

이베스트 연말연초 추천 시리즈

10

기업분석 | 반도체/디스플레이

Analyst

최영산

02 3779 8425

danechoi@ebestsec.co.kr

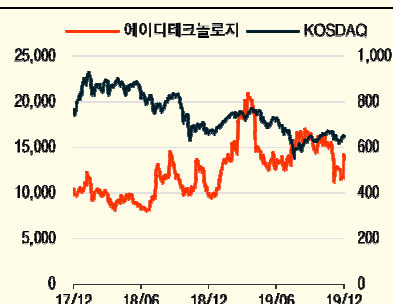
NR

목표주가	NR
현재주가	14,950 원

Stock Data

KOSDAQ (12/20)	649.73 pt
시가총액	1,385 억원
발행주식수	9,262 천주
52 주 최고가/최저가	20,900 / 9,440 원
90 일 일평균거래대금	37.87 억원
외국인 지분율	0.6%
배당수익률(18.12E)	1.0%
BPS(18.12E)	5,280 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1개월 8.7%
	6개월 20.6%
	12개월 56.5%
주주구성	김준석 외 3인 20.6%
	자사주 외 1인 1.4%
	강종민 외 1인 0.6%

Stock Price



에이디테크놀로지 (200710)

용이 될 뱀의 머리가 되다

한국 비메모리 칩리스의 최선단, 2020년부터 완전한 변화의 시작

에이디테크놀로지(이하 동사)는 칩리스 업체로, 팹리스 업체가 설계한 디자인을 바탕으로 파운드리 업체와의 협업을 통해 파운드리 생산공정에 맞게 제품을 디자인하는 업체이다. 당사는 12/19 탐방을 통해 12/17 공시된 동사의 공시 내용의 배경을 파악하고, 이제부터 시작될 동사의 완전한 변화를 예감할 수 있었다. 동사는 과거 TSMC의 8개 VCA(Value Chain Aggregator)로 등록되어 글로벌 칩리스 업체로 자리잡고 있었으며, 주로 SK하이닉스(이하 SKH)의 NAND Controller IC 칩리스 역할을 수행해왔다. 그러나 12/17 공시를 통해 동사는 TSMC와의 VCA 계약을 해지함을 밝혔다. 당사는 동사가 2020년부터 국내 최대 파운드리 회사(이하 A사)의 '메인 디자인 하우스'로 향후 A사의 비메모리 확장 전략에 있어 매우 중요한 역할을 담당하게 될 것으로 판단한다. 기존에는 비록 비메모리 칩리스 업체였지만 사실상 SKH의 NAND 가동률에 따라 매출이 변화하는 한계점이 있었다면, 이제는 7/5nm를 디자인하는 진정한 비메모리 칩리스 업체로서 완전한 기업의 변화가 생겨날 것이다.

12/17 공시 이면에 있는 큰 그림을 보는 것이 중요하다. A사가 글로벌 1위인 TSMC와의 경쟁을 위해서는 TSMC가 구축하고 있는 ecosystem의 핵심인 '협력관계'에 있는 디자인 하우스와 OSAT을 키우는 전략을 사용할 수밖에 없다. 애초에 디자인하우스의 역할 자체가 팹리스 업체들의 수주를 파운드리 업체의 공정 기술력과 칩리스 업체의 IP를 이용한 디자인 능력을 이용하여 가져오는 것이기 때문이다. 이에 따라, 파운드리 업체 입장에서 가장 뛰어난 칩리스 업체를 선정할 수밖에 없다. 그리고 당연히 TSMC의 8개 VCA 중에 하나였으며 국내에서 처음으로 VCA로 등록되었던 동사가 A사의 메인 디자인하우스로 선정될 수밖에 없게 된 것이다. 2020F P/E 6.9~8.5x 수준으로, 2018년 정상화 기간의 P/E 11x보다도 현저히 낮은 수준이며, A사의 메인 디자인 하우스로서의 가치를 반영 시, 동사 기업가치의 유례없는 상승이 예상된다.

Financial Data

(억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	685	358	227	322	1,103
영업이익	106	20	-35	-4	121
세전계속사업손익	105	24	-44	0	86
순이익	106	27	-41	2	85
EPS (원)	1,341	335	-508	21	933
증감률 (%)	흑전	-75.0	적전	흑전	4,314.5
PER (x)	8.4	20.2	n/a	469.1	10.5
PBR (x)	2.4	1.4	1.3	2.3	1.9
EV/EBITDA (x)	5.2	9.8	n/a	n/a	6.3
영업이익률 (%)	16	5	-15	-1	11
EBITDA 마진 (%)	17	8	-12	0	11
ROE (%)	43.8	7.1	-11.2	0.5	19.4
부채비율 (%)	27.7	20.5	39.3	27.2	57.3

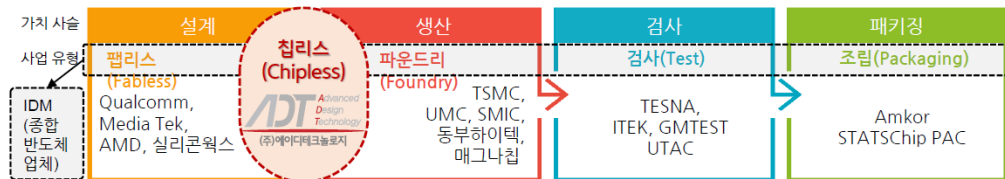
주: IFRS 연결 기준

자료: 에이디테크놀로지, 이베스트투자증권 리서치센터

1) 칩리스란 무엇이며 왜 필요한가?

