



하나금융그룹

2020년 8월 12일 | Equity Research

# AP시스템 (265520)

## Coherent 코멘트와 전방 수요 감안, 당분간 보수적 접근

### 2Q20 Review : 신규 수주 급감

2Q20 실적은 매출 1,285억원(YoY -11%), 영업이익 88억원(YoY -19%)으로 컨센서스에 부합했다. 1) 고객사 가동률에 연동되는 Parts 부문(매출 비중 31%)은 매출 398억원(YoY -17%)으로 부진했다. COVID-19 영향으로 글로벌 스마트폰 수요 부진하며 삼성디스플레이 및 중화권 패널 메이커 가동률이 하락함에 따라 Parts 매출 역시 부진했던 것으로 추정된다. 2) 디스플레이 및 반도체 장비 부문(매출 비중 69%)의 경우 중화권 패널 메이커향 수주 잔고 인식됐으나 COVID-19 영향으로 일부 장비 인도 지연되며 매출 YoY -8% 감소했다. 2분기 신규 수주 금액은 150억원으로 1분기 3,450억원 대비 급감했다. 국내 및 중국 모두 디스플레이 신규 투자 니즈가 크게 감소하며 OLED 레이저 장비 수주 부진했던 것으로 추정된다.

### 3분기 및 2020년 실적 호조 전망

2020년 3분기 실적은 매출 1,685억원(YoY +157%), 영업이익 122억원(YoY +287%)이 전망된다. 현재 수주잔고(약 3,960억원) 및 매출 인식 리드타임 감안 시 3분기 실적 호조 전망된다. 3분기 아이폰 신제품 출시에 따른 삼성디스플레이 가동률 상승으로 Parts 매출 역시 YoY +1%, QoQ +28% 증가할 전망이다. 2020년 실적은 매출 5,428억원(YoY +17%), 영업이익 373억원(YoY +31%)으로 견조한 성장 전망된다. 글로벌 Flexible OLED 투자는 2019년 45K에서 2020년 101K로 증가하며 AP시스템 신규 수주금액은 2019년 연간 2,790억원에서 2020년 5,300억원으로 증가할 전망이다. 다만 연간 수주 예상 금액의 약 70%가 상반기 진행됨에 따라 하반기 수주는 분기 평균 1,000억원 미만일 것으로 전망된다. 2021년 신규 수주는 모바일 수요 부진 및 중국 CAPA 증가에 따른 패널 메이커들의 투자 니즈 감소로 2020년 금액 대비 소폭 감소할 것으로 전망된다.

### 당분간 신규 수주 증가 기대 어려운 상황

AP시스템의 레이저 소스 Vendor이자 OLED 레이저 소스 시장 점유율 1위인 Coherent는 최근 컨퍼런스콜에서 'I' 을 상회했던 book to bill ratio(수주출하비율)가 2분기들어 빠르게 하락해 'I' 을 하회한다는 언급과 함께, 향후 OLED 관련 수주 추이를 보수적으로 전망했다. AP시스템의 분기별 신규 수주 금액 역시 수주 비중 80% 차지하는 중화권 투자 스케줄 및 삼성디스플레이의 투자 니즈 감안시 2020년 1분기 3,450억원이 향후 약 1년 내 peak 였을 가능성이 높다고 판단된다. 이를 반영해 투자의견 및 목표주가를 Hold 및 28,000원으로 하향한다. 가장 중요한 삼성디스플레이 중소형 OLED 투자 규모 가늠 전까지는 트레이딩 관점 접근을 권고한다.

