



2017/11/24

AP시스템(265520)

18년부터 실적 정상화 된다

■ 18년에도 중국 업체들의 OLED 신규 투자 이어질 전망

18년에도 삼성디스플레이와 중국 업체들의 Flexible OLED 신규 투자가 이어지면서 동사의 실적을 견인할 것으로 전망된다. 당사는 내년 삼성디스플레이가 약 45K/월 규모의 신규 설비 투자를 시작할 것으로 예상하며, 중국 업체의 경우에는 BOE (30K/월~45K/월), CSOT (30K/월), GVO (15K/월), EDO (15K/월)의 추가 증설 가능성이 상당히 높을 것으로 보고 있다. 이는 올해 동사 신규 수주 규모와 유사한 수준이다. 이를 반영한 18년 실적은 매출액 9,564억 원 (YoY: +0%), 영업이익 798억원 (YoY: +64%)를 기록할 것으로 추정된다. 다만 내년부터 반도체, 디스플레이 장비 업체들의 회계 기준이 IFRS 15로 새롭게 적용되기 시작하면서 기존 투입원가 진행률 기준에서 인도일 혹은 장비 설치일 기준으로 변경될 예정이기 때문에 추후 새롭게 Update할 예정이다.

■ Laminating 후공정 장비로 인한 실적 악화는 올해까지만

지난 2Q17 실적은 매출액 2,454억원 (YoY: +105%, QoQ: -36%), 영업이익 21 억원 (YoY: -82%, QoQ: -93%)으로 상당히 부진하였다. 올해 처음으로 수주하여 공급을 시작한 후공정 Laminating 장비의 수익성이 낮아 제품 Mix가 악화되면서 매출원가율이 크게 상승하였고, 후공정 Set-up 후 수율 안정화를 위해 현지 신규 인력 채용 및 국내 인력 파견 등이 상당 기간 이어지면서 추가 비용이 발생하며 인건비 부담이 늘어났기 때문인 것으로 분석된다. 4분기에 도 Laminating 장비 인력 지원이 이어지면서 뚜렷한 수익성 개선을 기대하기는 쉽지 않다. 다만 4분기에 Laminating 장비 매출 인식이 마무리될 것으로 예상되어 18년부터는 수익 구조가 정상화될 것으로 전망된다.

■ 매수 투자의견 유지. 목표주가는 54,000원으로 소폭 하향 조정

동사에 대한 매수 투자의견 유지, 목표주가는 18년 예상 실적 추정치를 조정함에 따라 54,000원으로 7% 하향 조정한다. 목표주가는 18년 예상 EPS에 최근 4년간 저점과 평균 P/E 배수 중간값인 13.9배를 적용하여 산출하였다. 후공정 Laminating 장비 매출 인식에 따른 실적 악화 영향은 4분기에도 이어질 수 있다는 점은 당분간 주가에 부담으로 작용할 수 있다. 그러나 18년을 앞둔 시점에서 1Q18부터 뚜렷한 수익성 개선세가 나타날 수 있다는 점을 감안할 때 점진적인 주가 회복세를 기대할 수 있다는 판단이다.

디스플레이 정원석

(2122-9203) wschung@hi-ib.com

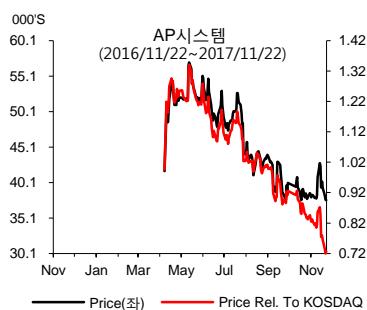
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	54,000원
종가(2017/11/22)	37,600원

Stock Indicator

자본금	-십억원
발행주식수	1,368만주
시가총액	514십억원
외국인지분율	26.5%
배당금(2016E)	-
EPS(2017E)	2,792원
BPS(2017E)	2,333원
ROE(2017E)	200.0%
52주 주가	37,600~57,000원
60일평균거래량	179,168주
60일평균거래대금	7.2십억원

