

2018/09/11

AP시스템(265520)

디스플레이 정원석

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

중국은 좋다. 삼성은 글썄...

Buy (Maintain)

■ 하반기 중국향 설비 공급 집중되며 실적 개선세 전망

동사 3Q18 실적은 매출액 2,704억원 (YoY: +10%, QoQ: +46%), 영업이익 232억원 (YoY: +1009%, QoQ: +151%)을 기록하며 전분기 대비 가파른 개선세를 나타낼 것으로 추정된다. 주력 고객사인 삼성디스플레이향 유지보수 관련 매출이 꾸준한 가운데 상반기 대비 하반기에 중화향 OLED 설비 공급이 집중되어 있어 이익 증가폭이 크게 나타날 것으로 예상되기 때문이다. 다만 상반기 실적이 당초 예상보다 부진함에 따라 연간 영업이익 추정치를 기존 725억원에서 약 15% 감소한 613억원으로 하향하였다.

■ 삼성디스플레이 대형 OLED 투자에 대한 막연한 기대감은 경계 필요

올해 동사의 주력 고객사인 삼성디스플레이의 Flexible OLED 설비 투자를 기대하긴 어렵지만 중화권 업체들의 OLED 설비 투자는 6세대 Capa. 기준으로 전년과 유사한 약 100K/월 규모에 이를 정도로 상당히 공격적이다. 당분간 중국 지방 정부의 OLED 산업 투자 지원이 이어질 가능성이 높다고 볼 때 내년에도 상당 부분 투자가 지속될 것으로 전망된다. 따라서 전세계 OLED ELA 장비 시장에서 독과점적인 지위에 있는 동사의 수혜가 기대된다.

다만 일부 시장에서 거론되고 있는 삼성디스플레이의 대면적 QD-OLED 설비 투자에 대한 막연한 기대는 경계할 필요가 있다. 물론 대면적 OLED 투자가 진행될 경우 봉지 설비의 수주 가능성은 존재한다. 다만 당사는 삼성디스플레이가 올해 3월부터 QD-OLED 기술 개발에 착수했다는 점을 고려하여 4Q18~1Q19에 Pilot (시범) 설비 투자를 거친 후 실제 양산 설비 투자는 4Q19~1Q20경 시작될 것으로 예상된다. Pilot 설비 투자는 규모가 크지 않아 내년 실적을 크게 변화시키기에는 다소 부족하다는 판단이다.

■ 매수 투자 의견 유지하나 목표주가는 33,000원으로 하향 조정

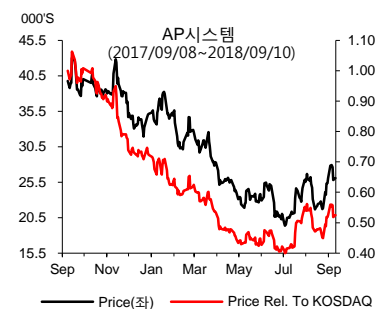
하반기 가파른 이익 개선세가 예상되는 동사에 대한 매수 투자 의견을 유지하나 목표주가는 18년 실적 추정치를 하향함에 따라 33,000원으로 조정한다. 현 주가는 18년 예상 실적 기준 P/E 9.4배 수준으로 과거 동사 주가에 적용되어오던 평균 P/E 배수 대비 저평가되어 있으나 국내 전방 업체들의 투자 감소 영향으로 반도체, 디스플레이 장비 동종 업종 평균 P/E 배수가 7.7배에 불과하다는 점을 감안할 때 현 주가에서 상승 여력이 크지 않아 Trading 관점에서 접근하는 것이 바람직해 보인다.

