

2020. 08. 12

AP시스템 (265520)

여전히 기대되는 중화권 신규수주

2Q20 Review: 예상보다 빠른 Parts 매출 회복

2Q20 매출액은 1,285억원(+6% QoQ, -11% YoY), 영업이익은 88억원(+11% QoQ, -19% YoY)으로 컨센서스 부합하는 실적 기록. 코로나19 영향으로 급감했던 Parts 매출액은 2Q20 398억원으로 기준 예상보다 빠른 회복세를 보이는 중. 2Q20 신규수주는 150억원을 기록하며 다소 부진했지만, 이는 1Q20 대규모 신규수주 (BOE B12 45K + CSOT T4 30K) 3,450억원이 동시에 반영됨에 따라 나타난 일시적인 수주 공백기라고 판단

3Q20 실적 전분기 대비 성장 전망

3Q20 매출액은 1,920억원(+49% QoQ, +193% YoY), 영업이익은 140억(+59% QoQ, +345% YoY) 전망. CSOT T4 Fab과 Visionox V3 Fab에서 ELA 장비 4대 이상 입고 될 것으로 예상되고 있어, SDC A3 대규모 수주가 반영되었던 3Q18 이후 분기 최대 매출액을 기록할 것으로 전망. 3Q20 Parts 매출액은 566억(+13% YoY) 예상. 시장에서 우려했던 고객사 Parts 재고 수준은 중국 패널업체들의 가동률이 코로나19 이전 수준으로 회복됨에 따라 빠르게 소진 될 것으로 예상. 2020년 매출액은 6,262억원(+36% YoY), 영업이익 438억(+54% YoY) 전망. 2H20에는 지난 3Q19에 받았던 Visionox V3 30K와 1Q20에 받았던 CSOT T4 30K 수주가 모두 매출에 반영되며 실적 성장세 이어갈 것으로 전망. 2H20 신규수주는 BOE B12, Visionox V2 Ph2, Tianma Xiamen Fab에서 ELA와 LLO장비가 순차적으로 나올 것으로 예상되기 때문에 향후 안정적인 실적 보여줄 것으로 예상

투자의견 BUY, 목표주가 35,000원으로 하향

20년과 21년 예상 신규수주는 각각 5,800억원, 6,700억원으로 1) 향후 중화권 패널업체들 중심으로 견조한 수주 성장 모멘텀 이어 나갈 것으로 예상되며, 2) 삼성디스플레이 A3 Fab Y-OCTA, LTPO 공정전환으로 Capa loss 확대 될 것으로 판단. Capa loss에 따른 패널 공급 부족이 심화됨에 따라 1H20 추가 투자는 불가피할 것으로 예상

2Q20 일시적 수주 공백기 영향으로 인한 21년도 실적 하향 조정 반영하여 목표주가 35,000원으로 하향하나, P/E 9.1X (21F EPS 기준)로 거래되는 현재 주가는 여전히 저평가 되어있다고 판단. AP시스템의 목표주가 35,000원(Target P/E 12.5X), 투자의견 BUY를 제시

(십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	714.2	462.1	626.2	799.8	823.8
영업이익	45.8	28.4	43.8	61.0	62.8
영업이익률	6.4%	6.2%	7.0%	7.6%	7.6%
순이익	25.2	9.5	29.7	43.0	45.8
EPS(원)	1,651	618	1,945	2,814	2,995
PER(배)	13.1	54.3	13.2	9.2	8.6
PBR	3.1	4.5	2.7	2.1	1.7
EV/EBITDA	9.4	18.9	7.9	6.3	5.4
ROE(%)	25.8%	8.6%	23.1%	26.3%	22.1%

자료: AP시스템, 한양증권

매수

[유지]

목표주가(12M)	35,000원
현재주가(2020.08.11)	25,750원
상승여력	35.9%

IT/스몰캡 송유종 Analyst

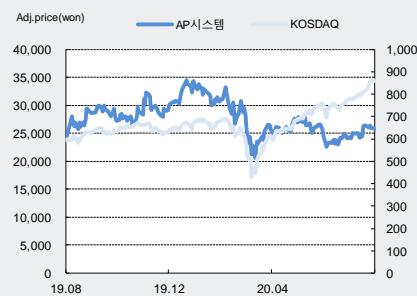
songyu@hygood.co.kr

02-3770-5379

주가지표

KOSPI(08/11)	2,419P
KOSDAQ(08/11)	860P
현재주가(08/11)	25,750원
시가총액	373십억원
총발행주식수	1,528만주
120일 평균거래대금	79억원
52주 최고가	34,850원
52주 최저가	19,600원
유동주식비율	78.3%
외국인지분율(%)	9.67%
주요주주	APS홀딩스 외 3인 (20.9%)

