

AP시스템(265520)

하반기 기대해도 좋다

2분기 영업이익률 5.0%로 수익성 개선 지연, 영업이익 컨센서스 하회
신규 수주 부재하나 수주잔고 매출인식이 하반기에 집중돼 실적은 개선될 것
주요 고객사의 내년 폴더블 및 TV 패널 신규 투자 기대감 높아져

Facts : 영업이익률 5%로 전분기대비 소폭 하락

2분기 매출액은 1,852억원으로 전분기대비 26% 증가해 컨센서스를 상회했지만 영업이익은 92억원으로 소폭 하락해 컨센서스를 25% 하회했다. 작년에 수주했던 ELA 장비의 매출인식이 올해 2분기부터 시작돼 매출액이 증가했지만 영업이익률은 5.0%로 개선되지 못했다. 봉지 및 후공정 장비 매출이 거의 없어 인력비용을 포함한 고정비가 커진 것으로 추정된다. 순이익은 39억원으로 영업이익 감소폭보다 더 크게 감소했는데 분기별 원화약세에 따른 외화부채 평가손 때문이다. 2분기 수주액은 500억원 미만으로 추정돼 저점이지만 수주잔고는 약 4,500억원 남아있어 올 하반기까지 매출액은 견조할 전망이다.

Pros & cons : 신규 투자와 신규 장비에 대한 시장의 기대

주요 고객사인 삼성전자 DP부문의 올해 상반기 시설투자 금액은 1.9조원으로 저점이지만 내년 폴더블 전용라인 신규 투자와 새로운 기술을 적용한 QLED TV 패널 라인 투자가 있을 전망이어서 AP시스템의 신규 수주액도 반등할 것으로 예상된다. 신규 수주액은 올해 562억원, 내년 794억원을 예상한다. 폴더블 라인은 기존 ELA 장비를 포함해 폴더블 전용 박막봉지장비가 신규로 추가돼 수주 증가폭은 더 클 것이다. QLED TV패널용 장비의 경우 아직 패널업체의 생산 기술이 확정되지 않아 공급 가능성을 논하기엔 이르지만 과거 후공정 장비를 개발해 공급한 경험이 있고 대형 패널용 사업장도 증설하는 등 신규 장비 공급 가능성을 배제할 수 없다. 실적과는 별개로 시장의 기대는 높아지고 있다.

Action : 하반기 re-rating 가능. '중립' 의견은 유지

삼성디스플레이의 폴더블 및 신규 TV패널라인 투자 결정이 빠르면 올해 말부터 나올 전망이다. 내년 주요 고객사 투자 재개와 중국 패널업체들의 OLED 라인 추가 투자, 신규 장비 공급 가능성 등 모멘텀 재개에 따른 주가 re-rating을 예상한다. 다만 수익성 개선 등 실적 안정화에 대한 확신이 부족해 이익 추정치에 대한 가시성이 확보될 때까지는 '중립' 투자의견을 유지한다. 수익성 개선과 장비 수주 모멘텀이 동시에 발생하는 때가 매수 적기다.

하회 부합 상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

중립(유지)

Stock Data

KOSPI(8/7)	2,300
주가(8/7)	26,200
시기총액(십억원)	364
발행주식수(백만)	14
52주 최고/최저가(원)	44,500/19,350
일평균거래대금(6개월, 백만원)	6,077
유동주식비율/외국인지분율(%)	76.0/6.9
주요주주(%)	APS홀딩스 외 3 인
	23.6

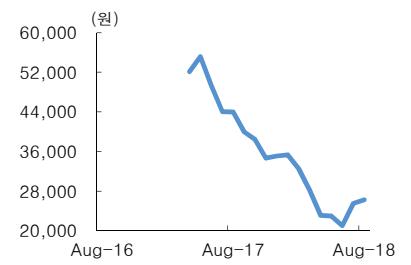
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	25.2	10.9	9.8
PBR(x)	6.0	3.2	2.4
ROE(%)	21.3	34.0	27.8
DY(%)	—	—	—
EV/EBITDA(x)	15.6	7.6	7.1
EPS(원)	1,395	2,407	2,684
BPS(원)	5,856	8,270	10,957

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	28.1	(14.2)	(40.3)
KOSDAQ 대비(%p)	31.1	(8.8)	(61.3)

