Viasat (VSAT)

황병준 US Market
byeongjun.hwang@yuantakorea.com

그럼에도 편안한 진입 구간

대역폭 +3배와 신성장 투자 확대, 이익 사이클 Rock-Bottom

차세대 위성 2대의 서비스 개시 임박. 올해 5월과 3분기 서비스가 예정된 F2, F3 위성 기대감을 반영하며 최근 1년간 주가는 600% 상승하며 동종 업체(Eutelsat, Telesat, Echostar 등)를 크게 Outperform. Viasat은 **Viasat-3 F2, F3가 동시 운용되는 올해 4분기부터 고객이 사용할 수 있는 대역폭이 약 3배 가량 증가**.

Viasat-3 F2/3 동시 운용에 따른 대역폭 증가 가세로 주력 부문 항공의 추가 ARPU 개선 뿐만 아니라, 부진한 고정 광대역 및 해양 부문 서비스 개선으로 온기가 확산될 전망. 해양 서비스 부진은 GEO+Ka-Band+LEO 기반 다중 궤도 해상 서비스인 NexusWave 출시에 따른 잠식 효과를 반영하고 있는데 Viasat-3 F2, F3의 동시 운용이 추가 실적 개선을 견인할 것으로 판단. 수주 역시 25.1Q 1,000척 → 25.3Q 2,600척으로 확대, 설치는 2개 분기 +35% QoQ 증가세를 유지.

국방 및 첨단 기술 부문의 경우, EBITDA 마진율 둔화 지속, D2D 성장 이니셔티브를 지원하기 위한 R&D 비용 증가 영향을 반영. **D2D 성장 이니셔티브를 위한 R&D 투자는 동사가 23년 Inmersat 인수를 통해 확보한 Ka/L/S-band 자산 기반 멀티밴드 사업 플랫폼과 연관.** 차량/항공기/드론 등 첨단 국방 자원과의 D2D 연결성 확보에 용이한 L/S-Band 대역을 적극 활용해 부문 차기 성장 동력을 마련하고자 하는 행보.

주력 부문 항공의 ARPU 개선 지속, Boeing, Airbus 등 전방 업체의 견조한 수주 상황과 공급 차질 완화에 따른 추가 Upside, 해상 부문 NexusWave 사업의 침투율 확대와 부문 EBITDA 마진 하방 경직으로 실적 개선 가시성 확보. 최근 1년간 상승세에도 주가는 아직 팬데믹 이전 수준을 하회, 그럼에도 동사의 P/CF(Fwd.12M)는 경쟁 업체 IRDM(11배), GSAT(17배), TSAT(14배) 평균 수준인 11배로 매력적.

NOT RATED (I)

목표주가	-달러 (I)
현재주가 (4/27)	$ 57.82
컨센서스 주가 (4/27)	$ 60.57
상승여력	+4.7%

국가	미국
상장거래소	NASDAQ
산업 분류 (GICS 4)	기술 하드웨어 & 장비
시가총액 ($십억)	88
유동주식비율 (%)	97.5
52주 최저/최고	8.61/66.75
주요주주 (%)	BlackRock 13.8%

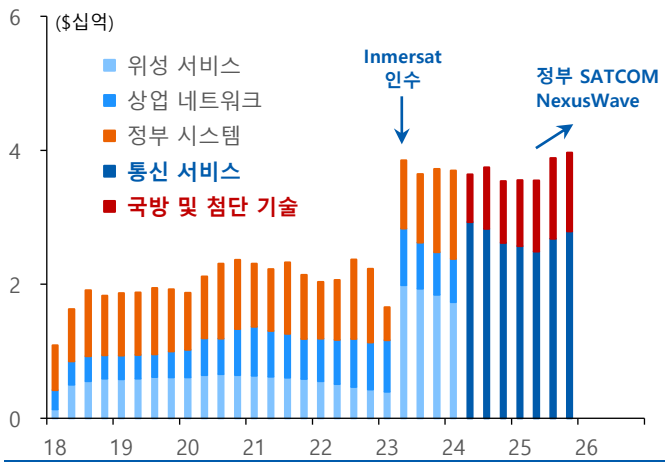
주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	24.1	46.7	517.0
상대	17.2	3.4	41.4