Update

Neutral

| TP(12M): 28,000원(하향) | CP(8월 11일): 25,750원

Key Data		Consensus Data	
		2020	2021
KOSDAQ 지수 (pt)	860.23		
52주 최고/최저(원)	34,450/20,500	602.5	756.6
시가총액(십억원)	372.9	44.9	59.2
시가총액비중(%)	0.12	29.8	38.2
발행주식수(천주)	14,480.2		
60일 평균 거래량(천주)	273.8		
60일 평균 거래대금(십억원)	7.0		
20년 배당금(예상,원)	50		
20년 배당수익률(예상,%)	0.19		
외국인지분율(%)	9.77		
주요주주 지분율(%)			
APS홀딩스 외 3 인	20.91		
국민연금공단	5.06		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	6.8 (16.8) 13.2		
상대	(4.0) (34.0) (22.4)		

Stock Price	
(천원)	AP시스템(좌) 상대지수(우)

### Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	714.2	462.1	542.8	573.1	643.8
영업이익	십억원	45.8	28.4	37.3	38.7	43.6
세전이익	십억원	27.9	12.4	40.7	41.3	46.3
순이익	십억원	25.2	9.5	32.3	33.0	37.0
EPS	원	1,651	618	2,115	2,160	2,424
증감률	%	10.4	(62.6)	242.2	2.1	12.2
PER	배	13.14	54.33	12.17	11.92	10.62
PBR	배	3.04	4.40	2.67	2.19	1.82
EV/EBITDA	배	7.27	13.97	8.89	7.87	7.15
ROE	%	25.75	8.57	24.98	20.52	18.98
BPS	원	7,127	7,631	9,634	11,747	14,124
DPS	원	150	50	50	50	50



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

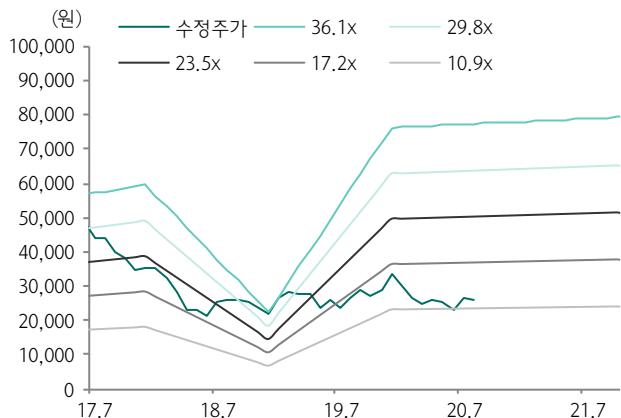
표 1. AP시스템 분기별 실적 추이 및 전망

(단위:십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	2018	2019	2020F	2021
<b>매출액</b>	<b>87.2</b>	<b>144.8</b>	<b>65.6</b>	<b>164.5</b>	<b>121.1</b>	<b>128.5</b>	<b>168.5</b>	<b>124.8</b>	<b>714.2</b>	<b>462.1</b>	<b>542.8</b>	<b>573.1</b>
장비(디스플레이/반도체)	45.3	94.8	14.4	92.2	93.0	87.6	115.9	71.6	525.2	246.6	368.1	363.8
부품(디스플레이Parts)	40.0	48.0	50.4	70.7	26.6	39.8	50.9	51.6	184.2	209.1	169.0	203.6
기타	1.9	2.0	0.8	1.6	1.4	1.2	1.7	1.5	4.8	6.3	5.7	5.8
<b>영업이익</b>	<b>3.2</b>	<b>10.9</b>	<b>3.1</b>	<b>11.2</b>	<b>7.3</b>	<b>8.8</b>	<b>12.2</b>	<b>8.4</b>	<b>45.8</b>	<b>28.4</b>	<b>36.7</b>	<b>38.7</b>
OPM	3.7%	7.5%	4.8%	6.8%	6.1%	6.9%	7.2%	6.7%	6.4%	6.2%	6.8%	6.8%
부문별 매출비중												
장비(디스플레이/반도체)	52%	65%	22%	56%	77%	68%	69%	57%	74%	53%	68%	63%
부품(디스플레이Parts)	46%	33%	77%	43%	22%	31%	30%	41%	26%	45%	31%	36%
기타	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%

