



BUY(Re-Initiate)

목표주가: 17,000원

주가(3/12): 9,280원

시가총액: 2,006억원

디스플레이

Analyst 김병기

02) 3787-5063 bkkim@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (3/12)		543.88pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	14,200원	6,370원
등락률	-34.65%	45.68%
수익률	절대	상대
1M	15.1%	6.6%
6M	-14.1%	-18.2%
1Y	-30.2%	-31.2%

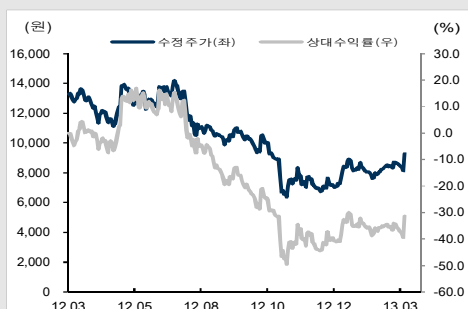
Company Data

발행주식수	21,620천주
일평균 거래량(3M)	743천주
외국인 지분율	7.86%
배당수익률(13E)	0.00%
BPS(13E)	5,687원
주요 주주	정기외 4 10.16%

투자지표

(억원)	2011	2012	2013E	2014E
매출액	2,224	2,140	2,793	3,503
영업이익	264	124	324	449
EBITDA	307	226	445	590
세전이익	172	180	344	445
순이익	117	136	275	378
지배주주지분순이익	107	136	275	378
EPS(원)	497	632	1,272	1,748
증감률(%)YoY	N/A	27.0	101.4	37.4
PER(배)	26.1	11.5	7.3	5.3
PBR(배)	3.4	1.6	1.6	1.2
EV/EBITDA(배)	9.3	5.8	3.7	2.4
영업이익률(%)	11.9	5.8	11.6	12.8
ROE(%)	16.0	15.4	25.2	26.6
순부채비율(%)	5.4	-28.2	-31.0	-36.1

Price Trend



AP시스템 (054620)

다시 출발선에 서다



AP시스템 주가의 최대 불확실성 요인이었던 기술유출 수사가 무혐의로 마무리됐다. 수사기간 중에도 동사의 장비 수주액은 증가했다는 점을 감안할 때 기업가치는 재차 상승국면에 진입할 수 있을 것이다. 12년말 수주잔고가 800억원에 이르고, 전략적 고객사가 5.5세대 AMOLED 설비투자를 공격적으로 전개할 것으로 보이기 때문에 현 시점에서 적극적인 비중확대 전략을 권고한다.

>>> 기술유출 사건 무혐의로 마무리

4개월 이상 진행됐던 AP시스템의 기술유출 관련 수사가 검찰의 무혐의 처분으로 마무리됐다. 이로써 주가의 최대 걸림돌이 제거됐다. 주목할 점은 수사가 진행되는 과정에서 동사의 수주금액은 늘었다는 사실이다. 12년 신규수주 2,300억 중 65% 가량이 수사 사실이 언론에 보도된 10월 이후에 진행된 것으로 파악된다.

>>> 과점적 시장지배력 유지

동사는 주력제품인 ELA, Encap, LLO, LITI 등의 장비를 고객사에 독점적으로 공급하고 있다. 앞으로도 시장 내 과점적 지배력은 유지 가능하다고 판단한다. 12년 매출액은 2,140억원(-4%YoY), 영업이익은 124억원(-39%YoY)을 기록했다. 여타 장비업체에 비해 12년 매출액 감소 폭이 작았던 점은 동사의 경쟁력을 방증하는 것이다. 13년에는 고객사의 5.5세대 AMOLED 설비투자 확대 등에 힘입어 가파른 성장세가 예상된다. 13년 매출액 및 영업이익은 각각 31%YoY, 161%YoY 성장한 2,793억원, 324억원에 이를 전망이다.