Price Trend



<표 1> AP 시스템 분기별 실적 추이 및 전망

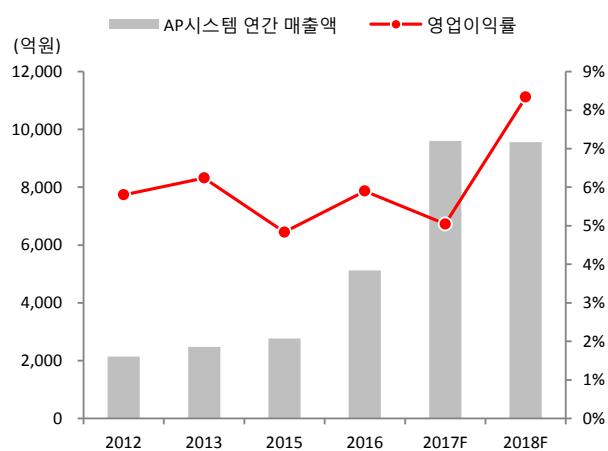
(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017F	2018F
예상 신규 수주	1,102	5,099	1,373	927	1,756	3,162	1,755	1,509	7,199	8,501	8,637
매출액	1,264	3,843	2,454	2,049	1,876	2,356	2,548	2,784	5,120	9,609	9,564
YoY	257%	308%	105%	-22%	48%	-39%	4%	36%	85%	88%	0%
QoQ	-52%	204%	-36%	-16%	-8%	26%	8%	9%	-	-	-
매출원가	1,105	3,436	2,351	1,921	1,645	2,061	2,226	2,439	4,492	8,814	8,372
매출원가율	87%	89%	96%	94%	88%	87%	87%	88%	88%	92%	88%
매출총이익	158	407	102	128	230	295	322	344	629	795	1,192
매출총이익률	13%	11%	4%	6%	12%	13%	13%	12%	12%	8%	12%
판매비 및 관리비	32	109	81	87	78	97	105	115	197	327	310
판관비율	3%	3%	3%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	3%	3%
영업이익	126	297	21	41	153	198	217	230	302	485	798
영업이익률	10%	8%	1%	2%	8%	8%	9%	8%	6%	5%	8%
YoY	흑자전환	3028%	-82%	-82%	흑자전환	-33%	937%	466%	126%	60%	64%
QoQ	-45%	135%	-93%	94%	276%	30%	10%	6%	-	-	-
세전이익	120	305	13	32	151	196	215	228	358	469	790
세전이익률	9%	8%	1%	2%	8%	8%	8%	8%	7%	5%	8%
당기순이익	92	232	6	27	114	145	165	177	279	357	601
당기순이익률	7%	6%	0%	1%	6%	6%	6%	6%	5%	4%	6%
YoY	-883%	86808%	-89%	-89%	24%	-37%	2893%	545%	61%	-32%	69%
QoQ	-62%	152%	-98%	398%	316%	27%	13%	7%	-	-	-