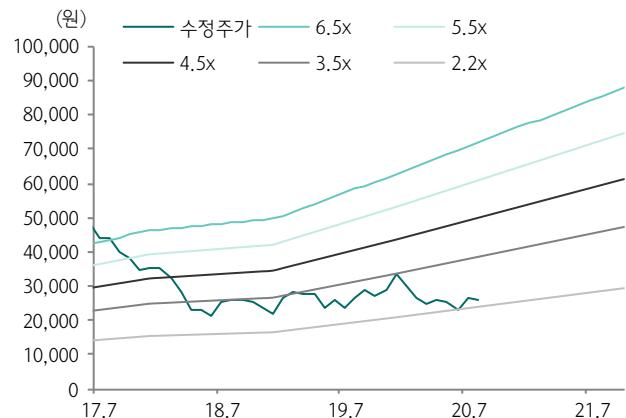
자료: 하나금융투자

그림 1. AP시스템 12M Fwd PER 추이



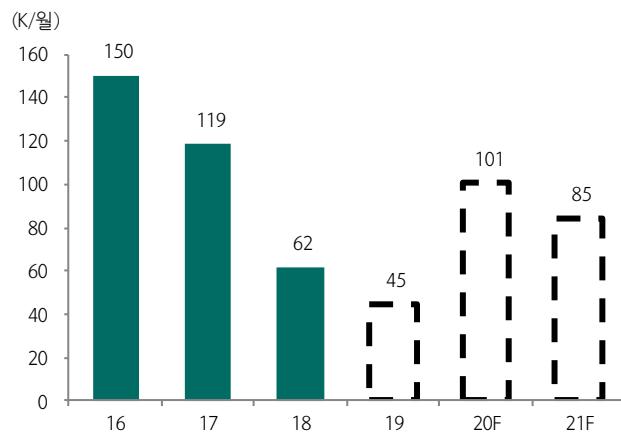
자료: Valuewise, 하나금융투자

그림 2. AP시스템 12M Fwd PBR 추이



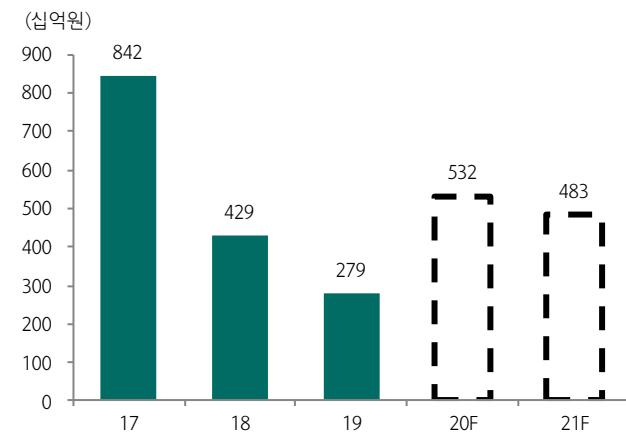
자료: Valuewise, 하나금융투자

그림 3. 글로벌 Flexible OLED 투자 추이 및 전망



자료: Valuewise, 하나금융투자

그림 4. AP시스템 연간 신규 수주 추이 및 전망



자료: Valuewise, 하나금융투자

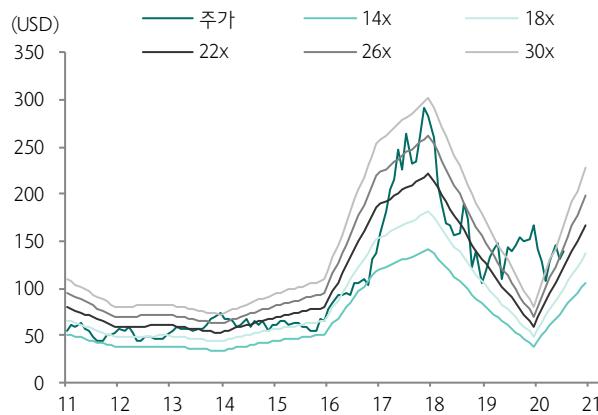
표 1. Coherent 실적 추이 (GAAP 기준)

(백만\$)

