



한국IR협회의

기업리서치센터
Stock Research Center

KOSDAQ
반도체와반도체장비

기업분석 2022.08.12

칩스앤미디어 (140070)

자동차용 반도체와 각국 반도체 자립 수혜주

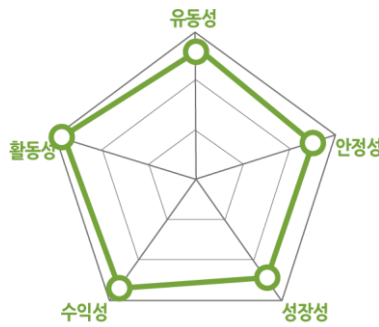
체크 포인트

- 칩스앤미디어는 반도체용 IP(Intellectual Property, 설계자산) 개발 및 판매를 목적으로 2003년에 설립. 반도체 업종에서 IP란 일반적인 IP(발명·상표·디자인 등 산업 재산권과 문학·음악·미술 작품에 관한 저작권)와 다르며 반도체 소자용 논리 회로 블록을 의미
- 반도체용 IP 사업을 영위하는 기업 중에 잘 알려진 기업은 영국의 반도체 기업 ARM 홀딩스. 소프트뱅크가 ARM 홀딩스를 인수할 당시의 Trailing PSR 및 PER 밸류에이션은 각각 17배, 50배로 높은 가치 인정. 최근 반도체 산업의 전방 수요에서 자율주행 기술 구현을 위한 자동차용 반도체 IP 수요 증가. 아울러 기존 반도체 설계 기업(팹리스)에 의존하지 않고 반도체 자립을 추진하는 기업의 IP 수요 증가
- 2022년 매출과 영업이익은 전년 대비 20%, 54% 증가한 240억원, 80억원 전망. 매출 추정 시 미국 반도체 업종의 유사 기업(Cadence 17.7%, Synopsys 24.9%)이 가장 최근에 발표한 매출 증가를 참고. 영업 레버리지 효과로 영업이익은 더욱 빠르게 증가할 전망

주가 및 주요 이벤트

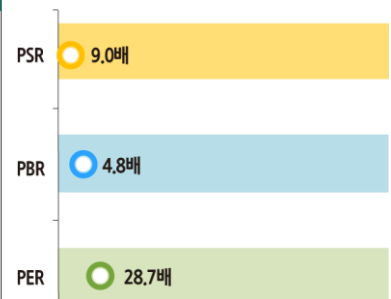


재무 지표



주: 2021년 기준, Enguide WICS 분류 상 IT산업 내 등급화

밸류에이션 지표



주: PSR, PER은 2021년 기준, PBR은 1Q22 기준, Trailing, Enguide WICS 분류 상 IT산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

한국 증시에서 보기 드문 반도체용 IP 공급사

칩스앤미디어는 반도체용 IP(Intellectual Property, 설계자산) 개발 및 판매를 목적으로 2003년 3월 6일에 설립. 반도체 업종에서 IP란 일반적인 IP(발명·상표·디자인 등 산업 재산권과 문학·음악·미술 작품에 관한 저작권)와 다름. 반도체 소자 내에서 구현되기 위해 미리 정의된 논리 회로 블록을 의미

글로벌 반도체용 IP 1위 기업 ARM 홀딩스는 높은 가치 인정받아

반도체용 IP 사업을 영위하는 기업은 AMD나 퀄컴처럼 반도체를 설계하는 팹리스(Fabless) 사업을 전개하다가 확보한 기술을 IP로 재활용하는 경우가 많음. 따라서 팹리스+IP 복합기업에 가까움. 이와 달리 반도체용 IP 사업을 전문적으로 영위하는 기업 중에 잘 알려진 기업은 영국의 반도체 기업 ARM 홀딩스, 소프트뱅크가 ARM 홀딩스를 인수할 당시의 Trailing PSR 및 PER 밸류에이션은 각각 17배, 50배로 높은 가치 인정. 최근 반도체 산업의 전방 수요에서 자율주행 기술 구현을 위한 자동차용 반도체 IP 수요 증가. 아울러 기존 반도체 설계 기업(팹리스)에 의존하지 않고 반도체 자립을 추진하는 기업의 IP 수요 증가

2022년 실적은 전년 대비 두 자릿수 증가 전망

2022년 매출과 영업이익은 전년 대비 20%, 54% 증가한 240억원, 80억원 전망. 매출 추정 시 미국 반도체 업종의 유사 기업(Cadence 17.7%, Synopsys 24.9%)이 가장 최근에 발표한 매출 증가율 참고. 영업 레버리지 효과로 영업이익은 더욱 빠르게 증가할 전망

Forecast earnings & Valuation

	2018	2019	2020	2021	2022F
매출액(억원)	141	161	154	200	240
YoY(%)	56.2	14.1	-4.6	29.7	20.1
영업이익(억원)	20	36	24	52	80
OP 마진(%)	14.3	22.3	15.5	26.0	33.3
지배주주순이익(억원)	26	45	19	63	79
EPS(원)	274	469	200	650	822
YoY(%)	흑전	71.1	-57.4	225.1	26.5
PER(배)	17.9	15.6	61.0	36.4	22.7
PSR(배)	3.4	4.4	7.6	11.4	7.5
EV/EBITDA(배)	11.5	12.4	29.3	30.7	16.5
PBR(배)	1.7	2.2	3.6	6.0	4.1
ROE(%)	9.6	14.9	6.0	17.8	19.3
배당수익률(%)	1.1	1.6	0.4	0.7	0.9

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (8/10)	18,650원
52주 최고가	25,400원
52주 최저가	12,300원
KOSDAQ (8/10)	820.27p
자본금	50억원
시가총액	1,798억원
액면가	500원
발행주식수	10백만주
일평균 거래량 (60일)	13만주
일평균 거래액 (60일)	23억원
외국인지분율	2.31%
주요주주	한투반도체투자 26.50%
	텔레칩스 8.00%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	21.1	-7.0	14.4
상대주가	13.2	1.6	46.8

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 'EPS 증가율', 수익성 지표는 '영업이익률', 활동성 지표는 '순운전자본회전율', 유동성 지표는 '유동비율임.
2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.



기업 개요

칩스앤미디어의

매출에 기여하는 주요 기술은

영상 정보를 처리하는

비디오 IP

자동차용 인포테인먼트, 홈 엔터테인먼트 분야에서 영상 정보 처리 IP 공급

칩스앤미디어는 반도체용 IP(Intellectual Property, 설계자산) 개발 및 판매를 목적으로 2003년 3월 6일에 설립됐다. 반도체 업종에서 IP란 일반적인 IP(발명·상표·디자인 등 산업 재산권과 문학·음악·미술 작품에 관한 저작권)와 다르다. 반도체 소자 내에서 구현되기 위해 미리 정의된 논리 회로 블록을 의미한다. 즉, 개별 블록이 반도체의 IP이다.

반도체를 설계하는 팹리스(Fabless) 기업이 설계 작업을 시작할 때 개별 블록(IP)을 확보해야 한다. 예를 들어 미국의 반도체 설계 기업 AMD가 그래픽 처리 반도체를 설계할 때 이를 구현하기 위한 개별 블록(IP)이 필요하다. 개별 블록은 마이크로 프로세서, 메모리, 디지털 신호 처리기, 아날로그 신호 처리기, 입출력 회로 등으로 다양하다.

반도체 산업의 초창기에는 신제품 칩이 개발될 때마다 개발을 담당하는 주체가 필요한 모든 개별 블록(IP)을 직접 개발해야만 하는 상황이었다. 이런 과정을 거쳐 개발된 개별 블록이 또다시 새로운 신제품 칩을 설계할 때 재활용(Reuse)되거나 제3자에 의해 사용되기 시작하면서 반도체 업종에서 IP 산업이 태동하기 시작했다.

반도체용 IP를 제공받아 활용하는 고객사는 AMD처럼 반도체를 설계하는 팹리스 기업이다. 그런 관점에서 바라보면, 칩스앤미디어의 고객사도 팹리스 기업이다. 칩스앤미디어는 2004년 9월, 국내 팹리스 기업에 최초로 비디오 IP를 공급했고, 2005년 7월, 미국 반도체 기업에도 비디오 IP를 공급했다.

전 세계 반도체 업종에서 순수하게 반도체용 IP를 공급해서 실적을 시현하는 기업 중에 언론을 통해 잘 알려진 기업은 영국의 ARM 홀딩스이다. 2015년에 소프트뱅크가 ARM 홀딩스의 기업 가치를 높게 인정하며 인수했다. 이후에 미국의 반도체 기업 엔비디아가 2020년에 소프트뱅크로부터 ARM 홀딩스를 인수하려다가 일부 국가(영국, 중국)에서 반대하는 바람에 인수하지 못하며 ARM 홀딩스는 또다시 뜨거운 감자로 주목받았다.

ARM 홀딩스처럼 IP 사업을 전문적으로 영위하는 반도체 기업은 보기 드물다. 오히려 IP 사업을 전개하면서 다른 사업도 동시에 영위하는 양수겸장(兩手兼將) 기업이 많다. 반도체를 설계하는 팹리스 기업이 IP 제공 사업을 동시에 전개하기도 하고, 반도체 설계/검증용 소프트웨어를 공급하는 EDA(Electronic Design Automation) 기업이 IP 제공 사업을 동시에 영위하기도 한다. 전자를 대표하는 기업(팹리스+IP)은 AMD와 퀄컴이다. 후자를 대표하는 기업(EDA+IP)은 Cadence(케이던스), Synopsys(시놉시스)이다.

