

AP시스템 (265520)

디스플레이

최영산



02 3770 5728
yungsan.choi@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	32,000원 (M)
현재주가 (1/18)	22,800원
상승여력	40%

시가총액	3,215억원
총발행주식수	15,281,421주
60일 평균 거래대금	91억원
60일 평균 거래량	368,701주
52주 고	38,200원
52주 저	19,350원
외인지분율	7.25%
주요주주	APS 홀딩스 외 3 인 23.31%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	6.3	1.3	(40.3)
상대	0.7	6.4	(23.0)
절대(달려환산)	7.0	2.5	(43.0)

ELA, TFE, 라미네이팅까지 간다

중화권 수주 모멘텀 급증과 장비 포트폴리오의 다변화

AP시스템(이하 동사)에 대해 투자의견 BUY를 유지하며, 목표주가 또한 유지한다. 4Q18 실적은 매출액 1,770억원(YoY -19.7%), 영업이익 136억원(YoY 흑자전환)으로 시장 컨센서스를 하회한 실적이 예상된다. 2019년 매출액은 7,246억원(YoY -0.6%), 영업이익 542억원(YoY +2.9%)으로 추정한다. 당사가 이번 OLED cycle의 핵심 장비주로 뽑는 에스에프에이, 야스, AP시스템 중에서 동사만이 유일하게 인도기준으로 매출 인식을 진행하기 때문에, 수주 모멘텀에 비해 실적 상승폭이 크지 않다.

그러나 실적보다 신규수주가 주가에 훨씬 중요하다는 점에서, 올해 신규수주는 확실히 기대할만하다. BOE의 B12 48K 발표와, GVO의 V3 30K 발표로 인해 올해 상반기는 GVO, 하반기는 BOE의 장비 발주 각각 32K, 30K씩이 예상된다. 이미 GVO는 장비 bidding이 진행 중인 것으로 파악되고, BOE 또한 현재 B12에 이은 B15까지 CAPA 확장을 발표한 상황에서, B12 발주는 올해 하반기 매우 높은 가능성으로 진행될 것으로 보인다. 참고로 중화권 POLED 15K당 수주 금액은 약 ELA 600억원, LLO 200억원, 총 800억원 수준이다.

QD-OLED에 대해서도, 이미 동사는 QD-OLED향 과거 수주 받은 이력이 있는 Glass Encap 장비를 준비하고 있다는 점에서, 올해 8G 25K 규모 라인에서 약 500억원 수준의 수주가 예상된다. 에스에프에이(약 1,000억원), 원익PS(약 3,000억원)대비 큰 금액으로 볼 수는 없으나, 그렇다고 아주 작은 금액도 아니기 때문에, 동사 장비의 포트폴리오 다변화의 한 축을 담당할 것으로 보인다.

신규 장비인 POLED TFE 장비 또한 올해 고객사 평가를 받을 수 있을 것으로 보이며, 향후 고객사의 POLED CAPA 확장 시, ELA와 함께 큰 수혜를 가져갈 수 있을 것으로 보인다. 또한 SDC의 향후 중소형 라인 투자 시, 라미네이팅 공정 경험이 있는 동사의 수혜도 매우 높다고 판단된다. A3라인에 해당하는 후공정 라인 라미네이팅 경험이 있는 업체는 동사와 토탉, 제이스텍 정도에 불과하기 때문이다.

또한 이러한 레퍼런스를 바탕으로 약 3,000억원 정도 규모인 중화권 라미네이팅 시장으로의 본격 진출이 올해 2Q~하반기까지 예상된다. ELA와 LLO라는 강력한 포트폴리오를 갖고 있고, SDC향 레퍼런스도 있는 동사의 장비가 중화권 내 MS를 높게 가져갈 것이라는 점은 분명해 보인다는 점에서, 동사에 대한 재평가가 이뤄질 것으로 보인다.

