

# AP 시스템 (265520)

## 달라진 시선

2024년 6월 10일

✓ 투자판단      매수 (유지)    ✓ 목표주가      50,000 원 (유지)  
 ✓ 상승여력      92.3%      ✓ 현재주가 (6월 7일)      26,000 원

### [반도체/장비]

남궁현 선임연구원  
 ✉ hyon@shinhan.com

### 신한생각    저평가 상태. 2H24 반도체 부문 확대에 따른 Re-Rating

지난 5월 8일 커버리지 개시 이후 급격한 주가 하락 배경은 수급적인 요인. 반도체 성장 스토리 여전히 유효하며 주가 매력도가 더욱 높아진 상황. 현재 주가는 12MF PER 기준 5.8배 수준으로 밴드 중하단 하회. 반도체 고객사 내 M/S 확대 및 포트폴리오 다각화를 고려하면 저평가 상태

#### 투자포인트

2024년 실적은 매출액 4,855억원(-9% YoY), 영업이익 627억원(+4.3% YoY)으로 전망. 1) 반도체 및 디스플레이 파츠 매출 성장, 2) 계열사 지원 성격 보다는 자체 공급 이차전자 장비에 집중하며 수익성 개선 가시화

반도체 생산업체의 Capa Loss(메모리 탑재량 ↑, DDR5 전환에 따른 Die 크기 ↑, HBM Capa ↑)로 2025년 전공정 Capa 증설은 불가피한 상황. 일반적인 전공정 장비의 리드타임은 9개월 수준으로 2H24 전공정 장비업체의 반도체 수주 잔고 증가를 확인할 수 있는 구간이라고 판단

24~25년 반도체 매출은 각각 464억원, 989억원으로 전망. 1) 10년 이상 장비 공급 기반의 레퍼런스로 공정 확대 가능성, 2) 경쟁사 대비 리드타임 우위로 고객사 내 시장점유율 확대에 따른 고수익성 매출 성장 기대. 또한 반도체 장비군 확대에 집중하며 신규 장비 공급 가능성 ↑. 글로벌 고객사에 R&D 장비를 공급한 레퍼런스를 통해 2H24 유의미한 결과 기대

#### Valuation

투자 의견 '매수', 목표주가 50,000원 유지. 목표주가는 12MF EPS 4,504원에 Target PER 11배를 적용하여 산출

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	486.6	90.5	82.2	3.4	35.6	1.0	1.7	1.5
2023	533.6	60.1	60.0	5.7	20.3	1.1	3.2	1.2
2024F	485.5	62.7	60.5	6.6	17.3	1.0	3.4	1.0
2025F	545.2	92.7	79.5	5.0	19.1	0.9	1.8	1.2
2026F	578.6	111.1	91.8	4.3	18.4	0.7	1.2	1.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

Revision	
실적추정치	유지
Valuation	유지

시가총액	397.3십억원
발행주식수(유동비율)	15.3백만주(73.2%)
52주 최고가/최저가	35,250 원/16,280 원
일평균 거래액 (60일)	24,917백만원
외국인 지분율	16.2%
주요주주 (%)	
APS홀딩스 외 3인	25.1

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(23.1)	19.5	21.8	11.6
상대	(22.6)	19.2	23.8	13.2

