



2019년 11월 12일 | Equity Research

AP시스템 (265520)

매출은 바닥, 신규 수주는 2년내 최대

3Q19 Review : 매출 최저, 수주 최대

AP시스템 2019년 3분기 실적은 매출 656억원(YoY -70%, QoQ -55%), 영업이익 31억원(YoY -84%, QoQ -71%)로 부진했다. 1) 최근 1년간 신규 수주가 급감하며(2018년 4분기부터 2019년 2분기까지 분기별 신규 수주 금액 60억 미만) 3분기 장비 매출 인식이 150억 미만에 그친 것으로 추정되며, 2) Parts 부문의 경우, 삼성디스플레이 가동률 상승 및 중국 패널 메이커 양산 라인 가동으로 매출 증가가 예상됐으나 중국 고객사들의 수율 저하 문제로 가동률이 계속해서 낮은 수준에 머물며 전분기와 유사한 수준의 매출을 시현한 것으로 추정된다. 매출은 2017년 분할 상장 이후 가장 낮은 금액을 기록했으나, 신규 수주는 GVO, Tianma 등 중국 패널 메이커들의 라인 투자가 지속되며 2017년 이후 2년만에 분기 2,000억원을 넘어섰다.

2020년 성장 재개

4분기 실적은 매출 1,221억원(YoY -25%, QoQ +86%), 영업이익 53억원(YoY -21%, QoQ +68%)로 분기 기준 성장세가 시작될 전망이다. Parts 매출이 분기 500억원 수준을 유지하는 가운데 2018년 하반기 수주했던 EDO향 ELA 및 봉지 장비 매출이 반영되며 실적 성장이 전망된다. 2020년 실적은 매출 6,027억원(YoY +44%), 영업이익 359억원(YoY 60%)로 가파른 성장이 전망된다. 특히 신규 수주 금액이 2017년 8,400억원, 2018년 4,300억원, 2019년 3,510억원으로 급감한 이후 2020년 애플의 OLED 패널 수요 증가 및 폴더블 스마트폰 시장 개화 영향으로 삼성디스플레이 Flexible OLED 라인 투자가 재개되고 BOE B12 투자가 본격화되면서 연간 신규 수주금액은 7,000억원 수준을 회복할 것으로 전망된다.

패널 메이커 투자 증가 싸이클 돌입

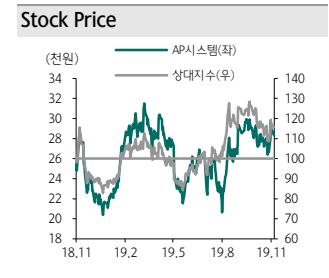
AP시스템에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 35,000원을 유지한다. 삼성디스플레이 연간 CAPEX 금액이 2020년부터 다시 10조원 수준을 회복하고, BOE가 투자를 재개하며, AP시스템 전체 매출의 40%가 부품 비즈니스 성격의 Parts 부문에서 발생함을 감안하면 일반 장비 업체 대비 Valuation Premium 부여 가능하다고 판단된다.

Update

BUY

| TP(12M): 35,000원 | CP(11월 11일): 28,350원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSDAQ 지수 (pt)	661.37		
52주 최고/최저(원)	31,500/20,400	494.2	791.0
시가총액(십억원)	410.5	28.8	62.6
시가총액비중(%)	0.18	16.8	46.1
발행주식수(천주)	14,480.2	EPS(원)	1,001 3,046
60일 평균 거래량(천주)	340.6	BPS(원)	7,981 10,828
60일 평균 거래대금(십억원)	9.6		
19년 배당금(예상,원)	150		
19년 배당수익률(예상,%)	0.53		
외국인지분율(%)	12.09		
주요주주 지분율(%)			
APS홀딩스 외 3 인	22.70		
주가상승률	0.00		
1M	6M	12M	
절대	4.2	18.9	6.6
상대	(0.3)	29.9	10.8



Financial Data						
투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	962.4	714.2	419.7	602.7	1,053.2
영업이익	십억원	26.2	45.8	22.5	35.9	68.0
세전이익	십억원	26.3	27.9	17.4	37.7	70.9
순이익	십억원	19.1	25.2	13.0	29.1	54.7
EPS	원	1,495	1,651	853	1,904	3,581
증감률	%	N/A	10.4	(48.3)	123.2	88.1
PER	배	23.48	13.14	33.23	14.89	7.92
PBR	배	5.99	3.04	3.61	2.95	2.17
EV/EBITDA	배	15.47	7.27	13.11	9.44	5.30
ROE	%	21.33	25.75	11.65	22.23	32.07
BPS	원	5,856	7,127	7,847	9,609	13,048
DPS	원	0	150	150	150	150



