2020. 2. 25

▲ 스몰캡
Analyst **이상현**
02. 6454-4877
sang-hyun.lee@meritz.co.kr

아이씨디 040910

OLED 투자 구체화 될 시점

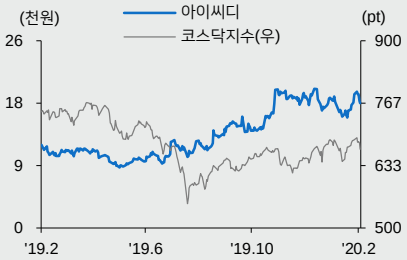
- ✓ 2020년 매출액 3,519억원(+189% YoY), 영업이익 607억원(+306% YoY) 전망
- ✓ 국내 및 중화권 패널업체의 OLED Capa 투자로 큰 폭의 실적 증가를 예상
- ✓ 4Q19 Review: CSOT, Tianma향 Etcher, 개조개선 장비 등 영업이익 100억원 기록
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 14,000원 → 23,000원으로 상향
- ✓ SDC A5라인은 A3와 비슷한 규모의 투자가 예상되어 주가 리레이팅을 예상

Buy

적정주가 (12 개월)	**23,000 원**
현재주가 (2.24)	**16,700 원**
상승여력	**37.7%**
KOSDAQ	639.29pt
시가총액	2,934억원
발행주식수	1,757만주
유동주식비율	69.52%
외국인비중	15.60%
52주 최고/최저가	19,650원/8,530원
평균거래대금	91.4억원
주요주주(%)	
이승호 외 3 인	24.60

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.2	45.2	51.8
상대주가	0.6	38.3	76.5

주가그래프



2020년 매출액 189%, 영업이익 306% 성장 전망

2020년 매출액 3,519억원(+189% YoY), 영업이익 607억원(+306% YoY)을 전망한다. 2020년 고객사의 공정 업그레이드 개조와 SDC L8-1 OLED 전환(30K), CSOT T4(30K), Visionox V3(30K), BOE B12(48K), LGD 광정우(30K) 등 OLED 라인 증설이 예상된다. 신종코로나로 인한 장비 입고 지연이 발생할 수 있으나 연내 반입은 가능하다. 초미의 관심사는 SDC의 A5이다. 폴더블 스마트폰의 다양한 라인업과 시장 확대로 하반기 A5 투자의 구체적인 윤곽이 가시화 될 것이다.

투자의견 Buy유지, 적정주가 14,000원 → 23,000원으로 상향

중국 패널업체의 OLED 라인 증설과 SDC A5 투자 가시화로 투자의견 Buy, 적정주가를 14,000원에서 23,000원으로 상향한다. '20년 예상 BPS(10,566원)에 적정 PBR 2.2배를 적용하였다. 적정 PBR은 SDC의 A3(135K), A4(30K) 투자로 실적 성장을 보였던 '16~'17년 PBR의 최고치 2.2배를 적용하였다. A5 라인은 A3 수준의 규모가 예상되며 중국 OLED 투자와 맞물려 주가 리레이팅을 예상한다.

4Q19 Review

4Q19 매출액 445억원(YoY -25%), 영업이익 101억원(YoY -21%, 영업이익률 22.6%)을 기록했다. 매출 구성은 증착물류 시스템 180억원, CSOT, Tianma향 HDP Etcher 110억원, 고객사 개조개선 100억원, 기타(Parts 및 ESC부품) 55억원이다. 수익성 높은 개조개선/Parts 부문 실적의 영향으로 영업이익률 22.6%를 달성했다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	311.9	36.9	24.5	1,484	135.8	8,058	9.3	1.7	6.2	19.8	76.1
2018	234.0	39.7	29.8	1,789	20.6	7,846	3.8	0.9	3.0	22.5	45.5
2019E	121.6	15.0	11.5	679	-62.1	7,992	29.0	2.5	16.6	8.5	34.3
2020E	351.9	60.7	48.1	2,737	303.3	10,566	6.1	1.6	4.4	29.5	41.7
2021E	360.5	63.0	50.8	2,892	5.7	13,317	5.8	1.3	4.1	24.2	27.3

