

세트렉아이 (099320.KQ)

세계의 부자들은 로켓을 쏜다

세계 시장에서 경쟁 중인 국내 위성 제조 업체. 투자의 결실로 기술 경쟁력을 확보하며 신규 수주 확대. 우주 산업은 현재 민간 위주로 전환 중. 우량한 재무 구조, 실적 성장에 따른 동사의 Valuation re-rating 기대

글로벌 기술 경쟁력을 갖춘 위성 제조 업체

2019년 3분기 이후 미국 주식 시장에서 우주 관련 기업 주가가 급등 중. 이유는 정부와 군이 주도해온 우주 산업이 민간 위주의 상업 시장으로 변화하고 있기 때문. 따라서 실리콘밸리는 우주 관련 기업에 투자를 늘리고 있으며 세트렉아이의 EO(전자 광학) 위성 시장도 지속 성장할 전망

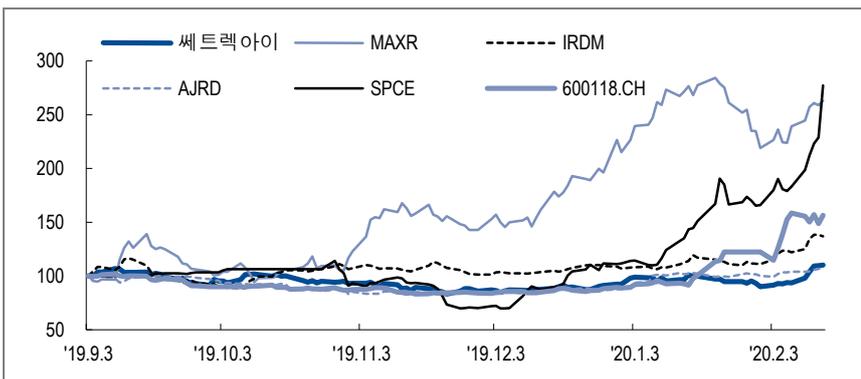
동사는 위성시스템의 직접 개발/제조 및 해외 수출이 가능한 국내 유일의 업체. 대한민국의 우주 산업과 함께 성장하며 기술 경쟁력을 확보. 세계 시장에서 Airbus(프랑스), Thales(이탈리아), IAI(이스라엘), NEC(일본) 등과 경쟁하여 수주를 확대 중이며 실적은 꾸준히 성장 중

투자의 결실로 증가한 신규 수주가 실적 고성장 견인

2019년 매출액 700억원(+52% y-y)을 기록. 동사는 2015년부터 연구개발비를 늘려 고도화된 신규 제품을 제작, 라인업을 확대. 이로 인해 해외 신규 수주가 증가. 자회사 SIIS(영상 판매), SIA(항공 데이터 분석)를 통한 위성 관련 산업의 확대는 향후 성장 기대 요인. 또한 올해 연구개발비 무형 자산 상각 비용 감소는 영업이익률 개선에도 기여할 전망

2019년말 기준 수주잔고는 약 1,660억원. 원가투입 기준으로 매출을 인식하는 특성상 올해 실적은 매출액 864억원(+23% y-y), 영업이익 115억원(+26% y-y)으로 성장할 전망. 상반기 추가 신규 수주 시 올해 추가 성장 가능할 것. 해외 우주 관련 기업은 대부분 적자 혹은 높은 Valuation(표2 참조)을 기록. 올해 예상 실적 기준 동사의 PER은 20.9배에 불과. 우량한 재무구조와 실적 성장이 Valuation re-rating으로 이어질 것으로 기대

세트렉아이 PEER 기업 주가 추이



주: 2019년 9월 3일 주가 = 100 기준; 자료: Bloomberg, FnGuide, NH투자증권 리서치본부

Not Rated

현재가 ('20/02/17)	23,900원		
업종	통신장비		
KOSPI / KOSDAQ	2,242.17 / 692.59		
시가총액(보통주)	173.7십억원		
발행주식수(보통주)	7.3백만주		
52주 최고가 ('19/06/20)	24,000원		
최저가 ('19/03/20)	14,500원		
평균거래대금(60일)	1,570백만원		
배당수익률 (2020E)	0.44%		
외국인지분율	6.2%		
주요주주			
박성동 외 7인	24.0%		
주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	27.1	25.5	58.3
상대수익률 (%)	22.7	7.2	68.8