칩리스(Chipless)란, 팹리스 업체가 설계한 디자인을 바탕으로 파운드리 업체와의 협업을 통해 파운드리 생산공정에 맞게 제품을 디자인하는 역할을 담당한다. 기본적으로 칩리스는 디자인 하우스로도 불리며, 밸류체인상으로 팹리스와 파운드리의 중간에 위치하게 된다. 팹리스의 디자인을 생산에 맞게 일종의 코디네이팅을 진행해주는 것이다.

그림1 칩리스 밸류체인 구조 - 팹리스와 파운드리의 중간 역할



자료: 에이디테크놀로지, 이베스트투자증권 리서치센터

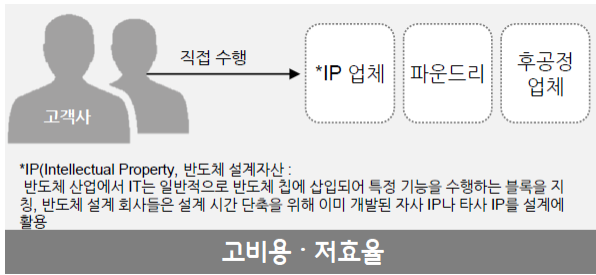
팹리스 업체 입장에서 보자면, 칩리스는 파운드리와 팹리스가 설계한 디자인을 연결해주는 역할이 된다. 쉽게 예를 들어, 하나의 명품 옷을 디자인하여 생산한다고 했을 때 1) 팹리스는 옷의 핵심 디자인을 구상하고 그리는 역할을 수행하며, 2) 칩리스는 그 옷을 생산하기 위한 옷감이나 재질, 마감 등을 체크하고 구상하여 파운드리에 보내고, 3) 파운드리는 팹리스와 칩리스가 보내준 내용들을 토대로 직접 공장에서 양산하게 된다.

동사의 예로 비춰본다면, 1) SKH의 NAND Controller IC 자체는 SKH가 설계하지만, 2) 이를 생산하기 위한 나머지 설계 디자인을 동사가 진행하게 되고, 3) 이를 TSMC에게 보내면 TSMC가 파운드리를 통해 생산하게 되고, 4) SKH는 이를 자사의 NAND 제품에 붙여 소비자에게 출하하게 된다. (즉, 제품 자체는 비메모리지만 전방 수요처는 메모리 업체이라 볼 수 있음)

시장에서 화두가 되었던 파두의 경우도 마찬가지이다. 파두는 서버용 SSD Controller IC에서 가장 뛰어난 기술로 시장에 관심이 높은 업체로, 동사의 칩리스를 이용하여 TSMC가 생산하는 밸류체인을 갖고 있다. 즉, 팹리스(파두)-칩리스(에이디테크놀로지)-파운드리(TSMC)구조를 지니는 것이다. 파두의 제품이 양산화가 진행될 경우, 동사에게도 해당 제품이 양산 매출로 발생되게 된다.

팹리스 업체 입장에서 칩리스는 2가지의 차이점과 필요성을 갖는다. 1) 팹리스 업체 입장에서 생산공정에 필요한 디자인까지 전부 설계하는 것은 지나치게 비효율적이며 비용이 과대하다. 칩리스는 IP업체(ex. ARM)로부터 디자인에 필요한 IP를 대규모로 구매하기 때문에, 더 많은 IP를 지니고 있고 더 싼 가격으로 조달이 가능하다. 또한 2) 개발 레퍼런스가 점점 확대되면서 파운드리 업체의 공정 경쟁력에 연결하는 경험치가 증가하기 때문에, 팹리스 업체가 설계 디자인까지 직접하는 것보다 훨씬 더 안정적이다. (실패 확률이 감소한다) 즉, 팹리스 업체 입장에서는 칩리스 업체가 1) 비용 측면(IP 사용), 2) 안정성 측면(경험 레퍼런스 등)에서 필요해지게 된다.

그림2 팹리스가 직접 칩리스 역할까지 수행 - 비효율적



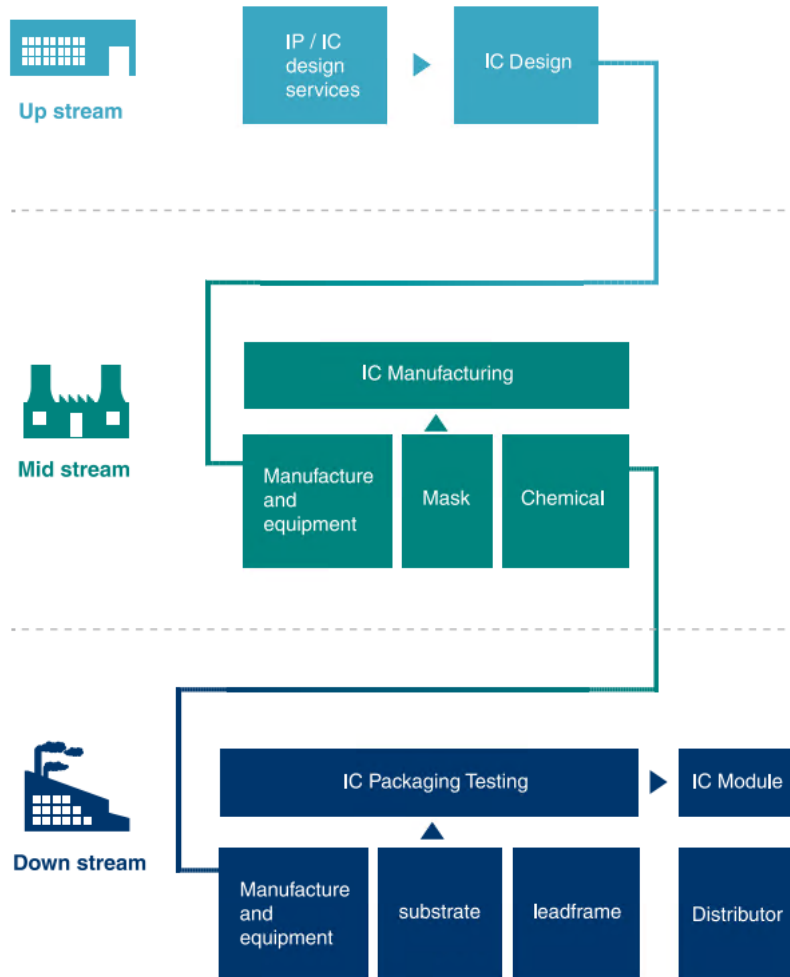
자료: 에이디테크놀로지, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 분업화된 구조: 칩리스가 중간 디자인을 담당 - 효율적



