

분석 개시

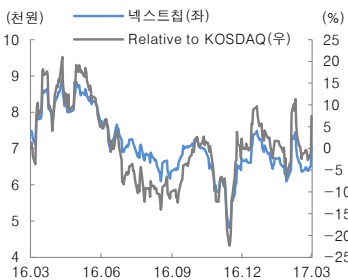
넥스트칩 (092600)

전재천 홍기혜
jaecheon.jeon@dashin.com kahyehong@dashin.com

투자이건 Buy
매수,신규
목표주가 13,000
신규
현재주가 6,650
(17.03.15)
자동차 업종

KOSPI	608.68
시가총액	89십억원
시가총액비중	0.05%
자본금(보통주)	7십억원
52주 최고/최저	8,550원 / 4,410원
120일 평균거래대금	7억원
외국인지분율	0.68%
주요주주	김경수 외 3 인 55.86%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	11.4	6.1	11.8	-4.7
상대수익률	12.7	8.1	21.2	8.5



모빌아이 비켜!!

1) 투자의견 매수, 목표주가 13,000원

- 목표주가는 17년 PBR 3.50배
- 2017년 CCTV용 반도체 업체에서 자동차용 반도체 업체로 변신 시작
- * 핵심 제품인 ISP chip을 자동차에 확대 적용 시작(17년 말부터 매출인식)

2) 소개 : 영상처리 핵심 반도체(ISP) 제공하는 팹리스 업체 (다음 면 참조)

3) 2017년 CCTV용 반도체 업체에서 자동차용 반도체 업체로 변신 시작

- 2011년 자동차용 ISP를 개발한 이후, 2016년 7월 자동차용 ISP 첫 수주
- * 중국 자동차 부품 1차 벤더로부터 수주. 2017년 말부터 매출인식
- * 17년 글로벌 자동차 부품 1차 벤더로부터 수주 기대. 18년 하반기 매출인식
- 2020년 전체 매출에서 자동차 부문 매출 비중 33%로 커질 것(16년 0%)

4) 중기적으로 자율주행 통합칩 설계 Fabless로 성장. 모빌아이와 경쟁할 것

- 글로벌 자동차 부품 1차 벤더와 ADAS용 칩 개발 중(EyeQ Chip과 경쟁 가능)
- * 'Apache 4'라는 SoC(System On Chip) 개발 중. 19년 수주, 20년 양산 목표
- * ADAS 기본 기능 내장(차선인식, 보행자 인식, 차량 인식, 이동물체 인식)
- 장기적으로 자율주행 통합 칩 역할을 하는 'Apache 5'도 개발 계획

5) 2017년 적자 폭 확대 예상. 자동차 신규 시장 진출을 위한 연구 개발비 증가 때문 (다음 면 참조)

6) 자율주행 통합칩 수주 확정 시, 모빌아이와 대등한 Valuation 적용 가능

- 모빌아이 Valuation (3.13일 기준): 17년 PER 58.5배, PBR 14.2 배 (ROE 30%)
- * 17년 실적: 매출 \$499백만(YoY +39%), 영업이익 \$263백만, OPM 52.6%
- 다만, 아직 수주가 확정되지 않았고 매출 시작이 되지 않았다는 점 감안 시, 현재는 할인 적용

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	63.2	64.1	68.0	78.3	89.6
영업이익	7.9	-1.3	-6.7	0.2	4.1
세전순이익	8.4	0.8	-6.0	0.9	5.0
총당기순이익	8.4	0.8	-5.9	0.9	4.8
지배지분순이익	8.5	0.8	-5.9	0.9	4.8
EPS	637	61	-442	70	358
PER	9.2	115.4	NA	95.4	18.6
BPS	4,162	4,139	3,710	3,777	4,140
PBR	1.4	1.7	1.8	1.8	1.6
ROE	16.6	1.5	-11.3	1.9	9.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 넥스트칩, 대신증권 리서치센터

2) 영상처리 핵심 반도체를 제공하는 팹리스 업체

- 2016년 3Q 누적 기준 : 감시용 카메라용 제품 54% / DVR용 제품 43% / 기타 3%
* 2016년까지 자동차 매출 0% / DVR용 제품도 모두 감시용
- 지역별 매출 비중(16년 3Q 누적) : 중국 71% / 한국 24% / 대만 4% / 기타 1%
- 주요 고객 : Xiongmai, Hikvision, Dahua(이상 중국의 감시용 카메라 1위~3위 제조 업체)

5) 2017년 적자 폭 확대 예상. 자동차 신규 시장 진출을 위한 연구 개발비 증가 때문

- 2016년 영업 적자 배경 : 자동차 신규 시장 진출을 위한 연구개발비 증가 + CCTV 주요 고객(Xiongmai)의 물량 감소
* 16년 연구개발비 : 14십억원(YoY +81%, 6.3십억원 증가. 매출 대비 22%) vs 16년 영업적자 폭 1.3십억원
- 2017년 적자 지속 예상되나 담보된 미래 성장을 위한 연구개발비 증가 때문이라는 점 감안 시, 큰 문제 되지 않는다는 판단
* 17년 연구개발비 예상 : 19십억원(YoY +37%. 매출 대비 28%)
* 16년 3Q말 순현금 37십억원 보유하고 있어 현금 흐름 문제 없음

