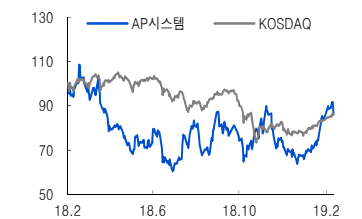


AP시스템 (265520)

Flexible OLED 최대 수혜 업체

디스플레이 장비

투자의견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	42,000원
현재주가(19/02/15)	27,500원
상승여력	53%
영업이익(18F, 십억원)	51
Consensus 영업이익(18F, 십억원)	0
EPS 성장률(18F, %)	45.6
MKT EPS 성장률(18F, %)	4.6
P/E(18F, x)	10.0
MKT P/E(18F, x)	9.1
KOSDAQ	738.66
시가총액(십억원)	388
발행주식수(백만주)	15
유동주식비율(%)	75.9
외국인 보유비중(%)	7.0
베타(12M) 일간수익률	0.57
52주 최저가(원)	19,350
52주 최고가(원)	34,650
주가상승률(%)	1개월 19.6 6개월 25.9 12개월 -11.7
절대주가	11.8 29.8 1.4
상대주가	



[디스플레이/배터리]

김철중
02-3774-1464
chuljoong.kim@miraeeasset.com

SDC A4라인 가동 → A5라인 신규 투자 가시성 증가

삼성디스플레이의 A4라인 가동 시작으로 여유 생산능력이 없는 상황이다. A3라인(105K/월) 가동률이 50% 수준으로 낮은 상황이지만, 애플 물량 대응을 위한 라인이기 때문에 전용이 불가능하다. 20년 이후 신규 수요(폴더블, 중국 패널 업체) 대응을 위한 신규 투자가 필요하다. 19년 SDC의 A5 중소형 신규 투자는 30~45K/월 수준일 것으로 판단한다.

SDC의 A5 중소형 투자가 재개되면, 동사는 15K/월 투자 당 800~900억원의 신규 수주가 가능하다. 또한 후공정 단의 라미네이팅 장비 및 봉지 장비의 고객사 내 진입이 가능할 시 추가적인 매출 성장도 가능할 것으로 판단한다.

중국 패널 업체 Flexible OLED 투자 재개

중국 업체들의 Flexible OLED 투자 역시 올해 2분기부터 재개될 것으로 판단한다. 상반기 GVO(30K/월) 발주가 시작이다. 중국 정부의 Flexible OLED 보조금이 작년 말부터 재개되는 움직임을 보이고 있으며, 20년 이후 폴더블 기기 등 신규 수요 대응이 필요한 시점이다.

19년 주요 패널 업체의 Flexible OLED 투자 규모를 기존 90K/월 → 105K/월로 상향 조정하였으며, 글로벌 OLED 투자 규모 역시 기존 120K/월 → 150K/월로 상향 조정하였다. 동사의 ELA 장비는 아직까지 경쟁사 진입이 제한적이다. 중국 업체 투자 재개에 따른 신규 수주 가능성이 가장 큰 국내 OLED 장비 업체라고 판단한다.

QD-OLED는 거들 뿐

중장기적인 관점에서 고객사의 QD-OLED 관련 투자도 예정대로 진행 중이다. 동사는 QD-OLED 용 Encap Glass 장비 제작을 진행하고 있으며, 올해 하반기 발주가 기대된다. 8G QD-OLED 30K/월 당 수주 금액은 500억원 내외 일 것으로 판단한다.

이제 시작한 상승 사이클, 목표주가 42,000원 유지

AP시스템에 대한 투자의견 매수와 목표주가 42,000원을 유지한다. 고객사의 투자가 2년 만에 재개될 것으로 기대한다. 과거 Flexible OLED 1차 투자 사이클 당시 12개월 선형 P/E가 20배를 상회했던 점을 감안하면, 현재 동사의 주가는 상승 초입기라는 판단이다. 20년 예상 매출액은 역사적 고점인 17년 수준까지 회복될 것으로 판단된다. 업종 내 Top pick 의견을 유지한다.

결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	-	-	962	752	671	940
영업이익 (십억원)	-	-	26	51	49	80
영업이익률 (%)	-	-	2.7	6.8	7.3	8.5
순이익 (십억원)	-	-	19	33	36	54
EPS (원)	-	-	1,495	2,177	2,327	3,561
ROE (%)	-	-	21.3	32.5	26.8	30.6
P/E (배)	-	-	23.5	10.0	11.8	7.7
P/B (배)	-	-	6.0	2.8	2.7	2.0
배당수익률 (%)	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0