현재 2019F P/E는 약 7.6x로, 사실상 BOE의 B12(48K), B15(48K) 발표와 GVO의 V3(30K) 발표, 그리고 SDC의 연간 CAPEX cycle 증가와, Y-OCTA로 인한 CAPA loss 등만을 고려하더라도, 현재 밸류에이션은 저평가 수준이다. 목표주가는 2019F EPS에 과거 OLED cycle 진입 초기였던 15년 중반 장비업종 평균 P/E인 10.5x를 적용하였다. 현재의 OLED 장비 cycle에서 에스에프에이와 AP시스템 모두 2019F P/E 10x~11x 구간으로의 진입이 정당하다는 판단이다.

Quarterly earning forecasts

	4Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,770	-14.3	-19.3	2,134	-17.1
영업이익	136	흑전	-29.3	165	-17.3
세전계속사업이익	134	흑전	-27.6	168	-20.2
지배순이익	101	흑전	-22.4	143	-29.9
영업이익률 (%)	7.7	흑전	-1.1 %pt	7.7	0
지배순이익률 (%)	5.7	흑전	-0.2 %pt	6.7	-1.0 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액		0	9,624	7,290	7,246
영업이익		0	262	527	542
지배순이익		0	191	352	424
PER		-	27.2	9.1	7.6
PBR		-	7.6	3.0	2.2
EV/EBITDA		-	19.2	1.6	4.8
ROE		0.0	42.7	34.1	30.7

자료: 유안타증권

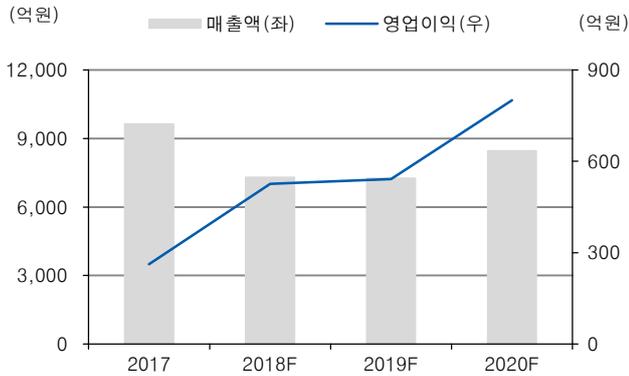
[표 1] AP 시스템 분기별 실적 추이

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018F	2019F
매출액	1,473	1,852	2,195	1,770	1,506	1,395	1,832	2,513	9,624	7,289	7,246
YoY(%)	16.5%	-51.8%	-10.6%	-19.7%	2.3%	-24.7%	-16.5%	42.0%	88.0%	-24.3%	-0.6%
매출총이익	235	222	336	283	236	212	304	394	569	1,076	1,145
영업이익	106	92	192	136	110	95	152	184	262	526	542
YoY(%)	-16.4%	-68.9%	817.7%	흑자전환	4.5%	3.0%	-20.8%	35.1%	-13.4%	100.9%	2.9%
영업이익률	7.2%	5.0%	8.8%	7.7%	7.3%	6.8%	8.3%	7.3%	2.7%	7.2%	7.5%

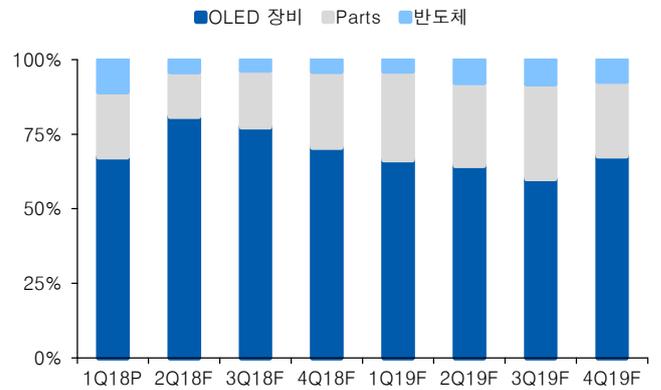
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] AP 시스템 연간 실적 추이



