AP 시스템 (265520)

관심이 필요한 시점

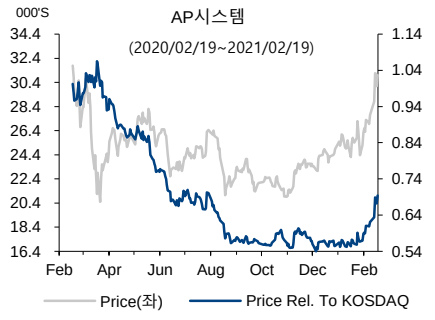
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	40,000 원(상향)
종가(2021/02/19)	31,000 원
상승여력	29.0 %

Stock Indicator	
자본금	8 십억원
발행주식수	1,448 만주
시가총액	449 십억원
외국인지분율	10.8%
52 주 주가	20,500~31,800 원
60 일평균거래량	437,231 주
60 일평균거래대금	11.6 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	21.1	31.6	43.2	4.7
상대수익률	22.8	20.7	21.9	-39.7

Price Trend



FY	2019	2020E	2021E	2022E
매출액(십억원)	462	573	629	682
영업이익(십억원)	28	45	52	55
순이익(십억원)	9	30	33	37
EPS(원)	618	1,933	2,144	2,421
BPS(원)	7,468	9,332	11,407	13,758
PER(배)	53.1	16.0	14.5	12.8
PBR(배)	4.4	3.3	2.7	2.3
ROE(%)	8.6	23.0	20.7	19.2
배당수익률(%)	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	17.2	11.2	9.4	8.5

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[디스플레이/이차전지] 정원석
(2122-9203) wschung@hi-ib.com

주력 고객사인 삼성디스플레이 OLED 설비 투자 확대될 전망

당사는 동사의 주력 고객사인 삼성디스플레이의 Capex 규모가 다음의 두 가지를 근거로 2022 년에 큰 폭의 증가세를 나타낼 것으로 기대한다. 첫째, 삼성디스플레이의 8.5 세대 QD 디스플레이(QD-OLED) 신규 설비 투자 확대가 예상된다. 둘째, 스마트폰용 OLED 패널 침투율 상승과 폴더블 스마트폰 시장 확대, 태블릿/노트북 OLED 채택 증가 등으로 중소형 OLED 패널 수요가 점진적인 성장세를 보이면서 2H21 에 30K/월 규모의 6 세대 Flexible OLED 투자가 재개될 것으로 전망된다. 이에 따라 삼성디스플레이의 연간 Capex 규모도 2021 년 약 4 조원에서 2022 년 약 8 조원으로 큰 폭의 증가세가 예상된다. 애플이 iPhone 에 Flexible OLED 를 도입하기로 결정하면서 공격적인 투자가 이루어진 지난 2017 년 이후 가장 높은 수준일 것으로 보인다.

중국 OLED 투자 불확실성 존재하나 삼성디스플레이 투자 재개될 전망

동사는 지난 11 월에 중국 Tianma 로부터 약 609 억원 규모의 Flexible OLED 신규 설비 수주를 확보했다. 이에 따라 올해로 이연되는 수주 잔고 규모도 약 2,000 억원에 달할 것으로 추정된다. 또한 동사의 주력 사업인 ELA 장비 특성상 고객사들의 가동률이 높아짐에 따라 Parts 및 유지보수 매출이 꾸준히 증가할 수 있어 안정적인 실적을 견인할 것으로 예상된다. 특히 삼성디스플레이가 1Q21 에 7 세대 LCD 라인(L7-2) 가동 중단 후 하반기에 30K/월 규모의 중소형 OLED Capa.를 증설할 것으로 예상되어 수주 모멘텀이 강화될 전망이다. 다만 COVID-19 사태 이후 높아진 불확실성으로 올해 중국 디스플레이 업체들의 신규 설비 투자는 전년 대비 감소할 가능성이 높다. 현재 예상되는 21 년 투자는 Visionox 15K/월, EDO 15K/월, Tianma 15K/월 수준에 그칠 것으로 보인다. 이를 반영한 2021 년 매출액과 영업이익은 각각 6,292 억원(YoY: +10%), 518 억원(YoY: +16%)을 기록할 것으로 추정된다.