>>> 목표주가 '17,000원', 투자 의견 'BUY' 제시

AMOLED 관련업종 주가는 12년말 삼성디스플레이의 A2 P4 설비 발주를 기점으로 상승기조에 진입했다. 하지만 동사는 기술유출 수사가 진행중이었기 때문에 이러한 흐름에서 소외되어 있었다. 무혐의로 결론이 난 만큼 AMOLED 장비업종 내에서 동사의 지위는 복권되어야 한다고 판단한다. AP시스템은 AMOLED의 대형화, 고해상도화, 플렉서블 추세에 부합하는 전공정 핵심장비군을 주력사업으로 영위하고 있다. 현 주가는 2013년 예상 실적 기준 PER 7.3배에 불과해 동종업체 대비 저평가되어 있다.

동사에 대한 목표주가 '17,000원'과 투자 의견 'BUY'를 제시하며 커버리지를 재개한다. 목표주가는 13년 예상 실적 기준 P/B 3.0배, P/E 13배 수준이다. 동사 주가는 AMOLED 수주가 본격화하기 시작한 11년에 평균 P/B 3.4배, P/E 26배를 기록했었다. 13년의 수주 모멘텀은 11년을 능가할 것으로 예상하기 때문에 밸류에이션 또한 한 단계 업그레이드 될 수 있다고 판단한다.

가장 폭넓은 AMOLED 전공정 핵심장비 라인업 보유

최대 투자 포인트는 AMOLED 장비업체 가운데 가장 폭넓은 전공정 핵심장비 라인업을 갖추고 있다는 점이다. AP시스템은 대면적(ELA, Encap), 플렉시블(LLO), 고해상도(LITI) 등 AMOLED의 기술적 발전방향에 모두 부합하는 장비 라인업을 갖추고 있다. 단일 고객에 대한 의존도가 절대적으로 높다는 점은 위험요인이다. 그러나 전략적 고객사가 AMOLED 산업의 글로벌 리더이고, 향후에도 가장 공격적으로 설비투자에 나설 것이라는 점에 주목해야 할 것이다. 이는 오히려 탄탄한 성장의 기반이 될 것이다.

전방산업 환경 12년에 비해 우호적

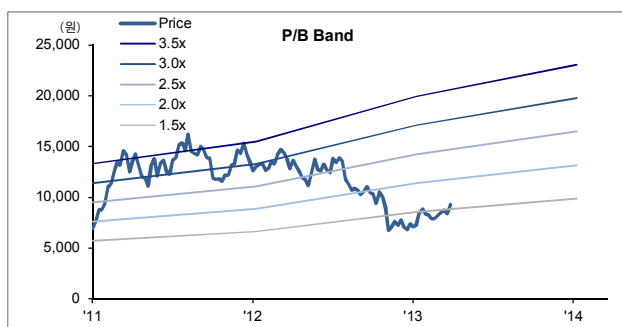
전방산업의 환경은 12년에 비해 한층 우호적이다. 무엇보다 5.5세대 AMOLED 설비투자가 공격적으로 전개된다. 연말 A2 P4 투자에 이어 2분기 중 A2 P5 장비 발주가 진행될 전망이고, 중국 쑤저우 8G LCD Fab 투자도 상반기 중에 본격화할 것이다. 또한 4분기에는 A3 라인에 대한 투자 움직임이 가시화할 것으로 보인다. 이에 따라 동사의 수주규모는 12년 2,300억원에서 13년 3,000억원으로 30% 성장할 것으로 추정된다. 아울러 늦어도 14년 상반기 중에는 8세대 OLED 양산라인 투자가 본격화할 것으로 예상되기 때문에 성장추세는 지속 가능하다고 판단한다.