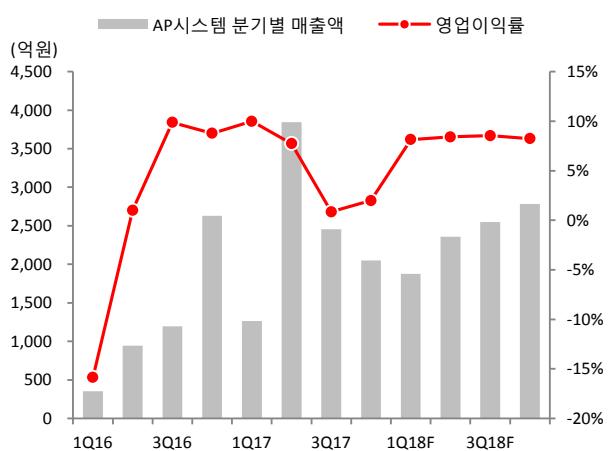
자료: AP시스템, 하이투자증권

주: 16년은 기준 AP시스템 별도 기준 실적 반영, 17년 예상 실적은 사업회사 분할 재상장으로 1, 2월 실적 제외

<그림 1> AP 시스템 연간 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



<그림 2> AP 시스템 분기별 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



자료: AP시스템, 하이투자증권

자료: AP시스템, 하이투자증권

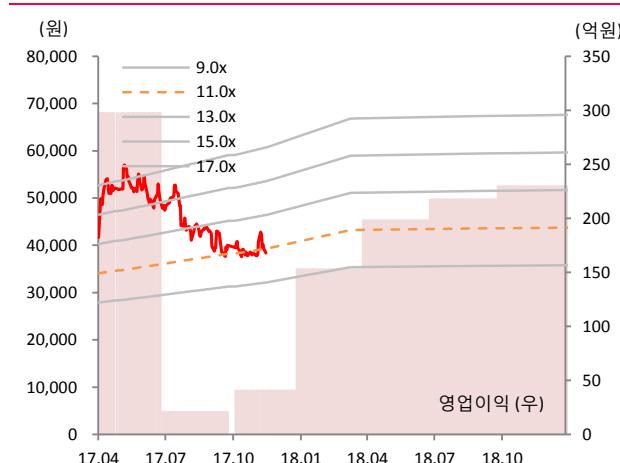
<표 2> AP 시스템 목표주가 산출

	분할 상장 이전 ← → 신규 분할 상장 후								
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F	비고
EPS (원)							2,792	3,930	
BPS (원)							2,333	6,263	
고점 P/E (배)	33.9	27.3	20.2	180	35.3	25.4	20.4	-	최근 4년간 평균: 23.0 (14년 제외)
평균 P/E (배)	26.2	20.8	15.8	143	23.1	17.4	16.5	-	최근 4년간 평균: 16.6 (14년 제외)
저점 P/E (배)	16.3	11.7	11.3	97.1	16.2	8.6	13.5	-	최근 4년간 평균: 11.3 (14년 제외)
고점 P/B (배)	4.5	3.8	3.2	2.4	2.9	4.2	-	-	최근 4년간 평균: 3.1
평균 P/B (배)	3.5	2.9	2.5	1.9	1.9	2.9	-	-	최근 4년간 평균: 2.3
저점 P/B (배)	2.1	1.6	1.8	1.3	1.3	1.7	-	-	최근 4년간 평균: 1.5
Target P/E (배)							13.9	13.9	
적용 EPS (원)							2,792	3,930	최근 4년간 저점-평균 P/E 배수 중간값 (14년 제외)
적정주가 (원)							38,841	54,682	
목표주가 (원)								54,000	18년 예상 실적 기준 P/E 13.7배 수준
전일 종가 (원)								38,300	17년 예상 실적 기준 P/E 9.7배 수준
상승 여력								41.0%	

자료: AP시스템, 하이투자증권

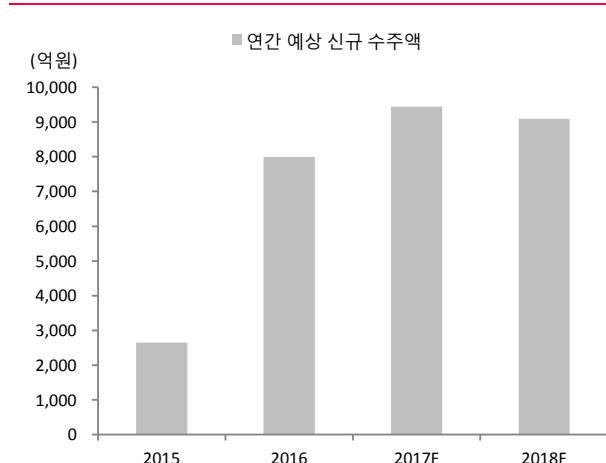
주: 17년 이전은 기준 AP시스템 연결 기준 실적 반영, 17년 예상 실적은 사업회사 분할 재상장으로 1, 2월 실적 제외

