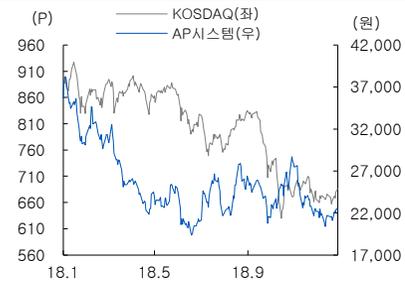


# AP시스템 (265520/중립/목표주가 26,000원)

## 4분기 부진, 2019년 상반기 부진

중립 (유지)	
목표주가	26,000원
현재가 (1/15)	23,000원
KOSDAQ (1/15)	690.39pt
시가총액	324십억원
발행주식수	15,281천주
액면가	500원
52주 최고가	38,200원
최저가	19,350원
60일 평균거래대금	9십억원
외국인 지분율	7.5%
배당수익률 (2018F)	0.0%
Upside(%)	13.0%
주주구성	
AP스홀딩스 외 3인	23.31%
	0 0.00%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	0%	31%	-17%
절대기준	4%	10%	-36%



- FY4Q18 Preview: 매출 2,030억원(-7.5%QQ), 영업이익 162억원 예상(-15.0%QQ)**
  - 4분기 매출액은 3분기 대비 7.5% 감소한 2,030억원으로 예상
  - 3분기 대비 감소한 것은 신규 투자의 지연에 따른 영향으로 추정
  - 4분기 영업이익은 3분기 대비 감소할 것으로 예상
- Flexible AMOLED 투자 모멘텀 둔화**
  - 2018년 하반기는 중국업체들의 투자 확대에 따른 효과
  - 2019년 중국업체들의 신규 투자는 여전히 보수적으로 접근해야 할 것으로 판단
  - 삼성전자의 A5 투자에 대한 기대는 아직 이른 시점
- 투자의견 '중립' 유지, 목표주가는 26,000원**
  - 2019년 상반기는 비수기
  - 현재 주가는 밸류에이션 보다는 성장 가능성이 핵심일 것으로 판단함
  - 국내 및 해외 고객의 투자 본격화가 되기 전까지는 보수적으로 접근하는 것이 바람직함.

(단위:십억원,배)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	-	962	755	756	875
영업이익	-	26	55	59	64
세전이익	-	26	43	35	36
지배주주순이익	-	19	34	29	30
EPS(원)	-	1,495	2,240	1,925	1,983
증가율(%)	Na	na	49.8	-14.0	3.0
영업이익률(%)	-	2.7	7.3	7.8	7.3
순이익률(%)	-	2.0	4.5	3.9	3.5
ROE(%)	-	21.3	33.3	22.5	18.9
PER	-	23.5	9.7	11.6	11.3
PBR	-	6.0	2.9	2.4	1.9
EV/EBITDA	-	15.6	6.1	4.7	3.8

- 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준
- 2017년 이후 손익계산서를 제외한 지표들은 지주사 기준

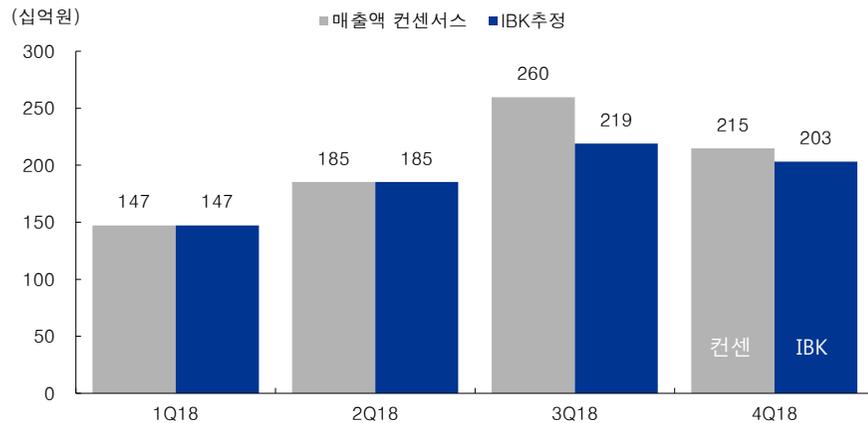
# AP시스템 (265520/중립/목표주가 26,000원)

