

AP시스템(265520)

여전히 예상대로 간다

주요 고객사향 장비 매출인식 다음 분기로 지연돼 컨센서스 하회
 중국의 OLED 투자 계속된다는 기존 의견에 변화 없음
 하반기 본격화될 신규 수주가 2020년 실적 증가를 좌우할 전망

Facts : 장비 인도 및 수주 시점 1~2개월 지연

1분기 매출액 872억원(-46% QoQ, -41% YoY), 영업이익 32억원(-52% QoQ, -69% YoY)으로 컨센서스(매출액 1,361억원, 영업이익 75억원)와 우리 추정치를 하회했다. 수주 잔고의 약 30%를 차지했던 중국 BOE B11 공장 장비 인도 시점이 2분기로 지연된 영향이다. 2분기로 예상됐던 중국 Visionox V3 신공장 장비(30K/월 수준 규모) 또한 몇 개월 지연될 전망이다. 전반적으로 장비 수주 및 인도가 한 개 분기 지연됐는데, 고객사의 장비 스펙 변경 요청 때문으로 파악된다. 1분기말 수주 잔고는 1,700억원 수준으로 유의미한 신규 수주는 없었던 것으로 추정된다.

Pros & cons : 하반기에 장비 수주 몰려있어

2019년 중국 6세대 플렉서블 OLED 투자 규모는 105K/월로, 하반기 대규모 수주 예상 기조를 유지한다. 기존 대비 차이점은 Visionox의 신공장(30K) 장비 발주가 3Q19부터로 지연된 것이다. 삼성디스플레이 QD-OLED 투자는 소폭 지연됐지만 6~7월 중 투자 결정과 하반기 중 파일럿 장비 발주 예상엔 변화가 없다. 올해 수주한 장비는 2020년 하반기 실적 증가로 나타날 전망이다. 2020년 영업이익은 619억원으로 예상돼 증가율은 137%로 여전히 높고, 2019년 영업이익 추정치는 261억원으로 감익하지 않는다. 중국 BOE의 플렉서블 OLED 수출은 예상만큼 안정적인 것으로 파악돼 중국의 투자 지속 가능성도 높고, 투자 계획이 대부분 확정된 점을 장비 업체들을 통해 확인했다.

Action : 예상대로 진행 중, 목표주가 41,000원 유지

AP시스템에 대해 매수의견과 목표주가 41,000원을 유지한다. 최근 한달 주가는 24% 하락했는데, 삼성디스플레이의 QD-OLED 투자가 소폭(약 2개월) 지연된 점과 미중 무역분쟁에 따른 중국 산업 전반의 투자 둔화 가능성 때문으로 본다. 매크로적인 위험을 제외한다면 수주 예상액 추정치엔 아직 유의미한 변화가 감지되지 않는다. 중국의 OLED 투자 계획은 현재진행형이다. OLED 시장 확대 모멘텀에 따른 수혜를 여전히 예상한다.

하회 부합 상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 41,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(5/13)	2,079
주가(5/13)	23,000
시가총액(십억원)	324
발행주식수(백만)	14
52주 최고/최저(가원)	31,500/19,350
일평균거래대금(6개월, 백만원)	8,280
유동주식비율/외국인지분율(%)	75.9/6.7
주요주주(%)	AP스홀딩스 외 3인 23.3

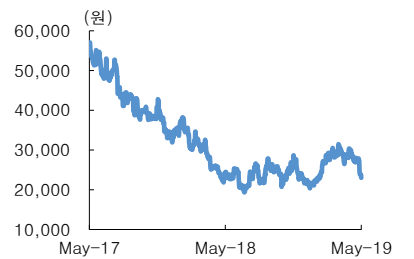
Valuation 지표

	2018A	2019F	2020F
PER(x)	12.0	20.5	7.7
PBR(x)	3.0	2.9	2.1
ROE(%)	25.8	14.8	32.0
DY(%)	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA(x)	7.2	11.0	5.4
EPS(원)	1,812	1,122	3,002
BPS(원)	7,127	8,048	10,836

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(23.6)	(18.0)	(5.2)
KOSDAQ 대비(%)	(15.9)	(23.7)	13.0