주가추이



자료: WISEfn

김정환

junghwan.kim@truefriend.com

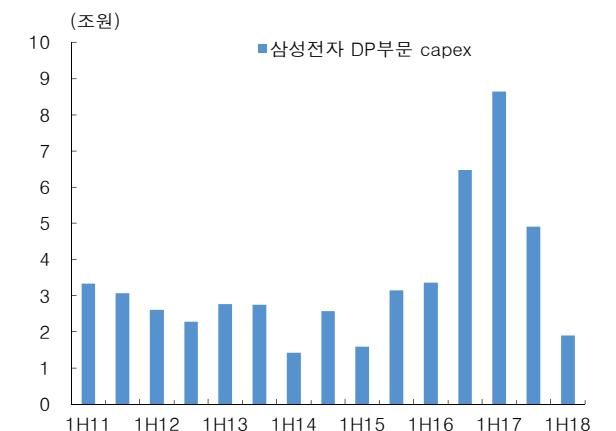
〈표 1〉 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	384.3	245.4	206.4	147.3	185.2	25.8	(51.8)	166.3
영업이익	29.7	2.1	(18.3)	10.6	9.2	(12.4)	(68.9)	12.2
영업이익률(%)	7.7	0.9	(8.9)	7.2	5.0			7.3
세전이익	30.5	1.3	(17.4)	8.2	4.1	(50.0)	(86.6)	11.2
순이익	23.2	0.6	(13.8)	8.2	3.9	(52.4)	(83.1)	8.5

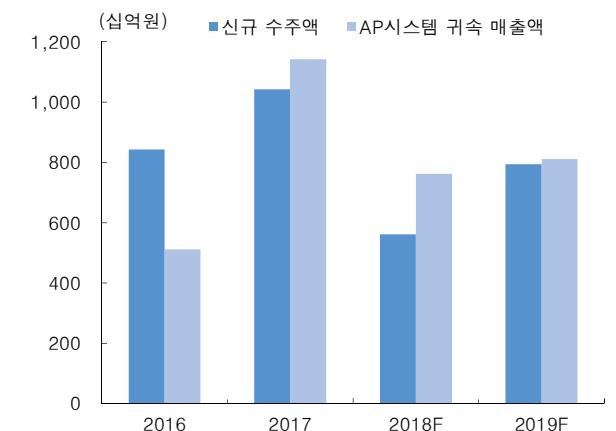
자료: 한국투자증권

[그림 1] 삼성전자 DP부문 시설투자 금액은 역사적 저점



자료: 한국투자증권

[그림 2] 2019년 주요 고객사 투자로 수주액 반등할 것



자료: 한국투자증권

[그림 3] 우리 추정치 기준 12MF PER은 현재 10배, 컨센서스 기준으로는 7배

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

〈표 2〉 2분기 실적 review

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q18P					2018F				
	실제치	QoQ(%, %p)	YoY(%, %p)	기준 추정치	추정치 대비(%, %p)	컨센서스	신규 추정	기준 추정	추정치 변화(%, %p)	컨센서스
매출액	185.2	25.8	(51.8)	155.0	19.5	166.3	762.2	770.2	(1.0)	847.7
영업이익	9.2	(12.4)	(68.9)	10.1	(8.3)	12.2	51.1	57.9	(11.7)	62.5
영업이익률	5.0	(2.2)	(2.7)	6.5	(1.5)	7.3	6.7	7.5	(0.8)	7.4
순이익	3.9	(52.4)	(83.1)	6.9	(42.8)	8.5	36.7	45.3	(19.0)	45.6
순이익률	2.1	(3.5)	(3.9)	4.4	(2.3)	5.1	4.8	5.9	(1.1)	5.4

자료: 한국투자증권

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

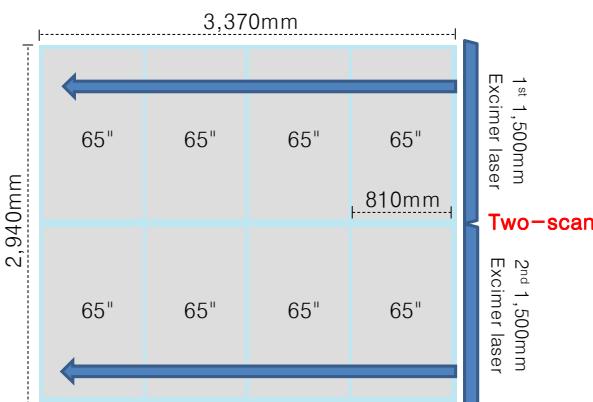
(단위: 십억원, %)

