



아이쓰리시스템 (214430)

강력한 반등의 시작

▶ Analyst 최준영 jchoi@hanwha.com 02-3772-7698

Buy (유지)

목표주가(상향): 40,000원

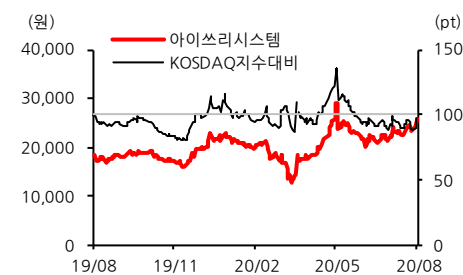
현재 주가(8/12)	25,100원
상승여력	▲59.4%
시가총액	1,784억원
발행주식수	7,107천주
52 주 최고가 / 최저가	29,200 / 12,650원
90 일 일평균 거래대금	53.95억원
외국인 지분율	2.4%
주주 구성	
정한 (외 9 인)	39.9%
자사주 (외 1 인)	2.3%
아이쓰리시스템우리사주 (외 1 인)	0.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	17.3	-13.4	22.4	35.7
상대수익률(KOSDAQ)	7.9	-37.0	-0.7	-6.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	69	52	77	90
영업이익	9	-2	9	15
EBITDA	14	3	14	20
지배주주순이익	10	0	9	14
EPS	1,397	25	1,276	2,009
순차입금	-18	-7	-11	-25
PER	12.0	865.4	19.7	12.5
PBR	1.7	2.3	2.3	2.0
EV/EBITDA	7.4	56.5	11.7	7.6
배당수익률	1.6	0.3	0.3	0.3
ROE	14.6	0.3	12.4	17.0

주가 추이



아이쓰리시스템은 글로벌 IR 센서 수요증가로 인해 큰 폭의 실적 개선이 예상됩니다. 2분기 실적과 토지매입 공시는 본격적인 실적반등과 성장 가속화를 의미한다고 생각합니다. 투자의견 Buy 를 유지하고, 목표 주가는 40,000 원으로 상향합니다.

2분기 실적의 의미: 턴어라운드의 시작

아이쓰리시스템은 2분기에 매출액 201억 원(+74.2% q-q, +66.6% y-y), 영업이익 27억 원(흑자전환 q-q, 흑자전환 y-y)을 기록하며 분기 사상 최대치에 가까운 실적을 발표하였다. 실적개선의 배경은 1) 군수용 IR센서의 매출인식과 2) COVID-19 팬데믹으로 인해 크게 증가한 국내 열감지용 IR센서 수요로 파악된다. 더불어, 그동안 수익성 부진의 주요 원인이었던 수출문제가 개선된 점도 실적개선에 기여한 것으로 추정된다. 하반기에도 실적 개선세는 지속될 것으로 전망한다.

IR센서 Shortage: 글로벌 수요 확대로 큰 수혜 기대

하반기에는 IR센서 매출이 주로 해외에서 발생할 것으로 예상된다. COVID-19 확산으로 인해 증가한 북미, 남미, 동남아 지역의 열감지 인프라 구축 수요도 이에 기여할 것으로 판단된다. 글로벌 IR센서 시장은 고사양 제품군으로 올라갈수록 공급가능 업체가 줄어든다. 미국의 경우, IR센서를 첨단 기술로 지정하고 고사양 IR센서(17 μ m pixel pitch 초과)에 대해 수출을 규제하고 있어 글로벌 IR센서 수요 대비 공급업체가 부족한 상황이다. 최근 해외 고객사들이 요구하는 스펙이 12 μ m 수준인데, 이와 같은 수준의 기술력을 보유한 업체는 5개 미만인 것으로 파악된다. 아이쓰리시스템은 12 μ m 센서기술을 보유하고 있어, 글로벌 수요확대에 따른 수혜가 기대된다. 8월 11일 공시한 토지매입 역시 이에 대응하기 위한 움직임이라고 생각한다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 40,000원으로 상향

아이쓰리시스템의 2020년 예상실적을 매출액 768억 원(+48.1% y-y), 영업이익 86억 원(흑자전환 y-y)으로 상향조정한다. 1) 2분기 실적으로부터 확인된 실적 턴어라운드, 2) 토지매입 공시를 통해 확인된 글로벌 IR센서 수요확대, 3) IR센서 시장의 기술적 진입장벽을 감안했을 때 현재 밸류에이션은 매우 매력적이라고 생각한다. 따라서 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 40,000원으로 상향조정한다.