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

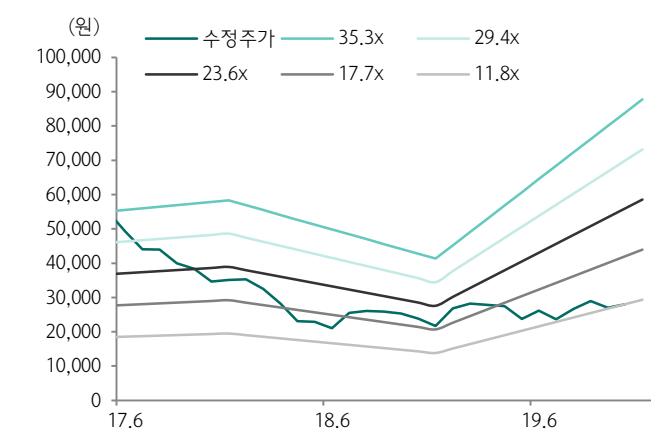
표 1. AP시스템 분기 실적 추이 및 전망

(단위:십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	147.3	185.2	219.4	162.2	87.2	144.8	65.6	122.1	962.4	714.2	419.7	602.7
OLED 장비	130.2	177.7	204.6	158.5	80.8	138.2	63.0	118.7	912.2	667.7	400.7	589.3
반도체 장비	16.6	7.5	12.1	2.0	4.5	4.6	1.8	1.8	30.5	38.2	12.7	7.2
기타	0.5	-	2.7	1.7	1.9	2.0	0.8	1.6	9.5	4.8	6.3	6.2
영업이익	10.6	9.2	19.1	6.8	3.2	10.9	3.1	5.3	26.2	45.8	22.5	35.9
OPM	7.2%	5.0%	8.7%	4.2%	3.7%	7.5%	4.8%	4.3%	2.7%	6.4%	5.4%	6.0%
부문별 매출비중									65.6	122.1	962.4	714.2
OLED 장비	88%	96%	93%	98%	93%	95%	63.0	118.7	912.2	667.7	400.7	589.3
반도체 장비	11%	4%	6%	1%	5%	3%	1.8	1.8	30.5	38.2	12.7	7.2
기타	0%	0%	1%	1%	2%	1%	0.8	1.6	9.5	4.8	6.3	6.2

