

AP시스템(265520)

OLED 업황 악화를 이겨낼 수익성 개선

1분기 영업이익률 7.2%로 수익성 개선속도 예상보다 빨라
올해 사상 최대 이익 전망되나 신규 수주액은 감소해 성장 둔화 우려
OLED 업황 둔화 및 투자 불확실성이 커 투자의견 '중립' 유지

Facts : 예상보다 큰 수익성 개선폭

1분기 매출액은 1,473억원으로 3분기 연속 전분기대비 감소했으나 영업이익 106억원, 영업이익률 7.2%로 작년 하반기 대비 수익성이 크게 개선됐다. 수익성 악화의 원인이었던 후공정 모듈장비 수주잔고가 없었고 수익성이 상대적으로 높은 중국향 OLED 장비 매출 비중이 높았기 때문이다. 매출액 대부분은 작년 중국 BOE와 GVO로부터 수주한 ELA장비로 추정된다. 지난 1월 BOE B11향 OLED 장비 수주(1,416억원) 효과로 수주잔고는 6천억원에 육박한 사상 최대 규모로 추정된다. 수익 인식 방법이 인도기준으로 변경됨에 따라 작년 실적 변동분은 추후 공시될 예정이며 변동폭은 크지 않은 것으로 파악된다.

Pros & cons : 연간 이익은 사상 최대, 하지만 수주는 크게 감소

2018년 매출액은 전년대비 20% 감소하겠지만 수익성이 개선돼 영업이익은 587억원으로 124% 증가할 전망이다. 2Q17~3Q17에 집중 수주한 수익성 높은 중국 패널업체향 OLED 장비 매출인식이 올 하반기부터 본격적으로 시작되기 때문이다. 한편, 주요 고객사의 투자 감소와 후공정장비 수주 부재로 올해 신규 수주액은 전년대비 39% 감소할 전망이다. 내년 매출액 증가율은 10% 내외에 그칠 것이다. 신규 장비 수주에 대한 가시성이 확보되고 주요 고객사 투자가 재개되기 전까지는 시간이 필요해 보여 내년 큰 폭의 실적 업사이드를 당장 기대하긴 힘들다.

Action : OLED패널 업황 둔화로 투자의견 '중립' 유지

하반기 가파른 실적개선이 예상되나 OLED패널 업황 둔화와 주요 고객사 투자 감소로 내년 실적과 수주에 대한 불확실성이 지속되고 있어 투자의견 '중립'을 유지한다. 중소형 OLED패널 공급 과잉에 따른 한국과 중국의 신규 투자 지연에 대한 불안감 등으로 주가에 긍정적인 요인이 현재로선 적다. 하지만 2018년말에 주요 고객사의 신규 TV패널 및 폴더블(foldable)패널 라인 투자가 가시화될 전망이어서 폴더블패널용 신규 장비를 비롯한 수주와 실적 모멘텀이 동시에 발생할 것이다. 2018년 추정EPS 대비 현재 PER은 7.5배다. 올해 4분기에는 내년 신규 수주에 대한 기대감으로 밸류에이션도 정상화될 것으로 전망한다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

중립(유지)

Stock Data

KOSPI(5/11)	2,478
주가(5/11)	24,250
시가총액(십억원)	337
발행주식수(백만)	14
52주 최고/최저가(원)	57,000/21,850
일평균거래대금(6개월, 백만원)	7,153
유동주식비율/외국인지분율(%)	76.4/11.4
주요주주(%)	AP스홀딩스 외 3인 23.6

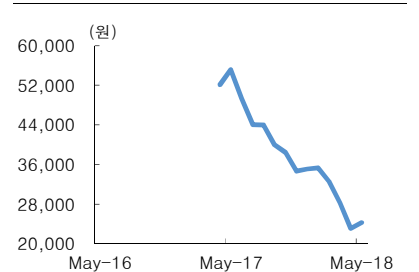
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	25.2	8.2	7.1
PBR(x)	6.0	2.7	2.0
ROE(%)	21.3	40.3	32.4
DY(%)	-	-	-
EV/EBITDA(x)	15.6	6.3	4.8
EPS(원)	1,395	2,960	3,413
BPS(원)	5,856	8,829	12,255

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(5.6)	(40.6)	(57.2)
KOSDAQ 대비(%p)	(3.4)	(60.7)	(90.9)

