

AP 시스템 (265520)

FS research

Henry 연구원

orikim1367@naver.com

투자의견	Not Rated(I)
목표주가	31,000
현재주가(02/17)	21,850원
상승여력	42%

시가총액	3,339억
총발행주식수	15,281,421주
60일 평균 거래대금	45억원
60일 평균 거래량	1,887,071주
52주 고	34,100원
52주 저	20,900원
외인지분율	9.6%
신용비율	3.69%
자본금	764억원

주요주주	
APS홀딩스	25.00%
유석준	0.04%
김영주	0.02%
미전환된 주식수	(좌:행사기간)
없음	

주요계열사	(우:지분률)
APS 베트남	100
첨신상무상해유한공사	100

디스플레이 장비기업에서 OLED소재 회사로 봐야할 타임!

OLED 전공정 핵심장비를 공급하는 회사

동사는 1994년 설립된 디스플레이 전공정 핵심장비를 공급하는 회사이다. OLED 전공정 핵심장비인 ELA, LLO, 인캡슐레이션 장비와 OLED후공정 장비인 라미네이터, 디스펜서등을 공급하며 최근에는 삼성전자 폴더블 디스플레이의 후공정장비를 납품하고 있다. "21년 예상 실적기준 매출비중은 OLED장비 45%, OLED전공정 소재매출 40%, 반도체 열처리장비(RTP) 15%이다.

OLED전공정 소재 매출 ↑ 반도체장비 매출 ↑

AP시스템은 기존 주고객사인 삼성전자와 중국디스플레이 업체에 OLED핵심전공정 장비인 LLO장비를 꾸준히 납품하였으며, 전방 IT기기의 OLED 채용증가의 따른 가동률 상승에 장비소재 파츠 매출이 꾸준히 증가하는 선순환 비즈니스모델로 변화하고 있다. 20년 소재파츠 매출 1,900억, 21년 2,300억, 22년 2,500억이상 예상되며 장비대비 마진이 높아 파츠 매출비중의 상승으로 영업이익의 질이 개선되고 있다. 반도체열처리 장비매출 역시 높은 성장세로 매출이 상승하고 있다. 19년 200억원, 20년 400억원, 21년 650억원이 예상되며 21년 말 양산퀵을 통과해 추가 고객사를 확보함에 따라 22년은 850억이상 반도체 매출이 기대된다.

OLED 증설의 보릿고개인 21년에도 실적은 사상최대, 밸류는 사상최저

동사는 21년 코로나여파와 전방고객사의 전무하다 싶은 설비투자에도 불구하고 매출은 5,100억원, 영업이익은 530억원으로 영업이익 기준 역대 사상최대 실적이 예상된다. 그럼에도 밸류에이션은 역대 최저인 21년기준 PER 7.5배에 불과하다. 매출은 소재매출 비중의 증가와 반도체 열처리 장비의 증가로 질적 성장이 지속적으로 이어지고 있다. 22년은 반도체장비 매출증가와 OLED공정 가동률 상승으로 21년과 같은 전방고객사의 투자가 전무 하다는걸 가정하더라도 매출 5,800억원, 영업이익 610억원이 예상되어 매출의 질적성장이 기대된다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

결산(12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	4,621	5,918	5,100	5,600	6,300
영업이익	284	463	530	620	710
영업이익률	6.1	7.8	12.5	11.1	11.6
세전이익	124	346	570	600	690
지배주주순이익	95	250	456	480	552
PER	54.4	15.2	7.5	7.1	6.2
PBR	4.4	2.7	2.0	1.8	1.5

자료:디딤돌리서치

I. 기업 개요

OLED 전공정 핵심장비를 공급하는 회사

동사는 1994년 설립된 디스플레이 전공정 핵심장비를 공급하는 회사이다. 전공정 핵심장비인 ELA, LLO, 인캡슐레이션 장비와 OLED후공정 장비인 라미네이터, 디스펜서등을 공급하고 있다. 특히 ELA장비는 LTPS의 공정의 핵심장비로서 시장경쟁자가 없는 상황이며 LG디스플레이를 제외하고, 삼성디스플레이 및 여러 중국고객사에 공급하고 있다. AP시스템은 OLED 전방 케파증설시 6세대 15K기준 전공정 장비 80억, 후공정 200억의 신규 수주가 가능하며, 최근 애플사의 LTPO 공정 역시 LTPS+옥사이드 방식이 추가된 것이기 때문에 AP시스템의 LTPS전공정 장비의 중요도는 지속적으로 높아지고 있다. 그 외 삼성전자 폴더블 패널의 수요 증가로 인한 폴더블 후공정단의 폴더블 패널 후공정 검사장비 매출도 증가하고 있는 추세다. 기존에 설치되어있는 AP시스템의 전공정장비는 파츠류의 소모품이 지속적으로 필요한 장비이기 때문에 장비매출이후 지속적으로 파츠 및 소재(소모품)의 매출이 지속적으로 늘어나는 선순환 구조의 비즈니스모델의 사업을 영위하고 있어서 코로나로 인한 수주공백이 있었던 20년과 21년에도 영업이익은 꾸준히 증가하고 있다.