## AP시스템 분기 및 연간 실적 추정치 변경

항목(단위: 억원)	2018년 4분기 실적			2018년 연간 실적		
	신규 추정치	기존 추정치	변화폭	신규 추정치	기존 추정치	변화폭
AMOLED	1,726	2,083	-17.1%	6,423	7,252	-11.4%
LCD	4	5	-20.0%	15	17	-11.8%
반도체	61	74	-17.6%	205	228	-10.1%
기타	240	289	-17.0%	906	1,008	-10.1%
<b>매출액</b>	<b>2,030</b>	<b>2,450</b>	<b>-17.1%</b>	<b>7,549</b>	<b>8,504</b>	<b>-11.2%</b>
<b>영업이익</b>	<b>162</b>	<b>172</b>	<b>-5.8%</b>	<b>551</b>	<b>588</b>	<b>-6.3%</b>
세전이익	120	176	-31.8%	426	496	-14.1%
순이익	93	136	-31.6%	342	409	-16.4%

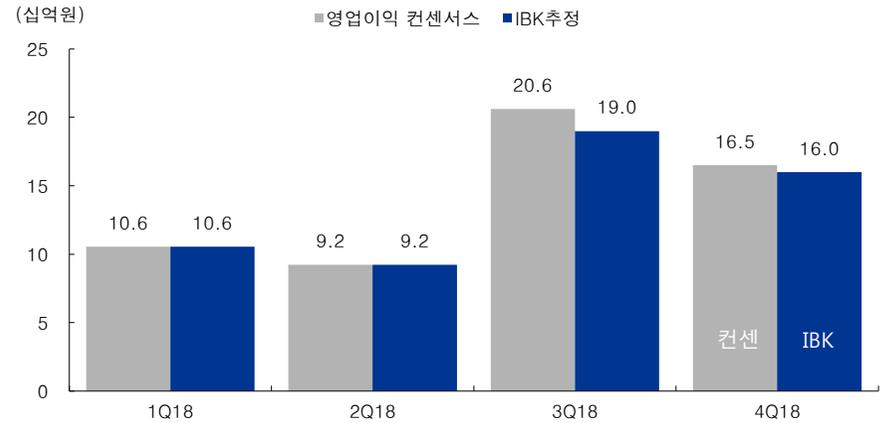
자료: Company data, IBK투자증권  
 주: 2017년 연간 실적은 분할 전 기준 임

### 매출액 추정치 vs 컨센서스



자료: Company data, Quantwise, IBK투자증권

### 영업이익 추정치 vs 컨센서스



자료: Company data, Quantwise, IBK투자증권

# AP시스템 (265520/중립/목표주가 26,000원)

## AP시스템 분기별 실적 추이 및 전망

항목(단위: 억원)	2018				2019				4분기 증감률	
	1Q	2Q	3Q	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE	QoQ	YoY
매출액										
AMOLED	1,193	1,574	1,931	1,726	1,339	1,369	2,002	1,785	-10.6%	-9.0%
LCD	3	4	4	4	3	3	5	4	-7.5%	-7.9%
반도체	44	56	44	61	47	48	46	63	38.8%	-7.9%
기타	233	218	215	240	186	190	223	248	11.4%	0.6%
합계	1,473	1,852	2,195	2,030	1,575	1,610	2,275	2,100	-7.5%	-7.9%
영업이익	106	92	191	162	113	182	147	147	-15.0%	흑자전환
세전이익	82	41	183	120	44	114	90	101	-34.2%	흑자전환
순이익	82	39	128	93	44	110	63	78	-27.5%	흑자전환
영업이익률	7.2%	5.0%	8.7%	8.0%	7.2%	11.3%	6.5%	7.0%		
세전이익률	5.5%	2.2%	8.3%	5.9%	2.8%	7.1%	3.9%	4.8%		
순이익률	5.6%	2.1%	5.8%	4.6%	2.8%	6.8%	2.8%	3.7%		