주가추이



자료: WISEfn

김정환

junghwan.kim@truefriend.com

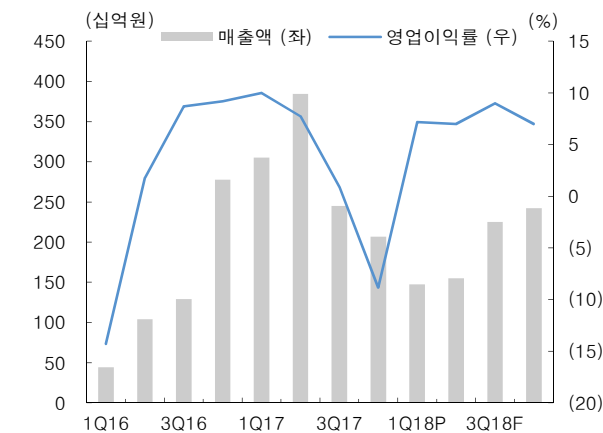
〈표 1〉 1분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	126.4	384.3	245.4	206.4	147.3	(28.7)	16.5	164.9
영업이익	12.6	29.7	2.1	(18.3)	10.6	NM	(16.4)	9.7
영업이익률(%)	10.0	7.7	0.9	(8.9)	7.2	16.0	(2.8)	5.9
세전이익	12.0	30.5	1.3	(17.4)	8.2	NM	(31.8)	7.3
순이익	9.2	23.2	0.6	(13.8)	8.2	8.2	(10.3)	5.7

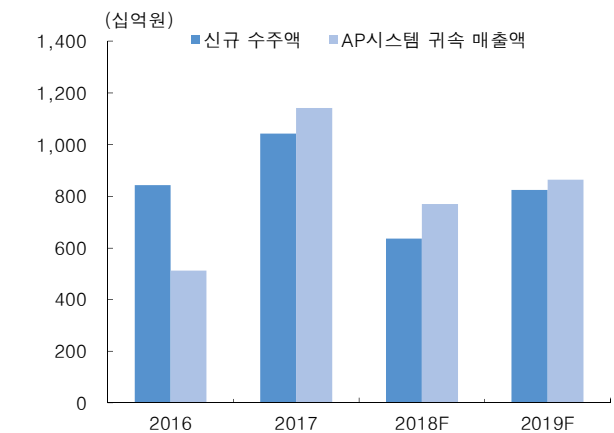
자료: 한국투자증권

[그림 1] 영업이익률 개선 후 유지할 전망



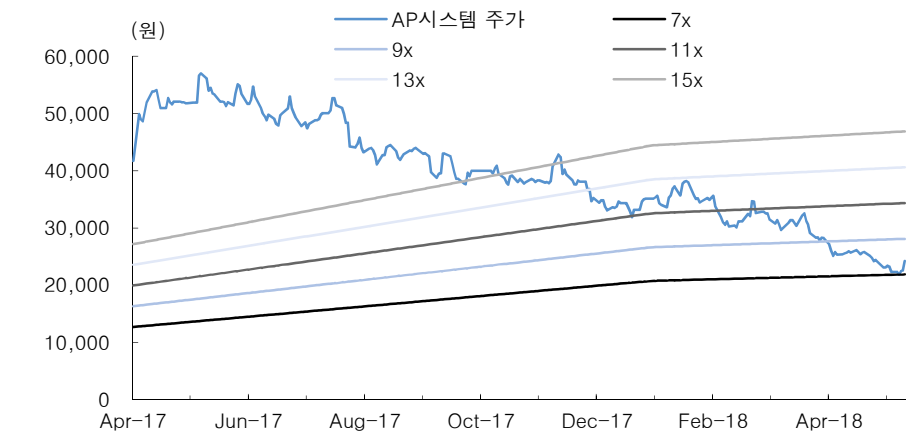
자료: 한국투자증권

[그림 2] 2018년 신규 수주액, 매출액 감소



자료: 한국투자증권

[그림 3] 12MF PER band



자료: Quantwise, 한국투자증권

〈표 2〉 1Q18 실적 review

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q18P						2018F			
	실제치	QoQ (%, %p)	YoY (%, %p)	기존 추정치	추정치 대비 (%, %p)	컨센서스	신규 추정	기존 추정	추정치 변화 (%, %p)	컨센서스
매출액	147.3	(28.7)	16.5	137.6	7.1	164.9	770.2	742.2	3.8	847.7
영업이익	10.6	(157.7)	(16.4)	7.2	47.5	9.7	58.7	56.5	3.8	62.5
영업이익률	7.2	16.0	(2.8)	5.2	2.0	5.9	7.6	7.6	0.0	7.4
순이익	8.2	(159.7)	(10.3)	4.7	73.8	5.7	45.2	42.4	6.6	45.6
순이익률	5.6	557.0	(1.7)	3.4	2.2	3.5	5.9	5.7	0.2	5.4