표1 아이씨디 4Q19 실적 Review

(십억원)	4Q19P	4Q18	(% YoY)	3Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	당사예상치	(% diff)
매출액	**44.5**	59.0	-24.6	31.3	42.1	68.8	-35.4	88.9	-50.0
영업이익	**10.0**	12.8	-21.3	8.2	22.1	11.5	-12.7	14.5	-30.8
세전이익	**8.4**	12.6	-33.2	10.3	-18.1	11.4	-26.3	14.8	-43.2
순이익	**6.2**	13.6	-54.3	6.8	-8.1	9.0	-30.9	12.8	-51.4
영업이익률(%)	**22.6**	21.6		26.3		16.7		16.3	
순이익률(%)	**14.0**	23.1		21.6		13.1		14.4	

자료: 아이씨디, 메리츠종금증권 리서치센터

표2 아이씨디 실적 추정치 변경

	New		Old		차이(%)	
(십억원)	1Q20E	2020E	1Q20E	2020E	1Q20E	2020E
매출액	**39.6**	**351.9**	108.7	387.4	-63.5	-9.2
영업이익	**1.2**	**60.7**	21.2	68.4	-94.5	-11.3
세전이익	**1.4**	**60.2**	21.5	68.6	-93.6	-12.2
순이익	**0.8**	**48.2**	18.2	56.9	-95.8	-15.3
영업이익률(%)	**2.9**	**17.2**	19.5	17.7		

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표3 아이씨디 실적 테이블

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019P	2020E	2021E
매출액	**34.2**	**11.7**	**31.3**	**44.5**	**39.6**	**64.6**	**135.7**	**112.0**	**234.0**	**121.6**	**351.9**	**360.5**
(% YoY)	-53.6	-79.5	-29.7	-24.6	16.0	452.4	333.6	151.9	-25.0	-48.0	189.4	2.4
(% QoQ)	-42.1	-65.8	167.7	42.1	-10.9	63.0	110.1	-17.5				
HDP Etcher	15.6	5.0	13.5	10.1	25.0	24.6	93.4	48.5	95.7	44.2	191.6	149.8
증착물류 등	14.6	0.0	0.0	18.1	0.0	18.0	35.9	56.8	90.4	32.8	110.7	180.8
부품(ESC 등)	3.0	5.9	17.6	16.1	14.5	21.7	5.6	6.1	44.1	42.7	47.9	28.0
용역	0.9	0.8	0.2	0.1	0.1	0.3	0.8	0.6	3.9	2.0	1.8	1.9
제품별 비중(%)	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**
HDP Etcher	45.6	42.8	43.1	22.7	63.1	38.1	68.9	43.3	40.9	36.3	54.4	41.5
증착물류 등	42.8	0.0	0.0	40.8	0.0	27.9	26.5	50.7	38.6	26.9	31.5	50.2
부품(ESC 등)	8.9	50.2	56.4	36.3	36.6	33.6	4.1	5.5	18.8	35.1	13.6	7.8
용역	2.7	7.0	0.5	0.3	0.3	0.5	0.6	0.5	1.7	1.7	0.5	0.5
영업이익	**0.4**	**-3.7**	**8.2**	**10.0**	**1.2**	**7.5**	**30.8**	**21.2**	**39.7**	**15.0**	**60.7**	**63.0**
영업이익률(%)	1.2	-31.7	26.3	22.6	2.9	11.7	22.7	18.9	17.0	12.3	17.2	17.5
(% YoY)	-97.0	적전	89.8	-21.3	176.1	흑전	274.8	111.0	7.6	-62.3	305.5	3.8
(% QoQ)	-96.7	적전	흑전	22.1	-88.4	550.5	308.4	-31.2				
당기순이익	**1.1**	**-2.6**	**6.8**	**6.2**	**0.8**	**4.6**	**26.1**	**16.7**	**29.8**	**11.5**	**48.2**	**50.8**
순이익률(%)	3.3	-22.5	21.6	14.0	1.9	7.1	19.2	14.9	12.7	9.5	13.7	14.1
(% YoY)	-92.4	적전	205.0	-54.3	-32.2	흑전	285.7	168.0	21.8	-61.5	319.1	5.4
(% QoQ)	-91.7	적전	-357.4	-8.1	-87.7	502.7	465.5	-36.1				

