모듈은 높은 기술 신뢰성·정밀 광학 설계·내구성 검증이 요구되는 분야로, 안전과 직결되는 특성상 **삼성전기·LG이노텍 등 일부 기업만 공급 가능한 고진입장벽 시장**을 형성하고 있다. 동사는 해당 시장에서 **독보적인 제품 경쟁력과 공급 레퍼런스를 기반으로 국내 1위 지위를 확립했으며, 향후 해외 고객사 확대 및 대당 ASP 상승으로 안정적인 성장세가 지속될 가능성**이 높다.

LV3 자율주행 센서 핵심 제품 양산

현재 동사는 **현대자동차의 ADAS(첨단 운전자 보조시스템), SVM(서라운드 뷰 모니터링), 전방 충돌 방지 시스템 등 핵심 안전 센서 영역에 적용되는 카메라 모듈을 공급**하고 있다. 차량용 카메라는 과거 단순 후방 카메라 수준에서 벗어나 **자율주행 구현을 위한 핵심 센서**로 진화하고 있으며, 주행 환경의 정밀 인식이 필수화됨에 따라 **초고해상도·저조도 대응·AI 기반 영상 인식 알고리즘 등 융합 기술 요구 수준이 한층 증가**하고 있다. 동사는 이러한 산업 요구에 부합하는 카메라 및 영상 처리 제품군을 이미 양산·출하 중이다.

차별화된 센싱 기술로 리더십 입증

동사는 **ADAS 관련 핵심 기술을 기반으로 내년 상용화 예정인 LV3 자율주행차량 대응 센싱 카메라 및 영상 시스템을 공개**하며 기술 리더십을 입증했다. 특히, 전·측방 인식 성능을 극대화하는 **Tri-Focal 센싱 시스템(3중 카메라 적용)** 및 회전 시 측면 물체 탐지 효율을 높이는 **프리즘 기반 듀얼 센싱 카메라 시스템**을 선보이며, **경쟁사 대비 차별화된 센싱 기술 스택을 보유**하고 있음을 시장에 확인시켰다. 자율주행 확산 구간 진입 시 **동사 기술 경쟁력의 부각 가능성이 높다**는 점을 시사한다.

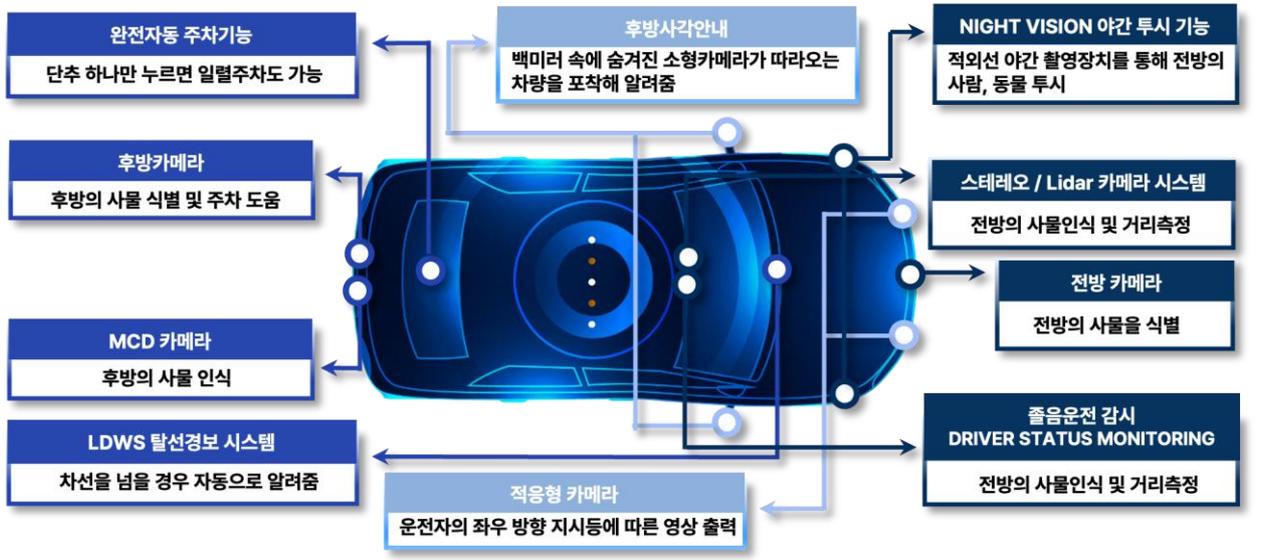
동사의 차별화 요소는 **진입 타이밍에서도 확인**된다. 다수 기업이 모바일 카메라 시장에 집중하던 시기, 동사는 선제적으로 **자동차 카메라 시장에 진입**했으며 “남들이 모바일을 볼 때 자동차를 봤다”는 경영진의 인터뷰가 **보여주듯 기술 격차를 축적할 시간을 선점한 전략적 선택이 현재 경쟁우위의 기반**이 되었다.

‘모바일 DNA’ 기반 압도적인 원가 경쟁력

전장 카메라 시장에서 국내 1위를 유지할 수 있었던 근본 요인은 흔히 ‘모바일 DNA’로 설명된다. 모바일 카메라 모듈에서 요구되는 **초소형화·고정밀 설계·원가 절감·대량 생산/자동화 역량**을 그대로 자동차 전장 카메라 영역으로 확장하면서 **기술적 해자(Moat)**을 형성하였다. 특히 베트남 생산 법인은 모바일 부문에서 축적한 **대량생산 및 자동화 공정 노하우를 전장 부품에서도 적용하여 압도적인 원가 경쟁력을 확보**한 바 있다.

또한 **스마트폰 카메라 모듈에서 축적한 초소형·정밀 설계 역량**을 자동차 환경에 최적화하며 고도화 중이다. 특히 **Laser Soldering(레이저 솔더링) 공법 등 혁신 제조 기술 도입을 통해 고온·저온 환경에서의 부품 변형을 최소화**하고 외부 충격 내구성을 향상시켜, 차량용 카메라에서 **요구되는 장기 신뢰성 확보**에 기여하고 있다. 해당 기술 우위는 향후 자율주행 고도화 구간에서도 동사 제품 차별화의 지속적인 근간이 될 전망이다.

자료 12. 엠씨넥스 자율주행 관련 보유 기술



자료: 엠씨넥스, 자본시장연구회 5팀

1.3 현대차그룹과의 전략적 파트너십 강화: 성장 동력 확보

HMG의 1차 공급사 (Tier-1) 선정, 폭발적 성장 모멘텀 확보

동사는 독보적인 기술 경쟁력을 기반으로 국내 최대 완성차 기업인 현대자동차그룹(이하 HMG)의 핵심 공급망 내 지위를 공고히 하고 있다. 과거 2020년 하반기 이전에는 현대모비스를 통한 2차 협력사(Tier-2) 형태로 제품을 공급했으나, **2020년 이후 HMG는 동사의 기술력을 공식적으로 인정하며 1차 공급사(Tier-1)로 최종 선정**하였다. 이는 삼성전자 向 모바일 부문 매출 비중이 높았던 동사가 **차량용 카메라 모듈 분야에서 사업 성과를 가시화하고 향후 폭발적인 성장 모멘텀을 확보하는 결정적인 계기**가 되었다.

동사가 2020년 HMG의 **1차 벤더(Tier-1)로 공식 등록**된 것은 단순한 위상 확보를 넘어, 다음과 같은 핵심적인 가치 창출 근거를 마련하였다.

① **수익성 개선** : 중간 유통 단계(현대모비스) 마진 제거를 통한 직접 공급(직납) 구조로 전환되며, 제품의 최종 판매 단가 대비 동사의 수익성이 구조적으로 개선되는 효과를 창출하였다.

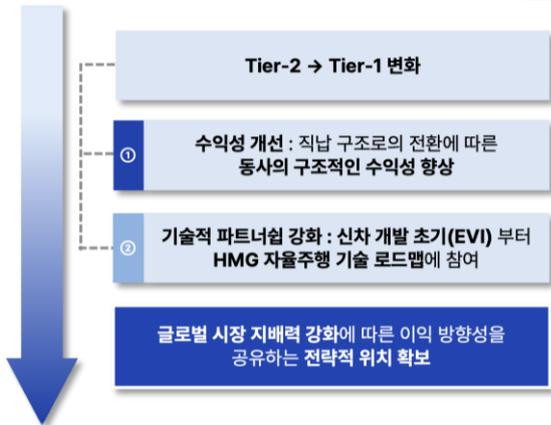
② **기술적 파트너십 강화** : 신차 개발 초기 단계(Early Vendor Involvement, EVI)부터 HMG의 자율주행 기술 로드맵에 적극적으로 참여할 수 있는 지위를 확보하며 기술적 파트너십을 공고히 하였다.

결과적으로 동사는 **HMG의 자율주행 기술 확대 전략에 적극 편승하며, 그룹의 글로벌 시장 지배력 강화에 따른 이익 방향성을 공유하는 전략적 위치를 확보**하였다.