목표주가(12M)	33,000원
종가(2018/09/10)	26,050원

Stock Indicator

자본금	8십억원
발행주식수	1,410만주
시가총액	367십억원
외국인지분율	5.2%
배당금(2017)	-
EPS(2018E)	2,772원
BPS(2018E)	8,641원
ROE(2018E)	38.2%
52주 주가	19,350~43,000원
60일평균거래량	348,104주
60일평균거래대금	8.5십억원

Price Trend



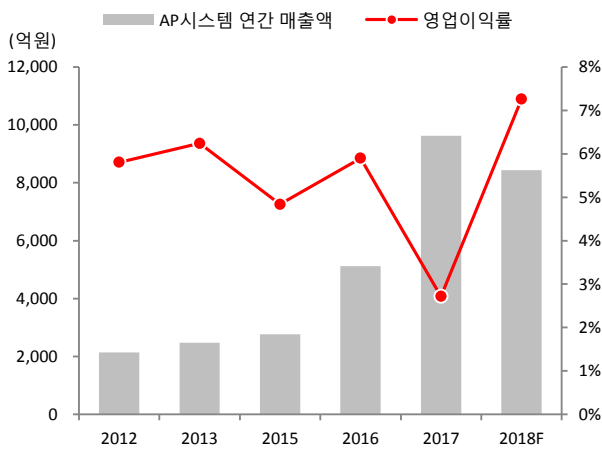
<표 1> AP 시스템 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F
매출액	1,264	3,843	2,454	2,064	1,473	1,852	2,704	2,405	5,120	9,624	8,433
YoY	257%	308%	105%	-21%	17%	-52%	10%	16%	85%	88%	-12%
QoQ	-52%	204%	-36%	-16%	-29%	26%	46%	-11%	-	-	-
매출원가	1,105	3,436	2,351	2,111	1,238	1,630	2,291	2,037	4,492	9,003	7,197
매출원가율	87%	89%	96%	102%	84%	88%	85%	85%	88%	94%	85%
매출총이익	158	407	102	-47	235	222	412	367	629	621	1,237
매출총이익률	13%	11%	4%	-2%	16%	12%	15%	15%	12%	6%	15%
판매비 및 관리비	32	109	81	136	129	130	180	185	197	327	359
판매비율	3%	3%	3%	7%	9%	7%	7%	8%	4%	3%	4%
영업이익	126	297	21	-183	106	92	232	182	302	262	613
영업이익률	10%	8%	1%	-9%	7%	5%	9%	8%	6%	3%	7%
YoY	흑자전환	3028%	-82%	-179%	-16%	-69%	1009%	흑자전환	126%	-13%	134%
QoQ	-45%	135%	-93%	-972%	흑자전환	-12%	151%	-21%	-	-	-
세전이익	120	305	13	-174	82	41	242	193	358	263	558
세전이익률	9%	8%	1%	-8%	6%	2%	9%	8%	7%	3%	7%
당기순이익	92	232	6	-138	82	39	176	126	279	191	424
당기순이익률	7%	6%	0%	-7%	6%	2%	7%	5%	5%	2%	5%
YoY	-883%	86808%	-89%	-157%	-10%	-83%	3097%	-191%	61%	-64%	153%
QoQ	-62%	152%	-98%	-2612%	-160%	-52%	348%	-28%	-	-	-