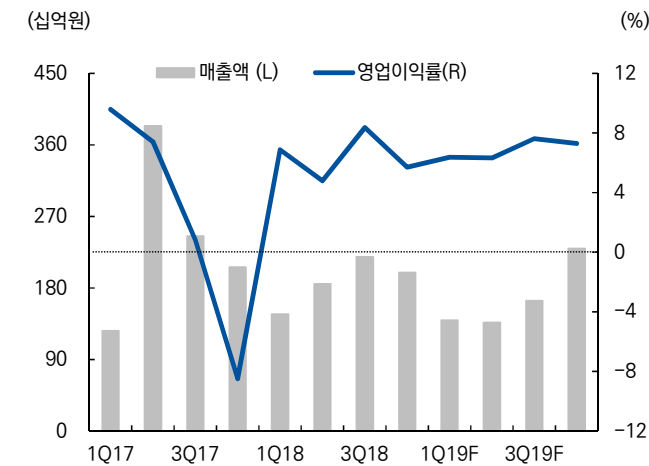
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: AP시스템, 미래에셋대우 리서치센터

표 4. AP시스템 실적 추이 및 전망

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	(십억원, %)		
매출액	147.3	185.2	219.4	199.7	139.8	137.0	164.3	230.0	962.4	751.5	671.1
영업이익	10.6	9.2	19.1	11.9	9.3	9.0	13.0	17.5	26.2	50.8	48.8
세전이익	8.2	4.1	18.3	11.1	8.5	8.2	12.2	16.7	26.3	41.6	45.6
당기순이익	8.2	3.9	12.8	8.3	6.6	6.4	9.5	13.0	19.1	33.3	35.6
영업이익률	7.2	5.0	8.7	5.9	6.6	6.6	7.9	7.6	2.7	6.8	7.3
세전이익률	5.5	2.2	8.3	5.5	6.1	6.0	7.4	7.2	2.7	5.5	6.8
당기순이익률	5.6	2.1	5.8	4.2	4.7	4.7	5.8	5.6	2.0	4.4	5.3
증가율 (QoQ/YoY, %)											
매출액	-28.7	25.8	18.4	-9.0	-30.0	-2.0	20.0	40.0	668249.1	-21.9	-10.7
영업이익	-160.2	-12.4	106.7	-37.8	-22.0	-2.6	44.6	33.9	-1226.0	94.1	-3.9
세전이익	-146.9	-50.0	348.3	-39.5	-23.6	-2.9	48.9	36.1	-603.0	58.1	9.5
순이익	-159.7	-52.4	225.8	-35.1	-20.5	-2.9	48.9	36.1	-27.0	74.2	6.9

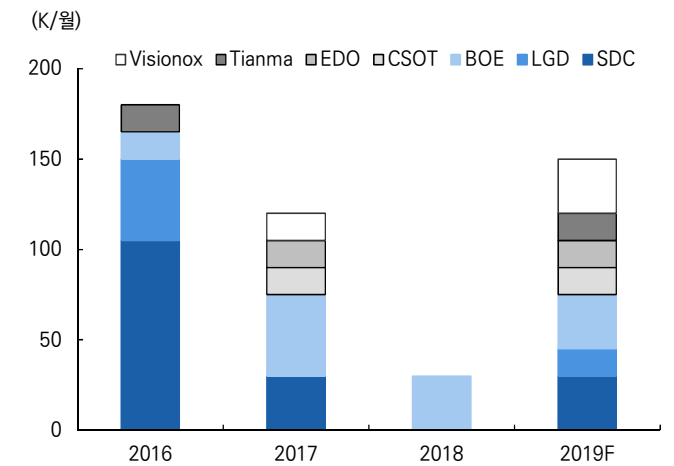
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 21. AP시스템 매출액 및 영업이익률 추이



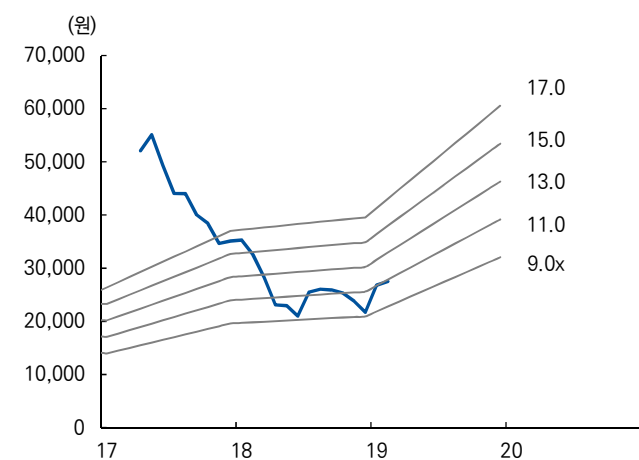
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 22. 주요 패널 업체 6세대 신규 투자 규모