매수 투자의견 유지, 목표주가 40,000 원으로 상향 조정

동사에 대한 목표주가를 40,000 원으로 상향 조정하고 매수 투자의견을 유지한다. 목표주가는 21 년 예상 EPS 에 최근 3 년간 저점 평균 P/E 배수 18.6 배를 적용하여 산출했다. 주력 고객사인 삼성디스플레이의 Capex 확대 흐름은 동사 주가 상승에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 전망된다. 다만 Oxide 기판을 사용하는 QD 디스플레이의 특성상 LTPS 향 ELA 장비를 주력으로 공급하는 동사의 수혜는 중소형 OLED 신규 설비에 한정될 수 있다는 점을 고려했다. 그럼에도 불구하고 현 주가는 올해 예상 실적 기준 P/E 14.5 배, P/B 2.7 배 수준으로 과거 대비 Valuation 매력도가 높다. 특히 지난해 국내 디스플레이 장비 업체들의 주가는 국내 IT 업종 내 가장 부진했다. 전방 산업의 작은 변화에서 민감하게 움직일 가능성이 높다. 3 월 중국 양회에서의 디스플레이 정부 정책 시행 가능성도 존재한다. 동사에 관심이 필요한 시점이다.

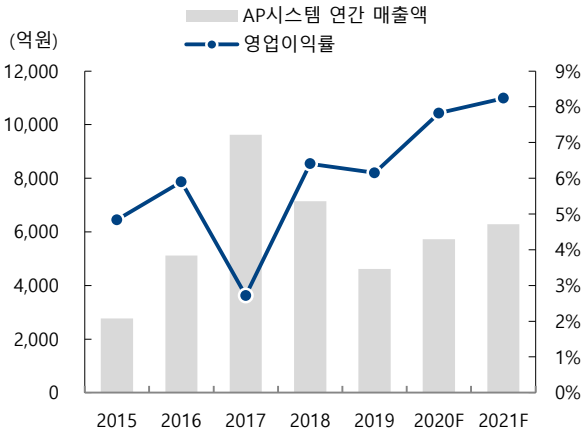
표 1. AP 시스템 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F
매출액	1,211	1,285	1,636	1,596	1,459	1,688	1,625	1,520	4,621	5,728	6,291
YoY	39%	-11%	149%	-3%	20%	31%	-1%	-5%	-35%	24%	10%
QoQ	-26%	6%	27%	-2%	-9%	16%	-4%	-6%	-	-	-
매출원가	999	1,075	1,347	1,325	1,224	1,408	1,352	1,267	3,895	4,745	5,251
매출원가율	83%	84%	82%	83%	84%	83%	83%	83%	84%	83%	83%
매출총이익	212	211	289	272	235	280	272	253	726	983	1,040
매출총이익률	17%	16%	18%	17%	16%	17%	17%	17%	16%	17%	17%
판매비 및 관리비	132	122	118	162	127	134	135	127	442	535	522
판관비율	11%	10%	7%	10%	9%	8%	8%	8%	10%	9%	8%
영업이익	79	88	171	110	108	146	138	126	284	448	518
영업이익률	7%	7%	10%	7%	7%	9%	8%	8%	6%	8%	8%
YoY	146%	-19%	442%	-2%	37%	65%	-19%	15%	-38%	58%	16%
QoQ	-29%	11%	94%	-36%	-1%	34%	-6%	-8%	-	-	-
세전이익	108	61	147	66	87	122	114	103	124	382	426
세전이익률	9%	5%	9%	4%	6%	7%	7%	7%	3%	7%	7%
당기순이익	82	47	114	52	64	97	89	77	95	295	328
당기순이익률	7%	4%	7%	3%	4%	6%	5%	5%	2%	5%	5%
YoY	1889%	-17%	719%	159%	-22%	108%	-22%	48%	-63%	213%	11%
QoQ	306%	-43%	145%	-54%	23%	51%	-8%	-13%	-	-	-