자료: 에이디테크놀로지, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 대만 반도체 산업 supply chain - 칩리스는 IC Design, Manufacturing 를 연결하는 설계를 담당

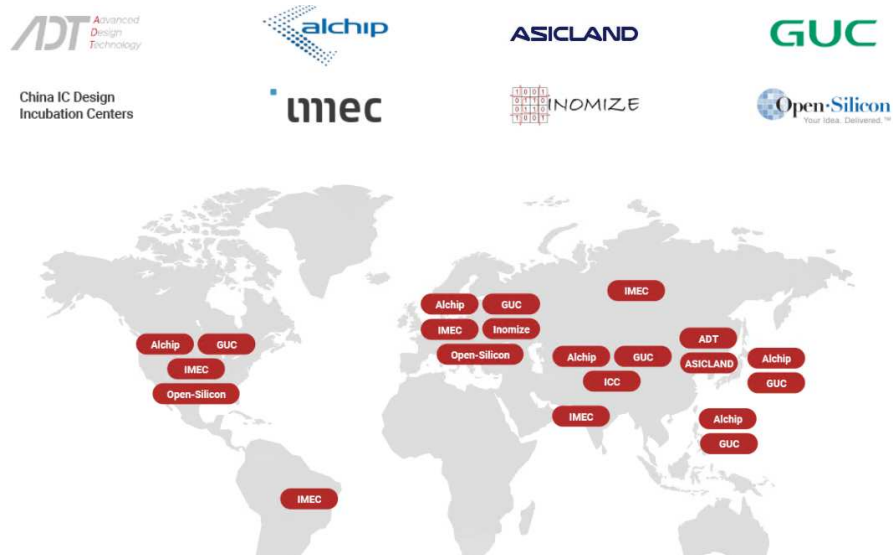


자료: GUC, 이베스트투자증권 리서치센터

2) 왜 파운드리 디자인 하우스가 필요한가?

구조적으로 파운드리 업체는 복수의 칩리스 업체들을 확보해야 하는데, 이는 파운드리 업체 입장에서는 1) 중소형 고객사들까지 모든 물량을 영업하기 어려울뿐더러, 2) 프로젝트가 점점 많아지고 파운드리 비즈니스가 커질수록, 파운드리 혼자서 세밀한 영역까지 설계하는데 한계가 있기 때문에, 전문화된 칩리스를 통해 역량을 분산시킬 필요가 생기게 되기 때문이다. TSMC가 글로벌 8개의 VAC를 거느리면서 1티어급의 대우를 해주는 것도 이와 맥락을 같이한다. 즉 파운드리 업체는 1차적으로 공정 기술력(7/5nm EUV 등)이 가장 중요하겠으나, 그 다음으로는 Ecosystem을 만들기 위한 협력사들을 구축(Design House, OSAT)하는 것이 중요해진다. 국내 최대 파운드리 제조사가 공정 기술력은 7nm EUV양산을 통해 TSMC와 tech node가 큰 차이가 없으나, 아직까지 TSMC를 넘지 못하는 이유가 이러한 Ecosystem 구축에 있다.

그림5 TSMC의 8대 VCA 현황 - 한국은 동사와 ASIC Land (동사는 최근 계약 해지)



자료: 에이디테크놀로지, 이베스트투자증권 리서치센터

주: 대만 - GUC, Alchip / 한국 - AD Tech, ASIC Land / 미국 - Open Silicon / 중국 - ICC / 이스라엘 - Inomize / 벨기에 - imec

영업의 경우, 파운드리 업체는 주요 대형 고객사(Apple, Qualcomm, AMD 등)를 위주로 영업을 진행하는 반면, 그 외 고객사들은 칩리스 업체들이 직접 영업을 하는 경우가 대부분이다. 예를 들자면, 1) 중소형 팹리스 업체들에게 TSMC의 파운드리를 이용하기 위해서 자사의 칩리스 설계를 이용할 수 있다고 영업을 하는 방식이다. 즉, TSMC의 파운드리 기술력을 디자인 하우스 입장에서는 마케팅 요소로 사용할 수 있게 된다.

2) TSMC 또한 중소형 팹리스 업체들에게는 자사의 디자인 하우스들을 통해 설계 프로세스를 진행하면 생산해주겠다는 식으로 영업을 진행하기도 한다. TSMC가 모든 중소형 팹리스 업체들의 생산공정 디자인까지 담당할 필요가 없기 때문이다. 이렇게 때문에, 당연히 메인 디자인하우스(칩리스) 업체들은 파운드리 업체와의 기술 개발이나 프로젝트 진행 등을 항상 함께 진행하게 되며, 동사가 복수의 파운드리 이용을 위해 TSMC와의 VCA 계약을 해지한 것(12/17 공시내용 참조)도 이와 같은 맥락이다.

즉, 파운드리 업체 입장에서는 메인 디자인 하우스와 함께 영업을 하고, 동시에 함께 기술 공정 또한 발전시키는 매우 중요한 파트너라고 볼 수 있는 것이다. TSMC의 대만 주요 VAC 중 하나인 GUC에 TSMC가 최대주주로 있는 것도 이와 마찬가지로이다.

