

AP시스템 (265520)

디스플레이



최영산

02 3770 5728
yungsan.choi@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	38,000원 (U)
현재주가 (3/13)	31,500원
상승여력	21%

시가총액	4,441억원
총발행주식수	15,281,421주
60일 평균 거래대금	88억원
60일 평균 거래량	332,391주
52주 고	32,550원
52주 저	19,350원
외인지분율	7.62%
주요주주	APS 홀딩스 외 3 인 23.31%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	7.5	40.0	0.5
상대	5.4	26.4	18.0
절대(달려환산)	6.5	38.9	(5.3)

2년을 참아왔다

예견된 실적 부진, 고개를 들 때가 왔다

4Q18 실적은 매출액 1,623억원(YoY -26.4%), 영업이익 67억원(YoY 흑자전환)을 기록, 매출액은 시장 컨센스를 소폭 하회하였고, 영업이익은 연말 성과급 등의 반영으로 인해 시장 컨센스를 크게 하회하였다. 다만, 시장에서 동사에 대한 실적 기대감이 올해까지는 크지 않다는 점에서, 역시나 **장비업종에게 중요한 Key Factor는 단기 실적보다는 수주 모멘텀**이라는 부분에 집중할 필요가 있다. 2018년 동사는 중화권향으로 BOE B11 ph2~3 총 30K 수주에 불과했지만, 올해는 BOE B12 ph1 15K, GVO V3 30K는 사실상 확정적인 상황에서 EDO ph2, CSOT 30K, GVO V2 ph2 15K 등은 가능성으로 남겨져 있는 상황이다. **종합적으로 볼 때, 1) 아무리 보수적으로 봐도 올해는 중화권 45K는 확정적인 가운데, 2) 타 중화권 고객사들의 추가 수주 업사이드가 존재하고, 3) SDC의 QD 파일럿 라인 발주 25~30K 규모가 진행될 것으로 예상된다. 또한 4) SDC의 A4라인 가동에 따른 파츠 매출 확장세 또한 긍정적인 상황이다.**

2년간 절망적이었던 주가, 이제 바닥에서 끌어올려졌을 뿐

동사는 17년 4월 재상장 이후, 사실상 2년 가까이 매우 힘든 주가 구간을 통과해왔다. 1) 17년 라미네이팅 수출 이슈로 인한 실적악화와, 2) 2H17~18년 SDC CAPEX가 사실상 전무했고, 3) 18년 중화권 POLED 증설이 대부분 delay되었기 때문이다. 그러나 **2019년부터는 모든 부분이 바뀌게 된다.** 1) 라미네이팅 수출 이슈는 이미 종료되었고, 오히려 파츠 매출 비중이 상승(18년 21% → 19년 35% 추정)하면서 실적 안정성을 높여주고, 2) SDC CAPEX가 살아나고 있으며, 3) 중화권 POLED 또한 동시에 살아나고 있다. **모든 부분의 color가 바뀌어가고 있고, 당연히 AP시스템은 그 중심에 있다.**

최근 장비업종들의 주가 상승에도 불구하고, 당사는 동사의 주가가 현재 절망적이었던 수준에서 이제 막 끌어올려졌을 뿐이라고 판단한다. 목표주가를 기존 32,000원에서 38,000원으로 상향 조정하며, 향후 중화권 추가 수주 업사이드 가시화 및 A5 구체화 시에는 추가적인 목표주가 상향이 당연히 가능하다. 현재 목표주가는 보수적으로 접근했을 때의 확실한 수주 규모와 꾸준한 파츠 매출 상승 등을 감안한 수준이다. 다소 공격적으로 중화권 수주 기대감을 실적에 모두 반영하기보다는, 확실한 수주를 반영시킨 상태에서 업사이드를 만들어가는 cycle이 더 유리하다는 판단이다.

