

AP시스템 (265520)

2020년 신규 수주 대폭 증가 전망

4Q19 Review : 부품 매출 YoY +46% 증가

4Q19 실적은 매출 1,645억원(YoY+1%, QoQ-43%), 영업이익 112억원(YoY+67%, QoQ+256%)로 컨센서스를 상회했다. 1) 고객사 가동률 및 패널 출하량에 연동되는 부품(Parts) 부문 매출이 707억원(YoY+46%)으로, 분기 기준 역대 최대 매출 기록하며 실적 성장 및 수익성 상승 견인했다. 2) 장비 부문의 경우 Tianma, EDO 등 중국 고객사향 ELA 및 Encapsulation 장비 수주 분이 4분기 중 인도된 것으로 추정된다. 3) 한편, 영업외비용이 88억원 발생하며 세전이익이 예상보다 감소했는데, 일부 중국 고객사가 장비 구매 금액 중 잔금 일부를 라인 가동 이후 지급하는 것에 대한 자산손상처리가 이뤄진 것으로 추정된다. 중국 고객사들의 양산 라인 가동이 2020년 2분기부터 본격화될 것으로 전망하며 이에 따라 향후 영업외비용 환입 가능성 높다고 판단한다.

2020년 연간 신규 수주 전년 대비 3배 증가 전망

2020년 1분기 실적은 매출 942억원(YoY+8%, QoQ-43%), 영업이익 63억원(YoY+96%, QoQ-43%)로 전년 대비 성장세 이어갈 전망이다. 2019년 상반기 장비 신규 수주가 적었기 때문에 1분기 장비 부문 실적 부진 불가피하나, 중국 고객사 신규 라인 가동에 따른 Parts 부문 실적 성장이 전망된다. 2020년 실적은 매출 6,019억원(YoY+30%), 영업이익 371억원(YoY+30%)으로 견조한 성장 전망된다. 2019년 3분기~2020년 1분기에 걸쳐 중국 패널 메이커들의 투자계약 75K 규모로 집행됐는데, 리드타임 감안했을 때 하반기 매출 크게 증가할 전망이다. 글로벌 Flexible OLED 투자는 2019년 45K에 그쳤으나 2020년 157K(중국 127K/삼성디스플레이 30K)로 크게 증가하며 AP시스템 신규 수주금액 역시 2019년 연간 2,790억원에서 2020년 8,320억원으로 대폭 증가할 것으로 전망된다.

투자 증가 사이클의 적정 PER는 10배 후반

목표주가 37,000원을 유지한다. 과거 삼성디스플레이 연간 105K 투자 당시 AP시스템 평균 PER은 20배 수준이었다. 2020~2021년 역시 삼성디스플레이 투자 재개 및 중국 투자 지속에 따른 글로벌 투자 증가 사이클 국면이라고 판단하며 이에 따라 과거 멀티플 상단 부여 가능하다고 판단한다.

Update

BUY

| TP(12M): 37,000원 | CP(3월 4일): 29,250원

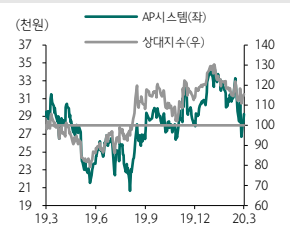
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	641.73
52주 최고/최저(원)	34,450/20,650
시가총액(십억원)	423.5
시가총액비중(%)	0.18
발행주식수(천주)	14,480.2
60일 평균 거래량(천주)	319.7
60일 평균 거래대금(십억원)	10.0
19년 배당금(예상, 원)	150
19년 배당수익률(예상, %)	0.45
외국인지분율(%)	10.92
주요주주 지분율(%)	
AP스홀딩스 외 2인	20.91
국민연금공단	5.06
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(5.6) 6.2 (0.8)
상대	(2.8) 4.1 15.6

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	429.3	704.9
영업이익(십억원)	25.2	53.4
순이익(십억원)	12.7	32.6
EPS(원)	753	2,299
BPS(원)	7,717	9,692