환영향

- 중국 매출 비중 높으나 달러 계약으로 원달러 환율 영향 받아
- 중국 매출 비중 71%(16년 3Q). 중국 고객과의 결제는 달러 결제
- 달러 위안 변동 있다 하더라도 단가 변동 요청은 미미

2017년 기대포인트

- 중국 3위 CCTV 제조업체인 Xiongmai로부터 저가용(1M, 2M(메가) 제품) ISP chip 수주 되찾아 오기
* 만약 이 물량을 되 찾아 온다면 2017년, 2018년 실적 상향 조정 여지 발생
- 2017년 글로벌 자동차 부품 1차 벤더로부터 상반기, 하반기 수주 기대
* 18년 하반기부터 매출인식

Risk

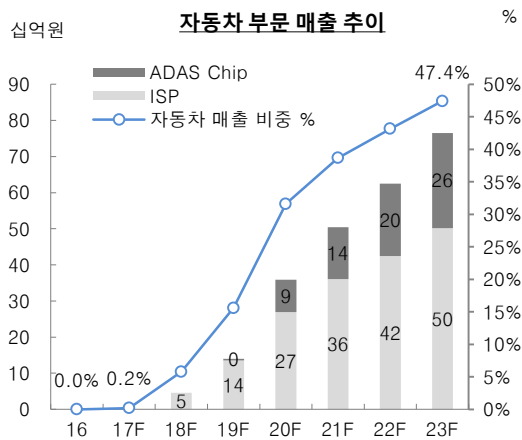
- 2017년 영업 적자 확대. Xiongmai향 저가 물량 못찾아 올 경우, 2018년까지 낮은 마진 지속 예상(현재 실적 추정에는 이 되찾아 오는 물량이 저게 반영함)
- 2017년 영업 적자 확대 배경 : 높은 연구비 증가가 가장 큰 원인

1. 2017년 CCTV 용 반도체 업체에서 자동차용 반도체 업체로 변신 시작

2016년 7월 자동차용 ISP 첫 수주. 향후 자동차 부문 매출 비중 36% 이상으로 커질 것

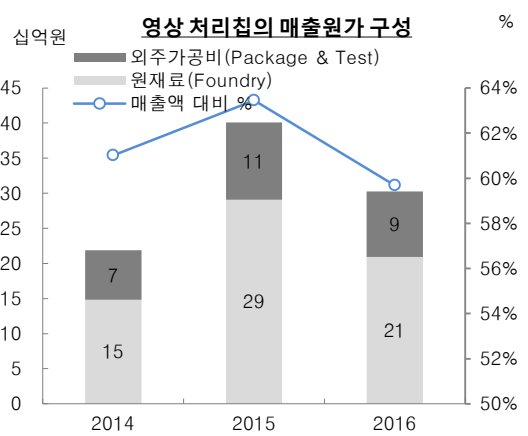
- 2011년 자동차용 ISP(Image Signal Processing)를 개발한 이후, 2016년 7월 자동차용 ISP 첫 수주
 - * 중국 자동차 부품 1차 벤더로부터 수주. 2017년 말부터 매출인식
 - * 2017년 글로벌 자동차 부품 1차 벤더로부터 수주 기대. 18년 하반기부터 매출인식
- 2020년 전체 매출에서 자동차 부문 매출 비중 33% 이상으로 커질 것(16년 비중 0%)

그림 1. 자동차 부문 매출 추이



자료: 넥스트칩, 대신증권 리서치센터

그림 2. 영상처리 칩의 매출원가 구성



주: 원재료 매입액 기준으로 실제 매출총이익율(GPM)과는 차이 있을 수 있어
자료: 넥스트칩, 대신증권 리서치센터

2. 중기적으로 자율주행 통합칩 설계 Fabless 로 성장. 모빌아이와 경쟁

글로벌 자동차 부품 1차 벤더와 ADAS용 칩 개발 중. 모빌아이 EyeQ Chip과 경쟁할 것

- 넥스트칩은 글로벌 자동차 부품 1차 벤더와 함께 모빌아이 EyeQ Chip과 경쟁 가능한 ADAS용 칩을 개발 중
 - * 'Apache 4'라는 SoC(System On Chip) 개발 중. 2019년 수주, 2020년 양산 목표
 - * Apache 4에는 ADAS 기본 기능 내장(차선인식, 보행자 인식, 차량 인식, 이동물체 인식)
- 장기적으로 자율주행 통합칩 역할을 하는 'Apache 5'도 개발 계획