(다음 페이지 계속)

	4Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,623	-21.4	-26.0	1,945	-16.6
영업이익	67	흑전	-65.2	133	-49.5
세전계속사업이익	-35	적지	적전	122	-129.1
지배순이익	1	흑전	-99.5	94	-99.2
영업이익률 (%)	4.1	흑전	-4.7 %pt	6.8	-2.7 %pt
지배순이익률 (%)	0.0	+6.7 %pt	-5.9 %pt	4.8	-4.8 %pt

자료: 유안타증권

	결산 (12월)	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액		9,624	7,143	5,842	9,093
영업이익		262	457	337	590
지배순이익		191	253	224	419
PER		27.2	12.1	19.9	10.6
PBR		7.6	3.1	3.7	2.8
EV/EBITDA		19.2	9.3	11.8	7.5
ROE		42.7	25.7	18.9	27.9

자료: 유안타증권

장비주, 무엇이 두려운가

장비업종들의 주가가 1월 바닥구간에서 50% 이상 상승하면서, 투자자들 사이에서는 일부 차익 실현 움직임과 함께 추가 주가 상승에 대한 의구심, 3~5월 모멘텀 소멸에 대한 우려, A3 사이클과 비교하며 A5 사이클의 강도를 약하게 보는 등의 시각이 존재하는 상황이다. 무엇보다 단기 모멘텀을 기대하는 투자자들의 기대 반, 우려 반의 시각이 가장 시장에 팽배한 것으로 보인다.

이러한 무수한 우려한 대한 당사의 입장은 다음과 같다. 1) 아직 SFA, AP시스템과 같은 핵심 업종들의 2019F(SFA), 2020F(AP시스템) P/E는 10x 수준에 불과하며, 당사가 판단하는 A5에 대한 방향성을 반영한 멀티플 13x 수준까지 올라오지 않았다. 먼저, 2018년 SDC CAPEX와 중화권 CAPEX가 거의 없었던 시기에 장비업종 평균 P/E는 7~9x 구간을 형성해왔다. 지금은 그 바닥 수준인 7x에서 이제 막 10x수준까지 올라왔을 뿐이다. 당사는 10x가 새로운 바닥구간을 형성하고 이제 10~13x 구간으로의 새로운 밴드 구간을 형성할 것으로 판단한다.

또한 2) 애초에 당사가 제시한 A5 로직과 장비업종 매수 논리는 모멘텀 이슈에 집착하지 않았다. 당사는 처음부터 방향성에 대해 초점을 맞춰왔으며, 1) 기존에 디스플레이에 존재하지 않았던 일종의 Tech migration인 Y-OCTA를 통한 CAPA loss와 2) 21년 하반기 폴더블 수요(애플의 폴더블 진입)를 겨냥한 중소형 OLED 증설, 3) 삼성 VD의 21년 차세대 TV 라인업 전략 부재에 따른 QD-OLED에 대한 투자 불가피함을 근거로 올해 A5에 대한 착공 방향성을 제시하였다.

모멘텀에 기대는 순간, 장비업종은 단순히 일회성적인 투자 모멘텀에 그친다. 그러나 방향성을 보고 접근한다면, 1) 결국 2019~2020년까지 그려지는 A5 착공(2019) - A5 발주(1H20) - A5 장비 입고(2H20) - A5 가동(2Q21)의 그림에 더욱 집중하고, 2) 중화권 CAPEX 증가에 따른 EPS 상승까지 고려한다면 결국 삼성의 OLED 투자 사이클 초입기에 있는 현재 수준에서 바닥은 제한적이고, 상방은 크게 열려있다.