그림1. AP시스템의 LLO장비



자료:AP시스템

그림2. AP시스템의 ELA 장비



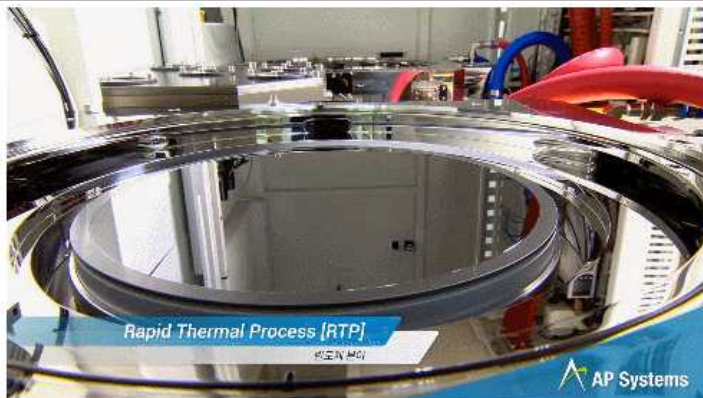
자료:AP시스템

II. 투자포인트

1) OLED장비매출에서 OLED소재, 반도체장비의 매출 점프업!

AP시스템은 현재 시장 참여자들에게 OLED장비회사로만 인식되어 왔다. 특히 전방고객사의 투자가 진행되어지지 않다는 이유로 현재 영업익기준 실적은 사상최대임에도 불구하고 주가는 역사상 최저 밸류에이션에 위치에 있다. 하지만 시장에 관심밖에 있는 동안 AP시스템은 매출 다변화에 노력의 결과물로 OLED공정 소재 및 반도체열처리장비(RTP)로 밸류업이 가능한 품목의 매출이 지속적으로 증가하고 있는 상황이다. 특히 삼성전자 반도체사업부의 열처리장비를 독점하고 있는 어플라이드머트리얼즈 RTP장비의 점유율을 빠르게 가져오고 있는 상황이다. 19년 200억원대에서 20년 400억원, 21년 650억원까지 RTP장비매출이 빠르게 성장하고 있으며 올해는 800억-900억의 장비매출이 가능할 것으로 예상된다. RTP성장의 주요인으로는 현재 삼성전자 반도체 사업부에 기존에 공급하고 있는 낸드, 디램의 열처리 장비에서 비메모리형 열처리장비의 양산궤를 진행중이며, 올해 상반기 추가적으로 비메모리형 장비가 공급될 가능성이 높다. 또한 삼성전자에 이어 SK하이닉스 역시 어플라이드머트리얼즈가 독점하고 있는 RTP장비를 작년 말 양산수주를 받았으며 신규 고객사로 처음 진입하면서 매출 증가 속도는 빠를 것이라고 예상된다. 반도체 소재장비 국산화정책 이슈로 인한 AP시스템의 우호적인 사업환경이 지속적으로 조성되고 있다.

