

AP시스템

(265520)

Not Rated

반도체/Display 김양재 yj.kim@ktb.co.kr

연구원 문정윤 jymoon@ktb.co.kr

가장 확실한 중국 OLED 수혜주

▶ Issue

중국 투자 재개에 따른 OLED Value chain 수혜 분석

▶ Pitch

미중 무역분쟁 풍선효과로 중국 정부 OLED 지원 재개 가능성이 커진 상황. 이미 BOE와 Visionox가 OLED 투자를 재개하는 등 중국 업체 투자 가시성이 뚜렷해지는 시점. 당사는 전세계 ELA M/S 1위 업체, SDC와 중국 투자 수혜로 2020년까지 본격적인 실적 개선세 전망. 경험적으로 OLED 장비 업체 주가는 전방 투자 확대 사이클에서 Peak 실적의 PER 10x 수준까지 상승. 현재 주가는 2019E PER 12.9x, 2020E PER 5.1x 수준에 불과

▶ Rationale

- 당사는 OLED와 반도체 장비 전문 업체. 2018년 기준 매출 비중은 OLED 93%, 반도체 7% 순이며, 고객사별 매출 비중은 SDC 30%, 중국 및 기타 고객사 70% 수준
- 당사는 ELA 장비 전세계 M/S 1위로 실질적인 독과점 지위 업체. 주요 고객사는 SDC와 BOE, Visionox, Tianma, EDO 등. LLO와 3D Laminating도 고객사 다변화 중
- 시장 조사 기관인 IHS에 따르면, 2018~2020년 전세계 6세대 OLED 투자 규모는 월 4.7만장→월 16.7만장→월 23.6만장 급증. 당사가 보수적으로 가정하더라도 2019년과 2020년 투자는 적어도 각각 월 10만장, 월 18만장 규모로 점증 전망
- 미중 무역분쟁 풍선효과로 중국 정부 OLED 투자 규제 완화 전망. 2018년 12월 BOE와 Visionox는 Chongqing과 Hefei에 신규 Fab 착공식을 마친 상황
- 주요 업체별로는 1H19 SDC QD-OLED와 Visionox와 EDO Flexible OLED 투자 전망. QD-OLED는 Encap, Visionox와 EDO는 공급 경험에 있는 ELA와 LLO 장비 수주 기대. 2H19 BOE B12 투자 수혜 예상, 연내 풍부한 수주 모델링 형성
- 2019년 수주는 2020년 대부분 매출 인식. 당사 실적도 2019년보다는 2020년 개선폭 확대 전망. 현재 주가는 2019E PER 12.9x, 2020E PER 5.1x 수준. 경험적으로 OLED 장비 업체 주가는 Peak 실적 PER 10x 수준까지 상승. 주가 Rerating 기대

▶ Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
매출액	n/a	962	742	650	1,010	1,013	960
영업이익	n/a	26	50	41	103	105	100
EBITDA	n/a	34	64	59	120	122	116
순이익	n/a	19	33	32	81	83	79
자산총계	n/a	468	487	532	631	725	795
자본총계	n/a	89	114	146	227	310	389
순차입금	n/a	52	12	(22)	(100)	(184)	(276)
매출액증가율	n/a	n/a	(22.9)	(12.4)	55.4	0.2	(5.2)
영업이익률	n/a	2.7	6.7	6.3	10.2	10.4	10.4
순이익률	n/a	2.0	4.4	4.9	8.0	8.2	8.2
EPS증가율	n/a	n/a	67.2	(2.9)	153.9	2.3	(5.1)
ROE	n/a	n/a	32.0	24.5	43.4	30.9	22.5

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: KTB투자증권

	현재	직전	변동
투자 의견	Not Rated		
목표주가	-		
Earnings			

Stock Information

현재가 (2/13)	29,300원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	4,131억원
비중(KOSDAQ내)	0.17%
발행주식수	14,100천주
52주 최저가 / 최고가	19,350 - 34,650원
3개월 일평균거래대금	84억원
외국인 지분율	6.3%
주요주주지분율(%)	
APS홀딩스 (외 3인)	23.3
AP시스템 자사주 펀드	0.8