결론적으로, 파운드리 업체 입장에서는 자사의 파운드리 ecosystem을 확장시키는데 있어서 디자인 하우스들을 키우는 것이 매우 중요하며(기술 개발, 영업 대응 모든 측면에서) 디자인 하우스 입장에서조차 자사의 영업의 핵심 경쟁력이 어디 파운드리에 소속되어 있고, 그 파운드리 내에서의 등급이 얼마나 높은지가 중요한 변수라고 볼 수 있다. 즉, 파운드리와 디자인 하우스는 서로가 서로에게 매우 중요도가 높은 관계이다. 파운드리 업체들 간의 경쟁구도에서 선단공정 기술이 크게 차이가 나지 않을 경우, 디자인 하우스들의 디자인 설계 능력이 중요한 경쟁 척도로 자리잡을 수 있다. 그렇기 때문에 TSMC가 디자인 하우스에 지분투자 등을 진행하며 전세계에 걸쳐 디자인 하우스를 육성하고 있는 것이다.

주가측면에서 보자면, 올해 패키징 및 테스트 하우스 업체들의 주가 상승 또한 사실상 파운드리 업체의 Ecosystem 형성이라는 관점에서 이뤄졌다고 볼 수 있다. 파운드리 수요 급증과 화성 S5 EUV 라인 건설에 따른 패키징 및 테스트 공급 부족이 기존 OSAT 업체들에게 수요 확대에 이어졌기 때문이다.

당사는 디자인 하우스 시장 확대 또한 동일한 맥락, 혹은 더 강한 모멘텀으로 이어질 것으로 판단한다. A사 입장에서는 선택할 수 있는 디자인 하우스의 선택지가 아직까지는 동사에 국한되며, 기술 공정 또한 7/5nm 위주의 선단공정부터 개발에 진입할 것이기 때문이다. 상대적으로 OSAT 업체들이 후공정 단에서의 범용 패키징 수요 확대에 수혜를 입는다면, 당사는 전공정 최선단 공정에서의 디자인 설계 주력 연구개발을 담당하게 된다. 국내 비메모리 투자에 있어 제대로된 비메모리 전공정 디자인 설계 업체가 등장하는 것이다. 메모리에 들어가는 Controller IC가 아닌, 비메모리 7/5nm Logic Chip 설계를 담당하게 될 것으로 추정된다.

그림6 에이디테크놀로지 12/17 공시 내용 - TSMC와의 협력관계는 지속, 단지 VCA만을 해지

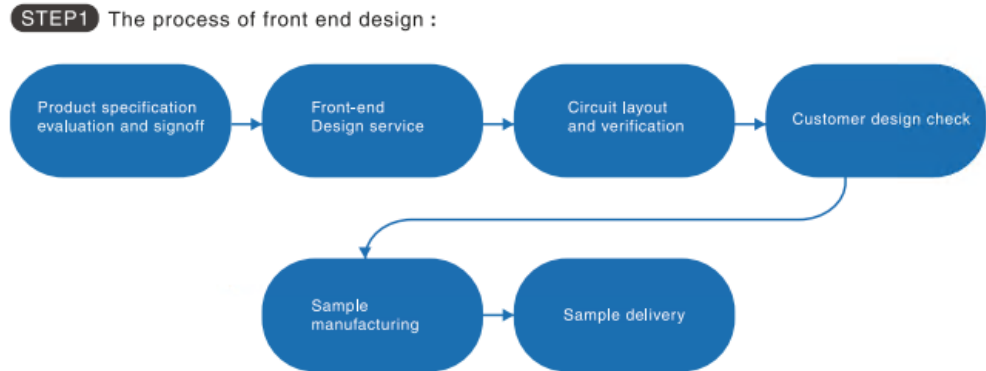
투자판단 관련 주요경영사항

1. 제목	TSMC VCA(Value Chain Aggregator) 계약 해지	
2. 주요내용	복수의 파운드리를 이용하기 위한 VCA 계약 해지	
3. 사실발생(확인)일	2019-12-17	
4. 결정일	-	
- 사외이사 참석 여부	참석(명)	-
	불참(명)	-
- 감사(사외이사가 아닌 감사위원) 참석여부		
-		
5. 기타 투자판단과 관련한 중요사항		
- 2020년 3월 16일 TSMC VCA 계약 해지 예정(변동가능)		
- TSMC 비즈니스 협력관계는 계속 유지되며, 기존 개발 과제 및 양산도 계속 진행		
- 국내 파운드리사와 협력 파트너 관계 협의 진행 중		
※ 관련공시	-	

자료: DART, 이베스트투자증권 리서치센터

대만 TSMC의 주력 VAC이자, TSMC가 현재 최대주주로 있는 GUC(Global Unichip Corporation)의 경우, 2003년 TSMC가 직접 투자하였으며 현재까지 TSMC와의 성장 궤도를 같이 이뤄온 업체 중 하나이다. 현재 시가총액은 NTD 33.5bn으로, 약 1.3조원 수준이다. 2019년 매출액이 다소 부진했으나 2017~2018년 평균 매출액은 약 4~5,000억원 수준 내외, OPM 7~8% 수준을 기록하였다.