<그림 3> AP 시스템 12 개월 Forward P/E Chart



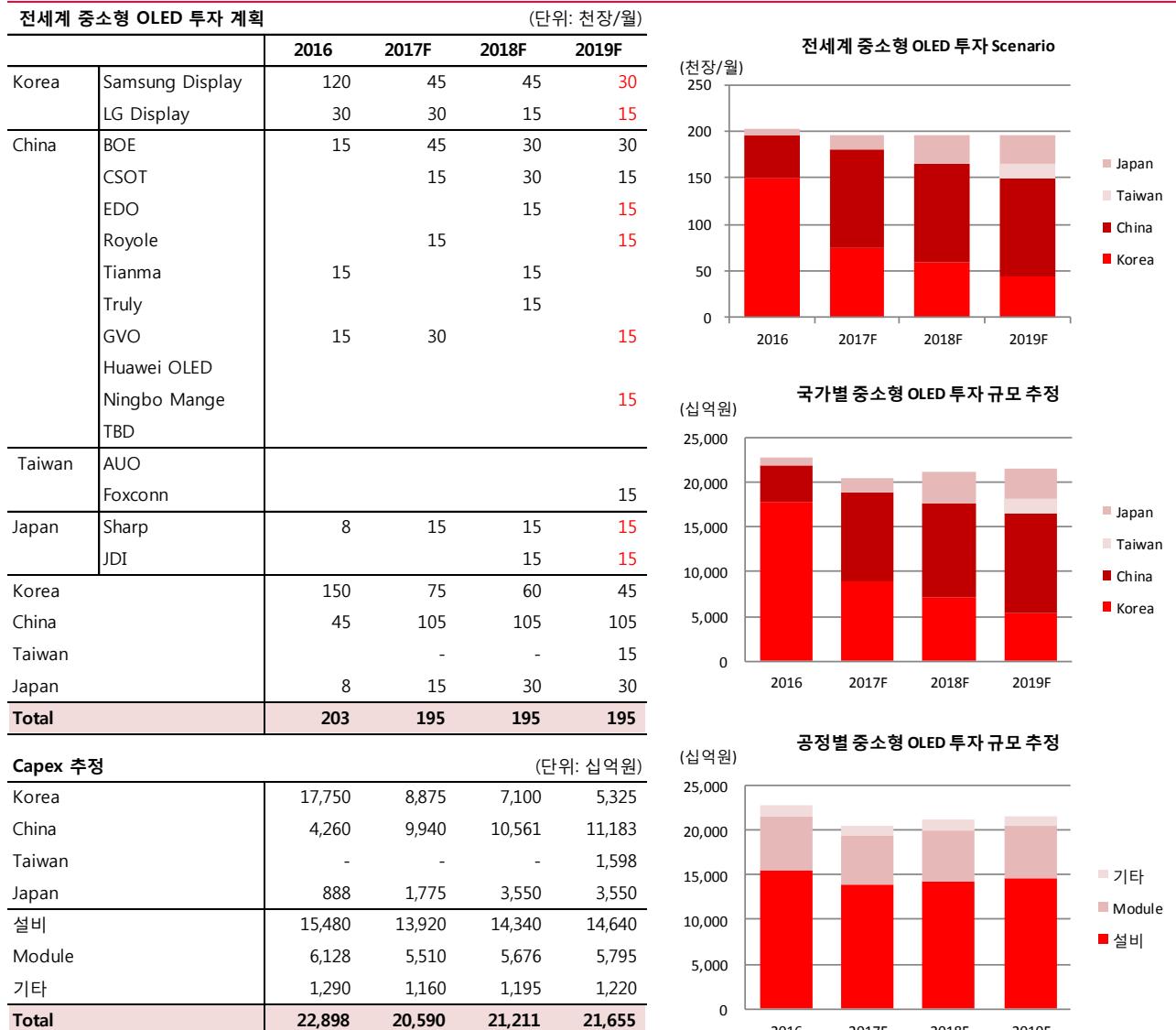
자료: 하이투자증권

<그림 4> AP 시스템 연간 예상 신규 수주액 추이 및 전망



자료: 하이투자증권

<그림 5> 주요 디스플레이 업체 중소형 OLED 신규 설비 투자 현황 및 전망



자료: 하이투자증권

<표 3> 주요 디스플레이 업체 OLED 신규 설비 투자 계획

Manufacturer	Factory	Phase	OLED Gen	App	Substrate	장비 PO				장비 입고				양산 가동 (단위: 천장/월)				
						1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	
Apple	Longtan Fab B AMOLED	1	4	Mobile	Rigid/Flex				1	1	1	1	1	1	1	1	1	
	AUO FVO Kunshan AMOLED	1	Half G6	Mobile	Rigid/Flex												3	
		2	Half G6	Mobile	Rigid/Flex													
BOE	L4B AMOLED Flex	1	Half G4	Mobile	Flexible											1	1	
		1	Half G6	Mobile	Rigid/Flex				2	6	8	12	16	16	16	16	16	
		2	Half G6	Mobile	Flexible					4	8	12	16	16	16	16	16	
	BOE Miyang B11 AMOLED	1	Half G6	Mobile	Flexible								6	16	16	16	16	
		2	Half G6	Mobile	Flexible									5	10	15		
		3	Half G6	Mobile	Flexible										4	8		
CEC Panda	Nanking AMOLED	1	4	Mobile	Rigid/Flex								1	1	1	1	1	
			Half G6	Mobile	Rigid/Flex													
		2	Half G6	Mobile	Rigid/Flex													
China Star	CSOT T4 OLED	1	Half G6	Mobile	Rigid/Flex												10	
	Shenzhen T2 OLED	1	8	TV	Rigid											1	1	
	Wuhan T3 (G4 OLED R&D)	1	Half G4	Mobile	Rigid/Flex					1	1	1	1	1	1	1	1	
CPT	Mantix (MDT) Fuzhou R&D	1	4	Mobile	Rigid								1	1	1	1	1	
Daqing OLED	Heilongjiang 1	1	Half G6	Mobile	Flexible													
EDO	Ever Display Shanghai 2	1	Half G6	Mobile	Rigid/Flex									3	6	8		
		2	Half G6	Mobile	Rigid/Flex										8			