상대주가차트



[도표1] AP시스템 2분기 잠정 실적

(단위: 십억원)

	분기실적			증감		당사 전망치		컨센서스	
	2Q20P	2Q19	1Q20	(YoY)	(QoQ)	2Q20	Diff	2Q20	Diff
매출액	128.5	144.8	121.1	-11%	6%	135.0	-5%	130.6	-1.6%
영업이익	8.8	10.9	7.9	-19%	11%	11.2	-21%	8.6	2.5%
세전이익	6.1	7.2	10.8	-15%	-43%	7.2	-15%	7.4	-17.7%
지배지분순이익	4.7	5.6	8.2	-17%	-43%	6.0	-22%	6.7	-30.4%

출처: FnGuide, 한양증권 리서치센터

주: K-IFRS 연결 기준

[도표2] AP시스템 실적 추정 변경 내역

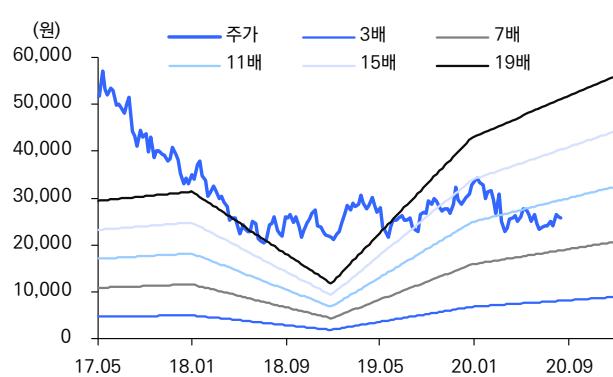
(단위: 십억원)

	변경 후		변경 전		변동률	
	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
매출액	626.2	799.8	629	822	-0.4%	-2.6%
영업이익	43.8	61.0	50	63	-11.6%	-2.5%
세전이익	36.3	48.9	40.7	50.4	-10.9%	-3.0%
지배지분순이익	29.7	43.0	34.5	44.9	-13.8%	-4.2%

출처: 한양증권 리서치센터

[도표3] P/E band Chart

[도표4] P/B band Chart



출처: 한양증권 리서치센터



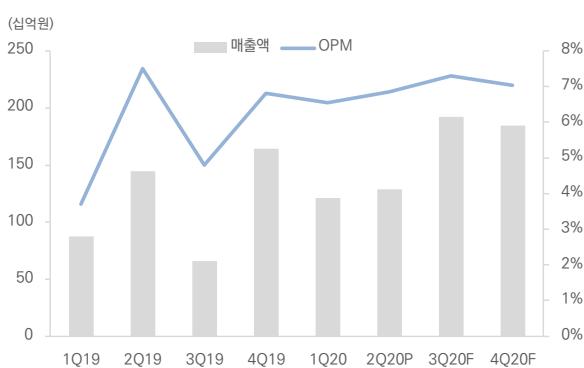
출처: 한양증권 리서치센터

[도표5] 연간 실적 추이 및 전망

단위: (십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20F	4Q20F	2019F	2020F	2021F
신규수주	60.0	90.0	186.0	40.0	345.0	15.0	50.0	170.0	376.0	580.0	670.0
매출액	87.2	144.8	65.6	164.5	121.1	128.5	192.0	184.6	462.1	626.2	799.8
장비	46.2	95.6	15.8	93.8	94.4	88.7	135.5	121.0	251.3	439.5	519.3
Parts	41.0	49.2	49.9	70.7	26.6	39.8	56.6	63.7	210.8	186.7	280.5
매출총이익	12.1	25.0	12.5	23.0	21.2	21.0	33.0	30.9	72.6	106.1	135.6
영업이익	3.2	10.9	3.1	11.2	7.9	8.8	14.0	13.0	28.4	43.8	61.0
세전이익	1.1	7.2	1.6	2.5	10.8	6.1	9.9	9.5	12.4	36.3	48.9
지배지분순이익	0.4	5.6	1.4	2.0	8.2	4.7	8.8	8.1	9.5	29.7	43.0
영업이익률	4%	7%	5%	7%	7%	7%	7%	7%	6%	7%	8%
세전이익률	1%	5%	3%	1%	9%	5%	5%	5%	3%	6%	6%
순이익률	0%	4%	2%	1%	7%	4%	5%	4%	2%	5%	5%
% YoY											
매출액	-41%	-22%	-70%	1%	39%	-11%	193%	12%	-35%	36%	28%
영업이익	-69%	17%	-84%	67%	146%	-19%	345%	16%	-38%	54%	39%
세전이익	-86%	73%	-91%	흑전	848%	-15%	504%	286%	-56%	192%	35%
순이익	-95%	41%	-89%	4353%	1889%	-17%	529%	299%	-63%	215%	45%