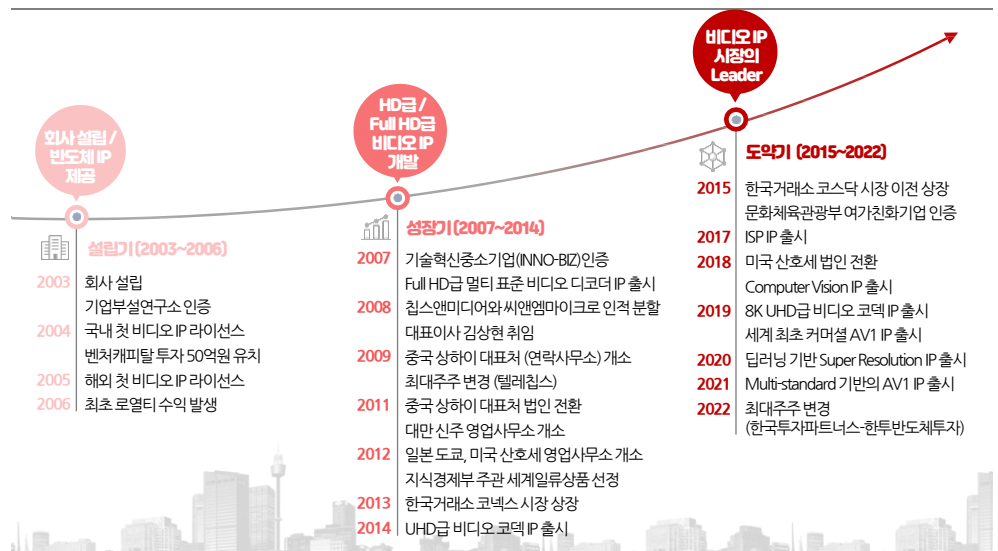
칩스앤미디어는 ARM 홀딩스처럼 순수한 IP 기업이다. 2003년 설립 이후에 IP 사업을 통해 수익을 거두는 한편 반도체를 설계하는 팹리스 사업을 동시에 영위했다. 그러다가 2008년 5월에 IP 사업과 팹리스 사업이 분리되며 팹리스 사업을 영위하는 씨앤엠마이크로가 별도로 분할됐다. 이후 칩스앤미디어는 순수하게 IP 사업만 영위하고

있다. 칩스앤미디어는 2013년 10월에 한국거래소 코넥스 시장에 상장했고, 2015년 8월에 코스닥 시장으로 이전 상장했다. 2016년과 2020년에는 각각 주주배정 무상증자를 실시했다.

칩스앤미디어의 매출에 기여하는 IP는 영상 정보를 처리하는 비디오 IP이다. 일반적으로 컴퓨터와 같은 디바이스에서 영상을 처리한다고 하면 GPU(그래픽 처리 반도체, Graphic Processing Unit)를 쉽게 떠올릴 수 있다. 물론 GPU와 같은 프로세서를 사용하여 영상 정보를 처리할 수도 있지만 단점이 존재한다. 많은 양의 계산이 이루어지고 이를 실시간으로 처리하기 위해서는 높은 주파수를 필요로 하기 때문에 그에 따른 전력 소모가 상당하다. 특히 충전이 필요한 디바이스에서는 전력 소모가 과다한 GPU로 영상을 처리하는 것이 효율적이지 않다. 결론적으로 GPU에도 영상 정보 처리 기능(Image Processing)이 포함되어 있지만 지속적인 전원 공급, 그리고 높은 비용(GPU 가격)을 부담해야 하는 단점이 상존한다.

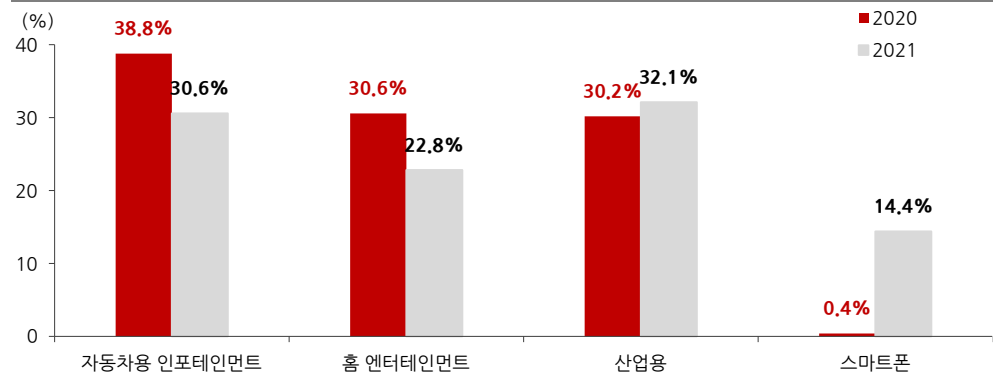
전문적이고 효율적인 영상 정보 처리 IP 기술이 필요한 영역에서 칩스앤미디어의 매출이 발생하고 있다. 영상 정보는 텍스트 정보와 달리 사이즈가 크다. 예를 들어 자동차용 카메라 이미지 센서를 통해 수집한 영상의 사이즈는 크다. 따라서 영상 정보를 전송할 때 압축 기술과 재생 기술이 필요하고, 영상 정보를 복호화/부호화할 때 데이터의 손실이 최소화되어야 한다. 이런 기술을 필요로 하는 전방 산업은 자동차용 인포테인먼트, 홈 엔터테인먼트(TV, 셋톱박스, 고프로 액션캠), 산업용(드론, 감시용 CCTV), 스마트폰 등이다. 이런 영역의 엔드 유저를 위해 반도체를 설계하는 팹리스 기업이 전문적인 영상 정보 처리 IP 기술을 필요로 할 때 칩스앤미디어의 IP 기술을 활용한다. 칩스앤미디어의 응용처별 매출 비중은 자동차용 인포테인먼트 30.6%, 홈 엔터테인먼트 22.8%, 산업용 32.1%, 스마트폰 14.4%이다.

연혁



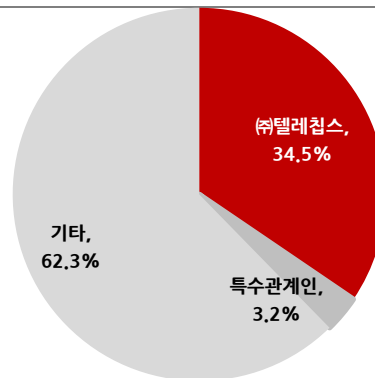
자료: 칩스앤미디어, 한국IR협의회 기업리서치센터

응용처별 매출 비중



자료: 칩스앤미디어, 한국IR협의회 기업리서치센터

주주 구성



주: 1) 2022년 3월 31일 기준, 2) 2022년 4월 22일 최대주주인 쉐어레칩스는 보유주식 보통주 3,326,063주 중 2,554,683주(총 발행주식총수의 26.5%)를 한국투자파트너스에게 양도하는 계약 체결. 이에 따라 쉐어레칩스의 보유주식은 보통주 771,380주(8.0%), 한국투자파트너스와의 보유주식은 보통주 2,554,683주(26.5%)로 변경. 거래종결일은 2022년 6월 15일

자료: 칩스앤미디어, 한국IR협의회 기업리서치센터



산업 현황

영국의 ARM 홀딩스,
한국의 칩스앤미디어처럼
순수하게 반도체용 IP 사업을
전개하는 기업보다는
IP 사업과 설계 사업을
동시에 영위하는 경우가
더욱 많은 편

소프트뱅크가 ARM 홀딩스를 인수한 이후 반도체용 IP 기업의 매력 재부각

반도체용 IP(Silicon Intellectual Property)는 일반적으로 뉴스를 통해 알려진 여타 산업용 IP(발명·상표·디자인 등 산업 재산권과 문학·음악·미술 작품에 관한 저작권)와 다르다. 반도체 소자 내에서 구현되기 위해 미리 정의된 논리 회로 블록을 의미한다. 즉, 개별 블록이 반도체의 IP이다. 반도체 산업이 태동하던 초기에 IP는 사실상 일회성으로 존재했지만 재활용 빈도가 높은 특정 블록이 상용화되어 누군가에게 판매되기 시작하자 IP라는 산업이 성장하기 시작했다.

IP의 수요처는 어디일까? 바로 반도체를 설계하는 팹리스(Fabless) 기업이다. 칩스앤미디어가 스마트폰이나 디지털 TV를 설계하는 데 필요한 IP를 팹리스 기업에 제공하면, 팹리스 기업은 칩스앤미디어로부터 공유받은 IP와 더불어 자체 IP 또는 칩스앤미디어가 아닌 다른 기업으로부터 제공받은 IP를 종합적으로 활용해 엔드 유저(End User)(TV 제조사, 스마트폰 제조사, 완성차 제조사)를 위한 반도체를 설계한다.

이처럼 반도체를 설계하는 팹리스 기업이 다양한 IP를 활용해 반도체를 설계하다 보니, 반도체 설계 사업을 주력으로 유지하면서도 설계 과정에서 스스로의 필요에 의해 개발하게 된 IP를 재활용하는 사업을 영위하기도 한다. 결국 반도체 설계 기업이 반도체용 IP 사업도 동시에 영위하게 되는 경우가 많다. 이런 기업 중에 글로벌 시장에서 잘 알려진 기업은 미국의 AMD이다. AMD는 그래픽 처리 반도체나 중앙 처리를 설계하며 시장 점유율을 키워가고 있다. 그런데 AMD의 사업을 전체적으로 살펴보면 그중에서 자체 IP를 활용해 반도체를 설계하는 사업이 존재한다. 바로 Semi-Custom 사업이다.

AMD의 Semi-Custom 사업부를 한국말로 표현하면 '맞춤형 설계' 사업부라고 할 수 있다. AMD가 자체적으로 개발해서 보유하고 있는 Core IP를 활용해서 특정 고객사를 위한 맞춤형 제품(그래픽 처리 반도체 또는 중앙 처리 장치)을 설계하는 사업이다. 특정 고객사의 사용자 경험과 요구 성능에 적합한 제품을 설계하기 위해 AMD는 시스템 디자이너 및 제조사(파운드리 파트너사)와 협력한다. 마치 패션 디자이너가 특정 고객을 위해 제품을 선보이는 과정에서 기획, 디자인, 생산(원단/부자재) 기업과 협력하는 모습을 연상하게 한다.