투자 의견 Buy 유지, 목표주가 40,000 원으로 상향

아이쓰리시스템에 대해 투자 의견 Buy를 유지하고 목표주가는 40,000원으로 상향조정한다. 동사의 적정주가를 산출하는 과정에서 Target PER 배수로 기존에 적용했던 29.4배를 30% 할인하여 20.6배를 적용했다. 할인을 30%를 적용한 이유는 1) 민수용 IR 센서 매출 증가로 인한 군수용 매출 비중 하락, 2) 글로벌 유사업종의 평균 멀티플 하락으로 제시한다.

당사는 아이쓰리시스템의 IR 모듈/시스템 내 핵심 반도체 소자 개발/공급 역량을 높은 밸류에이션의 근거로 제시한다. 더불어, 1) 국내 유일 군수용 IR 센서 업체라는 점, 2) 글로벌 Top-tier 수준(12 μ m pixel pitch)의 기술력을 보유했다는 점, 3) 해외 주요 국가의 고 사양 IR 센서 수출규제에 따른 공급 부족 현상으로 동사에 대한 글로벌 시장의 의존도가 높아질 가능성을 감안 시 현 주가 밸류에이션은 매력적인 수준이라고 생각한다. 산출된 목표주가 40,000원은 현 주가 25,100원 대비 상승 여력 59%가 기대되는 수준이다.

[표1] 아이쓰리시스템 목표주가 산출

	(단위: 십억원)	주식
1) 아이쓰리시스템 12개월 FWD 순이익	13.9	
2) Target PER multiple	20.6	기존에 적용된 29.4배에서 30% 할인
3) Target 시가총액	286.4	
4) 주식수	7,106,760	
5) 적정주가(원)	40,297	
6) Upside	60%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 아이쓰리시스템 분기별 실적 추이

(단위: 십억 원)

	2019	2020E	2021F	1Q20	2Q20P	3Q20E	4Q20F
매출액	51.9	76.8	90.1	11.6	20.1	21.8	23.3
IR 영상센서	45.2	71.4	84.7	10.4	18.9	20.4	21.7
X-Ray 영상센서	5.2	3.9	4.1	0.9	1.0	1.0	1.0
기타	1.1	1.4	1.4	0.1	0.3	0.4	0.6
영업이익	-2.4	8.6	14.5	-1.5	2.7	3.4	3.9
영업이익률	-4.6%	11.1%	16.1%	-13.2%	13.6%	15.7%	16.7%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 미국 국무부에서 IR 센서 스펙 17 μm 초과한 스펙에 대해 수출규제

Export Restrictions

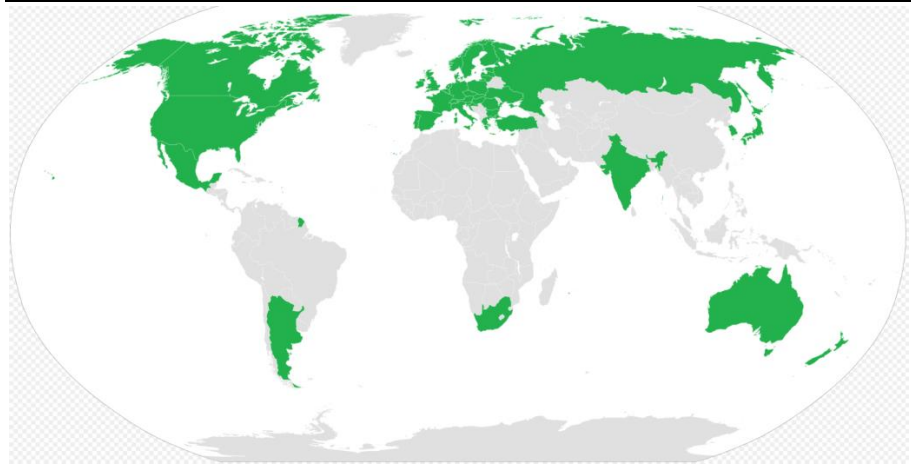
Exportable and Embargoed Countries for Thermal Infrared Imaging Camera Sales

Exporting Thermal Cameras, Infrared Cameras or Infrared Sensors to certain countries may be restricted by the United States Government and many fall under "ITAR", "International Traffic in Arms Regulations". All ITAR items are designated by the U.S. Department of State.