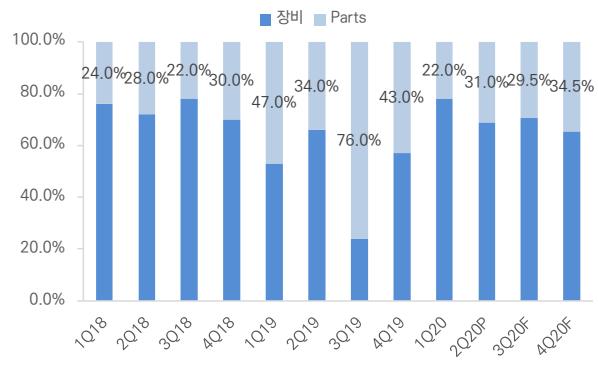
출처: 한양증권 리서치센터

[도표6] 분기별 실적 추이 및 전망



출처: 한양증권 리서치센터

[도표7] 분기별 매출 비중 추이 및 전망



출처: 한양증권 리서치센터

[도표8] Valuation Table

(단위: 배, 원)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	
EPS (원)				1,495	1,651	618	1,945	2,814	
BPS (원)				5,856	6,964	7,468	9,344	12,089	
고점 P/E				39.5	23.6	54.5	17.9	12.4	
평균 P/E				29.7	15.8	43.7	13.9	9.6	
저점 P/E				20.9	11.4	32.3	10.1	7.0	
고점 P/B				10.1	5.6	4.5	3.7	2.9	
평균 P/B				7.6	3.7	3.6	2.9	2.2	
저점 P/B				5.3	2.7	2.7	2.1	1.6	
ROE(%)				21.3	25.8	8.6	23.1	26.3	
Target P/E (배)							12.5		'16년 Peer 장비 업체 P/E 평균에서 15% 할인 적용
2021F EPS (원)							2,814		
적정주가 (원)							35,176		
목표주가 (원)							35,000		
전일 종가 (원)							25,750		
상승여력							35.9%		

출처: 한양증권 리서치센터

[도표9] 6G OLED Capa 현황 및 전망

(단위: K/월)

	Fab	Phase	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
BOE	B12	1								8.0	15.0	16.0	16.0	16.0
		2									8.0	15.0	16.0	16.0
		3												10.0
	B15	1												
		2												
		3												
CSOT	T4	1	7.0	12.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
		2						5.0	10.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
		3								5.0	10.0	15.0	15.0	15.0
	T5	1												
		2												
Visonox	V2	1	14.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
		2												5.0
		3												10.0
	V3	1					3.0	9.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
		2							7.0	14.0	15.0	15.0	15.0	15.0
		3												
Tianma	Wuhan	1	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
		2		3.0	10.0	13.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
		3												2.0
	Xianmen	1												5.0
		2												11.0
		3												15.0
EDO	Shanghai	1												
		2												
Royole	Shenzhen1	1	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
		2												3.0
	Xianmen	1												
LGD	E6	1	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
		2	5.0	10.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
SDC	A4-2	1												
		1												
	A5	2												
		3												
		4												
		5												
		6												

주: PO, Install, MP

출처: 한양증권 리서치센터

요약 재무제표

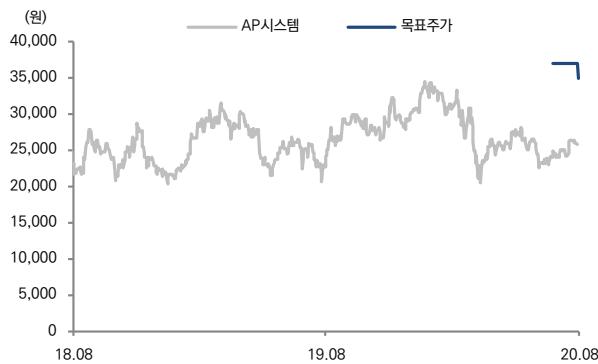
(단위: 십억원)