Summary (백만달러, 배, %)

	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	4,284	4,520	4,520	4,664	4,831
영업이익	-890	-97	-97	139	337
당기순이익	-1,069	-575	-575	180	44
PER	-	-	-	58.6	148.0
PBR	0.5	0.3	0.3	2.0	2.1
EV/EBITDA	5.6	4.6	4.6	8.9	8.9
ROE	-24.2	-12.0	-12.0	-3.7	-0.4

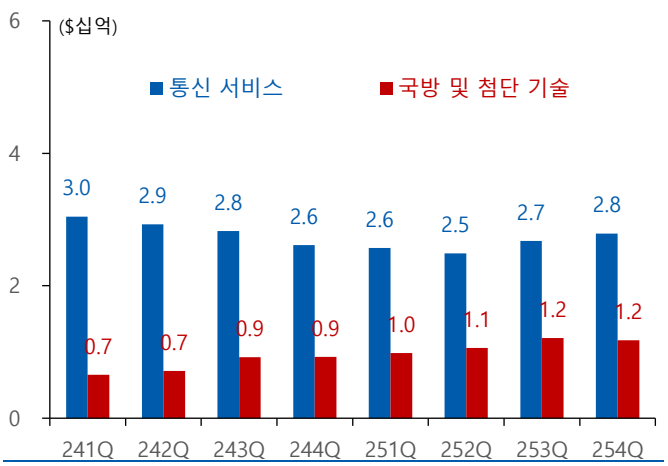
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 1] Viasat 사업부문별 Backlog 추이 - 1