AMD가 설계한 맞춤형 제품(Semi-Custom)을 이용하는 엔드 유저는 주로 게임콘솔 고객사 또는 노트북 PC 고객사이다. AMD가 미국 증권거래위원회에 제출한 2021년 연간 보고서를 살펴보면 Semi-Custom 사업부에서 활용하는 IP는 AMD가 자체 개발한 IP("We leverage our existing IP.")라는 내용이 기재되어 있다.

이처럼 반도체 설계사인 AMD는 반도체 설계 사업뿐만 아니라 자체 IP를 활용한 사업을 동시에 영위하고 있다. 글로벌 반도체 시장에서 순수하게 IP 사업만을 영위하는 대형주는 찾아보기가 어렵다. 미국 필라델피아 반도체 지수 내에서 IP 사업으로 제법 많은 수익을 창출하는 기업은 켈컴이다. 켈컴도 AMD처럼 반도체 설계 사업과 IP 사업을 동시에 영위하고 있으며, 매출 기여도 측면에서 반도체 설계 사업이 훨씬 크게 이바지하고 있다. 따라서 켈

칩을 IP 제공사라고 부르기도 하지만 반도체 설계 기업이라고 보는 것이 적절하다. 켈컴은 분기 실적을 발표할 때 반도체 설계 사업부와 IP 사업부의 이익률을 EBIT(Earnings before Interest and Taxes) 마진 기준으로 발표하는데, IP 사업부의 EBIT 마진율은 무려 70~80% 내외 수준에 육박한다. 뒤에서 다시 언급할 예정이지만, 이처럼 IP 사업의 높은 마진은 몇몇 반도체용 IP 기업의 기업 가치를 끌어올리는 데 크게 기여했다.

순수하게 반도체용 IP 사업을 영위하는 곳을 찾아보기 힘든 상황에서 글로벌 반도체 시장의 상장사, 비상장사를 통틀어 가장 잘 알려진 IP 기업은 어디일까? 바로 영국의 ARM 홀딩스다. ARM 홀딩스는 1990년에 합작 법인으로 설립됐는데, 당시 ARM 홀딩스의 출자자 중에 애플도 포함되어 있었다. 애플은 이후에도 지분을 유지했으나 ARM 홀딩스가 런던 증권거래소와 나스닥에 상장하게 되면서 지분율이 1999년 14.8%까지 감소했다.

ARM 홀딩스가 반도체 업종 관련 뉴스에 전면적으로 등장한 시기는 2016년이다. 소프트뱅크가 ARM 홀딩스를 310억달러에 인수한다고 발표했다. 뉴스 발표 당시에 제시된 기업 가치는 뉴스가 알려지기 직전 시가총액 대비 43% 높은 수준이었다.

그렇다면 ARM 홀딩스의 기업 가치에 반영된 밸류에이션은 어느 정도 수준일까? 소프트뱅크의 인수 전에 마지막으로 공개된 ARM 홀딩스의 2015년 연간 실적은 매출 1,488백만파운드, 세전이익 511백만파운드이다. US달러로 환산하면 매출 1,794백만달러, 세전이익 616백만달러이다. 이를 시가총액과 비교하여 Trailing PSR 및 PER 밸류에이션으로 환산하면 각각 17배, 50배이다. 반도체 기업으로서의 결코 싸다고 할 수 없는 밸류에이션이다. 필라델피아 반도체 지수의 편입주 중에 PER 밸류에이션 50배가 나름대로 정당화되어 있는 기업은 ASML이나 엔비디아처럼 주력 제품(ASML의 극자외선 노광 장비, 엔비디아의 데이터센터용 GPU)의 점유율이 경쟁사 대비 압도적으로 높은 기업이다.

소프트뱅크가 ARM 홀딩스를 인수한다고 발표하기 전까지는 한국 증시에서도 반도체용 IP 공급사에 대한 관심이 상대적으로 낮았다. 칩스앤미디어 외에 유의미한 규모의 매출을 기록하는 IP 공급사가 거의 전무했기 때문이다. 칩스앤미디어가 코스닥 시장으로 이전 상장을 추진하던 당시(2015년 7월)의 투자설명서를 살펴보면 비교 기업으로 어보브반도체, 이미지스, 알파칩스, 아나패스, 에이디테크놀로지 등이 제시되어 있는데, 이들 기업은 반도체를 설계하는 팹리스(어보브반도체, 이미지스, 아나패스) 또는 파운드리와 팹리스 사이에서 가교 역할을 담당하는 디자인 서비스 파트너사(알파칩스, 에이디테크놀로지)이다. 결론적으로 칩스앤미디어와 직접적으로 비교할 만한 순수한 IP 공급사는 한국 증시에 없었다고 할 수 있다.

한국 반도체 시장뿐만 아니라 글로벌 반도체 시장에서도 순수하게 반도체용 IP 사업만을 영위하는 기업을 찾아내기가 어렵다. 앞서 언급했던 것처럼 반도체 설계 사업과 IP 사업을 동시에 영위하거나 반도체 설계용 소프트웨어(EDA: Electronic Design Automation) 사업과 IP 사업을 동시에 영위하기 때문이다. 반도체용 IP 전문 기업을 찾아내기 어려운 또다른 이유는 동종 업종 내에서 인수합병이 활발하게 일어났기 때문이다. 즉, 반도체용 IP 시장에서 국제적인 위상을 보유하고 있는 기업들이 중소규모의 IP 기업을 인수하며 새로운 기술을 확보한다. 즉, IP Portfolio 확대(다변화)를 목표로 하는 대형 IP 기업들은 고객사 신뢰(Reference) 축적에 오랜 기간(최소 2~3년)이

걸리는 자체 개발보다는 자본력을 바탕으로 검증된 개발 능력을 보유하고 있는 중소 IP 사업 영위 기업들을 인수하는 것을 선호한다. 그러다 보니 1위는 늘 1위이고, 2위는 늘 2위이다. 점유율이 낮다가 치고 올라오는 기업을 찾아보기 어렵다. 1위 또는 2위 기업이 인수하기 때문이다.

칩스앤미디어가 2015년에 코스닥으로 이전 상장할 때 공시했던 투자설명서를 살펴보면 이와 같은 인수합병의 역사를 확인할 수 있다. 글로벌 1위 기업이라고 할 수 있는 ARM 홀딩스는 2004년과 2008년에 각각 Artisan과 Logipard를 인수했다. Artisan은 Memory Cell/Block IP 및 Physical Library IP 분야에서 1위를 차지하던 강소기업이다. Logipard는 칩스앤미디어처럼 Video IP를 개발하는 곳이다. 한편, ARM 홀딩스의 경쟁사이며 반도체 설계용 소프트웨어(EDA: Electronic Design Automation) 사업과 IP 사업을 동시에 영위하고 있는 Synopsys(시놉시스)는 2009년에 아날로그 반도체 관련 IP 기업을 인수했고, 2020년에는 Virage Logic이라는 기업을 인수하며 프로세서(정보 처리)용 IP 및 메모리 반도체용 IP 기술을 확보했다. 이렇게 인수합병이 이어지면서 결국 1위와 2위인 ARM 홀딩스와 Synopsys(시놉시스)의 위상은 더욱 강화됐다.

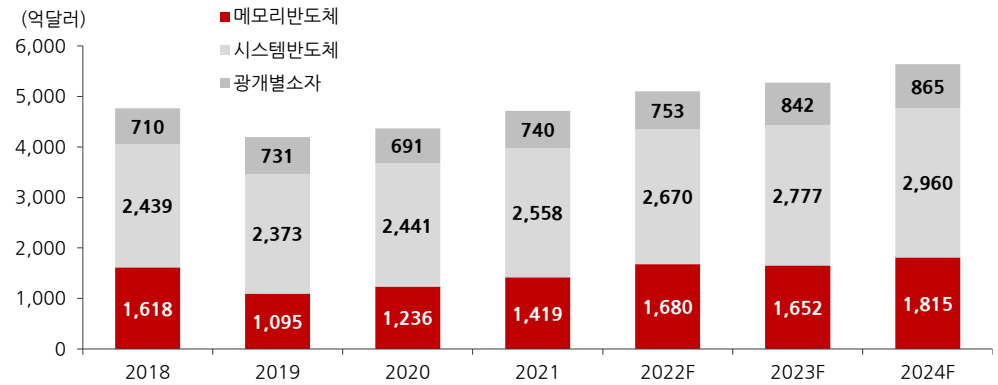
그런데 최근에는 칩스앤미디어처럼 특정 업종에 전문화된 반도체용 IP 기업이 실적 성장을 바라볼 수 있는 길이 열렸다. 특히 칩스앤미디어의 매출에서 각각 31%, 23%의 비중을 차지하고 있는 응용처인 자동차용 인포테인먼트와 홈 엔터테인먼트 시장에서는 다음과 같은 변화가 일어나고 있다.