매출액	1Q17	2017	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
AMOLED	305.2	384.3	245.4	206.8	147.3	185.2	227.7	202.0	512.0	1,141.6	762.2	810.7
반도체 장비	303.5	371.1	226.3	182.7	130.0	164.9	212.7	187.0	480.1	1,083.6	694.7	730.7
기타	1.1	11.6	9.9	15.0	10.0	11.3	10.0	10.0	18.9	37.6	41.3	60.0
- 신규수주액	0.6	1.5	9.1	9.1	7.3	9.0	5.0	5.0	13.0	20.3	26.3	20.0
- 수주잔고	401.8	338.4	242.2	60.0	207.6	43.0	109.0	202.3	843.1	1,042.4	561.9	793.9
매출원가	511.0	497.8	540.1	444.3	543.9	448.6	378.9	430.2	379.2	444.3	430.2	627.4
매출총이익	110.5	343.6	235.1	211.1	123.8	163.0	195.9	171.7	478.4	900.3	654.3	697.2
매출총이익률	87.5	89.4	95.8	102.3	84.0	88.0	86.0	85.0	86.2	93.6	85.8	86.0
판매비와관리비	15.8	40.7	10.2	(4.7)	23.5	22.2	31.9	30.3	76.6	62.1	107.9	113.5
판관비율	12.5	10.6	4.2	(2.3)	16.0	12.0	14.0	15.0	13.8	6.4	14.2	14.0
영업이익	3.2	10.9	8.1	13.6	12.9	13.0	13.7	17.2	44.3	35.9	56.8	59.2
영업이익률	2.5	2.8	3.3	6.6	8.8	7.5	6.0	8.5	8.0	3.7	7.4	7.3
영업이익률	12.6	29.7	2.1	(18.3)	10.6	9.2	18.2	13.1	32.3	26.2	51.1	54.3
세전이익	10.0	7.7	0.9	(8.9)	7.2	5.0	8.0	6.5	5.8	2.7	6.7	6.7
세전이익률	12.0	30.5	1.3	(17.4)	8.2	4.1	18.7	13.1	35.1	26.3	44.1	51.1
세전이익률	9.5	7.9	0.5	(8.4)	5.5	2.2	8.2	6.5	6.3	2.7	5.8	6.3
순이익	9.2	23.2	0.6	(13.8)	8.2	3.9	14.4	10.1	27.1	19.1	36.7	40.9
순이익률	7.3	6.0	0.2	(6.7)	5.6	2.1	6.3	5.0	4.9	2.0	4.8	5.0

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

자료: 한국투자증권

[그림 4] 10.5세대에도 LTPS (ELA 장비) 적용 가능



자료: 한국투자증권

[그림 5] AP시스템의 유연 봉지막 증착기



- AMOLED 소자로의 산소 및 수분 침투 방지를 위한 봉지용 박막 구조 증착기
- 최대 6세대 2분할 기판 적용 가능
- Flexible, rollable, foldable 디스플레이 구현을 위한 유연 봉지 막 증착기
- 디중 선형 노즐의 ALD 증착 원

자료: AP시스템, 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	353	388	419
현금성자산	—	63	76	97	99
매출채권및기타채권	—	166	191	203	223
재고자산	—	52	42	41	45
비유동자산	—	144	159	175	200
투자자산	—	0	2	4	7
유형자산	—	110	122	134	142
무형자산	—	24	27	28	36
자산총계	—	468	512	564	619
유동부채	—	343	353	357	369
매입채무및기타채무	—	138	168	178	178
단기차입금및단기사채	—	121	131	141	151
유동성장기부채	—	5	10	10	5
비유동부채	—	36	33	39	40
사채	—	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	—	22	22	27	27
부채총계	—	379	386	396	409
지배주주지분	—	89	126	167	210
자본금	—	8	8	8	8
자본잉여금	—	63	63	63	63
기타자본	—	(0)	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	—	19	56	97	139
비지배주주지분	—	0	0	0	0
자본총계	—	89	126	167	210