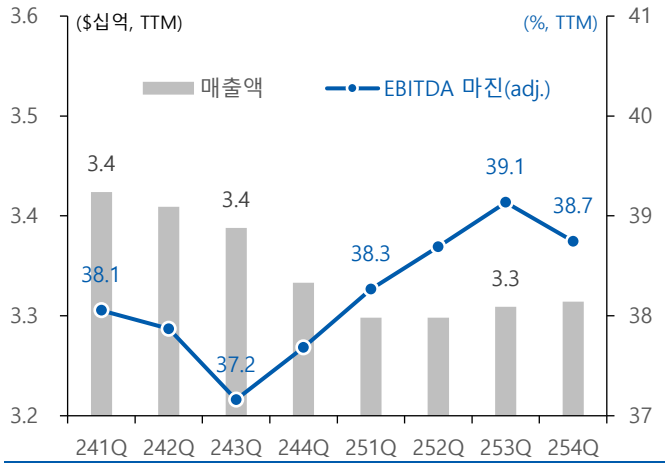
자료: sec.gov(10-K/Q), 유안타증권 리서치센터

[차트 2] Viasat 사업부문별 Backlog 추이 - 2



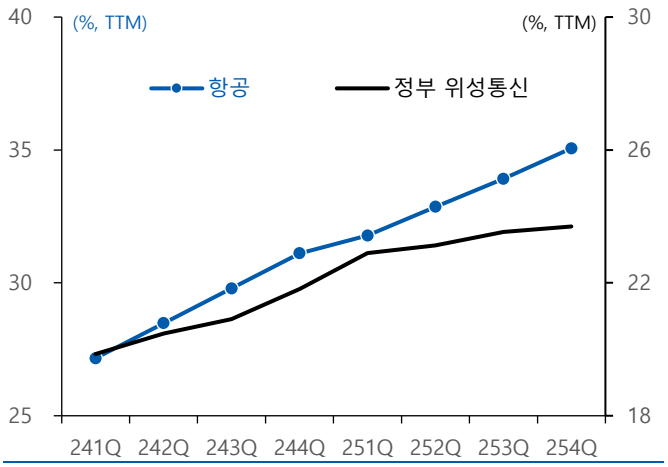
자료: sec.gov(10-K/Q), 유안타증권 리서치센터

[차트 3] 통신 서비스 사업 부문 매출액, EBITDA 마진 추이



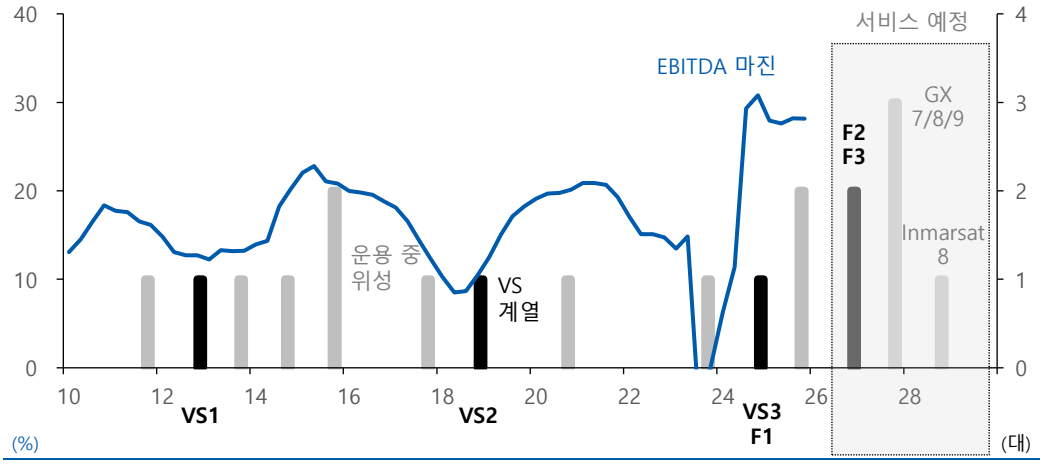
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 4] 통신 서비스 주요 사업별 매출 비중 추이 - 항공과 정부 SATCOM이 견인



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 5] Starlink 위성 세대별 발사 추이 - 5-6 개 분기 주기 사이클 / 대역폭, 탑재 용량 개선



자료: Viasat, 유안타증권 리서치센터

맞춰지는 장기 성장 로드맵의 퍼즐, 주가는 1년간 +600% 상승

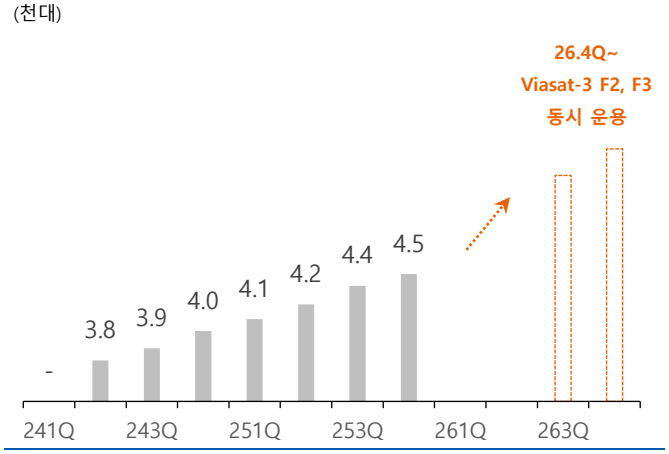
동사는 최근 1년간 600%대 주가 상승으로 동종 업체(Eutelsat, Telesat, Echostar 등)를 크게 Outperform했다. **차세대 위성 2대의 서비스 개시가 임박**한 것에 기인한다. [차트 5] 전사 매출 70%를 차지하는 위성 서비스 사업을 수행할 차세대 위성 F2는 5월, F3는 3분기 말 서비스 개시가 예정되어 있다. Viasat은 **Viasat-3 F2, F3가 동시 운용되는 올해 4분기부터는 고객이 사용할 수 있는 대역폭이 약 3배 가량 증가할 것으로 추산**하고 있다.

