

AP시스템(123100)

중립(유지)

주가(10/11, 원)	20,750
시가총액(십억원)	293
발행주식수(백만)	14
52주 최고/최저가(원)	42,800/19,350
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	7,615
유동주식비율(%)	75.9
외국인지분율(%)	5.5
주요주주(%)	APS홀딩스 외 3인 23.3

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2016A	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2017A	962	26	19	1,395	NM	34	25.2	15.5	6.0	21.3	0.0
2018F	756	45	32	2,109	51.2	48	10.8	7.7	2.8	30.5	0.0
2019F	803	40	29	1,871	(11.3)	43	12.1	8.5	2.3	21.1	0.0
2020F	845	42	30	1,962	4.8	46	11.6	8.1	1.9	18.2	0.0

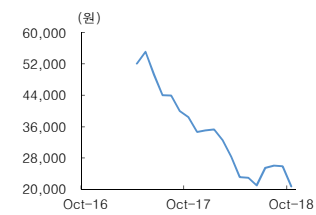
주: 순이익은 지분법적용 순이익

새로운 장비를 찾아서

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(17.5)	(19.3)	(48.6)
상대주가(%p)	(3.7)	0.8	(55.4)

주가추이



중소형 OLED 모듈장비, 성공 가능성 높지 않아: AP시스템의 주요 장비인 ELA는 LTPS(저온폴리실리콘) TFT용 장비로 2019년 중국 패널업체향 수주가 증가할 전망이다. 하지만 올해 예상됐던 수주가 내년으로 이연된 효과로 보인다. 현지점에서 업사이드는 중국향 중소형 OLED 모듈장비다. 삼성디스플레이 A3 투자에 공급했던 후공정 장비 사업을 중국으로 확대하려고 한다. 하지만 계속된 비용 투입에도 많은 수주가 없는 상황이다. 중국의 후공정 투자가 2019년부터 본격적으로 시작돼 아직 결과를 판단하기 이르지만 낮은 후공정장비 마진, 장비의 신뢰도에 대한 시장의 높지 않은 기대치, 경쟁업체가 많다는 점이 성공 여부를 불투명하게 하고 있다. 투자 의견 '중립'을 유지한다.

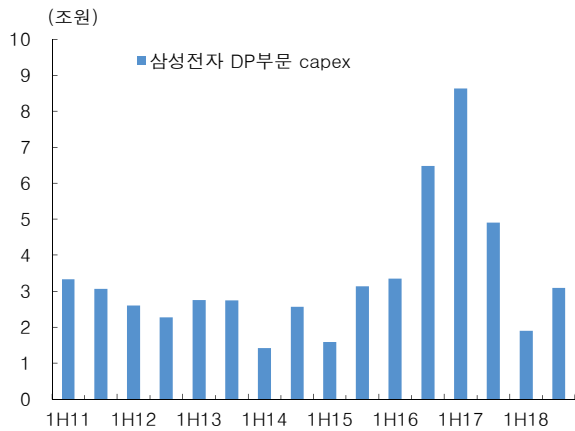
QD-OLED 투자에서 새로운 장비 찾기: 우리는 삼성디스플레이의 QD-OLED TV패널 투자에서 AP시스템이 공급 가능한 장비를 OLED 봉지장비와 퀀텀닷 컬러필터용 봉지장비로 예상한다. 삼성디스플레이가 어떤 봉지 기술을 채택할지 결정된 바가 없지만 Glass 봉지가 채택되면 과거 공급 경험이 있는 AP시스템이 공급할 가능성이 높다. 한편 TFE 봉지가 채택된다면 주요 장비는 해외 업체(Applied Materials와 Kateeva)가 수주하고 일부 물류장비(Transfer system)만 AP시스템이 공급하게 될 수 있어 수주 규모 측면에서 불리할 수 있다. 다만 퀀텀닷 컬러필터 도입으로 전체 봉지 공정 step수가 늘어나고 봉지 면적도 중소형 OLED 대비 늘어나며, Glass와 TFE 방식을 혼용할 가능성도 있어 봉지 장비 수주 확률과 수주 했을 때의 수혜는 중소형 OLED 투자 때보다는 클 전망이다.