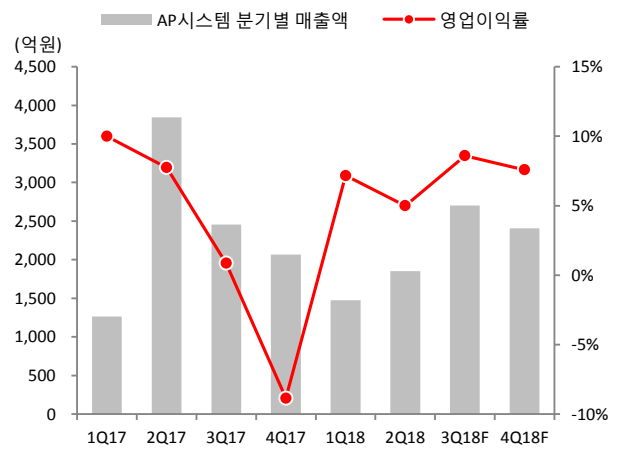
자료: AP시스템 하이투자증권

<그림 1> AP 시스템 연간 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



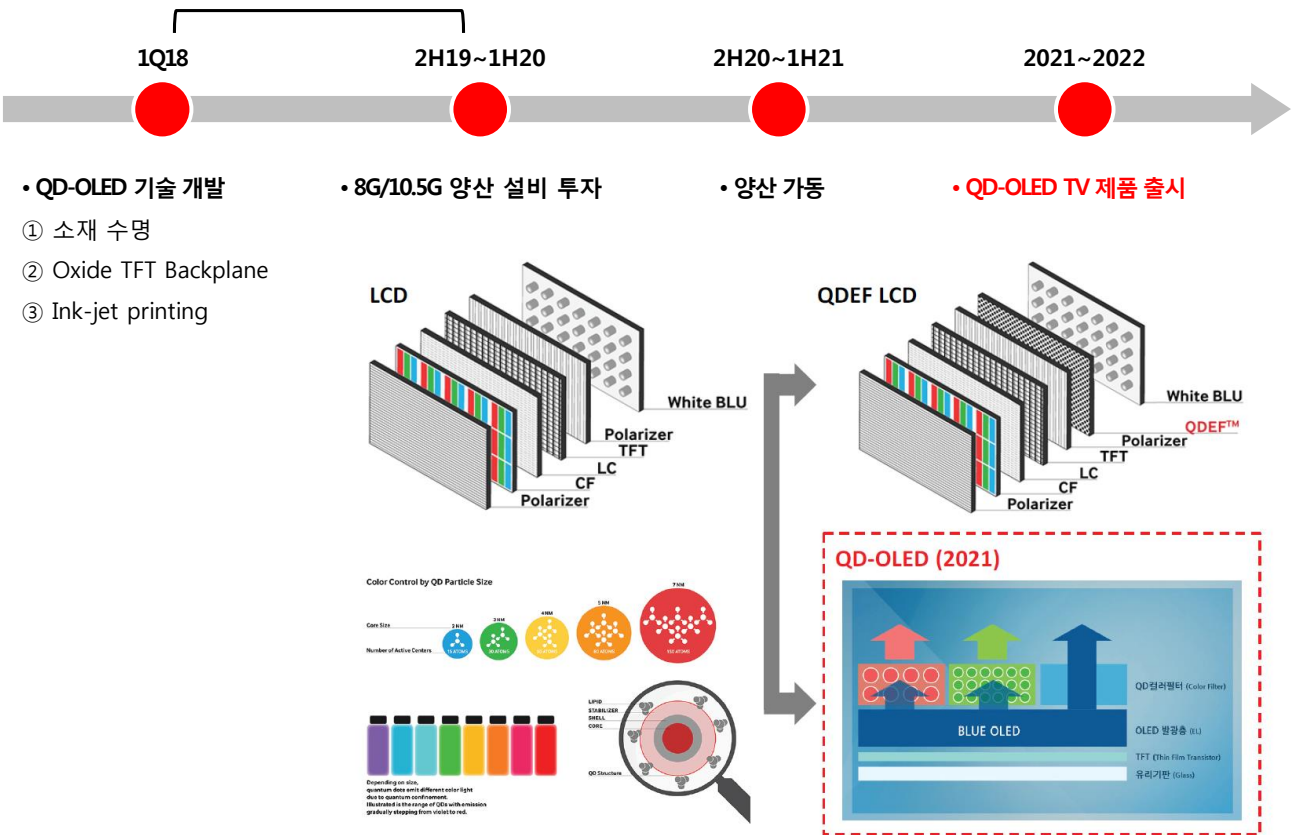
자료: AP시스템 하이투자증권

<그림 2> AP 시스템 분기별 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



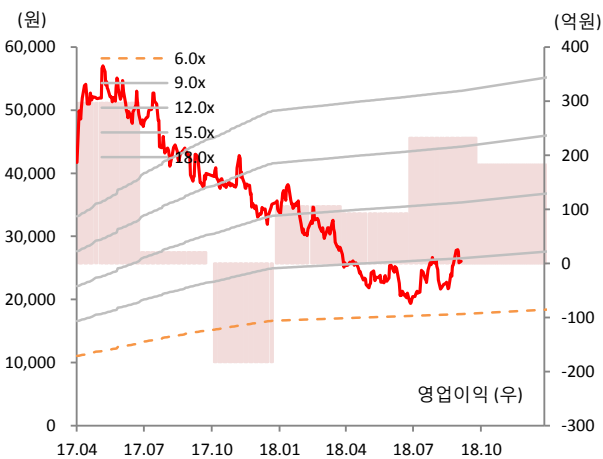
자료: AP시스템 하이투자증권

<그림 3> 삼성디스플레이 대면적 QD-OLED 개발 일정 전망 (하이투자증권)



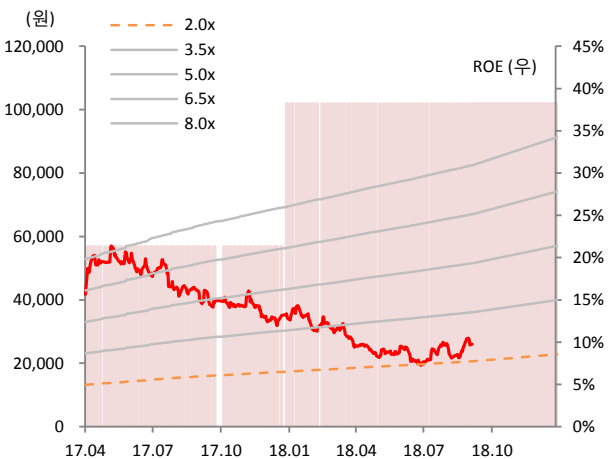
자료: 하이투자증권

<그림 4> AP 시스템 12 개월 Forward P/E Chart



자료: 하이투자증권

<그림 5> AP 시스템 12 개월 Forward P/B Chart



자료: 하이투자증권

<표 2> AP 시스템 목표주가 산출

	분할 상장 이전 ← → 신규 분할 상장 후								비고
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	
EPS (원)								2,772	
BPS (원)								8,641	
고점 P/E (배)	33.9	27.3	20.2	180	35.3	25.4	38.1	13.8	최근 3년간 평균: 25.6
평균 P/E (배)	26.2	20.8	15.8	143	23.1	17.4	29.7	9.7	최근 3년간 평균: 18.8
저점 P/E (배)	16.3	11.7	11.3	97.1	16.2	8.6	21.3	7.0	최근 3년간 평균: 12.2
고점 P/B (배)	4.5	3.8	3.2	2.4	2.9	4.2	9.7	4.4	최근 3년간 평균: 6.1