위성 서비스의 경우, 동사는 [1]위성, [2]지상국, [3]단말기 토탈 솔루션을 기반으로 Ka-Band와 L-Band 기반 다중 궤도 통신 서비스를 제공 중이다. 항공, 국방/정부, 해양, 일반 소비자 등 넓은 고객을 대상으로 광대/협대역 위성 네트워크 서비스를 제공하며, 정지궤도(GEO), 중궤도(MEO), 저궤도(LEO) 등 다양한 궤도 영역에 적용 가능한 우주 시스템 통합 솔루션을 제공한다. 정부 사업 부문에는 통신 게이트웨이, 지휘 통제 플랫폼, 사이버 보안 서비스도 제공한다.

고정 광대역 가입자 감소, 해양 L-Band(레거시) 사업 부진으로 성장세가 둔화되고 있으나 항공과 정부 SATCOM 부문 성장이 이를 상쇄하며 부문 수익성 개선을 견인하고 있다. 항공기당 ARPU 상승과 정부 SATCOM 매출 기여도 상승으로 부문 EBITDA 마진이 개선되는 한편, 올해 4분기부터 반영되는 **Viasat-3 F2/3 동시 운용에 따른 대역폭 증가 가세로 항공 부문 ARPU의 추가 개선 뿐만 아니라, 부진한 고정 광대역 및 해양 부문 ARPU 개선 온기가 확산할 전망**이다.

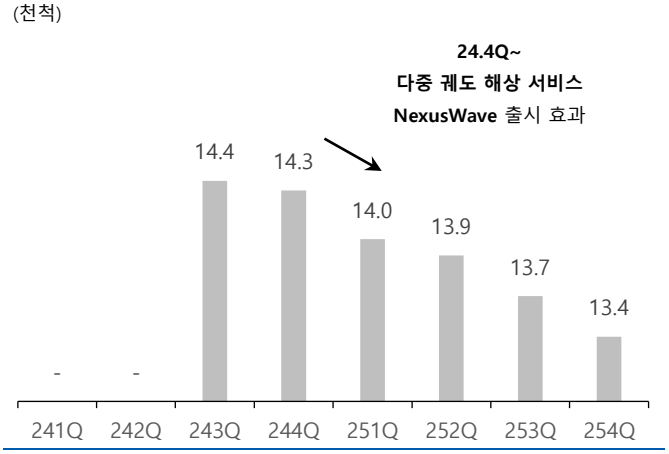
해양 서비스의 경우 지난 24년 하반기 출시한 NexusWave 수주 모멘텀 확대로 가시화할 전망이다. 해양 서비스 부진은 NexusWave 출시에 따른 잠식 효과를 반영하고 있다. GEO+Ka-Band+LEO 기반 다중 궤도 해상 서비스로 기존 해상 서비스에 더 높은 대역폭 기반의 승무원 및 기타 서비스를 제공해 부문 ARPU 개선을 견인 중인데, Viasat-3 F2, F3의 동시 운용이 추가 실적 개선을 견인할 것으로 판단한다. **수주 역시 25.1Q 1,000척 → 25.3Q 2,600척으로 확대 [Ka-Band 이용 선박 13,700척, 차트 7]**, 설치는 2개 분기 +35% QoQ 증가세를 유지하고 있다.