자동차용 인포테인먼트 반도체의 경우에는 자동차의 전장화에 따른 수혜가 예상된다. 자동차가 단순한 이동 수단이었을 때에는 1대당 반도체 탑재량이 수백 달러 수준에 그쳤다. 그러나 이제 운전자의 편의성과 안전성이 완성차의 경쟁 요소로 부각되고 있다. 앞좌석에만 설치되던 디스플레이가 완성차의 천장 또는 뒷좌석에 설치되며 정보 전달과 엔터테인먼트 기능이 강화되고 있다. 이처럼 차량 내의 디스플레이 디바이스 설치가 확대되자 차량 내의 디바이스간 통신이 더욱 중요해졌다. 아울러 운전자 보조 시스템, 자율 주행과 관련된 기능이 점점 강화되고 있다. 자율주행차가 레벨 2 수준을 넘어서 레벨 3, 4, 5 수준에서 상용화되려면 차량 주변 정보를 수집하고 빠르게 처리할 수 있도록 다수의 카메라와 1대의 라이다가 필요하다. 결론적으로 무역 분쟁 이전에 자동차 1대에 탑재되는 반도체는 대당 400달러 수준이었는데, 무역분쟁을 계기로 500달러를 넘어섰고, 전통적인 완성차 대비 더욱 전장화된 차량에서는 기존 대비 2~4배의 반도체가 필요하다. 금액 기준으로 1,000~2,000달러 수준에 해당된다. 시장분석기관 가트너에 따르면 자율주행 대중화 시점으로 예상되는 2024년에는 완성차에 투입되는 반도체가 대당 평균 1,000달러를 넘어설 것으로 전망된다.

한편 홈 엔터테인먼트 시장에서는 콘텐츠의 중요성이 지속적으로 커지고 데이터 전송량이 증가함에 따라 같은 크기의 화면에서 더 많은 픽셀로 영상물을 선명하게 표시할 수 있는 초고화질 디바이스에 대한 요구가 커지고 있다. Ultra HD급의 초고화질 비디오는 TV, 셋톱박스, 모바일 등 영상 송출용 기기는 물론 제작, 전송 산업에서도 경쟁력을 가늠하는 기술로 자리잡았다. 어떤 기기에서든 고해상도(초고화질) 콘텐츠를 실시간으로 송출하려면 네트워크의 발달과 함께 고효율 비디오 코덱의 적용이 필수적이다. AVC/H.264, HEVC/H.265에 이어 HEVC 코덱(영상 데이터를 처리하기 쉽도록 부호화시켰다가, 다시 영상 데이터를 읽기 위해 복호화하는 기술) 대비 효율이 30~40%가량 뛰어난 AV1에 이르기까지 새로운 규격이 발표되면서 UHD 산업의 발전은 디스플레이 장비, 비디

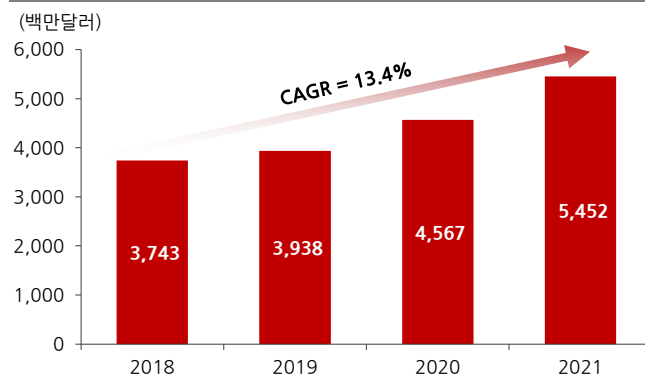
오 서버, 비디오 코덱 칩과 같은 제품의 광범위한 시장 성장을 인도하고 있다. 글로벌 콘텐츠 제작사들과 스트리밍 서비스 업체들은 AV1 코덱을 이용한 고화질 영상 스트리밍 서비스를 시작했다. 이에 따라 디지털 TV, 셋톱박스 등 미디어 스트리밍 장치(Streaming Device)에서 AV1 표준의 수요가 증가할 것으로 기대된다. AV1은 AOMedia Video 1을 의미하며 2018년 3월 28일에 발표된 후 2018년 6월 25일에 세부 스펙이 공개된 오픈소스 기반의 비디오 코덱이다. 국내 언론 보도를 참고하면 AV1 표준에 관심이 큰 곳은 네트워크 이용량의 절감이 필요한 동영상 콘텐츠 제공사, 동영상을 재생하는 칩셋을 설계하는 반도체 회사, 동영상 재생 앱 제작사 등이다.

반도체 산업 시장 전망



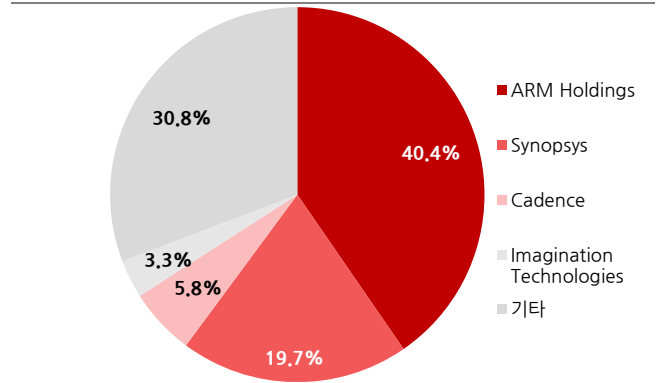
자료: WSTS, Gartner, OMDIA, 한국과학기술기획평가원, 한국IR협의회 기업리서치센터

글로벌 반도체용 IP 시장 규모



자료: IP nest, 한국IR협의회 기업리서치센터

2021년 글로벌 반도체용 IP 시장 매출 비중



자료: IP nest, 한국IR협의회 기업리서치센터

투자포인트
**[1] 자동차용 반도체
수요 증가에 따른 수혜**
자동차용 반도체의 수요가 증가하는 가운데 각국의 반도체 자립 흐름도 우호적

칩스앤미디어의 첫번째 투자포인트는 자동차용 반도체 수요 증가에 따른 수혜가 기대된다는 점이다. 자동차용 반도체는 오랜 기간 동안 반도체 업종에서 상대적으로 크게 관심을 받지 못했다. 자동차가 이동 수단이고 전문적인 IT 기기가 아니다 보니 자동차에 탑재되는 반도체의 비중이 스마트폰이나 PC만큼 크지 않았기 때문이다. 이렇다 보니 반도체가 적용되는 시장에서 자동차가 차지하는 비중은 약 10% 수준으로 상대적으로 낮았다.

2021년 4월에 미국의 Semiconductor Industry Association이 보스턴 컨설팅 그룹과 공동으로 취합, 발표한 반도체 산업 자료 [Strengthening the Global Semiconductor Supply Chain in an Uncertain Era]를 참고하면, 반도체 시장의 응용처 중에 자동차가 차지하는 비중은 10%에 불과하며 스마트폰(26%) 또는 서버/통신장비(24%) 대비 낮다. 자동차가 전장화되었다고 하지만 아직까지 정보를 처리하는 기능보다는 이동 수단으로서의 기능에 충실하기 때문이다. 따라서 반도체 시장 규모를 500~600조원으로 전망하면 자동차용 반도체(자동차용 DRAM, 자동차용 Flash 저장장치, 자동차용 카메라 이미지 센서, 자동차용 마이크로 컨트롤러 유닛)가 그중에서 차지하는 비중은 50~60조원이다.

그런데 전통적인 내연기관차가 전기차로 발전할수록, 자율주행 기술이 레벨 2, 3, 4, 5로 발전할수록 자동차 1대에 탑재되는 반도체가 늘어난다. 언론(매경) 보도에 따르면, 내연기관차 1대에는 200~300여 개, 하이브리드차에는 500~700개, 전기차에는 1,000여 개 반도체가 탑재된다. 자율주행차는 더 많은 센서(카메라 이미지 센서, 초음파 센서 등)가 요구되는 만큼 2,000여 개의 반도체가 필요한 것으로 알려졌다. 이에 따라 자동차용 반도체 시장이 빠르게 성장해 조만간 100조원 규모로 커질 것이라는 전망이 하나씩 등장하고 있다. 시장조사업체 Omdia는 자동차용 반도체 시장의 성장률을 2022년 17.8%, 2023년 11.3%, 2024년 13.4%로 전망하고 있다. 이와 같이 연평균 두 자릿수로 성장하면 2025년에는 십사리 100조원에 근접할 것으로 예상된다.

이러한 전망을 뒷받침하기라도 하듯, 최근 2022년 2분기 실적 발표를 마친 차량용 반도체 공급사의 매출이 견조하다. 글로벌 1위 공급사 Infineon(독일)은 2022년 연간 매출 가이드نس를 135억유로에서 140억유로로 상향 조정했다. 글로벌 2위 공급사 NXP는 2분기에 전년 대비 27.6%의 매출 증가율을 기록했고 3분기 매출 가이드نس는 33.5~35.0억달러로 컨센서스를 상회했다. 미국 시장의 1위 공급사 텍사스 인스트루먼트는 3분기 매출 가이드نس를 49~53억달러로 제시했는데 이는 컨센서스 46.5억달러를 충분히 상회하는 수준이다. 텍사스 인스트루먼트는 원래 보수적인 IR(투자자 커뮤니케이션)로 유명한 곳이기 때문에 차분기 매출 가이드نس가 예상치를 종종 하회하기도 했다. 그런 기업이 컨센서스를 웃도는 가이드نس를 제시했다는 것은 차량용 반도체 업종이 매우 견조하다는 것을 시사한다.

칩스앤미디어의 경우, 다수의 글로벌 차량용 반도체 설계사(팹리스, Fabless)를 고객사로 확보하고 있으며 최대 고객사도 글로벌 차량용 반도체 설계사이다. 2021년 기준 자동차용 영상 처리 IP의 매출 비중은 30.6%로 높다. 전

통적인 내비게이션, 인포테인먼트, ADAS(첨단 운전자 지원 시스템, Advanced Driver Assistance Systems, 운전 중 발생할 수 있는 수많은 상황 가운데 일부를 차량 스스로 인지하고 상황을 판단해 기계장치를 제어하는 기술) 등을 구현하기 위해 반도체 칩을 설계하는 팹리스 고객사들이 칩스앤미디어의 IP를 이용해서 원하는 Specification대로 반도체를 설계한다.