Income statement	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	Balance sheet	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	714	462	626	800	824	유동자산	284	252	370	462	517
매출원가	613	389	520	664	684	재고자산	142	134	182	232	239
매출총이익	101	73	106	136	140	단기금융자산	9	0	0	0	0
매출총이익률(%)	14.2%	15.7%	16.9%	17.0%	17.0%	매출채권및기타채권	25	44	60	76	78
판매비와관리비등	55	44	62	75	77	현금및현금성자산	34	30	103	137	190
기타영업순익	0	0	0	0	0	비유동자산	137	169	118	109	103
영업이익	46	28	44	61	63	유형자산	108	87	79	72	66
영업이익률(%)	6.4%	6.2%	7.0%	7.6%	7.6%	무형자산	15	7	3	1	1
조정영업이익	46	28	44	61	63	투자자산	0	0	0	0	0
EBITDA	45	32	53	61	59	자산총계	421	421	488	571	620
EBITDA 마진율(%)	6.3%	6.8%	8.4%	7.7%	7.2%	유동부채	291	287	327	366	369
조정 EBITDA	58	43	57	71	71	단기차입금	139	121	126	128	118
순금융손익	-10	-10	-1	-7	-6	매입채무및기타채무	120	99	134	172	186
이자손익	-5	-5	-3	-3	-1	비유동부채	23	20	18	20	21
외화관련손익	-5	-5	-5	-5	-5	사채	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-8	-7	-2	-5	-7	장기차입금	15	9	7	9	10
종속기업및관계기업관련손익	0	0	0	0	0	부채총계	315	307	345	386	390
법인세차감전계속사업손익	28	12	36	49	50	지배주주지분	106	114	143	185	229
당기순이익	25	9	30	43	46	자본금	8	8	8	8	8
당기순이익률(%)	3.5%	2.0%	4.7%	5.4%	5.6%	자본 및 이익잉여금	101	109	138	180	225
지배지분순이익	25	9	30	43	46	기타자본	-2	-2	-2	-2	-2
비지배지분순이익	0	0	0	0	0	비지배지분	0	0	0	0	0
총포괄이익	25	9	29	43	45	자본총계	106	114	143	185	229

