SK COMPANY Analysis

SK securities

Analyst
이승욱
sulee@sk.com
02-3773-9015

Company Data	
자본금	18 억원
발행주식수	366 만주
자사주	2 만주
액면가	500 원
시가총액	1,892 억원
주요주주	
박성동(외10)	27.66%
외국인지분률	1.70%
배당수익률	0.40%

Stock Data	
주가(16/07/08)	51,700 원
KOSDAQ	692.6 pt
52주 Beta	0.58
52주 최고가	51,700 원
52주 최저가	19,900 원
60일 평균 거래대금	15 억원

주가 및 상대수익률

주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.9%	-9.4%
6개월	20.3%	19.2%
12개월	45.0%	39.3%

쎄트렉아이 (099320/KQ | Not Rated)

누구나 한때 우주를 향한 꿈을 꾸었다

쎄트렉아이는 국내 유일의 위성시스템 개발 업체로 위성체 분야에서 소형위성시스템, 중형 및 소형위성의 탑재체와 부품을 개발·제조하고 있으며, 지상체 분야에서는 지상국 장비와 SW 제조 사업을 영위하고 있다. 2020 년부터 정부가 [군사용 다목적 위성 5 기]를 투입하여 대북 정찰·감시를 독자적으로 진행하겠다는 목표를 가지고 있는 가운데, 올해 하반기 사업이 착수될 예정이다. 이에 따라 동사의 수혜가 예상된다.

우주를 향한 꿈을 실현해주는 기업

쎄트렉아이는 국내 유일의 위성시스템 개발 업체로 위성체 분야에서 소형위성시스템, 중형 및 소형위성의 탑재체와 부품을 개발·제조 하고 있으며 지상체 분야에서는 소형/중형/대형위성의 관제 또는 위성으로부터 취득한 정보를 수신 처리하기 위한 지상국 장비와 SW 제조 사업을 영위하고 있다. 위성 제작시 사용된 기술을 바탕으로 한 방위사업과 자회사 에스아이아이에스를 통한 위성영상판매 사업도 영위하고 있다

군정찰위성 사업은 새로운 도약의 기회

정부는 2020 년부터 [군사용 다목적 위성 5 기]를 투입하여 대북 정찰·감시를 독자적으로 진행하겠다는 목표를 가지고 있다. 박근혜 대통령은 대북 정보수집 능력 강화 의지를 밝혔으며, 지난 3 월 올해 하반기 군정찰위성 사업이 착수될 것이라고 밝힌 바 있다. 또한 모든 부품을 해외에서 도입하려던 기존 사업전략을 수정하여 국내 기술을 최대한 적용하기로 결정함에 따라 동사의 수혜가 예상된다. 정찰위성 사업 관련 수주의 규모는 예측하기 어렵다. 통상적으로 위성의 본체와 탑제체(payload) 가격이 약 500 억원 수준이며, 지상체(Ground Station) 등을 감안하면 동사는 군 정찰위성 관련 최소 1,000 억원~3,000 억원 내외의 수주가 가능할 전망이다

2016 년 하반기 본격적인 실적 개선 기대

2016 년 매출액과 영업이익은 각각 364 억원(+19.2%, YoY), 56 억원(+22.1%, YoY)으로 추정되며, 하반기부터 본격적인 실적 개선이 예상된다. ① 고가의 신제품 SpaceEye-X(해상도 0.5m 급, 판매가격 6,000 만불 수준)와 군 정찰위성 수주가 예상되며, ② 2016 년 2 월 수주한 무인정찰기 관련 매출인식, ③ 자회사 ㈜에스아이아이에스의 영상판매 부문 성장이 예상되기 때문이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E
매출액	억원	316	261	305	364
yoy	%	-12.4	-17.5	17.0	19.3
영업이익	억원	33	22	46	55
yoy	%	-29.9	-33.2	111.2	19.3
EBITDA	억원	59	52	78	99
세전이익	억원	32	18	48	54
순이익(지배주주)	억원	32	18	42	50
영업이익률%	%	10.4	8.4	15.1	15.1
EBITDA%	%	18.8	20.1	25.6	27.2
순이익률	%	10.0	6.9	14.4	14.1
EPS	원	866	482	1,137	1,362
PER	배	19.7	40.2	18.1	38.0
PBR	배	1.5	1.6	1.6	3.6
EV/EBITDA	배	9.4	11.3	9.4	18.8
ROE	%	7.5	4.0	9.0	9.9
순차입금	억원	-120	-166	-74	-89
부채비율	%	27.7	23.5	22.9	27.7