주가추이



자료: FnGuide

김정환

junghwan.kim@truefriend.com

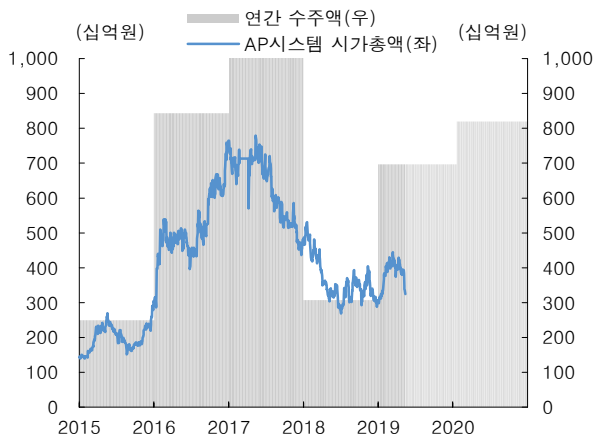
<표 1> 1분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	147.3	185.2	219.5	162.3	87.2	(46.3)	(40.8)	136.1
영업이익	10.6	9.2	19.2	6.7	3.2	(52.0)	(69.4)	7.5
영업이익률(%)	7.2	5.0	8.7	4.1	3.7			5.5
세전이익	8.2	4.1	18.5	(2.9)	1.1	NM	(86.1)	6.5
순이익	8.2	4.0	13.0	0.1	0.4	809.2	(95.0)	NM