[차트 6] 동사 IFC (In-Flight Connectivity) 서비스 도입 상용 항공기 현황



자료: sec.gov(10-K/Q), 유안타증권 리서치센터

[차트 7] 동사 Ka-Band 통신 서비스 도입 선박 현황 - NexusWave 수주 확대

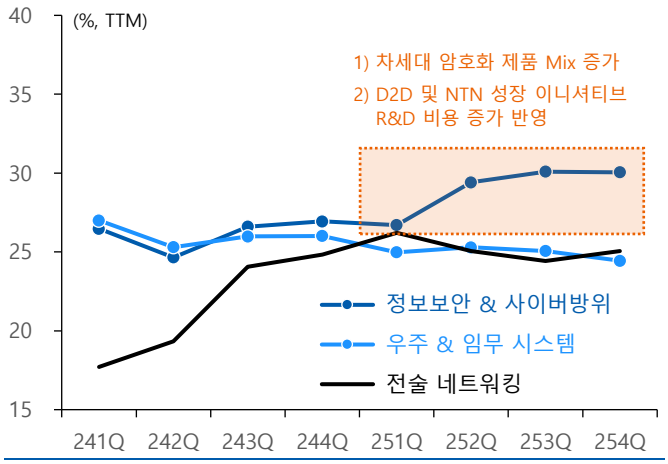


자료: sec.gov(10-K/Q), 유안타증권 리서치센터

[그림 1] Viasat Ka-Band 위성 커버리지 - 글로벌 커버리지 가능 업체 SpaceX, OneWeb, LeoSat, SES, OHB, Intelsat 총 7 사

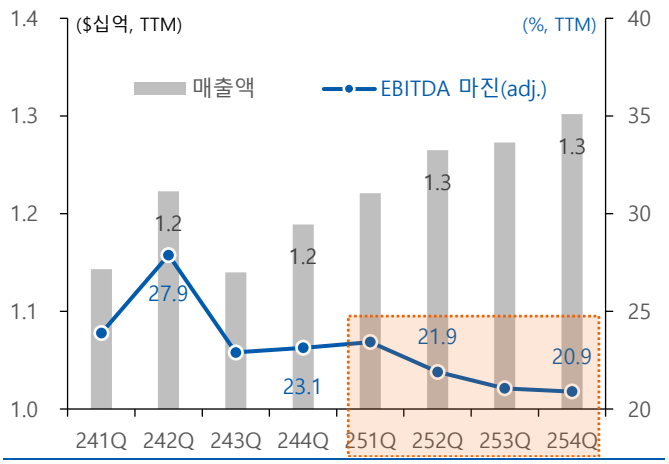
자료: Global Satellite Coalition, 유안타증권 리서치센터

[차트 8] 국방 & 첨단 기술 부문별 세부 사업별 매출 비중 추이 - 상위 3 개 사업



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 9] 국방 & 첨단 기술 매출액, EBITDA 마진 추이 - 신성장 사업 Mix 전환

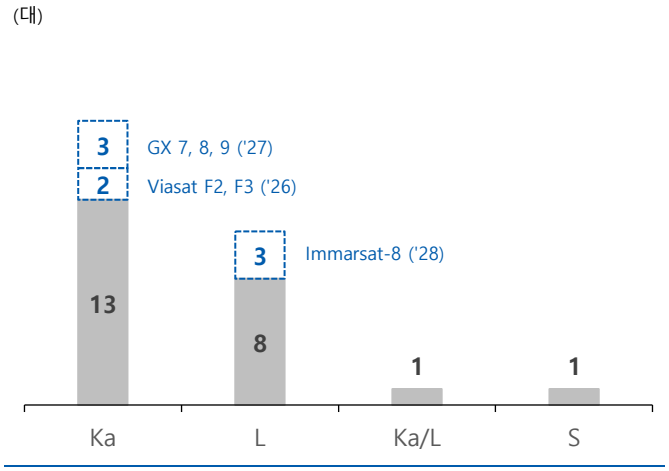


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

국방 및 첨단 기술의 경우, 전년 1년간 정보보안&사이버방위 사업이 견인하는 매출 증가세에도 EBITDA 마진율 둔화가 지속되었는데 이는 부문 내 1) 제품 매출 비중 증가와 고마진 전술 네트워킹 IP 매출 감소에 따른 Mix 영향, 2) 차세대 암호화 제품, D2D(Direct-to-Device; 직접 위성 통신) 성장 이니셔티브를 지원하기 위한 R&D 비용 증가 반영에 기인한다. **차세대 제품 수요가 견인하는 수주 증가와 이에 따른 제품향 Mix 전환으로 일시적인 마진 둔화가 나타나는 국면이나 최근 EBITDA 마진 하방이 견고해지고 있어 향후 수주 잔고 증가에 주목**해야 한다.