Valuation wide

	2017	2018E	2019E
PER(배)	25.2	12.6	12.9
PBR(배)	7.3	4.4	3.3
EV/EBITDA(배)	15.5	6.7	6.6
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance

	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	30.8	35.3	(2.7)	35.0
KOSPI대비 상대수익률(%)	23.0	37.4	8.1	25.5

Price Trend

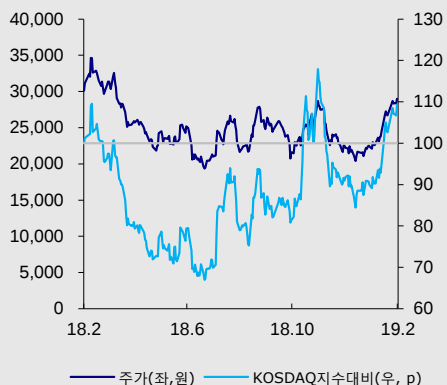
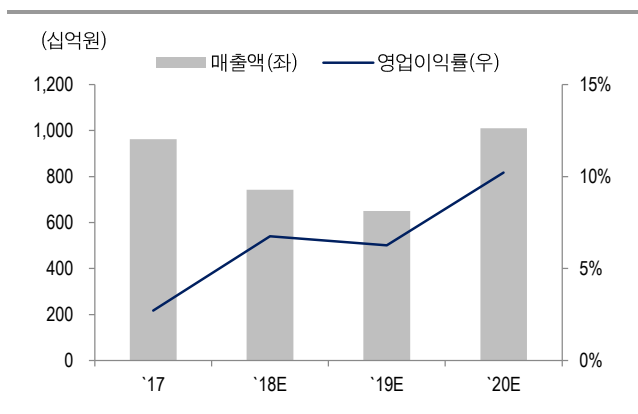


Fig. 050: AP시스템 매출 추정

Manufacturer	Factory	Phase	Gen	Capa	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	AP시스템 수주			
CSOT	T4 OLED	1	6	15				매출 인식 구간									LLO 수주			
BOE	B11 Manyang	1	6	16				매출 인식 구간									ELA, LLO, 후공정 수주			
EDO	Shanghai 2	1	6	15				매출 인식 구간									ELA, LLO 수주			
BOE	B11 Manyang	2	6	16				PO				매출 인식 구간					ELA, LLO, 후공정 수주			
BOE	B11 Manyang	3	6	16				PO				매출 인식 구간					ELA, LLO, 후공정 수주			
EDO	Shanghai 2	2	6	15								PO				매출 인식 구간	ELA, LLO 수주			
Royole	Shenzen 1	2	5.5	20							PO(70%)					매출 인식 구간				
Tianma	Zouling Wuhan AMOLED	2	6	15							PO(80%)					매출 인식 구간	P1 ELA, Encap, 물류 수주			
Visionox	VSX V3 Hefei	1	6	15							PO(70%)					매출 인식 구간	과거 V2 Fab 물류, ELA, LLO 수주 경험			
BOE	B12 Chongqing	1	6	16							PO(50%)					매출 인식 구간	과거 B11 Fab ELA, LLO, 후공정 수주 경험			
Visionox	VSX V3 Hefei	2	6	15							PO(50%)					매출 인식 구간	과거 V2 Fab 물류, ELA, LLO 수주 경험			
SDC	QD-OLED	1	8.5	30							PO(50%)					매출 인식 구간	Encap 장비 수주 기대			
CSOT	T4 OLED	2	6	15								PO(50%)				매출 인식 구간	과거 P1 LLO 수주 경험			
BOE	B12 Chongqing	2	6	16									PO(45%)			매출	과거 B11 Fab ELA, LLO, 후공정 수주 경험			
CSOT	T4 OLED	3	6	15										PO(30%)			과거 P1 LLO 수주 경험			
Royole	Shenzen 2	1	6	30										PO(10%)						
Tianma	Zouling Wuhan AMOLED	3	6	15										PO(20%)			과거 P1 ELA, Encap, 물류 수주 경험			
SDC	A5	1	6	30										PO(40%)			과거 A3 ELO, Laminating 수주 경험			
EDO	Shanghai 3	1	6	15										PO(15%)			과거 ELA, LLO 수주 경험			
AUO	FVO Kunshan AMOLED	1	6	15										PO(10%)						
BOE	B12 Chongqing	3	6	16											PO(35%)		과거 B11 Fab ELA, LLO, 후공정 수주 경험			
Visionox	VSX Guan	2	6	15											PO(45%)		과거 V2 Fab 물류, ELA, LLO 수주 경험			
Truly	Meishan Sichuan	1	6	30												PO(10%)				
AP시스템					1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2017A	2018E	2019E	2020E
매출					147.3	185.2	219.5	190.0	135.0	134.0	166.0	215.0	230.0	280.0	250.0	250.0	962.4	742.0	650.0	1,010.0
영업이익					10.6	9.2	19.2	11.0	6.1	4.7	11.1	18.8	22.3	28.5	25.4	26.9	25.1	50.1	40.7	103.1
영업이익률					7.2%	5.0%	8.8%	5.8%	4.5%	3.5%	6.7%	8.7%	9.7%	10.2%	10.2%	10.8%	2.6%	6.7%	6.3%	10.2%