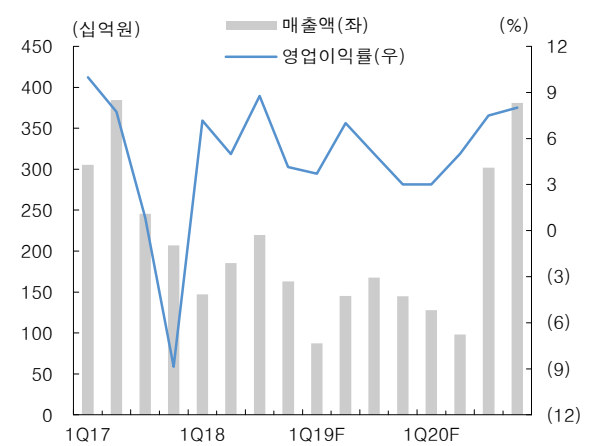
자료: 한국투자증권

[그림 1] 수주 예상액 그대로지만 주가는 이를 반영하지 않음



자료: 한국투자증권

[그림 2] 2H19 수주 늘어나 2H20 실적 증가를 높을 전망



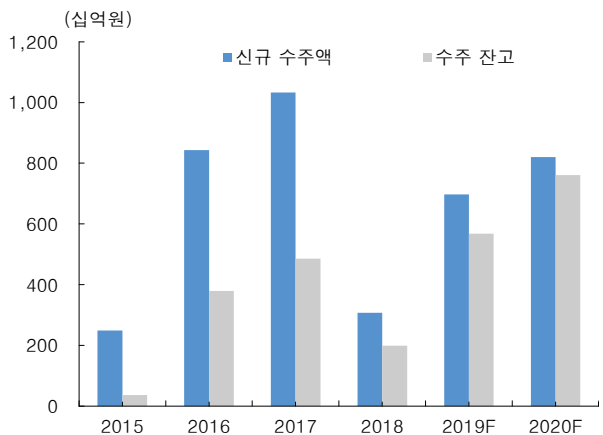
자료: 한국투자증권

[그림 3] 중국 OLED 투자 가능성은 여전히 높으나 삼성 QD-OLED 투자 지연과 매크로 이슈 존재



자료: 한국투자증권

[그림 4] 신규 수주와 수주 잔고 추이 및 전망



자료: 한국투자증권

<표 2> 전세계 6세대 플렉서블 OLED 투자 가능성 점검

	2018년말 누적 투자	2019F 신규 투자	2020F 신규 투자	투자 가능성 점검
투자 가능성 높은 업체	+32K	+108K	+76K	중국 지방정부의 투자 지원과, 플렉서블 OLED 양산 성공에 따른 신규/추가 라인 투자 가능성이 높은 업체들임
삼성디스플레이	165K	-	+30K	폴더블 라인 투자 예상(A5 공장)
BOE(중국)	96K	+48K	+16K	2019년 하반기 세번째 OLED 공장 장비 발주 시작할 전망 플렉서블 OLED 양산 성공. 네번째 공장 계획도 발표함 중국 지방정부의 투자 지원이 결정됨
GVO(중국)	15K	+30K	+15K	2019년 1분기부터 두번째 OLED 공장 장비 발주 시작됨 중국 지방정부의 투자 지원이 결정됨 중국 스마트폰업체 샤오미와 폴더블 패널 개발하는 것으로 알려짐
Tianma(중국)	15K	+15K	-	스마트폰용 LTPS-LCD 패널 강자. 중소형 OLED 양산 확인, 폴더블 준비중
CSOT(중국)	15K	+15K	+15K	첫 T4 공장 양산 준비중, 고객사 확보/폴더블 패널 위한 추가 투자 예상 신규공장(T5) 투자 예정 대형 OLED도 준비 중이어서 OLED 투자 가속할 것
계획 단계인 업체	-	+30K	+30K	시장 상황 악화 시 지연되거나 취소될 가능성 있는 업체들
LG디스플레이	45K	-	+15K	양산 및 자금 이슈 있으나 장비 투자는 확정
EDO(중국)	15K	+15K	-	OLED 생산 경력 길고 첫 플렉서블 OLED 시양산 시작 자금 이슈 있어 규모를 7.5K로 나눠서 투자할 수 있음
Incoflex(중국)	-	+15K	-	신규 업체
JDI(일본)	-	-	+15K	중국 펀드/기업 통해 자금 수혈할 계획 중국에 공장 건설 계획 세우는 것으로 추정
신규 투자 총합 (최대)	+32K	+138K	+105K	일부 패널업체들의 투자 규모는 생산 기술, 양산 능력, 자금 확보 등의 이유로 축소되거나 계획 사라질 수 있음

자료: 한국투자증권

<표 3> 분기 및 연간 실적 추정(분할 전 AP시스템 사업부문 매출액 합산)

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2016	2017	2018	2019F	2020F
매출액	147.3	185.2	219.5	163.1	87.2	145.3	167.7	145.0	512.0	1,141.6	714.2	545.1	909.0
AMOLED	130.0	164.9	206.5	160.6	87.2	138.3	160.7	135.0	480.1	1,083.6	662.0	521.1	869.0
반도체 장비/기타	17.3	20.3	13.0	2.5	0.0	7.0	7.0	10.0	31.9	58.0	53.1	24.0	40.0
- 신규수주액	207.6	54.5	25.0	20.0	20.0	40.0	399.0	238.0	843.1	1,032.4	307.1	697.0	820.0
- 수주잔고	584.6	453.6	302.2	199.0	169.0	103.8	395.1	568.1	379.2	485.0	199.0	568.1	761.1
매출원가	123.8	163.0	185.8	140.5	75.0	123.5	145.9	127.6	478.4	900.3	613.1	471.9	793.2
매출원가율	84.0	88.0	84.7	86.5	86.0	85.0	87.0	88.0	86.2	93.6	85.8	86.6	87.3
매출총이익	23.5	22.2	33.6	21.8	12.2	21.8	21.8	17.4	76.6	62.1	101.2	73.2	115.8
매출총이익률	16.0	12.0	15.3	13.5	14.0	15.0	13.0	12.0	13.8	6.4	14.2	13.4	12.7
판매비와관리비	12.9	13.0	14.4	15.1	9.0	11.6	13.4	13.1	44.3	35.9	55.4	47.1	54.0
판매비율	8.8	7.0	6.5	9.3	10.3	8.0	8.0	9.0	8.0	3.7	7.8	8.6	5.9
영업이익	10.6	9.2	19.2	6.7	3.2	10.2	8.4	4.4	32.3	26.2	45.8	26.1	61.9
영업이익률	7.2	5.0	8.8	4.1	3.7	7.0	5.0	3.0	5.8	2.7	6.4	4.8	6.8
세전이익	8.2	4.1	18.5	(2.9)	1.1	9.1	7.3	3.3	35.1	26.3	27.9	22.2	59.9
세전이익률	5.5	2.2	8.4	(1.8)	1.3	6.2	4.3	2.2	6.3	2.7	3.9	4.1	6.6
순이익	8.2	4.0	13.0	0.0	0.4	7.1	5.7	2.5	27.1	19.1	25.3	16.8	45.3
순이익률	5.6	2.1	5.9	0.0	0.5	4.9	3.4	1.7	4.9	2.0	3.5	3.1	5.0

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

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	324	284	305	400	410
현금성자산	63	34	55	73	76
매출채권및기타채권	166	25	55	73	76
재고자산	52	142	136	182	171
비유동자산	144	137	147	166	187
투자자산	0	0	3	5	5
유형자산	110	108	118	123	138
무형자산	24	15	16	23	24
자산총계	468	421	452	566	597
유동부채	343	291	304	371	360
매입채무및기타채무	138	120	120	136	143
단기차입금및단기사채	121	139	139	159	159
유동성장기부채	5	7	7	2	2
비유동부채	36	23	28	31	32
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	22	15	20	20	20
부채총계	379	315	332	403	392
지배주주지분	89	106	121	163	205
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	63	63	63	63	63
기타자본	0	(2)	(2)	(2)	(2)
이익잉여금	19	38	53	96	139
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	89	106	121	163	205

