Small-Cap
Defense Industry

아이쓰리시스템(214430.KQ)





미드스몰캡 팀장 박종선
Tel. 02)368-6076 / jongsun.park@eugenefn.com

시장 Consensus 대비(영업이익 기준)		
Above	In-line	Below
		O

BUY(유지)

목표주가(12M, 하향)	25,000원
현재주가(08/07)	18,200원

Key Data	(기준일: 2018.08.07)
KOSPI(pt)	2,300
KOSDAQ(pt)	785
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	129
52주 최고/최저(원)	26,400 / 17,450
52주 일간 Beta	0.96
발행주식수(천주)	7,107
평균거래량(3M,천주)	30
평균거래대금(3M,백만원)	613
배당수익률(18F, %)	1.6
외국인 지분율(%)	2.2
주요주주 지분율(%)	
정한 외 10인	43.8

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.4	-20.2	-19.6	-20.4
KOSPI 대비상대수익률	-0.5	-11.8	-14.2	-41.4

2Q18 Review: 시장 기대치에 하회한 부진한 실적

- **2Q18 Review: 지난해 2분기의 기고효과로 전년동기대비 감소한 부진한 실적**

  전일(8/7) 발표한 2분기 잠정실적(연결기준)은 매출액 167억원, 영업이익 22억원으로 전년동기대비 각각 -14.5%, -19.1% 감소함. 당사추정치 및 시장 컨센서스(매출액 201억원, 영업이익 28억원) 대비 매출액 및 영업이익이 하회하는 부진한 실적을 기록함

  매출액이 전년동기대비 -14.3% 감소한 이유는 ① 지난해 2분기 매출이 1분기 지연된 실적이 반영되면서 높았던 기저효과와 함께, ② 꾸준히 증가해오던 해외 수출 물량이 새로운 기종으로 전환을 앞두고 감소하였기 때문임

  매출액 감소 폭 대비 영업이익 감소 폭이 크게 나타난 것은 ① 지난해 2분기의 기고효과(지연된 매출액 증가와 함께 영업이익률 14.1%)와 함께, ② 수익성이 좋았던 해외 수출 비중이 감소하였기 때문임

- **3Q18 Preview: 하반기 안정적인 실적 성장 기대**

  당사추정 3분기 예상실적(연결기준)은 매출액 191억원, 영업이익 27억원으로 전분기대비 각각 +16.5%, +16.2% 증가하며 안정적인 실적 성장을 전망함

  유도무기 현궁 본격적인 보급에 따른 실적 성장 지속 전망함. 올해부터 대전차 유도무기 현궁이 LIG넥스원을 통해 육군과 해병대에 단계별로 보급이 진행되고 있음. 2021년까지 보급계획에 따라 동사의 적외선센서는 올해부터 본격적인 매출이 발생하며 높은 실적 성장 지속 전망. 현궁의 국내 보급이 본격적으로 이루어짐에 따라 LIG넥스원을 통한 해외 수출이 본격적으로 추진될 것으로 예상됨. 수출이 성공적으로 추진될 경우 동사의 중장기 실적성장에 크게 기여할 것으로 판단함

- **목표주가 25,000원으로 하향, 투자의견 BUY 유지**

  목표주가를 기존 33,000원에서 24.2% 하향한 25,000원으로 조정하고, 37.4%의 상승여력을 보유하고 있어 투자의견 BUY를 유지함. 목표주가 하향근거는 ① 2018년 예상 EPS 하향조정(기존 1,697원 → 1,487원)하고, ② Target Multiple인 동종업계 평균 PER 하락(기존 23.6배 → 16.8배)한 것을 반영하였기 때문임

  하반기 LIG넥스원을 통한 현궁의 해외 수출이 추진될 것이라는 기대감과, 신규 해외수출 신규 기종의 수출이 재성장세로 접어들 것으로 예상되어 현재의 PER 12.2배는 저평가되었다고 판단함

Earnings Summary(IFRS 연결기준)