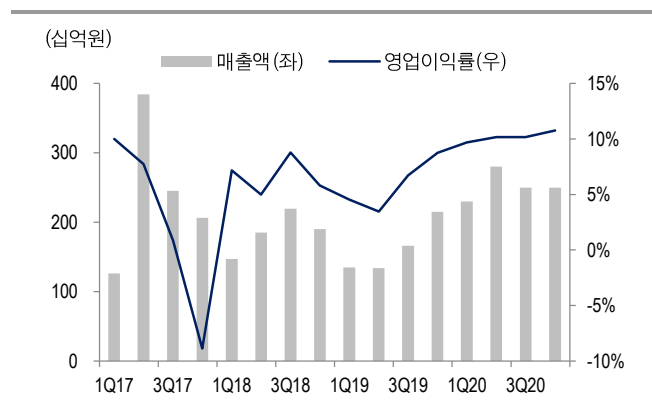
Source: AP시스템, KTB투자증권

Fig. 051: AP시스템 실적 전망



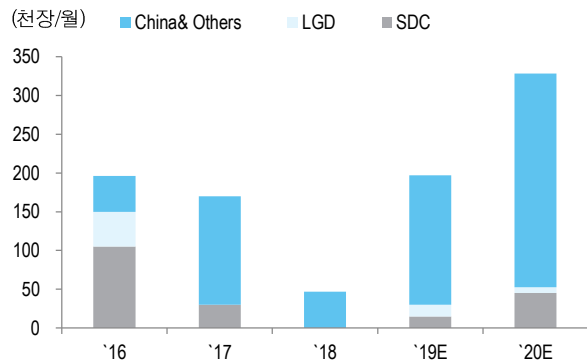
Source: AP시스템, KTB투자증권

Fig. 052: 부문별 매출액 / 영업이익률



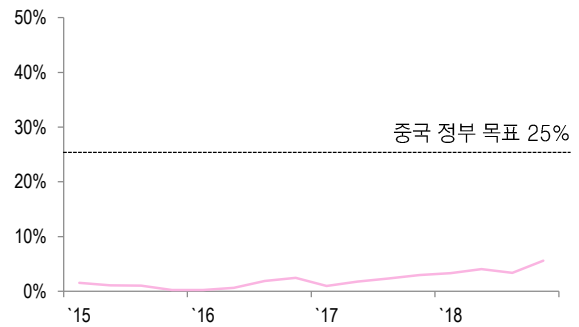
Source: AP시스템, KTB투자증권

Fig. 053: 주요 업체별 6세대 OLED 투자 전망



Source: IHS, KTB투자증권

Fig. 054: 중국 OLED M/S 목표 및 실제



Source: IHS, KTB투자증권

Fig. 055: 중국 주요 업체 OLED 투자 스케줄과 AP시스템 수주 내역

Manufacturer	Factory	Phase	Gen	Capa	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	AP시스템 수주
CSOT	T4 OLED	1	6	15		Install					MP						LLO 수주
BOE	B11 Manyang	1	6	16		Install				MP							ELA, LLO, 후공정 수주
EDO	Shanghai 2	1	6	15		Install				MP							ELA, LLO 수주
BOE	B11 Manyang	2	6	16		PO			Install		MP						ELA, LLO, 후공정 수주
BOE	B11 Manyang	3	6	16		PO				Install		MP					ELA, LLO, 후공정 수주
EDO	Shanghai 2	2	6	15			PO						Install			MP	ELA, LLO 수주
Royole	Shenzhen 1	2	5.5	20					PO(70%)		Install			MP			P1 ELA, Encap, 물류 수주
Tianma	Zouling Wuhan AMOLED	2	6	15					PO(80%)		Install			MP			과거 V2 Fab 물류, ELA, LLO 수주
Visionox	VSX V3 Hefei	1	6	15					PO(70%)				Install			MP	과거 B11 Fab ELA, LLO, 후공정 수주
BOE	B12 Chongqing	1	6	16						PO(50%)				Install			과거 V2 Fab 물류, ELA, LLO 수주
Visionox	VSX V3 Hefei	2	6	15						PO(50%)				Install			