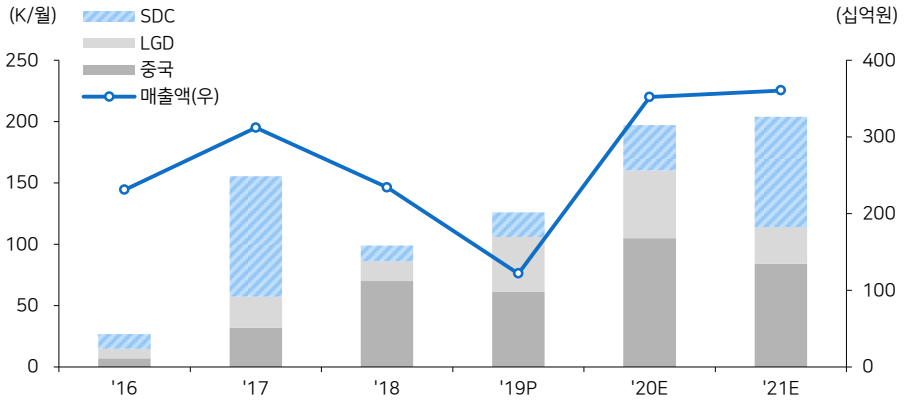
자료: 아이씨디, 메리츠종금증권 리서치센터

표4 아이씨디 적정주가 산정표

(원)	2020E	비고
BPS	10,566	2020년 BPS 예상치
적정배수(배)	2.2	2016~2017년 High PBR 적용
적정주가	**23,000**	
현재주가	16,700	2020.2.25 종가 기준
상승여력(%)	37.7	

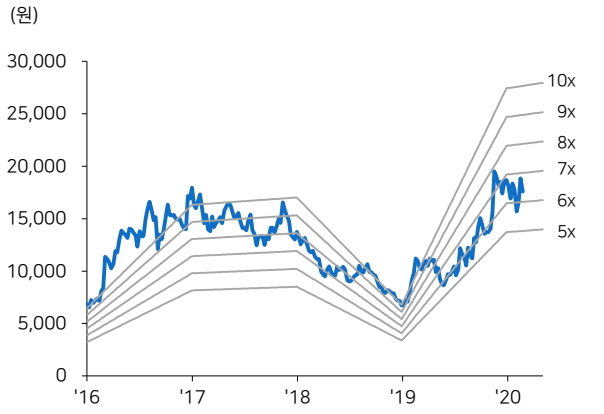
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림1 OLED Capa 증가(YoY) & 아이씨디 매출액 비교



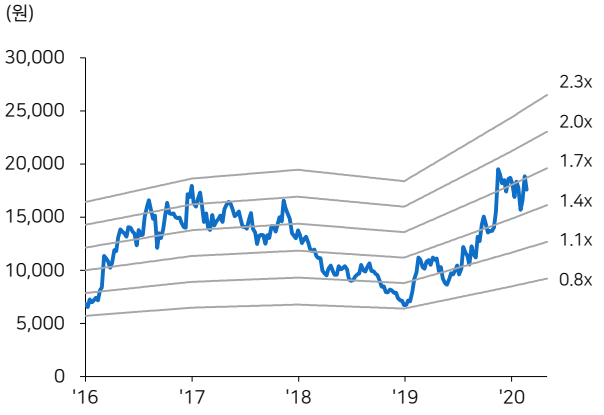
자료: 산업자료, 메리츠종금증권 리서치센터

그림2 아이씨디 PER band



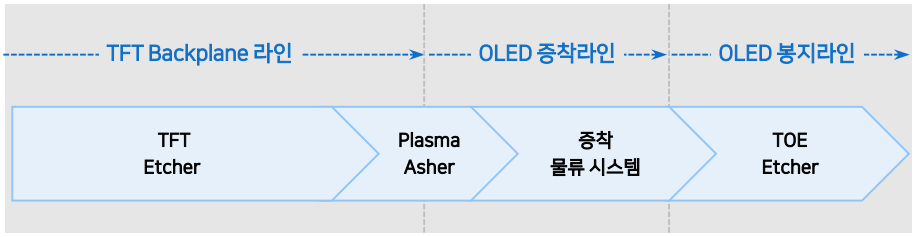
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림3 아이씨디 PBR band



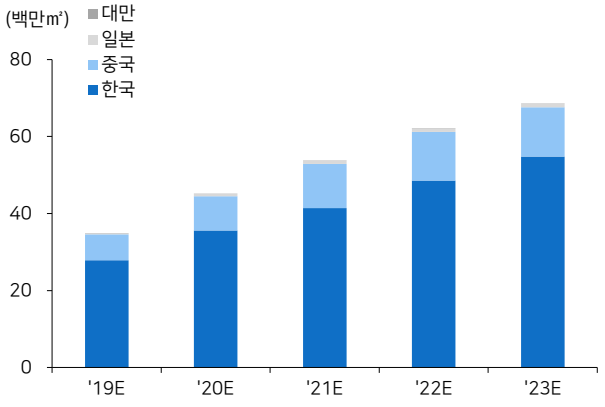
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림4 아이씨디 장비 OLED 적용 공정