모바일 기술 이식 통한 Tier-1 지위 확보

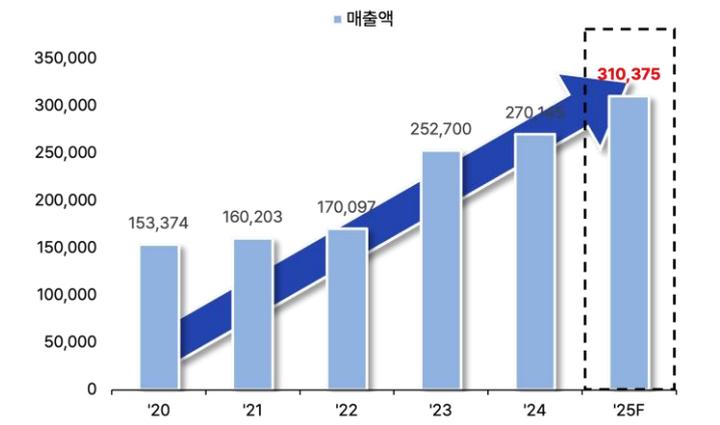
이러한 Tier-1 선정은 고화소 카메라가 요구되는 자율주행 기술 구현을 위해, 물체 인식이 가능한 솔루션(하드웨어 및 소프트웨어)의 중요성이 증대되었기 때문이다. 동사가 경쟁사 대비 우위를 점하며 1차 협력사로 진입한 배경에는 스마트폰 시장에서 축적한 **고화소 멀티 카메라의 대량 양산 및 초소형화 기술력**을 차량용 전장 부품에 성공적으로 이식한 제조 경쟁력이 결정적으로 작용한 것으로 판단된다.

자료 13. 현대차그룹과의 전략적 파트너십 강화



자료: 자본시장연구회 5팀

그래프 13. 엠씨넥스 전장용 카메라 부분 매출액 추이



자료: DART, 자본시장연구회 5팀

1.4 활발한 투자

매출 대비 4~7% R&D 투자, 선행 개발 중심 전략

동사는 창업 초기부터 **기술 선행 개발 중심의 기업 전략을 일관되게 유지**해온 기업으로, 지난 20년간 **매출액 대비 4~7% 수준의 R&D 투자를 지속적으로 집행**해 왔다. 본사 인력 480명 중 **65%가 연구개발 인력으로** 구성되어 있으며, 사업부별로 독립적인 R&D 조직을 배치하는 구조를 통해 고객사 요구사항을 선제적으로 반영할 수 있는 개발 체계를 갖춘 것이 특징이다. 이를 위해 송도 신사옥 이전 이후 **R&D 집적화 환경을 구축**하며 기술 개발 속도와 양산 전환 효율을 동시에 높인 바 있다.

특히 자동차 전장 분야에서는 **자율주행 센싱 카메라 기술을 핵심 성장영역으로 설정**하고, ADAS 및 LV3~3.5 단계 자율주행 적용 카메라의 선행 개발 과제를 다수 확보하고 있다. 차량 카메라의 성능 요구가 정밀 설계·내열성·내충격성·장기 내구성 등으로 고도화되는 흐름 속에서, 동사는 **스마트폰 카메라에서 축적한 초소형·정밀 광학/모듈 설계 기반에 자동차 환경 맞춤형 제조 기술을 엮는 방식**으로 경쟁우위를 구축하고 있다.

센싱 시스템 단위 밸류 체인 확장

이 과정에서 **Laser Soldering(레이저 솔더링) 기반 내열 패키징 기술, 다중 카메라 기반 Tri-Focal/듀얼 센싱 구조, 실시간 영상신호 온디바이스 보정 등 자체 개발 기술**을 고도화하고 있으며, 자율주행 레벨 업에 대응하기 위한 **센서 융합·영상 인식 알고리즘·이더넷 기반 전장 인터페이스 기술**도 병행 개발 중이다. 단순 모듈 공급을 넘어 **센싱 시스템 단위의 밸류 체인 확장을 모색**하고 있다는 점이 기존 카메라 모듈 업체와의 차별점으로 평가된다.

결과적으로 엠씨넥스의 기술 개발 전략은

- ① 고객사 요구 이전 단계에서 선행 기술을 확보,
- ② 대규모 양산 전환 능력을 기반으로 패키징·제조 기술까지 내재화,
- ③ 자율주행 기술 발전 속도와 산업 변곡점에 대응한 장기 R&D 투자 체계 유지

라는 세 축으로 요약되며, 이는 향후 자율주행 기술 확산 국면에서 기술적 진입장벽과 레퍼런스 격차를 강화하는 동력이 될 것으로 판단된다.

**자율주행 수요 대응
위한 중장기 생산
CAPA 확장**

동사는 기술 개발과 병행하여 자율주행 카메라 수요 증가에 대응하기 위한 생산 CAPA 확대 전략도 중장기적으로 추진하고 있다. 특히 차량용 카메라의 고사양화·다카메라화 트렌드가 본격화되면서 안정적인 공급 역량이 고객사 선정의 핵심 기준으로 부상하고 있다는 점에 주목해, 연구개발-양산 전환-대량 공급을 유기적으로 연결하는 글로벌 제조 플랫폼을 구축하고 있다.

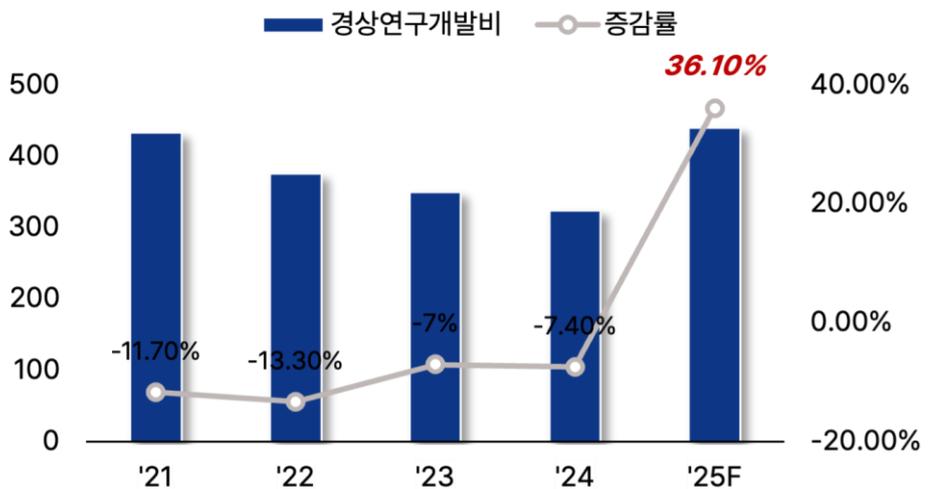
**베트남 닌빈 등 글로벌
제조 플랫폼 구축**

베트남 닌빈 생산단지는 10만m² 이상의 부지에 다수의 모듈 생산 라인을 갖춘 핵심 양산 거점으로 위치하며, 자율주행 센싱 카메라 및 ADAS용 카메라 모듈을 대량 공급할 수 있는 구조를 이미 확보한 상태다. 더불어 인도 등 해외 생산 거점 확대 검토 및 신규 라인 증설 전략을 병행해 지역별 고객사 대응성과 물류 효율성을 높이고 있으며, 이는 글로벌 OEM 고객 다변화 과정에서 공급 안정성이 경쟁력으로 작용할 수 있는 기반을 제공한다.

**고난도 제품 생산
확대 통한 선순환 구조**

CAPA 확충 방향은 단순 생산량 증가가 아닌 고난도 패키징·고내열 부품·다중 카메라 센싱 구조 등 기술 난도가 높은 제품군의 생산 비중 확대에 초점이 맞춰져 있다. 결과적으로 엠씨넥스는 R&D 중심의 기술 선행 전략에 더해 대규모 양산 대응력 및 글로벌 공급망 내재화 능력까지 확보하여, 자율주행 시장 성장 구간에서 기술력→양산력→레퍼런스의 선순환 구조를 강화하고 있다는 평가가 가능하다.

그래프 14. 엠씨넥스 경상연구개발비 추이



자료: DART, 자본시장연구회 5팀

1.5 현대차를 넘어..

LV3~3.5 제품군 확대

동사는 **2024년부터 레벨3~3.5 시장에 납품할 상위 제품군을 확대**하고 있다. 주력 고객사인 현대차·기아가 시장점유율을 확대하고 있는 점이 1차 벤더로서 상당히 고무적으로 평가되지만 볼보나 벤츠 등 유럽 기업으로도 공급을 늘릴 방침을 가이던스로 내세우며 국내를 넘어 글로벌로 진출하고자하는 모습을 보여준다.

글로벌로 나아가고자 하는 추세는 결국 기술력 증진 여부에 귀결된다. 동사는 자동차 전장용 카메라 및 영상인식 기술에서 자체적인 기술 역량을 확보하고 있을 뿐 아니라, 이를 정부 차원의 정책 지원과 연계하여 국가 주도의 핵심 과제에도 주도적으로 참여하고 있다.

