



2017/04/24

AP시스템(265520)

OLED 신규 투자 불확실성 해소로 Rerating 기대

■ AP시스템으로 사업회사 분할 재상장 후 기업 가치 상승

동사는 지난 4월 7일, 지주사 전환을 위해 APS홀딩스 (지주회사)와 AP시스템 (사업회사)으로 분할되어 재상장 되었다. 분할 후 동사의 17년 예상 실적은 매출액 1조원 (별도 기준 YoY: +87%), 영업이익 972억원 (별도 기준 YoY: +222%)으로 전망되어 분할 상장 이전에 기존 AP시스템 주가에 반영되었던 P/E 10배를 그대로 적용할 경우 시가총액 7,500억원 수준 달성을 전혀 무리가 없다. 또한 지주사인 APS홀딩스의 적정 가치는 AP시스템과 디이엔티 등 자회사의 실적 개선과 순자본 가치를 고려할 때 약 2,000억원 수준인 것으로 판단된다.

■ 中 업체 신규 투자 불확실성 해소로 Valuation rerating 기대

최근 업계에 따르면 중국 디스플레이 업체들의 Flexible OLED 대규모 신규 투자가 본격화되는 것으로 파악된다. 우선 BOE는 약 8조원 가량을 추가로 투자하여 6세대 Flexible OLED 신규 공장인 B12 증설 결정을 앞두고 있는 것으로 알려졌다. 이는 17~18년에 신규 설비 투자가 예정되어 있는 B7, B11에 이은 추가 투자이다. 또한 CSOT도 오는 6월말에 약 6조원을 투자해 45K/월 규모의 6세대 Flexible OLED 생산 공장인 T4 건설을 시작하기로 발표하였다.

올해 연초 일부 투자자들은 중화권 업체들의 Flexible OLED 신규 투자가 과연 제대로 이루어질지에 대해 의구심을 가졌다. 이로 인해 관련 장비 업체들의 주가가 고점 대비 조정세를 보였다. 그러나 이미 지난 1월에 Royole과 GVO가 각각 15K/월, 30K/월 규모의 Flexible OLED 신규 투자를 시작하였으며, 향후 BOE, CSOT의 투자가 구체화될 경우 올해 중국 업체들의 Flexible OLED 신규 투자는 최소 105K/월 규모에 달할 전망이다. 추가적으로 하반기에 EDO, Foxconn 등의 신규 투자까지 가시화될 경우 지난해 삼성디스플레이 와 중화권 업체들의 Flexible OLED 신규 투자 합계인 총 180K/월 규모를 상회할 것으로 예상된다. 또한 당사는 올해 하반기에 삼성디스플레이가 19년 Foldable 제품의 상용화와 고객사 다변화 및 적용 Application 확대를 위해 신규 공장 착공에 나설 가능성이 높을 것으로 예상하고 있다. 중화권 업체들의 신규 투자 불확실성 해소와 삼성디스플레이 신규 공장 착공 가능성을 감안할 때 OLED 장비 업체들의 Multiple rerating이 필요한 시점이다.

디스플레이 정원석

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

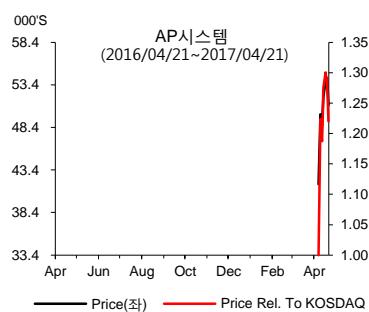
Buy (Reinitiate)

목표주가(6M)	66,000원
종가(2017/04/21)	51,000원

Stock Indicator

자본금	14십억원
발행주식수	1,368만주
시가총액	698십억원
외국인지분율	20.0%
배당금(2016E)	-
EPS(2017E)	5,916원
BPS(2017E)	17,808원
ROE(2017E)	31.7%
52주 주가	41,700~54,100원
60일평균거래량	887,582주
60일평균거래대금	44.8십억원