그림7 GUC 매출 구조 1: front end design – 동사의 개발 매출에 해당(진행률로 매출 인식)



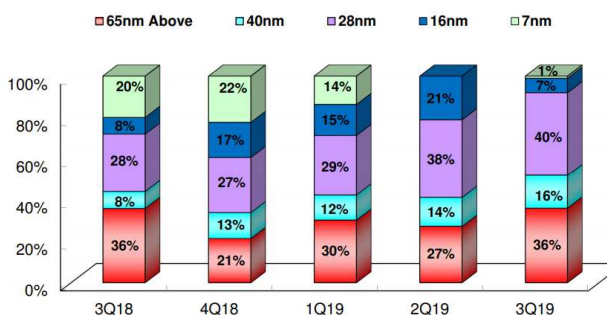
자료: GUC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 GUC 매출 구조 2: mass production – 동사의 양산 매출에 해당(납입기준으로 매출 인식)



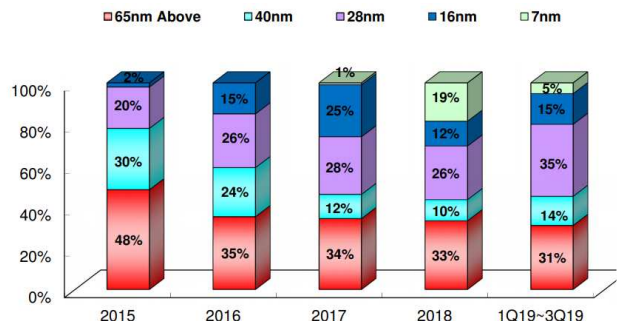
자료: GUC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 GUC 분기별 매출 구성



자료: GUC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 GUC 연간 매출 구성



자료: GUC, 이베스트투자증권 리서치센터

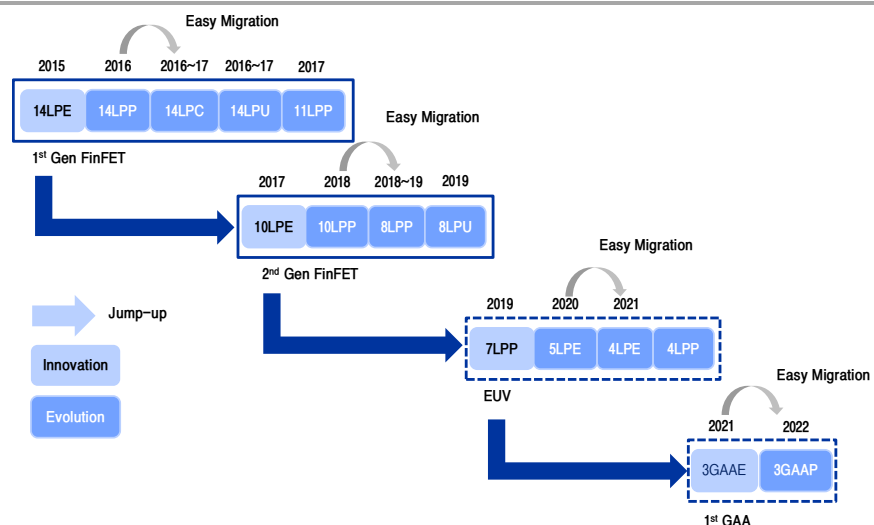
3) 용이 될 뱀의 머리가 되다: 'one of eight' 에서 'one of one'으로

향후 동사의 변화는 국내 최대 파운드리 고객사 A사의 파운드리 시장 확장 전략과 함께 움직인다고 볼 수 있다. A사가 내년 하반기에는 5nm EUV 공정 양산을 앞두고 있는 상황에서, 당사는 동사가 내년 초부터 7nm 공정 위주로 프로젝트를 진행할 것으로 예상된다. 이에 따라 동사의 A사향 프로젝트 개발 매출이 내년 상반기부터 본격적으로 인식, 내년 연간으로는 약 5~600억원 수준이 반영될 것으로 판단된다. 개발 매출은 추후에 양산 매출로 전환되는 것이 일반적이며, 동사의 개발 매출 또한 점점 확대될 것으로 예상되기 때문에, 동사의 A사향 매출은 점점 빠르게 확대될 것으로 예상된다.

동사는 TSMC의 8개 VCA 벤더 중 1개 업체로서, 기술력은 인정받았으나 국내 고객사향 매출밖에 대응하지 못한다는 분명한 한계가 있었다. 이에 따라, 향후 동사가 A사향 메인 디자인 하우스로 자리잡을 경우, A사와의 협업을 바탕으로 글로벌 고객사향 매출이 확장될 수 있을 것으로 보인다. 현재까지는 고객사가 파운드리 시장 1위 업체이나 동사는 8개 메인 벤더 중 1개에 불과했다. 그러나 이제는 글로벌 1위 업체가 되려 하는 국내 최대 파운드리 업체의 1st 메인 디자인 하우스로 자리잡을 것으로 추정된다.

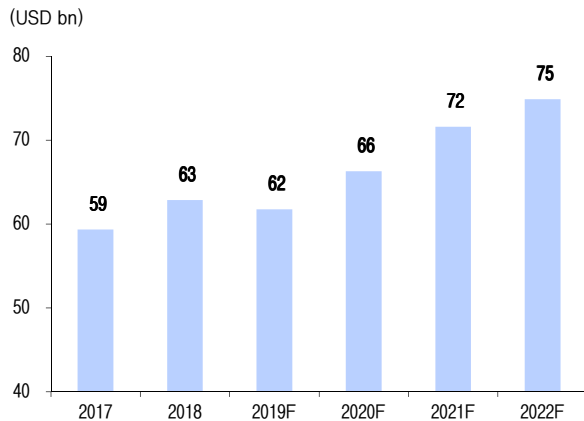
또한 최근 A사는 파운드리 시장 확장 전략의 중요한 측면 중 하나로 디자인 서비스 및 테스트를 강조하고 있다. 최근 12/11 진행되었던 '시스템 반도체 융합 alliance 세미나'에서 A사는 파운드리 비즈니스 확장을 위해 팹리스 업체들에게 1) 경쟁력 있는 IP 제공, 2)MPW 확대, 3) 설계·분석 기술 지원, 4) '디자인 하우스(설계 서비스 기업)'를 통한 디자인 인프라 지원 등을 통해 고객을 유치하겠다고 밝혔다. 또한 MPW와 같은 전략은 애플, 퀄컴, 엔비디아와 같은 대형 고객사뿐만 아니라 중소형 고객사들까지 타겟하겠다는 목표를 분명히 한 것이기 때문에, 이를 위해서는 당연히 중소형 고객사들 유치를 위해 필요한 디자인 하우스의 구축이 더욱 필요해지게 된다. 과거에는 팹리스가 설계한 반도체를 생산만 했다면, 이제는 디자인 서비스와 테스트까지 함께 제공하는 방식으로 파운드리 비즈니스를 확장시키고 있는 상황이다.