일부 시장에서는 A3와의 발주 사이클과 규모에 대해서 비교하며 A5 사이클을 다소 루즈하게 바라보는 시각도 있으나, 아직 발주 사이클을 고민할 멀티플 단계까지 올라오지도 못했다. SDC가 직접 A5에 대한 구체적 플랜을 발표하고 나서, 구체적인 A5 스펙이 결정되는 올해 하반기에 가서 A3 사이클과 비교해도 늦지 않다. 적어도 11~13x구간까지는 올라와야 A5 착공 + 중화권 POLED 사이클 상승 + QD-OLED 파일럿 라인 구축 + Y-OCTA 전환 투자 등을 반영한 밸류에이션이라 말할 수 있다. 13x 수준까지 올라온 상황에서 멀티플 상승 폭이 15x~18x 수준까지 올라가거나 A3 사이클 최고점을 돌파할지 비교, 고민하는 시기는 올해 하반기~연말이다. 간단히 말하자면, 지금 9~10x 구간에서 A3와의 장비발주를 비교, 고민하는 것은 맞지 않다는 판단이다. 이제 막 바닥에서 건져 올린 장비업종을 마치 A5에 대한 모든 시장 기대감이 반영된 밸류에이션으로 평가하는 것 자체가 무리가 있다. 멀티플은 SDC가 만들고, EPS는 중화권이 만들어가면서 2H19~2020년에는 본격적인 멀티플 x EPS 상승 사이클에 진입할 것으로 보인다.

단기 조정 시에 추가 매수 전략 유효하다. 2년간 부진했던 장비업종이 2개월 고개를 들었다. 이제 출발했을 뿐이다.

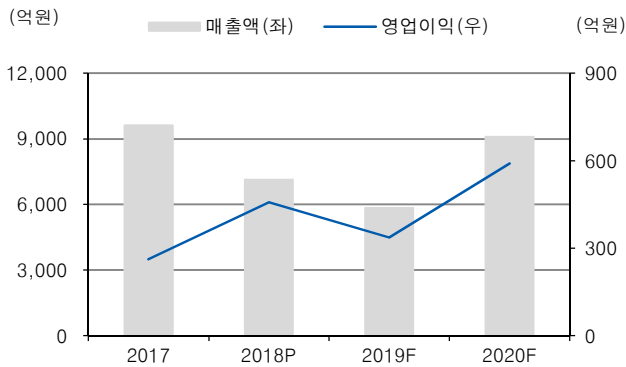
[표 1] AP 시스템 분기별 실적 추이

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018P	2019F	2020F
매출액	1,473	1,852	2,195	1,623	1,265	1,258	1,372	1,946	7,143	5,842	9,093
YoY(%)	16.6%	-51.8%	-10.5%	-26.4%	-14.1%	-32.1%	-37.5%	19.9%	-25.8%	-18.2%	55.7%
매출총이익	235	222	337	207	166	173	206	247	1,001	792	1,291
영업이익	106	92	192	67.1	67	76	100	94	458	337	590
YoY(%)	-16.2%	-68.9%	817.9%	흑자전환	-36.4%	-18.0%	-47.8%	39.8%	74.7%	-26.3%	74.9%
영업이익률	7.2%	5.0%	8.8%	4.1%	5.3%	6.0%	7.3%	4.8%	6.4%	5.8%	6.5%

