



Buy(Maintain)

목표주가: 20,000원
주가(1/13): 13,900원
시가총액: 3,254억원

반도체/디스플레이

Analyst 김병기
02) 3787-5063
bkkim@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (1/13)		686.03pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	13,900원	5,960원
등락률	0.00%	133.22%
수익률	절대	상대
1M	37.6%	31.1%
6M	74.2%	90.3%
1Y	118.6%	81.9%

Company Data

발행주식수	25,610천주
일평균 거래량(3M)	958천주
외국인 지분율	2.99%
배당수익률(15E)	0.00%
BPS(15E)	4,577원
주요 주주	정기로 9.86%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2013	2014	2015E	2016E
매출액	2,541	1,754	2,789	3,582
영업이익	160	37	141	355
EBITDA	207	101	211	431
세전이익	183	10	112	366
순이익	152	10	89	303
지배주주지분순이익	151	13	92	314
EPS(원)	674	55	391	1,226
증감률(%YoY)	23.7	-91.9	613.1	213.3
PER(배)	14.6	111.1	33.2	10.6
PBR(배)	2.3	1.5	2.8	2.4
EV/EBITDA(배)	11.7	15.6	15.0	7.0
영업이익률(%)	6.3	2.1	5.1	9.9
ROE(%)	16.1	1.0	8.6	24.4
순부채비율(%)	13.0	42.8	17.6	5.5

Price Trend



AP시스템 (054620)

Capex 상승 사이클의 신호탄



OLED 증설 모멘텀이 현실화하고 있다. 근거는 1) LTPS LCD 대비 원가우위 확보, 2) 디자인 차별화를 위한 Flexible OLED 도입 본격화 등이다. 삼성디스플레이와 LG디스플레이 등 한국 패널업체들이 주도적으로 설비투자 확대에 나설 전망이다. AP시스템은 ELA 및 LLO 장비시장의 절대강자로, 이와 같은 전방산업 동향의 최대 수혜업체가 될 것으로 판단한다.

>>> 대규모 수주 모멘텀 가시화

AP시스템의 대규모 수주 모멘텀이 가시화하고 있다. 동사는 1월12일 ‘단일판 매공급계약 체결’ 공시를 했는데, 계약상대방의 영업비밀 보호요청에 따라 수주금액 및 발주처는 기재를 생략했다. 공시유보 기한인 3월30일까지 수주의 구체적 내용이 공개될 전망이다. 우리는 이번 수주가 국내 패널업체의 6세대급 Flexible OLED 라인 증설과 관련된 것으로 추정한다.

중소형 디스플레이 산업은 패러다임 전환기를 맞고 있다. OLED 패널의 제조 원가가 LTPS LCD보다 낮아지는 Cost Parity가 현실화하면서 양적 팽창이 본격화할 전망이다. 하이엔드 영역에서는 Flexible OLED의 수요기반이 크게 확산될 것이다. 지금까지는 삼성전자 중심이었다면, 향후 애플을 비롯해 중화권 스마트폰 업체들도 Flexible OLED 도입에 나설 것으로 예상된다.

>>> ELA 및 LLO 장비 절대강자

이와 같은 전방산업 동향은 OLED Capex 관련 기업들의 영업환경에 대형 호재로 작용할 전망이다. AP시스템의 이번 공시는 향후 3년간 전개될 Capex 상승 사이클의 신호탄이라고 판단한다. 동사는 OLED 백플레인 공정의 핵심 장비인 ELA 시장의 절대강자다. 아울러 플렉시블 공정용 LLO(Laser Lift Off) 장비 역시 세계 최강의 양산 레퍼런스를 확보하고 있다. 15년에 중국 진출에 성공함으로써 고객기반도 대폭 확장됐다. 16년 매출액 및 영업이익은 각각 3,582억원(+28%YoY), 355억원(+151%YoY)으로 사상 최대치를 기록할 것으로 추정한다.