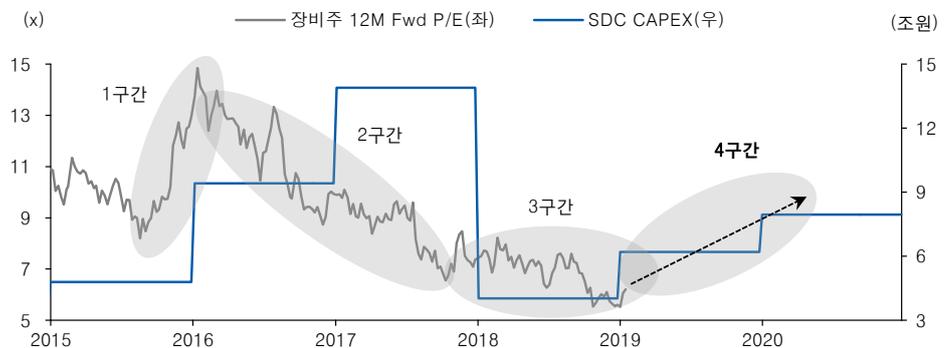
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] AP 시스템 사업부별 매출 비중 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 장비주 12M Fwd P/E 와 SDC CAPEX 추이 - 제 1~4 구간까지의 구간별 구분



자료: 유안타증권 리서치센터

AP 시스템 (265520) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	0	9,624	7,290	7,246	8,386
매출원가	0	9,003	6,213	6,101	7,100
매출총이익	0	621	1,077	1,145	1,286
판매비	0	359	550	603	603
영업이익	0	262	527	542	683
EBITDA	0	343	1,794	585	717
영업외손익	0	2	-84	6	16
외환관련손익	0	42	0	0	0
이자손익	0	-20	12	40	49
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	0	-21	-96	-33	-33
법인세비용차감전순이익	0	263	442	548	699
법인세비용	0	72	90	124	157
계속사업순이익	0	191	352	424	542
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	0	191	352	424	542
지배지분순이익	0	191	352	424	542
포괄순이익	0	193	351	421	539
지배지분포괄이익	0	193	351	421	539

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	0	3,245	4,286	5,086	5,863
현금및현금성자산	0	627	2,151	2,256	2,717
매출채권 및 기타채권	0	1,664	280	313	338
재고자산	0	524	934	1,597	1,888
비유동자산	0	1,436	308	265	231
유형자산	0	1,096	0	0	0
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	0	1	0	0	0
자산총계	0	4,680	4,594	5,351	6,093
유동부채	0	3,425	3,167	3,500	3,701
매입채무 및 기타채무	0	1,377	970	1,303	1,504
단기차입금	0	1,213	1,644	1,644	1,644
유동성장기부채	0	52	74	74	74
비유동부채	0	360	257	257	257
장기차입금	0	223	156	156	156
사채	0	0	0	0	0
부채총계	0	3,785	3,424	3,757	3,958
지배지분	0	895	1,170	1,594	2,135
자본금	0	76	76	76	76
자본잉여금	0	626	630	630	630
이익잉여금	0	193	489	913	1,455
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	0	895	1,170	1,594	2,135
순차입금	0	518	-310	-415	-875
총차입금	0	1,488	1,874	1,874	1,874

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	0	557	919	-520	-129
당기순이익	0	191	352	424	542
감가상각비	0	59	1,216	0	0
외환손익	0	-6	23	0	0
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	0	95	-919	-1,425	-1,158
기타현금흐름	0	219	247	481	487
투자활동 현금흐름	0	-467	111	60	35
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	0	-81	-123	0	0
유형자산 감소	0	0	1	0	0
기타현금흐름	0	-386	234	60	35
재무활동 현금흐름	0	453	349	5	5
단기차입금	0	467	419	0	0
사채 및 장기차입금	0	-15	-45	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	4	4
기타현금흐름	0	1	-25	1	1
연결범위변동 등 기타	0	-14	144	560	550
현금의 증감	0	529	1,524	105	461
기초 현금	0	98	627	2,151	2,256
기말 현금	0	627	2,151	2,256	2,717
NOPLAT	214682628	262	527	542	683