올해 내로는 주가가 움직이기 어렵다: OLED 장비 수주 모멘텀 둔화가 지속되고 있어 주가는 올해 내로 크게 반등하기 어려울 전망이다. 중국 OLED 설비투자 둔화 우려가 지속되고 있고 삼성디스플레이 OLED 가동률이 연말까지 높지 않으며 신규 수주의 대부분인 ELA 장비 수주도 올해 크게 없기 때문이다. 다만 내년부터 삼성디스플레이 QD-OLED 투자 개시와 중국향 OLED 모듈장비 수주 모멘텀, 폴더블 패널 수요 증가에 따른 전용 봉지장비 수주 가능성이 있다는 점에서 관심 지속이 필요해 보인다.

김정환

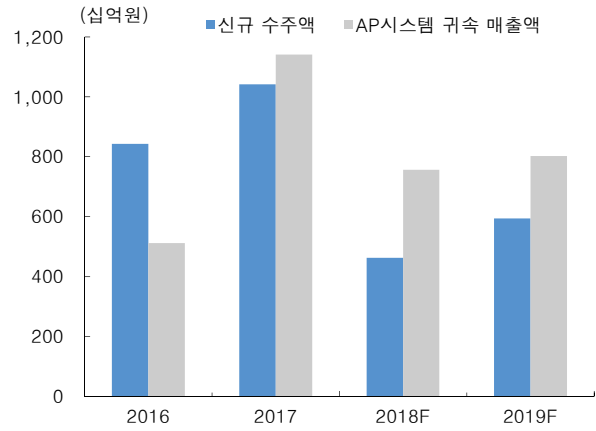
junghwan.kim@truefriend.com

[그림 43] 삼성전자 DP부문 시설투자 금액은 역사적 저점



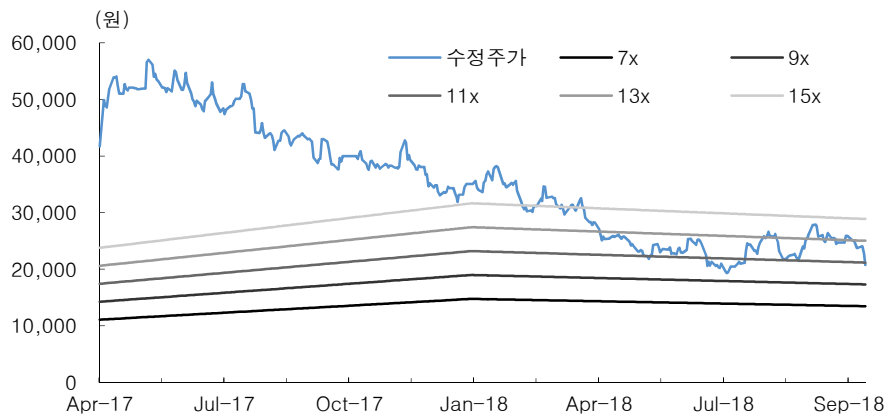
자료: 한국투자증권

[그림 44] 2018년 예상된 투자, 내년으로 이연됨



자료: 한국투자증권

[그림 45] 우리 추정치 기준 12MF PER은 현재 11배, 컨센서스 기준으로는 6배



주: 우리 추정치 기준 12MF PER band 임
자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 46] 중국 중소형 OLED 추가 신규 투자는 BOE, CSOT, EDO, GVO로 일단락

Global investment schedule	Equipment PO				Install				Ramp-up			
	2019				2020				2021			
	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21
Foreign - small/mid-size OLED												
BOE												
B12 Chongqing 6G phase 1 (16K)		Equipment PO				Install						
B12 Chongqing 6G phase 2 (16K)				Equipment PO			Install					
B12 Chongqing 6G phase 3 (16K)							Equipment PO					
CSOT (China Star)												
T4 6G phase 2 (15K)		Equipment PO				Install						
T4 6G phase 3 (15K)					Equipment PO							
GVO (GoVisionox, Black Cow)												
Gu'an V2 6G phase 2 (15K)							Equipment PO					
Gu'an V3 6G phase 1 (15K)		Equipment PO				Install						
Gu'an V3 6G phase 2 (15K)					Equipment PO			Install				
EDO (EverDisplay)												
Ever Display 2 6G phase 2 (15K)		Equipment PO				Install						