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] AP 시스템 연간 실적 추이



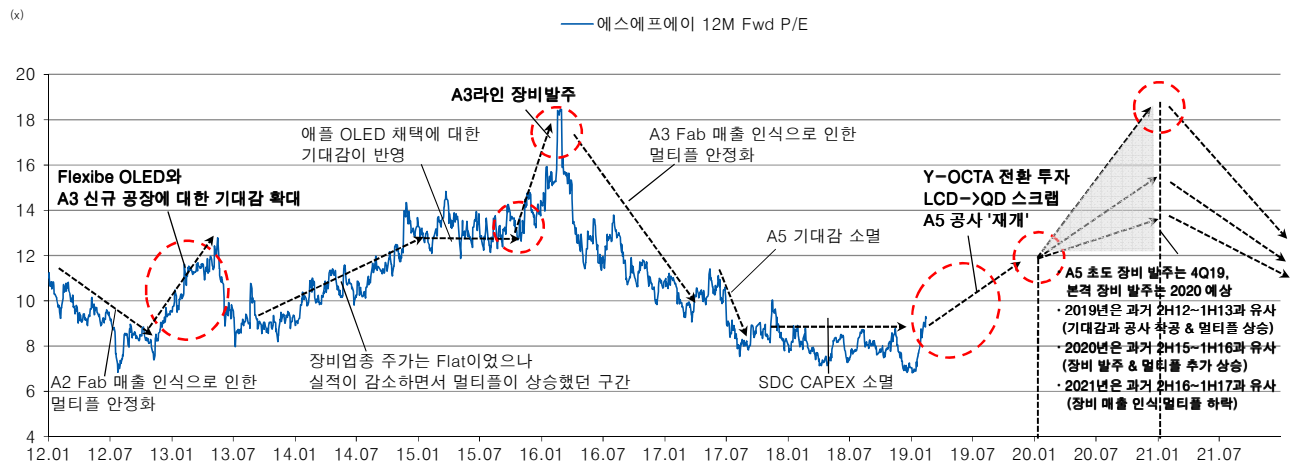
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] AP 시스템 사업부별 매출 비중 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] SFA 12M Fwd P/E 추이 (AP 시스템의 경우 17년 재상장으로 인해 SFA 로 비교)



자료: 유안타증권 리서치센터

AP 시스템 (265520) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	0	9,624	7,143	5,842	9,093
매출원가	0	9,003	6,142	5,050	7,803
매출총이익	0	621	1,000	792	1,291
판매비	0	359	543	455	701
영업이익	0	262	457	337	590
EBITDA	0	343	583	463	693
영업외손익	0	2	-185	-51	-52
외환관련손익	0	42	0	0	0
이자손익	0	-20	5	1	-1
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	0	-21	-190	-51	-51
법인세비용차감전순이익	0	263	273	287	538
법인세비용	0	72	20	63	118
계속사업순이익	0	191	253	224	419
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	0	191	253	224	419
지배지분순이익	0	191	253	224	419
포괄순이익	0	193	251	221	417
지배지분포괄이익	0	193	251	221	417

주: 영업이익 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	2,976	2,952	3,260
현금및현금성자산	0	627	935	532	526
매출채권 및 기타채권	0	1,664	265	265	291
재고자산	0	524	857	1,236	1,522
비유동자산	0	1,436	1,550	1,584	1,581
유형자산	0	1,096	1,251	1,351	1,391
관계기업 등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	0	1	0	0	0
자산총계	0	4,680	4,527	4,536	4,841
유동부채	0	3,425	3,207	3,021	2,929
매입채무 및 기타채무	0	1,377	928	1,062	1,230
단기차입금	0	1,213	1,726	1,406	1,145
유동성장기부채	0	52	74	74	74
비유동부채	0	360	249	222	199
장기차입금	0	223	148	121	98
사채	0	0	0	0	0
부채총계	0	3,785	3,457	3,243	3,128
지배지분	0	895	1,070	1,294	1,713
자본금	0	76	76	76	76
자본잉여금	0	626	630	630	630
이익잉여금	0	193	390	613	1,033
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	0	895	1,070	1,294	1,713
순차입금	0	518	981	1,036	759
총차입금	0	1,488	1,948	1,601	1,318

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	0	557	-272	-520	-212
당기순이익	0	191	253	224	419
감가상각비	0	59	65	60	60
외환손익	0	-6	23	0	0
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	0	95	-868	-1,307	-1,188
기타현금흐름	0	219	256	504	497
투자활동 현금흐름	0	-467	11	-100	-65
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	0	-81	-223	-160	-100
유형자산 감소	0	0	1	0	0
기타현금흐름	0	-386	234	60	35
재무활동 현금흐름	0	453	424	-343	-278
단기차입금	0	467	501	-320	-261
사채 및 장기차입금	0	-15	-53	-27	-22
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	307	-403	-5
기초 현금	0	98	627	935	532
기말 현금	0	627	935	532	526
NOPLAT	0	262	457	337	590
FCF	0	286	-542	-1,078	-725