#### 주가

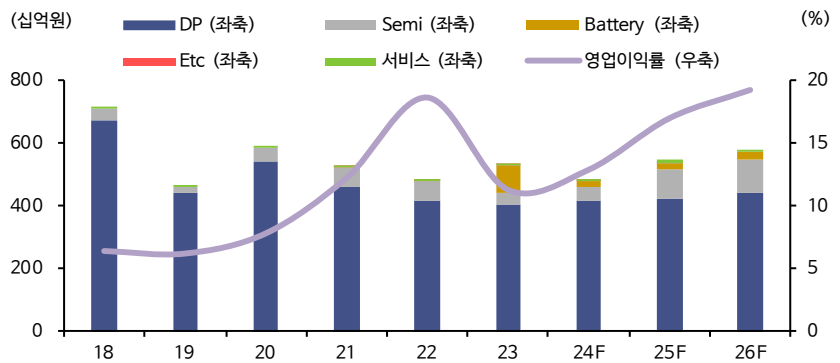


AP시스템 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
<b>매출</b>	<b>94.0</b>	<b>122.5</b>	<b>157.7</b>	<b>159.3</b>	<b>91.8</b>	<b>117.1</b>	<b>131.6</b>	<b>145.1</b>	<b>533.6</b>	<b>485.5</b>	<b>545.2</b>
QoQ	(31.4)	30.4	28.7	1.0	(42.4)	27.6	12.3	10.3			
YoY	17.2	0.7	6.7	16.4	(2.3)	(4.4)	(16.6)	(8.9)	9.7	(9.0)	12.3
<b>제품</b>	<b>92.9</b>	<b>121.0</b>	<b>154.7</b>	<b>158.1</b>	<b>90.8</b>	<b>115.4</b>	<b>129.8</b>	<b>143.1</b>	<b>526.7</b>	<b>479.0</b>	<b>537.9</b>
DP	73.1	91.9	137.0	101.2	82.0	101.9	112.3	119.8	403.1	416.1	420.6
Semi	5.6	10.0	8.5	16.7	8.7	10.7	12.7	14.4	40.8	46.4	98.9
Battery	14.3	18.9	9.2	40.2	0.0	2.7	4.8	8.9	82.6	16.4	18.3
etc	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.2	0.2
서비스	1.0	1.6	3.0	1.3	1.0	1.7	1.8	2.0	6.9	6.5	7.2
<b>영업이익</b>	<b>11.7</b>	<b>11.1</b>	<b>16.6</b>	<b>20.7</b>	<b>7.2</b>	<b>11.2</b>	<b>20.0</b>	<b>24.3</b>	<b>60.1</b>	<b>62.7</b>	<b>92.7</b>
QoQ	(57.8)	(4.9)	48.8	24.7	(65.0)	54.9	78.2	21.7			
YoY	1.9	(50.2)	(42.5)	(25.5)	(38.2)	0.6	20.4	17.5	(33.5)	4.3	47.8
<b>영업이익률</b>	<b>12.5</b>	<b>9.1</b>	<b>10.5</b>	<b>13.0</b>	<b>7.9</b>	<b>9.6</b>	<b>15.2</b>	<b>16.7</b>	<b>11.3</b>	<b>12.9</b>	<b>17.0</b>

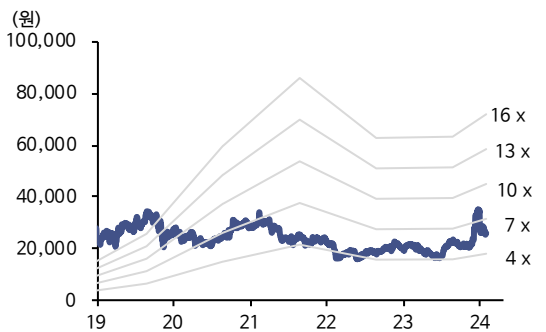
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

AP시스템 매출 및 영업이익률 추이 및 전망



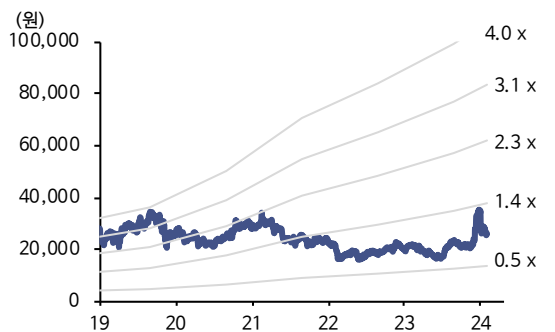
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

AP시스템 12MF PER 차트



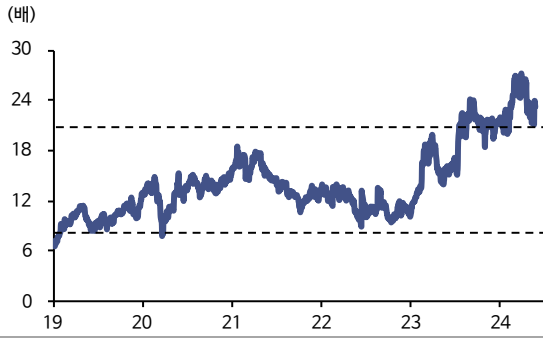
자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