Foxconn	Foxconn ZengZhou 1	1	Half G6	Mobile	Rigid/Flex													
JDI	JDI Hakusan D3 AMOLED	1	Half G6	Mobile	Flexible													
	Mobara J1 AMOLED	1	Half G6	Mobile	Rigid/Flex					1	2	4	8	12	15	15	15	
JOLED	JOLED 2	1	8	IT	Rigid/Flex													
		2	8	IT	Rigid/Flex													
LG Display	LGD AP3-E5	1	Half G6	Mobile	Flexible				4	8	8	8	8	8	8	8	8	
		2	Half G6	Mobile	Flexible				3	5	8	8	8	8	8	8	8	
		3	Half G6	Mobile	Flexible									5	8	8	8	
		4	Half G6	Mobile	Flexible													
	LGD Guangzhou 3 OLED	1	8	TV	Rigid									10	20	30		
		2	8	TV	Rigid									15	25			
	LGD M2-E4-3	1	8	TV	Rigid										8	18		
	LGD P10 G6 OLED	1	Half G6	Mobile	Flexible													
	LGD P9-E6 G6 OLED	1	Half G6	Mobile	Flexible								5	10	15	15	15	
		2	Half G6	Mobile	Flexible								10	15	15	15	15	
		3	Half G6	Mobile	Flexible								10	15	15	15	15	
Ningbo Mange	Zhejiang 1	1	Half G6	Mobile	Rigid/Flex													
Royole	Royole Shenzhen 1	1	Quarter G5.5	Mobile	Flexible								1	3	5	5	5	
		2	Quarter G5.5	Mobile	Flexible										4	8		
	Royole Shenzhen 2	1	Half G6	Mobile	Flexible													
Samsung Display	SD A2-E (V-1 Pilot)	1	Quarter G5.5	Mobile	Rigid				6	8	8	8	8	8	8	8	8	
		2	Quarter G5.5	Mobile	Rigid					3	8	8	8	8	8	8	8	
	SD A3	3	Half G6	Mobile	Flexible	10	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	
		4	Half G6	Mobile	Flexible	8	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	
		5	Half G6	Mobile	Flexible	10	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	