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	56	(49)	50	35	48
당기순이익	19	25	17	45	45
유형자산감가상각비	6	7	7	8	8
무형자산상각비	2	5	4	6	6
자산부채변동	9	(115)	21	(26)	(12)
기타	20	29	1	2	1
투자활동현금흐름	(47)	12	(33)	(30)	(42)
유형자산투자	(8)	(8)	(17)	(13)	(23)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(33)	25	(3)	(2)	(1)
무형자산순증	(5)	(0)	(5)	(13)	(8)
기타	(1)	(5)	(8)	(2)	(10)
재무활동현금흐름	45	9	3	13	(2)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	45	12	5	15	0
배당금지급	0	(0)	(2)	(2)	(2)
기타	0	(3)	0	0	0
기타현금흐름	(1)	(0)	0	0	0
현금의증가	53	(28)	20	18	3

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

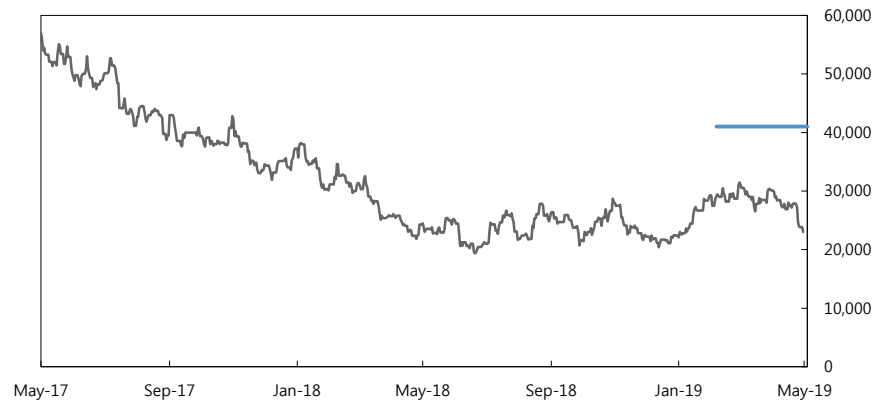
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	962	714	545	909	953
매출원가	900	613	472	793	831
매출총이익	62	101	73	116	121
판매관리비	36	55	47	54	59
영업이익	26	46	26	62	62
금융수익	7	2	2	6	3
이자수익	1	1	0	1	1
금융비용	4	12	5	4	6
이자비용	3	6	2	3	3
기타영업외손익	(2)	(8)	(2)	(4)	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	26	28	22	60	59
법인세비용	7	3	5	15	14
연결당기순이익	19	25	17	45	45
지배주주지분순이익	19	25	17	45	45
기타포괄이익	0	(1)	(1)	(1)	(1)
총포괄이익	19	25	16	45	44
지배주주지분포괄이익	19	25	16	45	44
EBITDA	34	58	38	76	77

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,395	1,812	1,122	3,002	2,979
BPS	5,856	7,127	8,048	10,836	13,601
DPS	0	150	150	150	150
성장성(%, YoY)					
매출증가율	NM	(25.8)	(23.7)	66.8	4.8
영업이익증가율	NM	74.9	(42.9)	136.8	0.3
순이익증가율	NM	32.2	(33.3)	169.4	(0.8)
EPS증가율	NM	29.9	(38.1)	167.7	(0.8)
EBITDA증가율	NM	69.3	(34.7)	99.9	1.2
수익성(%)					
영업이익률	2.7	6.4	4.8	6.8	6.5
순이익률	2.0	3.5	3.1	5.0	4.7
EBITDA Margin	3.6	8.1	7.0	8.3	8.1
ROA	4.1	5.7	3.9	8.9	7.7
ROE	21.3	25.8	14.8	32.0	24.4
배당수익률	0.0	0.7	0.7	0.7	0.7
배당성향	2.3	9.8	12.5	4.6	4.7
안정성					
순차입금(십억원)	51	117	95	90	76
차입금/자본총계비율(%)	166.3	151.3	137.7	111.0	88.1
Valuation(X)					
PER	25.2	12.0	20.5	7.7	7.7
PBR	6.0	3.0	2.9	2.1	1.7
EV/EBITDA	15.5	7.2	11.0	5.4	5.2

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
AP시스템 (265520)	2017.05.20	중립	-	-	-
	2018.05.20	1년경과	-	-	-
	2019.02.19	매수	41,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 5월 14일 현재 AP시스템 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2019. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.7%	20.3%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.