Some cameras fall under a specific ECCN Codes or an Export Control Classification Number. ECCN items are governed by the U.S. Department of Commerce "Bureau of Industry and Security". Most countries can purchase uncooled microbolometer based, 9 Hz thermal imaging cameras without restriction. This depends on the sensor size and pixel pitch. For example an ICI 9640 S, 9 Hz 640 x 480 microbolometer camera with 17 μm pixel pitch can be exported to most non embargoed countries. Thermal Cameras with Pixel pitch smaller than 17 μm may be an issue. This is determined by the U.S. Department of State. The map below is for informational purposes only, and may not accurately reflect current export or import laws. Most ICI Cameras have a CJ or Commodity Jurisdiction Code for them but some do not. When shipping a camera outside the U.S. it best to be safe and ask as the penalty for getting it wrong can be prison.

All countries designated with the color green are "Wassenaar Agreement" countries and currently able to purchase microbolometer based thermal imaging cameras up to 384 x 288 pixel resolution and 17 μm pixel pitch without restrictions. The Countries on this list change and are updated so make sure before you buy or ship a system. Those marked with red may be considered "banned" countries and restrictions will apply.

자료: ICI

[그림2] 미국 국무부에서 IR 센서 스펙 17 μm 이하에 대해 수출허가한 국가

자료: ICI

[표3] 글로벌 IR 센서/모듈 공급업체

국가	업체명	센서형태
미국	Raytheon Co.	군수용, 민수용
미국	DRS Nytech Imaging Systems	군수용, 민수용
미국	FJIR Systems	군수용, 민수용
미국	L3Harris Technologies	군수용, 민수용
미국	Fortive	민수용
미국	Teledyne	군수용
영국	BAE Systems	군수용, 민수용
영국	Selex ES	군수용
독일	ALM	군수용
이스라엘	SCD	군수용, 민수용
프랑스	Lynred	군수용, 민수용
일본	NEC	민수용
대한민국	아이쓰리시스템	군수용, 민수용

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	70	69	52	77	90
매출총이익	17	16	5	17	23
영업이익	9	9	-2	9	15
EBITDA	14	14	3	14	20
순이자손익	0	0	0	0	0
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	9	10	-2	9	15
당기순이익	9	10	0	9	14
지배주주순이익	9	10	0	9	14
증가율(%)					
매출액	36.2	-0.6	-25.0	48.1	17.3
영업이익	52.5	-2.5	적전	흑전	69.9
EBITDA	49.9	-2.3	-80.8	441.9	41.1
순이익	27.3	4.5	-98.2	4,940.6	57.5
이익률(%)					
매출총이익률	24.1	23.4	9.1	22.5	25.9
영업이익률	13.2	13.0	-4.6	11.1	16.1
EBITDA 이익률	20.2	19.8	5.1	18.6	22.3
세전이익률	13.2	13.8	-3.4	12.0	16.9
순이익률	13.4	14.1	0.3	11.8	15.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	11	15	1	11	19
당기순이익	9	10	0	9	14
자산상각비	5	5	5	6	6
운전자본증감	-4	1	-2	-5	-1
매출채권 감소(증가)	-1	1	-1	1	-2
재고자산 감소(증가)	-4	-5	1	-2	-1
매입채무 증가(감소)	2	2	-4	0	2
투자현금흐름	-4	-14	-3	-6	-5
유형자산처분(취득)	-5	-3	-10	-6	-5
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	1	-11	7	1	0
재무현금흐름	-1	-6	2	-1	0
차입금의 증가(감소)	-1	-3	4	0	0
자본의 증가(감소)	-2	-2	-2	0	0
배당금의 지급	2	2	2	0	0
총현금흐름	15	14	3	16	20
(-)운전자본증가(감소)	4	-1	2	3	1
(-)설비투자	5	3	10	6	5
(+)자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	7	12	-9	6	14
(-)기타투자	1	0	0	2	0
잉여현금	6	12	-9	4	14
NOPLAT	7	7	-2	8	14
(+) Dep	5	5	5	6	6
(-)운전자본투자	4	-1	2	3	1
(-)Capex	5	3	10	6	5
OpFCF	3	9	-9	5	14