AP시스템 12MF PBR 차트



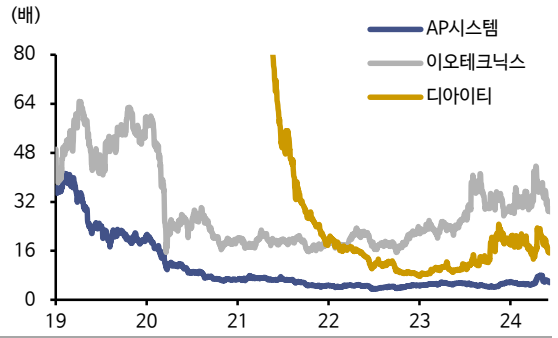
자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

### 반도체 장비 업체 12MF PER 추이



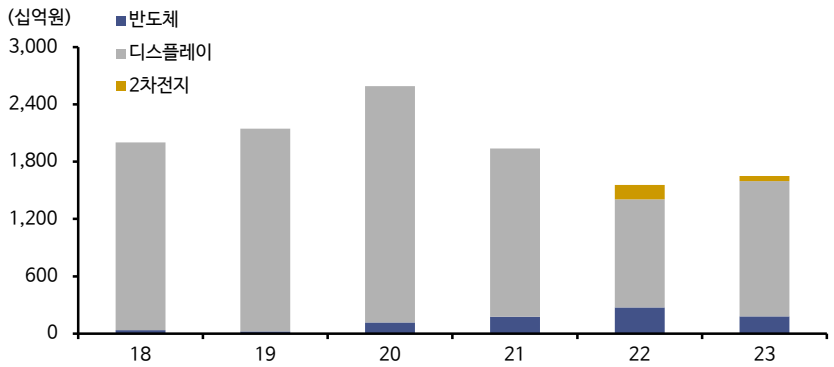
자료: QuantiWise, 신한투자증권

### 레이저 반도체 장비 업체 12MF PER 추이



자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

### AP시스템 수주잔고 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 디본딩 공정 기술 특징

Debonding Mechanism	Thermal Slide	Mechanical	Chemical	Laser Release
Pros	<ul style="list-style-type: none"> <li>Low cost of ownership (COO)</li> <li>Silicon can be used as carrier</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Low COO</li> <li>Silicon can be used as carrier</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Low stress</li> <li>Low COO</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Bigger process window</li> <li>Enable ultra thin wafer (~20 μm) processing</li> <li>High throughput (TPT)</li> </ul>
Cons	<ul style="list-style-type: none"> <li>High wafer chipping risk during debonding</li> <li>Low to mid volume production (~15 wafers per hour (WPH))</li> <li>Low temperature resistance (&lt; 250 °C)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>High stress leads to high possibility of device wafer damage</li> <li>low to mid volume production (~20 WPH)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Low temperature resistance (&lt; 250 C)</li> <li>Low TPT (~ 25 wafers per cycle)</li> <li>Need perforated carrier</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>High COO and initial investment</li> <li>Carrier has to be transparent to laser wavelength</li> </ul>

자료: Semantic Scholar, 신한투자증권

**재무상태표**

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>자산총계</b>	<b>548.1</b>	<b>571.1</b>	<b>588.5</b>	<b>643.5</b>	<b>717.3</b>
유동자산	396.5	390.4	390.2	423.2	463.6
현금및현금성자산	220.7	249.3	252.9	271.3	294.7
매출채권	52.9	68.0	55.6	64.6	62.2
재고자산	89.5	51.0	57.9	63.6	70.8
비유동자산	151.6	180.7	198.3	220.3	253.7
유형자산	85.1	77.3	77.4	78.5	81.4
무형자산	3.0	2.9	8.0	11.5	15.3
투자자산	12.5	37.8	46.4	57.5	74.0
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>277.9</b>	<b>249.8</b>	<b>208.6</b>	<b>189.7</b>	<b>175.8</b>
유동부채	222.4	173.8	145.9	144.7	144.2
단기차입금	5.0	16.0	14.4	13.0	11.7
매입채무	83.1	63.3	57.6	64.7	68.7
유동성장기부채	43.0	41.5	25.7	12.9	6.4
비유동부채	55.5	75.9	62.7	45.0	31.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	41.8	61.9	49.9	30.7	16.3
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>270.2</b>	<b>321.4</b>	<b>379.8</b>	<b>453.8</b>	<b>541.6</b>
자본금	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6
자본잉여금	64.4	64.4	64.4	64.4	64.4
기타자본	(6.1)	(6.3)	(6.3)	(6.3)	(6.3)
기타포괄이익누계액	0.3	(3.8)	(1.8)	(2.8)	(2.3)
이익잉여금	204.0	259.4	315.8	390.8	478.1
<b>지배주주지분</b>	<b>270.2</b>	<b>321.4</b>	<b>379.8</b>	<b>453.8</b>	<b>541.6</b>
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	111.9	121.4	91.8	58.6	36.6
*순차입금(순현금)	(113.2)	(129.5)	(162.4)	(214.3)	(259.7)