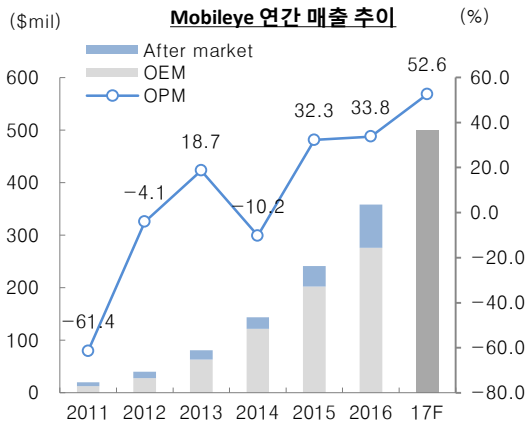
자율주행 통합칩 수주 확정시 모빌아이와 대등한 valuation 적용 가능. 다만 아직은 수주 확정되지 않아 할인 적용

- 모빌아이 Valuation (3월 13일 기준) : 17년 PER 58.5배, PBR 14.2 배 (ROE 30%)
 - * 17년 실적 : 매출 \$499백만(YoY +39%), OP \$263백만(OPM 52.6%, YoY 117%)
- 다만, 아직 수주가 확정되지 않았고 매출 시작이 되지 않았다는 점 감안 시, 현재는 할인 적용. 현재 목표주가는 17년 실적 PBR 3.37배

모빌아이 실적 추이

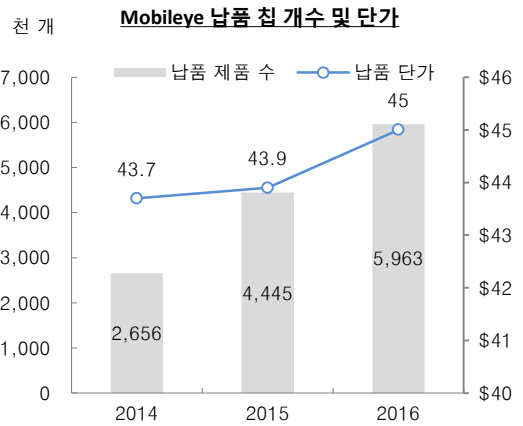
모빌아이도 자율주행 칩을 설계하는 Fabless로서 매출 증가하며 영업이익이 급격히 개선되는 모습을 보였음. 낮은 매출로 2011년, 2012년, 2014년 적자를 기록했으나 2016년 OPM 34%, 2017년 OPM 53%로 예상됨

그림 3. Mobileye 실적 추이



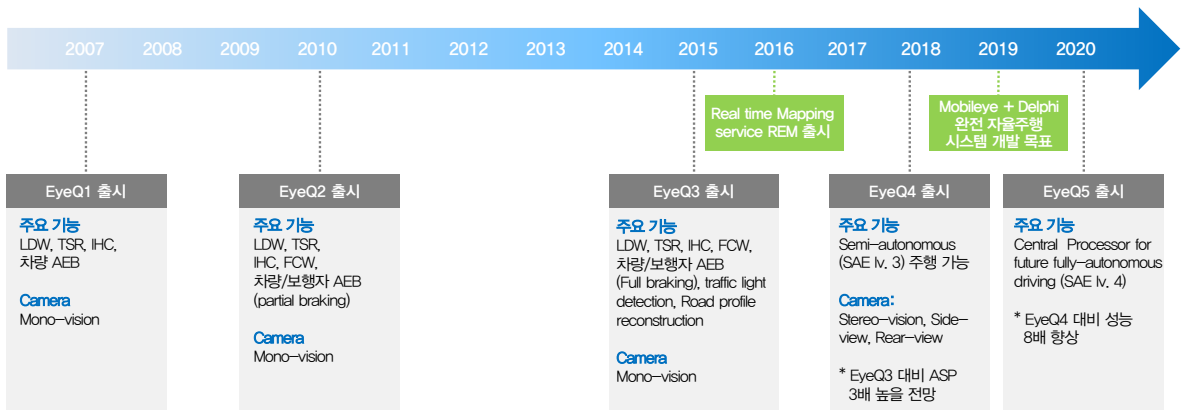
주 : Mobileye는 2014년 미국시장에 상장됨
 자료: Mobileye, 대신증권 리서치센터

그림 4. Mobileye 납품 칩 개수 및 단가



자료: Mobileye, 대신증권 리서치센터

그림 5. Mobileye의 EyeQ 및 REM 출시 이력 및 계획 - 자율주행 3 단계를 구현하는 EyeQ4의 경우 단가 3배 증가



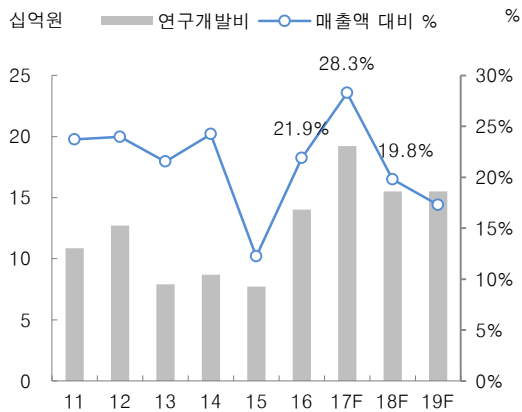
주: REM = Road Experience Management = Mobileye's Automotive Mapping Technology = A Next Step toward V2I Communication
 자료: Mobileye, 대신증권 리서치센터