Price Trend



■ 매수 투자의견과 목표주가 66,000원 신규 제시

17년 삼성디스플레이와 중화권 업체들을 중심으로 중소형 OLED 신규 투자 확대가 예상되고, 기존 주력 장비인 ELA, LLO 외 신규 Item의 공급도 가시화 되면서 동사의 실적 개선폭 가파를 것으로 전망되는 동사에 대한 매수 투자 의견과 목표주가 66,000원을 신규 제시한다. 목표주가 66,000원은 17년 예상 EPS에 P/E 12배를 적용하여 산출하였다. 현 주가는 17년 예상 실적 대비 P/E 9.2배 수준으로 전방 업체들의 신규 투자 확대시 ELA 장비에서 높은 점유율을 확보하고 있는 동사의 수혜가 상당히 클 것으로 예상된다는 점을 감안할 때 상당히 저평가되어 있다는 판단이다. 특히 동사는 미국 Coherent와 함께 전세계 ELA 및 LLO 장비 시장에서 상당히 높은 점유율을 확보하면서 중장기적인 실적 개선세를 나타낼 것으로 전망되는 바 동종 업종 내 높은 Multiple 적용이 타당하다는 판단이다. 최근 차의 실현에 따른 주가 조정을 비중 확대의 기회로 활용할 것을 권고한다.

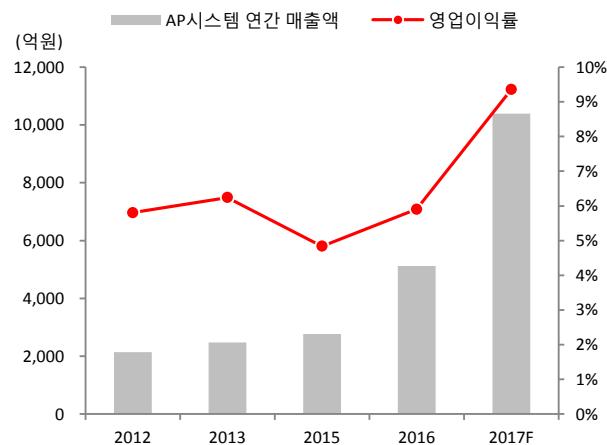
<표 1> AP 시스템 분기별 실적 추이 및 전망

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016	2017F
신규 수주	2,036	1,275	1,769	4,301	3,285	4,970	1,426	1,176	2,384	9,381	10,858
매출액	354	942	1,196	2,629	2,458	2,817	2,627	2,494	2,767	5,120	10,396
QoQ	-28%	166%	27%	120%	-6%	15%	-7%	-5%	-	-	-
YoY	-54%	57%	31%	436%	595%	199%	120%	-5%	64%	85%	103%
매출원가	349	852	1,016	2,275	2,122	2,411	2,237	2,127	2,436	4,492	8,896
매출원가율	99%	90%	85%	87%	86%	86%	85%	85%	88%	88%	86%
매출총이익	5	91	180	354	337	406	390	367	331	629	1,500
매출총이익률	1%	10%	15%	13%	14%	14%	15%	15%	12%	12%	14%
판매비 및 관리비	61	81	62	123	115	148	141	124	179	197	327
판관비율	17%	9%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	6%	4%	3%
영업이익	-56	10	118	231	222	258	249	243	134	302	972
영업이익률	-16%	1%	10%	9%	9%	9%	9%	10%	5%	6%	9%
QoQ	-1623%	-117%	1142%	96%	-4%	16%	-3%	-3%	-	-	-
YoY	-202%	-54%	116%	6166%	흑자전환	2618%	111%	5%	196%	126%	222%
세전이익	-20	4	68	307	221	257	248	242	116	358	969
세전이익률	-6%	0%	6%	12%	9%	9%	9%	10%	4%	7%	9%
당기순이익	-12	0	48	243	171	203	194	188	94	279	755
당기순이익률	-3%	0%	4%	9%	7%	7%	7%	8%	3%	5%	7%
QoQ	-596%	-102%	흑자전환	402%	-30%	19%	-4%	-3%	-	-	-
YoY	-128%	-99%	56%	10142%	-1553%	76100%	302%	-23%	438%	198%	170%