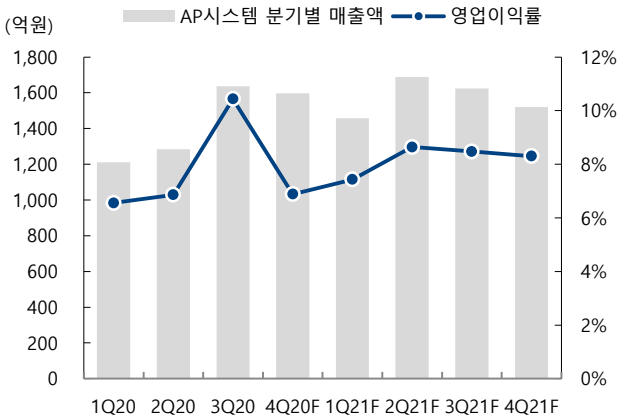
자료: AP 시스템, 하이투자증권

그림 1. AP 시스템 연간 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



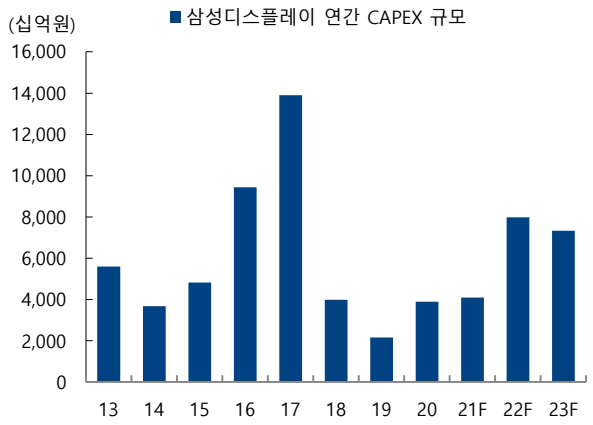
자료: AP 시스템, 하이투자증권

그림 2. AP 시스템 분기별 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



자료: AP 시스템, 하이투자증권

그림 3. 삼성디스플레이 연간 Capex 규모 추이 및 전망



자료: 삼성디스플레이, 하이투자증권

표 2. 삼성디스플레이 연도별 주요 설비 투자 현황 및 전망(설비 첫 발주 기준)

Glass 세대	방식	'16	'17	'18	'19	'20	'21F	'22F	내용
5.5G	Rigid OLED		8K/월						보완 투자
6G	Flexible OLED	105K/월	45K/월			후공정 보완	후공정 보완 +30K/월		신규 투자
8.5G /10.5G	QD-OLED				30K/월→			60K/월	신규 투자
Y-OCTA	Flexible OLED				105K/월 →				신규 투자
건물	Clean Room							A5	건설 투자
CAPEX 합계 (조원)		9.4	13.9	4.0	2.2	3.9	4.0	8.0	전년 투자 이월 반영

자료: 하이투자증권

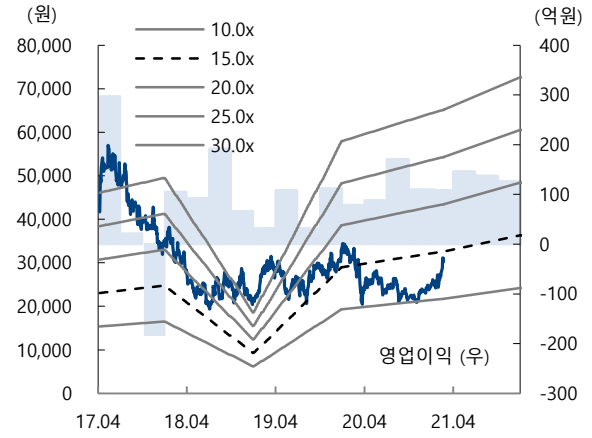
표 3. AP 시스템 목표주가 산출

분할 상장 이전 ← → 신규 분할 상장 후

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	비고
EPS (원)				1,495	1,651	618	1,933	2,144	
BPS (원)				5,856	6,964	7,468	9,332	11,407	
고점 P/E (배)	180	35.3	25.4	38.1	23.1	54.3	17.8	14.5	최근 3년간 평균: 31.8
평균 P/E (배)	143	23.1	17.4	29.7	15.8	43.7	13.2	12.4	최근 3년간 평균: 24.2
저점 P/E (배)	97.1	16.2	8.6	21.3	11.7	33.4	10.6	11.3	최근 3년간 평균: 18.6
고점 P/B (배)	2.4	2.9	4.2	9.7	5.5	4.2	3.7	3.7	최근 3년간 평균: 4.5
평균 P/B (배)	1.9	1.9	2.9	7.6	3.7	3.5	2.7	2.5	최근 3년간 평균: 3.3
저점 P/B (배)	1.3	1.3	1.7	5.4	2.8	2.8	2.2	1.9	최근 3년간 평균: 2.6
ROE	1.8%	9.2%	18.0%	21.3%	25.8%	8.6%	23.0%	20.7%	지배주주순이익 기준
Target P/E (배)								18.6	최근 3년간 저점 P/E 배수 평균
적용 EPS (원)=21년								2,144	
적정주가 (원)								39,823	
목표주가 (원)								40,000	21년 예상 실적 기준 P/E 18.7배 수준
전일 종가 (원)								31,000	21년 예상 실적 기준 P/E 14.5배 수준
상승 여력								29.0%	