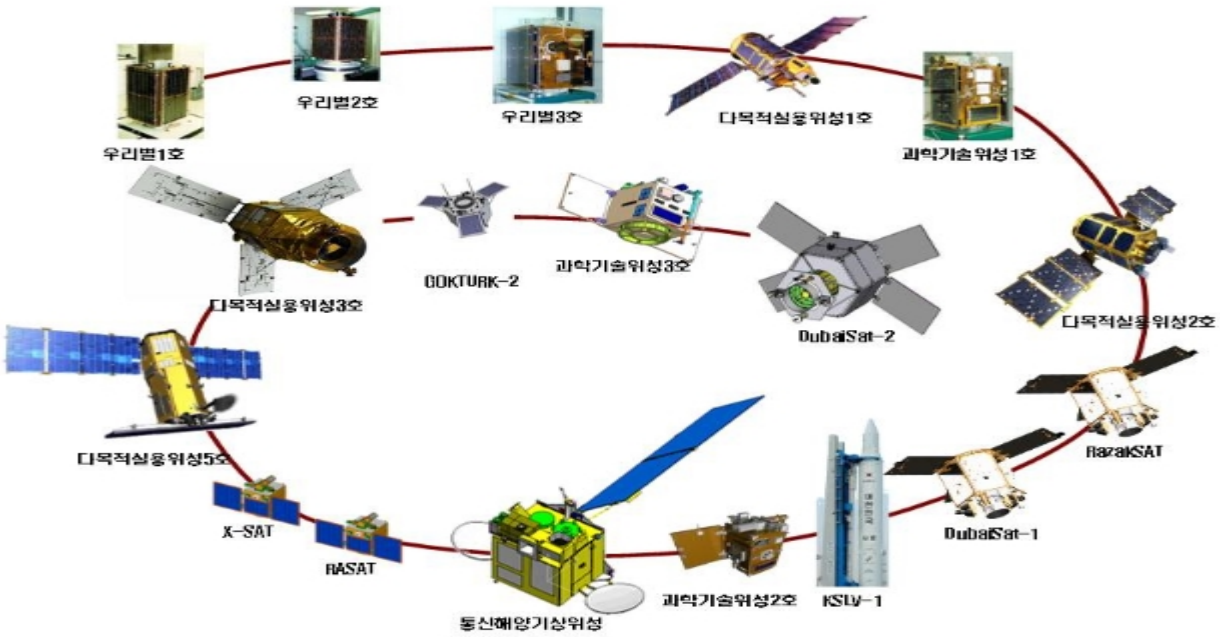
Analyst 이승욱 sulee@sk.com / 02-3773-9015

1. 누구나 한때 우주를 향한 꿈을 꾸었다

(1). 우주를 향한 꿈을 실현해주는 기업

쎄트렉아이는 국내 유일의 위성시스템 개발 업체로 위성체 분야에서 소형위성시스템, 중형 및 소형위성의 탑재체와 부품을 개발·제조 하고 있으며, 지상체 분야에서는 소형/중형/대형위성의 관제 또는 위성으로부터 취득한 정보를 수신 처리하기 위한 지상국 장비와 SW 제조 사업을 영위하고 있다. 위성 제작시 사용된 기술을 바탕으로 한 방위사업과 자회사 에스아이아이에스를 통한 위성영상판매 사업도 영위하고 있다.