**[2] 한국 증시의
투자자 입장에서
거의 유일무이한
반도체용 IP 전문 공급사**

칩스앤미디어의 두번째 투자 포인트는 한국 증시에서 반도체용 IP 사업을 영위하는 기업 중에 거의 유일무이한 상장기업이라는 것이다. 일부 반도체 설계사(팹리스, Fabless) 기업이 IP 사업을 동시에 영위할 것으로 추정되지만 반도체를 설계하는 기업(팹리스)의 우선 순위는 보다 많은 적용처, 보다 많은 IT 기기, 보다 많은 모델에 적용될 수 있는 블록버스터급 반도체를 설계해서 엔드 유저(원제품 고객사)에 최대한 많이 출하하는 것이 본업이다. 그런 관점에서 반도체 설계사 기업의 본질은 출판사와 비슷하다. 이런 기업들이 본업(반도체 설계)을 포기하고 IP 사업에만 뛰어든 가능성은 거의 없다. 본업의 사이클이 다르기 때문이다. 마치 출판사 사장이 출판업을 포기하고 스스로 작가가 되려는 것과 비슷하다고 할 수 있다.

전업 작가가 장편 소설을 탈고하는데 어느 정도의 충분한 시간이 필요한 것처럼, 반도체용 IP 시장에서 IP제공사가 사업에서 성공하려면 오래 기다려야 한다. 반도체용 IP 공급사가 고객사에게 적합한 IP를 제공하면 라이선스 매출이 발생한다. IP를 라이선스하는 시점으로부터 2~3년 뒤에 로열티 매출이 추가로 발생한다.

모바일 기기용 반도체 시장에서 평균적으로는 이 정도의 시간이 걸리지만, 칩스앤미디어가 우위를 점하고 있는 자동차용 반도체 시장에서는 5년 정도 기다려야 로열티 매출이 발생한다. 결국 창업 초기에는 라이선스 매출이 실적에 주로 기여하다가 어느 정도의 시간이 지나고 나서야 로열티 매출이 실적에 이바지한다.

라이선스 매출이 발생한다고 해서 반드시 100% 로열티 매출이 발생하는 것은 아니다. 칩스앤미디어의 IP를 도입한 반도체 칩 회사가 칩 개발 및 양산에 실패하여 해당 프로젝트를 중단하는 경우에는 로열티 매출을 기대할 수 없다. 칩스앤미디어의 매출 중에서 라이선스 매출과 로열티 매출은 각각 42%와 54%의 비중을 차지하고 있다.

칩스앤미디어가 2003년 설립된 이후 오늘날의 모습을 갖추기까지 19년이 걸렸다는 점을 감안하면, 반도체용 IP 사업에 대단히 관심이 많은 누군가가 신규로 기업을 설립하면서 단기간에 초고속 성장을 도모하기는 어려울 것으로 판단된다. 이를 감안해 보면, 소프트뱅크가 2016년에 글로벌 반도체용 IP 1위 공급사 ARM 홀딩스를 인수할 때, Trailing PSR 및 PER 밸류에이션 기준으로 각각 17배, 50배 수준으로 높은 기업 가치를 인정한 것을 어느 정도 수긍할 수 있다.

비록 소프트뱅크가 ARM 홀딩스를 엔비디아에 매각하려는 일은 실패했지만, 향후에 ARM 홀딩스가 기업 공개(IPO)를 하게 되든, 아니면 제3의 반도체 기업의 품에 안기든, 뜨거운 감자로 재부각될 것으로 전망된다. 글로벌 IP 시장의 2위 및 3위 기업에 해당하는 Synopsys와 Cadence가 이미 본업으로 다른 사업(반도체 설계 및 검증용 소프트웨어)을 영위하고 있기 때문에 기존의 본업을 포기하고 반도체용 IP 비즈니스를 위해 전사적으로 자원을 올릴 가능성이 거의 없기 때문이다. 그런 관점에서 보면 오랜 세월 동안 반도체용 IP 비즈니스를 영위하며 유의미

한 실적을 기록하는 Pure Play IP 기업의 가치는 시간이 지날수록 커질 가능성이 높다.

ARM 홀딩스의 운명이 기업 공개로 결정될지 매각으로 결정될지 아직 알 수 없지만 국내에서 칩스앤미디어에 대한 투자자들의 관심은 더욱 커질 것으로 전망된다. 국내 증시에서 유일무이하다는 장점이 고스란히 유지될 가능성 때문이다. 지난 2022년 4월에 한국투자파트너스(한투반도체투자 주식회사)는 텔레칩스로부터 칩스앤미디어의 지분을 인수했다. 이에 따라 기존에 대주주였던 텔레칩스(반도체 설계하는 팹리스)는 2대 주주(지분율 8%)로 남게 된다. 한국투자파트너스는 한국금융투자 소속 벤처캐피털(VC)이며, 운용자산규모로 국내 최상위권 VC이다. VC가 상장기업의 지분을 인수한 것은 이례적인 이벤트이다. 한국투자파트너스는 과거에 칩스앤미디어가 비상장기업이었을 때 지분 투자를 했다가 엑시트(자금 회수)를 진행했다가 이번에 다시 대주주가 되었다. 한국투자파트너스가 비메모리 반도체 업종 관련 기업 중에서 차량용 반도체 기업 브이에스아이(VSI), 반도체 디자인 솔루션 파트너 세미파이브 등의 지분을 보유하고 있다는 점을 감안할 때, 한국투자파트너스의 지분 인수 이후 칩스앤미디어 중심의 반도체 에코 시스템 확장이 기대된다.

[3] 미증 무역분쟁 및 각국의 반도체 자금 노력 강화의 수혜주

칩스앤미디어가 2015년에 코스닥 시장으로 상장을 추진할 당시에 애널리스트 간담회를 개최했다. 상장 직전 칩스앤미디어의 연간 매출은 2011년 86억원, 2012년 89억원, 2013년 100억원, 2014년 108억원이었는데 당시의 투자 포인트는 현재의 투자 포인트와 크게 다르지 않았다. 동영상 기술 고도화로 고성능, 고화질 영상 정보 처리 반도체용 IP에 대한 수요가 커진다는 점이었다. 코스닥으로 이전 상장할 당시에도 칩스앤미디어의 전방 산업은 자동차, 홈 엔터테인먼트, 모바일 기기였다.

이처럼 기업이 성장하는 본질은 크게 다르지 않았지만 기업 공개 당시 애널리스트들이 불안하게 여기던 점이 있었다. 2011~2012년, 2013~2014년 매출이 각각 불과 몇억원씩 차이가 날 뿐인데 코스닥 상장 이후 과연 연간 매출이 지속적으로 증가할 수 있을까? 상장 당시에 연간 매출이 100억원 초반인데 언젠가는 매출이 200억원을 과연 웃돌 수 있을까? 라이선스 매출이 발생한 이후에 로열티 매출이 발생하지 않을 수도 있고, 발생한다 하더라도 2~5년이 걸리는데 과연 애널리스트가 실적 추정을 정교하게 할 수 있을까?

당시 기관투자자를 대상으로 했던 수요예측 경쟁률은 123:1(참여건수 167건, 신청수량 59,137,000건)이다. 2022년 연초 이후 상장을 추진한 기업의 경쟁률과 비교해 보면, 애드바이오텍(102:1), 나래나노텍(102:1), 모아데이터(114:1), 비플라이소프트(111:1), 수산인더스트리(130:1)의 경쟁률과 유사하다. 칩스앤미디어의 코스닥 상장 당시의 수요예측 경쟁률이 뼈어나게 높았다고 할 수 없다. 최근에 반도체 소부장 기업(넥스트칩, 레이저셀, 영창케미칼, 에이치피에스피, 가온칩스)이나 2차전지 관련주(성일하이텍, 새빛켄, 에이치와이티씨)의 수요예측 경쟁률은 모두 1,000:1을 상회할 정도로 관심을 받았다.

다소 밋밋했던 수요예측 경쟁률에서 알 수 있듯이, 칩스앤미디어는 유명한 반도체 기업인데 애널리스트들의 의문 부호가 남아 있는 채로 코스닥 시장으로 이전 상장했다. 과연 실적을 비교적 정교하게 추정할 수 있는가? 수 년이 지나면 결국 매출이 200억원을 상회할 수 있는가? 아니면 100억원 대의 매출이 정해질 것인가? 실제로 매출이 200억원 수준을 바라보게 된 것은 무역분쟁 3년차인 2021년이다. 매출이 전년 대비 29.7% 증가한 199.8억원을

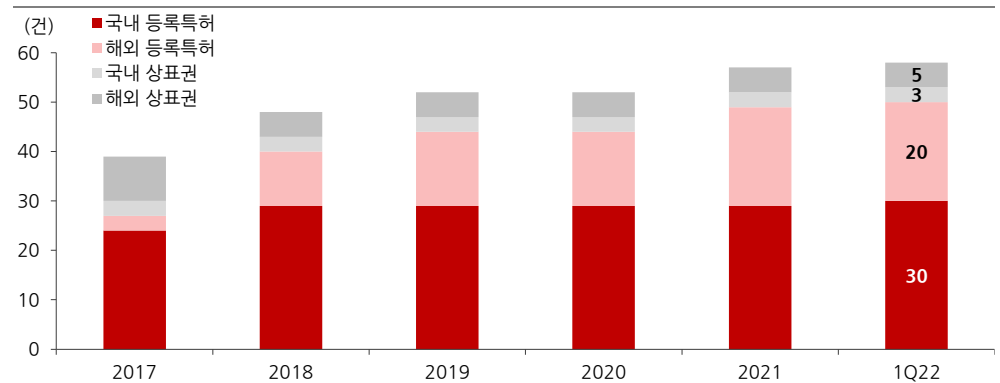
기록했다. 코로나 발발(2020년 1월)만 아니었다면 2020년부터 연간 매출이 200억원에 근접했을 가능성이 크다.

