

## AP시스템

## BUY(유지)

265520 기업분석 | IT 장비

목표주가(하향)	34,000원	현재주가(05/11)	24,250원	Up/Downside	+40.2%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2018. 05. 14

## 긍정적인 변화 확인

## 1Q18 Review

**수익성 정상화 확인된 1Q18 실적:** AP시스템의 1Q18 매출액은 1,473억원(+16.5%YoY) 영업이익은 106억원(-16.4%YoY)로 컨센서스(영업이익 137억원)를 하회했지만 DB추정치에 부합했다. 컨센서스와의 큰 차이는 1Q18부터 IFRS 15 도입으로 매출의 인식을 인도기준(기존 진행률 기준)으로 변경했기 때문인 것으로 판단된다. 17년 하반기 수익성에 크게 악화시켰던 라미네이팅 공정의 추가 인력과 관련된 원가상승이 마무리 되어 정상화된 수익성이 확인된 것이 긍정적이다.

## Comment

**상반기보다는 하반기 성장 모멘텀 기대:** 2Q18 매출액은 1,502억원(-60.9%YoY) 영업이익은 98억원(-67.1%YoY)이 전망된다. 올해 인식 가능한 삼성디스플레이향 장비 매출액은 1Q18 이후로 사라지지만 중화권 고객사향 ELA와 후공정 장비 매출액의 QoQ 상승이 기대된다. 삼성디스플레이향 매출액이 지난해 상반기에 크게 집중되었기 때문에 올해 상반기 실적은 YoY 역성장이 불가피하다. 다만, 하반기에는 전년 대비 정상화된 수익성으로 인해 높은 실적 성장 모멘텀이 전망된다.

## Action

**수주 모멘텀을 기다리는 시기:** 1Q18 실적이 추정치에 부합했기 때문에 연간 추정치를 유지한다. 당사의 18년 추정치는 현재 장비 발주 시장을 충분히 보수적으로 반영하였다 (18년 영업이익 DB추정치: 554억원 vs. 컨센서스: 740억원). 주요 고객사인 삼성디스플레이의 신규 OLED 투자에 대한 불확실성 그리고 Flexible OLED 패널 양산이 지연되고 있는 중화권 업체들의 추가 투자 가시성 하락은 AP시스템을 포함한 OLED 장비 업체들의 멀티플 하락을 이끌고 있는 상황이다. Target PER을 12배에서 11배로 변경하여 목표주가를 34,000원으로 10% 하향 조정한다.

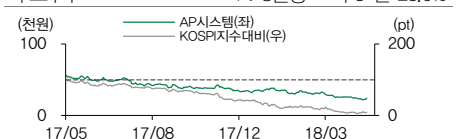
## Investment Fundamentals (IFRS개별)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
FYE Dec					
매출액	512	962	709	834	933
(증가율)	85.1	88.0	-26.3	17.6	11.9
영업이익	30	26	55	70	84
(증가율)	125.8	-13.4	111.6	25.6	20.1
순이익	28	19	43	53	64
EPS		1,631	3,102	3,847	4,609
PER (H/L)	NA/NA	36.2/19.2	7.8	6.3	5.3
PBR (H/L)	NA/NA	10.1/5.3	3.1	2.4	1.9
EV/EBITDA (H/L)	NA/NA	24.2/14.2	5.1	3.7	2.5
영업이익률	5.9	2.7	7.8	8.3	9.0
ROE	18.0	13.0	41.4	39.6	37.0

## Stock Data

52주 최저/최고	21,850/57,000원
KOSDAQ /KOSPI	866/2,478pt
시가총액	3,371억원
60일-평균거래량	211,891
외국인지분율	11.4%
60일-외국인지분율변동추이	-8.1%p
주요주주	AP시스템 외 3인 23.6%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-5.6	-19.8	-57.2
상대기준	-3.5	-22.0	-68.0

도표 1. AP시스템 1Q18 실적 Review

(단위: 십억원 %, %pt)

	1Q18P	1Q17	%YoY	4Q17	%QoQ	DB추정치	%차이	컨센서스	%차이
매출액	147.3	126.4	16.5	206.4	-28.7	149.3	-1.4	183.7	-19.8
영업이익	10.6	12.6	-16.4	-18.3	흑전	10.5	0.5	13.7	-23.0
순이익	8.2	9.2	-10.3	-13.8	흑전	8.3	-0.7	10.4	-20.7
수익성									
영업이익률	7.2	10.0	-2.8	-8.9	16.0	7.0	0.1	7.5	-0.3
순이익률	5.6	7.3	-1.7	-6.7	12.3	5.6	0.0	5.7	-0.1