자료: IHS, 한국투자증권

〈표 11〉 분기 및 연간 실적 추정(분할 전 AP시스템 사업부문 매출액 합산)

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
매출액	305.2	384.3	245.4	206.8	147.3	185.2	223.7	200.0	512.0	1,141.6	756.2	802.9
AMOLED	303.5	371.1	226.3	182.7	130.0	164.9	208.7	195.0	480.1	1,083.6	698.7	742.9
반도체 장비	1.1	11.6	9.9	15.0	10.0	11.3	10.0	0.0	18.9	37.6	31.3	40.0
기타	0.6	1.5	9.1	9.1	7.3	9.0	5.0	5.0	13.0	20.3	26.3	20.0
- 신규수주액	401.8	338.4	242.2	60.0	207.6	43.0	69.0	142.3	843.1	1,042.4	461.9	593.9
- 수주잔고	511.0	497.8	540.1	444.3	543.9	448.6	338.9	330.2	379.2	444.3	330.2	387.3
매출원가	110.5	343.6	235.1	211.1	123.8	163.0	194.7	172.0	478.4	900.3	653.4	706.5
매출원가율	87.5	89.4	95.8	102.3	84.0	88.0	87.0	86.0	86.2	93.6	86.4	88.0
매출총이익	15.8	40.7	10.2	(4.7)	23.5	22.2	29.1	28.0	76.6	62.1	102.8	96.3
매출총이익률	12.5	10.6	4.2	(2.3)	16.0	12.0	13.0	14.0	13.8	6.4	13.6	12.0
판매비와관리비	3.2	10.9	8.1	13.6	12.9	13.0	14.5	17.0	44.3	35.9	57.5	56.2
판매비율	2.5	2.8	3.3	6.6	8.8	7.0	6.5	8.5	8.0	3.7	7.6	7.0
영업이익	12.6	29.7	2.1	(18.3)	10.6	9.2	14.5	11.0	32.3	26.2	45.3	40.1
영업이익률	10.0	7.7	0.9	(8.9)	7.2	5.0	6.5	5.5	5.8	2.7	6.0	5.0
세전이익	12.0	30.5	1.3	(17.4)	8.2	4.1	15.0	11.0	35.1	26.3	38.3	36.9
세전이익률	9.5	7.9	0.5	(8.4)	5.5	2.2	6.7	5.5	6.3	2.7	5.1	6.3
순이익	9.2	23.2	0.6	(13.8)	8.2	3.9	11.6	8.5	27.1	19.1	32.2	28.8
순이익률	7.3	6.0	0.2	(6.7)	5.6	2.1	5.2	4.2	4.9	2.0	4.3	3.6

주: AP시스템 분할 전(2017년 1분기까지) 매출액을 합산함. 2017년 2분기부터 분할된 AP시스템의 연결 기준 실적임
 자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

디스플레이 및 반도체 공정용 장비 생산을 위해 1994년 설립. AMOLED, 반도체 제조장비를 생산. AMOLED 사업 내 주요 장비로는 LTPS TFT 공정에 사용되는 ELA(Excimer Laser Annealing) 장비와 플렉서블 OLED 패널 제조에 특화된 LLO(Laser Lift-off) 장비가 있음. 주요 고객사는 삼성디스플레이로 2016년 기준 매출 비중 79%임. 2017년 3월 1일 APS홀딩스(지주회사, 존속법인)와 AP시스템(사업회사, 신설법인)으로 분할됨.