	2018	2019P	2020E	2021F
매출액	46.1	70.0	86.4	106.7
증감률	7.9	51.8	23.3	23.5
영업이익	5.6	9.1	11.5	14.7
증감률	4.3	63.3	26.3	26.9
영업이익률	12.1	13.1	13.4	13.7
(지배지분)순이익	4.6	6.5	8.3	10.6
EPS	639	889	1,143	1,454
증감률	-18.0	39.1	28.6	27.2
PER	19.5	21.9	20.9	16.4
PBR	1.6	2.2	2.4	2.1
EV/EBITDA	8.8	9.5	9.8	8.0
ROE	8.2	10.6	12.3	13.9
부채비율	32.8	45.1	49.3	53.1
순차입금	-3.6	2.4	-8.7	-21.0

단위: 십억원, %, 원, 배
 주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst **이현동**
 02)768-7423, hyundong.lee@nhqv.com
 Jr. Analyst **장재호**
 02)768-7083, jangjaeho@nhqv.com

Summary

세트렉아이는 발사체를 제외한 위성의 본체, 탑재체, 지상체를 제조 및 수출하는 국내 유일의 기업. 국내 최초 위성인 우리별 1호를 개발한 카이스트 인공위성연구센터 인력을 중심으로 1999년 설립. 위성영상판매 사업을 영위하는 SIIS와 위성영상을 활용한 인공지능 기반 위성데이터 분석사업을 영위하는 SIA를 자회사로 보유

Share price drivers/Earnings Momentum

- 해외/방산 신규 시장 수주 증가
- 중소형 위성 시장 확대
- 자회사(SIIS, SIA) 매출 성장

Downside Risk

- 경쟁 심화에 따른 수주 감소

Cross valuations

(Units: x, %)

Company	P/E		P/B		ROE	
	2019E	2020F	2019E	2020F	2019E	2020F
Iridium Communications	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Maxar Technologies	17.7	N/A	1.8	2.2	-15.2	-26.2
Virgin Galactic	N/A	N/A	14.4	16.4	-93.1	-6.9
Aerojet Rocketdyne	31.5	29.1	7.3	6.1	28.8	22.7
China Spacesat	88.9	77.9	7.8	7.3	7.8	8.0

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

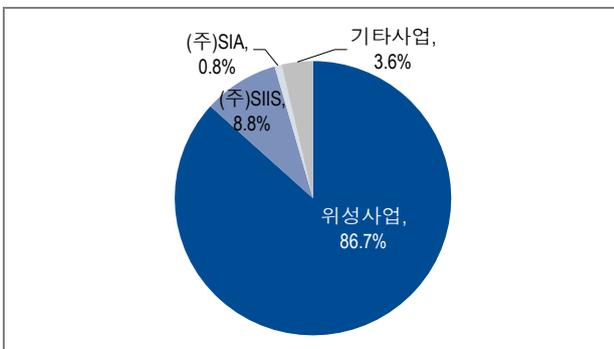
Historical valuations

(Units: x, %)

Valuations	2017	2018	2019P	2020E	2021F
PER	26.9	19.5	21.9	20.9	16.4
PBR	2.8	1.6	2.2	2.4	2.1
PSR	3.6	2.0	2.0	2.0	1.6
ROE	10.8	8.2	10.6	12.3	13.9
ROIC	11.1	9.7	12.9	14.8	19.4

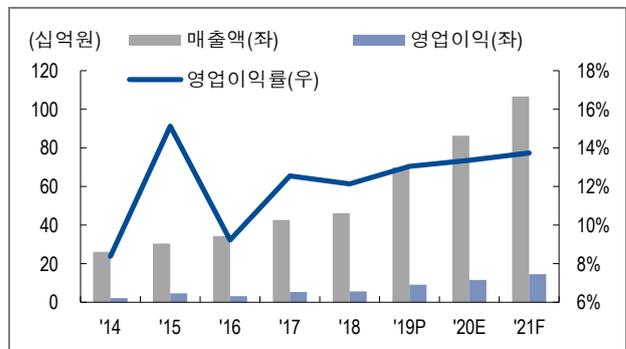
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