쎄트렉아이 우주분야 참여실적

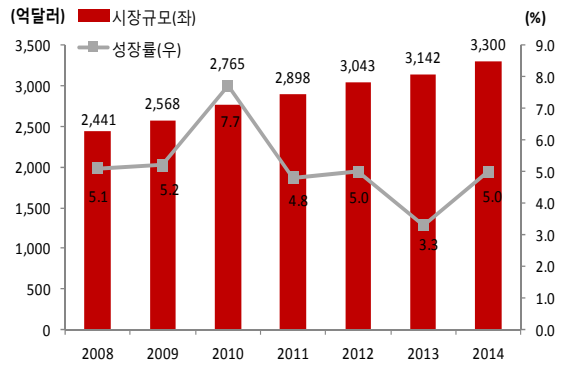


자료 : 쎄트렉아이

(2). 우주산업 & 위성산업

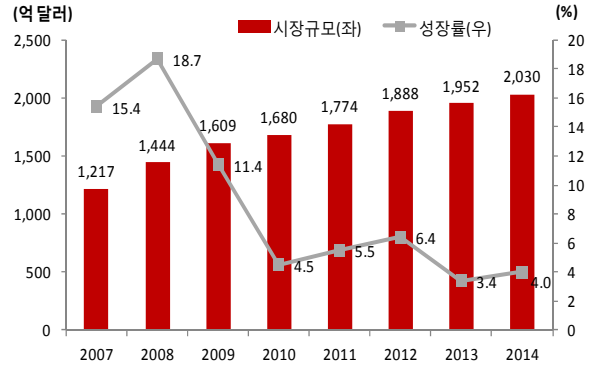
우주산업은 우주선, 인공위성 등 우주개발에 이용되는 기기 및 설비 등을 제조하는 '우주기기제작산업'과 위성통신, GPS 네비게이션 등 우주개발을 통해 창출되는 '우주서비스산업'으로 구분할 수 있다. 우주산업 시장은 전체 제조업 시장에서 차지하는 비중이 미미하지만 제품 단위별 시장규모로 볼 때는 높은 부가가치를 창출하는 분야이다. 또한 우주산업 경쟁력 강화를 위해 보잉, 록히드 마틴, Airbus D&S 등 상위 업체들의 규모가 점차 거대화되고 있다.

세계 우주산업 시장규모 및 성장률 추이 (단위 : 억달러, %)



자료 : 쎄트렉아이, SK 증권

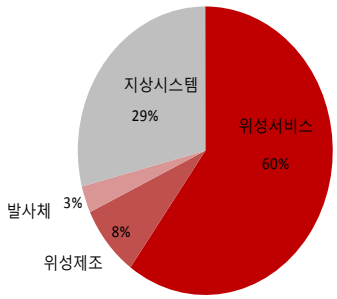
세계 위성산업 시장규모 및 성장률 추이 단위 : 억달러, %)



자료 : 쎄트렉아이, SK 증권

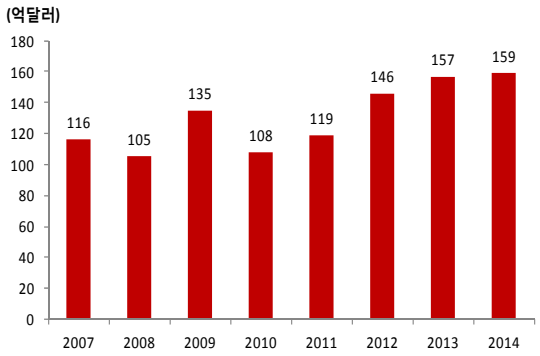
과거 우주기술의 활용은 군사분야에 집중되었으나 이제는 인공위성을 이용한 GPS, 위성방송, 인터넷방송, 지리정보 서비스와 같은 고부가가치 산업으로 확대되고 있으며, 지구관측위성을 통해 효율적인 동식물 자원관리나 재해 예방도 가능하게 되었다. 최근 전세계 각국은 우주개발을 향한 투자를 증대하고 있으며 우주개발의 중요성을 주요 정책에 반영하고 있다. 미국, 일본을 중심으로 우주 10 대 강국의 우주분야의 예산은 지속적으로 증가하고 있다. 2014 년 기준 전세계 우주산업의 규모는 3,300 억 달러로 전년대비 5% 성장하였다.