Kuntech	KTS Fab 1	1	6	30						PO(20%)				Install			
CSOT	T4 OLED	2	6	15							PO(50%)				Install		과거 P1 LLO 수주
CSOT	T7 OLED	1	10.5/11	30							PO(45%)						과거 LLO 수주
BOE	B12 Chongqing	2	6	16							PO(45%)				Install		과거 B11 Fab ELA, LLO, 후공정 수주
Foxconn	ZengZhou 1	1	6	15							PO(20%)				Install		
Zuhai	Xiangzhou Zuhai	1	6	30							PO(5%)						
HannStar	HSD OLED	2	5.5	15							PO(10%)						
CEC Panda	Nanking AMOLED	1	6	15									PO(10%)			Install	
Tresnso	Hunan 1	1	6	15									PO(5%)				
CSOT	T4 OLED	3	6	15									PO(30%)				과거 P1 LLO 수주
Royole	Shenzhen 2	1	6	30									PO(10%)				
Royole	Shenzhen OLED TV	1	8	30									PO(5%)				
Tianma	Zouling Wuhan AMOLED	3	6	15									PO(20%)				P1 ELA, Encap, 물류 수주
EDO	Shanghai 3	1	6	15									PO(15%)				과거 ELA, LLO 수주
AUO	FVO Kunshan AMOLED	1	6	15									PO(10%)				
BOE	B12 Chongqing	3	6	16										PO(35%)			과거 B11 Fab ELA, LLO, 후공정 수주
Visionox	VSX Gu'an	2	6	15										PO(45%)			과거 V2 Fab 물류, ELA, LLO 수주
Truly	Meishan Sichuan	1	6	30										PO(10%)			
JDI	Hakusan D3 AMOLED	1	6	25										PO(10%)			
Tresnso	Hunan 1	2	6	15										PO(5%)			
CPT	Mantix Fuzhou MP	1	6	15												PO(5%)	
CEC Panda	Nanking AMOLED	2	6	15												PO(10%)	
Foxconn	ZengZhou 1	2	6	15												PO(15%)	