>>> 목표주가 ‘20,000원’ 유지

주가는 최근 1개월간 38% 급등했다. 현 주가는 16년 예상실적 기준 PER 10.6배, PBR 2.4배 수준이다. OLED 업종의 과거 사이클 고점인 11~12년 당시 동사 주가는 평균 PER 20.8~26.2배, PBR 2.9~3.5배 사이에서 거래됐다. 우리는 16~18년의 OLED 업황이 10~11년을 능가하는 역대 최고의 호황기를 맞을 것으로 판단한다. 밸류에이션이 과거 고점 수준에 도달하지 못할 이유가 없다. AP시스템에 대한 목표주가 20,000원(16년 예상실적 기준 P/B 3.5배 적용)과 투자의견 ‘Buy’를 유지한다.

삼성디스플레이,
AP시스템 2대주주로
등극

AP시스템이 11년2월에 발행한 2회차 전환사채 275억원 중에서 159억원의 전환청구권이 행사됐다. 이 전환사채는 발행 당시 삼성모바일디스플레이가 투자했고, 지금은 삼성디스플레이(SDC)가 보유 중인 것으로 파악된다. 이로써 삼성디스플레이는 AP시스템의 보통주 220만주를 보유한 2대주주로 올라서게 된다. 미전환사채 잔액 116억원은 상환 후 전환권이 소멸될 것으로 예상된다. SDC가 보유 전환사채 중 일부만 전환권을 행사한 이유는 현 최대주주(정기로 대표이사)의 지분율 9.8%(228만주)를 넘기지 않기 위한 것으로 보인다.

세계 최대 OLED
Capex Spender와의
파트너십 강화

결론적으로 SDC가 2대 주주가 된 것은 동사의 안정적 성장에 긍정적인 요소가 될 것으로 판단한다. SDC는 글로벌 OLED 산업의 초격차 1위업체로, 향후 3년간 전개될 OLED Capex 상승사이클의 진원지가 될 전망이다. 동사는 세계 최대 OLED Capex Spender인 SDC를 Captive Market으로 확보하게 된 것이다.

중국시장 진출효과
극대화

이와 더불어 15년부터 본격화된 중국시장 진출의 성과가 16년에는 한층 확대될 가능성이 크다. AP시스템은 14~15년에 Truly, Tianma, Visionox, EverDisplay로부터 ELA 장비 등을 수주했다. 이들 업체는 16년 이후에도 후속투자에 나설 전망이기 때문에 동사의 추가 수주 가능성이 높다. 중국 패널 업체들은 15년까지 LTPS LCD 증설에 집중했고, 16년부터는 OLED 설비투자에 초점을 맞추고 있다. 동사는 LTPS LCD보다 OLED 장비 시장에서 독보적인 강점을 갖고 있기 때문에 수주의 규모가 한층 확대될 수 있을 것으로 판단한다.

AP시스템 분기별 실적전망 (단위: 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2014	2015E	2016E	2017E
매출액(십억원)	79.7	62.8	90.8	45.6	50.7	109.4	110.3	87.7	175.4	278.9	358.2	453.2
AMOLED 장비	73.8	53.9	77.2	35.1	44.7	102.3	101.3	77.5	155.7	240.0	325.8	411.3
LCD 장비	1.7	1.1	1.0	0.5	1.6	1.0	1.0	0.5	8.3	4.3	4.1	3.9
반도체 장비	1.1	5.0	10.4	7.8	1.0	3.7	5.8	7.5	4.1	24.4	17.9	27.2
기타	3.2	2.8	2.2	2.2	3.4	2.4	2.3	2.2	7.3	10.3	10.4	10.8
영업이익	5.3	2.1	4.6	2.1	3.1	9.9	12.9	9.6	3.7	14.1	35.5	54.0
세전이익	4.4	1.6	3.2	2.1	3.4	10.1	13.2	9.9	1.0	11.2	36.6	55.7
당기순이익	3.3	1.3	2.6	1.7	2.8	8.4	11.0	8.2	1.0	8.9	30.3	46.2
수익성												
영업이익률	6.7%	3.4%	5.1%	4.5%	6.1%	9.0%	11.7%	10.9%	2.1%	5.1%	9.9%	11.9%
세전이익률	5.5%	2.5%	3.5%	4.6%	6.6%	9.3%	12.0%	11.2%	0.6%	4.0%	10.2%	12.3%
순이익률	4.1%	2.0%	2.9%	3.8%	5.5%	7.7%	9.9%	9.3%	0.6%	3.2%	8.5%	10.2%
매출비중												
AMOLED 장비	92.5%	85.9%	85.0%	77.0%	88.1%	93.5%	91.9%	88.3%	88.8%	86.0%	91.0%	90.7%
LCD 장비	2.2%	1.8%	1.1%	1.1%	3.2%	1.0%	0.9%	0.5%	4.7%	1.6%	1.1%	0.9%
반도체 장비	1.4%	8.0%	11.5%	17.2%	1.9%	3.4%	5.2%	8.6%	2.4%	8.7%	5.0%	6.0%
기타	4.0%	4.4%	2.4%	4.7%	6.8%	2.2%	2.1%	2.6%	4.2%	3.7%	2.9%	2.4%