세계 위성시장 분야별 규모(2014 년 기준) (단위 : %)



자료 : 쎄트렉아이, SK 증권

세계 위성제조 시장규모 단위 : 억달러)



자료 : 쎄트렉아이, SK 증권

우주산업의 한 분야인 위성산업은 위성서비스, 위성제작, 발사서비스, 지상장비 영역으로 구분할 수 있다. 위성산업은 연평균 7.6% 성장을 나타내고 있으며, State of the Satellite Industry Report 에 따르면 2014 년 기준 글로벌 위성산업의 규모는 2,030 억 달러로 추정된다. 위성산업 별 시장 규모를 살펴보면 위성서비스 분야가 61%로 가장 높으며, 위성서비스 내 위성 TV 서비스 비중이 77%이다. 위성 제조시장의 경우 용도별로 통신/방송위성, 지구관측위성, 네비게이션위성, 우주과학위성 등으로 구분할 수 있으며 2014 년 기준 159 억 달러로 성장하였다.

Analyst 이승욱 sulee@sk.com / 02-3773-9015

한편 동사가 주력하고 있는 소형위성은 지구관측을 중심으로 통신위성 등으로 응용분야가 점차 확대되고 있다. 세계 소형위성 시장에서는 영국의 SSTL, 프랑스의 Airbus D&S, 일본 NEC 등이 진출하여 있다. 위성별로는 통신/방송위성이 가장 큰 비중을 차지하고 있으며 뒤이어 지구관측위성시장이 비중을 넓혀가고 있다. 세계 각국 정부에서는 우주프로그램 중 지구관측위성 사업을 우선적으로 추진하고 있어 성장 추세가 지속될 것으로 판단된다.

동사가 주력하고 있는 지구관측위성 제작시장의 경우 소량 주문생산 사업, 고부가가치 사업, 기술집약 사업으로 요약할 수 있다. Euroconsult 에 따르면 세계 지구관측 위성 제조시장은 2004~2013 년 연평균 16 억 달러였으나, 2014~2023 년에는 연평균 28 억 달러로 성장할 것으로 예측하고 있다.

위성에서 찍은 영상)

자료 : 쎄트렉아이
주 : 좌(전자광학 영상/아리랑 3 호 0.7m), 우(레이더 영상/아리랑 5 호, 1.0m)

2. Dreams Come True

위성산업의 특성상 대부분의 수주는 국내외 정부 또는 정부산하기관 등에서 나오는 일괄수주계약방식(Turn-key) 공급으로 이루어진다. 특히, 본체, 탐재체, 지상체 등과 같은 시스템의 일부 또는 부품을 공급하는데, 제품 개발 기간 등 이슈로 인해 재구매율이 매우 높다는 특징을 가진다. 높은 기술력을 바탕으로 올해부터 대규모 수주가 기대되는 동사에 대한 투자포인트는 다음과 같다.

(1). 성장하는 소형위성 시장

최근 미국 스타트업 기업인 Space_Know 는 중국위성제조업지수(China SMI, China Satellite Manufacturing Index)를 발표하였다. China SMI 지수는 상업용 인공위성으로부터 제공받는 위성사진들을 기반으로 각종 경제활동에 대한 정보를 수집, 분석, 가공하는 서비스를 기업 및 소비자들에게 제공 하고 있다. 또한 구글은 인공위성을 이용한 인터넷망 보급과 지도(Google Earth)관련 서비스 확충을 위해 2014 년 소형위성 벤처기업인 Skybox Imaging 을 인수하기도 했다. 따라서 소형인공위성 시장은 향후 높은 성장이 예상된다.