Source: KTB투자증권

Fig. 056: 중국 AP시스템 수주 내역

Time of Bids	date of Result	Panel maker	Gen	Location	Type	Bidding Content
2018-11-22	2018-12-05	BOE	6	Mianyang	AMOLED	Bonding Dispenser&Bending Dispenser(SNL)
2018-09-11	2018-09-27	BOE	6	Mianyang	AMOLED	Manual Bending Dispenser&Manual Bonding Dispenser
2018-07-17	2018-07-31	BOE		Kunming	Micro OLED	Stand alone PECVD(Plasma Enhanced Chemical Vapor Deposition)
2018-07-17	2018-07-31	BOE		Kunming	Micro OLED	PECVD(Plasma Enhanced Chemical Vapor Deposition)
2018-05-25	2018-06-07	BOE	6	Mianyang	AMOLED	LLO
2018-02-27	2018-03-06	CEC Panda	8.5	Nanjing	LCD	Polarizer Laser Cutting Equipment (Monitor)
2017-11-07	2017-11-21	Yungu(Gu'an)Technology	6	Gu'an	AMOLED	Glass Logistics
2017-11-07	2017-11-21	BOE	6	Mianyang	AMOLED	ELA
2017-10-11	2017-10-24	BOE		Mianyang		LLO
2017-08-03	2017-08-16	Yungu(Gu'an)Technology	6	Gu'an	AMOLED	Laser Life Off Machine
2017-07-25	2017-08-03	Yungu(Gu'an)Technology	6	Gu'an	AMOLED	Laser Crystallization machine(R&D)
2017-07-18	2017-08-01	BOE	6	Chengdu	AMOLED	TFE Transfer System
2017-07-12	2017-07-26	BOE	6	Mianyang	AMOLED	ELA
2017-06-29	2017-07-13	Tianma		Wuhan		Encap attach system
2017-05-23	2017-06-07	BOE	6	Chengdu	OLED	LLO
2017-04-17	2017-05-03	CSOT		Shenzhen	LCD	OLED N2 Transfer Integration System
2017-01-24	2017-02-13	BOE	6	Chengdu	OLED	LLO
2017-01-12	2017-01-23	GVO	6	Gu'an	OLED	Laser Crystallization machine
2016-12-29	2017-01-16	BOE	6	Chengdu	OLED	ELA
2016-09-01	2016-09-12	Tianma	6	Wuhan	OLED	ELA System
2016-08-19	2016-09-01	Tianma	6	Wuhan	OLED	G3.5&G4.5 laser inline scribe
2016-07-29	2016-08-12	BOE	6	Chengdu	OLED	TFE Transfer System
2016-06-30	2016-07-27	Tianma	6	Wuhan	OLED	Encap attach system
2016-06-30	2016-07-20	Tianma	6	Wuhan	OLED	Full Auto Laser Scriber
2016-05-05	2016-06-03	Tianma	4	Shanghai	OLED	OLED Encapsulation System
2016-04-27	2016-05-12	CSOT	6	Wuhan	LCD/OLED	LLO
2016-03-03	2016-03-16	BOE	6	Chengdu	OLED	LLO
2016-02-26	2016-03-14	Tianma	6	Wuhan	OLED	ELA System
2015-02-10	2015-04-08	Tianma	6	Xiamen		ELA

Source: Chinabidding, KTB투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위:십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	n/a	324.5	341.4	395.6	502.3
현금성자산	n/a	97.1	175.6	209.5	287.8
매출채권	n/a	162.9	17.4	19.6	22.8
재고자산	n/a	52.4	136.3	154.2	179.3
비유동자산	n/a	143.6	146.0	136.8	128.9
투자자산	n/a	10.1	10.8	11.3	11.7
유형자산	n/a	109.6	114.2	105.8	99.0
무형자산	n/a	23.9	21.0	19.7	18.2
자산총계	n/a	468.0	487.4	532.3	631.2
유동부채	n/a	342.5	347.3	360.0	377.6
매입채무	n/a	131.9	90.5	102.4	119.1
유동성이자부채	n/a	126.6	171.8	171.8	171.8
비유동부채	n/a	36.0	25.8	26.0	26.3
비유동이자부채	n/a	22.3	15.6	15.6	15.6
부채총계	n/a	378.5	373.0	386.1	403.9
자본금	n/a	7.6	7.6	7.6	7.6
자본잉여금	n/a	62.6	63.0	63.0	63.0
이익잉여금	n/a	19.3	46.3	78.2	159.3
자본조정	n/a	(0.0)	(2.6)	(2.6)	(2.6)
자기주식	n/a	0.0	(2.5)	(2.5)	(2.5)
자본총계	n/a	89.5	114.3	146.3	227.4
투하자본	n/a	141.3	126.1	124.2	127.0
순차입금	n/a	51.8	11.8	(22.0)	(100.4)
ROA	n/a	n/a	6.8	6.3	13.9
ROE	n/a	n/a	32.0	24.5	43.4
ROIC	n/a	n/a	29.5	25.4	64.0

