2019년 8월 13일 I Equity Research

AP시스템 (265520)

하반기 중국 수주 및 Parts 매출 증가 전망

2Q19 Review : 중국 가동률 상승 및 환율 효과

AP시스템 2분기 실적은 매출 1,448억원(YoY -22%, QoQ +66%), 영업이익 109억원(YoY +17%, QoQ +236%)로 컨센서스를 42% 상회했다. 1) 중국 Flexible OLED 라인 가동이 본격화되면서 가동률과 연동되는 Parts 매출이 증가하며 실적 성장을 견인했고, 2) 현 수주 잔고 물량의 발주 시기였던 2018년 상반기 대비 2019년 2분기 환율이 가파르게 상승하며 이에 따른 실적 상승 효과가 있었던 것으로 추정된다.

2019년 중국 수주 모멘텀 회복, 2020년 가파른 실적 상승

2019년 실적은 매출 4,823억원(YoY -32%), 영업이익 283억원(YoY -38%)으로 전년대비 실적 감소가 불가피하나 2019년 하반기부터 중국 및 삼성디스플레이 향 수주 모멘텀이 회복되며 주가는 상승 추세 재개할 것으로 전망된다. 1) 중국 OLED 투자가 가속화되면서 BOE 1개 라인, Visionox 2개라인, CSOT 1개라인 등 총 4개 라인 발주가 하반기에 집중될 것으로 전망되는 가운데 중국 시장 內 ELA 장비 시장 사실상 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. 여기에 패널 업체 라인 가동률과 실적 연동되는 Parts 부문 매출 증가세 역시 지속될 전망이다. 한편, 현재 수주잔고 물량이 대부분 4분기에 인식되며 3분기 실적은 다소 부진한 매출 832억원(YoY -62%), 영업이익 41억원(YoY -79%)으로 전년동기 역성장이 불가피할 전망이다.

2020년 기준 현주가 PER 8.6배 수준, 최근 3년 평균 18배

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 9배 수준으로, 최근 3년 평균 PER 18배 및 향후 중국 및 삼성 투자 상승 추세, 부품 비즈니스 성격 띠고 있는 Parts 매출 증가 감안하면 저평가 상태라고 판단된다.

Update

BUY

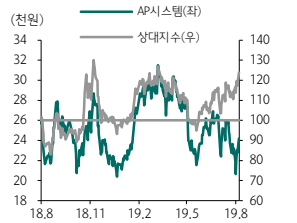
I TP(12M): 35,000원 I CP(8월 12일): 24,200원

Key Data	
KOSDAQ 지수 (pt)	594.17
52주 최고/최저(원)	31,500/20,400
시가총액(십억원)	341.2
시가총액비중(%)	0.17
발행주식수(천주)	14,099.5
60일 평균 거래량(천주)	177.6
60일 평균 거래대금(십억원)	4.3
19년 배당금(예상,원)	150
19년 배당수익률(예상,%)	0.62
외국인지분율(%)	7.95
주요주주 지분율(%)	
APS홀딩스 외 3 인	23.31
	0.00

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(4.0)	(16.6)	4.8
상대	10.1	2.6	38.4

Consensus Data	2019	2020
매출액(십억원)	539.1	825.6
영업이익(십억원)	31.0	63.3
순이익(십억원)	20.3	43.2
EPS(원)	1,245	2,858
BPS(원)	8,199	10,904

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	962.4	714.2	482.3	850.3	1,040.9
영업이익	십억원	26.2	45.8	28.3	52.6	64.3
세전이익	십억원	26.3	27.9	27.3	54.9	67.4
순이익	십억원	19.1	25.2	20.8	42.8	52.5
EPS	원	1,495	1,651	1,362	2,803	3,438
증감률	%	N/A	10.4	(17.5)	105.8	22.7
PER	배	23.48	13.14	17.77	8.63	7.04
PBR	배	5.99	3.04	2.95	2.23	1.73
EV/EBITDA	배	15.47	7.27	11.43	5.65	5.96
ROE	%	21.33	25.75	18.17	29.93	28.00
BPS	원	5,856	7,127	8,193	10,859	14,022
DPS	원	0	150	150	150	150