쎄트렉아이 제품 현황

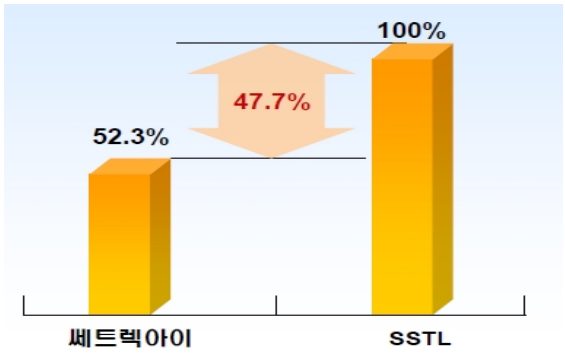
제품			모델	주요 규격	주요 고객
위성 완제품			❖ SpaceEye-X ❖ SpaceEye-1 ❖ SpaceEye-2	0.5m급 (≤ 350kg) 1.0m급 (≤ 300kg) 2.5m급 (≤ 200kg)	개발 中 UAE, 스페인 UAE, 말레이시아
부품	위성 본체		❖ SI-100 ❖ SI-200 ❖ SI-300	≤100kg ≤200kg ≤300kg	해외 - -
부품	전자광학 카메라		❖ EOS-A ❖ EOS-C ❖ EOS-D ❖ EOS-H ❖ EOS-X	10m급 2.5m급 1.0m급 25m급(초다중 채널) 0.5m급	터키, 싱가포르 해외 해외 - 개발 中
부품	지상체		❖ MCS(위성 관제 지상국) ❖ IRPS(위성영상 수신처리 지상국) ❖ MS-GRPS(이동형 지상체) ❖ UAV(무인기) 지상체		해외 항공우주연구원 국방과학연구소 국방과학연구소
위성용 부품			❖ 태양/별 센서 ❖ 지자기감지기, 지자기 토커 ❖ S-BAND 송수신기 등		항공우주연구원, 싱가포르, 터키, 아르헨티나 등

자료 : 쎄트렉아이

Analyst 이승욱 sulee@sk.com / 02-3773-9015

쎄트렉아이는 경쟁사 대비 가격경쟁력과 기술경쟁력 부문에서 우위한 것으로 판단된다. 가격경쟁력 측면으로 보면 인공위성산업은 소량주문생산방식으로 수작업에 의존하기 때문에 제조원가 중 인건비 비중이 높다. 동사와 경쟁사인 SSTL 의 1 인당 인건비를 비교해 보면 동사가 SSTL 의 52% 수준으로 경쟁사 대비 높은 가격 경쟁력을 보유하고 있다고 판단된다. 기술경쟁력 측면에서 쎄트렉아이는 2009 년 해상도 2.5m 급 위성, 2013 년 해상도 1m 급 위성을 성공적으로 발사 운용한 반면, 경쟁사인 영국의 SSTL 의 경우 2011 년 해상도 2.5m 급, 2015 년 해상도 1m 급 위성을 발사하였다. 후발주자임에도 불구하고 가격 및 기술측면에서 우위를 나타내고 있는 동사는 올해 해상도 0.5m 급 SpaceEye-X 제품 출시를 앞두고 있다. 초고해상도 제품 개발로 수주의 Pool 이 확대될 것으로 예상된다. 현재 SpaceEye-X 관련 중동 및 남미 지역의 입찰이 진행중인 점을 감안하면 2017 년부터 높은 매출 성장이 기대된다.