국책과제 주관 참여 통한 기술적 공신력 확보

구체적으로, 2018년부터 2022년까지 진행된 **부분자율주행(LV3, 교차로 주행 가능) 영상인식 기술 개발 국책과제**는 총 약 242 억원의 지원금 규모로 정부(출연금 약 158 억원) 및 민간(약 84 억원)이 함께 투자한 대형 R&D 프로젝트이다. 이 과제에서 동사는 주관기관으로 참여하며 자율주행차 탑재를 위한 영상인식 카메라 모듈 설계, 다카메라 구조 적용, 차량 환경에 특화된 내구성·신뢰성 확보 등 고난도 개발 과제를 수행하였다.

이같이 정부 지원 과제에 선정된 것은 동사가 보유한 정밀 광학설계, 모듈 통합 기술, 자동차 전장 환경 적용 역량이 일정 수준 이상임을 공식적으로 인정받았다는 의미로 해석된다. 더 나아가, 이러한 실증·개발 경험은 이후 자율주행 센싱 카메라 시장에서 기술적 진입장벽을 형성하는 기반이 된다.

따라서 투자 관점에서 볼 때, 엠씨넥스는 단순히 기술을 보유한 기업을 넘어 **국가 정책·산업 전략과 연계된 기술 리더십 기업**으로 자리매김하고 있다고 판단된다. 이 점이 자율주행 시장이 본격화되는 시점에서 기술 우위 및 시장 진입을 앞당길 수 있는 강점으로 작용할 수 있다.

의존도 완화 위한 글로벌 OEM 고객층 다변화 전략

이러한 기술력을 바탕으로 동사는 주요 고객층을 다변화하고자 하는 노력을 보이고 있다. 동사는 현대·기아 중심의 기존 매출 구조에 안주하지 않고, **글로벌 OEM 고객 저변 확대를 통한 포트폴리오 다변화를 핵심 전략**으로 제시하고 있다. 회사 연혁 기준으로 이미 **볼보(Volvo), 푸조·시트로엥(PSA), 지리(Geely)** 등 해외 완성차를 주요 고객 레퍼런스로 확보했으며, 최근에는 **ADAS·자율주행용 고성능 센싱 카메라 공급 확대**를 중심으로 유럽 및 중국 OEM과의 프로젝트 탐색이 동시 진행 중이다. 이는 현대차그룹 의존도 완화와 글로벌 매출 안정성 제고 측면에서 중장기 전략적 의미가 크다.

**글로벌 생산 거점 확장
통한 공급 체계 최적화**

고객 다변화의 가속을 뒷받침하기 위해 **공급 체계의 글로벌 최적화**가 병행되고 있다. 앞서 언급했듯이 베트남 닌빈 캠퍼스는 I~IV 공장으로 확장된 대규모 모듈 생산거점을 기반으로 월 단위 대량 생산을 수행하고 있으며, **R&D 및 신뢰성 시험시설 일체를 현지 통합**해 신규 OEM 레퍼런스 확보에 필요한 양산·품질 인증 시간을 단축하는 구조를 구축했다. 더불어 **인도 스리시티 공장(2027년 가동 목표)** 추진은 세계 3위 자동차 시장 공략을 위한 현지화 전략으로, 완성차사들의 **'현지 생산 우대' 조달 정책과 맞물려 신규 고객 수주 가능성을 높이는 요인**으로 작용할 전망이다.

**고사양 제품 내재화 및
기술 진입장벽 구축**

제품 포트폴리오 측면에서도 단순 후방 카메라·서라운드뷰 카메라 공급을 넘어, **다중 카메라 기반 Tri-Focal·이더넷 카메라·ADAS 및 레벨3 대응 영상 인식 시스템** 내재화를 선제적으로 진행해 왔다. 이는 고사양 전장 카메라를 우선 채택하는 유럽 OEM 규격에 부합하는 기술 개발 방향으로, **신규 고객 확대를 위한 기술적 진입장벽 구축**이라는 측면에서 의미가 크다.

자료 14. 글로벌 생산 CAPA 확장 로드맵



자료: 자본시장연구회 5팀

4. 리스크 요인

1. 모바일 부문 전방 산업의 구조적 저성장 및 경쟁 심화

모바일 사업의 성장
한계 및 지속적인
단가 압박

동사의 매출에서 여전히 **60~70% 수준의 절대적 비중을 차지**하는 스마트폰 카메라 모듈 사업은, 글로벌 스마트폰 산업이 이미 성숙기에 접어들면서 **구조적인 성장 한계에 직면**해 있다. 특히 주요 고객사인 삼성전자의 스마트폰 포트폴리오가 애플 대비 **중저가 라인 중심**으로 구성되어 있어, 동사는 **지속적인 단가 인하 압력에 노출**되어 있다. 고화소·OIS 등 고부가 제품 비중 확대에도 불구하고 범용 모듈의 가격 하락 속도가 이를 상쇄할 경우, 평균판매 단가(ASP)의 상승 폭은 제한적일 수밖에 없다.

중화권 업체와의
경쟁 심화

또한 동사는 파트론·파워로직스·캠시스 등 국내 경쟁사뿐 아니라, 대규모 생산능력과 가격 경쟁력을 앞세운 **Sunny Optical 등 중화권 업체들과도 치열한 점유율 경쟁**을 벌이고 있다. 이러한 경쟁 환경은 동사의 시장점유율 확대를 제한하는 핵심 리스크 요인으로 작용할 가능성이 존재한다.

2. 전장 부문의 성장 속도 괴리 및 수익성 변동성

엠씨넥스의 밸류에이션 리레이팅 근거인 전장 카메라 사업은 장기적 성장성은 유효하나, **단기~중기적 관점에서 시장의 기대치와 실제 매출 인식 시점 간의 괴리**가 발생할 리스크가 상존한다

LV3 상용화 지연,
이익 기여도 상승 완만

자율주행 기술의 도입은 지속적인 발전 흐름 속에 있으나, **Level 3 이상의 고도화된 기술 상용화 시점은 당초 시장의 기대보다 지연될 가능성이 높다**. 이는 각국의 규제 완화 속도 불확실성과 예측 불가능한 상황 대처 등 기술적 난이도가 여전히 높기 때문이다. 이처럼 고부가 가치를 창출하는 고성능 센싱 카메라나 통합 제어기 같은 자율주행 시스템의 매출 비중 확대 시기가 늦춰질 경우, **전장 사업부의 전사 이익 기여도 상승세는 완만하게 진행**될 수 있다.

ADAS 기반의
점진적성장 지속

다만, 자율주행으로 나아가는 기술의 방향성 자체는 확고하며, 그 기반이 되는 **ADAS(첨단 운전자 보조 시스템) 시장은 이미 광범위하게 상용화되어 견고한 성장을 지속**하고 있다. 특히 ADAS 구현의 핵심인 카메라 기반 센싱 시스템의 수요는 지속적으로 증가하고 있어, 이는 미래 고도 자율주행 시대를 대비하는 질적 성장 기반이 될 것이다. 따라서 전장 사업부는 **점진적이고 안정적인 매출 및 수익성 개선**을 이어갈 것으로 예상되지만, 폭발적인 효과는 규제 환경 변화가 가시화되는 시점에 보여질 것이다.

5. 밸류에이션

1. 모바일 사업부문 매출 추정

동사의 모바일 사업부문은 최근 구동계가 차지하는 매출액 비율이 유의하게 증가하고 있음에 따라 카메라 모듈 부문과 구동계 부문으로 나누어 추정하였다.

동사의 모바일 사업부문 매출 중 약 90%를 차지하는 주요 고객사인 삼성전자의 스마트폰 판매량과 재무제표를 통해 ASP를 역산하고 예상 판매 개수를 곱하여 매출액을 추정하였다. 삼성전자의 스마트폰은 제품군별로 신제품 출시 시기가 비교적 고정되어 있는 만큼, 동사의 매출에 계절성이 있다고 판단하여 3개년 평균을 내어 분기별로 안분하였다.

카메라 모듈 매출액 비율	1Q	2Q	3Q	4Q
'22 비율	26.8%	24.7%	26.7%	21.8%
'23 비율	31.0%	18.5%	25.5%	24.9%
'24 비율	29.1%	21.0%	22.4%	27.5%
3개년 평균 비율	29.0%	21.4%	24.9%	24.7%

구동계 매출액 비율	1Q	2Q	3Q	4Q
'22 비율	36.9%	26.9%	16.5%	19.7%
'23 비율	26.0%	19.6%	21.4%	33.0%
'24 비율	32.4%	15.3%	19.7%	32.6%
3개년 평균 비율	31.8%	20.6%	19.2%	28.4%

1.1. 모바일 카메라 모듈 매출 추정

삼성전자향 카메라 모듈 매출액은 [삼성전자 스마트폰 판매 대수(A) * 스마트폰 한 대 당 평균 카메라 모듈 개수(B) * 삼성전자 카메라 모듈 매입액 중 엠씨넥스의 점유율(C) * ASP]로 산정하였다. A는 2026년 삼성전자가 목표 판매 대수로 제시한 2.4억 대로 산정하였다. B는 S24 Ultra에 4개, S24 및 S24+에 3개, 그리고 플래그십을 제외한 나머지는 2.5개의 카메라 모듈이 들어간다고 산정하여 각 모델에 카메라 모듈 수를 곱한 후 전체 판매 대수로 나누어 대당 2.67개가 들어간다고 추정하였다. C는 동사의 삼성전자향 매출을 삼성전자의 카메라 모듈 매입액으로 나누어서 추정하였는데, 3개년 동안 큰 변화 없이 유지되어서 3개년 평균 수치인 11.6%를 사용하였다. ASP는 9,000원으로 알려져 있어 해당 수치를 사용하였다. 비삼성전자향 매출은 과거 실적을 봤을 때 삼성전자향 매출 증가율과 비슷하게 이루어졌으므로 동일한 성장률을 적용하였다. CAGR은 전자부품 PPI를 적용하였다.

