2019년 5월 15일 I Equity Research

# AP시스템 (265520)

## 하반기 중국 및 삼성 수주 증가 전망

### 1Q19 Review : 신규 장비 선적 지연으로 매출 인식 이연

AP시스템 1분기 실적은 매출 872억원(YoY -41%, QoQ -46%), 영업이익 32억원(YoY -69%, QoQ -52%)로 컨센서스를 하회했다. 1) BOE 수주 물량 중 면양 B11-3 라인 장비 인도가 한달 늦춰지며 매출 인식이 지연됐고(스펙 상향된 신규 장비 부피 증가로 기존 정기선 인도가 어려워짐에 따라 비정기선 취항일까지 선적 대기), 2) 삼성디스플레이 가동률이 낮은 수준에 머물면서 Parts 매출 증가가 예상보다 더딘 것으로 추정된다.

### 2019년 중국 모바일 및 삼성 대형 OLED 투자 모멘텀

2019년 실적은 매출 5,419억원(YoY -24%), 영업이익 319억원(YoY -30%)으로 전년대비 실적 감소가 불가피하나 2019년 하반기부터 중국 및 삼성디스플레이 향 수주 모멘텀이 증가하며 주가는 상승 추세 재개할 것으로 전망된다. 1) 중국 OLED 투자가 가속화되면서 BOE 2개 라인, Visionox 2개라인, CSOT 1개라인 등 총 5개 라인 발주가 하반기에 집중될 것으로 전망되는 가운데 중국 시장 內 ELA 장비 시장 독점하고 있는 AP시스템 수주 역시 증가할 것으로 판단되며, 2) 삼성디스플레이 대형 OLED 투자 스케줄이 연내 가시화 되면서 관련 장비 발주가 4분기 중 진행될 것으로 전망된다.

### 장비주 주가 특성 감안, 2020년에 주목하여 주가는 지금부터

AP시스템에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 35,000원을 유지한다. 장비 업체 주가 특성상 당해년도 실적 보다는 향후 18개월 간의 수주 모멘텀 및 이에 기반한 차기 년도 실적 전망이 중요하다는 것 감안하면, 2019년 중국의 OLED 투자 가속화 및 삼성디스플레이 대형 OLED 투자 개시에 따른 2020년 실적 상승에 주목할 필요가 있다고 판단된다. 현 주가는 2020년 실적 기준 PER 12배 수준으로, 과거 삼성디스플레이 수주 증가 싸이클 당시의 평균 PER 20배 및 향후 중국 및 삼성 투자 상승 추세 감안하면 저평가 상태라고 판단된다.

Update

**BUY**

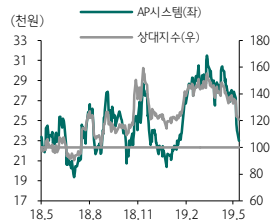
I TP(12M): 35,000원 I CP(5월 13일): 23,000원

| Key Data | |
|---|---|
| KOSDAQ 지수 (pt) | 708.80 |
| 52주 최고/최저(원) | 31,500/19,350 |
| 시가총액(십억원) | 324.3 |
| 시가총액비중(%) | 0.13 |
| 발행주식수(천주) | 14,099.5 |
| 60일 평균 거래량(천주) | 296.2 |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 8.5 |
| 19년 배당금(예상,원) | 150 |
| 19년 배당수익률(예상,%) | 0.65 |
| 외국인지분율(%) | 6.67 |
| 주요주주 지분율(%) | |
| APS홀딩스 외 3 인 | 23.31 |
| | 0.00 |

| 주가상승률 | 1M | 6M | 12M |
|---|---|---|---|
| 절대 | (23.6) | (18.0) | (5.2) |
| 상대 | (17.2) | (22.4) | 15.9 |

| Consensus Data | 2019 | 2020 |
|---|---|---|
| 매출액(십억원) | 606.9 | 742.8 |
| 영업이익(십억원) | 42.7 | 57.4 |
| 순이익(십억원) | 35.0 | 47.0 |
| EPS(원) | 2,271 | 3,102 |
| BPS(원) | 7,514 | 9,294 |