현금흐름표

(단위:십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업현금	n/a	55.7	63.6	42.8	87.7
당기순이익	n/a	19.1	32.6	31.9	81.1
자산상각비	n/a	8.2	13.5	18.1	17.2
운전자본증감	n/a	9.5	(0.4)	(7.6)	(10.9)
매출채권감소(증가)	n/a	19.6	46.1	(2.3)	(3.2)
재고자산감소(증가)	n/a	(17.7)	(28.2)	(17.9)	(25.1)
매입채무증감(감소)	n/a	(9.6)	(44.9)	11.9	16.7
투자현금	n/a	(46.7)	11.2	(9.1)	(9.5)
단기투자자산감소	n/a	(3.7)	(0.0)	(0.1)	(0.1)
장기투자증권감소	n/a	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	n/a	(8.1)	(13.9)	(7.8)	(8.2)
유무형자산감소	n/a	(5.3)	(0.4)	(0.7)	(0.7)
재무현금	n/a	45.3	34.9	0.0	0.0
차입금증가	n/a	45.2	37.4	0.0	0.0
자본증가	n/a	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	n/a	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	n/a	52.9	109.6	33.7	78.2
총현금흐름(Gross CF)	n/a	57.0	68.6	50.3	98.6
(-) 운전자본증가(감소)	n/a	11.4	(21.1)	7.6	10.9
(-) 설비투자	n/a	8.1	13.9	7.8	8.2
(+) 자산매각	n/a	(5.3)	(0.4)	(0.7)	(0.7)
Free Cash Flow	n/a	19.7	79.4	33.7	78.2
(-) 기타투자	n/a	0.0	0.0	0.0	0.0
잉여현금	n/a	19.7	79.4	33.7	78.2

자료: KTB투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	n/a	962.4	742.0	650.0	1,010.0
증가율 (Y-Y,%)	n/a	적지	(22.9)	(12.4)	55.4
영업이익	n/a	26.2	50.1	40.7	103.1
증가율 (Y-Y,%)	n/a	적지	91.4	(18.7)	153.1
EBITDA	n/a	34.3	63.6	58.9	120.3
영업외손익	n/a	0.2	(8.7)	0.2	0.9
순이자수익	n/a	(2.0)	0.6	1.2	1.9
외화관련손익	n/a	4.2	0.0	0.0	0.0
지분법손익	n/a	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	n/a	26.3	41.4	41.0	104.0
당기순이익	n/a	19.1	32.6	31.9	81.1
지배기업당기순이익	n/a	19.1	32.6	31.9	81.1
증가율 (Y-Y,%)	n/a	적지	70.7	(2.0)	153.9
NOPLAT	n/a	19.0	39.4	31.8	80.4
(+) Dep	n/a	8.2	13.5	18.1	17.2
(-) 운전자본투자	n/a	11.4	(21.1)	7.6	10.9
(-) Capex	n/a	8.1	13.9	7.8	8.2
OpFCF	n/a	7.7	60.1	34.5	78.5
3 Yr CAGR & Margins			742.0	650.0	1,010.0
매출액증가율(3Yr)	n/a	n/a	(22.9)	(12.4)	55.4
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	50.1	40.7	103.1
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	91.4	(18.7)	153.1
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	63.6	58.9	120.3
영업이익률(%)	n/a	2.7	(8.7)	0.2	0.9
EBITDA마진(%)	n/a	3.6	0.6	1.2	1.9
순이익률(%)	n/a	2.0	0.0	0.0	0.0

주요투자지표

(단위:원,배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Per share Data					
EPS	0	1,395	2,333	2,265	5,753
BPS	0	4,793	6,621	8,980	14,836
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	n/a	25.2	12.6	12.9	5.1
PBR	n/a	7.3	4.4	3.3	2.0
EV/ EBITDA	n/a	15.5	6.7	6.6	2.6
배당수익률	n/a	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	n/a	8.4	6.0	8.2	4.2
PSR	n/a	0.5	0.6	0.6	0.4
재무건전성 (%)					
부채비율	n/a	423.0	326.2	263.9	177.6
Net debt/Equity	n/a	57.8	10.3	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	150.7	18.6	n/a	n/a
유동비율	n/a	94.7	98.3	109.9	133.0
이자보상배율	n/a	13.2	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	n/a	0.3	n/a	n/a	n/a
자산구조					
투하자본(%)	n/a	56.9	40.4	36.0	29.8
현금+투자자산(%)	n/a	43.1	59.6	64.0	70.2
자본구조					
차입금(%)	n/a	62.5	62.1	56.2	45.2
자기자본(%)	n/a	37.5	37.9	43.8	54.8