AP시스템 분기별 실적전망 (단위: 십억원)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2011	2012	2013E
매출액(십억원)	60.2	42.5	52.0	59.2	58.3	56.9	64.3	99.8	222.4	213.8	279.3
AMOLED 장비	52.9	32.5	51.3	51.0	55.1	49.7	49.9	82.4	167.0	187.7	237.1
LCD 장비	3.5	4.8	0.0	6.0	2.4	7.2	12.0	4.8	11.3	14.3	26.4
반도체 장비	3.0	5.2	0.7	0.8	0.0	0.0	2.4	11.4	41.1	9.7	13.8
기타	0.8	0.0	0.0	1.4	0.8	0.0	0.0	1.3	3.1	2.2	2.0
영업이익	9.0	0.6	0.4	2.5	4.4	4.5	8.7	14.8	25.8	12.4	32.4
세전이익	9.9	2.0	0.7	5.0	4.9	5.0	9.2	15.3	17.2	17.7	34.4
당기순이익	7.1	1.6	0.6	4.2	4.0	4.0	7.3	12.2	11.7	13.3	27.5
수익성											
영업이익률	14.9%	1.3%	0.9%	4.1%	7.6%	7.9%	13.5%	14.8%	11.6%	5.8%	11.6%
세전이익률	16.5%	4.8%	1.3%	8.5%	8.5%	8.8%	14.3%	15.3%	7.7%	8.3%	12.3%
순이익률	11.7%	3.7%	1.1%	7.0%	6.8%	7.0%	11.4%	12.2%	5.3%	6.2%	9.8%
매출비중											
AMOLED 장비	87.9%	76.5%	98.7%	86.2%	94.6%	87.3%	77.6%	82.5%	75.1%	87.8%	84.9%
LCD 장비	5.9%	11.2%	0.0%	10.1%	4.1%	12.7%	18.7%	4.8%	5.1%	6.7%	9.5%
반도체 장비	4.9%	12.3%	1.3%	1.4%	0.0%	0.0%	3.7%	11.4%	18.5%	4.5%	4.9%
기타	1.3%	0.0%	0.0%	2.3%	1.3%	0.0%	0.0%	1.3%	1.4%	1.0%	0.7%

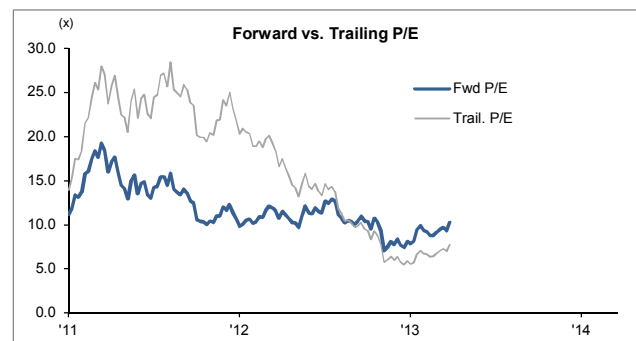
자료: 키움증권 추정

AP시스템 P/B Band



자료: 키움증권

AP시스템 P/E 추이



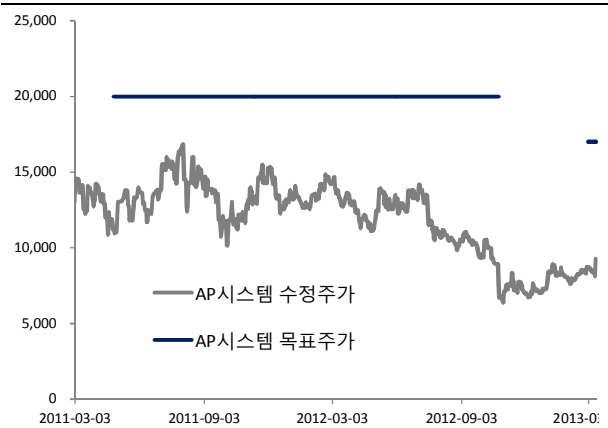
자료: 키움증권

- 당사는 3월 12일 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)	2011/04/27	BUY(Initiate)	20,000원
	2011/07/15	BUY(Maintain)	20,000원
	2011/07/24	BUY(Maintain)	20,000원
	2011/09/22	BUY(Maintain)	20,000원
	2011/11/07	BUY(Maintain)	20,000원
	2011/12/01	BUY(Maintain)	20,000원
	2012/05/17	BUY(Maintain)	20,000원
	2012/06/26	BUY(Maintain)	20,000원
	2012/07/03	BUY(Maintain)	20,000원
	2013/03/13	BUY(Re-Initiate)	17,000원

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