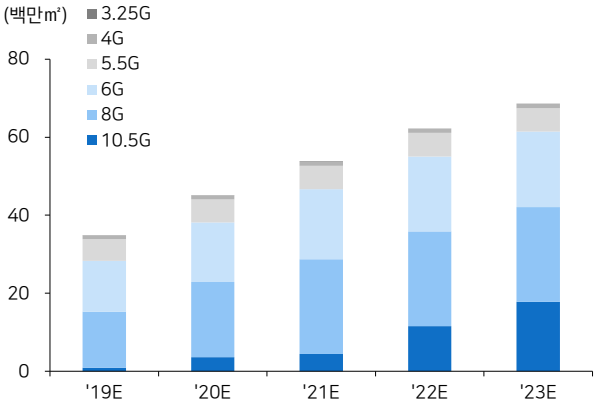
자료: 아이씨디, 메리츠종금증권 리서치센터

그림5 국가별 OLED 생산능력 (면취수)



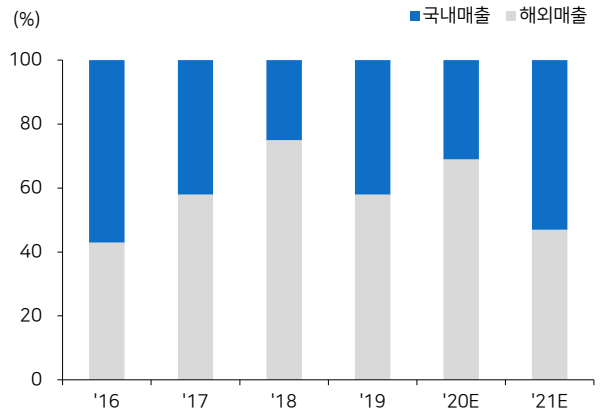
자료: UBI Research, 메리츠종금증권 리서치센터

그림6 세대별 OLED 생산 능력 (면취수)



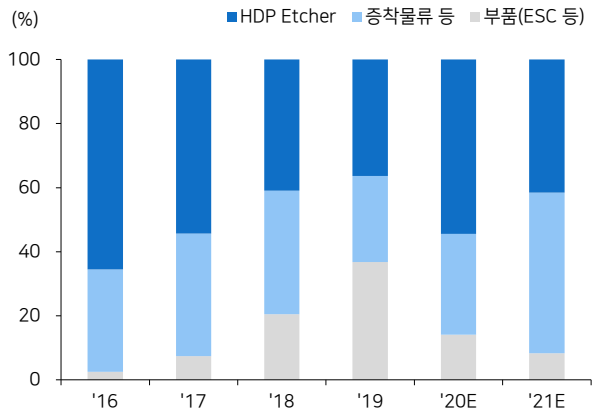
자료: UBI Research, 메리츠종금증권 리서치센터

그림7 아이씨디 매출액 비중 (국내, 해외)



자료: 아이씨디, 메리츠종금증권 리서치센터

그림8 아이씨디 매출액 구성 (제품별)



자료: 아이씨디, 메리츠종금증권 리서치센터

아이씨디 (040910)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**311.9**	**234.0**	**121.6**	**351.9**	**360.5**
매출액증가율 (%)	35.1	-25.0	-48.0	189.4	2.4
매출원가	256.1	175.7	88.2	258.0	261.3
매출총이익	55.7	58.3	33.4	93.9	99.2
판매관리비	18.8	18.6	18.4	33.2	36.1
영업이익	**36.9**	**39.7**	**15.0**	**60.7**	**63.0**
영업이익률	11.8	17.0	12.3	17.3	17.5
금융손익	-5.9	-1.2	2.2	1.9	0.9
종속/관계기업손익	0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-2.2	-4.3	-0.4	-2.5	0.4
세전계속사업이익	28.8	34.2	16.7	60.1	64.3
법인세비용	4.3	4.4	5.2	12.0	13.5
당기순이익	**24.5**	**29.8**	**11.5**	**48.1**	**50.8**
지배주주지분 순이익	24.5	29.8	11.5	48.1	50.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	**-11.9**	**29.8**	**19.7**	**18.7**	**18.3**
당기순이익(손실)	24.5	29.8	11.5	48.1	50.8
유형자산상각비	2.9	3.2	3.6	4.2	4.3
무형자산상각비	3.2	2.9	2.9	2.6	2.2
운전자본의 증감	-55.6	-15.2	3.5	-36.2	-39.0
투자활동 현금흐름	**3.2**	**-3.1**	**-8.3**	**-8.6**	**-4.4**
유형자산의증가(CAPEX)	-4.5	-3.8	-3.8	-6.0	-5.0
투자자산의감소(증가)	-0.1	-1.0	-1.2	-0.8	-0.3
재무활동 현금흐름	**7.0**	**-32.4**	**-10.8**	**-9.0**	**-7.5**
차입금의 증감	8.5	-18.8	-9.4	-6.5	-5.0
자본의 증가	-0.0	-3.5	2.6	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-1.8	-5.6	1.4	1.1	6.4
기초현금	18.1	16.3	10.8	12.2	13.2
기말현금	16.3	10.8	12.2	13.2	19.7