자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 2. AP시스템 실적 추정

(단위: 십억원 %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019
매출액	126.4	384.3	245.4	206.4	147.3	150.2	227.3	182.3	962.4	709.1	833.8
영업이익	12.6	29.7	2.1	-18.3	10.6	9.8	21.1	14.1	26.2	55.4	69.6
순이익	9.2	23.2	0.6	-13.8	8.2	7.3	15.8	11.8	19.1	43.1	53.5
수익성											
영업이익률	10.0	7.7	0.9	-8.9	7.2	6.5	9.3	7.7	2.7	7.8	8.3
순이익률	7.3	6.0	0.2	-6.7	5.6	4.9	6.9	6.5	2.0	6.1	6.4
성장률 (YoY)											
매출액	257.5	307.9	105.2	-21.5	16.5	-60.9	-7.4	-11.7	88.0	-26.3	17.6
영업이익	흑전	3,027.6	-82.2	적전	-16.4	-67.1	904.8	흑전	-13.4	111.7	25.6
순이익	흑전	86,808.0	-88.6	적전	-10.3	-68.4	2,767.8	흑전	-31.7	125.8	24.0

자료: AP시스템, DB금융투자

### 대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	331	324	333	390	456
현금및현금성자산	96	63	102	123	177
매출채권및기타채권	184	166	152	181	190
재고자산	27	52	35	42	44
비유동자산	185	144	144	145	146
유형자산	108	110	113	116	118
무형자산	22	24	22	20	18
투자자산	45	0	0	0	0
자산총계	516	468	477	535	602
유동부채	273	343	323	348	372
매입채무및기타채무	126	138	138	183	207
단기차입금및단기차	73	121	101	81	81
유동상장기부채	2	5	5	5	5
비유동부채	39	36	36	36	36
사채및장기차입금	28	22	22	22	22
부채총계	312	379	359	384	408
자본금	14	8	8	8	8
자본잉여금	138	63	63	63	63
이익잉여금	77	19	49	81	124
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	204	89	119	151	195

### 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	83	56	86	73	85
당기순이익	28	19	43	53	64
현금유출이없는비용및수익	21	38	23	27	31
유형및무형자산상각비	7	8	9	9	9
영업관련자산부채변동	38	9	32	9	11
매출채권및기타채권의감소	-94	20	15	-29	-10
재고자산의감소	10	-18	17	-6	-2
매입채무및기타채무의증가	80	-10	0	45	24
투자활동현금흐름	-65	-47	-9	-9	-8
CAPEX	-38	-8	-10	-10	-10
투자자산의순증	-21	45	0	0	0
재무활동현금흐름	72	45	-38	-44	-23
사채및차입금의 증가	-2	47	-20	-20	0
자본금및자본잉여금의증가	71	-82	0	0	0
배당금지급	0	0	-14	-21	-21
기타현금흐름	0	-1	0	0	0
현금의증가	91	53	40	21	53
기초현금	5	10	63	102	123
기말현금	96	63	102	123	177

자료: AP 시스템 DB 금융투자 주: IFRS 개별기준

### 손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	512	962	709	834	933
매출원가	449	900	623	731	818
매출총이익	63	62	86	102	115
판매비	33	36	31	33	32
영업이익	30	26	55	70	84
EBITDA	37	34	65	79	93
영업외손익	6	0	0	1	1
금융손익	3	2	-2	-1	-1
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	3	-2	2	2	2
세전이익	36	26	55	70	85
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	28	19	43	53	64
지배주주지분순이익	28	19	43	53	64
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	27	19	43	53	64
증감률(%YoY)					
매출액	85.1	88.0	-26.3	17.6	11.9
영업이익	125.8	-13.4	111.6	25.6	20.1
EPS	NA	NA	90.2	24.0	19.8

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

### 주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당자료(원)					
EPS	0	1,631	3,102	3,847	4,609
BPS	0	5,857	7,768	9,903	12,732
DPS	0	0	1,000	1,500	1,500
Multiple(배)					
P/E	NA	21.5	7.8	6.3	5.3
P/B	NA	6.0	3.1	2.4	1.9
EV/EBITDA	NA	15.5	5.1	3.7	2.5
수익성(%)					
영업이익률	5.9	2.7	7.8	8.3	9.0
EBITDA마진	7.2	3.6	9.1	9.4	9.9
순이익률	5.5	2.0	6.1	6.4	6.9
ROE	18.0	13.0	41.4	39.6	37.0
ROA	7.2	3.9	9.1	10.6	11.3
ROIC	13.5	12.1	33.1	47.7	62.0
안정성및기타					
부채비율(%)	153.1	423.0	302.3	253.8	209.5
이자보상배율(배)	33.1	9.0	17.3	25.4	33.3
배당성향(배)	0.0	0.0	32.2	39.0	32.5

### Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

### 1년간 투자자의견 비율 (2018-03-31 기준) - 매수(75.7%) 중립(23.7%) 매도(0.7%)

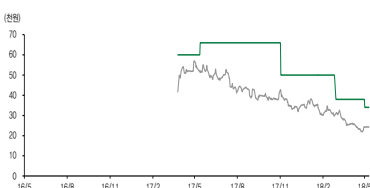
가입 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

### AP시스템 현주가 및 목표주가 차트



### 최근 2년간 투자자의견 및 목표주가 변경

일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
17/04/07	Buy	60,000	-12.5 -5.0				
17/05/25	Buy	66,000	-32.4 -16.5				
17/11/14	Buy	50,000	-31.1 -19.6				
18/03/12	Buy	38,000	-30.3 -14.3				
18/05/14	Buy	34,000	-				

주: \*표는 답당자 변경