3. 17년 적자 폭 확대 예상. 자동차 신규 시장 진출을 위한 연구 개발비 때문

2017년 적자 지속
예상. 연구개발비
증가 때문

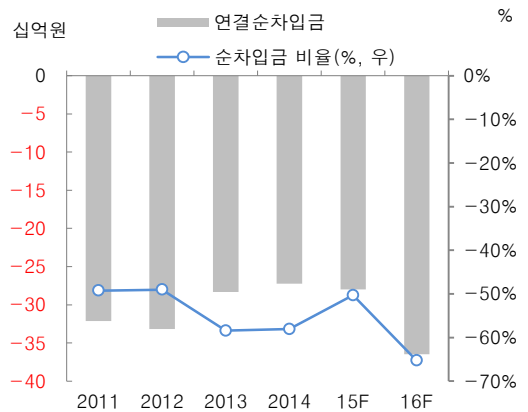
- 2016년 영업 적자 배경 : 자동차 신규 시장 진출을 위한 연구개발비 증가 + CCTV 주요 고객의 물량 감소
 - * 16년 연구개발비 : 14십억원(YoY +81%, 6.3십억원 증가. 매출 대비 22%) vs 16년 영업적자 폭 1.3십억원
- 2017년 적자 지속 예상되나 담보된 미래 성장을 위한 연구개발비 증가 때문이라는 점 감안 시, 큰 문제 되지 않는다는 판단
 - * 17년 연구개발비 예상 : 19십억원(YoY +37%. 매출 대비 28%)
 - * 16년 3Q말 순현금 37십억원 보유하고 있어 현금 흐름 문제 없음

그림 6. 연구개발비 추이



자료: 넥스트칩, 대신증권 리서치센터

그림 7. 16년 3Q 말 순현금 37 십억원



자료: 넥스트칩, 대신증권 리서치센터

4. RIM Valuation

잔여이익모델 기준,
20,000원 가치 보유

목표주가 13,000원은 2017년 PBR 3.50배에 해당. 잔여이익모델(RIM)에 의하면 20,000원 상당의 가치를 보유하고 있음. 이는 2020년 이후, 자동차 매출 본격화로 이익이 급성장하는 점이 감안되었다. 2026년 이후 영구성장률은 0%를 가정하였다.

주당 내재가치

RIM(잔여이익모델)

(단위: 십억원, 원, %)

	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
I 순이익(지배지분) ^(주2)	1	-6	1	5	13	18	21	24	24	24
II 자기자본(지배지분) ^(주2)	56	50	51	51	56	69	88	111	132	154
추정ROE	1.5	-11.9	1.8	9.5	24.1	25.5	23.8	21.9	18.3	15.7
III 필요수익률 ^(주3)	6.0									
무위험이자율 ^(주4)	2.0									
시장위험프리미엄 ^(주5)	4.0									
베타	1.00									
IV Spread(추정ROE-필요수익률)	-4.5	-17.9	-4.2	3.5	18.1	19.5	17.8	15.9	12.3	9.7
V 필요수익	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1
VI 잔여이익(I-V)	-3	-9	-2	2	10	14	17	19	18	16
현가계수	1.00	0.94	0.89	0.84	0.79	0.75	0.70	0.67	0.63	0.59
잔여이익의 현가	-3	-9	-2	1	8	11	12	13	11	10
VII 잔여이익의 합계	52									
VIII 추정기간이후 잔여이익의 현가	160									
영구성장률(g) ^(주6)	0.0%									
IX 기초자기자본	55									
X 주주지분가치(VII+VIII+IX)	268									
총주식수(천주)	13,447									
XI RIM 기준 주당 가치 (원)	19,908									
6개월 목표주가(원)	13,000									
현재주가(원)	6,090									

주1: RIM (Residual Income Model)은 현시점에서의 자기자본 금액에 추정기간 (10년)의 예상실적을 반영한 초과이익과 추정기간 이후의 잔여이익 (R)을 합산하여 주주지분가치를 산출하는 Valuation 방식. 이론적으로 DDM, DCF, EVA 등의 방식과 같은 주주지분가치를 도출하게 되지만, 타 방식 대비 추정의 주관성을 최소화하면서 기업의 본질가치를 산출할 수 있는 방식으로 평가

주2: 연결대상 자회사가 존재하는 경우는 보유하고 있는 지분만큼의 가치를 반영하기 위해 비지배지분 가치를 차감하여 반영

주3: 필요수익률은 자기자본비용 (Cost Of Equity)으로 리스크 부담하는 주주의 기대수익률. CAPM (Capital Asset Pricing Model) = 무위험이자율 + 베타 * 시장위험프리미엄