매출 성장의 견인차는 무역분쟁과 각국의 반도체 자급화 노력이다. 반도체를 설계하기 위해서는 IP를 선제적으로 확보해야 하는데 글로벌 1~7위까지의 반도체용 IP 공급사는 영국(ARM 홀딩스, Imagination) 또는 미국(Synopsys, Cadence, CEVA, Silicon Storage Technology) 또는 중국(베리실리콘 홀딩스, 芯原微电子)의 기업이다. IP가 필요한 반도체 설계사 입장에서는 손을 잡을 수 있는 IP 공급사의 분포 국가가 이처럼 제한적이다. 만약 미국의 반도체 설계사라면 중국에서 IP를 사오는 것이 부담스럽다. 마찬가지로 중국의 반도체 설계사라면 미국에서 IP를 사오는 것이 부담스럽다.

이처럼 무역분쟁으로 서로가 서로의 눈치를 보는 환경에서 칩스앤미디어는 미국과 중국의 반도체 설계사들과 우호적인 관계를 맺을 수 있다. 미국 상무부가 바세나르 협약(The Wassenaar Arrangement)을 근거로 중국 반도체 산업에 제재를 가하고 있으므로 무역 통제 환경에서 눈치 보지 않고 신제품 반도체를 설계하려면 팹리스 기업의 입장에서는 정치적으로 중립적인 한국의 IP 공급사 칩스앤미디어를 선호할 수밖에 없기 때문이다. 특히 미국과 중국의 반도체 설계사들이 서로 상대방의 IP를 활용하길 꺼려하고 있어 이 같은 상황에서 칩스앤미디어는 수혜를 입을 가능성이 크다.

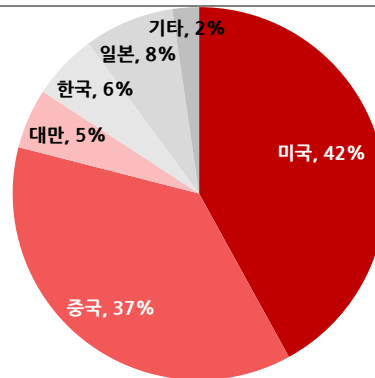
칩스앤미디어는 중국 시장에 2009년에 진출했다. 상하이에 현지 사무소를 개설한 이후 2011년에 법인으로 전환해서 영업 및 기술지원 활동을 강화했다. 이후 2011년과 2012년에 각각 대만과 미국에 영업사무소를 개설했다. 최근 5년(2017~2021년) 동안의 국가별 매출 비중은 미국 42%, 중국 37%, 대만 5%, 한국 6%, 등이다.

칩스앤미디어의 IP 현황



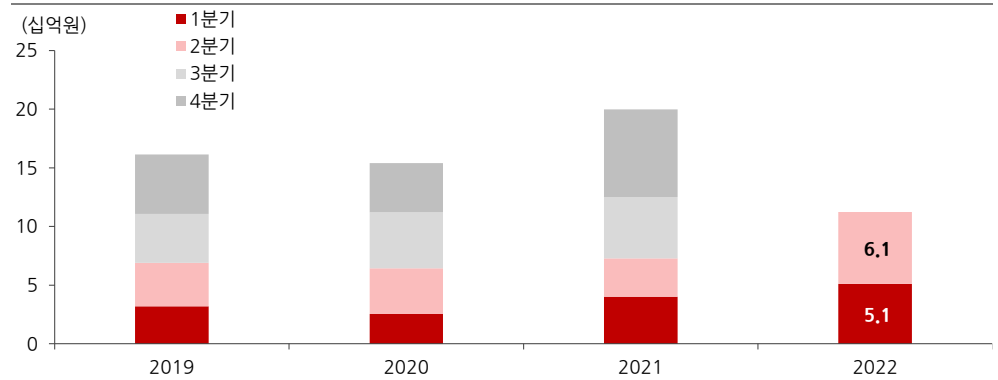
자료: 칩스앤미디어, 한국IR협의회 기업리서치센터

칩스앤미디어의 국가별 매출 비중



자료: 칩스앤미디어, 한국IR협의회 기업리서치센터

칩스앤미디어의 분기별 매출



자료: 칩스앤미디어, 한국IR협의회 기업리서치센터

실적 추이 및 전망

2022년 2분기 실적 리뷰

칩스앤미디어는 지난 7월 27일에 2022년 2분기 잠정 실적을 발표했다. 매출은 61.2억원으로 전기 대비 21.1%, 전년 동기 대비 86.6% 증가했다. 영업이익은 19.1억원으로 전기 대비 79.6%, 전년 동기 대비 556.1% 증가했다. 미국과 중국을 중심으로 자동차용 및 홈 엔터테인먼트용 반도체 수요처에서 IP 매출이 견조하게 발생했다. 영업 이익의 증가 속도가 매출의 증가 속도를 상회하는 이유는 매출 규모 측면에서 영업 레버리지가 발생했고, 로열티 매출이 분기 평균 30억원 이상씩 꾸준히 발생하고 있기 때문이다. 로열티 매출은 고객사(반도체를 설계하는 팹리스 기업)가 반도체 신제품을 설계하고 나서 2~5년이 경과한 이후에 추가적으로 칩 1개당 발생하는 수수료 매출이다. 즉, 초기에 칩스앤미디어가 고객사에게 IP를 최초로 제공할 때, 1회성 또는 다회성(multi-use)으로 라이선스 매출이 발생한 이후 수 년이 지난 다음에 로열티 매출이 본격적으로 발생한다. 라이선스 매출보다는 로열티 매출이 중장기적으로 이익에 크게 기여하게 된다. 라이선스 매출 발생 당시에 이미 발생했던 초기 영업 관련 비용이 로열티 매출 발생 시에는 추가적으로 거의 발생하지 않기 때문이다. 로열티 매출의 계약 성격에 따라 10년 동안 로열티 매출이 발생하는 경우가 있다.

2022년 연간 실적 전망

2022년 매출과 영업이익은 전년 대비 20%, 54% 증가한 240억원, 80억원으로 전망된다. 매출 추정 시 미국 반도체 업종에서 반도체용 IP 사업과 반도체 설계 및 검증용 소프트웨어 사업을 동시에 영위하는 유사 기업(Cadence, Synopsys)이 가장 최근에 발표한 매출 증가율(Cadence 17.7%, Synopsys 24.9%)을 참고했다. 영업 레버리지 효과로 영업이익은 더욱 빠르게 증가할 전망이다. 따라서 영업이익의 증가율(54%)을 매출 증가율(20%)보다 높게 추정한다. 이미 2분기 잠정 실적을 통해 칩스앤미디어가 보여준 것처럼 비용이 거의 발생하지 않는 로열티 매출의 기여와 영업 레버리지 효과를 감안할 때, 2022년 연간 실적 지표 중에 영업이익이 애널리스트의 예상치를 상회할 가능성이 크다고 전망한다. 반도체용 IP 사업의 호실적은 칩스앤미디어에 한정된 스토리가 아니다. 매출 증가율의 참고 지표로 삼은 Cadence는 지난 7월 27일에 2분기 실적을 발표하며 주요 사업 중에 IP 사업의 매출만 따로 떼어내서 살펴보면 전년 대비 무려 30% 증가했다고 언급했다. 전방 산업의 반도체 중에 하이퍼스케일(고성능 클라우드) 고객사 및 메모리 반도체 고객사의 IP 수요가 견조했기 때문이다.

한편, 반도체로 만들어진 저장장치와 관련된 IP 중에서 PCI Express(대용량 데이터를 빠르게 전송할 수 있는 속도를 지원하는 고성능 직렬 프로토콜) IP의 수요도 견조했다. 이는 최근에 매출 전망치를 보수적으로 제시한 다른 반도체 기업(마이크론, 엔비디아)의 행보와 대비되는 흐름이다. 즉, 반도체 업종 내의 모든 기업이 항상 모두 같은 방향으로 움직이지는 않지만, 그중에서 일부 기업이 다음 분기 매출 전망을 하향 조정하고 있는데도 이와 무관하게 반도체용 IP 기업들이 견조한 매출 성장세를 시현하고 있다. 이처럼 반도체용 IP 사업이 호황을 기록하는 것이 무역분쟁 환경에서 중장기적으로 지속 가능한 것인지 100% 가늠하기 어렵지만 칩스앤미디어와 Cadence의 2분기 IP 사업 매출이 호조라는 점을 감안해 2022년 칩스앤미디어의 매출과 영업이익은 전년 대비 두 자릿수 성장이 가능할 것으로 추정한다. 다만, 엔비디아나 마이크론처럼 반도체 업종을 대표하는 기업이 PC 수요 둔화에 대해

언급하며 보수적인 가이던스를 제시하고 있으므로 이를 감안해 칩스앤미디어의 연간 매출 증가율을 30% 또는 40% 수준으로 전망하지 않고 유사 업종의 현실적인 수준(Cadence 17.7%, Synopsys 24.9%)을 감안해 20%로 전망한다.