자료: 키움증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	2,541	1,754	2,789	3,582	4,532
매출원가	2,160	1,491	2,346	2,825	3,480
매출총이익	380	263	444	757	1,053
판매비및일반관리비	220	226	302	403	513
영업이익(보고)	160	37	141	355	540
영업이익(핵심)	160	37	141	355	540
영업외손익	22	-26	-29	11	18
이자수익	18	8	5	8	8
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	19	18	11	2	2
이자비용	21	25	13	13	12
외환손실	16	20	10	0	0
관계기업지분손익	13	0	-12	8	8
투자및기타자산처분손익	0	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	6	8	13	0	0
기타	2	-15	-23	6	12
법인세차감전이익	183	10	112	366	557
법인세비용	30	0	23	62	95
유효법인세율 (%)	16.6%	-1.0%	20.5%	17.0%	17.0%
당기순이익	152	10	89	303	462
지배주주지분순이익(억원)	151	13	92	314	479
EBITDA	207	101	211	431	626
현금순이익(Cash Earnings)	199	75	159	380	549
수정당기순이익	147	3	79	303	462
증감율(% YoY)					
매출액	16.8	-31.0	59.0	28.4	26.5
영업이익(보고)	22.9	-77.1	285.1	150.9	52.2
영업이익(핵심)	22.9	-77.1	285.1	150.9	52.2
EBITDA	17.2	-51.1	108.7	104.7	45.0
지배주주지분 당기순이익	28.4	-91.5	613.1	242.7	52.4
EPS	23.7	-91.9	613.1	213.3	52.4
수정순이익	75.1	-98.1	2,737.3	283.5	52.4

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	892	1,100	1,031	1,292	1,816
현금및현금성자산	329	183	349	417	709
유동금융자산	23	26	41	53	67
매출채권및유동채권	322	435	429	551	697
재고자산	218	456	211	271	343
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	930	1,056	1,112	1,247	1,344
장기매출채권및기타비유동채권	12	12	20	25	32
투자자산	114	207	174	199	225
유형자산	671	649	741	854	927
무형자산	104	149	138	128	118
기타비유동자산	28	39	40	41	42
자산총계	1,822	2,156	2,143	2,539	3,159
유동부채	569	602	503	554	647
매입채무및기타유동채무	245	444	349	398	504
단기차입금	0	135	130	105	75
유동성장기차입금	285	0	0	20	30
기타유동부채	39	23	24	30	38
비유동부채	235	556	552	583	648
장기매입채무및비유동채무	2	1	2	2	3
사채및장기차입금	200	501	451	421	401
기타비유동부채	34	54	99	160	243
부채총계	805	1,158	1,055	1,137	1,295
자본금	116	117	117	128	128
주식발행초과금	635	650	650	650	650
이익잉여금	396	398	490	804	1,282
기타자본	-151	-185	-185	-185	-185
지배주주지분자본총계	997	980	1,071	1,396	1,875
비지배주주지분자본총계	21	18	16	5	-11
자본총계	1,017	998	1,087	1,402	1,864
순차입금	133	427	192	77	-268
총차입금	485	637	582	547	507