자료: 하나금융투자

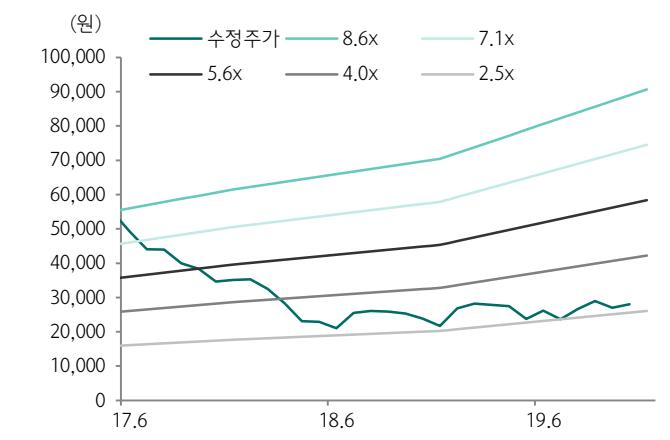
그림 2. AP시스템 12M Fwd P/E 추이



자료: 하나금융투자

주 : 2017년 9월 분할 재상장 이후

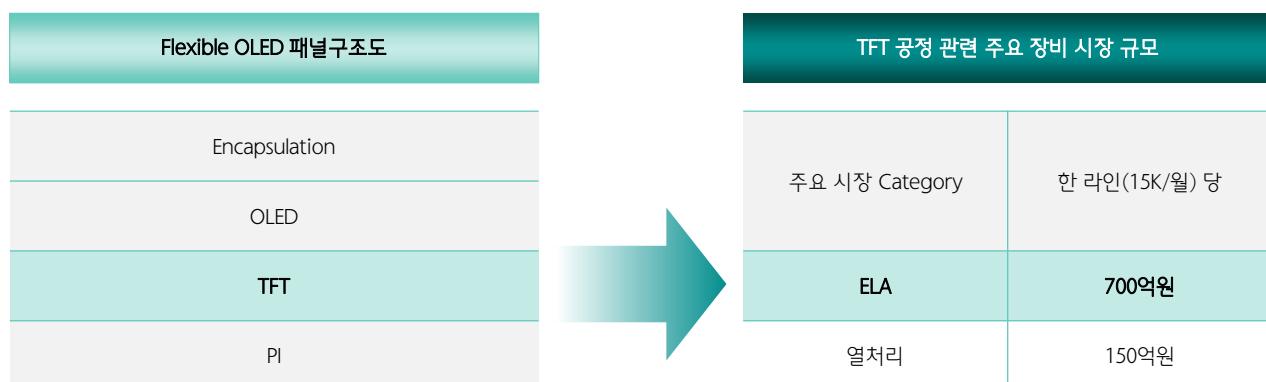
그림 2. AP시스템 12M Fwd P/B 추이



자료: 하나금융투자

주 : 2017년 9월 분할 재상장 이후

그림 3. ELA 시장 규모 추정



자료: 하나금융투자

삼성디스플레이의 6세대 중소형 Flexible OLED 관련 CAPEX 증가 예상 금액과, QD-OLED 관련 금액 합산한 2020년 삼성디스플레이의 CAPEX 예상 금액을 시나리오 별로 구분한 결과는 아래 '그림 1'과 같다. Base 시나리오는 6세대 30K/월, 8세대 60K/월 를 기준으로 하여 총 9조원 투자를 전망하였다. 2018년 3조원, 2019년 4조원 대비 연간 금액은 최소 2배 이상 증가하는 수치다. Bear 시나리오는 6세대 15K/월, 8세대 30K/월 를 기준으로 총 5조원투자, Bull 시나리오는 6세대 60K/월, 8세대 90K/월 를 기준으로 총 16조원 투자를 추산하였다.

한편, 중국의 올해 6세대 Flexible OLED 투자 규모는 약 90K/월 가 예상된다. 매년 중국 수주 절벽 우려 언급되고 있으나 삼성이 침투하지 않는 나머지 11억대 LCD 스마트폰 시장 침투를 위한 투자라는 측면에서 여전히 매년 60K/월 이상 투자 니즈 있다고 판단된다.

아래 '그림 2'에 근거하면 삼성디스플레이 투자 증가 싸이클 돌입 시 두 번의 상승 변곡점을 나타냈다 : 1) 장비업체들의 수주 공시, 2) 장비업체들의 실적 증가 초입단계. 이번 싸이클의 경우 QD-OLED 관련한 투자가 공식화된 현 상황에서 2021년 제품 출시를 위해 2019년 말 장비 발주 시작될 것으로 전망하며, 앞 내용 근거했을 때 2020년 상반기 중 6세대 Flexible OLED 투자 역시 시작될 것으로 전망한다. 이에 따라 장비/소재 업체들의 주가 상승 싸이클은 2020년 말까지 지속될 것으로 전망한다.