주: IFRS 별도 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	50	58	51	57	74
현금성자산	16	23	16	20	33
매출채권	10	8	9	8	10
재고자산	20	25	24	26	28
비유동자산	36	34	41	42	41
투자자산	5	5	7	8	8
유형자산	31	29	34	34	33
무형자산	1	0	0	0	0
자산총계	86	92	92	99	115
유동부채	17	17	16	16	18
매입채무	10	11	8	8	10
유동성이자부채	3	1	3	3	3
비유동부채	5	4	6	6	6
비유동이자부채	5	4	6	5	5
부채총계	22	21	23	22	24
자본금	3	4	4	4	4
자본잉여금	25	26	26	26	26
이익잉여금	36	44	42	51	65
자본조정	-1	-3	-3	-3	-3
자기주식	-1	-3	-3	-3	-3
자본총계	64	71	69	77	91

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	1,384	1,397	25	1,276	2,009
BPS	9,290	9,961	9,715	10,858	12,797
DPS	270	270	70	70	70
CFPS	2,276	2,012	424	2,193	2,797
ROA(%)	11.5	11.0	0.2	9.5	13.3
ROE(%)	15.7	14.6	0.3	12.4	17.0
ROIC(%)	12.5	12.1	-3.0	13.1	20.6
Multiples(x, %)					
PER	15.9	12.0	865.4	19.7	12.5
PBR	2.4	1.7	2.3	2.3	2.0
PSR	2.1	1.7	3.0	2.3	2.0
PCR	9.7	8.3	51.7	11.4	9.0
EV/EBITDA	10.2	7.4	56.5	11.7	7.6
배당수익률	1.2	1.6	0.3	0.3	0.3
안정성(%)					
부채비율	34.3	29.9	32.6	28.4	26.4
Net debt/Equity	-12.1	-25.0	-10.0	-14.2	-27.0
Net debt/EBITDA	-55.0	-129.2	-261.5	-77.0	-122.2
유동비율	300.3	347.5	309.5	356.1	407.5
이자보상배율(배)	110.4	179.4	-	37.7	58.1
자산구조(%)					
투자자본	73.1	65.7	73.2	70.9	61.8
현금+투자자산	26.9	34.3	26.8	29.1	38.2
자본구조(%)					
차입금	11.2	6.6	11.5	10.0	8.6
자기자본	88.8	93.4	88.5	90.0	91.4

[Compliance Notice]

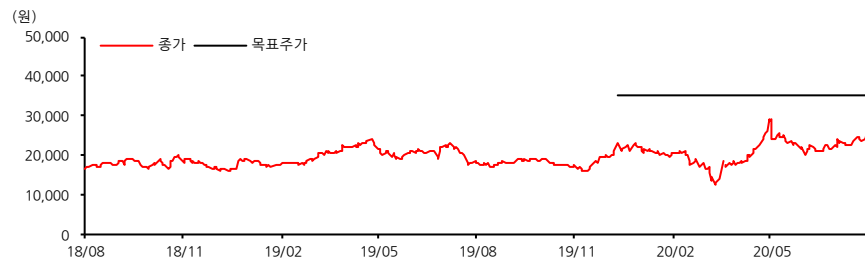
(공표일: 2020년 8월 13일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (최준영)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[아이쓰리시스템 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2019.12.23	2019.12.23	2020.01.29	2020.01.31	2020.08.13	
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	최준영	35,000	35,000	35,000	40,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.12.23	Buy	35,000	-39.60	-16.57
2020.08.13	Buy	40,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2020년 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.5%	6.5%	0.0%	100.0%