주4: 무위험이자율은 미래 장기 현금흐름에 대한 가치평가를 위해 5년만기 국고채수익률에 준하여 반영

주5: 시장위험프리미엄은 시장포트폴리오 기대수익률과 무위험이자율과의 차이. 저성장 국면의 낮은 기대치를 반영하여 3~5% 수준에서 반영

주6: 영구성장률 (g)은 추정기간 (10년) 이후 잔여이익의 영구적인 성장률을 의미하며, 성장 없다는 가정 하에 0% 반영

5. 넥스트칩 기업 개요

영상처리 핵심
반도체를 제공하는
팹리스 업체.
자율주행칩 개발로
자동차용 반도체 시장
진출

- 영상처리 핵심 반도체를 제공하는 팹리스 업체
- 2016년 3Q 누적 기준 : 감시용 카메라용 제품 54% / DVR용 제품 43% / 기타 3%
* 2016년까지 자동차 매출 0% / DVR용 제품도 모두 감시용
 - 지역별 매출 비중(16년 3Q 누적) : 중국 71% / 한국 24% / 대만 4% / 기타 1%
 - 주요고객 : Xiongmai, Hikvision, Dahua(이상 중국의 감시용 카메라 1위~3위 제조 업체)

그림 8. 넥스트칩 주요 제품 소개

영상보안 사업 : 영상신호 처리 기술의 Total Solution 확보

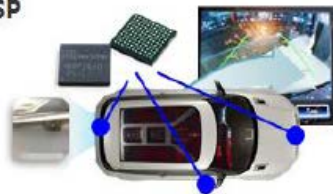


자료: 넥스트칩, 대신증권 리서치센터

그림 9. 넥스트칩 전략 사업 소개

전략 사업 : 차량용 반도체 및 블랙박스 SoC 시장 진출

Automotive ISP



Blackbox SoC



자료: 넥스트칩, 대신증권 리서치센터

표 1. 넥스트칩 주요 연혁

주요 연혁	
1997.05	넥스트칩 설립
2007.06	코스닥 상장
2011.12	시스템 IC 2015 사업자 선정 (지식경제부)
2012.11	홍콩법인 설립 (Nextchip Hong Kong Ltd.)
2013.05	2013년 '월드클래스 300' 기업 선정 (중소기업청)
2013.10	글로벌전문기업육성프로그램 후보기업 선정 (산업통상자원부)
2014.07	영상처리반도체 부품 CMMI 레벨 3 인증
2015.04	(주)한테크놀로지 지분투자로 자회사 편입(블랙박스 제조업체)
2015.12	(주)베이다스 지분투자로 자회사 편입 (3D Around View Monitoring Sytem 에 경쟁력)
2016.12	(주)바이오버드 지분투자로 자회사 편입 (지혈제, 항혈전제 의약품 및 의료용 진단 기기 개발업체)

자료: 넥스트칩, 대신증권 리서치센터

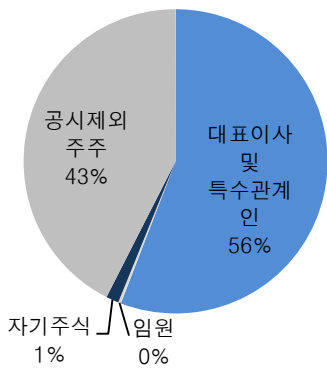
표 2. 넥스트칩 연결대상 자회사

(단위: 십억원, %)

기업명	주요사업	설립일	자본총액	매출액	분기순이익	지분율
Nextchip Hong Kong Limited.	반도체 판매	2012.11	0.219	0	-0.0001	100
(주) 한테크놀로지	전자, 정보통신기기 관련 제조 및 판매	2014.05	0.094	0.673	-0.369	85.4
(주) 베이다스	소프트웨어 개발	2010.07	0.186	1.135	-0.370	60.2
(주) 바이오버드	바이오 의약품 개발	2000.	NA	NA	NA	79

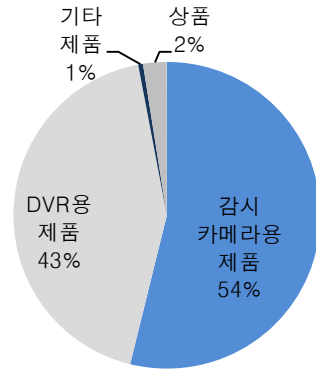
주: 2016년 3분기 분기보고서 기준, (주)바이오버드 인수시점은 2016년 12월
 자료: 넥스트칩, 대신증권 리서치센터

그림 10. 넥스트칩 주주현황



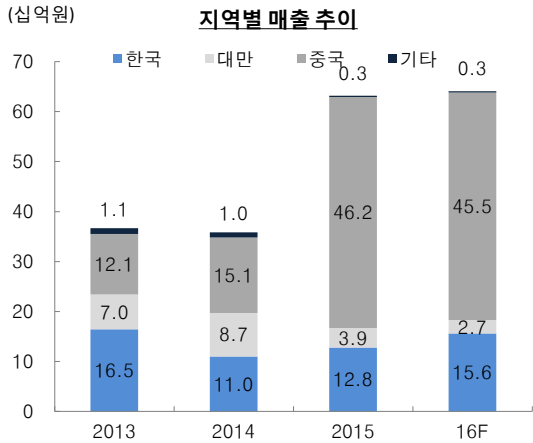
주: 2016년 3분기 분기보고서 기준
 자료: 넥스트칩, 대신증권 리서치센터