**현금흐름표**

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>111.1</b>	<b>49.1</b>	<b>67.2</b>	<b>90.8</b>	<b>96.5</b>
당기순이익	82.2	60.0	60.5	79.5	91.8
유형자산상각비	6.3	5.6	5.2	5.3	5.6
무형자산상각비	0.5	0.3	0.9	1.3	1.7
외환환손실(이익)	(5.3)	(0.2)	2.1	2.0	1.7
자산처분손실(이익)	(4.1)	0.2	0.3	0.2	0.2
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.7	(10.8)	(2.1)	(2.4)	(2.8)
운전자본변동	9.0	(3.4)	1.2	5.9	(0.8)
(법인세납부)	(20.2)	(27.3)	(17.0)	(22.2)	(25.9)
기타	42.0	24.7	16.1	21.2	25.0
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(23.0)</b>	<b>(22.4)</b>	<b>(22.4)</b>	<b>(27.6)</b>	<b>(39.7)</b>
유형자산의증가(CAPEX)	(14.4)	(7.3)	(5.2)	(6.4)	(8.5)
유형자산의감소	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	(0.1)	(0.2)	(6.0)	(4.7)	(5.5)
투자자산의감소(증가)	(12.0)	(17.4)	(8.3)	(10.8)	(16.2)
기타	3.4	2.3	(2.9)	(5.7)	(9.5)
<b>FCF</b>	<b>89.5</b>	<b>37.5</b>	<b>44.1</b>	<b>69.8</b>	<b>75.0</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>(6.8)</b>	<b>2.0</b>	<b>(33.6)</b>	<b>(37.3)</b>	<b>(26.5)</b>
차입금의 증가(감소)	(10.0)	8.3	(29.6)	(33.3)	(22.0)
자기주식의처분(취득)	0.7	0.1	0.0	0.0	0.0
배당금	(3.6)	(4.1)	(4.1)	(4.1)	(4.5)
기타	6.1	(2.3)	0.1	0.1	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	(9.3)	(8.9)	(8.6)
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	3.8	(0.2)	1.8	1.5	1.6
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>85.1</b>	<b>28.6</b>	<b>3.5</b>	<b>18.5</b>	<b>23.4</b>
기초현금	135.7	220.7	249.3	252.9	271.4
기말현금	220.7	249.3	252.9	271.4	294.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