Stock Price




Financial Data

| 투자지표 | 단위 | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 십억원 | 962.4 | 714.1 | 541.9 | 797.9 | 1,082.2 |
| 영업이익 | 십억원 | 26.2 | 45.7 | 31.9 | 64.2 | 85.7 |
| 세전이익 | 십억원 | 26.3 | 27.7 | 27.3 | 59.8 | 82.7 |
| 순이익 | 십억원 | 19.1 | 25.0 | 13.1 | 29.4 | 40.7 |
| EPS | 원 | 1,495 | 1,639 | 855 | 1,927 | 2,664 |
| 증감률 | % | N/A | 9.6 | (47.8) | 125.4 | 38.2 |
| PER | 배 | 23.47 | 13.24 | 26.89 | 11.94 | 8.63 |
| PBR | 배 | 5.99 | 3.05 | 2.94 | 2.40 | 1.92 |
| EV/EBITDA | 배 | 15.48 | 7.48 | 10.30 | 5.70 | 4.03 |
| ROE | % | 21.34 | 25.59 | 11.71 | 22.55 | 25.05 |
| BPS | 원 | 5,857 | 7,119 | 7,813 | 9,602 | 11,992 |
| DPS | 원 | 0 | 150 | 150 | 150 | 150 |

Analyst 김현수
02-3771-7503
hyunsoo@hanafn.com

Analyst 김현수 02-3771-7503

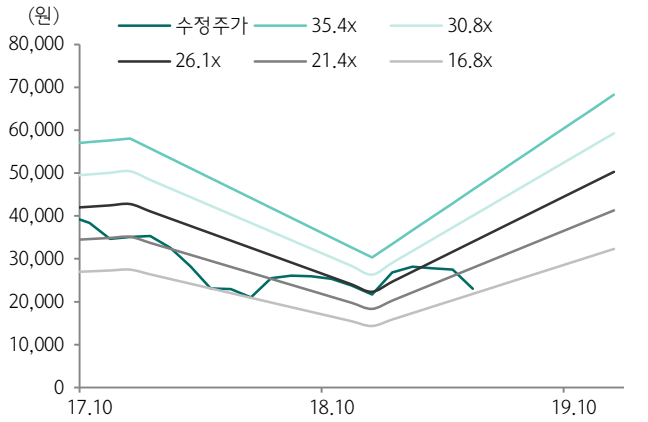
표 1. AP시스템 분기 실적 추이 및 전망

(단위:십억원)

| | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19 | 2Q19F | 3Q19F | 4Q19F | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **147.3** | **185.2** | **219.4** | **162.2** | **87.2** | **129.9** | **135.7** | **189.2** | **962.4** | **714.1** | **541.9** | **797.9** |
| OLED 장비 | 130.2 | 177.7 | 204.6 | 158.5 | 80.8 | 123.0 | 128.5 | 182.4 | 912.2 | 671.1 | 514.6 | 770.6 |
| 반도체 장비 | 16.6 | 7.5 | 12.1 | 2.0 | 4.5 | 5.0 | 5.0 | 5.0 | 30.5 | 38.2 | 19.5 | 20.2 |
| 기타 | 0.5 | - | 2.7 | 1.7 | 1.9 | 2.0 | 2.1 | 1.7 | 9.5 | 4.8 | 7.8 | 7.0 |
| **영업이익** | **10.6** | **9.2** | **19.1** | **6.8** | **3.2** | **6.1** | **7.6** | **14.9** | **26.1** | **45.7** | **31.9** | **64.2** |
| OPM | 7.2% | 5.0% | 8.7% | 4.2% | 3.7% | 4.7% | 5.6% | 7.9% | 2.7% | 6.4% | 5.9% | 8.0% |
| 부문별 매출비중 | | | | | | | | | | | | |
| OLED 장비 | 88% | 96% | 93% | 98% | 93% | 95% | 95% | 96% | 95% | 94% | 95% | 97% |
| 반도체 장비 | 11% | 4% | 6% | 1% | 5% | 4% | 4% | 3% | 3% | 5% | 4% | 3% |
| 기타 | 0% | 0% | 1% | 1% | 2% | 2% | 2% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% |