쎄트렉아이 vs SSTL 인건비 비교



자료 : 쎄트렉아이
주: 2014 년 기준

주요 경쟁사별 기술력 비교

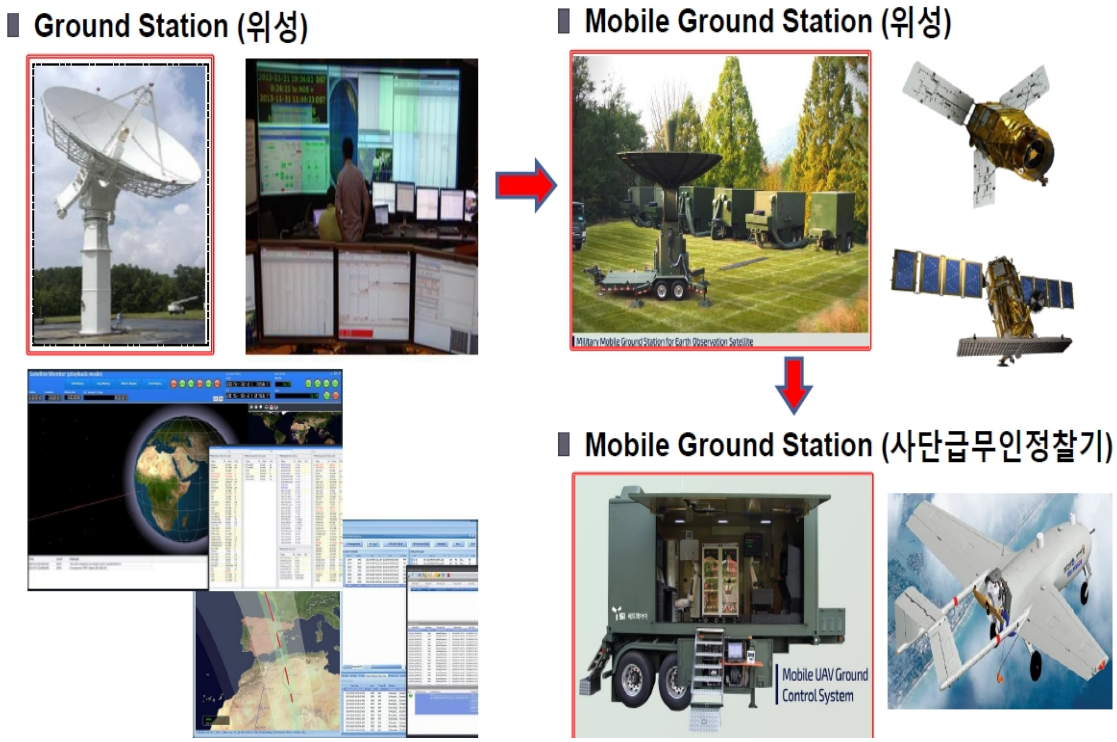
해상도	회사명	발사연도
2.5m	쎄트렉아이	2009 년
	SSTL	2011 년
1.0m	쎄트렉아이	2013 년
	SSTL	2015 년
0.5m	쎄트렉아이	2017 년(예정)
	NEC	2014 년

자료 : 쎄트렉아이

(2). 국방 정찰위성사업으로 새로운 도약 기대

2014 년 정부는 '425 사업'이라는 명칭하에 군 정찰위성 도입을 추진하였다. 425 사업의 주요 내용을 살펴보면 2020 년부터 [군사용 다목적 위성 5 기]를 투입하여 대북 정찰·감시를 독자적으로 진행하겠다는 목표를 가지고 있다. 하지만 관련 예산 삭감, 정부부처 간 대립으로 인해 사업이 지연된바 있다. 그러나 올해 초 박근혜 대통령은 대북 정보수집 능력 강화 의지를 밝혔으며, 지난 3 월, 올해 하반기에 군정찰위성 사업이 착수될 것이라고 밝힌 바 있다. 또한 모든 부품을 해외에서 도입하려던 기존 사업방향을 수정하여 국내 기술을 최대한 적용하기로 결정했다. 이에 따라 동사의 수혜가 예상된다.