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	—	962	762	811	892
매출원가	—	900	654	697	771
매출총이익	—	62	108	114	120
판매관리비	—	36	57	59	62
영업이익	—	26	51	54	58
금융수익	—	7	6	6	6
이자수익	—	1	1	1	3
금융비용	—	4	7	5	6
이자비용	—	3	3	3	3
기타영업외손익	—	(2)	(7)	(4)	(3)
관계기업관련손익	—	0	0	0	0
세전계속사업이익	—	26	44	51	55
법인세비용	—	7	7	10	12
연결당기순이익	—	19	37	41	43
지배주주지분순이익	—	19	37	41	43
기타포괄이익	—	0	0	0	0
총포괄이익	—	19	37	41	43
지배주주지분포괄이익	—	19	37	41	43
EBITDA	—	34	54	57	62

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	—	56	22	27	22
당기순이익	—	19	37	41	43
유형자산감가상각비	—	6	0	0	0
무형자산상각비	—	2	3	3	3
자산부채변동	—	9	(15)	(17)	(25)
기타	—	20	(3)	0	1
투자활동현금흐름	—	(47)	(24)	(21)	(25)
유형자산투자	—	(8)	(12)	(12)	(7)
유형자산매각	—	0	0	0	0
투자자산순증	—	(33)	(2)	(2)	(3)
무형자산순증	—	(5)	(5)	(4)	(11)
기타	—	(1)	(5)	(3)	(4)
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	2

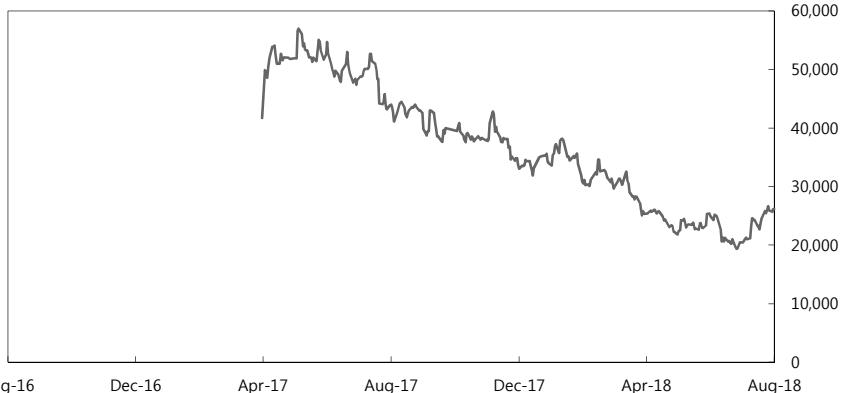
주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	—	1,395	2,407	2,684	2,798
BPS	—	5,856	8,270	10,957	13,757
DPS	—	0	0	0	0
성장성(%), YoY					
매출증가율	—	—	(20.8)	6.4	10.0
영업이익증가율	—	—	95.5	6.2	7.2
순이익증가율	—	—	92.2	11.4	4.3
EPS증가율	—	—	72.6	11.5	4.3
EBITDA증가율	—	—	56.5	6.2	8.1
수익성(%)					
영업이익률	—	2.7	6.7	6.7	6.5
순이익률	—	2.0	4.8	5.0	4.8
EBITDA Margin	—	3.6	7.0	7.0	6.9
ROA	—	4.1	7.5	7.6	7.2
ROE	—	21.3	34.0	27.8	22.6
배당수익률	—	—	—	—	—
배당성향	—	2.3	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	—	52	49	41	40
차입금/자본총계비율(%)	—	166.3	129.6	106.8	87.4
Valuation(X)					
PER	—	25.2	10.9	9.8	9.4
PBR	—	6.0	3.2	2.4	1.9
EV/EBITDA	—	15.6	7.6	7.1	6.5

주: K-IFRS (연결) 기준

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과거율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
AP시스템(265520)	2017.05.20	중립	—	—	—
	2018.05.20	1년경과	—	—	—



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 8월 8일 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 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 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 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	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
- 중립 : 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 돋기 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.