기기당 평균 카메라 개수 (Q) **	2.67
카메라 모듈 ASP	9,000
2026 삼성전자향 카메라 모듈 매출액 (백만원)	668,995
비삼성전자향 9.6%	71,044
2026 총 카메라 모듈 매출액 (백만원)	740,039

** (S24 Ultra 1,760만대 * 카메라 4개
 + S24 및 S24+ 2,100만대 * 카메라 3개
 + 플래그십 제외 1.814억대 중 절반인 9,070만대 * 3개
 + 절반인 9,070만대 * 2대)
 ÷ 24 삼성전자 스마트폰 판매 총 2.2억대=대당 2.67개

기기당 평균 카메라 개수 (Q)	2.67
카메라 모듈 ASP	9,189
2027 삼성전자향 카메라 모듈 매출액 (백만원)	743,022
비삼성전자향 9.6%	78,895
2027 총 카메라 모듈 매출액 (백만원)	821,917

1.2. 구동계 매출 추정

삼성전자향 구동계 매출액은 [삼성전자 스마트폰 판매 대수(A) * 스마트폰 한 대 당 평균 구동계 개수(B) * 삼성전자 카메라 모듈 매입액 중 엠씨넥스의 점유율(C) * ASP]로 산정하였다. A는 카메라 모듈 추정과 동일하게 산정하였다. B는 S24 Ultra에 3개, S24 Ultra를 제외한 플래그십 모델에 2개, 플래그십이 아닌 모델에 1개가 들어간다고 산정하여 카메라 모듈에서와 같이 추정하여 대당 약 1.25개가 들어간다고 추정하였다. C는 자화전자가 애플 공급망에 집중을 하며 구동계 매출이 두 배 가량 증가하였기 때문에 점유율을 23.2%로 산정하였다. ASP는 엠씨넥스의 삼성향 매출 중 구동계의 비중을 삼성전자가 판매한 스마트폰 판매량의 대당 구동계 수를 곱하고 점유율을 계산한 값으로 나누어 3,310원으로 추정하였다. 비삼성전자향 매출은 자화전자 이탈로 인한 비정상적인 상황이라고 판단하여 보수적으로 플랫폼리 하였다. CAGR은 전자부품 PPI를 적용하였다.

기기당 평균 구동계 개수 (Q) **	1.25
구동계 ASP ***	3,310
2026 삼성전자향 구동계 매출액 (백만원)	230,376
비삼성전자향 플랫폼리	14,547
2026 총 구동계 매출액 (백만원)	244,923

** (S24 Ultra 1,760만대 * 구동계 3개
 + S24 및 S24+ 2,100만대 * 카메라 2개
 + 플래그십 제외 1.814억대 * 1개)
 ÷ 2024 삼성전자 스마트폰 판매 총 2.2억대=대당 2.67개

*** 엠씨넥스 삼성향 매출 중 모바일 사업부문 내 비중 19.7%
 ÷ (25년 삼성전자 내 구동계 평균 점유율 23.2%
 * 삼성 스마트폰 2억2천만대 판매*구동계 수)=3,310

기기당 평균 구동계 개수 (Q)	1.25
구동계 ASP	3,389
2027 삼성전자향 구동계 매출액 (백만원)	245,910
비삼성전자향 플랫폼리	14,547
2027 총 구동계 매출액 (백만원)	260,457

이에 따라 예상되는 모바일 카메라 모듈과 구동계의 매출은 다음과 같다.

모바일 카메라 모듈 매출 추정 (단위: 백만원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
	493,578	620,024	734,109	740,039	821,927

구동계 매출 추정 (단위: 백만원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
	109,597	104,997	189,656	244,923	260,457

모바일 사업부문 매출 추정 (단위: 백만원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
	603,175	725,022	923,764	984,962	1,082,384

2. 전장용 카메라 매출 추정

동사의 전장용 카메라 모듈의 매출은 ①현대차 그룹向, ②기타 고객向으로 분류하였다. 기존 전장용 매출의 90% 이상이 현대차 그룹(①)에서 발생할 정도로 높은 의존도를 보여왔으나 23년부터 현기차와의 직납구조가 형성됨에 따라 구체적인 매출 추적이 불가능해졌다. 그럼에도 동사가 제시한 2023년 IR 자료, 사업보고서 내 2022년까지의 전장 카메라 매출, 연간 생산실적 등을 교차 검증한 결과, **2025년 기준 전장 매출 비중은 현대차그룹 向 89%, 기타 고객 向 11% 수준으로 추정된다.**

현대차 그룹向 Q

동사는 현대차 그룹의 35개의 차종에 대해 카메라 모듈을 공급하고 있으며, 각 차종별 카메라 대수는 최소 2개~최대 7개로 상이한 모습을 보인다. 이에 따라 차종별 평균 카메라 수를 구한 뒤, **(①해당 차종 판매량)*(②해당 차종에 탑재된 평균 카메라 수)*(③엠씨넥스 공급 점유율)**로 동사의 현대차 그룹向 Q를 추정하였다. 자세한 Q 추정의 논리는 다음과 같다.

① 차량 판매량에 대한 가정

1) 적용 차량에 대한 가정

1) 현대차와 기아차가 현재 시판중인 전체 차종의 대수는 약 50종이다. 동사는 이 중 전기차, SUV, 제네시스 등 프리미엄라인을 포함한 35종에 전장용 카메라를 납품하고 있다. 35종 전체의 세부 모델까지는 파악이 불가능하나, 동사의 IR자료를 기반으로 현재 동사가 **현대/기아차의 주력 모델 및 최신 모델을 대상으로 납품하고 있음을 알 수 있다.** 따라서 IR에 명시적으로 제시된 아반떼, 그랜저 등 주력 모델과 아이오닉과 같은 전기차, 그리고 제네시스 시리즈를 우선적으로 포함하고 이외의 모델은 판매량이 유의미한 순으로 구성하였다. [전체 50개 모델 중에서 단종 예정인 모델, 신흥국 한정 모델, 비주류 모델을 제외하면, 실질적으로 국내에서 판매되는 대부분의 차종에 적용된다고 볼 수 있다.]

엠씨넥스의 카메라 모듈 납품 대상 Model (총 35 종)				
1. Ray	8. EV3	15. K3	22. GV70	29. NEXO
2. EV4	9. EV5	16. Avante	23. GV80	30. Palisade
3. K5	10. EV6	17. Casper	24. Grandeur	31. Santa-Fe
4. K7	11. Sportage	18. G70	25. IONIQ 5	32. Sonata
5. K8	12. Sorento	19. G80	26. IONIQ 6	33. Tucson
6. K9	13. EV9	20. G90	27. IONIQ 9	34. Venue
7. Seltos	14. Carnival	21. GV60	28. Kona	35. Niro

2) 당해 연도 판매량에 대한 가정

2) 한편 각 차종의 25년 판매량의 경우, 25년 3Q까지 발표된 당해 판매실적을 기반으로 4Q 판매량을 추정하여 이를 다시 합산하였다. 자동차 산업은 계절적 변동성이 크지 않은 편으로, 지난 2개년 현대차그룹의 글로벌 판매량 역시 **1Q 24.7%, 2Q 26.9%, 3Q 23.2%, 4Q 25.2%** 등 분기별 비중이 비교적 안정적으로 나타나는 모습을 볼 수 있었다. 이러한 점을 감안하여, 본 분석에서는 각 모델의 3Q 누적 실적에 2개년 평균 4Q 비중(25.2%)을 적용해 **총 35개 차종의 4분기 판매량을 추정**하였다. 이는 현대차 그룹의 안정된 분기별 판매 패턴을 기반으로 한 합리적 수준의 추정치로 볼 수 있다.