자료: AP시스템, 하이투자증권

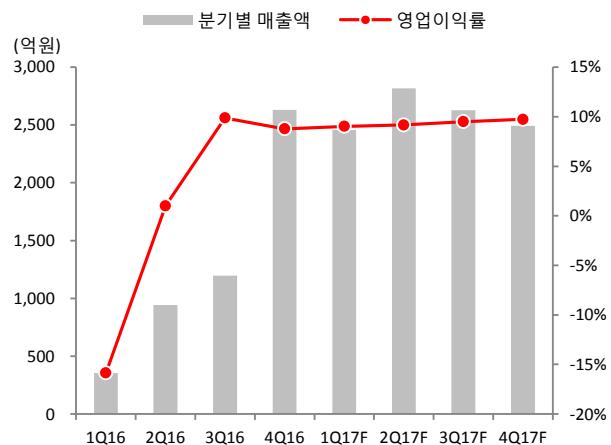
주: 16년은 기준 AP시스템 별도 기준 실적 반영

<그림 1> AP 시스템 연간 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



자료: AP시스템, 하이투자증권

<그림 2> AP 시스템 분기별 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



자료: AP시스템, 하이투자증권

<표 2> AP 시스템 목표주가 산출

	분할 상장 이전 ← → 신규 분할 상장 후							비고
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	
EPS (원)							5,522	
고점 P/E (배)	33.9	27.3	20.2	179.8	35.3	25.4	9.8	최근 4년간 평균: 20.3 (14년 제외)
평균 P/E (배)	26.2	20.8	15.8	143.4	23.1	17.4	9.2	최근 4년간 평균: 15.1 (14년 제외)
저점 P/E (배)	16.3	11.7	11.3	97.1	16.2	8.6	7.6	최근 4년간 평균: 10.5 (14년 제외)
고점 P/B (배)	4.5	3.8	3.2	2.4	2.9	4.2	-	최근 5년간 평균: 3.1
평균 P/B (배)	3.5	2.9	2.5	1.9	1.9	2.9	-	최근 5년간 평균: 2.4
저점 P/B (배)	2.1	1.6	1.8	1.3	1.3	1.7	-	최근 5년간 평균: 1.7
ROE	16.7%	15.7%	12.9%	1.8%	9.2%	18.0%	31.7%	지배주주순이익 기준
Target P/E (배)							12.0	17년 장비 업체 평균 배수 30% 할증 적용
적용 EPS (원)							5,522	
적정주가 (원)							66,267	
목표주가 (원)							66,000	17년 예상 실적 기준 P/E 12.0배 수준
전일 종가 (원)							51,000	17년 예상 실적 기준 P/E 9.2배 수준
상승 여력							29.4%	