Fiscal Year	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	2018	2019
Calender Year	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20		
<b>Sales</b>	481	482	462	383	373	339	335	321	293	298	1,903	1,431
Microelectronics (디스플레이/반도체)	261	262	245	178	169	143	141	131	122	143	1,036	632
Materials processing (금속 절단 등 산업용)	136	133	125	105	105	101	94	88	86	81	521	405
OEM components etc. (고체 레이저 등 부품)	53	56	63	66	67	64	69	69	64	54	221	267
Scientific&Governrt. (연구/국방)	31	31	29	34	31	30	31	33	22	21	124	127
<b>영업이익</b>	101	101	83	53	29	-7	9	11	-449	-1	393	83
영입이익률	21%	21%	18%	14%	8%	-2%	3%	3%	-153%	0%	21%	6%

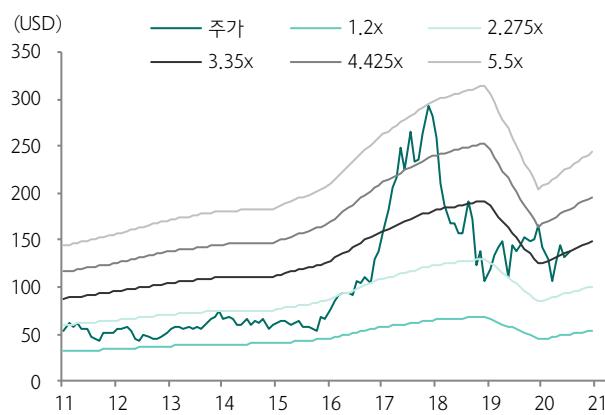
자료: 하나금융투자

그림 1. Coherent 12 Fwd P/E 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 1. Coherent 12 Fwd P/B 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

### Coherent 2Q20 컨퍼런스콜 주요 내용

- 분기 매출은 기존 가이던스 상단 수준이나 COVID-19 영향으로 약 9백만달러 매출 감소
- 한국 대형 패널 관련 매출이 분기 매출의 10% 수준
- 부품 및 서비스 (non-equipment) 매출 97백만달러(매출 비중 33%) (1Q20 매출 99백만달러, 매출 비중 34%)
- 전사 가동률 90% 수준 회복
- book to bill ratio(수주/출하 비율) '1' 하회, 전 부문에서 하회
- 5G, 폴더블 스마트폰, 전기차 배터리 라인 생산 등 주요 전방 수요 증가 추세 지속
- 3분기(Calender 기준) 가이던스 : 매출 290백만달러 ~ 320백만달러, GPM 34.5%~38.5%, OPM 6.5%~10.5%