자료: 하나금융투자

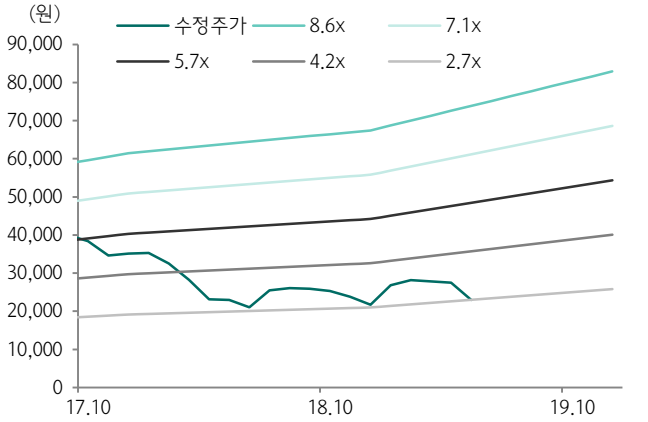
그림 1. AP시스템 12M Fwd P/E 추이




자료: 하나금융투자

주 :2017년 9월 분할 재상장 이후

그림 2. AP시스템 12M Fwd P/B 추이




자료: 하나금융투자

주 :2017년 9월 분할 재상장 이후

그림 3. ELA 시장 규모 추정

| Flexilbe OLED 패널구조도 |
|---|
| Encapsulation |
| OLED |
| **TFT** |
| PI |

| TFT 공정 관련 주요 장비 시장 규모 | |
|---|---|
| 주요 시장 Category | 한 라인(15K/월) 당 |
| **ELA** | **600억원** |
| 열처리 | 150억원 |

자료: 하나금융투자

Analyst 김현수 02-3771-7503

## 추정 재무제표

### 손익계산서

(단위: 십억원)

| | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **962.4** | **714.1** | **541.9** | **797.9** | **1,082.2** |
| 매출원가 | 900.3 | 615.0 | 460.7 | 678.2 | 919.9 |
| 매출총이익 | 62.1 | 99.1 | 81.2 | 119.7 | 162.3 |
| 판관비 | 35.9 | 53.4 | 49.4 | 55.5 | 76.6 |
| **영업이익** | **26.2** | **45.7** | **31.9** | **64.2** | **85.7** |
| 금융손익 | 2.3 | (10.2) | (4.6) | (4.4) | (3.0) |
| 종속/관계기업손익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타영업외손익 | (2.1) | (7.7) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **세전이익** | **26.3** | **27.7** | **27.3** | **59.8** | **82.7** |
| 법인세 | 7.2 | 2.7 | 14.2 | 30.3 | 42.0 |
| 계속사업이익 | 19.1 | 25.0 | 13.1 | 29.4 | 40.7 |
| 중단사업이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **당기순이익** | **19.1** | **25.0** | **13.1** | **29.4** | **40.7** |
| 비지배주주지분 순이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **지배주주순이익** | **19.1** | **25.0** | **13.1** | **29.4** | **40.7** |
| 지배주주지분포괄이익 | 19.3 | 24.5 | 13.1 | 29.4 | 40.7 |
| NOPAT | 19.0 | 41.3 | 15.2 | 31.6 | 42.2 |
| EBITDA | 34.4 | 58.0 | 43.9 | 73.7 | 92.4 |
| **성장성(%)** | | | | | |
| 매출액증가율 | N/A | (25.8) | (24.1) | 47.2 | 35.6 |
| NOPAT증가율 | N/A | 117.4 | (63.2) | 107.9 | 33.5 |
| EBITDA증가율 | N/A | 68.6 | (24.3) | 67.9 | 25.4 |
| 영업이익증가율 | N/A | 74.4 | (30.2) | 101.3 | 33.5 |
| (지배주주)순익증가율 | N/A | 30.9 | (47.6) | 124.4 | 38.4 |
| EPS증가율 | N/A | 9.6 | (47.8) | 125.4 | 38.2 |
| **수익성(%)** | | | | | |
| 매출총이익률 | 6.5 | 13.9 | 15.0 | 15.0 | 15.0 |
| EBITDA이익률 | 3.6 | 8.1 | 8.1 | 9.2 | 8.5 |
| 영업이익률 | 2.7 | 6.4 | 5.9 | 8.0 | 7.9 |
| 계속사업이익률 | 2.0 | 3.5 | 2.4 | 3.7 | 3.8 |