주 : K-IFRS 개별 기준 / 조정영업이익=매출총이익-판관비

Cash flow statement	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	Valuation Indicator	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동으로인한현금흐름	-49	18	58	60	91	Per Share (원)					
당기순이익	25	9	30	43	46	EPS(당기순이익 기준)	1,651	618	1,945	2,814	2,995
현금유출이없는비용및수익	45	46	49	44	39	EPS(지배순이익 기준)	1,651	618	1,945	2,814	2,995
유형자산감가상각비	7	10	9	8	7	BPS(자본총계 기준)	6,964	7,468	9,344	12,089	15,015
무형자산상각비	5	4	4	2	1	BPS(지배지분 기준)	7,015	7,523	9,412	12,177	15,124
기타	32	32	36	34	31	DPS(보통주)	150	50	50	50	50
영업활동관련자산부채변동	-115	-27	-11	-18	11	Multiples (배)					
매출채권및기타채권의감소	34	-23	-16	-17	-2	PER(당기순이익 기준)	13.1	54.3	13.2	9.2	8.6
재고자산의감소	-37	0	-48	-50	-7	PER(지배순이익 기준)	13.1	54.3	13.2	9.2	8.6
매입채무및기타채무의증가	-20	-25	34	38	14	PBR(자본총계 기준)	3.1	4.5	2.8	2.1	1.7
기타	-91	21	18	11	6	PBR(지배지분 기준)	3.1	4.5	2.7	2.1	1.7
이자,배당,법인세 및 중단현금흐름	-4	-10	-10	-8	-5	EV/EBITDA (발표 기준)	9.4	18.9	7.9	6.2	5.4
투자활동으로인한현금흐름	12	7	-1	-2	-2						
투자자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0						
유형자산의 감소	0	1	0	0	0						
유형자산의 증가(CAPEX)	-8	-1	-1	-1	-2						
무형자산의 감소(증가)	0	-1	0	0	0						
단기금융자산의감소(증가)	25	9	0	0	0						
기타	-5	0	0	0	0						
이자,배당,법인세 및 중단현금흐름	0	0	0	0	0						
재무활동으로인한현금흐름	9	-30	-1	-1	-14						
장기차입금의증가(감소)	0	0	-2	2	1						
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0						
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0						
기타	10	-27	2	-3	-15						
이자,배당,법인세 및 중단현금흐름	0	-2	-1	-1	-1						
기타현금흐름	0	0	17	-23	-23						
현금의 증가	-28	-4	72	35	53						
기초현금	63	34	30	103	137						
기말현금	34	30	103	137	190						
Financial Ratio	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F						
성장성(%)											
매출액증가율		-25.8%	-35.3%	35.5%	27.7%	3.0%					
영업이익증가율		74.9%	-37.9%	53.9%	39.3%	3.0%					
EPS(당기순이익 기준) 증가율		10.4%	-62.5%	214.5%	44.7%	6.4%					
EPS(지배기준) 증가율		10.4%	-62.5%	214.5%	44.7%	6.4%					
EBITDA(발표기준) 증가율		24.0%	-30.2%	66.8%	16.5%	-3.4%					
수익성(%)											
ROE(당기순이익 기준)		25.8%	8.6%	23.1%	26.3%	22.1%					
ROE(지배순이익 기준)		25.8%	8.6%	23.1%	26.3%	22.1%					
ROIC		21.0%	10.7%	21.4%	31.0%	33.9%					
ROA		5.7%	2.2%	6.5%	8.1%	7.7%					
배당수익률		0.7%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%					
안전성(%)											
부채비율		295.6%	268.9%	241.8%	209.0%	170.1%					
순차입금비율(자본총계 대비)		109.9%	97.2%	29.8%	5.7%	-22.7%					
이자보상비율		8.1%	5.1%	7.7%	10.4%	11.5%					

자료 : AP시스템, 한양증권



구분	매수	증립	매도
비율	100.0%	0.0%	0.0%

투자의견 및 목표가 등 추이

종목명	코드	날짜	투자의견	목표주가(12M)	괴리율
AP시스템	265520	20/07/06	BUY	37,000원	-33.36
AP시스템	265520	20/08/12	BUY	35,000원	-28.92

Compliance Notice

- 본 자료 발간일 현재 동 주식 및 주식관련사채, 스톡옵션, 개별주식옵션 등을 본인 또는 배우자의 계산으로 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료 발간일 현재 동사는 회사채 지급보증, 인수계약 체결, 계열회사 관계 또는 M&A 업무수행, 발행주식 총수의 1%이상 보유 등 중대한 이해관계가 없습니다.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 공표되었으며, 홈페이지 공표 이전에 특정기관에 사전 제공 된 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자:송유종)
- 기업 투자의견

매수	향후 12개월간 15% 이상 상승예상
증립	향후 12개월간 +15 ~ -15% 내 변동 예상
매도	향후 12개월간 15% 이상 하락 예상
• 산업 투자의견	
비중확대	향후 12개월간 산업지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
중립	향후 12개월간 산업지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
비중축소	향후 12개월간 산업지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

당사는 투자의견 전망 기간을 2017년 9월 1일부터 6개월에서 12개월로 변경하였습니다

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자는 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용 될 수 없습니다.



한양증권 점포현황

Hygood.co.kr

본 점	(02)3770-5000	서울 영등포구 국제금융로 6길 7 한양증권빌딩
송파RM센터	(02)419-2100	서울 송파구 가락로 183 한양APT상가 2층
안산지점	(031)486-3311	경기 안산시 단원구 광덕대로 264 한양증권빌딩 2층
인천지점	(032)461-4433	인천 남동구 백범로 132 만수프라자빌딩 1층

본 자료는 고객의 투자를 유도할 목적으로 작성된 것이 아니라 고객의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다. 본 자료는 분석담당자가 신뢰할 만 하다고 판단하는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 분석담당자가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서 본 자료를 참고한 고객의 투자 의사결정은 전적으로 고객 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한 본 자료는 당사 고객에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제, 전송, 인용, 배포하는 행위는 법으로 금지하고 있습니다.