자료: AP시스템, 하이투자증권

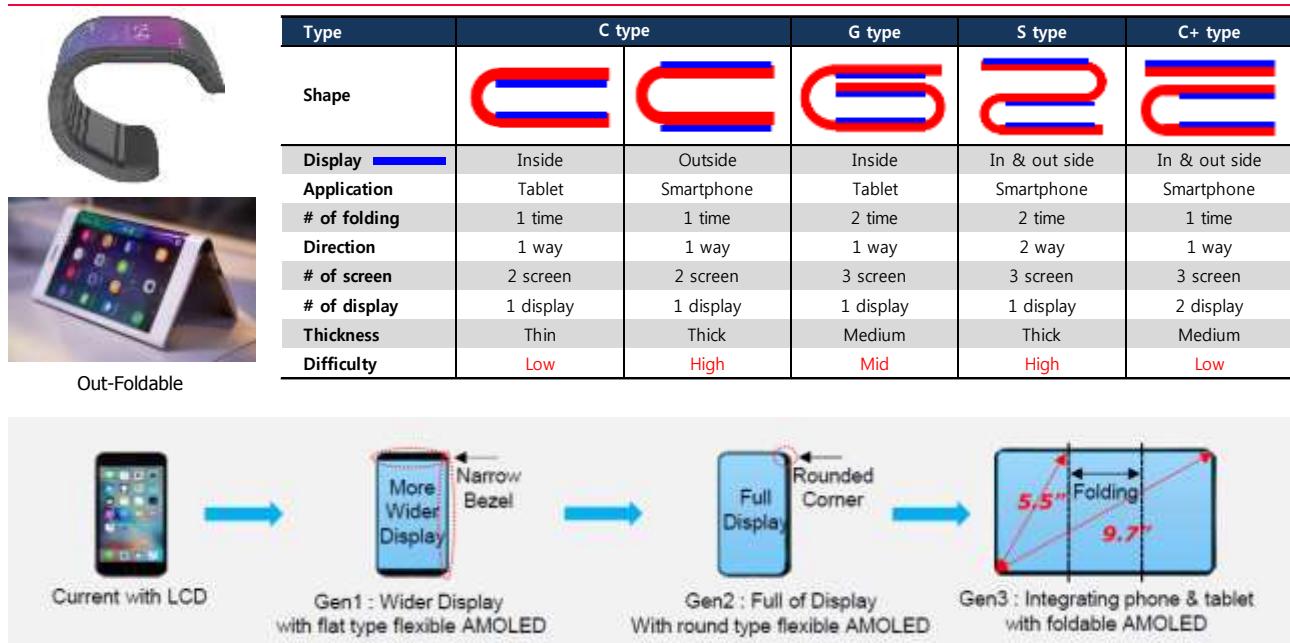
주: 17년 이전은 기존 AP시스템 연결 기준 실적 반영

<표 3> 전세계 중소형 OLED 투자 계획

전세계 중소형 OLED 투자 계획 Update			(단위: 천장/월)
		Gen	2016 2017F
Korea	Samsung Display	Quarter G5.5 Half 6G	15 15 105 45
	LG Display	Half 6G	15 30
China	BOE	Half 6G	15 30
	CSOT	Half 6G	30
	EDO	Half 6G	30
	Royole	Quarter G5.5	15
	Tianma	Half 6G	15 15
	Truly	Half 6G	15
	GVO	Quarter G5.5 Half 6G	15 30
	Huawei OLED	Half 6G	15
	Mange	Half 6G	15
Taiwan	AUO	Half 6G	15
	Foxconn	Half 6G	30
Japan	Sharp	4	8
		Half 6G	15
	JDI	Half 6G	12
Korea		135	90
China		45	195
Taiwan		-	45
Japan		8	27
G4		8	-
Quarter G5.5		30	30
Half G6		150	327
Total		188	357
증화권 계획 70% 투자 가정		285	