쎄트렉아이 방산 제품 현황



자료 : 쎄트렉아이

앞서 언급한 바와 같이 우리 군은 2022 년까지 정찰위성 5 기를 전력화할 계획이다. 2020 년에 1 기, 2021 년에 2 기, 2022 년에 2 기 등 총 5 기가 실전 배치되며, 해상도는 0.3~0.5m 수준으로 알려지고 있다. 4 기는 구름이 낀 날씨에도 관측이 가능한 고성능 영상레이더(SAR)를 탑재하며, 나머지 1 기는 전자광학(EO) 및 적외선(IR) 감시장비가 장착될 예정이며, 총 사업의 규모는 1 조원으로 추정된다.

Analyst 이승욱 sulee@sk.com / 02-3773-9015

위성영상 해상도 비교

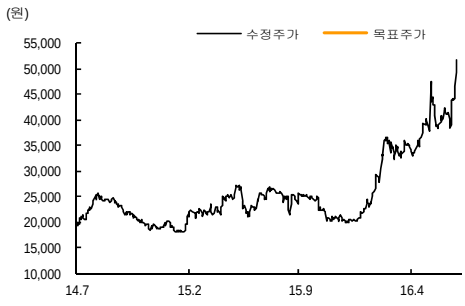
자료 : 쎄트렉아이

군 정찰위성 사업은 동사에게 있어 새로운 도약의 기회를 제공할 것으로 기대된다. 사실 정찰위성 사업 관련 수주의 규모는 예측하기 어렵다. 하지만 통상적으로 위성의 본체와 탑재체(payload)의 가격이 500 억원 수준이며, 지상체(Ground Station) 등을 감안하면 동사는 군 정찰위성 관련 최소 1,000 억원~3,000 억원 내외의 수주가 가능할 것으로 예상된다. 동사는 과거 싱가폴과 터키 등지에서 전자광학(EO) 카메라를 납품했던 경험을 가지고 있다. 또한 국내에서는 아리랑 위성의 태양센서와 지상체, 사단급 무인정찰기 관련 공급 경험이 있다. 이를 감안 시 군 정찰위성 수주 가능성은 매우 높다고 판단된다.

3. 실적전망

2016 년 매출액과 영업이익은 각각 364 억원(+19.2%, YoY), 56 억원(+22.1%, YoY)으로 추정되며, 하반기부터 본격적인 실적 개선이 예상된다. ① 고가의 신제품 SpaceEye-X(해상도 0.5m 급, 판매가격 6,000 만불 수준)와 군 정찰위성 수주가 예상되며, ② 2016 년 2 월 수주한 무인정찰기 관련 매출인식, ③ 자회사 ㈜에스아이이이에스의 영상판매 부문 성장이 예상되기 때문이다.

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.07.11	Not Rated	



Compliance Notice

- 작성자(이승욱)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 7 월 11 일 기준)

매수	95.45%	중립	4.55%	매도	0%

Analyst **이승욱** sulee@sk.com / 02-3773-9015

대차대조표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E
유동자산	238	259	248	319
현금및현금성자산	48	21	67	54
매출채권및기타채권	78	49	145	173
재고자산	25	18	21	25
비유동자산	313	291	343	361
장기금융자산	2	6	7	8
유형자산	192	174	167	160
무형자산	100	98	156	180
자산총계	551	550	592	680
유동부채	58	46	50	59
단기금융부채	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	49	37	37	44
단기충당부채	0	0	0	0
비유동부채	61	58	60	88
장기금융부채	0	0	0	23
장기매입채무 및 기타채무	54	51	52	52
장기충당부채	8	8	8	13
부채총계	119	105	110	148
지배주주지분	432	447	480	530
자본금	18	18	18	18
자본잉여금	138	144	144	144
기타자본구성요소	0	-1	-4	-4
자기주식	0	-1	-4	-4
이익잉여금	275	286	322	372
비지배주주지분	0	-1	1	3
자본총계	432	446	481	533
부채와자본총계	551	550	592	680