그림 1. 삼성디스플레이 CAPEX 종합

Base : 6세대 30K/월, 8세대 60K/월

Bear : 6세대 15K/월, 8세대 30K/월

Bull : 6세대 60K/월, 8세대 90K/월

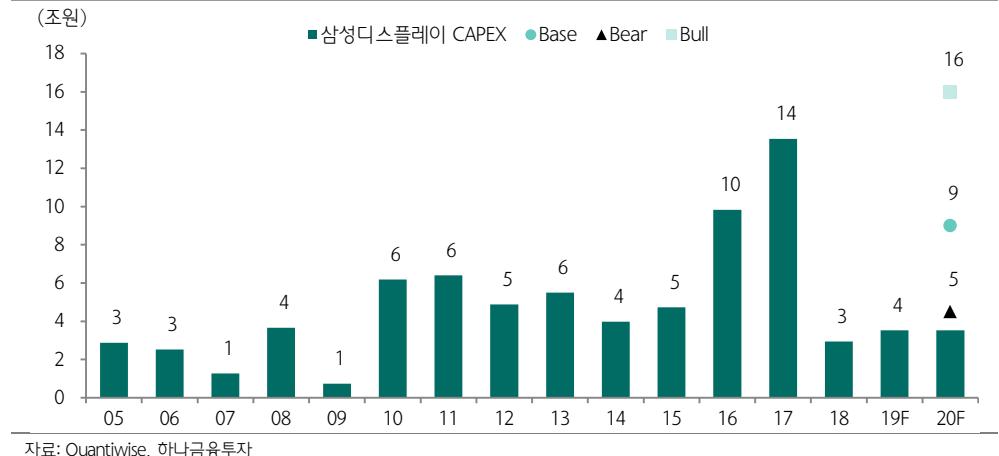


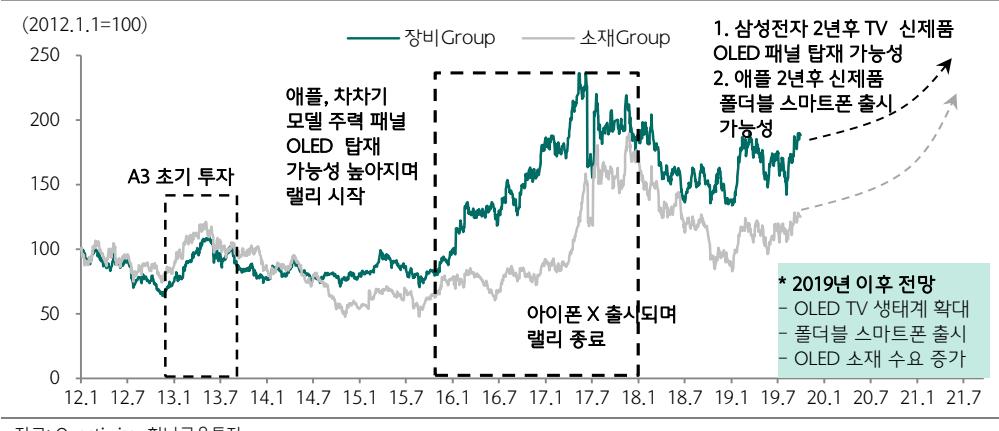
그림 2. OLED 장비/소재 업체 시가총액 추이

2021년 삼성전자 OLED TV 및
애플 폴더블 디바이스 출시 가능성

삼성디스플레이,

2019년 말 대형 OLED 투자 시작

2020년 상반기 중소형 OLED 투자
시작 전망



추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	962.4	714.2	419.7	602.7	1,053.2
매출원가	900.3	613.1	354.4	512.3	895.3
매출총이익	62.1	101.1	65.3	90.4	157.9
판관비	35.9	55.4	42.8	54.5	90.0
영업이익	26.2	45.8	22.5	35.9	68.0
금융순익	2.3	(10.2)	(6.0)	1.8	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	17.4	37.7	70.9
법인세	7.2	2.7	4.4	8.6	16.2
계속사업이익	19.1	25.2	13.0	29.1	54.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	19.1	25.2	13.0	29.1	54.7
비지배주주지분					
순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	19.1	25.2	13.0	29.1	54.7
지배주주지분포괄이익	19.3	24.6	13.1	29.1	54.7
NOPAT	19.0	41.3	16.9	27.7	52.4
EBITDA	34.3	58.2	37.9	50.7	80.7
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	(25.8)	(41.2)	43.6	74.7
NOPAT증가율	N/A	117.4	(59.1)	63.9	89.2
EBITDA증가율	N/A	69.7	(34.9)	33.8	59.2
영업이익증가율	N/A	74.8	(50.9)	59.6	89.4
(지배주주)순이익증가율	N/A	31.9	(48.4)	123.8	88.0
EPS증가율	N/A	10.4	(48.3)	123.2	88.1
수익성(%)					
매출총이익률	6.5	14.2	15.6	15.0	15.0
EBITDA이익률	3.6	8.1	9.0	8.4	7.7
영업이익률	2.7	6.4	5.4	6.0	6.5
계속사업이익률	2.0	3.5	3.1	4.8	5.2

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,495	1,651	853	1,904	3,581
BPS	5,856	7,127	7,847	9,609	13,048
CFPS	4,461	4,580	2,502	3,320	5,279
EBITDAPS	2,690	3,805	2,483	3,320	5,279
SPS	75,369	46,739	27,464	39,438	68,923
DPS	0	150	150	150	150
주가지표(배)					
PER	23.5	13.1	33.2	14.9	7.9
PBR	6.0	3.0	3.6	3.0	2.2
PCFR	7.9	4.7	11.3	8.5	5.4
EV/EBITDA	15.5	7.3	13.1	9.4	5.3
PSR	0.5	0.5	1.0	0.7	0.4
재무비율(%)					
ROE	21.3	25.8	11.6	22.2	32.1
ROA	4.1	5.7	3.3	7.2	11.6
ROIC	12.2	21.6	7.9	13.4	24.6
부채비율	423.0	295.6	216.4	199.5	158.0
순부채비율	57.3	109.9	74.0	47.3	8.6
이자보상배율(배)	9.0	8.1	0.0	0.0	0.0