[4분기 추정 판매량 = 3분기까지의 누적 판매량 * 비중(25.2/74.8)]

3) 미래연도 성장률에 대한 가정

3) 한편, 차량 판매량의 성장은 현대차 내부의 판매 전략과 대내외 변수에 따라 매년 크고 작은 변동 폭을 보인다. 기본적으로 지난 5년간 현대차 그룹 판매 대수는 연평균 2.5% 수준으로 꾸준히 성장해왔으나, 최근 전기차 캐즘과 美 자동차 관세의 여파로 이러한 추세가 주춤하는 모습을 확인할 수 있었다. 따라서 보수적인 가정을 위해 과거, 높은 성장세를 기록했던 23년도 이전 기간은 성장률 산정 과정에서 제외시키고 대내외 불확실성이 증폭되었던 **최근 2개년의 차량 판매량부터 반영하였다**. 또한, 구간이 짧다는 한계를 보완하기 위해 회사가 제시한 2025년 목표 판매량에 99%를 적용한 721.8만 대를 2025년 실적치로 간주하였다. 이를 포함한 최근 3개 연도(2023~2025)의 데이터를 기반으로 **2개년 CAGR을 산출한 결과, 약 0.8%의 성장률을 도출하였으며, 본 보고서는 이를 2026년과 2027년의 성장률 가정치로 동일하게 적용하였다**.

다음의 표는 ① 차량 판매량에 대한 가정(1,2,3)을 반영한 결과값이다.

Model	2023	2024	2025 1-3Q	2025 4Q	2025F	2026F	2027F
Ray	50,930	48,991	39,907	13,409	53,316	53,742	54,172
EV4	0	2	21,830	7,335	29,165	29,398	29,633
K5	124,381	112,167	104,394	35,076	139,470	140,586	141,711
K7 / K8	42,383	32,734	24,260	8,151	32,411	32,671	32,932
K9	4,070	2,288	1,310	440	1,750	1,764	1,778
EV3	0	46,055	87,847	29,517	117,364	118,303	119,249
Seltos	294,638	238,399	199,973	67,191	267,164	269,301	271,456
Niro	159,130	129,000	85,439	28,708	114,147	115,060	115,980
EV5	1,469	11,396	14,108	4,740	18,848	18,999	19,151
EV6	96,092	51,542	34,303	11,526	45,829	46,195	46,565
Sportage	506,177	547,894	450,824	151,477	602,301	607,119	611,976
Sorento	242,819	278,745	214,746	72,155	286,901	289,196	291,509
EV9	35,150	27,236	27,738	9,320	37,058	37,354	37,653
Carnival	146,107	84,555	154,895	52,045	206,940	208,595	210,264
K3	195,834	222,884	71,353	23,975	95,328	96,090	96,859
Avante	403,956	350,169	300,831	101,079	401,910	405,125	408,367
Casper	45,451	50,447	51,664	17,359	69,023	69,575	70,132
G70	21,594	16,263	10,576	3,554	14,130	14,243	14,357
G80	52,838	53,044	39,673	13,330	53,003	53,427	53,855
G90	14,500	10,111	7,787	2,616	10,403	10,487	10,571
GV60	10,145	4,286	2,378	799	3,177	3,202	3,228
GV70	69,643	77,802	66,138	22,222	88,360	89,067	89,780
GV80	56,469	68,026	53,653	18,027	71,680	72,254	72,832
Grandeur	116,484	75,602	55,906	18,784	74,690	75,288	75,890
IONIQ 5	105,872	88,816	40,154	13,492	53,646	54,075	54,508
IONIQ 6	54,824	27,934	18,857	6,336	25,193	25,394	25,598
IONIQ 9	0	0	15,132	5,084	20,216	20,378	20,541
Kona	293,400	285,233	253,661	85,230	338,891	341,602	344,335
NEXO	4,552	2,774	4,834	1,624	6,458	6,510	6,562
Palisade	166,622	165,745	171,773	57,716	229,489	231,325	233,175
Santa-Fe	217,187	270,594	207,771	69,811	277,582	279,803	282,041
Sonata	108,597	147,634	127,740	42,921	170,661	172,026	173,402
Tucson	557,386	521,006	418,856	140,736	559,592	564,068	568,581
Venue	216,997	192,027	169,438	56,931	226,369	228,180	230,066
Total	4,415,697	4,241,401	3,549,749	1,192,716	4,742,465	4,780,404	4,818,648

② 해당 차종에 탑재된 평균 카메라 수에 대한 가정

1) 각 모델에 적용되는 카메라 수에 대한 가정

1) 25년 3Q 현대차 차종별 판매 실적 자료에서 각 차량을 탑재 카메라 모듈 수 2~3개, 3~4개, 4~5개, 6대~7개 기준으로 분류하였으며 중간값인 2.5, 3.5, 4.5, 6.5로 카메라 대수를 적용하였다. 이는 캐스퍼와 같은 저가 모델에서도 전방 충돌 방지 보조, 차로 유지 보조 등과 같은 ADAS 기능이 기본 사양으로 탑재되어 있음을 고려한 것이다. 저가 모델은 대체적으로 전방 ADAS 카메라 1~2개와 후방 주차 모니터 1개를 포함하여 2개~3개 수준의 카메라 모듈이, 고가 모델은 이에 빌드인캠이나, 서라운드 뷰, 측방 카메라까지 포함하여 7~8개 수준의 카메라 모듈이 탑재된 것으로 확인하였다.

구간	차급 특징	전장 카메라 수	차량 당 평균 카메라 수	모델
① 엔트리/소형	ADAS 최소	2~3개	2.5	Ray, Casper, Venue
② 준중형-중형	ADAS 기본, SVM 옵션	3~4개	3.5	k3, Avante, K5, Sonata, Seltos, Niro, Kona
③ 중형-대형 SUV	SVM 보급↑, 상위 편의 사양↑	4~5개	4.5	Sportage, Sorento, Santa-Fe, Tucson, Grandeur, Carnival, K7/K8
④ 고급 EV-플러그인	EV/고급 사양, 센서 확대	6~7개	6.5	K9, G70, G80, G90, GV60/70/80, IONIQ5/6/9, NEXO, Palisade, EV3/4/5/6/9

2) 전체 35종의 평균 카메라 수 가정

2) 따라서 앞서 설정한 ① 차량 판매량 가정과 카메라 탑재 수 별 모델 구분을 기반으로, 그룹별 탑재 카메라 수에 대응하는 차량 판매량을 산출하였다. 그 결과, 2025년 기준 카메라 2.5개 탑재 모델의 판매량은 약 34.8만 대, 3.5개 탑재 모델은 약 152.7만 대로 추정된다. 동일한 방식으로 4.5개 및 6.5개 탑재 모델의 판매량을 계산하고, 전체 판매량 대비 각 그룹의 비중을 도출하였다. 이후 각 (그룹별 판매 비중)에 (해당 그룹의 카메라 탑재 수)를 가중하여 35개 차종에 대한 전체 가중평균 탑재 수를 산출한 결과, 2025년 기준 차량 1대당 평균 카메라 수는 4.38대로 추정된다. 이는 과거 수치(4.31대, 4.32대) 대비 소폭 상승한 수준이다.

카메라 모듈 수에 따른 차량 구분	2023	2024	2025 1-3Q	2025 4Q	2025F	2026F	2027F
2.5개인 모델	313,378	291,465	261,009	87,699	348,708	354,287	359,956
3.5개인 모델	1,579,936	1,485,486	1,143,391	384,179	1,527,570	1,552,012	1,576,844
4.5개인 모델	1,828,543	1,811,130	1,527,258	513,159	2,040,417	2,073,063	2,106,232
6.5개인 모델	693,840	653,320	618,091	207,679	825,770	838,982	852,406
전체 차량 수 (대)	4,415,697	4,241,401	3,549,749	1,192,716	4,742,465	4,818,344	4,895,438
가중평균 카메라 수 (대)	4.31	4.32	4.38	4.38	4.38	4.38	4.60
전체 필요 카메라 수 (대)	19,051,625	18,324,529	15,544,644	5,223,000	20,767,644	21,099,926	22,519,015

3) 미래연도의 성장률 가정

1) 차량에 탑재된 평균 카메라 수는 자율주행 기술 고도화와 ADAS 침투율 확대로 중장기적으로 우상향이 예상된다. 다만 단기적으로는 의미 있는 증가를 기대하기 어렵다고 판단한다. 현재 양산 중인 대부분의 승용차는 여전히 Level 2 단계에서 답보 중이며, Level 3로의 전환은 책임 주체에 대한 법적 리스크와 기술적 장벽, 추가 비용 문제로 즉시 확산되기는 어려운 상황이다. (Level 3로의 전환이 단순한 기능 업그레이드가 아니라 '책임 주체가 운전자에서 차량 시스템으로 넘어가는 순간이기 때문이다.) 또한 페이스 리프트나 풀체인지가 없는 이상, 2~3년간 동일한 구성을 가져가는 자동차 산업의 특성 역시 이러한 카메라 Q 증가의 경직성을 뒷받침한다.