손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E
매출액	316	261	305	364
매출원가	262	211	224	268
매출총이익	54	50	81	96
매출총이익률 (%)	17.2%	19.1	26.5	26.5
판매비와관리비	22	28	35	41
영업이익	33	22	46	56
영업이익률 (%)	10.4%	8.4	15.1	15.1
비영업손익	33	-4	1	-1
순금융비용	0	-1	0	2
외환관련손익	1	0	4	0
관계기업투자등 관련손익	-1	0	-3	0
세전계속사업이익	0	18	48	54
세전계속사업이익률 (%)	32	6.9	15.6	14.8
계속사업법인세	10.2%	0	4	2
계속사업이익	1	18	44	51
중단사업이익	32	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0
당기순이익	0	18	44	51
순이익률 (%)	32	6.9	14.4	14.1
지배주주	10.0%	18	42	50
지배주주귀속 순이익률(%)	32	6.76	13.63	13.69
비지배주주	10.0%	0	2	2
총포괄이익	0	18	44	51
지배주주	32	18	42	50
비지배주주	32	0	2	2
EBITDA	0	52	78	99

현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E
영업활동현금흐름	147	79	-49	45
당기순이익(손실)	32	18	44	51
비현금성항목등	28	39	37	49
유형자산감가상각비	9	8	8	8
무형자산상각비	17	22	24	36
기타	-1	10	2	-1
운전자본감소(증가)	87	22	-127	-52
매출채권및기타채권의 감소(증가)	92	29	-95	-27
재고자산감소(증가)	-6	0	-12	-4
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	2	-11	-21	-24
기타	-2	4	1	3
법인세납부	0	0	-3	-3
투자활동현금흐름	-114	-98	103	-109
금융자산감소(증가)	-19	-85	160	-48
유형자산감소(증가)	-87	4	-1	0
무형자산감소(증가)	-10	-19	-62	-62
기타	2	1	7	1
재무활동현금흐름	-15	-8	-8	50
단기금융부채증가(감소)	0	-4	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	-1	-3	0
배당금의 지급	-10	-7	-5	-8
기타	0	4	0	50
현금의 증가(감소)	18	-27	47	-13
기초현금	29	48	21	67
기말현금	48	21	67	54
FCF	46	59	-66	15

자료 : 씨트렉아이, SK증권 추정

주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E
성장성 (%)				
매출액	-12.3	-17.5	17.0	19.3
영업이익	-29.9	-33.2	111.2	22.2
세전계속사업이익	-30.1	-44.7	166.0	13.3
EBITDA	-8.9	-11.9	48.8	27.1
EPS(계속사업)	-34.4	-44.4	136.0	19.8
수익성 (%)				
ROE	6.2	4.0	9.0	9.9
ROA	7.5	3.3	7.7	8.1
EBITDA마진	18.8	20.1	25.6	27.2
안정성 (%)				
유동비율	409.9	563.5	496.9	536.9
부채비율	27.6	23.5	22.9	27.7
순차입금/자기자본	-27.8	-37.3	-15.5	-16.7
EBITDA/이자비용(배)	51.1	135.1	59.0	37.5
주당지표 (원)				
EPS(계속사업)	866	482	1,137	1,362
BPS	11,795	12,204	13,117	14,479
CFPS	1,596	1,316	2,005	2,562
주당 현금배당금	180	150	220	0
Valuation지표 (배)				
PER(최고)	29.9	53.6	24.1	38.0
PER(최저)	19.1	34.9	15.8	15.4
PBR(최고)	2.2	2.1	2.1	3.6
PBR(최저)	1.4	1.4	1.4	1.4
PCR	10.7	14.7	10.3	20.2
EV/EBITDA(최고)	14.8	15.8	12.6	18.8
EV/EBITDA(최저)	9.1	9.5	8.2	7.4