D2D 성장 이니셔티브를 위한 R&D 투자는 동사가 23년 Inmarsat 인수를 통해 확보한 Ka/L/S-band 자산 기반 멀티밴드 사업 플랫폼과 연관된다. 기상 영향이 적고 전술적으로 안정성이 높아 차량/항공기/드론 등 첨단 국방 자원과의 D2D 연결성 확보에 용이한 L/S-Band 대역을 적극 활용해 부문 차기 성장 동력원을 마련하고자 하는 행보로 판단한다.

[차트 10] 상용 서비스 제공 위성 20 기, 향후 3 년간 Ka 위성 5 대, L 위성 3 대 추가



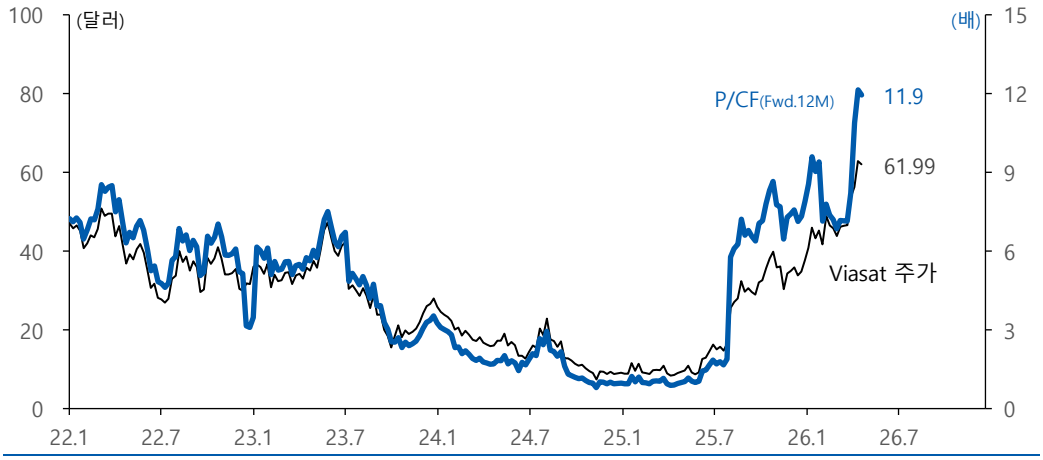
자료: Viasat, 유안타증권 리서치센터

[표 1] Band 별 지구정지궤도(GEO) 위성 제공 서비스 - Ka-Band, L-Band 중심

서비스	궤도	밴드
가정용 위성 인터넷	GEO/LEO	Ku/Ka
항공 Wi-Fi	GEO, LEO, MEO 혼합	Ku/Ka, L 보조
선박 인터넷	GEO, LEO, MEO 혼합	Ku/Ka, L 보조
해양/항공 안전통신	GEO	L
군 고속 SATCOM	GEO/MEO/LEO 혼합	X/Ku/Ka/Mil-Ka
군 저속/백업/전술 링크	GEO/LEO/MEO 혼합	L/S/UHF 등
D2D/NTN 스마트폰 직접 연결	GEO/LEO	L/S
IoT/추적/메시징	GEO/LEO	L/S
GNSS/GPS	MEO	L
TV 방송	GEO	Ku/C

자료: 유안타증권 리서치센터

[차트 11] Viasat 주가 및 P/CF(Fwd.12M) 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

전사 ARPU 개선 지속과 수익성 하방 경직, 밸류는 업종 최저로 매력적

주력 부문인 항공의 ARPU 개선 지속, Boeing, Airbus 등 전방 업체의 견조한 수주 상황과 공급 차질 완화에 따른 추가 Upside, 해상 부문 NexusWave 사업의 침투율 확대와 부문 EBITDA 마진 하방 경직으로 실적 개선 가시성이 높아진 구간에 있다.