		6	Half G6	Mobile	Flexible	5	12	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	
		7	Half G6	Mobile	Flexible	10	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	
		8	Half G6	Mobile	Flexible	4	13	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	
		9	Half G6	Mobile	Flexible	10	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	
		1	Half G6	Mobile	Flexible	10	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	
	SD A4 (L7-1)	2	Half G6	Mobile	Flexible				12	15	15	15	15	15	15	15	15	
		3	Half G6	Mobile	Flexible									10	15	15	15	
		4	Half G6	Mobile	Flexible									5	10	15		
		5	Half G6	Mobile	Flexible										8	15		
		6	Half G6	Mobile	Flexible													
		7	Half G6	Mobile	Flexible													
Sharp	Sharp AMOLED Sakai MP	1	Half G6	Mobile	Rigid/Flex								3	6	10	15	15	15
	Sharp AMOLED Sakai Pilot	1	4	Mobile	Rigid/Flex								4	4	4	4	4	
Tianma	TN M Shanghai AMOLED 2	2	Quarter G5.5	Mobile	Rigid				3	4	4	4	4	4	4	4	4	
		3	Quarter G5.5	Mobile	Rigid								1	3	4	4	4	
	TN M Zouling Wuhan AMOLED	1	Half G6	Mobile	Rigid/Flex				10	10	15	15	15	15	15	15	15	
		2	Half G6	Mobile	Rigid/Flex						5	10	15	15	15	15	15	
Truly	Truly Huizhui B AMOLED	2	4	Mobile	Rigid/Flex								5	10	15	15	15	
Visionox	GoVisionox Kunshan 3	2	Quarter G5.5	Mobile	Rigid/Flex				5	11	11	11	11	11	11	11	11	
	VSX Gu'an V2	1	Half G6	Mobile	Rigid/Flex								2	5	10	15		
Yancheng Kia	Jiangsu 1	1	Half G6	Mobile	Rigid/Flex											5		
총합계						18	45	80	148	188	211	248	302	351	400	490	591	