평균 P/B (배)	3.5	2.9	2.5	1.9	1.9	2.9	7.6	3.1	최근 3년간 평균: 4.5
저점 P/B (배)	2.1	1.6	1.8	1.3	1.3	1.7	5.4	2.2	최근 3년간 평균: 3.1
Target P/E (배)								11.6	최근 3년간 평균 P/E 배수와 Peer group 평균 P/E 배수 중간값
적용 EPS (원)								2,772	
적정주가 (원)								32,276	18년 예상 실적 기준 P/E 11.9배 수준
목표주가 (원)								33,000	
전일 증가 (원)								26,050	17년 예상 실적 기준 P/E 9.4배 수준
상승 여력								26.7%	

자료: AP시스템 하이투자증권

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

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	324	356	429	491
현금 및 현금성자산	63	122	191	248
단기금융자산	34	34	34	34
매출채권	166	146	148	152
재고자산	52	46	47	48
비유동자산	144	130	111	98
유형자산	110	100	86	76
무형자산	24	20	15	12
자산총계	468	487	540	589
유동부채	343	325	328	330
매입채무	138	122	124	127
단기차입금	121	121	121	121
유동성장기부채	5	3	4	3
비유동부채	36	30	33	32
사채	-	-	-	-
장기차입금	22	22	22	22
부채총계	379	355	361	361
지배주주지분	89	132	180	228
자본금	8	8	8	8
자본잉여금	63	63	63	63
이익잉여금	19	62	109	157
기타자본항목	0	0	0	0
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	89	132	180	228