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

Analyst 김현수 02-3771-7503

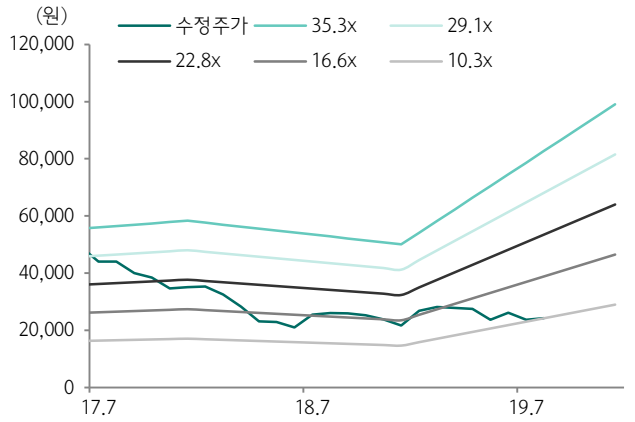
표 1. AP시스템 분기 실적 추이 및 전망

(단위:십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	**147.3**	**185.2**	**219.4**	**162.2**	**87.2**	**144.8**	**83.2**	**167.1**	**962.4**	**714.2**	**482.3**	**850.3**
OLED 장비	130.2	177.7	204.6	158.5	80.8	138.2	76.5	160.8	912.2	667.7	456.3	824.9
반도체 장비	16.6	7.5	12.1	2.0	4.5	4.6	4.6	4.6	30.5	38.2	18.3	18.4
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**	**10.9**	**4.1**	**10.1**	**26.2**	**45.8**	**28.3**	**52.6**
OPM	7.2%	5.0%	8.7%	4.2%	3.7%	7.5%	4.9%	6.0%	2.7%	6.4%	5.9%	6.2%
부문별 매출비중												
OLED 장비	88%	96%	93%	98%	93%	95%	92%	96%	95%	93%	95%	97%
반도체 장비	11%	4%	6%	1%	5%	3%	6%	3%	3%	5%	4%	2%
기타	0%	0%	1%	1%	2%	1%	3%	1%	1%	1%	2%	1%

자료: 하나금융투자

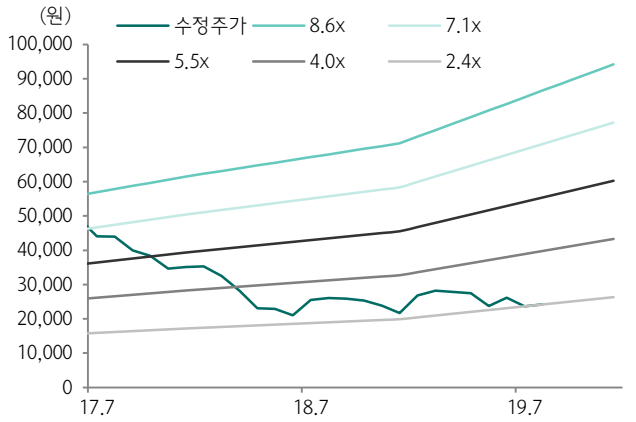
그림 1. AP시스템 12M Fwd P/E 추이



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	**700억원**
열처리	150억원

자료: 하나금융투자

Analyst 김현수 02-3771-7503

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	**962.4**	**714.2**	**482.3**	**850.3**	**1,040.9**
매출원가	900.3	613.1	410.9	722.8	884.7
매출총이익	62.1	101.1	71.4	127.5	156.2
판관비	35.9	55.4	43.1	74.9	91.8
영업이익	**26.2**	**45.8**	**28.3**	**52.6**	**64.3**
금융손익	2.3	(10.2)	(1.8)	2.3	3.0
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(2.1)	(7.6)	0.9	0.0	0.0
세전이익	**26.3**	**27.9**	**27.3**	**54.9**	**67.4**
법인세	7.2	2.7	6.5	12.1	14.8
계속사업이익	19.1	25.2	20.8	42.8	52.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**19.1**	**25.2**	**20.8**	**42.8**	**52.5**
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	**19.1**	**25.2**	**20.8**	**42.8**	**52.5**
지배주주지분포괄이익	19.3	24.6	20.9	42.8	52.5
NOPAT	19.0	41.3	21.6	41.0	50.2
EBITDA	34.3	58.2	38.4	58.9	69.8
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	(25.8)	(32.5)	76.3	22.4
NOPAT증가율	N/A	117.4	(47.7)	89.8	22.4
EBITDA증가율	N/A	69.7	(34.0)	53.4	18.5
영업이익증가율	N/A	74.8	(38.2)	85.9	22.2
(지배주주)순익증가율	N/A	31.9	(17.5)	105.8	22.7
EPS증가율	N/A	10.4	(17.5)	105.8	22.7
수익성(%)					
매출총이익률	6.5	14.2	14.8	15.0	15.0
EBITDA이익률	3.6	8.1	8.0	6.9	6.7
영업이익률	2.7	6.4	5.9	6.2	6.2
계속사업이익률	2.0	3.5	4.3	5.0	5.0

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,495	1,651	1,362	2,803	3,438
BPS	5,856	7,127	8,193	10,859	14,022
CFPS	4,461	4,580	2,551	3,852	4,569
EBITDAPS	2,690	3,805	2,515	3,852	4,569
SPS	75,369	46,739	31,560	55,642	68,113
DPS	0	150	150	150	150
주가지표(배)					
PER	23.5	13.1	17.8	8.6	7.0
PBR	6.0	3.0	3.0	2.2	1.7
PCFR	7.9	4.7	9.5	6.3	5.3
EV/EBITDA	15.5	7.3	11.4	5.7	6.0
PSR	0.5	0.5	0.8	0.4	0.4
재무비율(%)					
ROE	21.3	25.8	18.2	29.9	28.0
ROA	4.1	5.7	4.9	7.7	8.7
ROIC	12.2	21.6	9.5	20.6	21.5
부채비율	423.0	295.6	256.1	309.3	154.4
순부채비율	57.3	109.9	79.7	(5.2)	35.3
이자보상배율(배)	9.0	8.1	0.0	0.0	0.0