그림 11. 사업부문별 매출 비중



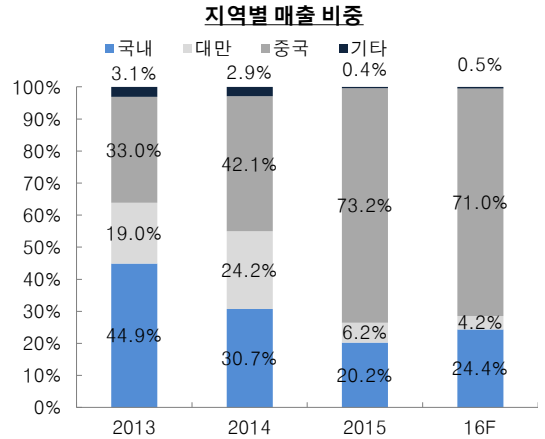
주: 2016년 4분기 기준
 자료: 넥스트칩, 대신증권 리서치센터

그림 12. 지역별 매출 추이



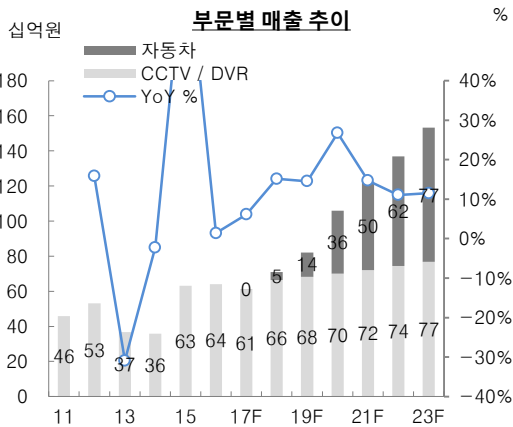
주: 2016년은 추정치
자료: 빅스칩, 대신증권 리서치센터

그림 13. 지역별 매출 비중



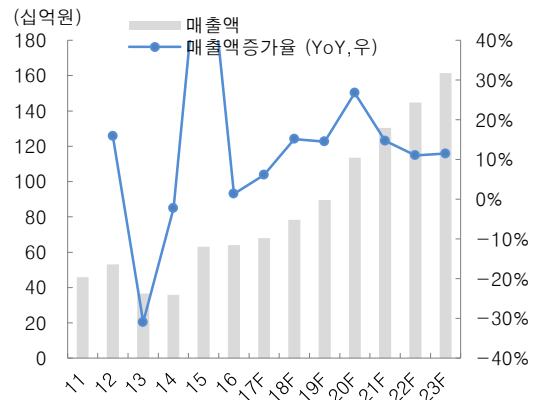
주: 2016년은 추정치
자료: 빅스칩, 대신증권 리서치센터

그림 14. 사업부문별 매출 추이



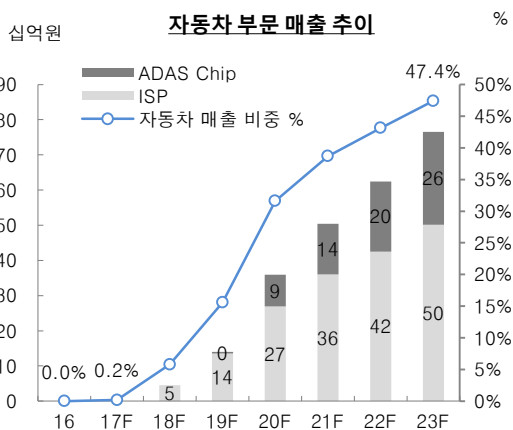
자료: 빅스칩, 대신증권 리서치센터

그림 15. 연간 매출액 추이



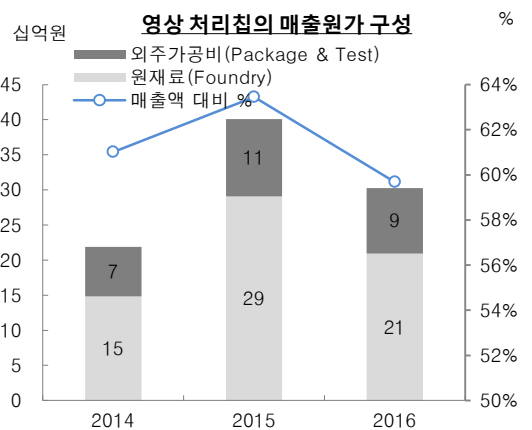
자료: 빅스칩, 대신증권 리서치센터