- ELA(Excimer Laser Annealing) 장비: 유리기판 위에 증착된 a-Si(비정질실리콘)를 레이저를 조사해 poly-si(다결정실리콘)로 결정화하는 장비. 2011년부터 삼성디스플레이에 공급
- LLO(Laser Lift-off) 장비: 플렉서블 OLED 전용 레이저 장비로 레이저를 조사해 유리 기판 위 플라스틱 기판을 떼어내는 장비

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	—	324	350	384	397
현금성자산	—	63	76	96	94
매출채권및기타채권	—	166	189	201	211
재고자산	—	52	41	40	42
비유동자산	—	144	159	175	197
투자자산	—	0	2	4	7
유형자산	—	110	122	134	142
무형자산	—	24	26	28	34
자산총계	—	468	509	559	594
유동부채	—	343	354	370	373
매입채무및기타채무	—	138	166	177	169
단기차입금및단기사채	—	121	131	141	151
유동성장기부채	—	5	10	10	5
비유동부채	—	36	33	39	39
사채	—	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	—	22	22	27	27
부채총계	—	379	387	408	412
지배주주지분	—	89	122	151	181
자본금	—	8	8	8	8
자본잉여금	—	63	63	63	63
기타자본	—	(0)	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	—	19	52	80	111
비지배주주지분	—	0	0	0	0
자본총계	—	89	122	151	181

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	—	56	21	26	13
당기순이익	—	19	32	29	30
유형자산감가상각비	—	6	0	0	0
무형자산상각비	—	2	3	3	3
자산부채변동	—	9	(12)	(6)	(20)
기타	—	19	(2)	0	0
투자활동현금흐름	—	(47)	(23)	(21)	(21)
유형자산투자	—	(8)	(12)	(12)	(7)
유형자산매각	—	0	0	0	0
투자자산순증	—	(33)	(2)	(2)	(3)
무형자산순증	—	(5)	(5)	(4)	(9)
기타	—	(0)	(3)	(2)	(2)
재무활동현금흐름	—	45	15	15	5
자본의증가	—	0	0	0	0
차입금의순증	—	45	15	15	5
배당금지급	—	0	(0)	0	0
기타	—	0	0	(0)	0
기타현금흐름	—	(1)	0	0	0
현금의증가	—	53	13	21	(3)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	—	962	756	803	845
매출원가	—	900	653	707	743
매출총이익	—	62	103	96	101
판매관리비	—	36	57	56	59
영업이익	—	26	45	40	42
금융수익	—	7	5	6	6
이자수익	—	1	1	1	3
금융비용	—	4	12	5	6
이자비용	—	3	6	3	3
기타영업외손익	—	(2)	0	(4)	(3)
관계기업관련손익	—	0	0	0	0
세전계속사업이익	—	26	38	37	39
법인세비용	—	7	6	8	9
연결당기순이익	—	19	32	29	30
지배주주지분순이익	—	19	32	29	30
기타포괄이익	—	0	0	0	0
총포괄이익	—	19	32	29	30
지배주주지분포괄이익	—	19	32	29	30
EBITDA	—	34	48	43	46

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	—	1,395	2,109	1,871	1,962
BPS	—	5,856	7,981	9,877	11,865
DPS	—	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	—	NM	(21.4)	6.2	5.2
영업이익증가율	—	NM	73.3	(11.5)	5.2
순이익증가율	—	NM	69.1	(10.8)	4.8
EPS증가율	—	NM	51.2	(11.3)	4.8
EBITDA증가율	—	NM	39.5	(10.5)	6.2
수익성(%)					
영업이익률	—	2.7	6.0	5.0	5.0
순이익률	—	2.0	4.3	3.6	3.6
EBITDA Margin	—	3.6	6.3	5.3	5.4
ROA	—	4.1	6.6	5.4	5.2
ROE	—	21.3	30.5	21.1	18.2
배당수익률	—	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	—	2.3	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	—	52	50	42	48
차입금/자본총계비율(%)	—	166.3	134.3	118.5	101.4
Valuation(X)					
PER	—	25.2	10.8	12.1	11.6
PBR	—	6.0	2.8	2.3	1.9
EV/EBITDA	—	15.5	7.7	8.5	8.1