(단위: 십억원, (%,%p)	2Q18P					3Q18F			2017	2018F		2019F	
	실적발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	qoq	yoy		예상치	yoy	예상치	yoy
매출액	16.7	20.1	-16.8	20.1	-16.8	19.1	14.3	16.5	69.6	76.8	10.3	88.1	14.6
영업이익	2.2	2.8	-21.5	2.8	-21.5	2.7	22.5	16.2	9.2	10.6	15.3	12.1	13.6
세전이익	2.5	3.1	-19.9	3.1	-19.9	2.8	14.8	13.9	9.2	10.9	18.2	12.4	14.1
순이익	2.3	3.2	-28.8	3.2	-28.8	2.7	17.8	-2.3	9.4	10.2	8.9	12.0	17.6
영업이익률	13.3	14.1	-0.8	14.1	-0.8	14.3	1.0	-0.0	13.2	13.8	0.6	13.7	-0.1
순이익률	13.5	15.8	-2.3	15.8	-2.3	13.9	0.4	-2.7	13.4	13.3	-0.2	13.6	0.3
EPS(원)	1,315	1,846	-28.8	1,846	-28.8	1,549	17.8	-3.2	1,384	1,487	7.4	1,749	17.6
BPS(원)	9,666	9,848	-1.8	9,848	-1.8	10,053	4.0	13.1	9,290	10,508	13.1	11,987	14.1
ROE(%)	13.6	18.7	-5.1	18.7	-5.1	15.4	1.8	-2.6	15.7	15.0	-0.7	15.6	0.5
PER(X)	13.8	9.9	-	9.9	-	11.8	-	-	15.9	12.2	-	10.4	-
PBR(X)	1.9	1.8	-	1.8	-	1.8	-	-	2.4	1.7	-	1.5	-

자료: 유진투자증권
주: EPS는 annualized 기준

실적 전망

도표 1 2Q18 잠정실적: 매출액 -14.5%yoy, 영업이익 -19.1%yoy

(십억원,%)	2Q18P			2Q17A	1Q18A
	실적	YoY (%,%p)	QoQ (%,%p)	실적	실적
매출액	**16.7**	**-14.5**	**-0.9**	**19.5**	**16.8**
수익					
영업이익	**2.2**	**-19.1**	**1.0**	**2.7**	**2.2**
세전이익	**2.5**	**-17.4**	**8.0**	**3.0**	**2.3**
당기순이익	**2.3**	**-15.0**	**3.9**	**2.7**	**2.2**
지배기업 당기순이익	**2.3**	**-15.0**	**3.9**	**2.7**	**2.2**
이익률(%)					
영업이익률	13.3	-0.8	0.3	14.1	13.1
세전이익률	14.7	-0.5	1.2	15.2	13.5
당기순이익률	13.5	-0.1	0.6	13.6	12.9
지배기업 당기순이익률	13.5	-0.1	0.6	13.6	12.9

자료: 유진투자증권

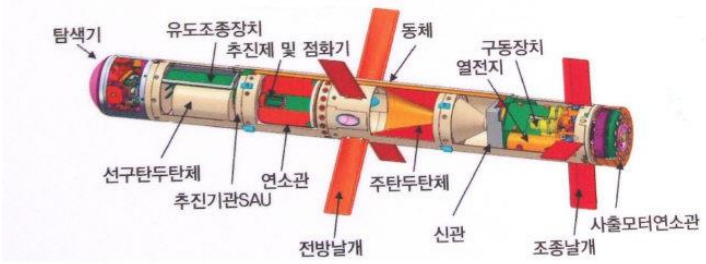
도표 2 실적 전망 (연결 기준)