제품 및 매출 비중



주: 2019년 3분기 기준, 자료: NH투자증권 리서치본부

영업 실적 추이



자료: 세트렉아이, NH투자증권 리서치본부 전망

과거 주가 추이 및 주요 이벤트



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

실리콘밸리가 집중 투자하고 있는 우주 산업

정부 주도 산업에서
민간 위주로 변화하는
우주 산업

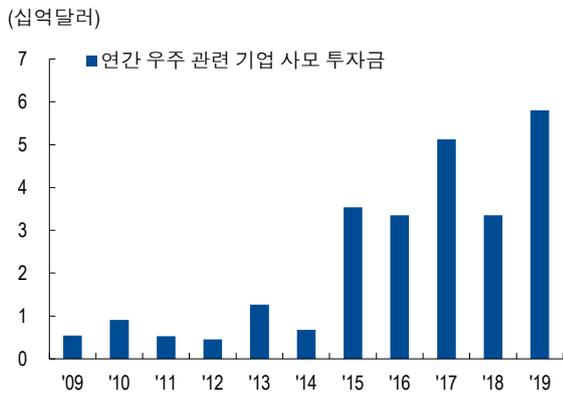
엘론 머스크(테슬라), 제프 베조스(아마존), 마크 저커버그(페이스북), 리처드 브랜슨(버진 그룹), 손정의(소프트뱅크), 폴 앨런(마이크로소프트) 등 실리콘밸리의 거물들의 자본은 우주를 주목한다. 우주 관련 기업 사모투자 금액은 2009년부터 2019년까지 약 257억달러에 달했고, 2019년에만 약 58억달러(198회)의 사모투자가 진행되며 사상 최고치를 경신하였다. 이러한 투자는 과거 정부 기관과 군에 의해서 주도 되던 우주 산업이 점차 다양한 참여자들이 상업화(GPS, 위성방송, 인터넷, 지리정보)를 시작하는 민간 위주의 시장으로 변화하고 있음을 의미한다.

꾸준히 성장중인
PI(전자 광학)
인공위성 시장

실리콘밸리의 투자의 증가로 인공위성 제조산업의 성장성이 높아졌다. 셋트렉아이가 참여하고 있는 Electro-Optical(전자 광학) 인공 위성 시장을 2017년 전후 10년 누적으로 비교 해 보면 1) 발사 위성 수 162기 -> 647기(+299%) 2) EO 위성 발사 국가수 37개국 -> 51개국(+38%), 3) EO 추정 제조 매출 15.8억 달러 -> 34.6억 달러(+119%)로 성장이 전망 된다.

또한 증가한 인공위성의 숫자만큼 인공 위성 교체로 인한 추가적인 성장도 전망된다. 통상적으로 소형 인공위성의 수명은 약 3~5년 정도이다. 위성의 제작에 소요되는 시간은 3년 정도이므로 본격적으로 투자가 증가하기 시작한 2010년 이후에 발사된 인공위성이 교체 주기에 임박하였으며 이는 동사의 신규 수주 증가로 이어질 것으로 기대한다.

그림1. 실리콘 밸리 투자 현황



자료: Space Angel, NH투자증권 리서치본부

표1. 세계의 지구관측 위성시장 전망

구분	2008-2017 (10년 누적)	2018-2027 (10년 누적)	증가율
위성 수	162기	647기	+299%
위성 운용 국가 수	37개국	51개국	+38%
평균 위성 무게	800kg	550kg	-31%
위성 제조분야 매출규모	158억달러	346억달러	+119%

자료: 셋트렉아이, NH투자증권 리서치본부

세계 시장에서 경쟁 중인 국내 유일의 위성 업체

**위성 시스템
개발이 가능한
국내 유일의 업체**

세트렉아이는 위성시스템을 직접 개발 및 제조하여 해외로 수출하는 국내 유일의 업체이다. 사업 부문에는 1) 위성체 : 중, 소형 위성시스템 및 탑재체 부품 개발 및 제조 2) 지상체 : 위성으로부터 취득한 정보를 수신 처리하기 위한 지상국 장비 및 SW 제조 3) 방위 산업 : 위성, 무인기의 이동형 지상체 4) 위성 영상 판매 사업 등이 있다.