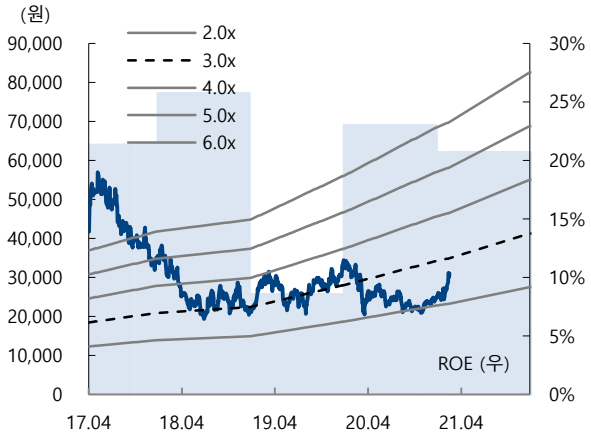
자료: AP 시스템, 하이투자증권

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 4. 국내 반도체, 디스플레이 장비 업종 Peer group Valuation table

업체명	주가 (원) (2/19)	시가총액 (억원)	P/E (배) 2019	2020F	2021F	P/B (배) 2019	2020F	2021F	EV/EBITDA (배) 2019	2020F	2021F	순이익 증가 (%) 2019	2020F	2021F	ROE(%) 2019	2020F	2021F
원익IPS	50,300	24,689	29.3	18.1	12.7	2.2	3.5	2.9	23.1	10.6	8.3	-51	218	38.9	9.2	21.3	24.8
에스에프에이	45,700	16,410	11.2	15.0	11.8	1.6	1.7	1.6	6.0	5.8	5.2	-13	-17	24.5	15.9	11.7	13.8
유진테크	39,350	9,017	51.5	78.4	13.7	1.2	3.6	2.9	8.6	22.5	7.8	-48	43.4	358	2.5	4.7	24.0
에프에스티	34,600	7,001	7.5	32.3	26.5	1.1	4.7	4.0	6.5	*N/A*	*N/A*	7.8	20.4	19.1	17.5	17.8	17.9
테스	30,600	6,049	35.6	22.5	11.9	1.6	2.5	2.1	23.5	13.2	8.1	-77	176	88.1	4.6	12.2	20.3
피에스케이	39,600	5,847	12.7	20.6	12.2	1.3	2.8	2.3	12.8	13.4	7.9	N/A	90.4	68.7	N/A	14.2	21.3
유니테스트	24,450	5,167	11.1	49.8	16.3	1.7	3.0	2.6	6.7	29.3	10.6	-52	-61	219	17.0	6.1	20.4
주성엔지니어링	11,200	5,404	13.1	-22	28.4	1.4	2.5	2.4	12.2	-81	17.7	-39	적전	흑전	11.5	적전	흑전
기가레인	2,470	1,780	-2.1	-8.7	23.1	3.5	14.5	8.9	-4.1	-191	11.8	적자	적자	흑전	-95	-77	47.7
엘오티베큠	18,000	2,977	59.2	27.9	10.7	0.9	1.7	1.6	14.5	12.7	6.1	-89	427	208	1.5	6.3	16.7
영우디에스피	2,715	1,174	-18.0	5.7	8.3	2.3	*N/A*	*N/A*	148	*N/A*	*N/A*	-89	*N/A*	*N/A*	-15	*N/A*	*N/A*
아이씨디	19,250	3,474	18.2	7.5	8.5	1.3	1.7	1.6	14.6	*N/A*	5.1	-63	308	-9.8	8.0	27.1	*N/A*
에스티아이	19,350	3,063	9.9	20.8	12.1	1.3	1.6	1.5	8.6	11.6	6.6	16	-34	71.5	14.6	8.7	13.6
필옵틱스	14,700	2,938	-8.9	42.8	29.5	2.6	4.7	4.1	-28.7	*N/A*	18.5	-42	-144	64.3	적자	흑전	14.8
비아트론	13,100	1,587	26.5	10.7	7.8	1.0	*N/A*	*N/A*	7.7	*N/A*	*N/A*	-80	*N/A*	*N/A*	3.7	*N/A*	*N/A*
유니셈	12,350	3,787	6.4	15.8	10.2	1.0	*N/A*	*N/A*	4.9	10.9	6.6	3.4	15.5	37.1	18.6	*N/A*	*N/A*
업계 평균			18.0	20.8	15.2	1.7	3.7	2.9	16.7	-11.1	9.2	-45.1	97.2	91.6	1.5	6.4	21.2