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액	십억원	962.4	714.2	462.1	601.9	1,003.7
영업이익	십억원	26.2	45.8	28.4	37.1	65.8
세전이익	십억원	26.3	27.9	12.4	39.9	71.8
순이익	십억원	19.1	25.2	9.3	31.5	56.6
EPS	원	1,495	1,651	611	2,058	3,703
증감률	%	N/A	10.4	(63.0)	236.8	79.9
PER	배	23.48	13.14	55.03	14.21	7.90
PBR	배	5.99	3.04	4.39	3.06	2.23
EV/EBITDA	배	15.47	7.27	13.99	10.20	6.19
ROE	%	21.33	25.75	8.45	24.36	33.10
BPS	원	5,856	7,127	7,652	9,569	13,131
DPS	원	0	150	150	150	150



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

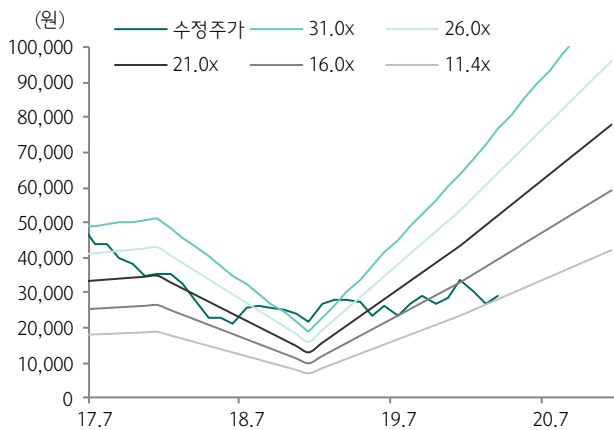
표 1. AP시스템 분기별 실적 추이 및 전망

(단위:십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019	2020F	2021
매출액	87.2	144.8	65.6	164.5	94.2	92.2	231.2	184.3	714.2	462.1	601.9	1,003.7
장비(디스플레이/반도체)	45.3	94.8	14.4	92.2	43.6	33.1	169.0	104.9	525.2	246.6	350.6	702.1
부품(디스플레이Parts)	40.0	48.0	50.4	70.7	49.2	57.6	60.5	77.8	184.2	209.1	245.1	295.6
기타	1.9	2.0	0.8	1.6	1.4	1.5	1.7	1.6	4.8	6.3	6.2	6.1
영업이익	3.2	10.9	3.1	11.2	6.3	6.2	13.3	11.2	45.8	28.4	37.1	65.8
OPM	3.7%	7.5%	4.8%	6.8%	6.7%	6.8%	5.7%	6.1%	6.4%	6.2%	6.2%	6.6%
부문별 매출비중												
장비(디스플레이/반도체)	52%	65%	22%	56%	46%	36%	73%	57%	74%	53%	58%	70%
부품(디스플레이Parts)	46%	33%	77%	43%	52%	62%	26%	42%	26%	45%	41%	29%
기타	2%	1%	1%	1%	1%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%