대차대조표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	**324.5**	**284.4**	**306.1**	**539.3**	**411.8**
금융자산	97.5	44.0	58.5	159.8	76.5
현금성자산	62.7	34.5	51.7	152.3	69.7
매출채권 등	166.0	25.3	26.0	31.2	40.6
재고자산	52.4	141.8	146.0	175.3	210.3
기타유동자산	8.6	73.3	75.6	173.0	84.4
비유동자산	**143.6**	**136.6**	**130.9**	**129.7**	**127.1**
투자자산	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1
금융자산	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1
유형자산	109.6	108.0	106.6	108.1	107.7
무형자산	**23.9**	**15.4**	**12.1**	**9.4**	**7.2**
기타비유동자산	**10.0**	**13.1**	**12.1**	**12.0**	**12.1**
자산총계	**468.0**	**421.0**	**437.0**	**668.9**	**538.9**
유동부채	**342.5**	**291.1**	**298.4**	**483.2**	**315.2**
금융부채	126.6	146.1	149.4	149.4	149.4
매입채무 등	137.7	120.5	124.0	284.0	138.6
기타유동부채	78.2	24.5	25.0	49.8	27.2
비유동부채	**36.0**	**23.5**	**15.8**	**22.3**	**11.9**
금융부채	**22.3**	**14.8**	**7.0**	**2.0**	**2.0**
기타비유동부채	13.7	8.7	8.8	20.3	9.9
부채총계	**378.5**	**314.6**	**314.3**	**505.5**	**327.1**
지배주주지분	**89.5**	**106.4**	**122.7**	**163.4**	**211.8**
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)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	19.3	38.3	54.6	95.3	143.7
비지배주주지분	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
자본총계	**89.5**	**106.4**	**122.7**	**163.4**	**211.8**
순금융부채	51.3	117.0	97.9	(8.5)	74.9

현금흐름표

(단위: 십억원)

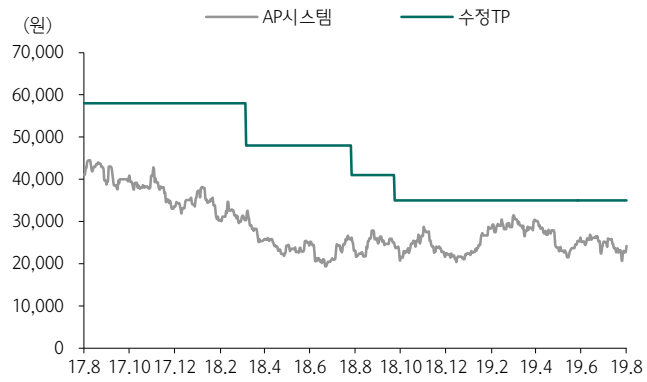
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	**55.7**	**(49.2)**	**28.2**	**113.5**	**(76.2)**
당기순이익	19.1	25.2	20.8	42.8	52.5
조정	27.1	40.4	13.1	6.3	5.6
감가상각비	8.2	12.4	10.2	6.3	5.5
외환거래손익	(0.6)	1.4	1.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	19.5	26.6	1.9	0.0	0.1
영업활동 자산부채 변동	9.5	(114.8)	(5.7)	64.4	(134.3)
투자활동 현금흐름	**(46.7)**	**12.0**	**(2.1)**	**(5.8)**	**(2.2)**
투자자산감소(증가)	(0.1)	0.1	(0.0)	(0.1)	0.1
유형자산감소(증가)	(8.1)	(8.0)	(5.2)	(5.0)	(3.0)
기타	(38.5)	19.9	3.1	(0.7)	0.7
재무활동 현금흐름	**45.3**	**9.2**	**(9.0)**	**(7.1)**	**(4.2)**
금융부채증가(감소)	148.8	12.1	(4.6)	(5.0)	0.0
자본증가(감소)	70.2	0.4	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(173.7)	(2.9)	(1.9)	0.0	0.0
배당지급	0.0	(0.4)	(2.5)	(2.1)	(4.2)
현금의 증감	**52.9**	**(28.2)**	**17.2**	**100.6**	**(82.7)**
Unlevered CFO	57.0	70.0	39.0	58.9	69.8
Free Cash Flow	47.6	(57.3)	22.9	108.5	(79.2)

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	88.3%	11.1%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 8월 12일

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 08월 13일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2019년 08월 13일 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.