3) 따라서 2026년 평균 카메라 수는 2025년과 동일한 수준으로 가정하였다. 이후 현대차가 자체 자율주행 시스템인 **Atria AI**를 적용한 Level 2+ 양산을 본격화하는 시점(2027년 말~2028년)부터는 고급 ADAS 옵션 기본화 비중 확대와 프리미엄 트림 중심의 센서 추가 장착이 재개될 가능성이 높다고 판단한다. 이러한 믹스 개선 효과를 반영하여 **2027년부터는 보수적 성장을 5%를 적용하였다**

③엠씨넥스 공급 점유율에 대한 가정

1) 동사 공급 점유율에 대한 가정

1) 2020년 1월, 동사는 현대 모비스를 통한 간접 납품 형식(2차 벤더)에서 카메라 제조사 최초로 현대그룹의 1차 협력사로 선정되었다. 이에 따라 중간 조달 단계를 거치지 않는 직납 체제가 구축되었으며, 현대모비스·만도에 이어 카메라 모듈을 직접 공급할 수 있는 공급사 지위를 확보하였다. 2022년 말 기준 동사의 현대차그룹 내 공급 점유율은 약 25~30% 수준인 것으로 추정된다. 다만 2023년 말 삼성전기가 신규 Tier-1 벤더로 진입함에 따라, 최근 동사의 점유율은 24% 내외로 소폭 조정된 것으로 파악된다. [생산실적 역산을 통한 추정치이다.]

카메라 모듈 수에 따른 차량 구분	2023	2024	2025 1-3Q	2025 4Q	2025F	2026F	2027F
2.5개인 모델	313,378	291,465	261,009	87,699	348,708	353,309	356,135
3.5개인 모델	1,579,936	1,485,486	1,143,391	384,179	1,527,570	1,539,791	1,552,109
4.5개인 모델	1,828,543	1,811,130	1,527,258	513,159	2,040,417	2,056,740	2,073,194
6.5개인 모델	693,840	653,320	618,091	207,679	825,770	832,376	839,035
전체 차량 수 (대)	4,415,697	4,241,401	3,549,749	1,192,716	4,742,465	4,782,215	4,820,473
가중평균 카메라 수 (대)	4.31	4.32	4.38	4.38	4.38	4.38	4.60
전체 필요 카메라 수 (대)	19,051,625	18,324,529	15,544,644	5,223,000	20,767,644	20,938,312	22,161,110
엠씨넥스 공급 점유율 (%)	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24
엠씨넥스 현대차 그룹 向 Q	4,572,390	4,397,887	3,730,714	1,253,520	4,984,234	5,025,195	5,318,666

2) 미래연도 점유율에 대한 가정

2) 공급 점유율 측면에서 삼성전기와 같은 신규 업체의 진입은 중기적으로 물량 분산 요인으로 작용할 것으로 예상된다. 다만 현대차그룹의 전장 부품 발주는 통상 5~7년 단위의 장기 수주 계약 구조를 기반으로 진행되기 때문에, 단기 내 동사의 점유율이 급격히 하락할 가능성은 낮은 것으로 판단된다. 또한 동사는 2027년 1분기 양산을 목표로 인도 생산법인을 구축 중에 있다. 해당 라인이 계획대로 가동될 경우 현대차 인도공장 물량에 1대1 대응이 가능할 전망으로 오히려 현대차 내 동사의 점유율 상승을 기대해 볼 수 있다. 다만 인도법인의 구체적인 CAPA와 초기 가동률, 현대차그룹 내 물량 배분을 현재로선 파악할 수 없다는 점을 감안할 때, 동사의 공급 점유율은 기존 24% 수준을 계속 유지한다고 가정하였다.

종합적으로 ① 차량 판매량에 대한 가정, ②탑재 카메라 수에 대한 가정, ③점유율에 대한 가정을 모두 반영한 최종 결과값(현대차 向 Q)는 상기 표에 제시된 값과 같다.

기타 고객 向 Q

동사의 기타고객(Non-HMG) 향 매출 비중은 최근 3년간 10% 초반~중후반대에서 등락하며 명확한 추세를 보이지 않았다. 분기별 생산실적 또한 범위 내 횡보에 가까운 흐름을 보여, 단순 성장을 가정을 통한 연간 매출 추정에는 한계가 존재한다고 판단된다.

연도 별 구분	2023	2024	025 1-3Q	2025 4Q	2025F	2026F	2027F
엠씨넥스 기타 向 Q	698,010	906,247	472,040	147,398	619,438	619,438	619,438
기타 向 비중	13.2%	17.1%	11.2%	10.5%	11.1%	11.0%	10.4%

기타고객 向 Q: Flat 처리

이러한 특성을 고려할 때, 기타고객향 물량 비중은 성장률 혹은 축소율을 가정하기보다 과거 평균 수준을 유지하는 Flat 처리가 가장 보수적이면서도 현실적인 접근이라고 판단된다. 따라서 계절성이 두드러지지 않는다는 특성과 이미 3Q까지 공시된 동사의 기타 향 물량을 활용해 **4Q 기타고객 향 물량은 3Q까지의 누적 물량에 1/3한 값으로 추정하였고, 해당 값을 포함하여 2023~25년까지의 3년 평균치를 그대로 26년도와 27년도에 반영하였다.**

이에 기타 向 Q를 합산한 차량용 모듈의 전체 생산실적은 다음과 같다

카메라 모듈 Q 추정	2023	2024	2025 1-3Q	2025 4Q	2025F	2026F	2027F
현대차 그룹 向 Q	4,572,390	4,397,887	3,730,714	1,253,520	4,984,234	5,063,982	5,145,006
기타 고객 向 Q	698,010	906,247	472,040	147,398	619,438	619,438	619,438
엠씨넥스 전체 생산 Q	5,270,400	5,304,134	4,202,754	1,400,918	5,603,672	5,683,420	5,764,444

공통 P 가정

전장용 카메라 모듈의 ASP는 앞서 산업 분석에서 언급한 바와 같이 ADAS 고도화 및 센서 사양 상향을 배경으로 구조적 상승세를 이어가고 있다. 이는 Q 증가가 전방 산업의 현실적 제약(특히 레벨 전환 지연)에 따라 기대 대비 더딘 속도로 반영되고 있는 것과 대조적이다.

탑재 카메라의 고사양화에 따른 ASP 상승 추세

실제 데이터에서도 이러한 흐름이 확인된다. 동사의 전장용 카메라 ASP는 2023년 47,947원에서 2024년 평균 50,931원으로 상승한 데 이어, 2025년 3분기 기준 55,424원까지 약 8.8% 추가 상승하였다. 즉, 최근 3~4년간 ASP는 연 단위로 안정적인 우상향 패턴을 보였으며, 2025년 들어 그 상승 속도가 더욱 뚜렷해지고 있음을 확인할 수 있었다.

P 가정: 2개년 CAGR

다만, 완성차 업체과 부품 협력사 간 공급단가 협상이 통상 연 1회 진행된다는 점을 감안하면, **2025년 4분기 ASP 역시 3분기 수준을 크게 벗어나지 않을 것이라 판단된다.** 이에 2025년 3분기 ASP가 4분기에도 동일하게 적용된다고 가정하였다. 한편, 2026~2027년은 앞서 상술한 바와 같이 고사양·고성능 카메라 채택이 증가하면서 ASP 상승 압력이 이어질 것으로 예상된다. 이에 따라 **최근 2개년 ASP CAGR(7.5%)을 기준으로 향후 연간 ASP 상승률을 적용하였다.**

이에 따라 예상되는 ASP와 앞서 추정된 Q를 곱한 동사의 전장용 카메라 매출액은 다음과 같다.

카메라 모듈 ASP 추정	2023	2024	2025 1-3Q	2025 4Q	2025F	2026F	2027F
차량용 카메라 모듈 ASP(P)	47,947	50,931	55,388	55,388	55,388	59,542	64,008
차량용 카메라 모듈 출하량(Q)	5,270,400	5,304,134	4,202,754	1,400,918	5,603,672	5,683,420	5,764,444
차량용 카메라 모듈 매출	252,700	270,145	232,781	77,594	310,375	338,401	368,968

(매출 단위: KRW 1,000,000)

3. 생체 인식 매출 추정

동사의 생체인식 사업부는 모바일·전장 양 부문에서 센서 모듈을 제조·공급하고 있다. 모바일용 생체 인식 시장(지문인식 모듈·안면 인식 센서)은 스마트폰 확산과 함께 업계에서 가장 먼저 형성된 영역으로, 현재는 이미 성숙 단계에 진입해 성장 여력은 제한적이다. 반면 차량용 생체 인식 시장은 이제 본격적인 초기 도입 국면에 있다. 운전자 모니터링 시스템(DMS)을 중심으로 시선 추적·졸음 감지 등 인캐빈 센서의 중요성이 높아지고 있으며, 글로벌 안전 규제 강화(예: 유럽 DMS 의무화 기조)와 자율주행 단계 상향을 배경으로 향후 채택률 확대가 예상된다. 즉, 모바일은 안정적 유지가 중심인 반면, 차량용은 성장 업사이드가 열려 있는 구조라는 점이 특징이다.

연도별 구분	2023	2024	2025 1-3Q	2025 4Q	2025F	2026F	2027F
생체인식매출 추정	55,086	49,075	46,776	15,576	62,212	66,137	70,310

다만 모바일용 센서 시장의 성장 둔화로 인해 동 사업부의 최근 실적은 과거 대비 뚜렷한 약세 흐름을 보여왔다. 최근 3년간 매출 추이를 살펴보면 매출 감소 혹은 성장 둔화가 지속적으로 관찰되며, 차량용 생체인식 센서 부문 역시 아직까지는 모바일 부문의 감소분을 상쇄하기에는 역부족인 상황이다.