## 추정 재무제표

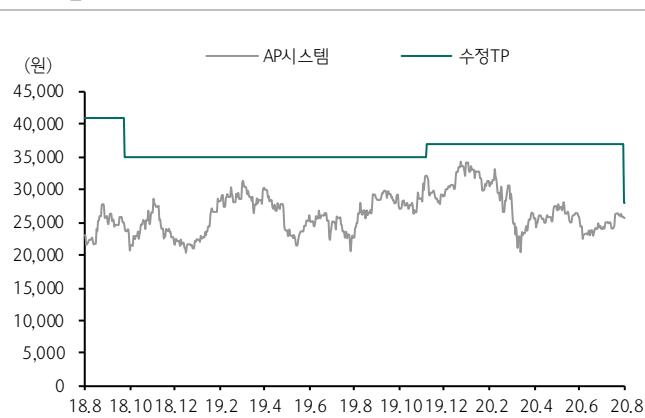
손익계산서		(단위: 십억원)				
		2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>714.2</b>	<b>462.1</b>	<b>542.8</b>	<b>573.1</b>	<b>643.8</b>	
매출원가	613.1	389.5	458.4	487.2	547.2	
매출총이익	101.1	72.6	84.4	85.9	96.6	
판관비	55.4	44.2	47.1	47.2	53.0	
<b>영업이익</b>	<b>45.8</b>	<b>28.4</b>	<b>37.3</b>	<b>38.7</b>	<b>43.6</b>	
금융손익	(10.2)	(9.5)	(1.4)	2.6	2.7	
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타영업외손익	(7.6)	(6.5)	4.8	0.0	0.0	
<b>세전이익</b>	<b>27.9</b>	<b>12.4</b>	<b>40.7</b>	<b>41.3</b>	<b>46.3</b>	
법인세	2.7	3.0	8.4	8.3	9.3	
계속사업이익	25.2	9.1	32.3	33.0	37.0	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
<b>당기순이익</b>	<b>25.2</b>	<b>9.5</b>	<b>32.3</b>	<b>33.0</b>	<b>37.0</b>	
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
순이익	25.2	9.5	32.3	33.0	37.0	
<b>지배주주순이익</b>	<b>25.2</b>	<b>9.5</b>	<b>32.3</b>	<b>33.0</b>	<b>37.0</b>	
지배주주지분포괄이익	24.6	9.1	32.4	33.0	37.0	
NOPAT	41.3	21.7	29.6	30.9	34.9	
EBITDA	58.2	42.8	48.2	48.2	51.9	
<b>성장성(%)</b>						
매출액증가율	(25.8)	(35.3)	17.5	5.6	12.3	
NOPAT증가율	117.4	(47.5)	36.4	4.4	12.9	
EBITDA증가율	69.7	(26.5)	12.6	0.0	7.7	
영업이익증가율	74.8	(38.0)	31.3	3.8	12.7	
(지배주주)순익증가율	31.9	(62.3)	240.0	2.2	12.1	
EPS증가율	10.4	(62.6)	242.2	2.1	12.2	
<b>수익성(%)</b>						
매출총이익률	14.2	15.7	15.5	15.0	15.0	
EBITDA이익률	8.1	9.3	8.9	8.4	8.1	
영업이익률	6.4	6.1	6.9	6.8	6.8	
계속사업이익률	3.5	2.1	6.0	5.8	5.7	
<b>투자지표</b>						
		2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>						
EPS	1,651	618	2,115	2,160	2,424	
BPS	7,127	7,631	9,634	11,747	14,124	
CFPS	4,580	3,646	3,270	3,156	3,396	
EBITDAPS	3,805	2,799	3,157	3,156	3,396	
SPS	46,739	30,238	35,523	37,505	42,128	
DPS	150	50	50	50	50	
<b>주가지표(배)</b>						
PER	13.1	54.3	12.2	11.9	10.6	
PBR	3.0	4.4	2.7	2.2	1.8	
PCFR	4.7	9.2	7.9	8.2	7.6	
EV/EBITDA	7.3	14.0	8.9	7.9	7.2	
PSR	0.5	1.1	0.7	0.7	0.6	
<b>재무비율(%)</b>						
ROE	25.8	8.6	25.0	20.5	19.0	
ROA	5.7	2.2	7.7	7.8	7.5	
ROIC	21.6	9.8	14.7	17.3	18.6	
부채비율	295.6	268.9	187.8	141.0	163.7	
순부채비율	109.9	97.2	38.6	3.8	(0.8)	
이자보상배율(배)	8.1	5.1	0.0	0.0	0.0	