자료: Company data, IBK투자증권

# AP시스템 (265520/중립/목표주가 26,000원)

## 포괄손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	0	962	755	756	875
증가율(%)	na	na	-21.6	0.2	15.7
매출원가	0	900	647	637	761
매출총이익	0	62	108	119	114
매출총이익률(%)	0.0	6.4	14.3	15.7	13.0
판매비	0	36	53	60	50
판매비율(%)	0.0	3.7	7.0	7.9	5.7
영업이익	0	26	55	59	64
증가율(%)	na	na	110.7	6.8	8.2
영업이익률(%)	0.0	2.7	7.3	7.8	7.3
순금융손익	0	2	-14	-22	-23
이자손익	0	-2	-8	-18	-19
기타	0	4	-6	-4	-4
기타영업외손익	0	-2	1	-2	-5
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	0	26	43	35	36
법인세	0	7	8	5	6
법인세율	na	27.5	19.6	15.6	17.0
계속사업이익	0	19	34	29	30
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	0	19	34	29	30
증가율(%)	na	na	79.3	-14.0	3.0
당기순이익률(%)	0.0	2.0	4.5	3.9	3.5
지배주주당기순이익	0	19	34	29	30
기타포괄이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	0	19	34	29	30
EBITDA	0	34	72	83	85
증가율(%)	na	na	108.8	16.3	1.3
EBITDA마진율(%)	0.0	3.6	9.5	11.0	9.7

## 재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	0	324	305	375	441
현금및현금성자산	0	63	54	125	208
유가증권	0	31	3	3	3
매출채권	0	161	14	14	14
재고자산	0	52	135	140	140
비유동자산	0	144	148	129	114
유형자산	0	110	115	100	87
무형자산	0	24	20	16	12
투자자산	0	0	2	2	2
자산총계	0	468	453	504	555
유동부채	0	343	311	337	362
매입채무및기타채무	0	124	78	81	81
단기차입금	0	121	168	181	196
유동성장기부채	0	5	7	12	17
비유동부채	0	36	26	21	17
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	22	16	11	6
부채총계	0	379	336	358	379
지배주주지분	0	89	116	145	176
자본금	0	8	8	8	8
자본잉여금	0	63	63	63	63
자본조정등	0	0	-2	-2	-2
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	0	19	48	77	108
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	0	89	116	145	176
비이자부채	0	230	146	154	160
총차입금	0	149	191	205	219
순차입금	0	56	134	77	9

## 현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	0	56	-55	58	60
당기순이익	0	19	34	29	30
비현금성 비용 및 수익	0	38	43	49	48
유형자산감가상각비	0	6	15	20	17
무형자산상각비	0	2	1	4	3
운전자본변동	0	9	-123	-2	0
매출채권의 감소	0	20	40	0	0
재고자산의 감소	0	-18	-27	-5	0
매입채무등의 증가	0	-10	-48	3	0
기타 영업현금흐름	0	-11	-9	-18	-19
투자활동 현금흐름	0	-47	6	0	11
유형자산의 증가(CAPEX)	0	-8	-17	-5	-5
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	-5	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	-30	29	0	0
기타	0	-4	-5	5	16
재무활동 현금흐름	0	45	39	13	12
차입금의 증가(감소)	0	-2	0	-5	-5
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	0	47	39	18	17
기타 및 조정	0	-1	0	0	0
현금의 증가	0	53	-9	71	83
기초현금	0	10	63	54	125
기말현금	0	63	54	125	208

## 주당지표 및 밸류에이션

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	0	1,495	2,240	1,925	1,983
BPS	0	5,857	7,595	9,521	11,504
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	0.0	23.5	9.7	11.6	11.3
PBR	0.0	6.0	2.9	2.4	1.9
EV/EBITDA	0.0	15.6	6.1	4.7	3.8

## 성장성 및 수익성 지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
성장성지표(%)					
매출증가율	na	na	-21.6	0.2	15.7
EPS증가율	na	na	49.8	-14.0	3.0
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	0.0	21.3	33.3	22.5	18.9
ROA	0.0	4.1	7.4	6.2	5.7
ROIC	0.0	13.2	17.5	12.6	15.2

## 안정성 및 활동성 지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	0.0	423.0	289.9	246.4	215.7
순차입금 비율(%)	na	62.1	115.3	52.7	4.8
이자보상배율(배)	0.0	9.0	6.6	3.1	3.2
활동성지표(배)					
매출채권회전율	0.0	0.0	8.6	54.9	62.5
재고자산회전율	0.0	0.0	8.0	5.5	6.3
총자산회전율	0.0	0.0	1.6	1.6	1.7

- 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준
- 2017년 이후 손익계산서를 제외한 지표들은 지주사 기준