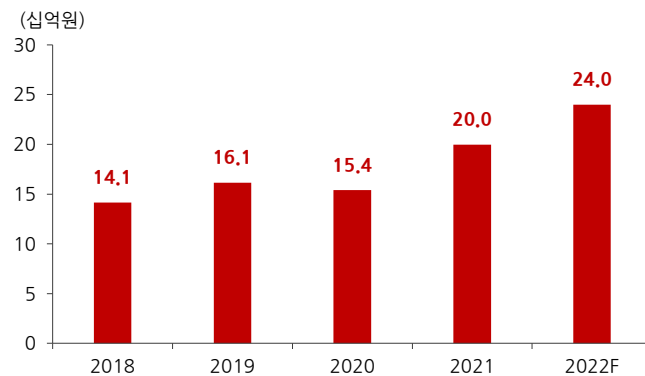
실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

구분	2019	2020	2021	2022F
매출액	161	154	200	240
라이선스	88	71	83	100
로열티	68	77	107	129
용역	5	6	10	12
영업이익	36	24	52	80
지배주주순이익	45	19	63	79
YoY 증감률				
매출액	14.1	-4.6	29.7	20.1
영업이익	77.7	-33.8	118.4	53.9
지배주주순이익	71.1	-57.4	225.1	26.5
영업이익률	22.3	15.5	26.0	33.3
지배주주순이익률	28.0	12.5	31.4	33.0

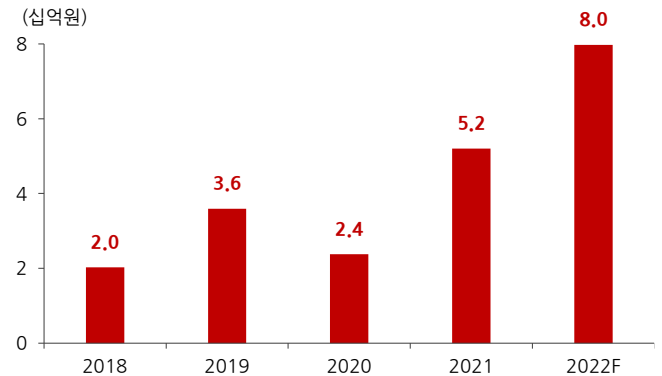
자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

매출액 추이 및 전망



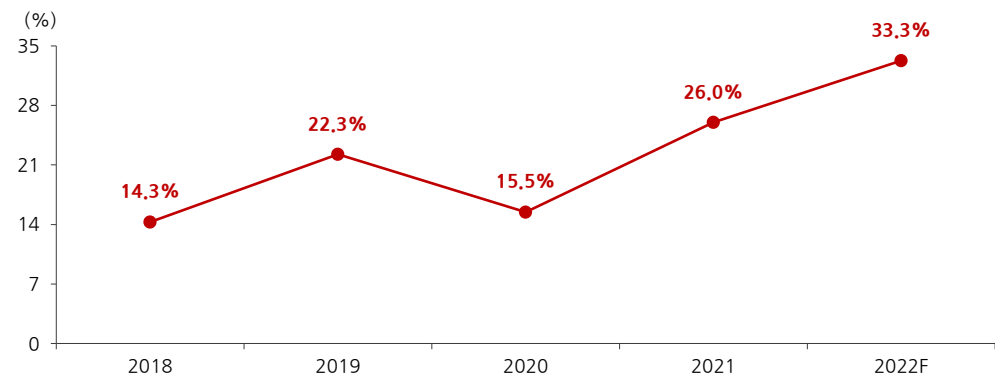
자료: 칩스앤미디어, 한국IR협회의 기업리서치센터

영업이익 추이 및 전망



자료: 칩스앤미디어, 한국IR협회의 기업리서치센터

영업이익률 추이 및 전망



자료: 칩스앤미디어, 한국IR협회의 기업리서치센터



Valuation

코스닥 지수

편입종목 평균 대비

높아 보이는 PER 밸류에이션

칩스앤미디어의 2022년 추정 실적 기준 PER 밸류에이션은 22.7배이다. 코스닥 지수 편입종목 평균(PER 16.7배) 대비 높다. 이처럼 PER 밸류에이션이 상대적으로 높은 이유는 반도체용 IP 시장의 진입 장벽 때문이라고 판단된다. 반도체용 IP 사업을 통해 유의미한 매출을 실현하는 것이 어렵고 특히 라이선스 매출 발생 이후 로열티 매출이 발생할 때까지 2~5년을 기다려야 하기 때문에 진입 장벽이 높다. 칩스앤미디어가 2003년 설립된 이후 19년이 지나 현재의 모습을 갖췄다는 것, 2015년 코스닥 시장으로의 이전 상장 당시에도 연간 매출 성장에 대해서 애널리스트들이 의구심을 가졌던 것을 고려하면, 칩스앤미디어에 필적할만한 반도체용 IP 상장사가 추가로 등장하기 어려울 것으로 전망된다.

글로벌 시장 플레이어들의

PER 밸류에이션 대비 저평가

칩스앤미디어의 PER 밸류에이션을 글로벌 시장 플레이어들과 비교하면 상대적으로 저평가되었다는 것을 알 수 있다. 동종 업종에서 가장 PER 밸류에이션이 높은 기업은 중국의 베리실리콘(VeriSilicon Microelectronics)이다. 2021년 및 2022년 PER 밸류에이션이 각각 2,578.7배, 304.6배이다. 일반적으로 반도체 업종에서는 연간 이익(또는 EPS)의 규모가 작은 경우에 이처럼 PER 밸류에이션이 높아 보이기도 한다. 그래서 손익계산서 계정과목에 상대적으로 덜 민감한 매출을 기준으로 베리실리콘의 PSR 밸류에이션을 살펴 보면 2021년 16배로 높은 수준이라고 할 만하다. 중국 내의 반도체 자급 정책에 따른 수혜가 이어질 것이라는 기대감 때문인 것으로 판단된다. 특히 반도체 시장에서 신제품이 개발, 양산, 판매, 사용되는 과정에서 반도체용 IP는 밸류체인에서 앞단에서 필요한 기술이다. 마치 출판사에서 책을 출간, 판매하는 과정에서 베스트셀러 작가를 일단 확보해야 유리한 것과 비슷하다. 이처럼 반도체용 IP가 밸류 체인에서 중요하고 상징적인 의미를 가지며 중국 정부의 입장에서도 베리실리콘의 전략적 가치가 크기 때문에 베리실리콘의 PSR 및 PER 밸류에이션이 유난히 높은 것으로 판단된다.

한편 미국의 반도체용 IP 공급사를 살펴 보면 역시나 밸류에이션이 높다. 칩스앤미디어의 경쟁사라고 할 수 있는 Ceva와 더불어 칩스앤미디어의 2022년 매출을 추정할 때 비교 기업으로 삼았던 Cadence와 Synopsys의 2022년 PER 밸류에이션은 모두 40배를 웃돈다. 따라서 Global Peer 대비 칩스앤미디어는 저평가되었다고 할 수 있다. 칩스앤미디어가 2022년에 두 자릿수의 실적 증가를 기록한다면, 그리고 만약에 소프트뱅크가 보유한 ARM 홀딩스가 IPO를 하거나 또는 다른 기업에 매각된다면, 칩스앤미디어에 대한 긍정적 시각은 빠르게 확대되어 밸류에이션 재평가(Re-rating) 기회가 빠르게 도래할 것으로 기대된다.

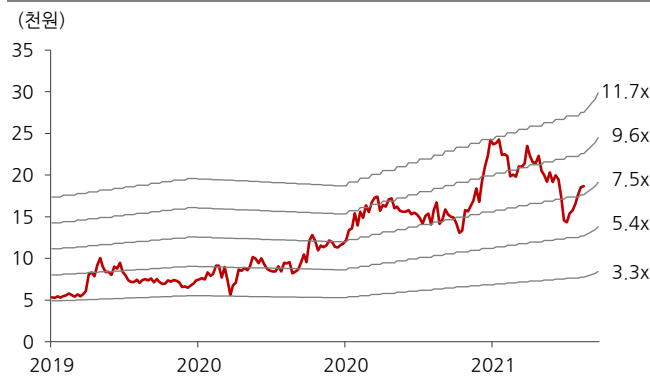
동종 업종 밸류에이션

(단위: 원, 십억원, 배)

기업명	종가	시가총액	매출액		PSR		PER		PBR	
			2021년	2022년F	2021년	2022년F	2021년	2022년F	2021년	2022년F
코스피	2,481	1,890,208	2,924,624	2,737,215	-	0.6	-	9.9	-	1.0
코스닥	820	371,594	274,227	129,393	-	1.4	-	16.7	-	2.2
칩스앤미디어	18,650	180	20	24	11.4	7.5	36.4	22.7	6.0	4.1
텔레칩스	15,200	211	136	167	1.7	1.3	33.4	12.4	2.1	1.8
픽셀플러스	8,050	66	51	-	2.0	-	26.5	-	0.9	-
LX세미콘	89,700	1,459	1,899	2,499	1.4	0.6	9.2	4.1	3.4	1.4
어보브반도체	10,550	184	168	-	1.5	-	18.2	-	2.1	-
Cadence Design Systems	186	66,807	3,420	4,575	17.4	-	74.7	45.3	18.8	15.3
Synopsys	376	75,237	4,755	6,557	12.5	-	69.2	43.7	9.6	9.4
Ceva	34	1,023	140	186	8.2	-	2,539.1	42.6	3.6	2.7
VeriSilicon Microelectronics	66	6,397	380	546	16.0	-	2,578.7	304.6	14.1	11.7
AMD Industries	56	18	33	-	0.4	-	10.8	-	0.6	-
QUALCOMM	147	216,093	37,874	57,829	4.4	-	16.4	11.7	14.6	9.8

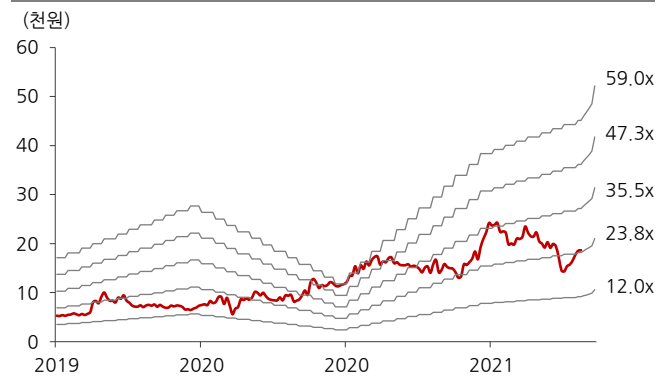
주: 2022년 8월 10일 종가기준, 2022년 비교 기업의 실적 추정은 컨센서스 기준, 자료: Quantwise, Refinitiv, 한국IR협회의 기업리서치센터