자료: IHS, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

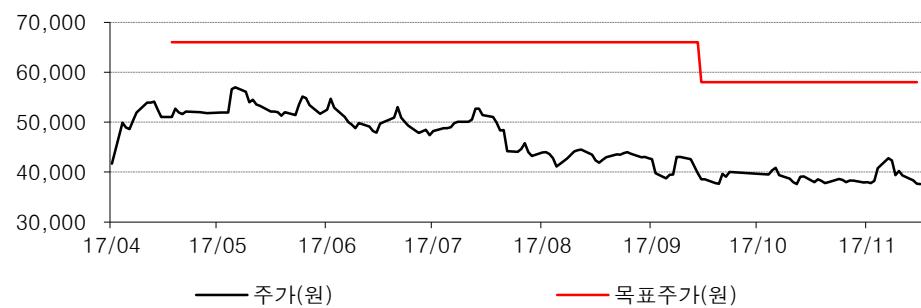
재무상태표		(단위:십억원)				포괄손익계산서		(단위:십억원%)			
		2016E	2017E	2018E	2019E			2016E	2017E	2018E	2019E
유동자산	-	360	417	477		매출액	-	961	956	955	
현금 및 현금성자산	-	130	187	247		증가율(%)	-	-	-0.5	-0.1	
단기금융자산	-	-	-	-		매출원가	-	881	837	833	
매출채권	-	154	153	153		매출총이익	-	79	119	123	
재고자산	-	77	77	76		판매비와관리비	-	31	39	42	
비유동자산	-	7	11	12		연구개발비	-	8	9	10	
유형자산	-	5	8	9		기타영업수익	-	-	-	-	
무형자산	-	2	3	3		기타영업비용	-	-	-	-	
자산총계	-	368	427	488		영업이익	-	49	80	80	
유동부채	-	306	306	306		증가율(%)	-	-	64.5	0.5	
매입채무	-	96	96	96		영업이익률(%)	-	5.0	8.3	8.4	
단기차입금	-	110	110	110		이자수익	-	2	3	4	
유동성장기부채	-	-	-	-		이자비용	-	2	2	2	
비유동부채	-	26	26	26		지분법이익(손실)	-	-	-	-	
사채	-	-	-	-		기타영업외손익	-	1	1	1	
장기차입금	-	26	26	26		세전계속사업이익	-	47	79	80	
부채총계	-	332	332	332		법인세비용	-	11	19	19	
지배주주지분	-	36	96	157		세전계속이익률(%)	-	4.9	8.3	8.4	
자본금	-	-	-	-		당기순이익	-	36	60	61	
자본잉여금	-	-	-	-		순이익률(%)	-	3.7	6.3	6.4	
이익잉여금	-	36	96	157		지배주주귀속 순이익	-	36	60	61	
기타자본항목	-	-	-	-		기타포괄이익	-	-	-	-	
비지배주주지분	-	-	-	-		총포괄이익	-	36	60	61	
자본총계	-	36	96	157		지배주주귀속총포괄이익	-	36	60	61	

현금흐름표		(단위:십억원)			
		2016E	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	-	78	62	64	
당기순이익	-	36	60	61	
유형자산감가상각비	-	1	1	1	
무형자산상각비	-	-	0	1	
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	
투자활동 현금흐름	-	-7	-6	-4	
유형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	
무형자산의 처분(취득)	-	-2	-1	-1	
금융상품의 증감	-	-	-	-	
재무활동 현금흐름	-	136	-	-	
단기금융부채의증감	-	110	-	-	
장기금융부채의증감	-	26	-	-	
자본의증감	-	-	-	-	
배당금지급	-	-	-	-	
현금및현금성자산의증감	-	120	57	60	
기초현금및현금성자산	-	10	130	187	
기말현금및현금성자산	-	130	187	247	

주요투자지표					
		2016E	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS			2,792	3,930	3,996
BPS			2,333	6,263	10,259
CFPS			2,870	4,000	4,107
DPS			-	-	-
Valuation(배)					
PER			13.5	9.6	9.4
PBR			16.1	6.0	3.7
PCR			13.1	9.4	9.2
EV/EBITDA			10.5	5.7	4.9
Key Financial Ratio(%)					
ROE			200.0	91.4	48.4
EBITDA 이익률			5.2	8.5	8.6
부채비율			931.5	346.5	211.5
순부채비율			-	17.3	-53.4
매출채권회전율(x)			-	12.5	6.2
재고자산회전율(x)			-	25.0	12.5

자료 : AP 시스템, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(AP시스템)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	고리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2017-04-24	Buy	66,000	6개월	-27.1%	-13.6%
2017-09-21	Buy	58,000	1년	-33.0%	-26.2%
2017-11-27	Buy	54,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자 : 정원석\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2017-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	88.3 %	11.7 %	-