### 투자지표

| | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당지표(원)** | | | | | |
| EPS | 1,495 | 1,639 | 855 | 1,927 | 2,664 |
| BPS | 5,857 | 7,119 | 7,813 | 9,602 | 11,992 |
| CFPS | 4,462 | 4,569 | 2,870 | 4,821 | 6,047 |
| EBITDAPS | 2,690 | 3,798 | 2,870 | 4,821 | 6,047 |
| SPS | 75,369 | 46,727 | 35,465 | 52,211 | 70,818 |
| DPS | 0 | 150 | 150 | 150 | 150 |
| **주가지표(배)** | | | | | |
| PER | 23.5 | 13.2 | 26.9 | 11.9 | 8.6 |
| PBR | 6.0 | 3.0 | 2.9 | 2.4 | 1.9 |
| PCFR | 7.9 | 4.7 | 8.0 | 4.8 | 3.8 |
| EV/EBITDA | 15.5 | 7.5 | 10.3 | 5.7 | 4.0 |
| PSR | 0.5 | 0.5 | 0.6 | 0.4 | 0.3 |
| **재무비율(%)** | | | | | |
| ROE | 21.3 | 25.6 | 11.7 | 22.6 | 25.1 |
| ROA | 4.1 | 5.6 | 3.0 | 5.8 | 6.3 |
| ROIC | 12.2 | 21.1 | 6.3 | 12.8 | 17.1 |
| 부채비율 | 423.0 | 295.6 | 285.5 | 290.6 | 306.6 |
| 순부채비율 | 57.8 | 120.3 | 109.1 | 66.5 | 26.6 |
| 이자보상배율(배) | 9.0 | 8.1 | 5.5 | 11.6 | 15.7 |

### 대차대조표

(단위: 십억원)

| | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | **324.5** | **282.3** | **319.0** | **435.0** | **608.3** |
| 금융자산 | 97.1 | 33.1 | 28.4 | 55.0 | 102.9 |
| 현금성자산 | 62.7 | 33.0 | 28.4 | 55.0 | 102.8 |
| 매출채권 등 | 166.4 | 25.2 | 29.4 | 35.2 | 45.8 |
| 재고자산 | 52.4 | 141.8 | 165.4 | 198.5 | 238.2 |
| 기타유동자산 | 8.6 | 82.2 | 95.8 | 146.3 | 221.4 |
| **비유동자산** | **143.6** | **138.3** | **131.7** | **128.5** | **126.7** |
| 투자자산 | 0.1 | 2.1 | 2.4 | 3.7 | 5.6 |
| 금융자산 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.2 |
| 유형자산 | 109.6 | 107.9 | 111.5 | 110.3 | 107.6 |
| 무형자산 | 23.9 | 15.4 | 4.7 | 1.4 | 0.4 |
| 기타비유동자산 | 10.0 | 12.9 | 13.1 | 13.1 | 13.1 |
| **자산총계** | **468.0** | **420.6** | **450.7** | **563.5** | **735.0** |
| **유동부채** | **342.5** | **290.8** | **313.9** | **399.0** | **526.1** |
| 금융부채 | 126.6 | 146.1 | 146.1 | 146.1 | 146.1 |
| 매입채무 등 | 137.7 | 120.3 | 140.3 | 214.0 | 324.0 |
| 기타유동부채 | 78.2 | 24.4 | 27.5 | 38.9 | 56.0 |
| **비유동부채** | **36.0** | **23.5** | **19.9** | **20.2** | **28.1** |
| 금융부채 | 22.3 | 14.8 | 9.8 | 4.8 | 4.8 |
| 기타비유동부채 | 13.7 | 8.7 | 10.1 | 15.4 | 23.3 |
| **부채총계** | **378.5** | **314.3** | **333.8** | **419.2** | **554.2** |
| **지배주주지분** | **89.5** | **106.3** | **116.9** | **144.2** | **180.8** |
| 자본금 | 7.6 | 7.6 | 7.6 | 7.6 | 7.6 |
| 자본잉여금 | 62.6 | 63.0 | 63.0 | 63.0 | 63.0 |
| 자본조정 | 0.0 | (2.5) | (2.5) | (2.5) | (2.5) |
| 기타포괄이익누계액 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 이익잉여금 | 19.3 | 38.2 | 48.8 | 76.1 | 112.6 |
| **비지배주주지분** | **0.0** | **0.0** | **0.0** | **0.0** | **0.0** |
| **자본총계** | **89.5** | **106.3** | **116.9** | **144.2** | **180.8** |
| 순금융부채 | 51.8 | 127.9 | 127.5 | 95.9 | 48.1 |