그림11 국내 최대 파운드리 제조사의 공정 로드맵



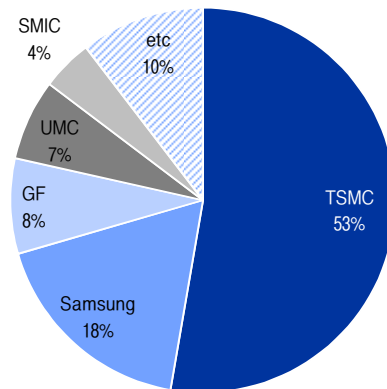
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 파운드리 시장 규모



자료: Gartner, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 파운드리 시장 MS(4Q19E)



자료: Trendforce, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 주요 업체별 Tech Node 경쟁과 Litho 발전 ('18~'24)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
TSMC	7nm(N7)	7nm EUV(N7+)	5nm EUV(N5)	5nm EUV(N5P) 3nm EUV(N3)			2nm(N2)
Samsung Foundry		7nm/6nm EUV (EUV 첫 양산적용)	5nm/4nm EUV	3nm GAEE (FinFET에서 구조 변화)	3nm GAAP	-	
Intel		10nm	10nm+	10nm++/7nm	7nm	-	
Lithography		EUV(2019~)		EUV DPT 고려 / High NA SE or Low NA DPT 혼용			
EUV			NXE:3400C (170wph)	High NA 0.55 플랫폼공개		High NA EUV 본격 양산 적용	
비고	1. 삼성은 EUV 집중, TSMC는 틈새 공략하여 7nm 수주 독점 2. GF 7nm 포기	1. 삼성과 TSMC의 7nm EUV 격돌 2. Intel이 드디어 10nm Icelake NB용 CPU 출시	1. 5nm 수주 경쟁 치열 2. 2021년 3nm 부터의 본격 경쟁에 대비하는 시기. 5nm는 7nm의 효율화 과정	*당사가 판단하는 본격적인 파운드리 경쟁 시점. 1. EUV Single Patterning 한계 도래, 2. FinFET 구조의 변화 시기 도래, 3. 3nm 이하의 시대 시작		차세대 EUV 기술인 0.55 NA 양산에 적용, EUV 장비 효율 ↑	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

2020: 1) NAND 업황 회복 + 2) A사항 개발 매출 인식의 본격화

동사의 2019E 매출액은 약 2,000억원, OPM 5% 수준으로 예상된다. 2020년 매출액은 약 2,800~3,000억원 수준, OPM은 8~9% 수준으로 추정한다. 주가는 단기간에 IT 업종 주가 강세와 최근 공시에 따라 2~30% 상승하였으나, 이는 직전에 하락한 주가 급락(실적 부진, 대주주 특수관계인 일부 지분 매각)을 회복하는 수준에 불과하다. 또한 주가 상승에도 불구하고, 현재 시가총액 기준으로 2020F 약 6.9~8.5x 수준으로, 2018년 정상화 기간의 P/E 11x보다도 현저히 낮은 수준으로 추정된다. 현재시점에서 사실상 historical valuation 회복은 물론, 오히려 밸류에이션 상방이 더 열려야 마땅해 보인다.

2020년 실적의 경우, 1) SKH향 NAND 업황 회복과 2) A사항 개발 매출의 대규모 인식과 수익성 개선에 주목한다. 2020년은 SKH의 NAND 실적의 개선세가 올해보다 명확하기 때문에, CR 이슈 또한 제한적일 것으로 보이며, 오히려 UFS 3.0 매출 가시화와 함께 SSD 매출 비중 확대에 따른 수익성 개선이 예상된다. A사항 개발 매출의 경우, 통상적으로 개발 매출의 수익성이 양산 매출보다 높기 때문에 A사항 개발 매출의 대규

모 인식(약 500~600억원 이상 추정)이 수익성 측면에도 도움을 줄 것으로 보인다. 이외에 3) 비상장사인 파두와의 SSD controller 협업 물량 확대 또한 추가 업사이드 요소이다.

당사는 무엇보다 4) 큰 그림에서 133조원 투자를 통해 비메모리에 매우 강력하게 중하고 있는 A사의 메인 디자인 하우스로 자리잡았다는 점에 주목한다. 이는 20년 이후에도 추가적인 개발 프로젝트 매출 인식과 함께 양산 매출까지 대규모로 인식되면서 기업의 성장 궤도 자체가 완전히 달라질 것으로 보인다. 이를 감안한다면 2020F Target P/E는 과거 정상화 시기의 11x 수준을 대폭 상회하는 것 또한 무리 없어 보인다. **진정한 비메모리 전공정 디자인 설계 업체로서의 밸류에이션 가치를 받아야 할 때이다.** 이미 상당히 올라와있는 일부 IT 업종들과 다르게 주가 부담이 적고, **기업의 완전한 변화와 체질 개선에 대해 시장이 완전하게 인지하고 있지 못한 상황이다.** 그 동안 동사가 단순히 SKH향 NAND controller 기업으로 인식되었다면, 이제는 국내 비메모리 디자인 설계의 중추적 역할로서 시장의 인식이 빠르게 변화될 것으로 보인다.