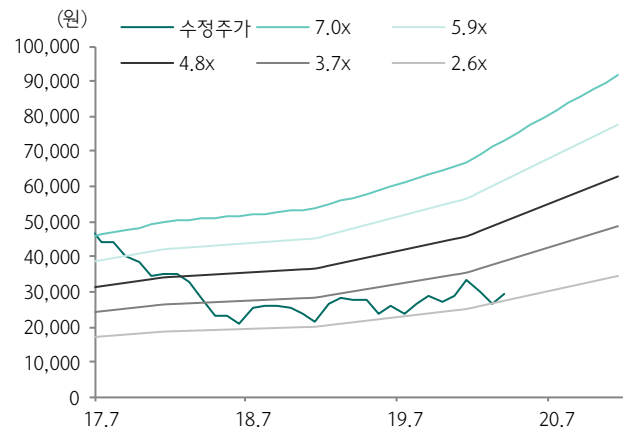
자료: 하나금융투자

그림 1. AP시스템 12M Fwd PER 추이



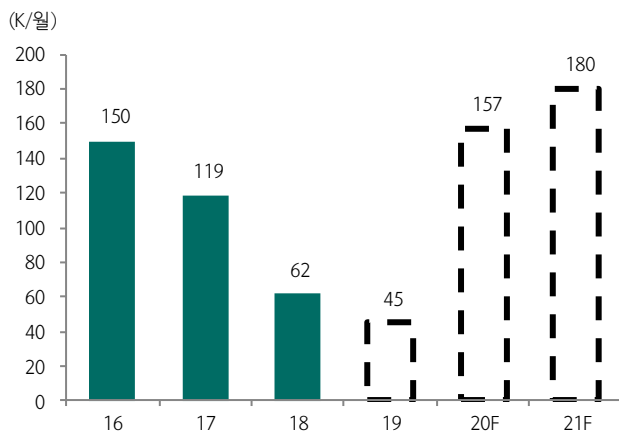
자료: Valuewise, 하나금융투자

그림 2. AP시스템 12M Fwd PBR 추이



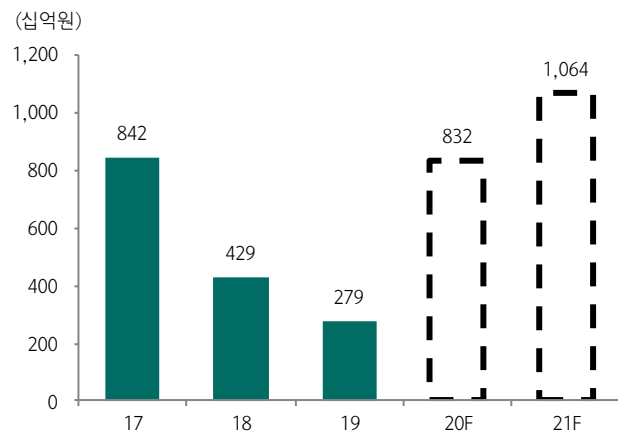
자료: Valuewise, 하나금융투자

그림 3. 글로벌 Flexible OLED 투자 추이 및 전망



자료: Valuewise, 하나금융투자

그림 4. AP시스템 연간 신규 수주 추이 및 전망



자료: Valuewise, 하나금융투자

추정 재무제표

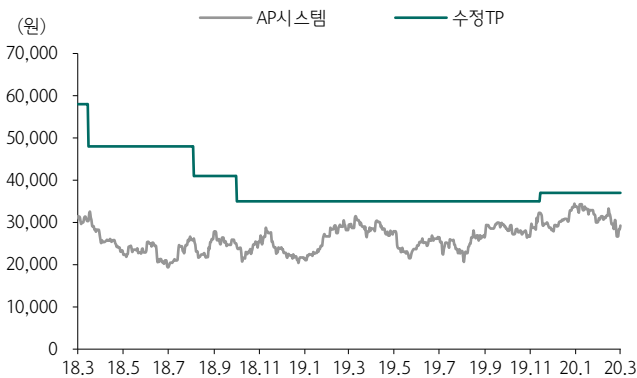
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	962.4	714.2	462.1	601.9	1,003.7
매출원가	900.3	613.1	387.7	511.6	853.2
매출총이익	62.1	101.1	74.4	90.3	150.5
판매비	35.9	55.4	45.9	53.2	84.7
영업이익	26.2	45.8	28.4	37.1	65.8
금융손익	2.3	(10.2)	(10.3)	2.9	6.0
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(2.1)	(7.6)	(5.7)	0.0	0.0
세전이익	26.3	27.9	12.4	39.9	71.8
법인세	7.2	2.7	3.1	8.5	15.2
계속사업이익	19.1	25.2	9.3	31.5	56.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	19.1	25.2	9.3	31.5	56.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	19.1	25.2	9.3	31.5	56.6
지배주주지분포괄이익	19.3	24.6	9.4	31.5	56.6
NOPAT	19.0	41.3	21.4	29.2	51.9
EBITDA	34.3	58.2	42.8	50.0	76.9
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	(25.8)	(35.3)	30.3	66.8
NOPAT증가율	N/A	117.4	(48.2)	36.4	77.7
EBITDA증가율	N/A	69.7	(26.5)	16.8	53.8
영업이익증가율	N/A	74.8	(38.0)	30.6	77.4
(지배주주)순이익증가율	N/A	31.9	(63.1)	238.7	79.7
EPS증가율	N/A	10.4	(63.0)	236.8	79.9
수익성(%)					
매출총이익률	6.5	14.2	16.1	15.0	15.0
EBITDA이익률	3.6	8.1	9.3	8.3	7.7
영업이익률	2.7	6.4	6.1	6.2	6.6
계속사업이익률	2.0	3.5	2.0	5.2	5.6
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,495	1,651	611	2,058	3,703
BPS	5,856	7,127	7,652	9,569	13,131
CFPS	4,461	4,580	2,728	3,270	5,033
EBITDAPS	2,690	3,805	2,799	3,270	5,033
SPS	75,369	46,739	30,240	39,388	65,684
DPS	0	150	150	150	150
주가지표(배)					
PER	23.5	13.1	55.0	14.2	7.9
PBR	6.0	3.0	4.4	3.1	2.2
PCFR	7.9	4.7	12.3	8.9	5.8
EV/EBITDA	15.5	7.3	14.0	10.2	6.2
PSR	0.5	0.5	1.1	0.7	0.4
재무비율(%)					
ROE	21.3	25.8	8.4	24.4	33.1
ROA	4.1	5.7	2.2	6.9	10.5
ROIC	12.2	21.6	9.6	13.3	22.2
부채비율	423.0	295.6	278.0	237.3	198.4
순부채비율	57.3	109.9	97.7	59.9	26.4
이자보상배율(배)	9.0	8.1	0.0	0.0	0.0