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	155.9	114.2	110.7	185.6	221.5
현금및현금성자산	16.3	10.8	12.2	13.2	19.7
매출채권	38.6	60.4	48.6	95.8	121.1
재고자산	14.3	34.3	41.2	60.8	54.6
비유동자산	80.4	77.0	77.4	77.5	76.2
유형자산	51.7	51.4	51.9	53.7	54.5
무형자산	26.2	19.4	18.5	15.9	13.7
투자자산	0.7	1.6	2.8	3.6	3.9
자산총계	**236.2**	**191.2**	**188.0**	**263.0**	**297.7**
유동부채	86.3	46.7	37.2	66.8	55.0
매입채무	25.4	6.0	11.6	36.6	31.1
단기차입금	24.9	16.9	12.0	12.0	9.0
유동성장기부채	0.1	3.0	3.0	3.0	3.0
비유동부채	15.8	13.2	10.8	10.6	8.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	9.1	6.1	5.5	4.0	2.0
부채총계	**102.1**	**59.8**	**48.0**	**77.4**	**63.8**
자본금	8.3	8.4	8.5	8.5	8.5
자본잉여금	62.8	59.2	61.7	61.7	61.7
기타포괄이익누계액	-0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
이익잉여금	66.3	72.9	79.5	125.1	173.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**134.1**	**131.4**	**140.0**	**185.6**	**234.0**

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	18,895	14,033	7,181	20,030	20,517
EPS(지배주주)	1,484	1,789	679	2,737	2,892
CFPS	2,773	3,023	1,410	3,864	4,064
EBITDAPS	2,599	2,748	1,267	3,841	3,957
BPS	8,058	7,846	7,992	10,566	13,317
DPS	150	150	150	150	150
배당수익률(%)	1.1	2.2	0.8	0.9	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	9.3	3.8	29.0	6.1	5.8
PCR	5.0	2.2	13.9	4.3	4.1
PSR	0.7	0.5	2.7	0.8	0.8
PBR	1.7	0.9	2.5	1.6	1.3
EBITDA	42.9	45.8	21.5	67.5	69.5
EV/EBITDA	6.2	3.0	16.6	4.4	4.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	19.8	22.5	8.5	29.5	24.2
EBITDA 이익률	13.8	19.6	17.6	19.2	19.3
부채비율	76.1	45.5	34.3	41.7	27.3
금융비용부담률	0.8	1.1	1.2	0.3	0.2
이자보상배율(x)	14.6	14.8	10.4	50.8	78.8
매출채권회전율(x)	8.3	4.7	2.2	4.9	3.3
재고자산회전율(x)	21.2	9.6	3.2	6.9	6.2

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 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 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

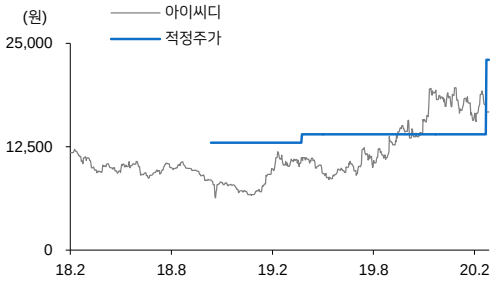
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	79.4%
중립	20.6%
매도	0.0%

2019년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

아이씨디 (040910) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2018.10.22	산업분석	Buy	13,000	이상현	-33.5	-8.5
2019.04.02	기업브리프	Buy	14,000	이상현	-3.3	40.4
2020.02.25	기업브리프	Buy	23,000	이상현	-	-

주가 및 적정주가 변동추이