표2 에이디테크놀로지 실적 추이

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	2017	2018
매출액	7.8	7.8	7.6	9.0	16.3	36.4	21.9	35.6	30.3	48.0	60.0	32.2	110.3
매출원가	7.2	6.9	6.5	8.0	14.3	31.7	17.2	29.0	27.8	44.1	56.0	28.6	92.3
영업이익	-0.5	0.0	0.1	0.0	0.6	3.5	2.9	5.1	1.2	2.7	2.4	-0.4	12.1
OPM	-6.7%	0.1%	1.4%	0.5%	3.5%	9.6%	13.2%	14.5%	3.8%	5.6%	4.0%	-1.1%	11.0%
당기순이익	-0.3	0.0	0.2	0.3	0.9	3.7	3.0	0.9	2.4	1.6	1.4	0.2	8.5

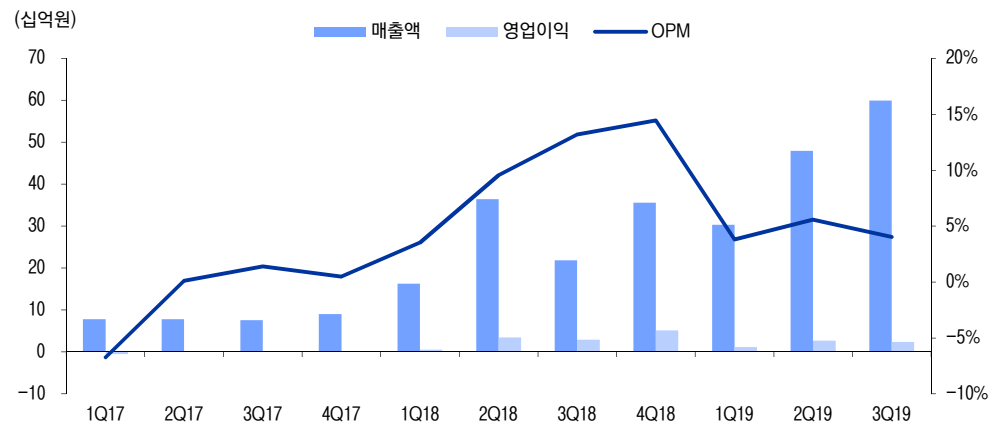
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 에이디테크놀로지 최근 분기 실적 세부

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	3Q19 누적
매출액	30.3	48.0	60.0	138.3
양산 매출	27.2	42.5	57.2	126.8
개발 매출	3.1	5.5	2.8	11.4
매출 비중(%)				
양산 매출	89.6%	88.5%	95.4%	91.7%
개발 매출	10.4%	11.5%	4.6%	8.3%
Application 비중(%)				
디스플레이	0.8%	0.5%	0.6%	0.6%
IoT	5.0%	2.3%	2.0%	2.8%
5G	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
모바일	84.1%	78.3%	73.9%	77.6%
Automotive	0.9%	0.4%	0.5%	0.6%
VR · AR	0.3%	1.6%	0.0%	0.6%
빅데이터 & Wearable	8.2%	15.5%	22.2%	16.8%
기타	0.8%	1.3%	0.8%	1.0%
영업이익	1.2	2.7	2.4	6.2
OPM	3.8%	5.6%	4.0%	4.5%
순이익	2.4	1.6	1.4	5.4

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 에이디테크놀로지 분기 실적 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 에이디테크놀로지 최근 주가 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표4 에이디테크놀로지 밸류에이션 추이

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
P/E(최고)	68.42	-16.49	666.19	16.05	-	-
P/E(평균)	38.12	-21.63	352.6	11.25	10.6	7.7
P/E(최저)	16.89	-8.97	248.55	8.37	-	-
P/B(최고)	4.65	3.77	3.16	2.76	-	-
P/B(평균)	2.6	2.51	1.67	1.93	-	-
P/B(최저)	1.15	1.14	1.18	1.44	-	-

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

4) Risk

당사가 판단하는 동사의 리스크는 1) TSMC향 VAC 계약 해지에 따른 매출 감소 우려와, 2) SKH의 CR 이슈, 3) 향후 추가적인 Fabless 인수 및 지분투자를 위한 유상증자 등의 가능성이라 볼 수 있다. 결론부터 말하자면, 이러한 리스크보다 기업의 근본적인 변화에 당연히 더 주목할 필요가 있다.

먼저 1)의 경우, 동사가 A사의 메인 디자인 하우스가 되기 위해서는 필연적으로 거쳐야 되는 과정으로 판단된다. 애초에 디자인 하우스와 파운드리 업체간의 디자인 및 설계 공유 등의 협력관계가 끈끈하기 때문에, 메인 디자인 하우스 벤더로서 복수의 파운드리를 이용하는 것이 쉽지 않을 것으로 추정된다. 또한 VAC가 해지된다 하더라도 협력관계가 아예 끊기는 것이 아니며, 기존에 TSMC향 VAC는 국내 고객사에만 한정되었기 때문에 오히려 A사향으로 글로벌 고객사를 확보하는 것이 당연히 더 긍정적이다.

2) 금번 3분기 실적 부진의 주요 이유 중 하나로 SKH향 CR이슈가 제기되고 있는 상황이다. 그러나 향후 NAND 업황 개선에 따른 SKH향 NAND 가동률 회복이 이뤄지면서 해당 이슈는 안정화 될 것으로 예상된다. 고객사의 업황 부진이 커질 때 CR이슈가 발생되는데, 2020년의 경우, 전반적인 메모리 업체들의 NAND향 이익 턴어라운드가 예상되기 때문이다. 2020년 동사는 1) NAND Controller IC 단가 인상 효과와 함께 2) UFS 3.0 매출 및 SSD 매출 비중 확대, 3) A사향 개발 매출 대규모 인식으로 인한 수익성 상승이 예상된다.