**포괄손익계산서**

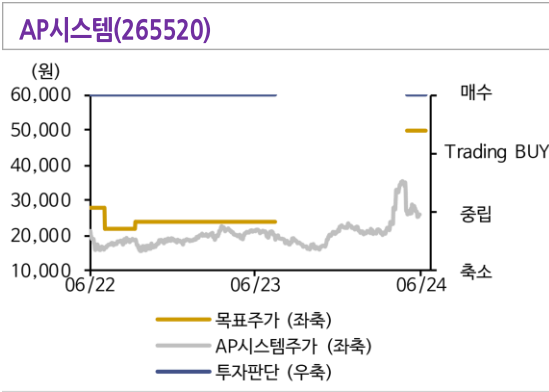
12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>486.6</b>	<b>533.6</b>	<b>485.5</b>	<b>545.2</b>	<b>578.6</b>
증감률 (%)	(8.0)	9.7	(9.0)	12.3	6.1
<b>매출원가</b>	<b>344.2</b>	<b>428.2</b>	<b>370.3</b>	<b>394.2</b>	<b>410.2</b>
<b>매출총이익</b>	<b>142.4</b>	<b>105.4</b>	<b>115.2</b>	<b>151.0</b>	<b>168.4</b>
매출총이익률 (%)	29.3	19.8	23.7	27.7	29.1
<b>판매관리비</b>	<b>51.9</b>	<b>45.3</b>	<b>52.5</b>	<b>58.4</b>	<b>57.3</b>
<b>영업이익</b>	<b>90.5</b>	<b>60.1</b>	<b>62.7</b>	<b>92.7</b>	<b>111.1</b>
증감률 (%)	40.7	(33.6)	4.3	47.8	19.9
영업이익률 (%)	18.6	11.3	12.9	17.0	19.2
영업외손익	20.1	16.1	14.8	9.0	6.5
금융손익	7.8	1.5	(0.7)	1.0	2.2
기타영업외손익	12.9	14.8	15.7	8.3	4.7
종속 및 관계기업관련손익	(0.7)	(0.3)	(0.2)	(0.3)	(0.4)
<b>세전계속사업이익</b>	<b>110.5</b>	<b>76.2</b>	<b>77.5</b>	<b>101.7</b>	<b>117.6</b>
법인세비용	28.3	16.2	17.0	22.2	25.9
계속사업이익	82.2	60.0	60.5	79.5	91.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>82.2</b>	<b>60.0</b>	<b>60.5</b>	<b>79.5</b>	<b>91.8</b>
증감률 (%)	43.9	(27.0)	0.8	31.3	15.5
순이익률 (%)	16.9	11.3	12.5	14.6	15.9
(지배주주)당기순이익	82.2	60.0	60.5	79.5	91.8
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	82.9	55.4	62.5	78.5	92.3
(지배주주)총포괄이익	82.9	55.4	62.5	78.5	92.3
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>EBITDA</b>	<b>97.3</b>	<b>66.1</b>	<b>68.7</b>	<b>99.2</b>	<b>118.4</b>
증감률 (%)	33.2	(32.1)	4.1	44.3	19.3
EBITDA 이익률 (%)	20.0	12.4	14.2	18.2	20.5

**주요 투자지표**

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	5,382	3,929	3,960	5,200	6,005
EPS (지배순이익, 원)	5,382	3,929	3,960	5,200	6,005
BPS (자본총계, 원)	17,682	21,031	24,856	29,695	35,439
BPS (지배지분, 원)	17,682	21,031	24,856	29,695	35,439
DPS (원)	270	270	270	300	300
PER (당기순이익, 배)	3.4	5.7	6.6	5.0	4.3
PER (지배순이익, 배)	3.4	5.7	6.6	5.0	4.3
PBR (자본총계, 배)	1.0	1.1	1.0	0.9	0.7
PBR (지배지분, 배)	1.0	1.1	1.0	0.9	0.7
EV/EBITDA (배)	1.7	3.2	3.4	1.8	1.2
배당성향 (%)	4.9	6.8	6.7	5.7	4.9
배당수익률 (%)	1.5	1.2	1.0	1.2	1.2
<b>수익성</b>					
EBITDA 이익률 (%)	20.0	12.4	14.2	18.2	20.5
영업이익률 (%)	18.6	11.3	12.9	17.0	19.2
순이익률 (%)	16.9	11.3	12.5	14.6	15.9
ROA (%)	16.8	10.7	10.4	12.9	13.5
ROE (지배순이익, %)	35.6	20.3	17.3	19.1	18.4
ROIC (%)	54.9	42.9	40.5	55.8	61.0
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	102.9	77.7	54.9	41.8	32.5
순차입금비율 (%)	(41.9)	(40.3)	(42.8)	(47.2)	(48.0)
현금비율 (%)	99.2	143.4	173.3	187.6	204.3
이자보상배율 (배)	23.7	10.3	11.7	24.6	46.6
<b>활동성</b>					
순운전자본회전율 (회)	11.7	17.3	12.8	12.9	11.9
재고자산회수기간 (일)	49.6	48.1	40.9	40.7	42.4
매출채권회수기간 (일)	48.9	41.4	46.5	40.2	40.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 04월 18일	매수	28,000	(26.4)	(13.2)
2022년 07월 14일	매수	22,000	(17.1)	(11.4)
2022년 09월 19일	매수	24,000	(18.2)	(5.2)
2023년 07월 24일	커버리지제외		-	-
2024년 05월 08일	매수	50,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

### Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 남궁현)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

### 투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상</li> <li>◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%</li> <li>◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%</li> <li>◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하</li> </ul>	섹터	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우</li> <li>◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우</li> <li>◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우</li> </ul>
----	---	----	--

### 신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 06월 07일 기준)

매수 (매수)	93.47%	Trading BUY (중립)	4.49%	중립 (중립)	2.04%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------