### 현금흐름표

(단위: 십억원)

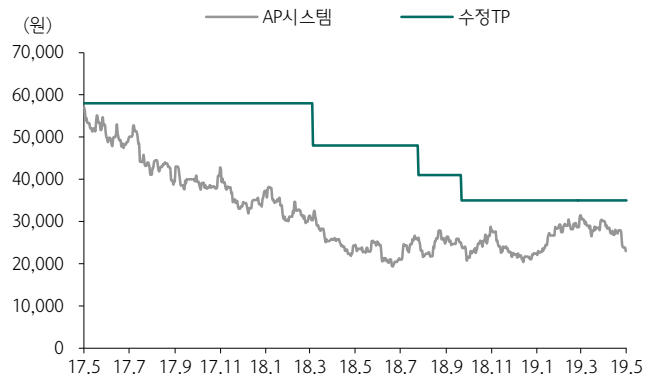
| | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | **55.7** | **(49.7)** | **8.2** | **40.0** | **56.9** |
| 당기순이익 | 19.1 | 25.0 | 13.1 | 29.4 | 40.7 |
| 조정 | 27.1 | 40.4 | 12.0 | 9.5 | 6.7 |
| 감가상각비 | 8.2 | 12.4 | 12.0 | 9.5 | 6.7 |
| 외환거래손익 | (0.6) | 1.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 지분법손익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | 19.5 | 26.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 영업활동 자산부채 변동 | 9.5 | (115.1) | (16.9) | 1.1 | 9.5 |
| **투자활동 현금흐름** | **(46.7)** | **10.9** | **(5.3)** | **(6.3)** | **(4.9)** |
| 투자자산감소(증가) | (0.1) | (1.9) | (0.3) | (1.3) | (1.9) |
| 유형자산감소(증가) | (8.1) | (8.0) | (5.0) | (5.0) | (3.0) |
| 기타 | (38.5) | 20.8 | 0.0 | 0.0 | (0.0) |
| **재무활동 현금흐름** | **45.3** | **9.2** | **(7.5)** | **(7.1)** | **(4.2)** |
| 금융부채증가(감소) | 148.8 | 12.1 | (5.0) | (5.0) | 0.0 |
| 자본증가(감소) | 70.2 | 0.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타재무활동 | (173.7) | (2.9) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 배당지급 | 0.0 | (0.4) | (2.5) | (2.1) | (4.2) |
| **현금의 증감** | **52.9** | **(29.7)** | **(4.6)** | **26.6** | **47.8** |
| Unlevered CFO | 57.0 | 69.8 | 43.9 | 73.7 | 92.4 |
| Free Cash Flow | 47.6 | (57.7) | 3.2 | 35.0 | 53.9 |

자료: 하나금융투자

Analyst 김현수 02-3771-7503

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

AP시스템




| 날짜 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 | |
|---|---|---|---|---|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 18.10.5 | BUY | 35,000 | | |
| 18.8.8 | BUY | 41,000 | -39.77% | -31.95% |
| 18.5.23 | BUY | 48,000 | -49.70% | -32.19% |
| 18.3.19 | Analyst Change | 48,000 | -46.47% | - |
| 17.4.9 | BUY | 58,000 | -27.74% | -1.72% |

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**

  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- **산업의 분류**

  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

| 투자등급 | BUY(매수) | Neutral(중립) | Reduce(매도) | 합계 |
|---|---|---|---|---|
| 금융투자상품의 비율 | 91.7% | 7.7% | 0.6% | 100.0% |

* 기준일: 2019년 5월 14일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 05월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2019년 05월 15일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.