그림 16. 자동차 부문 매출 추이



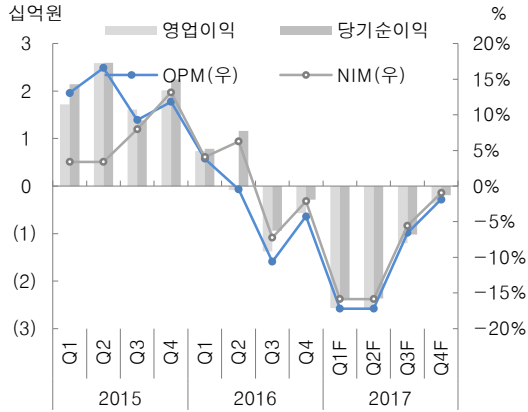
자료: 빅스칩, 대신증권 리서치센터

그림 17. 영상처리 칩의 매출원가 구성



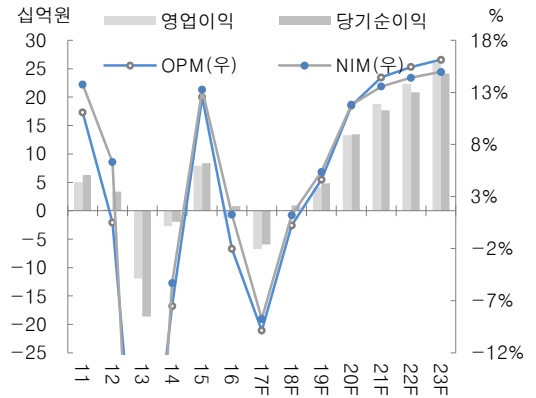
주: 2016년 3분기 분기보고서 기준
자료: 빅스칩, 대신증권 리서치센터

그림 18. 분기 영업이익 추이



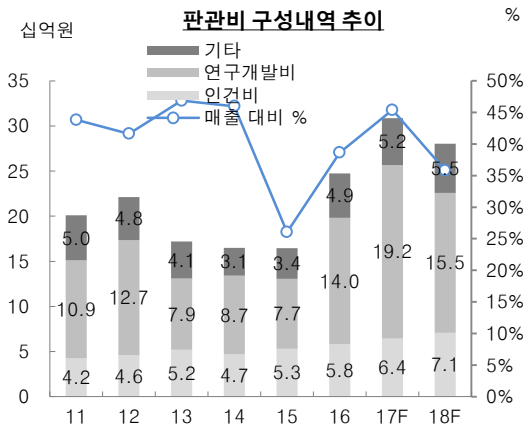
자료: 넥스트칩, 대신증권 리서치센터

그림 19. 연간 영업이익 추이



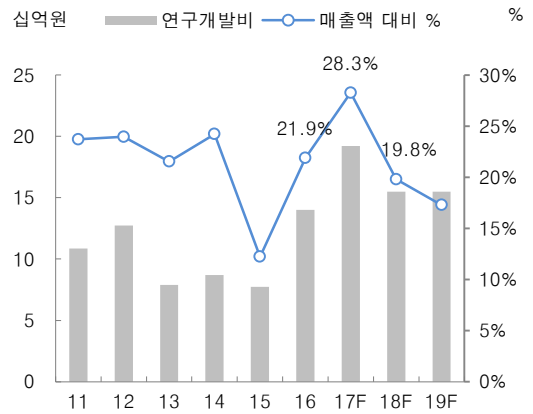
자료: 넥스트칩, 대신증권 리서치센터

그림 20. 판관비 구성내역 추이



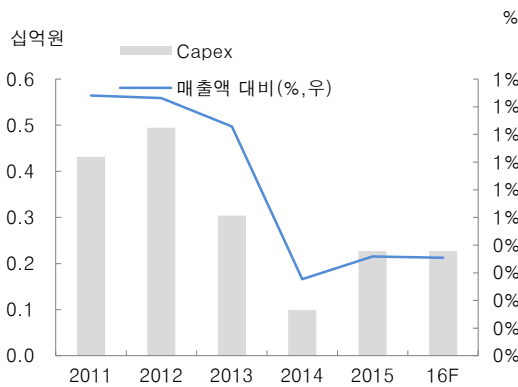
주: 2016년 3분기 분기보고서 기준
자료: 넥스트칩, 대신증권 리서치센터