그림3. RTP 열처리장비



자료:AP시스템

그림4. RTP 열처리장비



자료:AP시스템

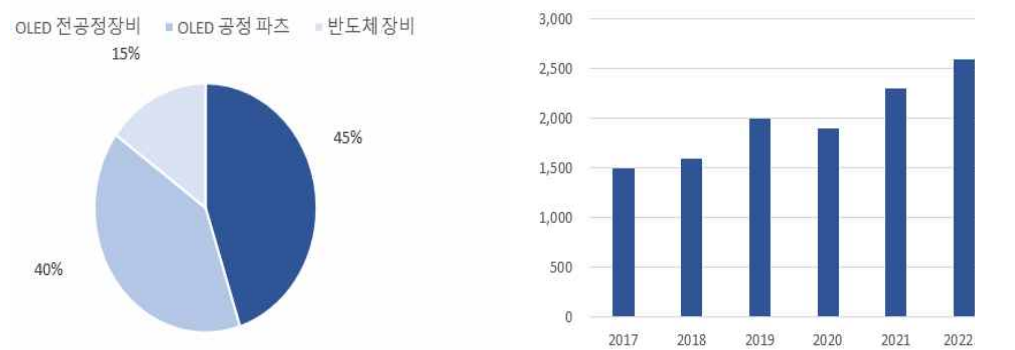
2) 소모품(파츠)매출 증가와 전방고객사의 투자 기대

AP시스템의 전공정 장비는 가동률에 따라 일정기간 후 지속적으로 레이저 및 소모품(파츠)이 필요한 장비이다. 일회성 매출로 끝이 나는 다른 공정장비와는 다르게 지속적으로 고마진 매출이 발생하는 사업구조이다. 특히 전방 셋트업체의 OLED패널의 채용 증가로 OLED가동률의 상승과 더불어 지속적으로 파츠 매출이 늘어나고 있는 추세이다. 코로나로 인한 20년을 제외한 2011년 이후 눈에 띄는 성장세는 지속되고 있으며, OLED 파츠매출은 21년 예상매출의 40%까지 상승할 것으로 예상된다. 특히 중국고객사는 수출의 문제로 가동률이 국내고객사 대비 30%임을 감안했을 때 중국고객사의 가동률이 국내고객사와 비슷하게 올라한다면 기존에 설치되어 있는 AP시스템의 장비로만 3,500-4,000억원의 파츠 매출이 가능하다.

스마트폰에서 면적이 더 큰 태블릿, 노트북등으로 OLED패널 채용이 증가하는 것은 당연한 트렌드로 가동률은 지속적으로 빠르게 상승할 것으로 예상된다. 그로 인한 AP시스템의 고마진 소재매출은 지속적으로 늘어날 것으로 예상되며 22년은 2,500억원이상 소재매출이 가능할 것으로 예상된다.

국내 전방고객사의 A5투자의 지연은 동사의 주가의 발목을 잡고있는 것은 당연해 보인다. 하지만 투자가 진행되지 않는 동안 동사는 지속적으로 실적이 증가하였고 올해는 중국의 고객사별로 OLED투자의 스케줄을 비춰봤을때 A5의 투자가 진행되지 않더라도 동사의 수주는 작년 대비 큰 폭으로 늘어 날것으로 예상된다. 중국의 BOE, CSOT등의 투자 스케줄과 국내고객사의 보완투자로 올해는 전공정, 후공정 포함 3,200억원 이상의 신규수주가 가능할 것으로 보이며 반도체 수주포함 4,000억원 이상의 신규수주가 이루어질 것으로 예상된다.

그림5. 매출비중 및 파츠매출



자료:AP시스템

III. 실적 전망

2022년 매출액 5,800억원, 영업이익 610억원 전망

동사의 2022년 매출액은 5800억 영업이익은 610억원으로 전망한다. OLED패널사의 가동률의 상승으로 OLED파츠 매출 증가에 따른 기여도가 높을 것으로 예상된다. 반도체 부분은 기존 삼성전자 반도체 사업부에 납품하고 있는 낸드, 디램향 RTP장비에서 비메모리향 RTP장비가 신규로 품목이 확대 되고 있으며, 신규고객사인 SK하이닉스에 올해부터 신규로 양산용RTP 장비가 공급됨에 따라 반도체 매출은 빠르게 성장할 것으로 예상된다. 21년은 상장 이래 처음으로 500억대에 영업이익을 기록할 것으로 예상되며 21년기준 밸류에이션 역시 매력도가 높아 보이지만 22년 기준으로는 PER 7배 초반에 불과하여 밸류에이션 매력도가 더욱 높다고 생각된다.

표3. 연도별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	7,142	4,621	5,918	5,200	5,800	6,200
증가율		-35%	28%	-12%	12%	7%
OLED장비 및 파츠	6,711	4,387	5,432	4,450	4,830	5,060
반도체 장비	382	214	400	650	850	1,000
기타	49	20	86	100	120	140
영업이익	458	284	463	530	610	710
영업이익률	6.4	6.1	7.8	10.2	10.5	11.5
당기순이익	252	95	250	456	480	552
순이익률	3.53	2.06	4.22	8.77	8.28	8.90

자료: FS리서치

▶ Compliance Note

- 동 자료는 투자에 대한 참고자료일 뿐, 투자로 인한 손실이 발생했을시에 FS리서치에서 책임지지 않습니다.
 - 동 자료에 게재된 내용들은 자료작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었습니다.
 - 동 자료에 언급된 내용은 신의성실하게 작성하였지만, 모든 내용이 100% 정확하다고 할 수 없습니다.
-