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	13	-85	320	252	430
당기순이익	152	10	89	303	462
감가상각비	39	55	58	67	77
무형자산상각비	8	9	11	10	9
외환손익	4	6	-1	-2	-2
자산처분손익	0	1	0	0	0
지분법손익	-4	0	12	-8	-8
영업활동자산부채 증감	-285	-211	150	-131	-111
기타	100	44	1	13	2
투자활동현금흐름	-156	-168	-145	-209	-183
투자자산의 처분	31	-100	6	-29	-32
유형자산의 처분	1	10	0	0	0
유형자산의 취득	-139	-29	-150	-180	-150
무형자산의 처분	-52	-63	0	0	0
기타	4	13	-1	-1	-1
재무활동현금흐름	54	108	-9	25	44
단기차입금의 증가	0	130	-5	-25	-30
장기차입금의 증가	65	0	-50	-10	-10
자본의 증가	121	15	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-132	-38	46	60	84
현금및현금성자산의순증가	-90	-146	166	68	291
기초현금및현금성자산	420	329	183	349	417
기말현금및현금성자산	329	183	349	417	709
Gross Cash Flow	299	126	170	383	541
Op Free Cash Flow	-296	-202	182	35	235

투자지표

(단위: 원, 배, %)

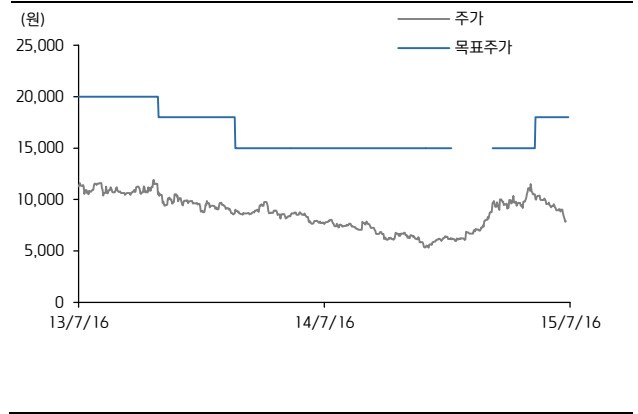
12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
주당 지표(원)					
EPS	674	55	391	1,226	1,869
BPS	4,294	4,185	4,577	5,553	7,322
주당 EBITDA	922	432	901	1,685	2,444
CFPS	886	319	678	1,485	2,143
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	14.6	111.1	33.2	10.6	7.0
PBR	2.3	1.5	2.8	2.4	1.8
EV/EBITDA	11.7	15.6	15.0	7.0	4.3
PCFR	11.1	19.1	19.2	8.8	6.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	6.3	2.1	5.1	9.9	11.9
영업이익률(핵심)	6.3	2.1	5.1	9.9	11.9
EBITDA margin	8.1	5.8	7.6	12.0	13.8
순이익률	6.0	0.6	3.2	8.5	10.2
자기자본이익률(ROE)	16.1	1.0	8.6	24.4	28.3
투자자본이익률(ROIC)	15.6	3.3	9.5	21.2	27.7
안정성(%)					
부채비율	79.1	116.0	97.0	81.1	69.5
순차입금비율	13.0	42.8	17.6	5.5	-14.4
이자보상배율(배)	7.5	1.5	10.6	27.2	43.6
활동성(배)					
매출채권회전율	5.3	4.6	6.5	7.3	7.3
재고자산회전율	12.2	5.2	8.4	14.8	14.7
매입채무회전율	5.4	5.1	7.0	9.6	10.1

- 당사는 1월 13일 현재 'AP시스템' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
AP시스템 (054620)	2013/06/18	BUY(Maintain)	20,000원
	2013/08/09	BUY(Maintain)	20,000원
	2013/11/12	BUY(Maintain)	18,000원
	2014/03/06	BUY(Maintain)	15,000원
	2014/07/22	BUY(Maintain)	15,000원
	2015/03/23	BUY(Relinitiate)	15,000원
	2015/04/20	BUY(Maintain)	15,000원
	2015/04/29	BUY(Maintain)	15,000원
	2015/05/29	BUY(Maintain)	18,000원
	2015/07/14	BUY(Maintain)	18,000원
	2015/07/16	BUY(Maintain)	18,000원
	2015/11/11	BUY(Maintain)	14,000원
	2016/01/11	BUY(Maintain)	20,000원
	2016/01/14	BUY(Maintain)	20,000원

목표주가 추이



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2015/1/1~2015/12/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	178	93.19%
중립	13	6.81%
매도	0	0.00%