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

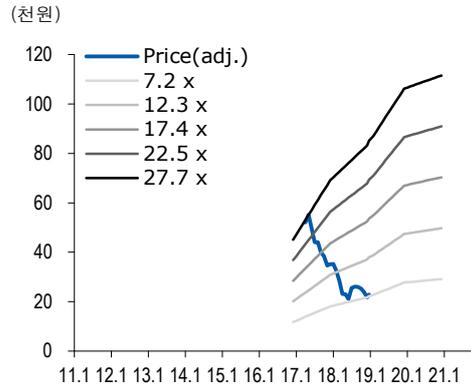
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

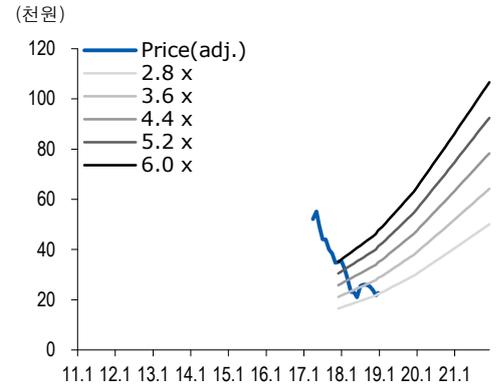
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	0	1,630	2,499	3,008	3,841
BPS	0	5,856	7,711	10,507	14,076
EBITDAPS	0	2,690	11,743	3,828	4,692
SPS	0	75,369	47,702	47,418	54,880
DPS	0	0	0	0	0
PER	-	27.2	9.1	7.6	5.9
PBR	-	7.6	3.0	2.2	1.6
EV/EBITDA	-	19.2	1.6	4.8	3.3
PSR	-	0.6	0.5	0.5	0.4

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	0.0	0.0	-24.3	-0.6	15.7
영업이익 증가율 (%)	na	na	101.3	2.9	26.1
지배순이익 증가율 (%)	na	na	84.6	20.4	27.7
매출총이익률 (%)	0.0	6.4	14.8	15.8	15.3
영업이익률 (%)	0.0	2.7	7.2	7.5	8.1
지배순이익률 (%)	0.0	2.0	4.8	5.9	6.5
EBITDA 마진 (%)	0.0	3.6	24.6	8.1	8.5
ROIC	0.0	26.2	36.4	41.4	43.6
ROA	0.0	8.2	7.6	8.5	9.5
ROE	0.0	42.7	34.1	30.7	29.0
부채비율 (%)	0.0	423.0	292.7	235.7	185.3
순차입금/자기자본 (%)	0.0	57.8	-26.5	-26.0	-41.0
영업이익/금융비용 (배)	0.0	9.0	96.9	69.2	80.3

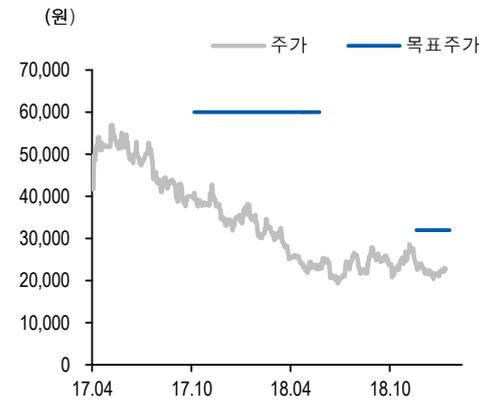
P/E band chart



P/B band chart



AP 시스템 (265520) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-01-21	BUY	32,000	1년		
2018-11-25	BUY	32,000	1년		
2018-10-12	담당자 변경 1년 경과 이후		1년	-58.18	-52.17
2017-10-12	BUY	60,000	1년	-52.42	-28.67
2017-08-30	Not Rated	-	1년		-

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.5
Buy(매수)	85.9
Hold(중립)	13.5
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-01-18

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 최영산)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.