최근 1년간 주가는 +610%가량 상승하며 정지궤도 기반 서비스 업체 중 가장 가파른 주가 상승세를 시현했으나, 주가는 아직 팬데믹 이전 수준을 회복하지 못하고 있다. 성장 이니셔티브 추진에 따른 비용 압박에도 수익성 하방 경직이 확보, 차세대 위성 서비스 개시에 따른 영업레버리지 가시성이 높아진 국면간 동사의 P/CF(Fwd.12M)는 경쟁 업체 IRDM(11배), GSAT(17배), TSAT(14배) 평균 수준인 11배로 매력적이다.

[표 2] 손익계산서 - 재무 지표 추이

($백만, %)	24.Q1 24.1	24.Q2 24.4	24.Q3 24.7	24.Q4 24.10	25.Q1 25.1	25.Q2 25.4	25.Q3 25.7	25.Q4 25.10
수주잔고	3,696	3,640	3,747	3,541	3,553	3,549	3,886	3,967
(YoY)	-	-5.4	2.8	-4.9	-3.9	-2.5	3.7	12.0
통신 서비스	3,042	2,928	2,826	2,616	2,569	2,490	2,677	2,790
국방 및 첨단 기술	654	712	921	925	984	1,059	1,209	1,177
매출액	1,150	1,126	1,122	1,124	1,147	1,171	1,141	1,157
(yoy)	73	44	-8	0	0	4	2	3
부문별 비중(%)								
항공	27	28	30	31	32	33	34	35
정부 위성통신	20	20	21	22	23	23	24	24
해양	15	15	15	15	14	14	14	14
고정광대역, 기타	27	26	25	24	22	22	21	20
제품	10	10	10	9	8	8	8	8
매출원가	824	711	775	762	782	762	756	778
매출총이익	326	416	347	362	365	409	385	379
(GPM)	28.4	36.9	30.9	32.2	31.8	35.0	33.7	32.7
영업비용	288	334	337	320	343	346	344	347
일반판매관리비	253	251	272	238	420	263	242	241
연구개발 (R&D)	46	39	33	37	34	34	42	47
기타 영업비용	-12	44	31	45	-110	49	60	59
영업이익 (손실)	39	82	10	42	22	63	41	32
(OPM)	3.4	7.3	0.9	3.7	2.0	5.4	3.6	2.8
EBITDA	351	413	365	380	360	405	367	372
(EBITDAM)	30.5	36.7	32.5	33.8	31.3	34.6	32.2	32.1

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Viasat (VSAT) 재무제표

포괄손익계산서

(단위: 백만달러)

결산 (3월)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	2,256	2,417	2,556	4,284	4,520
매출액증가율 (%)	-2.3	7.1	5.7	67.6	5.5
매출원가	1,564	1,711	1,835	2,902	3,030
매출총이익	692	706	721	1,382	1,490
판관비	512	641	719	1,894	1,181
영업이익	58	-113	-156	-890	-97
영업이익증가율 (%)	51.6	-294.3	37.8	470.5	-89.0
EBITDA	521	451	432	373	1,362
영업외손익	32	25	6	304	448
외환관련손익	-	-	-	-	-
이자손익	32	29	7	304	338
관계기업관련손익	-	-	-	-	-
기타	-	-4	-1	-	110
법인세비용차감전순손익	26	-138	-162	-1,194	-545
법인세비용	9	-37	49	-139	-1
계속사업순손익	17	-102	-212	-1,047	-531
중단사업순손익	-	-99	-1,302	10	-
당기순이익	4	-16	1,085	-1,069	-575
지배순이익증가율 (%)	적지	적지	적지	적지	적지

현금흐름표

(단위: 백만달러)