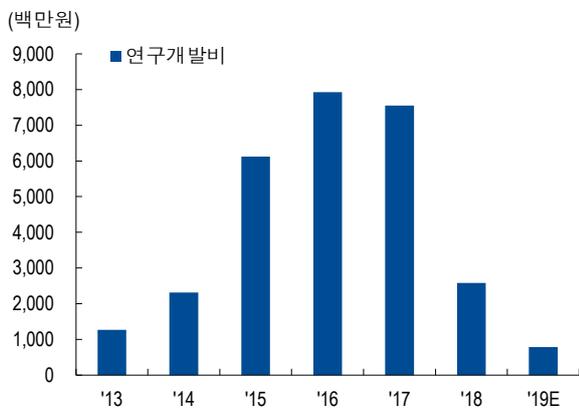
동사는 대한민국 우주 산업과 함께 성장하였다. 1992년 정부 주도로 시작한 최초의 위성인 우리별 위성을 시작으로 아리랑, 무궁화까지 국내 위성 산업의 대부분에 개발 단계부터 참여하여 관련 기술을 축적해왔다. 동사의 국내 주요 고객사는 한국항공우주연구원, 한국전자통신연구원, 국방과학연구소, 한화시스템, 대한항공 등이다.

**연구 개발비 확대로
위성 제품 다양화되며
실적 성장 중**

2019년 동사는 매출액 700억원(+51.8%, y-y)이라는 큰 폭의 성장을 기록하였다. 연구개발비 투자 성과로 신제품이 출시되며 해외 수주가 급증했기 때문이다. 과거 2014년 이전 연간 약 20억원에 불과하던 연구개발비는 2015년 61억원, 2016년 79억원, 2017년 76억원 등 연간 매출액의 약 20% 수준으로 증가하였다. 이러한 투자로 글로벌 경쟁사와 경쟁할 수 있는 기술 경쟁력을 갖추며 기존 주력인 1m급 위성인 SpaceEye-1외에 0.5m급 위성인 SpaceEye-X를 신규 출시하였으며, 0.3m급 위성인 SpaceEye-T를 개발 진행하며 위성 포트폴리오를 확대 중에 있다.

기술 경쟁력과 성공적인 발사 실적, 운용 레퍼런스를 바탕으로 동사는 세계 시장에서 Airbus(프랑스), Thales(이탈리아), IAI(이스라엘), NEC(일본) 등과 경쟁 중이다. UAE, 말레이시아, 터키, 싱가포르, 스페인에서 수주 및 납품을 진행 중에 있으며, 이로 인해 2019년 3분기 기준 해외 매출액은 위성체 96%, 지상체 46% 수준으로 증가하며 동사의 실적 성장을 견인 중이다. 또한 2020년 0.5m 위성을 바탕으로 올해 해외(남미, 중앙아시아, 아프리카) 신규 수주가 기대된다.

그림2. 연구 개발비 추이



자료: 세트렉아이, NH투자증권 리서치본부 전망

그림3. 다양화되고 있는 사업 포트폴리오



자료: 세트렉아이, NH투자증권 리서치본부

전사 실적 턴어라운드 기대되는 2020년

수주잔고를 바탕으로 실적 성장이 확실 시 되는 2020년

2020년 실적은 매출액 864억원(+23.3%, y-y), 영업이익 115억원(+26.3%, y-y)으로 전망한다. 2019년 말 기준 동사가 보유 중인 수주잔고는 약 1,660억원으로, 예정된 납품 기일에 대한 원가의 투입 기준으로 매출을 인식하는 특성상 올해 실적 성장은 확실시 된다. 또한 0.5m 위성을 바탕으로 올해 상반기에 해외(남미, 중앙아시아) 신규 수주나 방산용 초소형 위성 수주 시 총 천억원 이상의 매출액 달성이 가능할 전망이다. 또한 과거 증가했던 연구개발비에 대한 무형자산 상각이 올해 약 70억원에서 내년에는 50억원으로 감소함에 따라 신규 수주가 인식되는 향후 2~3년간의 매출 증가는 영업이익률 상승으로 이어질 전망이다.

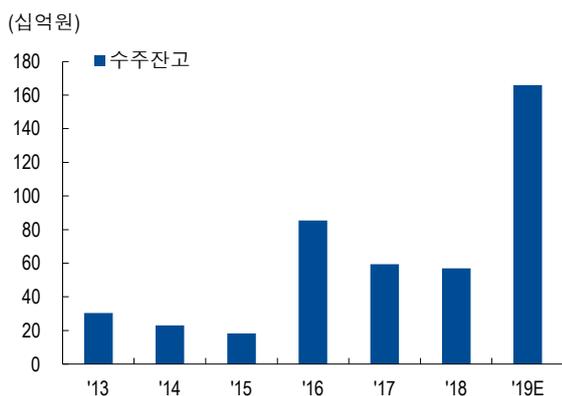
자회사를 통해 위성 산업을 확대 중

자회사 SIIS(영상 판매), SIA(딥러닝 기반 위성/항공 데이터 분석)를 통해 동사는 우주 관련 사업도 확장 중이다. SIIS는 2009년과 2013년에 발사된 Dubai 고객과의 영상판매 계약 체결과 2012년 11월에 한국항공우주연구원이 개발한 아리랑 2호, 3호, 5호, 3A호의 전 세계 위성영상 판매권 획득으로 위성 영상 판매 사업을 시작하였다. 상업용 시장 확대에 따라 위성 영상의 수요는 증가 중이며 이로 인해 2020년에는 약 70억원 이상의 매출액 기여가 전망된다.