자료: 하나금융투자

대차대조표		(단위: 십억원)				
		2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>		<b>284.4</b>	<b>252.4</b>	<b>258.3</b>	<b>275.0</b>	<b>419.0</b>
금융자산		44.0	30.1	89.8	144.3	154.5
현금성자산		34.5	30.0	89.7	144.2	154.4
매출채권 등		25.3	44.0	33.4	25.9	52.3
재고자산		141.8	134.1	101.7	78.9	159.6
기타유동자산		73.3	44.2	33.4	25.9	52.6
<b>비유동자산</b>		<b>136.6</b>	<b>168.5</b>	<b>158.2</b>	<b>151.6</b>	<b>143.6</b>
투자자산		0.1	0.5	0.3	0.3	0.5
금융자산		0.1	0.5	0.3	0.3	0.5
유형자산		108.0	86.7	79.0	73.5	66.0
무형자산		15.4	6.8	3.8	2.7	1.9
기타비유동자산		13.1	74.5	75.1	75.1	75.2
<b>자산총계</b>		<b>421.0</b>	<b>421.0</b>	<b>416.5</b>	<b>426.6</b>	<b>562.6</b>
<b>유동부채</b>		<b>291.1</b>	<b>286.8</b>	<b>251.7</b>	<b>225.0</b>	<b>319.3</b>
금융부채		146.1	129.9	132.2	131.7	133.4
매입채무 등		120.5	99.3	75.3	58.4	118.1
기타유동부채		24.5	57.6	44.2	34.9	67.8
<b>비유동부채</b>		<b>23.5</b>	<b>20.0</b>	<b>20.1</b>	<b>24.6</b>	<b>30.0</b>
금융부채		14.8	11.1	13.3	19.3	19.3
기타비유동부채		8.7	8.9	6.8	5.3	10.7
<b>부채총계</b>		<b>314.6</b>	<b>306.8</b>	<b>271.8</b>	<b>249.5</b>	<b>349.2</b>
<b>지배주주지분</b>		<b>106.4</b>	<b>114.1</b>	<b>144.7</b>	<b>177.0</b>	<b>213.3</b>
자본금		<b>7.6</b>	<b>7.6</b>	<b>7.6</b>	<b>7.6</b>	<b>7.6</b>
자본잉여금		63.0	63.7	63.7	63.7	63.7
자본조정		(2.5)	(2.5)	(2.5)	(2.5)	(2.5)
기타포괄이익누계액		(0.1)	(0.0)	0.1	0.1	0.1
이익잉여금		38.3	45.3	75.8	108.1	144.4
<b>비지배주주지분</b>		<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>		<b>106.4</b>	<b>114.1</b>	<b>144.7</b>	<b>177.0</b>	<b>213.3</b>
순금융부채		117.0	110.9	55.8	6.8	(1.8)
<b>현금흐름표</b>		(단위: 십억원)				
		2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>		<b>(49.2)</b>	<b>18.1</b>	<b>56.1</b>	<b>52.6</b>	<b>9.5</b>
당기순이익		25.2	9.5	32.3	33.0	37.0
조정		40.4	35.8	9.4	9.5	8.3
감가상각비		12.4	14.3	10.9	9.5	8.3
외환거래손익		1.4	(1.8)	(3.4)	0.0	0.0
지분법손익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타		26.6	23.3	1.9	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동		(114.8)	(27.2)	14.4	10.1	(35.8)
<b>투자활동 현금흐름</b>		<b>12.0</b>	<b>7.4</b>	<b>1.7</b>	<b>(2.9)</b>	<b>(0.3)</b>
투자자산감소(증가)		0.1	(0.4)	0.1	0.1	(0.3)
유형자산감소(증가)		(8.0)	(0.5)	(0.7)	(3.0)	0.0
기타		19.9	8.3	2.3	0.0	0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>		<b>9.2</b>	<b>(29.5)</b>	<b>1.1</b>	<b>4.8</b>	<b>0.9</b>
금융부채증가(감소)		12.1	(19.9)	4.5	5.5	1.6
자본증가(감소)		0.4	0.7	0.0	0.0	0.0
기타재무활동		(2.9)	(7.8)	(2.3)	(0.0)	(0.0)
배당지급		(0.4)	(2.5)	(1.1)	(0.7)	(0.7)
<b>현금의 증감</b>		<b>(28.2)</b>	<b>(4.4)</b>	<b>59.6</b>	<b>54.6</b>	<b>10.1</b>
Unlevered CFO		70.0	55.7	50.0	48.2	51.9
Free Cash Flow		(57.3)	16.7	55.4	49.6	9.5

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

### AP시스템



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
20.8.11	Neutral	28,000		
19.11.18	BUY	37,000	-25.44%	-6.89%
18.10.5	BUY	35,000	-25.64%	-7.86%
18.8.15	BUY	41,000	-39.23%	-31.95%
18.5.23	BUY	48,000	-52.19%	-44.48%

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 투자의견의 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	92.3%	7.7%	0.0%	100.0%

\* 기준일: 2020년 8월 11일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(0)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 08월 12일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2020년 08월 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.