(십억원,%)	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18A	2Q18P	3Q18F	4Q18F	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	**13.2**	**19.5**	**16.4**	**20.5**	**16.8**	**16.7**	**19.1**	**24.2**	**51.1**	**69.6**	**76.8**	**88.1**
증가율(%,yoy)	*28.8*	*56.3*	*29.0*	*30.8*	*27.1*	*-14.3*	*16.5*	*18.1*	*36.9*	*36.2*	*10.3*	*14.7*
제품별 매출액(십억원)												
적외선 영상센서	11.7	17.4	14.8	17.1	14.8	14.6	17.2	20.5	44.3	61.0	67.1	77.1
엑스레이 영상센서	0.4	1.0	1.5	0.9	1.0	1.0	1.7	1.0	3.9	3.7	4.8	5.5
기타(제품, 용역 등)	1.2	1.1	0.2	2.5	1.0	1.1	0.2	2.7	2.9	4.9	4.9	5.4
제품별 비중(%)												
적외선 영상센서	88.2	89.4	90.1	83.5	88.0	87.5	90.3	84.5	86.6	87.6	87.3	87.6
엑스레이 영상센서	2.9	5.0	8.9	4.4	5.9	5.8	8.8	4.3	7.6	5.4	6.3	6.3
기타(제품, 용역 등)	8.8	5.6	0.9	12.1	6.1	6.5	0.9	11.3	5.7	7.0	6.3	6.1
수익												
영업이익	**1.5**	**2.7**	**2.3**	**2.6**	**2.2**	**2.2**	**2.7**	**3.5**	**6.0**	**9.2**	**10.6**	**12.1**
세전이익	**1.2**	**3.0**	**2.5**	**2.5**	**2.3**	**2.5**	**2.8**	**3.3**	**6.8**	**9.2**	**10.9**	**12.4**
당기순이익	**1.2**	**2.7**	**2.7**	**2.8**	**2.2**	**2.3**	**2.7**	**3.1**	**7.4**	**9.4**	**10.2**	**12.0**
지배기업 당기순이익	**1.2**	**2.7**	**2.7**	**2.8**	**2.2**	**2.3**	**2.7**	**3.1**	**7.4**	**9.4**	**10.2**	**12.0**
이익률(%)												
(영업이익률)	11.3	14.1	14.3	12.8	13.1	13.3	14.3	14.4	11.8	13.2	13.8	13.7
(세전이익률)	9.4	15.2	15.1	12.2	13.5	14.7	14.8	13.7	13.3	13.2	14.1	14.1
(당기순이익률)	9.2	13.6	16.6	13.5	12.9	13.5	13.9	12.9	14.4	13.4	13.3	13.6
(지배기업 당기순이익률)	9.2	13.6	16.6	13.5	12.9	13.5	13.9	12.9	14.4	13.4	13.3	13.6

자료: 유진투자증권

2018년 본격 양산 중인 유도무기, 현궁

도표 3 대전차 미사일 현궁(보병 휴대용 중거리 유도무기)의 절개모형



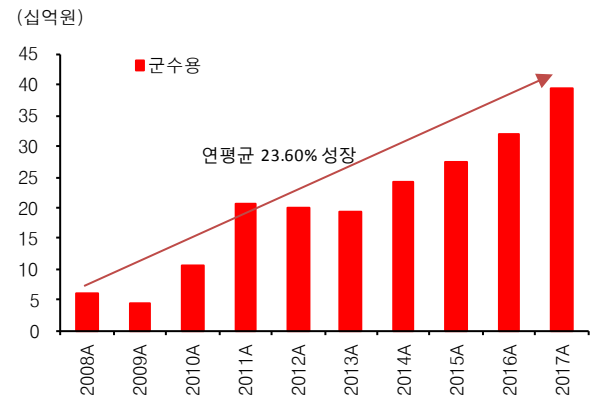
참고: 현궁은 국방과학연구소에서 전체 개발을 담당, 유도탄 체계 개발 및 생산은 LIG넥스원, 탐색기 부분 냉각방식의 적외선CCD 사용
자료: 국방일보, 나무위키, 유진투자증권