그럼에도 2025년은 실적 측면에서 반등의 가능성이 확인되는 초기 국면으로 판단된다. 25년 3분기 누적 매출액으로도 이미 24년도 전체 매출액에 근접하였으며, 동일한 흐름이 유지될 경우 23년 실적을 또한 상회할 가능성이 높다. 실제로 동 부문의 매출 흐름에서 뚜렷한 계절성이 관찰되지 않았기 때문에, 4분기 매출 비중을 과거 2개년 평균치인 25.03%로 가정한다면 2025년 전체 실적은 622.12억 수준으로 추정된다. 이는 23년 실적인 550.86억 대비 12.9%이상 증가한 수치다.

한편 2026년과 2027년의 경우, 모바일 부문의 성숙도와 전장 부문의 성장 잠재력이 공존한다는 사업 구조적 특성을 반영하여, 최근 2개년 CAGR(6.3%)을 2026~2027년 매출 성장률 가정에 적용하였다. 본 보고서는 동 사업부가 모바일 중심의 정체 국면에서 벗어나, 전장 중심의 성장 구조로 재편될 것이라 판단하였다.

4. 비용 추정

4.1 매출원가 (COGS) 추정 및 GPM 분석

당사는 첨단 카메라 모듈 제조업체의 특성상 산업 구조상 **전체 비용 중 매출원가 비중이 높은 형태를 시현한다.**

매출원가 추정 - 연결 (단위: 백만원)		'2023	'2024	'2025E	'2026E	'2027E
매출액		932,490	1,057,058	1,296,351	1,387,191	1,532,777
	YOY(%)	-	13%	23%	7%	10%
매출원가		854,791	943,159	1,171,746	1,250,458	1,376,608
	매출원가율	91.7%	89.2%	90.4%	90.1%	89.8%
	GPM(%)	8.3%	10.8%	9.6%	9.9%	10.2%
재고관련		744,284	839,870	1,044,401	1,117,585	1,234,876
	% of sales	79.8%	79.5%	80.6%	80.6%	80.6%
종업원급여		54,849	57,676	75,843	81,157	89,675
	% of sales	5.9%	5.5%	5.9%	5.9%	5.9%
감가상각비		49,126	42,684	47,711	47,711	47,711
	% of sales	5.3%	4.0%	3.7%	3.4%	3.1%
무형자산상각비		724	1,239	729	729	729
	% of sales	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
경상연구개발비		-22,781	-23,979	-23,775	-23,775	-23,775
	% of sales	-2.4%	-2.3%	-1.8%	-1.7%	-1.6%
세금과공과		2,430	1,612	3,043	3,256	3,597
	% of sales	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
기타비용		26,159	24,058	23,795	23,795	23,795
	% of sales	2.8%	2.3%	1.8%	1.7%	1.6%

① 재고자산 (Inventory)

매출원가는 주로 재고자산의 변동에 의해 큰 영향을 받는다. 재고자산은 **이동평균법**을 적용하여 산정되며, 이는 **매입원가와 차입원가 및 노무원가를 제외한 정상조업도 기준 배부 제조원가만으로 평가되는 것으로 확인된다.** 따라서 재고자산 변동에 따른 매출원가는 **매출액의 3개년 평균 80.6% 비중을 적용하여 선형적 추정방식으로 활용한다.**

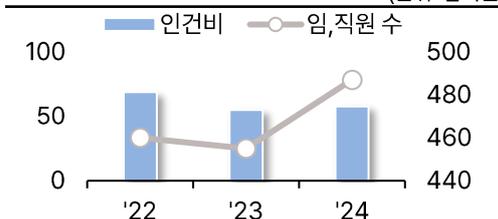
② 인건비 (Labor Cost)

현재 임직원 수는 약 500명 내외로 파악되나, **과거 인력 운용 데이터와 종업원급여의 인과 관계를 찾지 못하였고, 이를 감안하여 매출액 대비 비율법을 적용하여 추정한다.**

③ 감가상각비 (Depreciation)

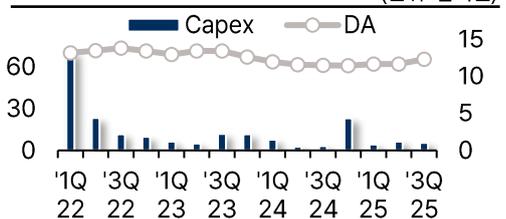
수익-비용 대응 원칙을 고려하여 매출액과의 비율로 산정하는 것이 합리적이거나, 실제 동사의 대응은 불규칙한 양상을 보이는 것으로 판단된다. 또한 Capex와의 상관관계를 도출하지 못하였기에 설비투자를 이용한 추정은 비약이 있음을 확인하였다. **절대적 수치가 일정하게 형성되어 있는 점에 착안하여 3개년 평균을 적용하여 추정한다.**

그래프 15. 인건비 및 임직원수 추이 (단위: 십억원)



자료: DART, 자본시장연구원 5팀

그래프 16. 설비 및 DA 추이 (단위: 십억원)



자료: DART, 자본시장연구원 5팀

㉠ 경상연구개발비 (Ordinary Development & Research Expenses)

재고자산의 원가(제조원가)에 판매비로 분류되어야 할 경상연구개발비가 포함된 것으로 판단되며, 이는 타계정 대체로 인해 음수의 수치가 발생된 것으로 파악된다. 해당 항목은 3개년 평균을 일괄 적용하여 추정치에 반영한다.

4.2 판매비와관리비 (SG&A) 추정

SG&A 추정 (단위: 백만 원)	2023	'2024	'2025E	'2026E	'2027E
매출총이익	77,700	113,899	124,606	136,733	156,169
YoY(%)	-	46.6%	9.4%	9.9%	10.2%
판매비와 관리비	59,475	69,515	69,409	70,455	72,132
OPM(%)	2.0%	4.2%	4.3%	4.8%	5.5%
종업원급여	11,442	12,698	14,926	15,972	17,648
% of sales	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
감가상각비	1,596	1,572	1,580	1,580	1,580
% of sales	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
무형자산상각비	482	502	444	444	444
% of sales	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
투자부동산감가상각비	495	463	461	461	461
% of sales	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
경상연구개발비	34,975	32,394	34,995	34,995	34,995
% of sales	3.8%	3.1%	2.7%	2.5%	2.3%
기타	10,486	21,886	17,004	17,004	17,004
% of sales	1.1%	2.1%	1.3%	1.2%	1.1%
영업이익	18,224	44,385	55,196	66,278	84,037

판매비와관리비(SG&A)는 매출원가와와의 구성 요소가 유사한 형태를 띤다. 다음은 특이사항을 중심으로 구체화한 내역이다.

㉠ 경상연구개발비 (Ordinary Research & Development Expenses)

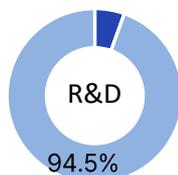
경영진이 제시한 가이던스(매출액 대비 4% ~ 6%)가 존재하였으나, 판매비 내에서 경상연구개발비가 과거 3% 내외의 비율을 보였던 점을 감안하여 실제 발생 비율을 근거로 추정치에 반영한다.

㉠ 지급수수료 및 판매보증금

2024년 해당 계정 과목에서 급격한 비용 증가가 관찰되었으며, 이는 일시적 요인일 가능성을 배제할 수 없다. 보수적인 비용 추정을 위해 과거 변동성을 반영한 가중이동평균법을 적용하여 미래 비용을 산출한다.

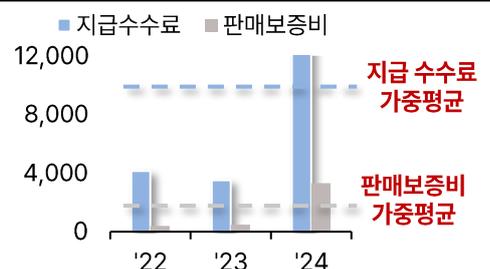
그래프 17. 24년 R&D 구성

■ 개발비 ■ 경상연구개발비



자료: DART, 자본시장연구회 5팀

그래프 18. 지급수수료 및 판매보증비 추이 (단위: 백만원)



자료: DART, 자본시장연구회 5팀

4.3 기타손익 및 금융손익 추정

해당 항목은 외환 관련 처분 및 평가 손익, 리스 해지 이익, 잡이익(손실) 등으로 구성되어 있으며, 이 중 외환 관련 손익이 대부분을 차지한다. 최근 환율 불확실성 증대 및 해당 손익이 비경상적 성격을 지니는 점을 고려하여, 최근 3개년 이동평균을 적용하여 추정치에 반영하였다. 금융손익 또한 기타손익과 유사한 논리 및 비경상적 특성을 고려하여 3개년 이동평균을 적용하여 추정한다.