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	324.5	284.4	299.5	359.7	474.3
금융자산	97.5	44.0	55.7	86.5	126.2
현금성자산	62.7	34.5	55.1	85.9	125.4
매출채권 등	166.0	25.3	25.6	28.7	36.6
재고자산	52.4	141.8	143.8	161.1	205.3
기타유동자산	8.6	73.3	74.4	83.4	106.2
비유동자산	143.6	136.6	133.1	125.2	117.1
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	91.9	87.0	81.2
무형자산	23.9	15.4	12.1	9.1	6.8
기타비유동자산	10.0	13.1	29.0	29.0	29.0
자산총계	468.0	421.0	432.5	484.8	591.4
유동부채	342.5	291.1	299.6	316.6	360.0
금융부채	126.6	146.1	157.8	157.8	157.8
매입채무 등	137.7	120.5	122.1	136.8	174.4
기타유동부채	78.2	24.5	19.7	22.0	27.8
비유동부채	36.0	23.5	18.5	24.6	33.2
금융부채	22.3	14.8	9.7	14.7	20.7
기타비유동부채	13.7	8.7	8.8	9.9	12.5
부채총계	378.5	314.6	318.1	341.2	393.2
지배주주지분	89.5	106.4	114.4	143.7	198.2
자본금	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6
자본잉여금	62.6	63.0	63.7	63.7	63.7
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	45.6	74.9	129.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	89.5	106.4	114.4	143.7	198.2
순금융부채	51.3	117.0	111.9	86.0	52.4
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	55.7	(49.2)	18.9	33.0	38.8
당기순이익	19.1	25.2	9.3	31.5	56.6
조정	27.1	40.4	22.9	12.8	11.1
감가상각비	8.2	12.4	14.3	12.9	11.1
외환거래손익	(0.6)	1.4	(0.6)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	19.5	26.6	9.2	(0.1)	0.0
영업활동 자산부채	9.5	(114.8)	(13.3)	(11.3)	(28.9)
변동					
투자활동 현금흐름	(46.7)	12.0	6.3	(5.1)	(3.2)
투자자산감소(증가)	(0.1)	0.1	(0.0)	(0.0)	(0.0)
유형자산감소(증가)	(8.1)	(8.0)	(0.8)	(5.0)	(3.0)
기타	(38.5)	19.9	7.1	(0.1)	(0.2)
재무활동 현금흐름	45.3	9.2	(4.6)	2.8	3.8
금융부채증가(감소)	148.8	12.1	6.6	5.0	6.0
자본증가(감소)	70.2	0.4	0.7	0.0	0.0
기타재무활동	(173.7)	(2.9)	(9.4)	0.0	0.0
배당지급	0.0	(0.4)	(2.5)	(2.2)	(2.2)
현금의 증감	52.9	(28.2)	20.7	30.8	39.4
Unlevered CFO	57.0	70.0	41.7	50.0	76.9
Free Cash Flow	47.6	(57.3)	18.1	28.0	35.8

투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

AP시스템



날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.11.18	BUY	37,000		
18.10.5	BUY	35,000	-25.64%	-7.86%
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 투자이견 비율공시

• 투자이견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 연주가 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	89.8%	10.2%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 3월 4일

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 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 03월 05일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2020년 03월 05일 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.