해외 기업 대비 현저한 저평가

2019년 실리콘밸리의 투자와 위성산업의 성장으로 글로벌 위성 관련 기업들은 큰 폭의 주가 상승을 기록하였다. 하지만 해외 우주 관련 기업은 대부분 적자를 기록 중으로 이로 인해 Valuation 또한 동사보다 높다. 올해 예상 실적 기준 동사의 PER은 20.9배에 불과하다. 순현금을 보유한 우량한 재무구조와 향후 실적 성장이 Valuation re-rating으로 이어질 것으로 기대한다.

그림4. 수주잔고 추이



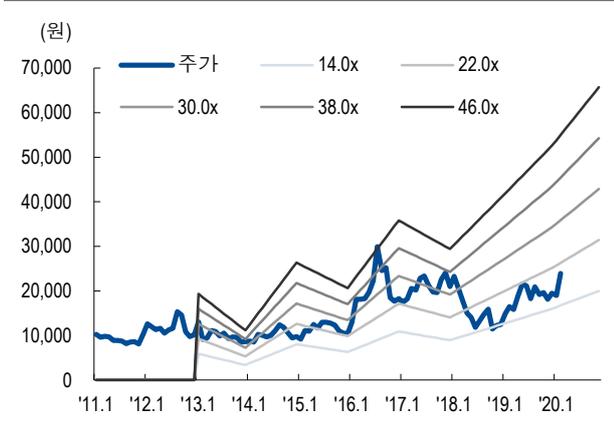
자료: 세트렉아이, NH투자증권 리서치본부 전망

그림5. 자회사(SIIS) 매출액



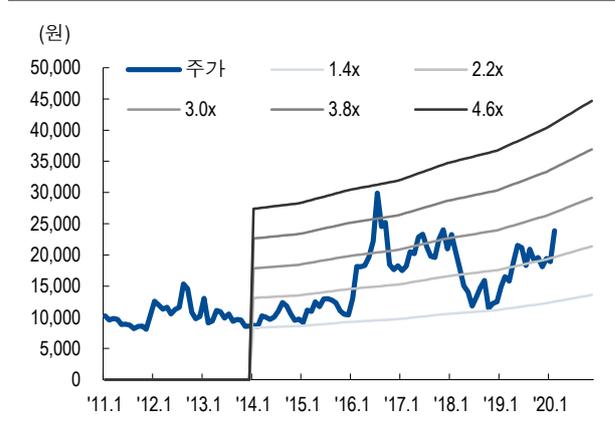
자료: 세트렉아이, NH투자증권 리서치본부 전망

그림6. Forward PER Band



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

그림7. Trailing PBR Band



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

표2. Peer Group Analysis

(단위: 원, 십억원, 달러, 백만달러, 배, %)