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 분기 및 연간 실적 추정(분할 전 AP시스템 사업부문 실적 합산)

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
매출액	305.2	384.3	245.4	206.8	147.3	155.0	225.3	242.6	512.0	1,141.6	770.2	864.2
AMOLED	303.5	371.1	226.3	182.7	120.0	128.0	200.3	217.6	480.1	1,083.6	665.9	744.2
반도체 장비	1.1	11.6	9.9	15.0	20.0	20.0	20.0	20.0	18.9	37.6	80.0	100.0
기타	0.6	1.5	9.1	9.1	7.3	7.0	5.0	5.0	13.0	20.3	24.3	20.0
- 신규수주액	401.8	338.4	242.2	60.0	220.6	75.0	178.6	162.3	843.1	1,042.4	636.5	824.3
- 수주잔고	511.0	497.8	540.1	444.3	564.9	535.9	542.2	516.9	379.2	444.3	516.9	707.0
매출원가	110.5	343.6	235.1	211.1	123.7	133.3	191.5	206.2	478.4	900.3	654.7	743.2
매출원가율	87.5	89.4	95.8	102.3	84.0	86.0	85.0	85.0	86.2	93.6	85.0	86.0
매출총이익	15.8	40.7	10.2	(4.7)	23.6	21.7	33.8	36.4	76.6	62.1	115.5	0.0
매출총이익률	12.5	10.6	4.2	(2.3)	16.0	14.0	15.0	15.0	13.8	6.4	15.0	0.0
판매비와관리비	3.2	10.9	8.1	13.6	13.0	10.9	13.5	19.4	44.3	35.9	56.8	51.9
판매비율	2.5	2.8	3.3	6.6	8.8	7.0	6.0	8.0	8.0	3.7	7.4	6.0
영업이익	12.6	29.7	2.1	(18.3)	10.6	10.9	20.3	17.0	32.3	26.2	58.7	69.1
영업이익률	10.0	7.7	0.9	(8.9)	7.2	7.0	9.0	7.0	5.8	2.7	7.6	8.0
세전이익	12.0	30.5	1.3	(17.4)	8.2	8.8	21.8	18.0	35.1	26.3	56.8	67.3
세전이익률	9.5	7.9	0.5	(8.4)	5.5	5.7	9.7	7.4	6.3	2.7	7.4	7.8
순이익	9.2	23.2	0.6	(13.8)	8.2	6.7	16.6	13.7	27.1	19.1	45.2	52.5
순이익률	7.3	6.0	0.2	(6.7)	5.6	4.3	7.3	5.6	4.9	2.0	5.9	6.1

주: AP시스템 분할 전(2017년 1분기 까지) 실적을 합산함. 2017년 2분기부터는 AP시스템 연결 기준. 2017년 실적은 수익 인식 기준 변경에 대한 효과 적용 안 함

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	330	363	358
현금성자산	—	63	77	86	91
매출채권및기타채권	—	166	177	199	189
재고자산	—	52	42	39	41
비유동자산	—	144	149	168	185
투자자산	—	0	2	4	7
유형자산	—	110	112	124	132
무형자산	—	24	27	30	33
자산총계	—	468	480	531	543
유동부채	—	343	312	331	304
매입채무및기타채무	—	138	154	173	164
단기차입금및단기사채	—	121	121	121	121
유동성장기부채	—	5	7	7	5
비유동부채	—	36	33	13	12
사채	—	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	—	22	22	0	0
부채총계	—	379	345	343	316
지배주주지분	—	89	135	187	227
자본금	—	8	8	8	8
자본잉여금	—	63	63	63	63
기타자본	—	(0)	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	—	19	65	117	156
비지배주주지분	—	0	0	0	0
자본총계	—	89	135	187	227