자료: 업계, 하이투자증권

<그림 3> 2019년 Foldable Display 시장 개화 예상



자료: IHS, 하이투자증권

<그림 4> 삼성디스플레이 탕정 Cluster 현황



자료: Daum, 하이투자증권

<그림 5> 삼성디스플레이 A5 (가칭) 6 세대 OLED 신규 공장 예상 부지



자료: Google, 하이투자증권

<그림 6> 토지 지반 작업을 완료한 삼성디스플레이 A5 (가칭) 6 세대 OLED 신규 공장 예상 부지 전경



자료: 입계, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표		(단위:십억원)			
		2016E	2017E	2018E	2019E
유동자산	331	492	615	713	
현금 및 현금성자산	96	75	174	253	
단기금융자산	3	3	3	3	
매출채권	184	347	378	391	
재고자산	27	48	41	48	
비유동자산	185	175	167	160	
유형자산	108	99	91	85	
무형자산	22	20	19	17	
자산총계	516	668	782	873	
유동부채	273	361	388	394	
매입채무	126	246	257	271	
단기차입금	73	73	73	73	
유동성장기부채	2	2	2	2	
비유동부채	39	35	37	36	
사채	-	-	-	-	
장기차입금	28	28	28	28	
부채총계	312	395	425	429	
지배주주지분	204	272	357	443	
자본금	14	8	8	8	
자본잉여금	138	138	138	138	
이익잉여금	77	152	238	325	
기타자본항목	-25	-25	-25	-25	
비지배주주지분	-	-	-	-	
자본총계	204	272	357	443	

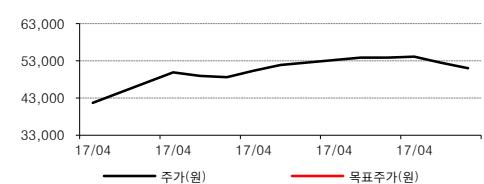
포괄손익계산서		(단위:십억원%)			
		2016E	2017E	2018E	2019E
매출액		512	1,040	1,090	1,149
증가율(%)		85.1	103.0	4.9	5.4
매출원가		449	890	927	980
매출총이익		63	150	163	169
판매비와관리비		33	53	56	61
연구개발비		9	11	12	13
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		30	97	107	108
증가율(%)		125.8	221.8	10.1	0.8
영업이익률(%)		5.9	9.4	9.8	9.4
이자수익		1	2	4	7
이자비용		1	2	1	2
지분법이익(손실)		-	-	-	-
기타영업외손익		3	0	1	1
세전계속사업이익		36	97	109	112
법인세비용		8	21	24	25
세전계속이익률(%)		7.0	9.3	10.0	9.7
당기순이익		28	76	85	87
순이익률(%)		5.5	7.3	7.8	7.6
지배주주귀속 순이익		28	76	85	87
기타포괄이익		-1	-1	-1	-1
총포괄이익		27	75	85	87
지배주주귀속총포괄이익		28	76	85	87

현금흐름표		(단위:십억원)			
		2016E	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	83	132	142	90	
당기순이익	28	76	85	87	
유형자산감가상각비	1	2	2	2	
무형자산상각비	2	1	2	1	
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	
투자활동 현금흐름	-65	1	0	1	
유형자산의 처분(취득)	0	-	-	-	
무형자산의 처분(취득)	-6	-	-	-	
금융상품의 증감	-2	0	0	0	
재무활동 현금흐름	72	-7	0	0	
단기금융부채의증감	17	-	-	-	
장기금융부채의증감	13	-	-	-	
자본의증감	60	-7	-	-	
배당금지급	-	-1	-	-	
현금및현금성자산의증감	91	-21	98	80	
기초현금및현금성자산	5	96	75	174	
기말현금및현금성자산	96	75	174	253	

주요투자지표		(단위:억원)			
		2016E	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS		1,061	5,916	5,565	5,698
BPS		7,122	17,808	23,339	29,004
CFPS		1,179	6,191	5,790	5,894
DPS		-	-	-	-
Valuation(배)					
PER			8.6	9.2	9.0
PBR			2.9	2.2	1.8
PCR			8.2	8.8	8.7
EV/EBITDA	#VALUE!	7.2	5.6	4.9	
Key Financial Ratio(%)					
ROE		18.0	31.7	27.0	21.8
EBITDA 이익률		6.5	9.7	10.1	9.7
부채비율		153.1	145.3	119.2	96.9
순부채비율		1.3	8.9	-20.9	-34.7
매출채권회전율(x)		3.8	3.9	3.0	3.0
재고자산회전율(x)		16.0	27.6	24.5	25.9

자료 : AP 시스템, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가와의 추이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

의견제시일자	투자의견	목표주가
2017-04-24	Buy	66,000

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 투자의 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 6개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2014년 5월 12일부터 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 2017-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	87.3 %	12.7 %	-