회사명	세트렉아이 (099320.KQ)	인텔리안테크 (189300.KQ)	IRDM	MAXR	SPCE	AJRD	VSAT	600118.CH
주가 (2/17)	23,900	36,950	31.5	19.1	28.7	56.0	5.4	31.5
시가총액	173.7	278.6	4,128	1,144	6,116	4,404	6,443	4,128
매출액	2018: 46.1 2019P: 70.0 2020E: 86.4	2018: 109.8 2019P: 116.6 2020E: 135.4	2018: 523.0 2019P: 560.3 2020E: 590.0	2018: 2,141 2019P: 1,909 2020E: 1,902	2018: 0.0 2019P: 4.0 2020E: 7.0	2018: 1,896 2019P: 1,965 2020E: 2,068	2018: 1,147 2019P: 1,270 2020E: 1,419	2018: 523.0 2019P: 560.3 2020E: 590.0
영업이익	2018: 5.6 2019P: 9.1 2020E: 11.5	2018: 10.3 2019P: 9.5 2020E: 11.3	2018: 41.7 2019P: 11.1 2020E: 41.1	2018: -1,125 2019P: 208.0 2020E: 168.0	2018: -1.3 2019P: -179.5 2020E: -87.2	2018: 270.6 2019P: 255.7 2020E: 286.0	2018: 77.7 2019P: 83.9 2020E: 91.2	2018: 41.7 2019P: 11.1 2020E: 41.1
순이익	2018: 4.6 2019P: 6.5 2020E: 8.3	2018: 9.3 2019P: 8.6 2020E: 10.0	2018: -13.4 2019P: -95.7 2020E: -73.4	2018: -1,264 2019P: 32.9 2020E: -176.5	2018: 11.0 2019P: N/A 2020E: N/A	2018: 137.3 2019P: 156.0 2020E: 168.0	2018: 63.2 2019P: 62.8 2020E: 75.8	2018: -13.4 2019P: -95.7 2020E: -73.4
EBITDA	2018: 9.9 2019P: 15.2 2020E: 16.9	2018: 14.7 2019P: N/A 2020E: N/A	2018: 259.9 2019P: 331.0 2020E: 359.3	2018: -676.0 2019P: 501.8 2020E: 473.2	2018: N/A 2019P: -177.5 2020E: -75.1	2018: 342.9 2019P: 294.4 2020E: 309.2	2018: 111.5 2019P: N/A 2020E: N/A	2018: 259.9 2019P: 331.0 2020E: 359.3
PER	2018: 19.5 2019P: 21.9 2020E: 20.9	2018: 10.3 2019P: 34.5 2020E: 29.3	2018: N/A 2019P: N/A 2020E: N/A	2018: N/A 2019P: 17.7 2020E: N/A	2018: N/A 2019P: N/A 2020E: N/A	2018: 19.9 2019P: 31.5 2020E: 29.1	2018: 49.5 2019P: 88.9 2020E: 77.9	2018: N/A 2019P: N/A 2020E: N/A
PBR	2018: 1.6 2019P: 2.2 2020E: 2.4	2018: 1.2 2019P: N/A 2020E: N/A	2018: 1.3 2019P: N/A 2020E: N/A	2018: 1.1 2019P: 1.8 2020E: 2.2	2018: 0.3 2019P: 14.4 2020E: 16.4	2018: 6.4 2019P: 7.3 2020E: 6.1	2018: 3.7 2019P: 7.8 2020E: 7.3	2018: 1.3 2019P: N/A 2020E: N/A
EV/EBITDA	2018: 8.8 2019P: 9.5 2020E: 9.8	2018: 6.8 2019P: N/A 2020E: N/A	2018: 14.4 2019P: 17.0 2020E: 15.2	2018: N/A 2019P: 8.5 2020E: 7.9	2018: N/A 2019P: N/A 2020E: N/A	2018: 7.6 2019P: 14.1 2020E: 12.9	2018: 26.4 2019P: N/A 2020E: N/A	2018: 14.4 2019P: 17.0 2020E: 15.2
PSR	2018: 2.0 2019P: 2.0 2020E: 2.0	2018: 0.9 2019P: 2.4 2020E: 2.1	2018: 3.8 2019P: 7.4 2020E: 7.0	2018: 0.3 2019P: 0.6 2020E: 0.6	2018: N/A 2019P: 1,514 2020E: 878.7	2018: 1.4 2019P: 2.2 2020E: 2.1	2018: 2.7 2019P: 5.1 2020E: 4.5	2018: 3.8 2019P: 7.4 2020E: 7.0
ROE	2018: 8.2 2019P: 10.6 2020E: 12.3	2018: 13.3 2019P: 10.8 2020E: N/A	2018: -1.6 2019P: N/A 2020E: N/A	2018: -102.1 2019P: -15.2 2020E: -26.2	2018: -0.1 2019P: -93.1 2020E: -6.9	2018: 52.4 2019P: 28.8 2020E: 22.7	2018: 7.8 2019P: 7.8 2020E: 8.0	2018: -1.6 2019P: N/A 2020E: N/A

자료: Bloomberg, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
 - Buy : 15% 초과
 - Hold : -15% ~ 15%
 - Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2020년 2월 14일 기준)
 - 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
75.9%	23.6%	0.5%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '세트렉아이'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 당사 공식 Coverage 기업의 자료가 아니며, 정보제공을 목적으로 투자자에게 제공하는 참고자료입니다. 따라서 당사의 공식 투자의견, 목표주가는 제시하지 않습니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.