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	—	56	16	55	20
당기순이익	—	19	45	52	39
유형자산감가상각비	—	6	0	0	0
무형자산상각비	—	2	3	3	3
자산부채변동	—	9	(30)	(1)	(22)
기타	—	20	(2)	1	0
투자활동현금흐름	—	(47)	(3)	(24)	(14)
유형자산투자	—	(8)	(2)	(12)	(7)
유형자산매각	—	0	0	0	0
투자자산순증	—	(33)	(2)	(2)	(2)
무형자산순증	—	(5)	(6)	(6)	(6)
기타	—	(1)	7	(4)	1
재무활동현금흐름	—	45	2	(22)	(2)
자본의증가	—	0	0	0	0
차입금의순증	—	45	2	(22)	(2)
배당금지급	—	0	(0)	0	0
기타	—	0	0	0	0
기타현금흐름	—	(1)	0	0	0
현금의증가	—	53	14	9	5

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

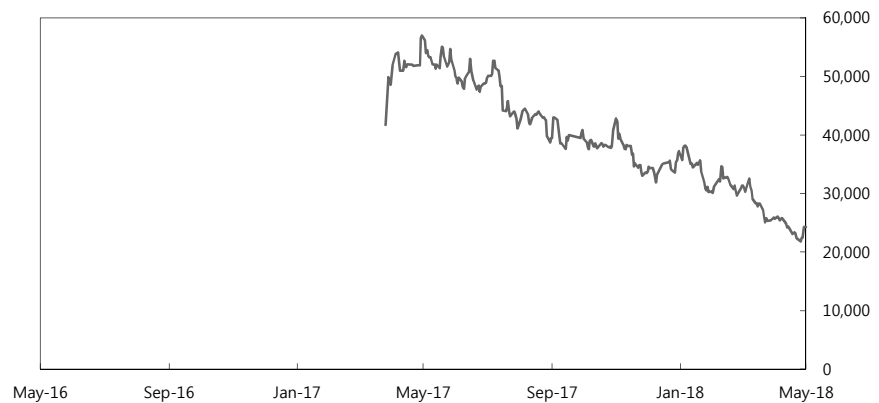
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	—	962	770	864	821
매출원가	—	900	655	743	722
매출총이익	—	62	115	121	99
판매관리비	—	36	57	52	44
영업이익	—	26	59	69	54
금융수익	—	7	5	6	5
이자수익	—	1	1	2	2
금융비용	—	4	5	8	8
이자비용	—	3	3	5	5
기타영업외손익	—	(2)	(2)	(2)	(2)
관계기업관련손익	—	0	0	0	0
세전계속사업이익	—	26	57	67	50
법인세비용	—	7	12	15	11
연결당기순이익	—	19	45	52	39
지배주주지분순이익	—	19	45	52	39
기타포괄이익	—	0	0	0	0
총포괄이익	—	19	45	52	39
지배주주지분포괄이익	—	19	45	52	39
EBITDA	—	34	61	72	58

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	—	1,395	2,960	3,413	2,566
BPS	—	5,856	8,829	12,255	14,833
DPS	—	0	0	0	0
성장성(% , YoY)	—				
매출증가율	—	—	(20.0)	12.2	(5.0)
영업이익증가율	—	—	124.3	17.9	(21.2)
순이익증가율	—	—	136.9	15.3	(24.8)
EPS증가율	—	—	112.2	15.3	(24.8)
EBITDA증가율	—	—	78.4	17.6	(20.0)
수익성(%)	—				
영업이익률	—	2.7	7.6	8.0	6.6
순이익률	—	2.0	5.9	6.0	4.8
EBITDA Margin	—	3.6	8.0	8.3	7.0
ROA	—	4.1	9.5	10.3	7.3
ROE	—	21.3	40.3	32.4	18.9
배당수익률	—	—	—	—	—
배당성향	—	2.3	0.0	0.0	0.0
안정성	—				
순차입금(십억원)	—	52	46	12	6
차입금/자본총계비율(%)	—	166.3	111.8	68.8	56.0
Valuation(X)	—				
PER	—	25.2	8.2	7.1	9.5
PBR	—	6.0	2.7	2.0	1.6
EV/EBITDA	—	15.6	6.3	4.8	5.9

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
AP시스템 (265520)	2017.05.20	중립	-	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 5월 13일 현재 AP시스템 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 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 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

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

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 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.