12개월 Forward PSR 밴드



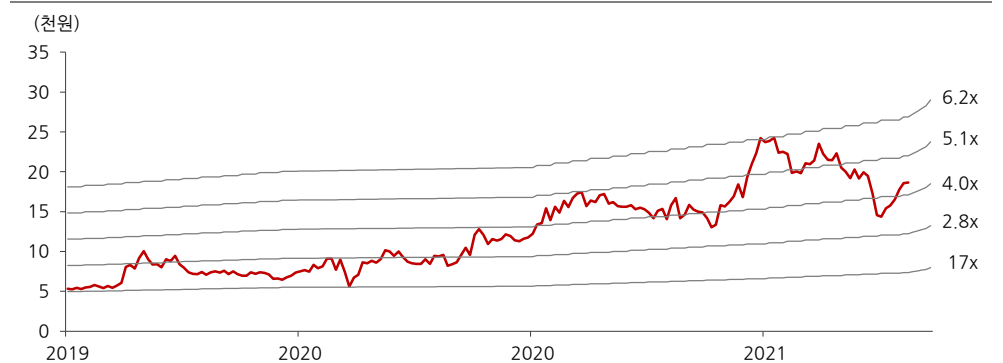
자료: Quantwise, Refinitiv, 한국IR협회의 기업리서치센터

12개월 Forward PER 밴드



자료: Quantwise, Refinitiv, 한국IR협회의 기업리서치센터

12개월 Forward PBR 밴드



자료: Quantwise, Refinitiv, 한국IR협회의 기업리서치센터

⚠ 리스크 요인

사업적 측면에서는
성장 가시성 크나
시가총액이나
일일 거래량 측면에서는
기관투자자 및 애널리스트의
무관심 이어지고 있음

칩스앤미디어의 실적 측면에서 리스크 요인은 제한적이라고 판단된다. 전방 산업에서 비중이 높은 쪽은 자동차용 반도체인데, 수십 년 동안 반도체 시장에서 낮은 비중을 차지하던 자동차용 반도체 시장이 코로나, 무역 분쟁, EV 보급, 2차전지 증설에 힘입어 연평균 두 자릿수 이상으로 빠르게 성장할 것으로 기대되기 때문이다. 이와 같은 상황에 발맞춰, 자동차용 반도체 업종에서 상대적으로 IR 톤이 보수적이었던 NXP(네덜란드)와 텍사스 인스트루먼트(미국)도 최근 2Q22 실적 발표를 통해 종전과 달리 매우 긍정적인 전망을 제시했다. 이 업체들의 실적 발표 내용을 참고하면, EV 보급과 자율주행차로의 전환은 자동차 1대당 반도체 탑재량의 증가를 촉진한다. NXP의 실적 발표 내용에 따르면 종전 대비 2~4배 수준이다. 이러한 전망도 사실상 자율주행 기술 수준 기준으로 어느 정도 현실화된 레벨 2, 레벨 3 기준인 듯하고 아직 구체화되지 않은 레벨 4 또는 레벨 5에서는 이보다 훨씬 많은 반도체 탑재가 필요할 것이다. 따라서 칩스앤미디어가 향후 수 년간 자동차용 반도체 고객사와 동반해서 실적 성장을 보여줄 가능성이 크다.

그런 관점에서 다시 한 번 칩스앤미디어의 리스크 요인을 살펴보면 실적 측면보다는 주식으로서 상대적으로 소외될 수밖에 없다는 아쉬움이 존재한다. 본업의 성격이 거의 100% 비메모리 반도체라는 것을 고려하면 비메모리 반도체 수혜주로 충분히 부각될 수 있었을 텐데, 대형 자산운용사가 투자 대상으로서 접근하기에는 시가총액이 낮다. 일반적으로 기관투자자들이 포트폴리오에 담기 위해서는 개별 주식의 시가총액은 3,000억원 이상, 그리고 일일 거래량은 수십만 주 이상이어야 트레이딩을 용이하게 할 수 있다. 그런데 칩스앤미디어의 시가총액은 2,000억원 내외 수준이고, 일평균 거래량이 십만 주 미만인 경우가 종종 있다. 이처럼 시가총액 측면, 유동성 관리 측면에서 트레이딩하기 어렵다면 PER 밸류에이션을 참고하게 되는데 언뜻 보기에 칩스앤미디어의 2022년 PER 밸류에이션이 코스닥 편입종목 평균 대비 일단 높으니 “이 주식은 포트폴리오에 담기에는 트레이딩하기 까다로운, 비싼 비메모리 종목이군.”이라는 결론을 내리기 쉽다. 기관투자자의 관심이 상대적으로 제한적이다 보니 셀사이드 애널리스트의 관심도 마찬가지로 제한적이다. 이와 같은 점을 고려했을 때 칩스앤미디어에 대해 바이사이드 및 셀사이드의 관심이 커지려면 결국 칩스앤미디어가 실질적으로 기업 가치를 증명하는 것이 최선이라고 판단된다. 다행히 2022년 1분기 및 2분기 실적이 전년 대비 두 자릿수 증가했기 때문에 하반기에도 이와 같은 호실적을 기록한다면 칩스앤미디어에 대한 상대적인 무관심이 해소될 것으로 전망된다.

포괄손익계산서

(억원)	2018	2019	2020	2021	2022F
매출액	141	161	154	200	240
증가율(%)	56.2	14.1	-4.6	29.7	20.1
매출원가	0	0	0	0	0
매출원가율(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	141	161	154	200	240
매출이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매관리비	121	126	130	148	160
판매비율(%)	85.8	78.3	84.4	74.0	66.7
EBITDA	26	42	35	68	93
EBITDA 이익률(%)	18.3	25.7	22.7	34.1	38.5
증가율(%)	흑전	60.3	-16.0	95.3	35.8
영업이익	20	36	24	52	80
영업이익률(%)	14.3	22.3	15.5	26.0	33.3
증가율(%)	흑전	77.7	-33.8	118.4	53.9
영업외손익	4	6	-3	7	3
금융수익	3	5	5	5	5
금융비용	0	0	1	3	1
기타영업외손익	1	1	-7	5	0
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	24	42	21	59	83
증가율(%)	흑전	72.3	-50.4	183.4	41.6
법인세비용	-2	-3	2	-4	4
계속사업이익	26	45	19	63	79
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	26	45	19	63	79
당기순이익률(%)	18.7	28.0	12.5	31.4	33.0
증가율(%)	흑전	71.1	-57.4	225.1	26.5
지배주주지분 순이익	26	45	19	63	79

현금흐름표

(억원)	2018	2019	2020	2021	2022F
영업활동으로인한현금흐름	29	29	47	99	94
당기순이익	26	45	19	63	79
유형자산 상각비	2	3	8	13	10
무형자산 상각비	4	3	3	3	2
외환손익	0	1	5	0	0
운전자본의감소(증가)	-6	-26	0	15	1
기타	3	3	12	5	2
투자활동으로인한현금흐름	-61	-27	40	-134	-24
투자자산의 감소(증가)	-5	-10	-65	-91	-3
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-4	-5	-9	-1	0
기타	-52	-12	114	-42	-21
재무활동으로인한현금흐름	0	-6	-16	-15	-15
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	2
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	0	-5	-11	-5	-16
기타	0	-1	-5	-10	-1
기타현금흐름	-0	-0	-3	0	-7
현금의증가(감소)	-32	-3	67	-51	49
기초현금	63	30	27	94	43
기말현금	30	27	94	43	93

재무상태표

(억원)	2018	2019	2020	2021	2022F
유동자산	238	266	250	272	356
현금성자산	30	27	94	37	93
단기투자자산	145	165	103	192	212
매출채권	52	64	37	22	26
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	11	10	16	21	25
비유동자산	80	92	148	188	178
유형자산	4	7	53	40	30
무형자산	7	9	7	6	4
투자자산	32	28	49	99	102
기타비유동자산	37	48	39	43	42
자산총계	319	359	398	459	534
유동부채	22	32	31	46	55
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	22	32	31	46	55
비유동부채	11	6	41	34	36
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	11	6	41	34	36
부채총계	33	38	72	80	91
지배주주지분	285	321	326	380	443
자본금	39	39	50	50	50
자본잉여금	157	157	146	146	146
자본조정 등	-18	-18	-19	-19	-19
기타포괄이익누계액	-5	-5	-4	-3	-3
이익잉여금	113	148	153	205	269
자본총계	285	321	326	380	443

주요투자지표

	2018	2019	2020	2021	2022F
P/E(배)	17.9	15.6	61.0	36.4	22.7
P/B(배)	1.7	2.2	3.6	6.0	4.1
P/S(배)	3.4	4.4	7.6	11.4	7.5
EV/EBITDA(배)	11.5	12.4	29.3	30.7	16.5
배당수익률(%)	1.1	1.6	0.4	0.7	0.9
EPS(원)	274	469	200	650	822
BPS(원)	2,961	3,329	3,383	3,939	4,599
SPS(원)	1,468	1,675	1,598	2,073	2,490
DPS(원)	55	117	50	163	163
수익성(%)					
ROE	9.6	14.9	6.0	17.8	19.3
ROA	8.7	13.4	5.1	14.6	16.0
ROIC	36.3	60.0	29.8	68.4	160.9
안정성(%)					
유동비율	1,101.6	833.9	809.3	595.9	650.2
부채비율	11.6	11.7	21.9	21.0	20.5
순차입금비율	-61.3	-59.6	-47.4	-51.5	-60.7
이자보상배율	N/A	N/A	37.6	44.6	76.0
활동성(%)					
총자산회전율	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5
매출채권회전율	3.0	2.8	3.0	6.8	10.0
재고자산회전율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소형 기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소형 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 투자정보 등 대외제공에 관한 한국IR협의회 기업리서치센터의 내부통제 기준을 준수하고 있습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.