도표 4 현궁 유사 해외 무기: 해외 무기대비 운용이 쉽고, 유효사거리, 관통력, 광학성능, 탐지 및 추적성능 등에서 우월

구분	현궁 (대한민국)	Spike-MR (이스라엘)	Javelin (미국)
차량거치체계			
휴대체계			

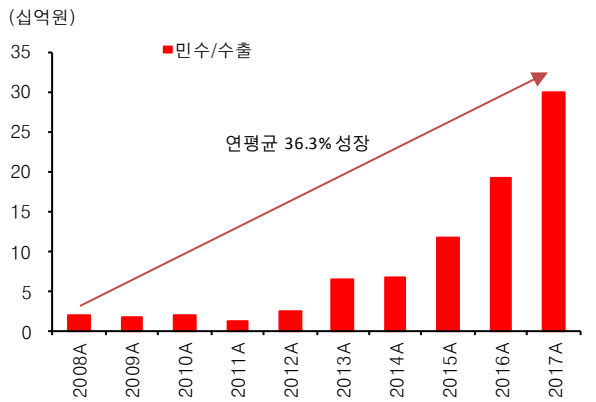
자료: 방위사업청, 유진투자증권

도표 5 군수용 매출은 안정적인 성장세 지속 전망



자료: Maxtech International 2013, 유진투자증권

도표 6 동사 민수/수출 매출도 본격 성장 전망



자료: 유진투자증권

아이쓰리시스템(214430.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
자산총계	**76.5**	**85.5**	**96.2**	**108.9**	**123.7**
유동자산	40.7	49.8	55.3	60.4	68.2
현금성자산	11.7	15.9	23.1	26.2	33.1
매출채권	9.6	11.7	8.6	9.8	10.1
재고자산	17.6	20.1	21.4	22.1	22.7
비유동자산	35.8	35.7	41.0	48.5	55.5
투자자산	4.7	4.6	4.8	5.0	5.2
유형자산	30.3	30.6	36.0	43.4	50.2
기타	0.8	0.5	0.2	0.1	0.1
부채총계	**21.1**	**21.8**	**24.2**	**26.7**	**29.8**
유동부채	14.7	16.6	19.0	21.4	24.5
매입채무	5.7	7.0	9.3	11.7	14.7
유동성이자부채	2.7	3.1	3.1	3.1	3.1
기타	6.3	6.5	6.5	6.6	6.7
비유동부채	6.4	5.2	5.2	5.3	5.3
비유동이자부채	6.1	4.9	4.9	4.9	4.9
기타	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
자본총계	**55.5**	**63.7**	**72.0**	**82.2**	**93.9**
지배지분	55.5	63.7	72.0	82.2	93.9
자본금	1.7	3.5	3.5	3.5	3.5
자본잉여금	26.7	25.4	25.4	25.4	25.4
이익잉여금	28.1	36.0	44.3	54.5	66.2
기타	(1.0)	(1.2)	(1.2)	(1.2)	(1.2)
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**55.5**	**63.7**	**72.0**	**82.2**	**93.9**
총차입금	8.7	8.0	8.0	8.0	8.0
순차입금	(3.0)	(7.8)	(15.0)	(18.2)	(25.0)

손익계산서

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	**51.1**	**69.6**	**76.8**	**88.1**	**101.0**
증가율(%)	31.1	36.2	10.3	14.6	14.7
매출원가	39.4	52.8	57.1	66.1	75.5
매출총이익	**11.7**	**16.8**	**19.7**	**21.9**	**25.5**
판매 및 일반관리비	5.7	7.6	9.1	9.8	11.6
기타영업손익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	**6.0**	**9.2**	**10.6**	**12.1**	**14.0**
증가율(%)	18.2	52.5	15.3	13.6	15.6
EBITDA	9.4	14.0	15.8	18.1	20.9
증가율(%)	12.5	49.9	12.4	14.4	15.7
영업외손익	**0.7**	**(0.0)**	**0.2**	**0.3**	**0.4**
이자수익	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
이자비용	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업손익	0.6	(0.1)	0.2	0.3	0.3
세전순이익	**6.8**	**9.2**	**10.9**	**12.4**	**14.3**
증가율(%)	1.1	35.2	18.2	14.1	15.7
법인세비용	(0.6)	(0.2)	0.7	0.4	0.5
당기순이익	**7.4**	**9.4**	**10.2**	**12.0**	**13.8**
증가율(%)	13.1	27.3	8.9	17.6	15.1
지배주주지분	7.4	9.4	10.2	12.0	13.8
증가율(%)	13.1	27.3	8.9	17.6	15.1
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	**1,108**	**1,384**	**1,487**	**1,749**	**2,014**
증가율(%)	12.4	24.9	7.4	17.6	15.1
수정EPS(원)	1,108	1,384	1,487	1,749	2,014
증가율(%)	12.4	24.9	7.4	17.6	15.1