4.4 법인세 비용 (Corporate Tax Expense) 추정

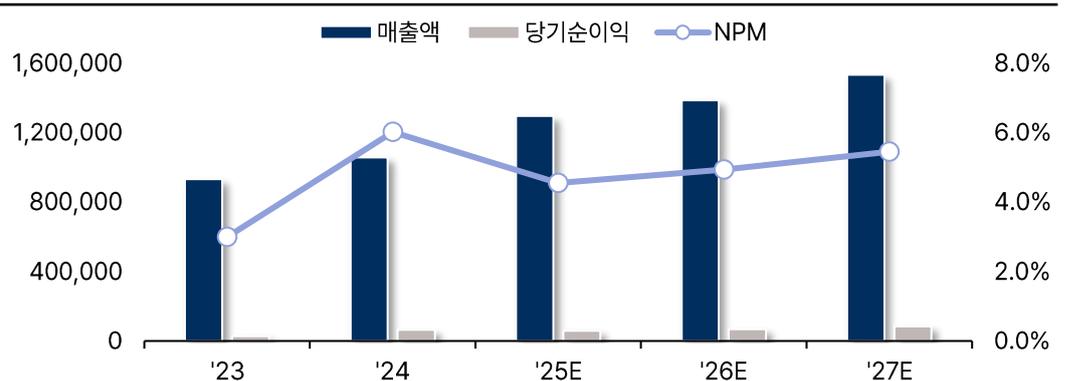
2023년 및 2024년에 법인세 수익이 기록된 바 있는데, 이는 경정청구에 따른 환급세액이 반영된 결과로 판단된다. 향후 추가적인 경정청구 발생 여부를 예측하기 어려운 점을 감안하여, 보수적인 관점에서 관할국별 현행 유효세율 최저인 15%를 적용하여 법인세 비용을 추정하였다.

기타수익 및 비용					
(단위: 백만 원)	'23	'24	'25E	'26E	'27E
기타수익	33,492	45,563	52,066	52,066	52,066
기타비용	20,975	26,823	34,194	34,194	34,194
기타손익	12,517	18,740	17,872	17,872	17,872

금융 수익 및 비용					
(단위: 백만 원)	'23	'24	'25E	'26E	'27E
금융수익	1,079	2,499	1,415	1,415	1,415
금융비용	4,008	6,522	5,035	5,035	5,035
금융손익	-2,929	-4,023	-3,621	-3,621	-3,621

당기순이익 추정					
(단위: 백만 원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업이익	18,224	44,385	55,196	67,488	73,852
기타손익	12,517	18,740	17,872	17,872	17,872
금융손익	(2,929)	(4,023)	(3,621)	(3,621)	(3,621)
법인세차감전순이익	27,812	59,102	69,447	81,739	88,103
법인세비용	-112	-4,503	10,417	12,261	13,215
당기순이익	27,924	63,605	59,030	69,478	74,888
NPM(%)	3.0%	6.0%	4.6%	5.0%	5.2%
지배주주순이익	27,924	63,605	59,030	69,478	74,888
비지배주주순이익	0	0	0	(단위: 백만 원)	0

그래프 19. 매출액 및 당기순이익 추이



자료: DART, 자본시장연구회 5팀

5. Multiple

5.1 절대가치평가 vs 상대가치평가 (Valuation Method)

동사는 전장 부문에서 현대차그룹(HMG), 모바일 부문에서 삼성전자를 핵심 고객사로 확보하고 있으며, 각각 1차 벤더 지위 강화와 플래그십 모델 내 점유율 확대를 통해 가파른 외형 성장이 전망된다. 다만, B2B 부품 업종의 특성상 전방 산업의 수요 변동성에 민감하게 연동되는 구조를 가진다.

2026년 실적은 주요 고객사의 가이드스(HMG의 SDV 전환, 삼성전자 신규 모델 출시 등)에 기반하여 추정 가능하나, 2027년 이후의 장기 현금흐름 추정에는 불확실성이 존재한다. 이에 따라 과도한 가정이 수반되는 절대가치평가(DCF)보다는, 이익 성장성에 기반한 상대가치평가를 적용하는 것이 타당하다고 판단한다.

5.2 Why PER?

동사의 투자 포인트는 ① 자율주행(FSD) 시장 개화 및 HMG의 SDV 전환에 따른 전장 부문의 구조적 성장, ② 삼성전자 내 프리미엄 라인업(OIS 탑재 모델 등) 비중 확대에 요약된다.

2026년은 HMG의 SDV 전략 구체화와 삼성전자 차기 플래그십(Galaxy S26 등) 공급 확대가 맞물리며 이익 레버리지 효과가 극대화되는 시점이 될 것이다. 이러한 이익 체력의 쿼터 점프와 수익성 개선을 온전히 반영하기 위해서는 순이익 기반의 **PER method**가 가장 적합하다.

5.3 왜 Historical PER을 쓰지 않는가?

과거 동사의 밸류에이션은 2020년 모바일 고사양화 및 전장 모멘텀 기대감으로 확장되었으나, 이후 실적 변동성으로 인해 2024년 기준 역사적 하단 수준까지 조정받은 상태다.

현재의 낮은 PER 배수는 일시적인 저평가 구간으로 판단되나, 과거의 평균치(Historical Average)를 단순히 목표 배수로 적용하기에는 무리가 있다. 현재는 과거 대비 전장 매출 비중이 확대되는 등 사업 포트폴리오의 구조적 변화가 진행 중이기 때문이다. 따라서 과거 수치보다는 사업 구조가 유사한 Peer 그룹의 현황을 반영하는 것이 합리적이다.

5.4 Peer 그룹 선정 및 산출 근거

목표주가 산출을 위해 Peer Group의 12M Fwd PER을 가중 평균하여 적용하였다. Peer 선정 기준은 ① 사업 구조의 유사성(BM)과 ② 기업 규모 및 재무 구조를 최우선으로 고려하였다.

카메라 모듈을 영위하는 대형사(삼성전기, LG이노텍)의 경우, 타 사업부(기판, 광학솔루션 등) 혼재 및 시가총액 규모의 차이로 인해 직접적인 비교 대상(Peer)으로 설정하기에는 과리가 존재한다. 또한 전장 사업은 동사의 기술우위를 전혀 고려하지 못하고 있는 것으로 판단된다.

따라서 당사는 동사의 양대 사업축인 모바일과 전장 부문의 특성을 가장 잘 반영할 수 있는 기업을 각각 선정하여 가중평균하는 방식을 채택했다.

- **모바일 부문 Peer:** 파트론 (삼성전자 벤더 내 유사한 지위)
- **전장 부문 Peer:** 세코닉스 (전장 렌즈 및 모듈 사업 영위)

최종적으로 두 기업의 2026F PER에 동사의 사업부별 예상 매출 비중을 가중치를 두어 Target Multiple을 산출하였다.

6. Target Price

상기의 논의를 종합하여 추정된 26E EPS 4,129원에 Target PER 11.5배를 적용한 목표주가 47,400원, 투자의견 Buy를 제시한다.

Peer PER Method	
2026E 당기순이익 (백만원)	68,449
유통주식수	16,578,052
2026E EPS	4,129
Target PER	11.5
목표주가	47,400
현재주가	27,000
상승여력	75.5%

End of Document

감사합니다.

Disclaimer

본 보고서는 소속 학회원들의 학습 목적으로 한국외국어대학교 경영대학 소속 금융학회 자본시장연구회(이하 "자본시장연구회")에 의해 작성되었으며, 그 외 다른 목적으로 사용될 수 없습니다.

본 보고서는 게시일 이전까지 신뢰할 수 있는 출처로부터 얻은 공개된 자료를 바탕으로 제작되었으며, 언급된 회사에 대한 내부 정보는 어떠한 형태로도 취득하거나 사용하지 않았습니다. 따라서, 자본시장연구회는 본 보고서에 포함된 자료 및 정보의 공정성, 정확성, 신뢰성에 대해 어떠한 보증도 제공하지 않으며 본 보고서 또는 그 내용의 사용으로 인해 발생하는 어떠한 손실에 대해서도 책임을 지지 않습니다.

본 보고서에는 미래에 대한 추정치가 포함되어 있으며, 이는 과거가 아닌 미래 사건과 관계된 사항으로 다양한 가정에 기초한 예측일 뿐 실제 결과와 다를 수 있습니다. 이는 향후 경영환경의 변화 등에 따라 영향을 받으며, 본질적으로 불확실성을 내포하고 있는 바, 본 보고서에 기재되거나 암시된 어떠한 정보 및 견해도 투자 또는 의사결정의 근거로 활용될 수 없습니다.

본 보고서의 저작권은 전적으로 자본시장연구회에 귀속되며, 사전 허가 없이 본 보고서의 전부 또는 일부를 복제, 배포, 전송, 또는 상업적 목적으로 사용하는 행위는 엄격히 금지됩니다. 또한, 자본시장연구회 학회원을 제외한 제3자는 사전 동의 없이 본 보고서를 인용하거나 활용할 수 없습니다.



E-mail: hufscmrc.official@gmail.com
Website: <https://hufscmrc.wixsite.com/mysite>
Instagram: [hufs_cmrc](#)