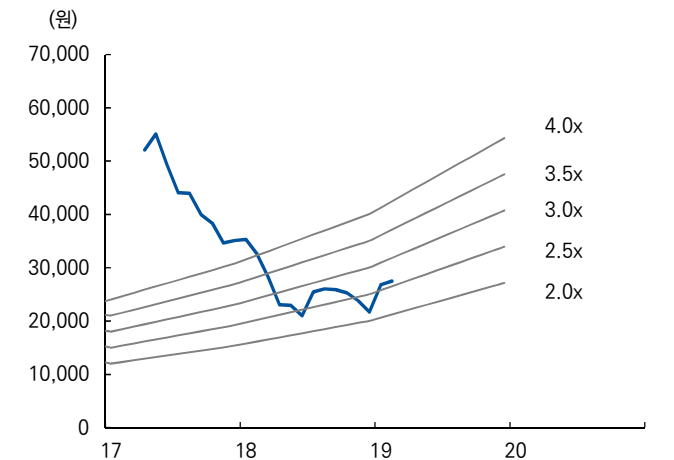
자료: IHS, 미래에셋대우 리서치센터

그림 23. AP시스템 12개월 선행 P/E 밴드



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 24. AP시스템 12개월 선행 P/B 밴드



자료: 미래에셋대우 리서치센터

AP시스템 (265520)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액	962	752	671	940
매출원가	900	649	576	807
매출총이익	62	103	95	133
판매비와관리비	36	52	46	53
조정영업이익	26	51	49	80
영업이익	26	51	49	80
비영업손익	0	-9	-3	-15
금융손익	-2	-7	-15	-15
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	26	42	46	65
계속사업법인세비용	7	8	10	10
계속사업이익	19	33	36	54
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	19	33	36	54
지배주주	19	33	36	54
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	19	33	36	54
지배주주	19	33	36	54
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	34	63	53	68
FCF	48	-71	24	-4
EBITDA 마진율 (%)	3.5	8.4	7.9	7.2
영업이익률 (%)	2.7	6.8	7.3	8.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.0	4.4	5.4	5.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
유동자산	324	294	354	452
현금 및 현금성자산	63	51	75	61
매출채권 및 기타채권	163	13	15	22
재고자산	52	137	158	221
기타유동자산	46	93	106	148
비유동자산	144	146	143	155
관계기업투자등	0	2	2	3
유형자산	110	110	89	73
무형자산	24	24	41	69
자산총계	468	440	496	607
유동부채	343	300	320	371
매입채무 및 기타채무	132	77	89	124
단기금융부채	127	172	172	164
기타유동부채	84	51	59	83
비유동부채	36	25	26	30
장기금융부채	22	16	16	16
기타비유동부채	14	9	10	14
부채총계	379	325	346	402
지배주주지분	89	115	151	205
자본금	8	8	8	8
자본잉여금	63	63	63	63
이익잉여금	19	47	83	137
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	89	115	151	205

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
영업활동으로 인한 현금흐름	56	-59	24	-4
당기순이익	19	33	36	54
비현금수익비용가감	38	42	29	14
유형자산감가상각비	6	16	20	17
무형자산상각비	2	-3	-17	-28
기타	30	29	26	25
영업활동으로인한자산및부채의변동	9	-123	-15	-47
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	20	40	-2	-6
재고자산 감소(증가)	-18	-29	-21	-63
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-10	-49	12	35
법인세납부	-9	-4	-10	-10
투자활동으로 인한 현금흐름	-47	13	0	-1
유형자산처분(취득)	-8	-12	0	0
무형자산감소(증가)	-5	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-34	32	0	-1
기타투자활동	0	-7	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	45	35	0	-7
장단기금융부채의 증가(감소)	149	39	0	-7
자본의 증가(감소)	70	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-174	-4	0	0
현금의 증가	53	-11	23	-13
기초현금	10	63	51	75
기말현금	63	51	75	61

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
P/E (x)	23.5	10.0	11.8	7.7
P/CF (x)	7.9	4.4	6.5	6.1
P/B (x)	6.0	2.8	2.7	2.0
EV/EBITDA (x)	15.5	6.9	9.5	7.3
EPS (원)	1,495	2,177	2,327	3,561
CFPS (원)	4,462	4,919	4,240	4,480
BPS (원)	5,857	7,695	10,022	13,583
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-	-21.8	-10.8	40.1
EBITDA증가율 (%)	-	85.3	-15.9	28.3
조정영업이익증가율 (%)	-	96.2	-3.9	63.3
EPS증가율 (%)	-	45.6	6.9	53.0
매출채권 회전을 (회)	6.0	8.6	46.7	50.9
재고자산 회전을 (회)	18.4	7.9	4.6	5.0
매입채무 회전을 (회)	7.2	6.5	7.0	7.6
ROA (%)	4.1	7.3	7.6	9.9
ROE (%)	21.3	32.5	26.8	30.6
ROIC (%)	12.4	19.9	14.8	22.7
부채비율 (%)	423.0	282.3	229.5	195.9
유동비율 (%)	94.7	97.8	110.6	121.6
순차입금/자기자본 (%)	57.8	115.7	72.8	55.8
조정영업이익/금융비용 (x)	9.0	6.2	2.9	4.9

자료: AP시스템, 미래에셋대우 리서치센터