결산 (3월)	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	727	506	368	688	908
당기순이익	4	-16	1,085	-1,069	-575
유무형자산상각비	397	495	500	1,158	1,361
기타비현금손익 조정	154	112	-1,236	865	101
매출채권증감	84	-60	-128	-69	-60
재고자산증감	-42	-2	-73	-13	33
매입채무증감	-24	25	36	-41	40
투자활동 현금흐름	-885	-1,130	768	-1,291	-758
인수 및 사업	-	-	-	-343	-
유형자산 증가 (CAPEX)	-827	-938	-1,077	-1,539	-1,030
유형자산 감소	-	-	-	-	-
기타현금흐름	-	-140	1,932	591	272
재무활동 현금흐름	150	644	-66	1,124	-443
차입금 증감	-21	656	-36	1,170	-416
자본금 증감	180	-2	-25	8	13
현금배당	-	-	-	-	-
기타현금흐름	-10	-10	-5	-53	-39
현금의 증감	-8	15	1,069	522	-289
기초 현금	304	296	310	1,379	1,901
기말 현금	296	310	1,379	1,901	1,612
NOPAT	38	-82	-207	-807	-177
FCF (Free Cash Flow)	-100	-433	-709	-851	-122

자료: Bloomberg, 유안타증권

재무상태표

(단위: 백만달러)

결산 (3월)	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	2,256	2,417	2,556	4,284	4,520
현금및현금성자산	-2.3	7.1	5.7	67.6	5.5
매출채권	1,564	1,711	1,835	2,902	3,030
재고자산	692	706	721	1,382	1,490
비유동자산	512	641	719	1,894	1,181
유형자산	58	-113	-156	-890	-97
관계기업 등 지분관련자산	51.6	-294.3	37.8	470.5	-89.0
기타투자자산	521	451	432	373	1,362
자산총계	32	25	6	304	448
유동부채	-	-	-	-	-
매입채무 및 미지급금	32	29	7	304	338
단기차입금	-	-	-	-	-
유동성장기부채	-	-4	-1	-	110
비유동부채	26	-138	-162	-1,194	-545
장기차입금	9	-37	49	-139	-1
부채총계	17	-102	-212	-1,047	-531
자본금	-	-99	-1,302	10	-
자본잉여금	4	-16	1,085	-1,069	-575
이익잉여금	적지	적지	적지	적지	적지
비지배지분	36	49	36	47	91
자본총계	2,387	2,683	3,861	5,073	4,645
순차입금	1,913	2,554	1,447	5,751	5,935
총차입금	2,209	2,865	2,796	7,652	7,547

재무지표 및 밸류에이션

결산 (3월)	2021	2022	2023	2024	2025
EPS	0.1	-0.2	14.3	-9.1	-4.5
BPS	34.3	35.4	49.7	39.9	35.0
EBITDAPS	10.9	6.9	4.8	5.9	7.1
SPS	34.0	32.9	33.7	36.6	35.2
DPS	-	-	-	-	-
PER	85.3	-	-	-	-
PBR	1.4	1.4	0.7	0.5	0.3
EV/EBITDA	10.1	13.8	9.5	21.6	5.4
PSR	1.4	1.5	1.0	0.5	0.3
ROE	0.2	-0.6	33.6	-24.2	-12.0
ROIC	0.8	-1.5	-3.3	-7.9	-1.3
ROA	0.1	-0.3	15.4	-8.9	-3.6
부채비율 (%)	92.5	106.8	72.4	150.9	162.5
순차입금/자기자본 (%)	80.2	95.2	37.5	113.4	127.8
매출총이익률 (%)	30.7	29.2	28.2	32.3	33.0
영업이익률 (%)	2.6	-4.7	-6.1	-20.8	-2.2
당기순이익률 (%)	0.2	-0.6	42.4	-25.0	-12.7
EBITDA 마진율 (%)	23.1	18.7	16.9	8.7	30.1

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **황병준**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.