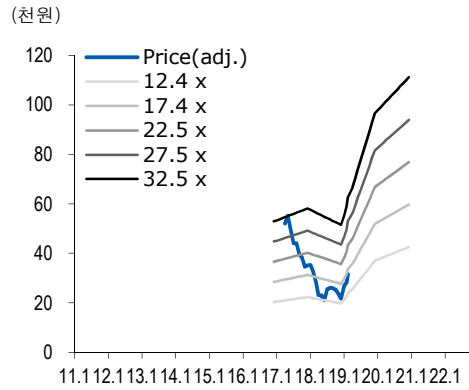
자료: 유안타증권

- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

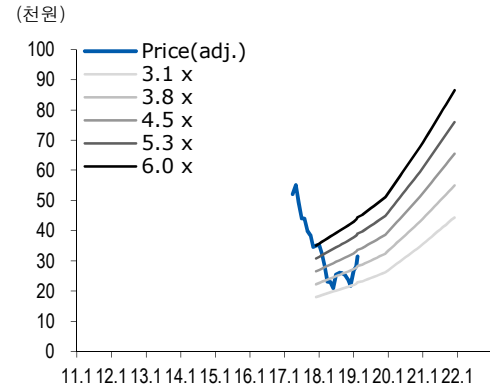
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	0	1,630	1,791	1,586	2,975
BPS	0	5,856	7,053	8,527	11,292
EBITDAPS	0	2,690	3,817	3,032	4,536
SPS	0	75,369	46,740	38,226	59,505
DPS	0	0	0	0	0
PER	-	27.2	12.1	19.9	10.6
PBR	-	7.6	3.1	3.7	2.8
EV/EBITDA	-	19.2	9.3	11.8	7.5
PSR	-	0.6	0.5	0.8	0.5

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	0.0	0.0	-25.8	-18.2	55.7
영업이익 증가율 (%)	na	na	74.9	-26.3	74.9
지배순이익 증가율 (%)	na	na	32.3	-11.5	87.6
매출총이익률 (%)	0.0	6.4	14.0	13.6	14.2
영업이익률 (%)	0.0	2.7	6.4	5.8	6.5
지배순이익률 (%)	0.0	2.0	3.5	3.8	4.6
EBITDA 마진 (%)	0.0	3.6	8.2	7.9	7.6
ROIC	0.0	26.2	24.2	12.0	19.2
ROA	0.0	8.2	5.5	4.9	8.9
ROE	0.0	42.7	25.7	18.9	27.9
부채비율 (%)	0.0	423.0	323.0	250.7	182.6
순차입금/자기자본 (%)	0.0	57.8	91.7	80.1	44.3
영업이익/금융비용 (배)	0.0	9.0	81.0	47.4	91.8

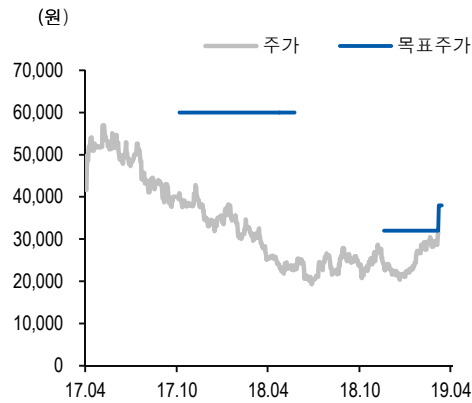
P/E band chart



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
2019-03-14	BUY	38,000	1년		
2018-11-25	BUY	32,000	1년	-21.63	-1.56
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)	1.0
Buy(매수)	84.5
Hold(중립)	14.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-03-11

※ 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.