현금흐름표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업현금	**4.1**	**10.7**	**19.5**	**18.5**	**22.9**
당기순이익	7.4	9.4	10.2	12.0	13.8
자산상각비	3.3	4.8	5.2	6.0	6.9
기타비현금성손익	(0.4)	0.4	0.0	0.0	0.0
운전자본증감	(5.7)	(4.5)	4.1	0.6	2.1
매출채권감소(증가)	(3.5)	(2.1)	3.1	(1.2)	(0.3)
재고자산감소(증가)	(4.1)	(3.6)	(1.3)	(0.6)	(0.7)
매입채무증가(감소)	(0.4)	1.2	2.3	2.4	3.0
기타	2.2	0.0	0.0	0.0	0.0
투자현금	**(0.0)**	**(3.7)**	**(10.5)**	**(13.5)**	**(14.0)**
단기투자자산감소	14.0	1.3	(0.0)	(0.0)	(0.0)
장기투자증권감소	0.2	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
설비투자	(14.2)	(4.7)	(10.1)	(13.2)	(13.6)
유형자산처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(0.0)	(0.3)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
재무현금	**(3.6)**	**(1.3)**	**(1.8)**	**(1.9)**	**(2.1)**
차입금증가	(1.0)	(0.7)	0.0	0.0	0.0
자본증가	(1.3)	(1.5)	(1.8)	(1.9)	(2.1)
배당금지급	1.3	1.5	1.8	1.9	2.1
현금 증감	**0.5**	**5.4**	**7.2**	**3.2**	**6.8**
기초현금	9.9	10.4	15.8	23.0	26.1
기말현금	10.4	15.8	23.0	26.1	33.0
Gross Cash flow	9.7	15.4	15.4	18.0	20.8
Gross Investment	19.7	9.5	6.3	13.0	11.8
Free Cash Flow	**(10.0)**	**5.9**	**9.0**	**5.0**	**8.9**

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,108	1,384	1,487	1,749	2,014
BPS	8,276	9,290	10,508	11,987	13,701
DPS	450	270	300	350	400
밸류에이션(배,%)					
PER	18.9	15.9	12.2	10.4	9.0
PBR	2.5	2.4	1.7	1.5	1.3
EV/ EBITDA	14.7	10.2	7.2	6.2	5.0
배당수익율	2.1	1.2	1.6	1.9	2.2
PCR	14.3	9.7	8.1	6.9	6.0
수익성(%)					
영업이익율	11.8	13.2	13.8	13.7	13.8
EBITDA이익율	18.3	20.2	20.6	20.5	20.7
순이익율	14.4	13.4	13.3	13.6	13.7
ROE	13.8	15.7	15.0	15.6	15.7
ROIC	10.1	12.5	17.9	19.5	20.5
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	(5.4)	(12.3)	(20.9)	(22.1)	(26.7)
유동비율	277.1	300.3	291.5	281.7	278.1
이자보상배율	49.3	110.4	152.4	173.2	200.1
활동성 (회)					
총자산회전율	0.7	0.9	0.8	0.9	0.9
매출채권회전율	6.5	6.5	7.6	9.5	10.1
재고자산회전율	3.3	3.7	3.7	4.0	4.5
매입채무회전율	8.8	11.0	9.4	8.4	7.7

자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

		당사 투자의견 비율(%)
• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	89%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	11%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2018.06.30 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가대비
2016-08-16	Buy	89,000	1년	-41.7	-37.2
2016-09-22	Buy	89,000	1년	-43.1	-38.1
2016-10-27	Buy	66,000	1년	-33.2	-21.7
2016-12-05	Buy	66,000	1년	-33.4	-21.7
2017-03-24	Buy	66,000	1년	-30.8	-21.7
2017-04-20	Buy	66,000	1년	-30.4	-21.7
2017-05-16	Buy	66,000	1년	-30.8	-21.7
2017-08-10	Buy	33,000	1년	-31.6	-20.8
2017-11-14	Buy	33,000	1년	-31.9	-20.8
2018-01-08	Buy	33,000	1년	-32.2	-20.8
2018-01-29	Buy	33,000	1년	-33.3	-22.7
2018-02-26	Buy	33,000	1년	-33.9	-22.7
2018-04-10	Buy	33,000	1년	-36.7	-24.1
2018-04-24	Buy	33,000	1년	-37.9	-28.6
2018-04-26	Buy	33,000	1년	-38.2	-28.6
2018-06-04	Buy	33,000	1년	-40.9	-32.7
2018-08-08	Buy	25,000	1년		

아이쓰리시스템(214430.KQ) 주가 및 목표주가 추이