자료: 하나금융투자

대차대조표

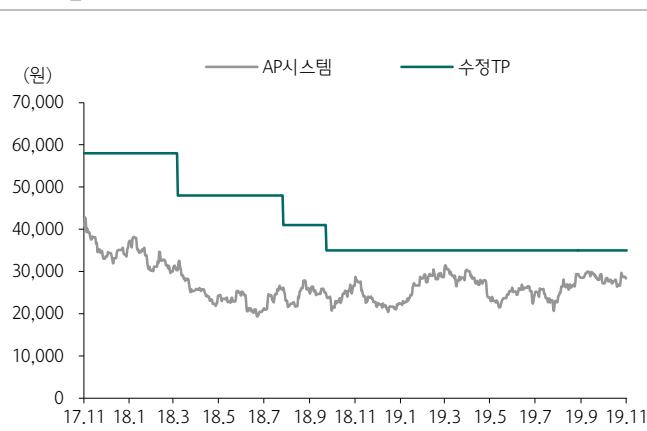
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	324.5	284.4	236.3	306.8	392.3
금융자산	97.5	44.0	55.3	79.0	136.4
현금성자산	62.7	34.5	54.9	78.4	135.8
매출채권 등	166.0	25.3	19.0	23.9	26.9
재고자산	52.4	141.8	106.7	134.4	151.0
기타유동자산	8.6	73.3	55.3	69.5	78.0
비유동자산	143.6	136.6	135.2	125.4	115.7
투자자산	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
금융자산	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
유형자산	109.6	108.0	103.5	96.5	89.0
무형자산	23.9	15.4	12.1	9.2	7.1
기타비유동자산	10.0	13.1	19.5	19.6	19.5
자산총계	468.0	421.0	371.5	432.3	508.1
유동부채	342.5	291.1	235.0	262.2	278.4
금융부채	126.6	146.1	129.7	129.7	129.7
매입채무 등	137.7	120.5	90.6	114.2	128.2
기타유동부채	78.2	24.5	14.7	18.3	20.5
비유동부채	36.0	23.5	19.1	25.7	32.8
금융부채	22.3	14.8	12.6	17.6	23.6
기타비유동부채	13.7	8.7	6.5	8.1	9.2
부채총계	378.5	314.6	254.1	287.9	311.2
지배주주지분	89.5	106.4	117.4	144.4	196.9
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	49.3	76.2	128.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	89.5	106.4	117.4	144.4	196.9
순금융부채	51.3	117.0	86.9	68.3	16.9

현금흐름표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	55.7	(49.2)	45.3	25.8	56.6
당기순이익	19.1	25.2	13.0	29.1	54.7
조정	27.1	40.4	16.4	14.8	12.7
감가상각비	8.2	12.4	15.4	14.8	12.7
외환거래손익	(0.6)	1.4	0.2	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	19.5	26.6	0.8	0.0	0.0
영업활동 자산부채	9.5	(114.8)	15.9	(18.1)	(10.8)
변동					
투자활동 현금흐름	(46.7)	12.0	3.8	(5.1)	(3.1)
투자자산감소(증가)	(0.1)	0.1	0.0	(0.0)	(0.0)
유형자산감소(증가)	(8.1)	(8.0)	(5.5)	(5.0)	(3.0)
기타	(38.5)	19.9	9.3	(0.1)	(0.1)
재무활동 현금흐름	45.3	9.2	(28.6)	2.8	3.8
금융부채증가(감소)	148.8	12.1	(18.7)	5.0	6.0
자본증가(감소)	70.2	0.4	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(173.7)	(2.9)	(7.4)	0.0	0.0
배당지급	0.0	(0.4)	(2.5)	(2.2)	(2.2)
현금의 증감	52.9	(28.2)	20.4	23.5	57.3
Unlevered CFO	57.0	70.0	38.2	50.7	80.7
Free Cash Flow	47.6	(57.3)	39.7	20.8	53.6

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

AP시스템



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			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	90.3%	9.7%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 11월 11일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 입력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 11월 12일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2019년 11월 12일 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.