3) 향후 추가적인 Fabless 인수 및 지분투자를 위한 자금 조달을 시장에서 진행할 가능성이 있으나, 당사는 오히려 동사의 대규모 체질 변화에 위한 자금 조달이라고 판단한다. 기업의 변화가 분명한 상황에서, A사향 7/5nm 프로젝트를 대응하기 위해서는 대규모 인력 확보가 필연적으로 필요하기 때문이다.

에이디테크놀로지 (200710)

재무상태표

(억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	425	392	386	353	623
현금 및 현금성자산	36	34	67	94	137
매출채권 및 기타채권	29	54	64	44	105
재고자산	56	39	36	37	179
기타유동자산	304	265	220	178	202
비유동자산	49	65	95	138	146
관계기업투자등	0	5	32	56	0
유형자산	11	12	7	6	7
무형자산	24	34	37	50	35
자산총계	474	457	481	491	768
유동부채	96	68	80	92	261
매입채무 및 기타채무	40	35	9	16	62
단기금융부채	33	20	20	31	98
기타유동부채	23	14	52	46	101
비유동부채	7	9	55	12	19
장기금융부채	0	0	45	0	0
기타비유동부채	7	9	10	12	19
부채총계	103	78	136	105	280
지배주주지분	371	379	345	386	489
자본금	20	21	41	45	46
자본잉여금	170	172	167	200	211
이익잉여금	179	205	155	157	247
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	371	379	345	386	489

현금흐름표

(억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동 현금흐름	124	18	-19	29	-84
당기순이익(손실)	105	24	-44	0	86
비현금수익비용가감	16	10	14	-9	47
유형자산감가상각비	5	5	4	2	3
무형자산상각비	3	4	4	1	1
기타현금수익비용	0	0	-1	0	8
영업활동 자산부채변동	1	-19	7	34	-222
매출채권 감소(증가)	30	-28	-6	28	-61
재고자산 감소(증가)	-49	17	3	9	-142
매입채무 증가(감소)	16	-5	-26	11	47
기타자산, 부채변동	4	-3	36	-14	-65
투자활동 현금	-229	10	1	-2	50
유형자산처분(취득)	-5	-5	3	-3	-5
무형자산 감소(증가)	-16	-14	-13	-14	-16
투자자산 감소(증가)	-205	28	13	20	75
기타투자활동	-3	2	-1	-4	-4
재무활동 현금	124	-31	50	0	78
차입금의 증가(감소)	-29	-13	59	0	77
자본의 증가(감소)	150	0	-10	0	0
배당금의 지급	0	0	10	0	0
기타재무활동	3	-18	1	0	0
현금의 증가	19	-3	33	28	43
기초현금	17	36	34	67	94
기말현금	36	34	67	94	137

주: IFRS 연결 기준

자료: 에이디테크놀로지, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	685	358	227	322	1,103
매출원가	528	288	219	286	923
매출총이익	157	70	8	36	180
판매비 및 관리비	51	51	43	40	59
영업이익	106	20	-35	-4	121
(EBITDA)	114	28	-27	0	125
금융손익	4	4	4	3	4
이자비용	1	1	1	4	2
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-5	0	-13	0	-38
세전계속사업이익	105	24	-44	0	86
계속사업법인세비용	-1	-2	-4	-2	2
계속사업이익	106	27	-41	2	85
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	106	27	-41	2	85
지배주주	106	27	-41	2	85
총포괄이익	106	27	-41	2	85
매출총이익률 (%)	23	20	4	11	16
영업이익률 (%)	16	5	-15	-1	11
EBITDA마진률 (%)	17	8	-12	0	11
당기순이익률 (%)	15.4	7.4	-17.9	0.5	7.7
ROA (%)	30.4	5.7	-8.7	0.4	13.4
ROE (%)	43.8	7.1	-11.2	0.5	19.4
ROIC (%)	106.1	16.0	-25.6	-2.9	51.0

주요 투자지표

	2014	2015	2016	2017	2018
투자지표 (x)					
P/E	8.4	20.2	n/a	469.1	10.5
P/B	2.4	1.4	1.3	2.3	1.9
EV/EBITDA	5.2	9.8 n/a	n/a		6.3
P/CF	7.3	16.1 n/a	n/a		6.7
배당수익률 (%)	0.0	3.7	0.0	0.0	1.0
성장성 (%)					
매출액	202.1	-47.7	-36.7	42.1	242.4
영업이익	흑전	-81.5	적전	적지	흑전
세전이익	흑전	-76.9	적전	흑전	103,594.1
당기순이익	흑전	-74.9	적전	흑전	4,870.7
EPS	흑전	-75.0	적전	흑전	4,314.5
안정성 (%)					
부채비율	27.7	20.5	39.3	27.2	57.3
유동비율	442.4	572.2	480.1	381.7	238.9
순차입금/자기자본(x)	-79.5	-71.9	-62.9	-61.1	-24.2
영업이익/금융비용(x)	74.7	30.1	-32.7	-1.0	74.0
총차입금 (십억원)	33	20	65	31	98
순차입금 (십억원)	-295	-273	-217	-236	-118
주당지표(원)					
EPS	1,341	335	-508	21	933
BPS	4,705	4,699	4,236	4,285	5,280
CFPS	1,529	422	n/a	n/a	1,454
DPS	n/a	250	n/a	n/a	100

에이디테크놀로지 목표주가 추이

(원)

25,000

20,000

15,000

10,000

5,000

0

17/12

18/06

18/12

19/06

19/12

주가

목표주가

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
2019.12.23	변경	최영산									
2019.12.23	NR	NR									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 최영산)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	94.6% 5.4% 100.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 $\pm 20\%$ 에서 $\pm 15\%$ 로 변경 투자 의견 비율은 2018. 10. 1 ~ 2019. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)