그림 21. 연구개발비 추이



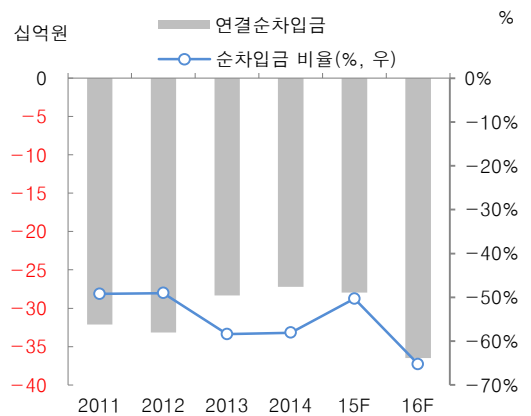
자료: 넥스트칩, 대신증권 리서치센터

그림 22. CAPEX 추이



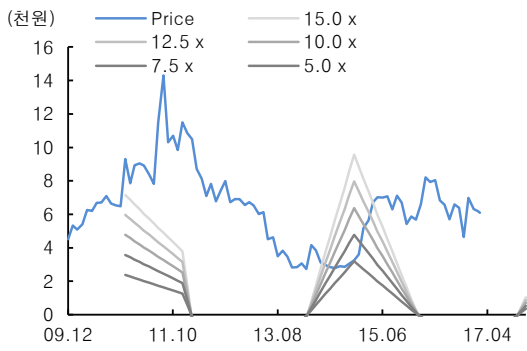
자료: 넥스트칩, 대신증권 리서치센터

그림 23. 순차입금 추이 및 순차입금 비율



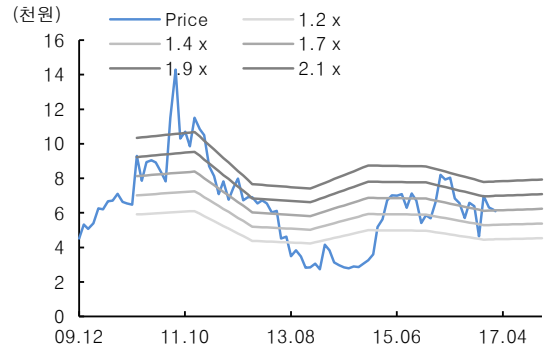
자료: 넥스트칩, 대신증권 리서치센터

그림 24. 빅스칩 FWD PER Band Chart



자료: Valuewise, 대신증권 리서치센터

그림 25. 빅스칩 FWD PBR Band Chart



자료: Valuewise, 대신증권 리서치센터

재무제표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	63	64	68	78	90
매출원가	39	42	44	50	57
매출총이익	24	22	24	28	32
판매비와관리비	16	24	31	28	28
영업이익	8	-1	-7	0	4
영업이익률	126	-20	-99	02	46
EBITDA	9	-1	-6	1	5
영업외손익	0	2	1	1	1
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	2	3	2	2	2
외환관련이익	1	0	1	1	1
금융비용	-1	-1	-1	-1	-1
외환관련손실	1	0	0	0	0
기타	-1	1	0	0	0
법인세비용차감전순이익	8	1	-6	1	5
법인세비용	0	0	0	0	0
계속사업순이익	8	1	-6	1	5
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	8	1	-6	1	5
당기순이익률	133	13	-87	12	54
비재배분순이익	0	0	0	0	0
재배분순이익	8	1	-6	1	5
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	8	1	-6	1	5
비재배분포괄이익	0	0	0	0	0
재배분포괄이익	8	1	-6	1	5

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
EPS	637	61	-442	70	358
PER	92	115.4	NA	87.4	170
BPS	4,162	4,139	3,710	3,777	4,140
PBR	1.4	1.7	1.6	1.6	1.5
EBITDAPS	642	-62	-467	42	335
EV/EBITDA	5.8	NA	NA	103.8	120
SPS	4,752	4,786	5,055	5,821	6,666
PSR	1.2	1.5	1.3	1.1	1.0
CFPS	872	269	-250	259	552
DPS	50	0	25	35	50

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
성장성					
매출액 증가율	762	1.4	6.1	15.1	14.5
영업이익 증가율	흑전	적전	적지	흑전	2,275.1
순이익 증가율	흑전	-90.3	적전	흑전	413.1
수익성					
ROC	87.4	-10.7	-56.1	1.5	37.2
ROA	128	-1.9	-100	0.2	5.5
ROE	166	1.5	-11.3	1.9	9.0
안정성					
부채비율	21.4	21.7	30.7	46.9	33.1
순차입금비율	-52.1	-48.7	-43.4	-44.7	-50.3
이자보상배율	140.6	-8.7	-11.2	0.3	6.9

자료: 넥스트칩, 대신증권 리서치센터 / 3월 13일 종가 기준

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	46	45	43	52	52
현금및현금성자산	10	9	9	27	26
매출채권 및 기타채권	3	3	3	3	3
재고자산	9	9	9	9	9
기타유동자산	24	25	22	13	13
비유동자산	21	23	23	23	23
유형자산	1	1	1	0	0
관계기업투자금	0	2	2	2	3
기타비유동자산	21	20	20	20	20
자산총계	68	68	65	75	74
유동부채	10	10	10	17	14
매입채무 및 기타채무	5	5	5	5	6
차입금	5	5	5	9	5
유동상채무	0	0	0	2	2
기타유동부채	1	1	1	1	1
비유동부채	2	2	5	7	5
차입금	0	0	3	5	3
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2	2	2	2	2
부채총계	12	12	15	24	19
자배지분	55	56	50	51	56
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	15	15	15	15	15
이익잉여금	33	33	27	28	32
기타자본변동	0	0	0	1	1
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	56	56	50	51	56
순차입금	-29	-27	-22	-23	-28

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	6	5	-2	5	9
당기순이익	8	1	-6	1	5
비현금항목의 가감	3	3	3	3	3
감가상각비	1	0	0	0	0
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	3	2	2	2	2
자산부채의 증감	-6	1	1	1	1
기타현금흐름	1	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	-4	-2	3	9	0
투자자산	-5	-2	0	-1	0
유형자산	0	0	0	0	0
기타	0	1	3	10	0
재무활동 현금흐름	0	-1	3	8	-6
단기차입금	0	0	0	4	-4
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	3	2	-2
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	-1	0	0	0
기타	0	0	0	2	0
현금의 증감	2	-2	0	18	-1
기초 현금	8	10	9	9	27
기말 현금	10	9	9	27	26
NOPLAT	8	-1	-7	0	4
FCF	8	-1	-6	0	4