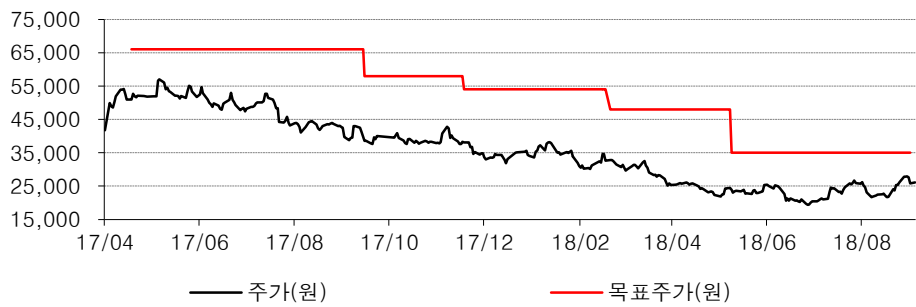
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	962	843	856	880
증가율(%)	-	-12.4	1.5	2.7
매출원가	900	720	730	750
매출총이익	62	124	127	130
판매비와관리비	36	62	61	62
연구개발비	7	5	7	6
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	26	61	66	67
증가율(%)	-	134.2	7.0	2.6
영업이익률(%)	2.7	7.3	7.7	7.6
이자수익	1	1	2	3
이자비용	3	3	3	3
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-2	-6	-4	-5
세전계속사업이익	26	56	64	64
법인세비용	7	13	16	17
세전계속이익률(%)	2.7	6.6	7.5	7.3
당기순이익	19	42	47	48
순이익률(%)	2.0	5.0	5.5	5.4
지배주주귀속 순이익	19	42	47	48
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	19	43	48	48
지배주주귀속총포괄이익	19	42	47	48

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	56	94	99	89
당기순이익	19	42	47	48
유형자산감가상각비	1	8	10	8
무형자산상각비	2	5	6	5
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-47	-11	-11	-11
유형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	-5	-1	-1	-1
금융상품의 증감	-34	-	-	-
재무활동 현금흐름	45	-3	1	-1
단기금융부채의증감	47	-	-	-
장기금융부채의증감	-2	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-	0	-	-
현금및현금성자산의증감	53	59	69	57
기초현금및현금성자산	10	63	122	191
기말현금및현금성자산	63	122	191	248

주요투자지표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	1,495	2,772	3,100	3,134
BPS	5,857	8,641	11,754	14,901
CFPS	1,749	3,634	4,147	3,982
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER	23.5	9.4	8.4	8.3
PBR	6.0	3.0	2.2	1.7
PCR	20.1	7.2	6.3	6.5
EV/EBITDA	18.1	4.8	3.5	2.9
Key Financial Ratio(%)				
ROE	42.7	38.2	30.4	23.5
EBITDA 이익률	3.1	8.8	9.5	9.1
부채비율	423.0	268.6	200.7	158.7
순부채비율	57.8	-7.4	-43.4	-59.7
매출채권회전율(x)	11.6	5.4	5.8	5.9
재고자산회전율(x)	36.7	17.1	18.5	18.6

자료 : AP 시스템 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이(AP시스템)



일자	투자 의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				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%
2017-11-24	Buy	54,000	1년	-36.4%	-29.3%
2018-02-26	Buy	48,000	1년	-43.2%	-31.6%
2018-05-15	Buy	35,000	1년	-33.3%	-20.3%
2018-09-11	Buy	33,000	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 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 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 돕기 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 증가대비 3등급) 종목투자자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

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

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

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.9 %	6.1 %	-