자료: Quantiwise, 하이투자증권

주: 2021 년 2 월 19 일 종가 기준

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	252	306	350	397
현금 및 현금성자산	30	47	75	98
단기금융자산	0	0	0	0
매출채권	44	37	50	50
재고자산	134	166	183	198
비유동자산	169	164	161	159
유형자산	87	83	82	81
무형자산	7	5	4	3
자산총계	421	470	510	556
유동부채	287	307	316	326
매입채무	99	120	128	139
단기차입금	121	121	121	121
유동성장기부채	6	6	6	6
비유동부채	20	20	20	20
사채	-	-	-	-
장기차입금	9	9	9	9
부채총계	307	327	336	346
지배주주지분	114	143	174	210
자본금	8	8	8	8
자본잉여금	64	64	64	64
이익잉여금	45	74	106	142
기타자본항목	-2	-2	-2	-2
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	114	143	174	210

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	462	573	629	682
증가율(%)	-35.3	24.0	9.8	8.4
매출원가	389	475	525	567
매출총이익	73	98	104	115
판매비와관리비	44	54	52	60
연구개발비	12	15	13	16
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	28	45	52	55
증가율(%)	-37.9	57.6	15.7	6.3
영업이익률(%)	6.2	7.8	8.2	8.1
이자수익	1	1	2	2
이자비용	6	5	5	5
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-7	1	-2	0
세전계속사업이익	12	38	43	48
법인세비용	3	9	10	11
세전계속이익률(%)	2.7	6.7	6.8	7.0
당기순이익	9	30	33	37
순이익률(%)	2.0	5.2	5.2	5.4
지배주주귀속 순이익	9	30	33	37
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	9	29	32	37
지배주주귀속총포괄이익	9	30	33	37

현금흐름표

(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	18	49	61	56
당기순이익	9	30	33	37
유형자산감가상각비	2	1	1	1
무형자산상각비	4	2	1	1
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	7	-6	-7	-8
유형자산의 처분(취득)	1	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	-1	-	-	-
금융상품의 증감	9	0	0	0
재무활동 현금흐름	-30	-5	-4	-4
단기금융부채의증감	-18	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-2	-1	-1	-1
현금및현금성자산의증감	-4	17	28	23
기초현금및현금성자산	34	30	47	75
기말현금및현금성자산	30	47	75	98

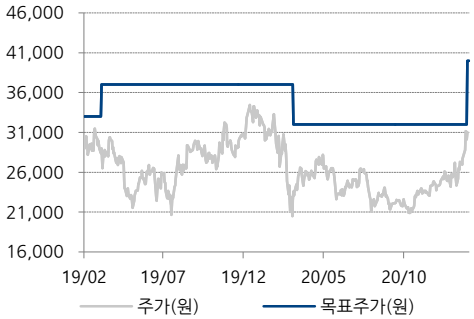
주요투자지표

	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)				
EPS	618	1,933	2,144	2,421
BPS	7,468	9,332	11,407	13,758
CFPS	968	2,131	2,309	2,561
DPS	50	50	50	50
Valuation(배)				
PER	53.1	16.0	14.5	12.8
PBR	4.4	3.3	2.7	2.3
PCR	33.9	14.5	13.4	12.1
EV/EBITDA	17.2	11.2	9.4	8.5
Key Financial Ratio(%)				
ROE	8.6	23.0	20.7	19.2
EBITDA 이익률	7.3	8.4	8.6	8.4
부채비율	268.9	229.4	192.7	164.6
순부채비율	92.8	62.3	34.9	18.2
매출채권회전율(x)	13.3	14.1	14.3	13.6
재고자산회전율(x)	3.3	3.8	3.6	3.6

자료 : AP 시스템, 하이투자증권 리서치본부

AP 시스템

최근 2 년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2019-03-26	Buy	37,000	1 년	-25.0%	-6.9%
2020-03-25	Buy	32,000	1 년	-23.5%	-2.7%
2021-02-22	Buy	40,000	1 년		

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 3 자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.

▶ 회사는 6 개월간 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 종가대비 3 등급) 종목투자의견은 향후 12 개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매 수): 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 2020-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	91.9%	8.1%	-